

信用等级公告

联合〔2020〕726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及其拟发行的 2020 年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估，确定华融晋商资产管理股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，华融晋商资产管理股份有限公司 2020 年度第一期短期融资券（不超过人民币 10 亿元）信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二〇年十月九日



华融晋商资产管理股份有限公司

2020 年度第一期短期融资券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期短期融资券信用等级：A-1

评级展望：稳定

债券概况：

本期短期融资券发行规模：不超过人民币 10 亿元

本期短期融资券期限：365 天

偿还方式：到期一次还本付息

募集资金用途：用于偿还公司债务，包括但不限于银行借款、定向债务融资工具、公司债等，以优化公司债务结构、降低公司财务费用。

评级时间：2020 年 10 月 9 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
地方资产管理公司信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型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		公司治理				2	
				风险管理				2	
				未来发展				2	
				经营分析				3	
财务风险	F3	现金流		资产质量				3	
				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							
华融晋商作为山西省内的地方资管公司，对化解山西当地的金融风险意义重大，获得政府的潜在支持可能性较大，公司第一大股东中国华融对业务开展、流动性补充方面支持较大。								+2	

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

经联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）评定，华融晋商资产管理股份有限公司（以下简称“公司”）拟发行的 2020 年度第一期短期融资券（不超过人民币 10 亿元）信用等级为 A-1。基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合分析评估，联合资信认为公司本期短期融资券到期不能偿还的风险极低，安全性最高。

优势

1. 在山西省内的行业地位高、市场竞争力强。公司在山西省经济结构调整与转型升级、化解金融风险 and 降低企业财务杠杆率等方面具有重要的作用。
2. 股东背景雄厚，在业务开展、资本补充等方面能够提供有力支持。公司第一大股东北京华融晋商投资中心（有限合伙）是中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）为成立华融晋商而设立的专门公司，中国华融实力雄厚，业务平台多元化，能在经营管理、业务发展、资本补充及流动性等方面给予有力支持；山西省股东均为山西省内地方财政平台公司及国有企业，业务开展能够得到山西省政府的支持。
3. 融资渠道畅通，负债来源稳定为业务开展提供较好支撑。公司融资渠道持续拓宽，负债来源逐步丰富，负债稳定性有所提高。
4. 地区经济转型发展进一步提升市场空间。煤企改革、国有企业混合所有制改革、以及山西省政府通过多种方式积极推动金融机构支持煤炭行业去产能工作，为公司提供了良好的政策机遇以及广阔的发展空间。

关注

1. 投资项目行业风险相对集中，收益稳定性需关注。公司投资及资产管理业务规模较大，固定收益类投资面临一定的客户及行业集中风险；需关注相关投资项目的市场风险及盈利的稳定性。

分析师：郎朗 吴宇峰 盛世杰

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

2. 公司债务负担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。随着中国华融战略规划的调整，未来对公司内控治理及经营发展等方面的影响需持续关注。

4. 监管环境变化对公司业务及风险管理的要求提升。在监管机构加强对地方资产管理公司管理的背景下，对公司业务发展带来的影响需关注。

主要财务数据：

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020年 6月末
资产总额（亿元）	225.18	220.64	213.03	216.84
负债总额（亿元）	183.29	177.98	165.71	171.03
所有者权益（亿元）	41.89	42.65	47.33	45.82
资产负债率（%）	81.40	80.67	77.78	78.87
不良资产业务余额（亿元）	41.86	57.65	39.93	54.41
流动比率（%）	275.86	62.08	157.72	265.08
全部债务资本化比率（%）	80.75	78.42	77.51	78.11
项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—6月
营业收入（亿元）	17.46	12.94	16.86	8.67
利润总额（亿元）	4.18	4.34	7.29	4.26
净利润（亿元）	3.13	3.25	5.46	3.19
不良资产收购业务收入/营业收入（%）	5.65	16.00	19.09	33.23
EBITDA 利息倍数（倍）	1.49	1.47	1.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.78	11.13	10.13	--
平均资产收益率（%）	1.63	1.46	2.52	--
平均净资产收益率（%）	8.42	7.68	12.14	--

注：2020年上半年财务报表未经审计

数据来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整

主体评级历史：

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
--	--	--	--	--	--

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编号

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。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2020 年度第一期短期融资券信用评级报告

