

信用评级公告

联合〔2021〕2273号

联合资信评估股份有限公司通过对华融晋商资产管理股份有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定维持华融晋商资产管理股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 华融晋商 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为列入评级观察名单。

特此公告

联合资信评估股份有限公司



二〇二一年四月八日

华融晋商资产管理股份有限公司

2021 年短期融资券跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
华融晋商资产管理股份有限公司	AAA	列入评级观察	AAA	列入评级观察
20 华融晋商 CP001	A-1	列入评级观察	A-1	列入评级观察

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 华融晋商 CP001	10 亿元	10 亿元	2021/10/23

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 4 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
地方资产管理公司信用评级方法	V3.0.201907
地方资产管理公司主体信用评级模型（打分卡）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	2
		自身竞争力	风险管理	2
			企业管理	2
			经营分析	3
			未来发展	2
			财务风险	F3
盈利能力	1			
现金流量	5			
资本结构		4		
偿债能力		2		
调整因素和理由			调整子级	
公司为山西省内首家具有批量收购处置金融 机构不良资产业务资质的地方资产管理 公司，能够得到一定政策支持，并在市场开 拓及化解地方债务，防控金融风险等方面 起到较大作用；同时股东能在业务发展等 方面给予公司较大力度支持。				

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华融晋商资产管理股份有限公司（以下简称“华融晋商”或“公司”）的跟踪评级反映了其作为山西省内首家具备开展金融不良资产批量收购处置业务资质的地方国有资产管理公司，在区域经济发展中具有重要作用。公司股东在资本、业务经营等方面给予公司支持力度较大。跟踪期内，公司业务发展较好，盈利能力较强，业务所在区域竞争力较强。

联合资信也关注到，公司债务规模以及杠杆水平较高，投资资产面临较高的区域及行业集中风险，同时公司投资资产涉及重大诉讼，未来资产质量回收有一定的压力及资产减值计提对盈利的的影响等因素对公司经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 华融晋商 CP001”的债项信用等级为 A-1，评级展望为列入评级观察。

优势

1. 在山西省内的行业地位高、市场竞争力强。公司是山西省内首家资产管理公司，在山西省内经济结构调整与转型升级等方面具有重要的作用。
2. 股东背景很强，在业务开展、资本补充等方面能够提供有力支持。公司是中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）在山西省政府化解地方不良资产专门成立的资产管理公司。中国华融资本实力强，业务平台多元化，能在经营管理、业务发展及流动性等方面给予公司有力支持。公司其他股东均为山西省内国有企业，公司业务开展能够得到山西省政府的支持。
3. 公司不良资产规模有所增长收入对营业收入逐步提升，融资渠道较为畅通且较为多元化，能够为业务开展提供较好支撑。公司成立后不良资产业务规模逐步提升，不良资产收入对营业收入的贡献度逐步提升。公司融资渠道较为畅通且多元化，能够为业务开展提供较好支撑。

关注

1. 公司收入对投资及资产管理业务依赖度较高，相关业务收益稳定性与风险项目处置情况需关注。公司投资及资产管

分析师：刘 嘉 卢芮欣

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

 地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
 中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

理业务收入在营业收入中占比大，相关业务投资规模较大，债权投资资产面临较高的区域及行业集中风险。公司投资资产涉及诉讼金额较大，未来资产质量回收有一定的压力，需关注相关投资项目信用风险及盈利稳定性。

2. **公司债务规模及财务杠杆水平较高。**公司业务开展对负债稳定性的要求不断提升，需关注未来公司整体杠杆水平变动情况。
3. **需持续关注中国华融战略规划调整对公司带来的影响。**截至本报告出具之日，中国华融持有公司股权比例下降致使实际控制人由中国华融变为无实际控制人，需持续关注中国华融战略调整对公司的影响。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
资产总额（亿元）	225.18	220.64	213.03	220.13
所有者权益（亿元）	41.89	42.65	47.33	46.55
短期债务（亿元）	68.90	71.35	80.16	40.83
长期债务（亿元）	106.80	83.62	82.91	124.72
全部债务（亿元）	175.69	154.97	163.07	165.55
营业收入（亿元）	17.46	12.94	16.86	12.22
利润总额（亿元）	4.18	4.34	7.29	5.38
总资产收益率（%）	1.63	1.46	2.52	1.86
净资产收益率（%）	8.42	7.68	12.14	8.60
资产负债率（%）	81.40	80.67	77.78	78.85
不良资产业务净额（亿元）	41.85	57.64	39.93	79.96
不良资产收购业务收入/营业收入（%）	5.65	16.00	19.09	32.32
流动比率（%）	275.86	130.72	157.72	300.53
全部债务资本化比率（%）	80.75	78.42	77.51	78.05
EBITDA 利息倍数（倍）	1.49	1.47	1.87	/
全部债务/EBITDA（倍）	13.78	11.13	10.13	/
EBITDA/本次跟踪债券金额（倍）	1.28	1.39	1.61	/

注：公司 2020 年前三季度财务报表未经审计，相关指标未年化
 资料来源：公司财务报表，联合资信整理

评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020.10.9	郎朗 吴宇峰 盛世杰	地方资产管理公司信用评级方法 V3.0.201907/地方资产管理公司主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2018.3.30	胡建 孔宁	联合资信资产管理公司信用评级方法	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由华融晋商资产管理股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

华融晋商资产管理股份有限公司

2021 年短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司关于华融晋商资产管理股份有限公司短期融资券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

华融晋商资产管理股份有限公司(以下简称“华融晋商”或“公司”)成立于2016年2月,是由山西省政府批准、经银监会备案具有批量收购金融不良资产经营资质的一家省级资产管理公司。公司由中国华融资产管理股份有限公司(以下简称“中国华融”)与山西省人民政府签署战略合作协议成立,初始注册资本为30.00亿元,各发起人以现金缴足,其中北京华融晋商投资中心(有限合伙)(以下简称“北京华融晋商”)由中国华融指定出资,占股51.00%;山西省政府方面,由山西金融投资控股集团有限公司(以下简称“山西金控”)、山西省经济建设投资集团有限公司、山西国信投资集团有限公司、山西省财政资产管理有限公司、大同市投资担保中心、临汾市投资集团有限公司、运城市财源融资担保有限公司和忻州市资产经营管理中心等8家国有股东缴足。2019年12月,公司通过增资扩股议案,由山西金控以非公开协议增资的形式增资1.30亿元,公司原控股股东北京华融晋商持有公司股权由51.00%降至48.88%。2020年4月,山西金控牵头除北京华融晋商以外的7家山西省内的股东签署完成《一致行动人协议》¹,山西金控及其一致行动人合计享有公司51.12%股份及相应表决权。截至2020年末,公司注册资本和实收资本均为31.30亿元。截至本报告出具之日公司董事会会议事规则

必须经全体董事的三分之二以上通过,各方股东均不能对公司达到控制,因此公司无实际控制人。此处股权变更,中国华融不再控制公司,需对未来公司在中国华融战略地位保持关注。公司股权未有质押的情况,股东持股情况见下表。

表 1 截至 2020 年 9 月末股东持股情况 单位: %

股东名称	持股比例
北京华融晋商投资中心(有限合伙)	48.88
山西金融投资控股集团有限公司	32.91
山西省经济建设投资集团有限公司	9.58
山西省财政资产管理有限公司	3.19
大同市投资担保中心	1.60
临汾市投资集团有限公司	1.60
运城市财源融资担保有限公司	1.60
忻州资产经营集团有限公司	0.64
合计	100.00

