

# 信用评级公告

联合〔2021〕5887号

联合资信评估股份有限公司通过对中国长城资产管理股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国长城资产管理股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“18长城二级资本债01”（75亿元）信用等级为AAA，“19长城债01(品种一)”（100亿元）、“19长城债01(品种二)”（50亿元）、“19长城债02BC(品种一)”（80亿元）和“19长城债02BC(品种二)”（70亿元）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月三十日

# 中国长城资产管理股份有限公司

## 2021年跟踪评级报告

### 评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国长城资产管理股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 长城二级资本债 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 长城债 01(品种一)	AAA	稳定	AAA	稳定
19 长城债 01(品种二)	AAA	稳定	AAA	稳定
19 长城债 02BC(品种一)	AAA	稳定	AAA	稳定
19 长城债 02BC(品种二)	AAA	稳定	AAA	稳定

### 跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	期限	到期兑付日
18 长城二级资本债 01	75 亿元	5+5 年	2028 年 5 月 18 日
19 长城债 01(品种一)	100 亿元	3 年	2022 年 4 月 1 日
19 长城债 01(品种二)	50 亿元	10 年	2029 年 4 月 1 日
19 长城债 02BC(品种一)	80 亿元	3 年	2022 年 4 月 25 日
19 长城债 02BC(品种二)	70 亿元	10 年	2029 年 4 月 25 日

评级时间：2021 年 6 月 30 日

### 主要财务数据：

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额(亿元)	6651.56	6010.16	6265.15
负债总额(亿元)	6047.94	5389.68	5627.84
所有者权益(亿元)	603.62	620.48	637.31
资产负债率(%)	90.93	89.68	89.83
全部债务/EBITDA(倍)	18.56	18.98	23.49
资本充足率(%)	12.80	14.36	15.37
项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入(亿元)	370.05	326.69	354.01
利润总额(亿元)	37.22	22.79	27.86
净利润(亿元)	33.10	12.46	21.73
EBITDA(亿元)	283.33	239.36	198.45
EBITDA 利息倍数(倍)	1.16	1.12	1.13
平均资产收益率(%)	0.51	0.20	0.35
平均净资产收益率(%)	5.44	2.04	3.46

注：资本充足率为母公司口径

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

### 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国长城资产管理股份有限公司（以下简称“中国长城资产”或“公司”）的评级反映了其作为中国四大资产管理公司之一，2020 年以来，在公司治理、协同运营、专业化运作、股东支持、行业地位等方面所具备的优势。通过引入战略投资者进行增资扩股，资本实力得到提升，资本保持充足水平。同时，联合资信也关注到，公司持续推进战略转型回归主业、业务转型过程中盈利水平波动较大等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将继续推进业务回归本源，加大不良资产经营主业的发展力度，积极拓展实质性重组业务，综合竞争力有望持续提升。另一方面，公司业务涉及多个金融子行业，多元化经营对整个集团风险管控能力提出挑战；同时受金融监管趋严，叠加新冠疫情影响，公司业务经营面临一定挑战，盈利水平有待提升。

综上，联合资信评估股份有限公司确定维持中国长城资产管理股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“18 长城二级资本债 01”（75 亿元）信用等级为 AAA，“19 长城债 01(品种一)”（100 亿元）、“19 长城债 01(品种二)”（50 亿元）、“19 长城债 02BC(品种一)”（80 亿元）和“19 长城债 02BC(品种二)”（70 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该评级结论反映了中国长城资产管理股份有限公司上述已发行金融债券和二级资本债券的违约风险极低。

### 优势

1. 政府支持力度大。作为财政部控股的国有金融资产公司之一，公司能够得到中

分析师

刘睿 张哲铭 盛世杰

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

央政府的大力支持；完成股份制改革，引入战投，股权结构得到优化，公司治理水平得到提升。

2. **行业地位显著。**公司拥有不良资产管理的专业优势，业务网络广泛，市场竞争力强，行业地位显著。
3. **业务结构持续调整，综合化经营水平高。**公司积极推动业务回归本源，搭建了实质性重组业务，不良资产经营主业核心竞争力有所提升；公司持续推进商业化转型，搭建了涵盖银行、证券、信托、租赁在内的多元化经营平台，综合化经营水平较高，为未来持续发展奠定了基础。