一、主体概况

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4日，是由山西省政府批准，经原银监会备案具有金融不良资产经营资质的一家省级资产管理公司。2019年12月，公司通过增资扩股议案，由股东山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控”）以非公开协议增资的形式增资1.30亿股本金。截至2020年6月末，公司注册资本为31.30亿元，第一大股东北京华融晋商投资中心（有限合伙）（以下简称“北京华融晋商”）是中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）为成立华融晋商而设立的专门公司，持有公司48.88%的股权。2020年4月20日，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》，目前公司无实际控制人。公司股东持股情况见表1。

表 1 2020 年 6 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

数据来源：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6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13个业务及职能部门，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。2019年，公司实现营业收入16.86亿元，实现净利润5.46亿元。

截至2020年6月末，公司资产总额216.84亿元，负债总额171.03亿元，所有者权益45.82亿元。2020年1—6月，公司实现营业收入8.67亿元，实现净利润3.19亿元。

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。

公司法定代表人：张心智。

二、本期债券概况

1. 本期债券条款

公司拟发行金额为不超过人民币 10.00 亿元的短期融资券，债券期限为 365 天，具体发行条款以发行人与承销商共同确定并经主管部门审批通过的内容为准。

2. 本期债券募集资金用途

本期短期融资券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务，包括但不限于银行借款、定向债务融资工具、公司债等，以优化公司债务结构、降低公司财务费用。

三、主体长期信用分析

公司是由山西省政府批准，经原银监会备案具有金融不良资产经营资质的省级资产管理公司，以不良资产经营、投资资产管理业务、金融服务业务为主营业务。截至 2019 年末，公司注册资本 31.30 亿元；第一大股东北京华融晋商持股比例为 48.88%。2019 年 12 月，华融晋商通过增资扩股议案，由股东山西金控以非公开协议增资的形式增资 1.30 亿股。受此影响，中国华融对华融晋商的持股比例下降至 48.88%，对华融晋商失去控制，并将华融晋商认定为其联营企业，同时不再将华融晋商纳入其合并报表范围；山西省股东合计持股比例为 51.12%。2020 年 4 月 20 日，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》。此外，华融晋商已于 2020 年 5 月 19 日召开了股东大会完成董事会席位变更，其中中国华融派驻 3 名董事，其余股东合计派驻 4 名董事。中国华融及山西省股东均未实际控制华融晋商，华融晋商目前无实际控制人。截至 2020 年 6 月末，不存在股东直接或间接持有的公司股权被质押或存在争议的情况。

公司于2016年2月成立，2016年10月经原银保监会批准获得不良资产经营资质。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，公司

还依托第一大股东中国华融的综合金融服务能力及遍及全国的业务网络，同时借助地方政府及山西省股东的地缘优势，为企业提供多元化的金融服务。

公司以不良资产处置与经营为业务核心，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，减少政府债务存量和财政负担，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。

公司主营业务为不良资产收购业务，投资及资产管理业务及金融咨询服务，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。公司2018年营业收入规模较之前年度有所下降（见表3），主要是由于受当年股票二级市场影响，公允价值变动损失所致；2019年以来，公司压降类信贷业务规模，但前期投放的不良资产收购业务的收益开始显现，项目回收金额上升，加之证券市场回暖，公允价值变动损益较2018年回升，整体实现较好营业收入。2019年，公司实现营业收入16.86亿元；其中，不良资产收购业务收入3.22亿元，占营业收入的比重为19.09%；投资及资产管理业务收入13.21亿元，占比为78.31%。

2020年上半年，公司实现营业收入8.67亿元，较上年同期有所下降；其中不良资产收购业务收入2.88亿元，投资及资产管理业务收入5.61亿元。

表2 公司营业收入结构

单位：亿元、%

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
投资及资产管理业务								
债权投资业务	13.84	79.23	12.49	96.58	12.51	74.18	5.03	58.07
股权投资业务	0.42	2.42	-3.00	-23.21	0.70	4.13	0.58	6.74
不良资产收购业务	0.98	5.65	2.07	16.00	3.22	19.09	2.88	33.23
金融咨询服务业务								
财务顾问收入	1.97	11.31	0.91	7.02	--	--	--	--
其他业务								
存款和其他利息收入	0.18	1.06	0.19	1.44	0.24	1.40	0.17	1.96
其他业务收入	0.06	0.33	0.28	2.16	0.20	1.19	--	--