资料来源:公司提供,联合资信整理

公司经营范围:收购、受托经营金融机构和非金融机构不良资产,对各类不良资产进行管理、投资和处置;债权转股权,对股权资产进行管理、投资和处置;对外投资;买卖有价证券;资产证券化业务、发行债券;同业往来及向金融机构进行商业融资;资产管理、财富管理、私募股权投资;财务、投资、法律及风险管理咨询和顾问;资产及项目评估;破产管理、金融机构托管与清算;监管机构批准的其他业务活动。

截至2020年9月末,公司设有业务一部至六部、投行部、综合管理部、计划财务部、资金运营部、业务审查部(法律事务部)、风险管理部、审计部等业务及职能部门,员工人数共计99人。

截至2019年末,公司资产总额213.03亿元,负债总额165.71亿元,所有者权益47.33亿元。

¹ 一致行动协议决定的主要事项根据华融晋商《章程》规定,由其股东大会决策的事项。公司董事会决议交由股东大会进行决策的事项。《章程》未做明确规定,但根据法律、行政法规、部门

规章、规范性文件规定或政府主管部门、监管机构、司法机关要求应由其股东大会决策的事项。

2019年，公司实现营业收入16.86亿元，实现利润总额7.29亿元。

截至2020年9月末，公司资产总额220.13亿元，负债总额173.58亿元，所有者权益46.55亿元。2020年1—9月，公司实现营业收入12.22亿元，实现利润总额5.38亿元。

公司注册地址：山西综改示范区太原唐槐园区东大街8号307室；法定代表人：李鹏。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，本次进行跟踪评级的公开发行的尚需偿还短期融资券本金合计10.00亿元（详见表2）。跟踪期内，公司存续短期融资券所募集资金已经全部按计划用途用于符合国家相关法律法规及政策要求的企业生产经营活动。

表2 截至本报告出具日公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 华融晋商 CP001	10.00	10.00	2020/10/23	1 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表3 2016—2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响线下教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受

疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020年我国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精

准、合理适度。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微企业和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

五、行业及区域经济环境

宏观经济持续低位运行，整体不良资产化解需求增加，不良资产管理行业发展空间大。

AMC即资产管理公司（Asset Management Companies）特指专业承接、处置不良资产的资产管理公司，其业务还可以由此延伸到投资、资产管理、信托、租赁、银行、投行等全金融覆盖。联合资信将主要从事不良资产经营业务的机构均视为不良资产管理公司范畴。

根据不良资产的流向，可以将不良资产管理的产业链大体分为上游不良资产来源、中游

接收处置以及下游投资三个环节，不良资产管理公司在产业链中发挥不良资产接收和处置的作用，是产业链中最主要的参与者。

不良资产的上游来源主要包括银行、非银金融机构、非金融机构（企业）以及财政不良资产。银行不良资产主要是不良贷款，随着近年国内宏观经济低位运行和结构调整的深化，国内商业银行不良贷款率持续攀升，风险化解需求增加。银保监会数据显示，近年受宏观经济下行及金融“去杠杆”的加剧的影响，截至2020年末，我国商业银行不良贷款余额升至2.70万亿元，较上年末增长11.93%，不良贷款率1.84%，较上年末降低0.02个百分点。非银金融机构主要包括信托、金融租赁、证券等机构，近年非银金融机构类信贷业务规模的快速增长为不良资产管理行业的发展提供了较大空间。非金融机构不良资产主要是企业形成的各类坏账，如企业被拖欠的各种货款、工程款等，非金融机构的不良资产总体规模庞大，但分布非常分散，其中规模以上企业是不良资产的主要来源，企业的不良资产质量一般低于金融机构，其不良资产的处置以债务重组为主；近年来非金融机构应收账款规模不断攀升，回收周期不断延长，逐步沉淀形成的坏账对资产及债务重组的需求日益高涨。国家统计局数据显示，截至2019年末，我国工业企业应收票据及应收账款17.40万亿元，较上年末增长4.48%，截至2020年12月末，我国工业企业应收票据及应收账款16.41万亿元，较上年末下降5.68%，系十几年以来首次出现回落。

中游的不良资产管理公司在接收不良资产后进行处置并从中获取收益，不良资产本身的不良属性意味着更大的固有风险和更高的经营专业性要求，不良资产供给的逆周期性和不良资产处置的顺周期性叠加，意味着 AMC 业务模式的一般逻辑是在经济下行时期布局资产、经济上升时期处置资产，这决定了其业务周期很长、盈利体现很慢，因此不良资产经营处置的专业能力是衡量 AMC 核心竞争力的重要标

准。同时 AMC 企业自身对经济周期的把控和应对显得更加重要，预期之外的经济周期单边延长或变化会加大其经营风险并带来较大资金压力。

下游投资者是不良资产的最终购买方，主要包括各类投资机构、工商企业及个人等；下游投资者通过购买、协议受让、参加法院拍卖等获得不良资产，发挥自身的专业优势，对债权、股权及实物资产进行最终消化处置并实现投资回报。

不良资产管理市场格局进一步多元化，市场竞争加剧，地方AMC以国有背景为主，区域内地方AMC机构数量与银行不良贷款规模基本正相关。

目前，我国不良资产管理市场进入“5+2+银行系AIC+外资系+N”的市场格局，即华融、长城、东方、信达、中国银河资产管理有限责任公司（2020年3月获批，2020年6月更为现名）五大全中国金融资产公司，每省原则上不超过2家经银保监会批复的可从事金融企业不良资产批量收购业务的地方资产管理公司（以下简称“地方AMC”），银行设立的主要开展债转股业务的金融资产投资公司（以下简称“AIC”），外资投资控股的不良资产管理公司，以及众多未获得银保监会批复的内资不良资产管理公司（以下简称“非持牌AMC”）。以下主要讨论地方AMC。

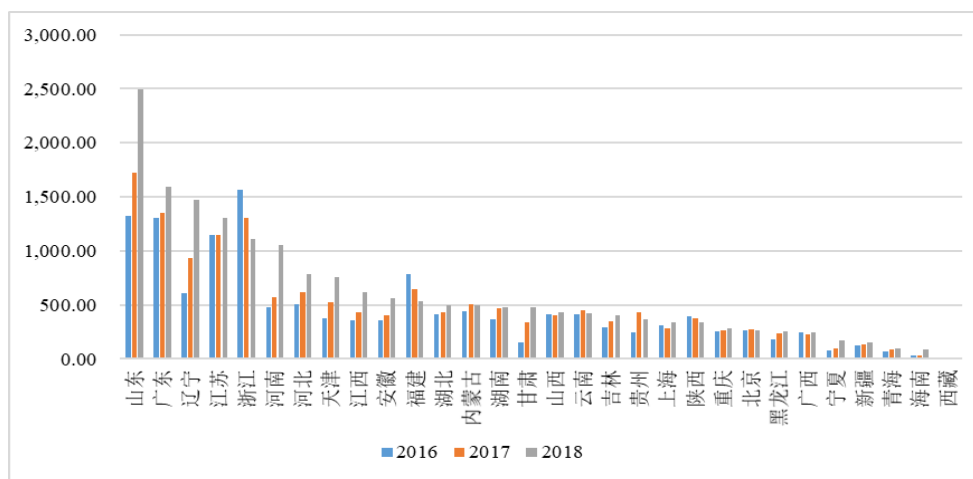
联合资信根据《中国地方资产管理行业白皮书》的资料整理，截至2019年末，全国共57家地方AMC企业，较2018年末增加4家。2020年以来，根据公开信息，2020年4月，吉林省金融资产管理有限公司被最高人民法院裁定强制解散；2020年7月，海南省获批了第二家地方AMC——海南新创建资产管理股份有限公司（亦且为首家外资控股的持牌地方AMC）；2021年2月，吉林省盛融资产管理有限责任公司获得银保监会的资质批复，同时吉林省金融资产管理有限公司的业务资质被取消。截至2021年2月末，地方AMC数量为58家，