资产处置收益	0.00	0.00	--	--	--	--	--	--
营业收入合计	17.46	100.00	12.94	100.00	16.86	100.00	8.67	100.00

注：营业收入合计为各业务板块的收入合计，而非营业总收入

数据来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

得益于股东支持和牌照优势，公司与山西省内金融机构建立了良好的合作关系，不良资产收购业务呈较好发展态势；业务收入规模呈较好增长态势，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。收购处置业务指公司收购不良资产后，对其进行管理、经营和处置进而回收现金或沉淀资产，实现资产保值、增值的业务；具体为公司收购金融机构的不良债权资产，收购方式包括同金融机构协议收购和公开竞价两种方式，处置方式主要包括公开或协议转让、诉讼追偿、问题企业重组、委托第三方机构清收等方式。收购重组业务指公司在收购环节即根据不良资产的风险程度，确定帮助实现或提升债务人偿债能力或资产价值的技术手段及收益实现方式的业务，包括债务重组业务、资产整合业务、问题企业重组业务；此类业务通过重组的方式为项目解决暂时的流

动性困难，待项目完成或财务状况明显好转以后退出，项目周期通常为两到三年；此外，收购重组一般针对基础资产较好，但流动性暂时出现困难，盈利潜力较好的项目；公司收购重组业务为收购非金融机构的不良债权资产，收购方式主要为协议收购。此外，公司不良资产收购业务一般为打折收购，主要依靠组合定价分析来降低公司的风险。公司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30.36%，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年上半年，在新冠肺炎疫情对各类市场主体的偿债能力及资产质量不同程度的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—6月，公司实现不良资产收购业务收入2.88亿元。

表3 公司不良资产收购业务收入结构

单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
对金融机构	0.04	4.09	-0.05	-2.64	1.27	39.56	1.57	54.51
对非金融机构	0.95	95.91	2.12	102.64	1.95	60.44	1.31	45.49
合计	0.99	100.00	2.07	100.00	3.22	100.00	2.88	100.00

注：上述不良资产均为财务报表中减值前的账面余额

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

中国华融作为公司第一大股东，在技术、人才等方面均给予公司较大力度的支持，不良资产收购业务快速发展，但目前对营业收入的贡献度较低。此外作为山西省内地方资产管理公司，在区域经济增速放缓、政府相继出台多项政策以化解金融风险的背景下，其不良资产收购业务有望在未来获得更为广阔的发展空间。

公司自成立以来，积极参与处置山西省地方银行的不良资产收购处置工作。在山西省全面深化农村信用社改革、加快农村商业银行组建步伐、进一步完善股权结构的背景下，公司面向山西省内农合机构，支持地方金融机构良性发展，遵循“立足山西、服务山西、支持山西、发展山西”的发展理念，充分发挥地方资

产管理公司的作用。同时，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（见表4），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%，较上年度有所下降，但整体呈上升态势。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20.41亿元，在资产包处置回收金额中占比为84.30%；通过债务重组实现回收的金额为3.59亿元，占比为14.42%；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。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年上半年，公司与山西省内4家金融机构开展不良资产收购业务，共收购金融机构不良债权原值7.91亿元；2020年上半年，公司整体收购折扣率为32.53%，较2019年明显下降，收购成本合计为3.10亿元。处置回收方面，2020年上半年，受新冠肺炎疫情影响，使得公司收回现金规模明显下降，1—6月公司收回现金1.56亿元，共实现处置收入0.55亿元。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6月末，累计收回现金/累计收购成本为36.84%。

表4 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—6月
收购不良资产包数量	6	8	11	2
当期收购不良资产原值	33.54	56.87	84.82	7.91
当期收购成本	12.22	25.53	38.14	3.10
累计收购成本	12.39	37.91	76.05	79.15
当期现金回收金额/当年收购不良资产原值	36.45	44.88	44.97	32.53
现金回收金额	0.12	5.52	24.32	1.56
累计现金回收金额	0.12	5.65	29.97	31.54
累计现金回收金额/累计收购成本	1.02	14.91	39.41	36.84

注：收购金额指发行人收购的不良资产包下所对应的每个的债权的本息合计金额；收购成本指发行人为收购上述资产包所付出的成本
数据来源：公司提供资料，联合资信整理

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，公司共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；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年上半年，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—6月，公司共收购非金融类不良债权项目8笔，收购不良债权原值35.70亿元，收购成本22.80亿元。截至2020年6月末，公司收购非金融类不良债权账面价值27.61亿元；

客户的地区及行业分布与之前年度基本相同。 产经营投资收益 1.31 亿元。
2020 年 1—6 月，公司实现非金融机构不良资

表5 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 1-6 月
收购不良资产包数量	4	3	2	8
当期收购不良资产原值	32.02	8.98	9.50	35.70
当期收购成本	30.40	7.35	9.50	22.80
累计收购成本	30.40	37.75	47.25	70.05
当期收购成本 / 当期收购不良资产原值	94.93	81.79	100.00	92.96
现金回收金额	0.85	14.22	18.83	7.19
累计现金回收金额	0.85	15.07	33.90	41.09
累计现金回收金额 / 累计收购成本	2.80	39.91	71.75	64.17

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

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，但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，且股权类投资存在一定浮亏，需关注公司投资业务风险管理情况。未来仍需持续关注公司收益稳定性及投资业务的风险管控情况。现阶段公司投资及资产管理业务主要业务模式为固定收益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。公司投资业务主要为债权类投资和股权类投

资，且以债权类投资为主。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，根据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 116.59 亿元，较上年末明显减少；其中，债权类和股权类投资规模占比分别为 90.66%和 9.34%。

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，主要客户包括阳煤集团、山煤集团、山西建工等省属大型企业。此外，为进一步扩大支持实体企业的覆盖面，公司将项目投放标准降至 5000 万元，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

资本金余额中，采矿业、制造业、租赁和商务服务业、批发和零售业、建筑业占比分别为 29.75%、17.09%、12.39%、9.48%、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。

截至 2020 年 6 月末，公司债权类投资余额 79.78 亿元，较上年末持续减少；从行业分布看，涉及制造业、采矿业、批发零售、基础设施建设等领域，行业覆盖范围较为广泛，其中以采矿业为主，受山西省区域经济结构影响行业较为集中；从项目集中度看，最大单一客户投资余额占债权类投资资产总额的 6.95%，前十大客户投资余额占比为 47.05%，面临一定的集中度风险；投资收益与投资期限与之前年度基本相同。从投资资产质量方面看，截至 2020 年 6 月末，公司债权类投资资产中有 1 笔投 2.50 亿元的委托贷款，由于客户短期流动性紧张出现逾期，划入次级类资产，公司对其相应计提 0.95 亿元减值准备，截至 6 月末项目余额为 2.13 亿元，该项目担保方为山西省内地方政府国有平台，目前公司正采取诉讼等措施保障项目资金的收回；此外，公司共有 7 个项目划入关注类资产，共涉及客户 5 家，主要是因为客户短期流动性资金紧张，且均正常偿付本息，其中 4 个项目进行了展期，投资余额 19.55 亿元，其中大部分资产均有抵押物作为担保，且公司对其相应计提减值损失 2.07 亿元。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，公司根据目前资产管理行业的发展趋势，适当开展资产管理业务，通过使用自有资金或设立基金投资股权形式进行，与国内优质上市公司对接，开展增发业务，

作为优质客户储备，整体规模较小。公司股权投资主要为上市公司股票定增以及可转债债权项目等财务性股权投资。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；但由于股票二级市场持续下行，公司定增项目公允价值下跌，对盈利水平产生一定影响。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，年末投资余额 21.55 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，对盈利水平产生不利影响，定增项目累计浮亏余额 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 6 月末，公司对已过限售期的部分股票进行减持，定增项目余额合计 5.17 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。

公司金融服务业务主要以财务顾问业务为主，成为营业收入的有益补充；在目前的区域经济环境及政策背景下，公司金融服务业务发展前景有待进一步观察。公司金融服务业务是利用自身优势资源，为客户资本运作、资产及债务重组、财务管理、发展战略等提供咨询、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。目前，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 年上半年，公司暂无财务顾问收入。