其中浙江、山东、福建、广东因包含计划单列市各有3家地方AMC企业；其余省级行政区中，除吉林、陕西、河北、贵州、云南、青海、新疆、西藏只有一家地方AMC企业外，其余省份均已设立两家地方AMC企业。按照不良贷款余额排序，可以看到商业银行不良贷款余额规模靠前的山东、广东、浙江三省都相继成立了第三家地方AMC企业来消化当地的不良资产，不良贷款余额第三大的辽宁省正在筹备第三家地方AMC企业；云南、吉林、贵州、陕西、青

海、新疆、西藏等只设立了1家地方AMC企业的省份，其省内商业银行不良资产的规模也相对不大；值得关注的是，河北省的不良资产规模相对较大，但至今只有一家持牌的地方AMC企业。

从控股结构看，国有背景的地方AMC占多数。根据《中国地方资产管理行业白皮书》，截至2020年5月末，国有控股的地方AMC企业16家，国有独资的地方AMC企业9家，约76%地方AMC的主要股东具有国资背景。

图1 商业银行不良贷款余额按区域分布图（单位：亿元）



注：2019年多数区域数据未披露无法同比
资料来源：Wind，联合资信整理

2019年以来，行业监管趋严，重点转向防范行业风险和市场纠纷，引导不良资产管理公司回归本源和主业，有利于行业规范、健康发展。

监管主体方面，目前地方AMC是特许从事金融不良资产批量收购业务的准金融机构，但没有金融机构许可证，其是否属于金融机构一直没有明确说法。因存在监管主体不明确、监管措施不完善等问题，地方AMC行业发展在业务模式探索中的“伪创新”层出不穷，行业乱象也暴露出监管缺位的问题。2019年7月，银保监会发布的《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》（银保监办发〔2019〕153号）（以下简称“153号文”）明确了目前由银保监会负责制定地方AMC的监管规则，各省（区、市）人民政府履行监管责任，各地方金融监管

部门具体负责对本区域地方AMC的日常监管，包括机构设置、变更、终止、风险防范和处置等。

监管政策方面，行业整体仍处于发展初期，监管环境较为宽松，但2019年以来有所趋严。153号文针对地方AMC的一些高风险甚至违规经营行为，强调严格监管，对地方AMC资产端相关业务规模有所缩减，强调风险防范和违规处置，重点围绕各种乱象纠偏；出表通道类业务以及投机炒作等“挣快钱”的方式难以为继，行业在牌照端的竞争壁垒弱化，逐渐转向差异化、专业化能力的竞争，要求地方AMC构建起不良资产买入环节的估值定价能力，经营环节的运作、服务和价值提升能力，处置环节的多元化手段等一系列专业化经营能力。

地方性政策方面，除个别省份外，大多数地区未有较为详细的指引。近年来江西省、山东省地方金融监管部门先后已发布了地方性的 AMC 监管办法，明确建立风险管控为本的审慎监管，对银保监会划定的地方 AMC 准入门槛进行了细化，对资本充足率要求不低于 12.5%，与《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》保持一致。可见，随着金融监管导向趋严，银保监会对五大 AMC 的监管政策对地方 AMC 监管有一定的风向传导作用。2020 年 4 月，北京市地方金融监督管理局出台了《北京市地方资产管理公司监督管理指引（试行）》，其他省市的地方 AMC 管理办法也有望陆续出台，有利于地方不良资产处置监管更加规范。

行业发展前景广阔，但需不良资产管理公司加强自身专业能力；部分地方 AMC 主业不突出，投资类业务爆发信用风险，加大其业务结构转型压力。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情的持续影响下，不良资产领域的业务发展机会显著增加。但在经济周期下行期间，交易对手信用风险加大，资产包价值可能进一步下行、处置难度加大，对不良资产管理公司的估值定价和存量资产回收产生一定不利影响，加之市场主体扩容加剧行业竞争和行业监管逐步规范，需要不良资产管理公司不断加强自身专业能力。

相比传统金融机构而言，融资难、融资贵问题始终是地方 AMC 的行业瓶颈，较高的融资成本和不良资产处置回收的不确定性叠加，导致地方 AMC 倾向于交易频率较高的短期经营行为，如收益回报较高的固定收益类业务等；加之若股东对地方 AMC 企业设定较高的盈利目标和分红要求，将进一步促使企业选择投资业务、类信贷业务等短平快的非主营业务，从而弱化地方 AMC 化解区域风险的属性。在前期的发展中，部分资产管理公司已经形成了以投资业务、类信贷业务等为主的业务特点，不良资产业务收入占比较低；在当前地方 AMC 行业逐步回归主业的背景下，部分地方 AMC 企业的投资业务仍占比较高，且部分投资资产在经济

下行期间爆发了一定的信用风险事件，从而加大相关企业业务结构转型的压力。

近年来，山西省经济保持平稳发展态势，但在宏观经济下行的背景下，当地经济增速有所放缓，在去产能及环保政策影响下，当地能源经济面临一定调整压力。考虑到复产推动能源需求回暖、煤炭价格下行空间有限等因素，因疫情带来的短期损失将会得以弥补。随着山西国企改革、产业转型的步伐加快，未来公司的业务空间或将进一步提升。

公司展业范围主要在山西省境内，业务经营与山西省整体经济运营环境紧密相关。山西省位于我国中部地区，是连接京津地区和大西北的重要枢纽。山西省矿产资源丰富，已探明的煤炭资源储量占全国的 20%，是我国煤炭资源储量最大的省份之一。丰富的资源条件为山西省的经济发展提供较好基础，但由此形成的资源型经济在供给侧改革、环保监管趋严的政策背景下亦为其带来较大的产业结构调整压力。

2020 年以来，新冠疫情对山西当地的经济发展造成一定冲击，但主要能源行业在复工复产的推动下恢复较快。2020 年山西省经济呈现稳步回升态势，保持经济平稳运行、推动高质量发展的有利因素在不断夯实。根据地区生产总值统一核算结果，全年全省地区生产总值为 17651.93 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%。其中，第一产业增加值为 946.68 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值为 7675.44 亿元，增长 5.5%；第三产业增加值为 9029.81 亿元，增长 2.1%。全年全省一般公共预算支出 5110.9 亿元，增长 8.4%。其中，教育、卫生健康、社会保障和就业、住房保障、交通运输、节能环保、城乡社区等民生支出 3169.7 亿元，增长 8.2%。2020 年末金融机构本外币各项存款余额 42497.1 亿元，比年初增加 4115.6 亿元。各项贷款余额 30640.9 亿元，增加 2521.5 亿元。2020 年末全省农村金融合作机构（农村信用社、农村合作银行、农村商业银行）人民币存款余额 9379.6 亿元，比年初增加 1020.7 亿元；人民币

贷款余额 5888.7 亿元，增加 572.8 亿元。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司第一大股东仍为北京华融晋商，持股比例为 48.88%，无控股股东和实际控制人。公司股东不存在直接或间接持有的公司股权被质押或存在争议的情况。

2. 企业规模及竞争力

公司依托良好的股东背景及渠道资源，以不良资产处置与投资及资产管理业务为核心，在山西省同业机构中维持明显竞争优势。

公司作为山西省内首家地方资产管理公司，致力于成为化解山西省金融风险的专业平台，同时提供包括投资及资产管理业务、金融服务业务等多元化金融服务，通过三大业务板块的协同运作实现可持续发展，截至 2020 年 9 月末，公司不良资产业务余额 80.30 亿元。

公司还依托股东中国华融的综合金融服务能力以及借助地方政府及山西省股东的地缘优势，在区域金融机构和企业的不良资产受托收购和化解处置，政府融资平台和重点项目债务的剥离、收购、重组、置换，减少政府债务存量 and 财政负担，促进产业结构调整 and 转型升级等方面对山西省有着重要意义，区域竞争优势明显。

3. 外部支持

中国华融作为中国五大国有金融资产管理公司之一，具备很强的综合竞争力，为公司的发展提供有力的支持；其他股东为山西省内国有企业，对公司在省内展业有较强的业务支持。

中国华融成立于 1999 年 11 月，2012 年 9 月经国务院批准，整体改制为股份有限公司，2015 年 10 月完成香港上市（2799.HK）。截至 2020 年 6 月末，中国华融实收资本达到 390.70 亿元，其中财政部持股 61.41%。截至 2020 年 6

月末，中国华融总资产 17315.14 亿元，净资产 1680.27 亿元。中国华融作为我国不良资产行业的头部公司，在业务模式的开展、渠道建设、信息系统建设等方面对公司有所支持，另中国华融每年对公司有一定额度的流动性支持。公司的其他股东均为山西省内地方财政平台公司及国有企业，股东背景较好，在业务开展等方面能够得到山西省政府的支持。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2021 年 3 月 17 日，公司已结清的信贷业务为正常类，无已结清和未结清不良或关注类已结清贷款业务，公司过往履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长发生变更，为正常人事变动，公司股权以及主要管理制度未发生变化，公司治理结构及内控稳定。

跟踪期内，公司 2021 年 3 月 21 日发布董事长变更的公告，公司第二届董事会第五次（临时）会议决议，同意选举李鹏为公司第二届董事会董事长。从简历背景来看，李鹏先生历任中国华融下属子公司负责人。截至 2021 年 3 月末，公司董事会人数共 7 名，北京华融推荐董事 2 名，缺位 1 名（章程约定由北京华融晋商推荐）山西省内股东推荐 4 名。公司 2021 年 3 月变更监事会主席为韩海峰，为山西省股东推荐。截至本报告出具之日，公司董事会议事规则必须经全体董事的三分之二以上通过，各方股东均不能对公司达到控制，因此公司无实际控制人。上述人员变动为公司正常人事变更，除上述人员变更外，未有其他管理人员变动。公司股权结构以及主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务以不良资产收购和投资及资

产管理业务为主，2019 年证券市场回暖，公允价值变动损益较 2018 年回升，营业收入同比大幅增长。公司收入结构仍以投资业务为主，2020 年前三季度不良资产收入比重较之前进一步提升。

公司主营业务为不良资产收购业务和投资及资产管理业务，其中投资及资产管理业务以债权投资业务为主、股权投资业务为辅。2019 年公司实现营业收入 16.86 亿元，同比增长 30.36%，主要系证券市场回暖，公允价值变动

损益较 2018 年回升，股权投资亏损减少所致。从收入结构上来看，不良资产收购业务收入 2019 年占营业收入的比重为 19.09%，同比有所提升，但投资及资产管理业务仍为公司主要收入来源，2019 年投资及资产管理业务实现收入 13.21 亿元，占比为 78.31%。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 12.22 亿元，同比下降 3.60%；其中不良资产收购业务收入 3.95 亿元，占营业收入的比重进一步大幅提升。

表 4 公司营业收入结构 单位：亿元、%

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债权投资业务	13.84	79.23	12.49	96.58	12.51	74.18	6.37	52.13
股权投资业务	0.42	2.42	-3.00	-23.21	0.70	4.13	1.62	13.26
不良资产收购业务	0.98	5.65	2.07	16.00	3.22	19.09	3.95	32.32
金融咨询服务业务	1.97	11.31	0.91	7.02	0.00	0.00	0.00	0.00
存款和其他利息收入	0.18	1.06	0.19	1.44	0.24	1.40	0.28	2.29
其他业务收入	0.06	0.33	0.28	2.16	0.20	1.19	0.00	0.00
营业收入合计	17.46	100.00	12.94	100.00	16.86	100.00	12.22	100.00

资料来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

2. 业务概况

(1) 不良资产收购业务

不良资产业务有一定的业务处置周期，2019 年公司不良资产收购业务较之前年度大幅增长，但规模仍相对较小。

公司不良资产收购业务指根据市场原则收购转让方的不良资产，通过管理、经营和处置等手段回收现金或沉淀资产的业务，包括收购处置业务和收购重组业务。公司仍采用中国华融的不良资产估值方法，定价能力较为专业。

2019 年，公司实现不良资产收购业务收入

3.22 亿元，同比增长 55.56%，呈较好增长态势；其中金融机构不良资产收购业务收入 1.27 亿元，较之前年度大幅增长。

2020 年 1—9 月，在新冠肺炎疫情对各类市场主体的偿债能力及资产质量产生不同程度负面影响的市场环境下，公司加大了不良资产的收购处置力度，不良资产收购业务收入较上年同期呈较好增长态势。2020 年 1—9 月，公司实现不良资产收购业务收入 3.95 亿元，同比小幅下降 3.60%。

表 5 公司不良资产收购业务收入结构 单位：亿元、%

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
对金融机构	0.04	4.09	-0.05	-2.64	1.27	39.56	1.87	47.09
对非金融机构	0.95	95.91	2.12	102.64	1.95	60.44	2.09	52.91
合计	0.99	100.00	2.07	100.00	3.22	100.00	3.95	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

● 金融类不良资产收购业务

作为山西省内地方资产管理公司，在政府相继出台多项政策以化解金融风险的背景下，公司不良资产收购业务呈现较好发展态势。2019年，公司共收购金融机构不良资产包11笔，不良资产原值84.82亿元，收购成本合计38.14亿元，整体收购折扣率为44.97%，较上年度有所上升。从回收方面看，2019年公司金融机构不良资产收购与处置业务收回现金24.32亿元，较之前年度大幅增长。其中通过公开转让回收现金20.99亿元，在资产包处置回收金额中占比为86.31%；通过债务重组实现回收的金额为3.01亿元，占比为12.38%；通过诉讼追偿和委托清收方式收回现金分别为0.28亿元和0.04亿元，占比较小。2019年，公司实现金融机构不良资产收购与处置收入1.27亿元，相较于2018

年此类业务收入扭亏为盈，主要系2017—2018年不良资产业务处于起步阶段，当年计入交易性金融资产的不良资产收入公允价值为负导致。截至2019年末，公司累计现金回收金额/累计收购成本39.41%，呈现较好增长态势。

2020年1—9月，公司共收购金融机构不良债权原值10.23亿元，整体收购折扣率为36.46%，较2019年小幅上升，收购成本合计为3.73亿元。处置回收方面，2020年1—9月，受新冠肺炎疫情影响，使得公司收回现金规模明显下降，收回现金2.66亿元，共实现处置收入1.87亿元。公司不良资产处置周期一般在3~5年，随着项目逐一到期，现金回收率有所提升，公司成立至2020年9月末，累计收回现金/累计收购成本为41.18%。