近年来，公司资产规模有所波动，主要受不良资产收购处置周期具有不确定性因素的影响所致；投资类资产占资产总额比重保持在较高水平。截至 2019 年末，公司资产总额 213.03

亿元（见表 6），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6 资产结构

单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	29.88	13.27	17.93	8.13	40.08	18.84	31.16	14.38
投资类资产	193.26	85.82	201.27	91.22	153.65	72.21	172.52	79.61
其中：不良债权净额	41.86	18.59	57.65	26.13	39.93	18.75	76.75	35.39
其他类资产	2.04	0.91	1.44	0.65	19.05	9.06	13.17	6.07
资产总额	225.18	100.00	220.64	100.00	213.03	100.00	216.84	100.00

数据来源：公司审计报告及财务报表，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，对债务人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。近年来，公司投资类资产规模出现波动。2017—2018 年，随着不良资产收购及处置业务的持续开展，存量不良债权规模持续上升，推动投资类资产规模有所增长；而 2019 年以来随着存量不良资产逐步完成处置以及信托产品和委托贷款规模的下降，投资类资产净额较上年末有所下降。截至 2019 年末，公司投资类资产净额 153.65 亿元，占资产总额的 72.21%。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，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押质押及担保，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不良债权计提减值准备 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 2.03 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。2019 年，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，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，资产规模较上年末有所增长。截至 2020 年 6 月末，公司资产总额 216.84 亿元，较上年末增长 1.79%。其中，投资资产净额 172.52 亿元，较上年末增长 12.27%；不良债权资产净额 76.75 亿元，占投资资产净额的 44.49%。

近年来，公司营业收入有一定的波动，不良资产收购处置业务利润贡献度有待进一步提高；需持续关注投资及资产管理类资产持续压降的背景下，公司未来盈利增长的持续性以及盈利能力的变化情况。

近年来，受不良资产回收和处置具有不确定性以及市场行情波动对相关投资资产收益造成的不利影响，公司营业收入水平呈波动态势。2017—2019 年，公司分别实现不良资产处置业

务收入 0.99 亿元、2.07 亿元和 3.22 亿元，分别占营业收入的 5.65%、16.00%和 19.09%。2019 年，公司实现营业收入 16.86 亿元，其中利息收入占营业收入的 86.45%。

2017 年，公司利息收入主要来源于银行存款，2018 年在新会计政策下，债权投资产生的收益计入利息收入中，使得当期利息收入大幅增长，而 2019 年受压降类信贷业务规模的影响，利息收入水平较 2018 年略有下降。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。2018 年，受会计政策调整影响，公司投资收益较上年大幅下降，而 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同期有所增长。2019 年，公司实现投资收益 1.57 亿元。

公司营业总成本主要为利息支出，以及少量手续费及佣金支出和业务及管理费。公司利息支出均为融资支付利息，2018 年利息支出水平上升系发行债券导致利息支出上升；2019 年利息支出水平下降系借款利息支出下降所致。2019 年，公司营业总成本 9.66 亿元，其中利息支出占营业总成本的 89.30%。

表 7 收益指标

单位：亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业收入	17.46	12.94	16.86	8.67
其中：利息收入	0.18	14.67	14.58	6.28
手续费及佣金收入	2.02	0.09	0.00	0.00
投资收益	14.78	1.00	1.57	0.55
公允价值变动损益	0.42	-3.83	0.72	1.84
营业支出	13.39	8.76	9.66	4.39
其中：手续费及佣金支出	0.09	0.22	0.07	0.03
利息支出	8.55	9.49	8.63	4.05
税金及附加	0.06	0.05	0.05	0.02
业务及管理费	0.91	1.02	0.99	0.29
资产减值损失	3.77	-	-	-
信用减值损失	-	-2.01	-0.08	-0.00
利润总额	4.18	4.34	7.29	4.26
净利润	3.13	3.25	5.46	3.19
费用收入比	5.22	7.86	5.89	--
平均资产收益率	1.63	1.46	2.52	--
平均净资产收益率	8.42	7.68	12.14	--

注：费用收入比=业务及管理费/营业总收入

数据来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

近年来，公司净利润持续增长，盈利能力呈上升态势。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。2019 年，公司实现净利润 5.46 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 2.52%和 12.14%。

2020 年上半年，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—6 月，公司实现营业总收入 8.67 亿元，较上年同期下降 3.55%，其中利息收入 6.28 亿元，较上年同期下降 14.87%，不良资产处置收益占营业收入的 33.23%；营业支出 4.39 亿元，较上年同期增长 47.61%，其中利息支出 4.05 亿元；净利润 3.19 亿元，较上年同期下降 29.11%。

基于公司良好的内控体系、较高的员工素质、良好的业务发展前景以及在当地较高的行业地位和市场竞争力等因素，联合资信评估股份有限公司确定华融晋商资产管理股份有限公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定（详见主体评级报告）。该评级结论反映了公司偿还债务的能力极强。

四、主体短期信用分析

公司于 2016 年 2 月成立，注册资本为 30.00 亿元；2019 年 12 月，公司通过增资扩股议案，由原股东山西金融投资控股集团有限公司以非公开协议增资的形式增资 1.30 亿股资本金。此外，2017 年，公司发行永续债券，合计募集资金 7 亿元，计入其他权益工具科目。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 47.33 亿元，其中实收资本 31.30 亿元、其他权益工具 7.00 亿元、资本公积 0.29 亿元、盈余公积 1.44 亿元、未分配利润 7.29 亿元。从杠杆水平来看，近年来，公司杠杆水平持续下降，但仍有较大下降空间，随着业务的不断发展，若无进一步资本补充，杠杆水平或将上升。截至 2019 年末，公司资产负债率为 77.78%（见表 8）。

表 8 资本实力及杠杆水平 单位：亿元、%

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
所有者权益	41.89	42.65	47.33	45.82
资产负债率	81.40	80.67	77.78	78.87
短期债务/全部债务	39.21	46.04	49.16	28.06
长期债务资本化比率	71.82	66.22	63.66	71.96
全部债务资本化比率	80.75	78.42	77.51	78.11

数据来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

公司借款结构以长期借款为主，交易对手以商业银行及中国华融为主，全部为信用借款。得益于良好的股东背景，公司目前已相继在中国银行、交通银行、邮储银行等国有大型银行，中信、浦发、兴业等股份制商业银行以及晋商银行、长治银行、晋城农商行银行等城商行及农商行获得授信额度。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，短期借款和长期借款占比分别为 41.99%和 58.01%。

2018 年，公司成功发行了 20.00 亿元公司债券和 14.10 亿元资产支持证券；2019 年成功发行了 10.00 亿元公司债券。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。

表 9 负债结构

单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 6 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
借款	175.69	95.86	119.88	67.36	126.92	76.59	123.58	72.26
其中：短期借款	59.60	32.52	48.33	27.16	53.29	32.16	33.55	19.62
长期借款	116.10	63.34	71.55	40.20	73.63	44.44	90.03	52.64
其中：一年内到期的长期借款	9.30	5.07	23.02	12.94	26.87	16.22	12.31	7.20
应付债券	0.00	0.00	35.09	19.71	36.15	21.82	39.88	23.32
其他类负债	7.59	4.14	23.01	12.93	2.63	1.59	7.56	4.42
合计	183.29	100.00	177.98	100.00	165.57	100.00	171.03	100.00

数据来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

2020 年以来，公司加大对长期资金的负债力度，长期借款规模较上年末增长明显，应付债券余额较上年末也有所增长。截至 2020 年 6

月末，公司负债总额 171.03 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（见表 9），长期借款占比上升至 52.64%，

随着短期融资券的发行应付债券规模有所增长；资产负债率为 78.87%，仍处于较高水平。

公司当前债务水平较低，偿债压力小。未来随着公司不良资产业务规模的增长，外部融资规模增加对其偿债能力产生的影响需持续关注。公司财务杠杆水平下降幅度有限，债务负担仍处在较高水平。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给予的流动性支持，一定程度上能够为公司债务负担带来一定缓释作用。未来仍需持续关注公司业务对资金需求上升以及未来潜在增资等因素对债务压力以及财务杠杆指标的影响。2020 年 6 月末，公司偿债指标见表 10。

表 10 主要偿债能力指标

单位：亿元、%、倍

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
流动比率	275.86	62.08	157.72	265.08
全部债务	175.69	154.97	163.07	163.47
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	--