表6 公司收购金融机构的不良资产经营情况 单位：笔、亿元、%

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
收购不良资产包数量	6	8	11	6
当期收购不良资产原值	33.54	56.87	84.82	10.23
当期收购成本	12.22	25.53	38.14	3.73
累计收购成本	12.39	37.91	76.05	79.23
当期现金回收金额	0.12	5.52	24.32	2.66
累计现金回收金额	0.12	5.65	29.97	32.63
当期现金收购成本/当年收购不良资产原值	36.43	44.89	44.97	36.46
累计现金回收金额/累计收购成本	0.97	14.90	39.41	41.18
金融机构不良资产期末余额	12.27	32.54	39.15	44.48

注：当期收购成本指公司为收购上述资产包所付出的成本
资料来源：公司提供资料，联合资信整理

● 非金融类不良资产收购业务

公司在与金融机构开展不良资产收购处置业务的同时，还积极探索开展非金融机构不良资产收购业务。公司主要选取有成长性、核心竞争力和可产生持续现金流但暂时陷入流动性困境的企业，采取延长还款期限、免除部分利息等方式进行债务重组，帮助企业缓解流动性压力，实现脱困重组。截至2019年末，公司累计收购非金融类不良债权项目9笔，收购债权

金额合计50.51亿元，累计收购成本47.25亿元。截至2019年末，公司非金融类不良债权存量项目6个，账面价值合计18.60亿元；客户主要分布于山西省，区域集中度很高；行业主要涉及采矿业、房地产业和制造业，上述行业占比分别为38.74%、26.87%和13.43%，行业集中度较高。2019年，公司实现非金融类不良资产收购业务收入1.95亿元。

2020年1—9月，受新冠肺炎疫情影响，部

分企业出现经营困难等现象，使得公司非金融类不良债权收购规模较之前年度有所增长。2020 年 1—9 月，公司共收购非金融类不良债权项目 10 笔，收购不良债权原值 38.35 亿元，

收购成本 22.05 亿元，较 2019 年大幅增长。2020 年 1—9 月，公司实现非金融机构不良资产收购收入 2.09 亿元。

表 7 公司收购非金融机构的不良资产经营情况 单位：笔、亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
收购不良项目数量	4	3	2	10
当期收购不良资产原值	32.02	8.98	9.50	38.35
当期收购成本	30.40	7.35	9.50	22.05
累计收购成本	30.40	37.75	47.25	69.30
当期现金回收金额	0.85	14.22	18.83	7.04
累计现金回收金额	0.85	15.07	33.90	40.93
累计现金回收金额/累计收购成本	2.80	39.91	71.75	59.07
非金融机构不良资产期末余额	30.40	26.74	18.61	35.82

注：当期收购成本指公司为收购上述资产包所付出的成本
资料来源：公司提供资料，联合资信整理

(2) 投资及资产管理业务

公司投资及资产管理业务规模较大，对营业收入的贡献度较高，债权类投资主要集中在山西省内国有企业，行业分布较为集中，单户平均投资规模较大。跟踪期内公司投资资产涉及重大诉讼，未来需持续关注公司涉诉资产后续减值和回收情况。

现阶段公司投资及资产管理业务主要业务模式为债权投资业务和股权投资业务。

公司投资的重点业务领域包括以下几个方面：贯彻“服务实体经济，防范金融风险”的发展理念，聚焦问题企业重组和困难企业救助及其衍生业务，进一步从不良资产包存量中筛选重组与救助的目标；开展省内实体企业及民营企业流动性危机和上市企业纾困等救助业务，加大夹层投资在业务结构中的比重，延伸不良资产主业的产业链和价值链；进一步在省内重大危机项目化解、市场化债转股方面发挥作用；加快推进有潜力的收购重组项目，全面推进问题企业重组业务；对符合山西省委、省政府发展战略的重点行业、重点企业，如交通业、新能源、旅游文化、现代农业、高科技企业、城中村改造、部分政府平台以及重点基础建设项目进行增量资金支持；对省内上市公司、拟上市公司有针对性地开展投融资业务。

近年来，公司加大不良资产经营主业投放力度，适当压缩投资资产规模；且 2018 年以来在资管新规的指导下，公司不断收缩投资业务中委托贷款的比重，项目以存量业务为主。截至 2019 年末，公司投资业务规模 117.69 亿元，较上年末下降 20.35%，其中，债权类和股权类投资规模占比分别为 83.03%和 16.97%。

债权类投资业务方面，公司债权类投资主要包括信托产品和委托贷款等固定收益类资产。近年来，公司逐步加强山西地区客户的拓展力度，选取前景好且有稳定和可持续现金流的企业进行投放，类型主要包括国有企业、地方龙头企业和上市公司。此外，为进一步扩大支持实体企业的覆盖面，公司择优选择行业特色鲜明、现金流稳定的民营中小企业客户，支持实体企业盘活低效资产，改善生产经营模式，提升服务实体企业质效。截至 2019 年末，公司债权类投资业务余额 105.70 亿元，主要为信托产品和委托贷款；从客户类型看，公司投向国有企业的投资规模占比为 29.21%；从区域分布来看，公司投向山西省内的债权类投资占比为 78.27%，其他投资主要分布在云南、福建和江西等地；从行业分布来看，公司债权类投资本金余额主要分布在采矿业（占比 29.75%）、制造业（占比 17.09%）、租赁和商务服务业（占比 12.39%）、批发和零售

业（9.48%）、建筑业（占比 8.60%）。受区域经济结构影响行业较为集中；从项目集中度来看，公司债权类投资最大单一客户投资余额占债权类投资总额的 6.36%，前十大客户投资额占比为 39.65%，面临一定的集中度风险。公司债权类投资经营方式灵活，收益率水平相对较高，在 10%~11% 之间，期限平均为 2~3 年。2019 年，公司债权类投资实现业务收入 12.51 亿元。

从投资资产质量方面看，截至 2020 年 9 月末，公司债权类投资资产中有 1 笔投资金额 2.50 亿元的委托贷款，由于客户短期流动性紧张出现逾期，公司将其划入次级类资产，并对其相应计提 0.96 亿元减值准备，截至 9 月末项目余额为 2.25 亿元，该项目担保方为山西省内地方政府国有平台，目前处于逾期状态；此外，公司共有 8 个项目划入关注类资产，金额 19.14 亿元，主要是因为客户短期流动性资金紧张，但目前均正常偿付本息，其中大部分资产均有抵质押物作为担保。联合资信将持续对上述投资业务的资金回收情况进行关注。

股权投资业务方面，公司通过使用自有资金或设立基金投资股权形式进行，主要为上市公司股票定增等。风险控制方面，公司通过加强标的研究、控制定增价格与市价的折价率水平、额度限制以及参与优先级等方式控制风险。2018 年公司定增项目公允价值下跌，对盈利水平产生了一定影响。截至 2018 年末，公司参与了顺丰控股、塔牌集团、蓝焰控股、际华集团等定增项目，年末投资本金余额 7.29 亿元，且由于 2018 年资本市场震荡影响，公司定增项目中的 3 笔公允价值跌破定增价格，对盈利水平产生了不利影响，定增项目年末累计浮亏余额 3.21 亿元。2019 年以来，随着市场行情回暖，公司定增投资情况有所好转。由于前期定增项目收益情况不佳，且公司确立了回归主业的发展规划，2018 年以来公司未再开展上市公司股票投资。截至 2020 年 9 月末，公司对已过限售期的部分股票进行了减持，定增项目余额合计 6.70 亿元；参与的股权投资业务，除对部分定

增项目减持外，其余股权投资项目均处于存续状态，尚未退出。

2020 年 12 月 22 日，公司发布了涉及重大诉讼的公告。本次公告涉及诉讼案件 5 起，其中 4 笔的债务人为宁夏远高实业集团有限公司（以下简称“宁夏远高”）控制的企业，另一笔的债务人华融晋商判定为宁夏远高的关联企业。受宁夏远高在债券市场违约影响，华融晋商向宁夏远高实际控制的公司发放的 4 笔信托贷款和 1 笔非金债收购触发了交叉违约条款，因此华融晋商对该 5 笔债权提起诉讼保全，债权金额共计 16.79 亿元，其中 3 笔（共 9.44 亿元）已申请法院实行强制执行。

截至 2020 年末，公司关注类资产总额 11.14 亿元，较三季度末有所下降 40.23%，主要系部分关注类企业偿还利息及本金所致，不良资产金额 2.25 亿元，较三季度无变化。但 2020 年 12 月 22 日公司公告的诉讼金额 16.79 亿元暂未划入关注类资产，未来随着宏观经济的下行，资产质量有一定的压力，需对公司资产质量保持关注，以上资产质量数据未经审计。

（3）金融服务业务

公司金融服务业务以财务顾问业务为主，对营业收入有所补充。

公司金融服务业务是利用自身优势资源，为客户提供资本运作、资产及债务重组、财务管理、发展战略等方面的咨询、分析、方案设计等服务，并收取相关顾问咨询服务费用。公司还积极探索为企业提供财务顾问、上市保荐、债券承销等涵盖全生命周期的金融服务。公司金融服务业务以财务顾问为主，业务范围涉及融资和债务重组。2018 年，公司金融服务业务实现业务收入 0.90 亿元。2019 年及 2020 年前三季度，公司暂无财务顾问收入。

3. 未来发展

公司根据自身发展实际制定了较为合理的战略规划，但考虑到宏观经济增速持续放缓、监管政策趋紧及山西省经济的单一性等因素，

公司战略目标未来的实现情况尚需进一步关注。

作为山西省内第一家地方资产管理公司，公司坚持地方资产管理公司独特功能作用，在化解省内金融风险、帮扶困难企业、支持实体经济发展上发挥其优势作用。公司将“致力于改善金融环境，帮助实体企业脱困，促进山西产业结构升级，支持新兴产业发展”确定为公司发展战略；以“大不良”为主线，将工作重心锚定在不良资产主业上，立足地方资产管理公司功能作用，发挥其化解地方金融风险的作用，促进地方产业结构转型升级。

为此，公司通过制定差异化发展策略，强化竞争优势：一是全面审慎研判省内不良资产市场，理性参与收购竞价，实行差异化竞争，关注“一级半”市场；从债务企业和金融机构两个方向出发，运用反委托、反向收购等定制化手段，提早介入组包环节，提升资产包价值管理与发现能力；在资源配置上加大向不良资产主业的倾斜力度。二是提升不良资产运作核心能力，进一步发掘资产包内在价值，对每户企业精雕细琢，加快推进存量资产包处置。三是在逆周期中布局重组与并购业务。四是进一步在省内重大危机项目化解、省属国有企业改革、市场化债转股方面发挥作用，紧贴省属国企改革进入深水区形势，重点支持国企提升核心经营能力。五是在目前“股+债”夹层模式基础上，加大夹层投资在业务结构中的比重，积极布局省内矿产资源行业，把握市场机会，延

伸不良资产主业的产业链和价值链。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月财务报表，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017—2019 年财务报表进行了审计，并出具了无保留意见的审计报告；2020 年 1—9 月财务报表未经审计。2017 年至 2020 年 1—9 月，公司无下属子公司，合并范围未发生重大变化，整体财务数据可比性好。

截至 2019 年末，公司资产总额 213.03 亿元，负债总额 165.71 亿元，所有者权益 47.33 亿元。2019 年，公司实现营业收入 16.86 亿元，实现利润总额 7.29 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司资产总额 220.13 亿元，负债总额 173.58 亿元，所有者权益 46.55 亿元。2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 12.22 亿元，实现利润总额 5.38 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所波动，主要受投资类资产压降规模所致，投资类资产占资产总额比重保持在较高水平，整体资产质量一般。

2017—2019 年末，公司资产三年复合下降 2.74%，截至 2019 年末，公司资产总额 213.03 亿元，较年初小幅下降；投资类资产占比较高，主要为收购的不良债权、信托产品、委托贷款、股权投资等。

表8 公司资产结构 单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	29.88	13.27	17.93	8.13	40.08	18.84	31.91	14.50
投资类资产	193.26	85.82	201.27	91.22	153.65	72.13	174.56	79.30
其中：不良债权净额	41.85	18.59	57.64	26.12	39.93	18.74	/	/
其他类资产	2.04	0.91	1.44	0.65	19.29	9.06	13.66	6.20
资产总额	225.18	100.00	220.64	100.00	213.03	100.00	220.13	100.00

资料来源：公司审计报告及 2020 年三季度财务报表，联合资信整理

公司投资类资产主要为交易性金融资产和

债权投资，另有少量的长期股权投资。2018 年

以来,公司采用新金融工具准则,将持有的私募基金、信托及资产管理计划产品、理财产品、股票以及部分自金融机构收购的不良债权划分至交易性金融资产科目,并将自非金融机构收购后进行债务重组并具有明确收益率及期限的不良债权划入债权投资科目进行核算。截至 2019 年末,公司投资类资产净额 153.65 亿元,较上年末下降 23.66%,主要系存量不良资产逐步处置以及信托产品和委托贷款规模的下降,投资类资产占资产总额的 72.13%。其中,交易性金融资产余额 27.47 亿元,主要包括金融机构收购的不良债权、其他固定收益类投资、定增项目投资以及少量非金融机构收购的不良债权及信托贷款等。债权投资余额 126.82 亿元,包括自金融和非金融机构收购的不良债权 26.50 亿元,以及信托贷款 77.21 亿元、委托贷款 22.70 亿元。债权投资业务主要投向为山西省六大煤炭企业、房地产企业、零售及物流企业、政府融资平台以及新能源企业等,风险缓释方式主要为抵质押及担保,期限集中在 1~3 年。公司按照新会计准则下对金融工具减值准备计提要求,对存量非金融机构获取的不良债权、信托产品和委托贷款计提减值准备。截至 2019 年末,公司对计入债权投资的不利债权计提减值准备 0.09 亿元,对计入债权投资的信托产品和委托贷款计提减值准备 2.09 亿元。

公司其他类资产主要为应收账款、预付账款、固定资产等组成。截至 2019 年末,公司其他类资产规模大幅增长,主要系预付不良资产收购款大幅增长所致。截至 2019 年末,公司其

他类资产余额 19.29 亿元,较年初大幅增加,其中预付不良资产收购款余额 17.42 亿元。

2020 年以来,公司持续贯彻战略规划要求,回归不良资产收购处置主业,压降非不良资产收购处置业务资产规模,且随着收购不良债权规模的提升,截至 2020 年 9 月末,公司资产总额 220.13 亿元,较上年末增长 3.33%。其中,投资资产净额 174.56 亿元,较上年末增长 13.61%。