数据来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

五、债券偿付能力分析

截至本报告出具日，公司无待偿还的短期融资券。假设本期短期融资券拟发行金额为不超过人民币10.00亿元。以2019年末的财务数据进行分析，同时考虑到公司资本实力、业务发展的持续性、盈利水平和募集资金用途等，整体看公司对本期短期融资券的偿付能力极强（见表11）。

表 11 债券偿付能力指标

单位：倍

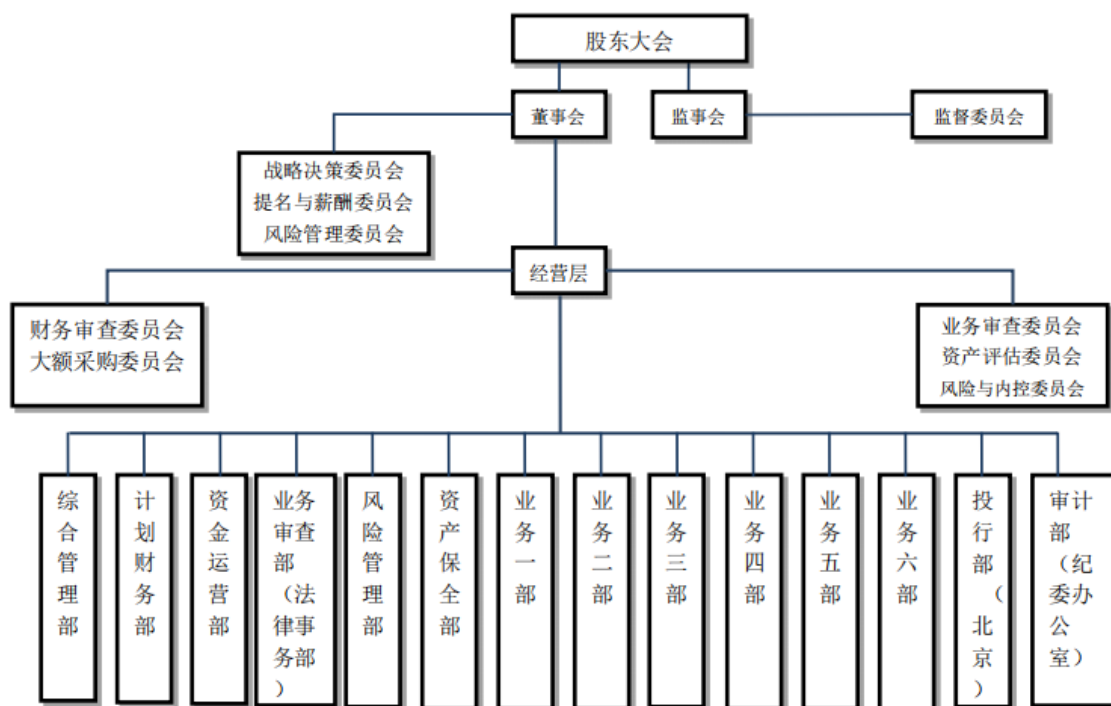
项 目	2019 年
EBITDA/短期融资券本金	1.61
净利润/短期融资券本金	0.55
股东权益/短期融资券本金	4.73
可快速变现资产/短期融资券本金	4.78

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

六、结论

综上分析，联合资信评估有限公司评定华融晋商资产管理股份有限公司 2020 年度第一期短期融资券信用等级为 A-1。该评级结论表明本期债券违约风险极低，安全性最高。

附录 1 2020 年 6 月末公司组织结构图



附录 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资本结构指标	
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%
盈利指标	
费用收入比	(管理费用+财务费用)/营业收入×100%
平均资产收益率	当期净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
平均净资产收益率	当期净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
现金流量指标	
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%
偿债能力指标	
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+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

附录 3-1 资产管理公司短期融资券信用等级设置及其含义

联合资信资产管理公司短期融资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。

级别设置	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

附录 3-2 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

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 2020 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期主体长期信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

华融晋商资产管理股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。华融晋商资产管理股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对本期短期融资券信用等级产生较大影响的重大事项，华融晋商资产管理股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华融晋商资产管理股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境，如发现华融晋商资产管理股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对华融晋商资产管理股份有限公司本期主体长期信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就該事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如华融晋商资产管理股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对华融晋商资产管理股份有限公司本期主体长期信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与华融晋商资产管理股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。