3. 资金来源与杠杆水平

公司主要通过银行及股东借款以及发行债券的方式进行融资,财务杠杆水平处在较高水平。随着不良资产收购处置业务持续开展对资金需求的上升,未来需持续关注财务杠杆变化情况。

公司负债端以借款和应付债券为主,2017—2019 年末,公司负债复合下降 4.92%。近年来,公司根据资产端业务需求借入资金,受债务偿还以及资金需求变化,年末借款余额有所波动。截至 2019 年末,公司借款余额 126.92 亿元,其中短期借款和长期借款占比分别为 41.99%和 58.01%。

截至 2019 年末,公司应付债券余额 36.15 亿元,其中应付公司债券余额 30.77 亿元,应付资产支持证券 5.38 亿元。截至 2020 年 9 月末,公司负债总额 173.58 亿元,较上年末增长 3.21%,短期借款占负债总额的比重有所下降,长期借款占比上升至 52.09%。

表 9 公司负债结构 单位:亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
借款	175.69	95.86	119.88	67.36	126.92	76.59	119.96	69.11
其中:短期借款	59.60	32.52	48.33	27.16	53.29	32.16	29.54	17.02
长期借款	116.10	63.34	71.55	40.20	73.63	44.44	90.42	52.09
其中:一年内到期的长期借款	9.30	5.07	23.02	12.94	26.87	16.22	11.29	6.51
应付债券	0.00	0.00	35.09	19.71	36.15	21.82	45.59	26.27
其他类负债	7.59	4.14	23.01	12.93	2.63	1.59	8.03	4.63
合计	183.29	100.00	177.98	100.00	165.71	100.00	173.58	100.00

资料来源:公司审计报告及 2020 年三季度财务报表,联合资信整理

截至 2019 年末,公司所有者权益合计 47.33 亿元,较上年末增长 10.95%,主要系股东增加股本所致,其中实收资本占比 66.14%、其他权益工具占 14.79%、资本公积占 0.62%、未分配利润占 15.41%,所有者权益稳定性较好。截至 2020 年 9 月末,公司所有者权益 46.55 亿元,较年初下降 1.63%,主要系未分配利润下降所致。

从杠杆水平来看,截至 2019 年末,公司资产负债率为 77.78%,较年初小幅下降,主要系公司负债中存入保证金下降所致;公司全部债务为 163.07 亿元,其中短期债务结构占比 49.16%,长期债务结构占比 50.84%。截至 2019 年末,长期债务资本化比率和全部债务资本比率较上年末小幅下降。随着不良资产收购处置业务持续开展对资金需求的上升,未来需持续关注财务杠杆变化情况。

截至 2020 年 9 月末,公司资产负债率为 78.85%,较年初小幅上升,主要系公司发行短期融资券所致;公司全部债务小幅增长至 165.55 亿元,长期债务结构占比上升至 75.34%;长期债务资本化比例随之上升至 72.82%。

表10 公司杠杆水平 单位:亿元、%

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
短期债务	68.90	71.35	80.16	40.83
长期债务	106.80	83.62	82.91	124.72
全部债务	175.69	154.97	163.07	165.55
资产负债率	81.40	80.67	77.78	78.85
长期债务资本化比率	71.82	66.22	63.66	72.82
全部债务资本化比率	80.75	78.42	77.51	78.05

资料来源:公司审计报告及财务报表,联合资信整理

从偿债期限分布情况看,公司偿还资金高峰主要集中在2021年,短期负债偿还压力较大,需持续关注资产端各项业务资金回笼对流动性管

理压力带来的影响。

表 11 公司债务偿还期限分布情况 单位:亿元

项目	2021 年	2022 年	2023 年
借款	80.58	26.08	24.20
应付债券	23.50	0.00	10.50
合计	74.08	26.08	34.70
占比	54.93	19.34	25.73

资料来源:公司提供,联合资信整理

4. 盈利能力

2019 年公司营业收入和利润大幅增长,主要系公司公允价值变动收入由负转正所致,盈利水平有所上升;2020 年前三季度收入有所下降关注资产质量承压计提减值对盈利影响。

公司营业收入受不良资产处置时间不确定、股权类业务投资收益浮动等影响,2019 年,公司实现营业收入 16.86 亿元,同比增长 30.36%,主要系公司公允价值变动收入由负转正所致,其中利息收入占营业收入的 86.45%。2019 年,公司实现利息收入 14.58 亿元,其中债权投资产生的利息收入为 14.34 亿元,其余为银行存款利息收入。

公司投资收益一方面来源于投资的私募基金、理财产品等投资资产,另一方面来源于不良资产处置获取的收益。2019 年随着公司逐步完成对部分存量不良资产处置工作,投资收益水平较上年有所增长。2019 年,公司实现投资收益 1.57 亿元,同比增长 56.44%。

公司营业支出主要为利息支出,以及少量手续费及佣金支出和业务及管理费。2019 年信用资产减值损失-0.08 亿元,较 2018 年减少 1.93 亿元,主要系部分资产信用减值转回所致。公司利息支出均为融资支付利息,2019 年利息支出水平下降系借款利息支出下降所致。2019 年,公司营业支出 9.66 亿元,其中利息支出占营业支出的 89.30%。

表 12 公司收益指标 单位:亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
营业收入	17.46	12.94	16.86	12.22
其中:利息收入	0.18	14.67	14.58	9.30
投资收益+公允价值变动损益	15.21	-2.83	2.28	2.64

营业支出	13.39	8.76	9.66	6.82
其中：手续费及佣金支出	0.09	0.22	0.07	0.09
利息支出	8.55	9.49	8.63	6.21
业务及管理费	0.91	1.02	0.99	0.48
信用减值损失/资产减值损失	3.77	-2.01	-0.08	0.00
利润总额	4.18	4.34	7.29	5.38
净利润	3.13	3.25	5.46	4.03
费用收入比	5.22	7.86	5.89	3.92
总资产收益率	1.63	1.46	2.52	1.86
净资产收益率	8.42	7.68	12.14	8.60

注：费用收入比=业务及管理费/营业收入×100%，相关指标未年化
资料来源：公司审计报告及2020年三季度财务报表，联合资信整理

2019年，公司实现净利润5.46亿元，资产收益率和净资产收益率分别为2.52%和12.14%。考虑到公司不良资产收购处置业务对盈利的贡献度仍保持在较低水平，需关注在持续压降投资及资产管理类业务的背景下，公司未来盈利增长的持续性和资产质量承压计提减值对盈利的影响。

2020年以来，公司利息收入水平较上年同期有所下降，而公允价值变动损益随着市场行情向好，较上年同期出现明显增长；受当期转回信用减值损失规模下降的影响，营业支出水平

较上年同期有所上升。2020年1—9月，公司实现营业收入12.22亿元，同比下降3.60%，其中利息收入9.30亿元，同比下降13.08%，不良资产处置收益占营业收入的32.32%；营业支出6.82亿元，同比增长28.92%，其中利息支出6.21亿元；净利润4.03亿元，同比下降28.16%，受营业支出增长影响所致。2020年1—9月，公司总资产收益率1.86%，净资产收益率8.60%。

从同行业对比来看，与样本企业相比，公司资产负债率较高，总资产收益率略低于样本均值，净资产收益率表现较好。

表 13 截至 2019 年末/2019 年地方 AMC 行业财务指标 单位：%

项目	净资产收益率	总资产收益率	资产负债率
厦门资产管理有限公司	10.05	3.76	67.59
湖南省财信资产管理有限公司	7.66	2.66	57.88
国厚资产管理股份有限公司	8.67	2.65	69.40
上述样本企业平均值	8.79	3.02	64.96
华融晋商	12.14	2.52	77.78

资料来源：公司财务报告、公开资料，联合评级整理

5. 现金流量

公司经营活动净现金流受不良资产业务回收时间较长波动较大，投资活动流入规模很大，处于增长趋势，期末现金等价物余额较为充足。

公司经营活动现金净流量波动较大，2019年经营活动现金流量净额由净流入转为净流出20.83亿元，主要系用于不良资产收购的支出上升所致。2019年，投资活动产生的现金净流入量较2018年有所上升，主要系投资及资产管理业务收

回金额所致。2019年筹资活动产生的现金流量表现为净流出，较2018年融资有所下降。2019年末，公司期末现金及现金等价物余额为40.08亿元，较上年末大幅增加，且无受限资金，货币资金充裕。

2020年1—9月，公司经营活动产生的现金流量净额为-19.89亿元，投资活动现金流净额为20.23亿元，筹资活动现金流量净额为-8.52亿元，期末现金及现金等价物较年初有所下降，期末现金及现金等价物余额较为充裕。

表14 公司现金流情况 单位：亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
经营活动产生的现金流量净额	-39.30	3.39	-20.83	-19.89
投资活动产生的现金流量净额	0.18	17.43	44.55	20.23
筹资活动产生的现金流量净额	47.91	-32.77	-1.57	-8.52
现金及现金等价物净增加额	-8.79	-11.95	22.15	-8.17
期末现金及现金等价物余额	29.88	17.93	40.08	31.91

资料来源：公司审计报告及2020年三季度财务报告，联合资信整理

6. 偿债能力分析

公司短期偿债能力较好，长期偿债能力一般，但考虑其股东背景很强和区域内竞争力强，整体偿债能力仍属极强。

2017—2019 年，流动比率处于波动下降趋势，但整体仍处于较好水平。EBITDA 三年复合增长 12.53%，主要系公司利息支出增长所致。

EBITDA 对利息和债务的保障程度处于上升水平，但整体保障程度仍属一般。考虑到公司仍有一定规模未使用授信额度以及股东中国华融每年给予部分流动性支持，一定程度上能够为公司偿债压力带来一定缓释作用。未来仍需持续关注公司业务发展对资金需求上升等因素对债务压力以及财务杠杆指标的影响。

表 15 公司主要偿债能力指标 单位：亿元、倍、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
流动比率	275.86	130.72	157.72	300.53
全部债务	175.69	154.97	163.07	165.55
EBITDA	12.75	13.92	16.10	/
EBITDA 利息倍数	1.49	1.47	1.87	/
全部债务/EBITDA	13.78	11.13	10.13	/
筹资前现金流入量/全部债务	23.53	58.51	67.98	28.85

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

十、跟踪债券偿还能力分析

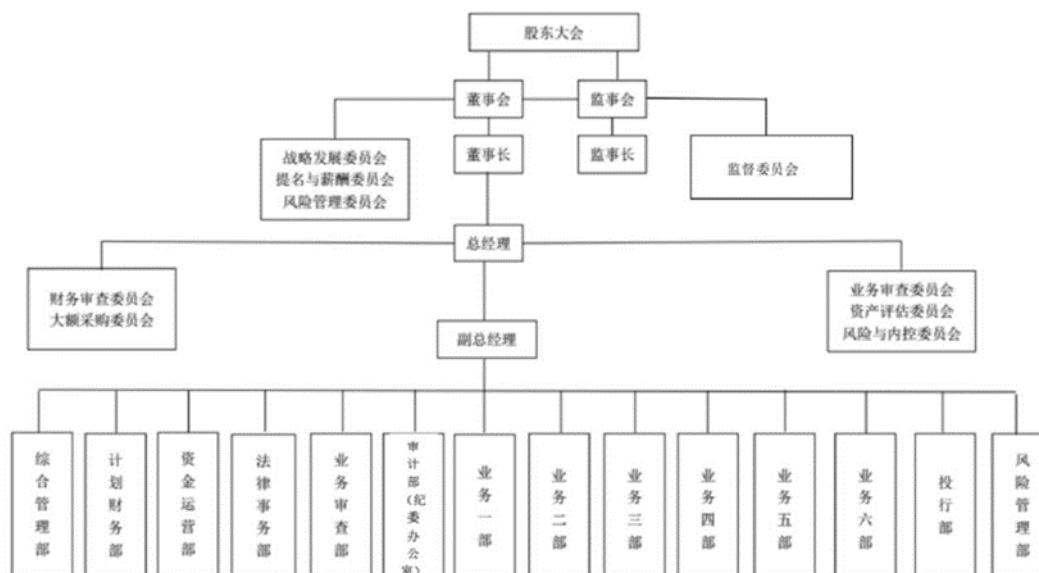
截至2020年底，公司跟踪的短期融资券偿债压力较小。

截至2020年底，公司跟踪短期融资券余额共10.00亿元。截至2019年末，公司现金类资产31.91亿元，2019年，经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA为本次跟踪债券待偿还本金的2.10倍、4.18倍和1.61倍，整体现金类资产、经营性现金流和EBITDA对公司跟踪债券覆盖程度较好。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20华融晋商CP001”的债项信用等级为A-1，评级展望列入评级观察。

附件 1 截至 2020 年末华融晋商资产管理股份有限公司 组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
财务数据				
资产总额（亿元）	225.18	220.64	213.03	220.13
所有者权益（亿元）	41.89	42.65	47.33	46.55
短期债务（亿元）	68.90	71.35	80.16	40.83
长期债务（亿元）	106.80	83.62	82.91	124.72
全部债务（亿元）	175.69	154.97	163.07	165.55
营业收入（亿元）	17.46	12.94	16.86	12.22
利润总额（亿元）	4.18	4.34	7.29	5.38
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-39.11	20.82	23.73	3.48
EBITDA（亿元）	12.75	13.92	16.10	/
财务指标				
净资产收益率（%）	8.42	7.68	12.14	8.60
总资产收益率（%）	1.63	1.46	2.52	1.86
费用收入比（%）	5.22	7.86	5.89	3.92
资产负债率（%）	81.40	80.67	77.78	78.85
长期债务资本化比率（%）	71.82	66.22	63.66	72.82
全部债务资本化比率（%）	80.75	78.42	77.51	78.05
流动比率（%）	275.86	130.72	157.72	300.53
筹资活动前现流入量/全部债务（%）	23.53	58.51	67.98	28.85
EBITDA 利息倍数（倍）	1.49	1.47	1.87	/
全部债务比/EBITDA（倍）	13.78	11.13	10.13	/
EBITDA/本次跟踪债券金额（倍）	1.28	1.39	1.61	/

资料来源：公司审计报告及 2020 年前三季度报表，联合资信整理

附件 3 主要财务数据及指标

指标	计算公式
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
费用收入比	(管理费用+财务费用)/营业收入×100%
总资产收益率	当期净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	当期净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
筹资前现金流量净额/流动负债	(经营活动现金流量净额+投资活动现金流量净额)/流动负债×100%
筹资前现金流入量/全部债务	(经营活动现金流入量+投资活动现金流入量)/全部债务×100%
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