关注

1. **多平台业务经营情况需持续关注。**公司业务涉及多个金融子行业，在金融监管趋严以及新冠肺炎疫情影响下，多元化经营对集团风险管控能力提出挑战。
2. **盈利能力有待提高。**业务转型过程中，公司营业收入有所波动，加之较大的减值计提力度，整体盈利能力有待提高。
3. **公司战略规划推进效果保持关注。**公司以回归不良资产主业为核心，优化布局下设子公司，需持续关注业务转型以及子公司“瘦身提质”的持续推进效果。



## 声 明

一、本报告引用的资料由中国长城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、除因本期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。

# 2021 年中国长城资产管理股份有限公司 2021 年跟踪评级报告

## 一、主体概况

中国长城资产管理股份有限公司（以下简称“中国长城资产”或“公司”）前身为成立于 1999 年的中国长城资产管理公司，是经国务院批准，为应对亚洲金融危机、化解金融风险、促进国有银行和国有企业改革发展而组建的一家金融资产管理公司，由财政部投资设立。作为四家国有资产管理公司之一，公司成立之初的主要任务是收购、管理和处置国有银行剥离的不良资产。截至 2020 年末，公司实收资本 512.34 亿元，股东持股情况见表 1，实际控制人为中华人民共和国财政部。

表 1 2020 年末公司股东持股比例 单位：%

股东名称	持股比例
中华人民共和国财政部	73.53
全国社会保障基金理事会	18.97
中国财产再保险股份有限公司	3.64
中国大地财产保险股份有限公司	2.86
中国人寿保险（集团）公司	1.00
合计	100.00

数据来源：中国长城资产提供资料，联合资信整理

截至 2020 年末，公司在全国 30 个省、自治区、直辖市和香港特别行政区设有 31 家分公司和 1 家业务部；拥有长城国兴金融租赁有

限公司（以下简称“长城国兴金融租赁”）、长城国瑞证券有限公司（以下简称“长城国瑞证券”）、长城华西银行股份有限公司（以下简称“长城华西银行”）、长城国富置业有限公司（以下简称“长城国富置业”）、长城国融投资管理有限公司（以下简称“长城国融投资”）、长城融资担保有限公司（以下简称“长城融担”）、长生人寿保险有限公司（以下简称“长生人寿”）<sup>1</sup>、长城新盛信托有限公司（以下简称“长城新盛信托”）等 14 家控股公司。

公司注册地址：北京市西城区月坛北街 2 号。

公司法定代表人：沈晓明。

## 二、已发行债券概况

截至本报告出具日，中国长城资产存续期内且经联合资信评级的债券为 2018 年发行的 75 亿元二级资本债券和 2019 年发行的合计 300 亿元金融债券，债券概况见表 2。

2020 年以来，中国长城资产根据债券发行条款的规定，在相关债券付息日之前及时公布了债券付息公告，并按时足额支付了债券当期利息。

表 2 债券概况

债券简称	规模	利率	期限	到期日
18 长城二级资本债 01	75 亿元	4.90%	10 年	2028 年 5 月 18 日
19 长城债 01(品种一)	100 亿元	3.65%	3 年	2022 年 4 月 1 日
19 长城债 01(品种二)	50 亿元	4.59%	10 年	2029 年 4 月 1 日
19 长城债 02BC(品种一)	80 亿元	3.88%	3 年	2022 年 4 月 25 日
19 长城债 02BC(品种二)	70 亿元	4.84%	10 年	2029 年 4 月 25 日

数据来源：中国货币网，联合资信整理

<sup>1</sup> 根据上海联合产权交易所公开资料所示，长生人寿 70% 股权已挂牌待转让，转让方为中国长城资产及其全资子公司长城国富置业。

### 三、营运环境

#### 1. 宏观经济与政策环境分析

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负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%<sup>2</sup>，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，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

**经济修复有所放缓。**2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%<sup>3</sup>，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表3 2017-2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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，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

**消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创**

**2007 年以来新高。**从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上

2 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

3 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判

断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

**居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。**2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**社融存量增速下降。**截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度

趋于减弱。

**一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。**2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

**就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。**2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，**



发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，**强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持**，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

### 3. 行业分析

公司主营不良资产管理业务，并通过其下属子公司开展包括银行、证券、金融租赁等在内的金融服务行业业务。

#### (1) 不良资产管理行业

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。**

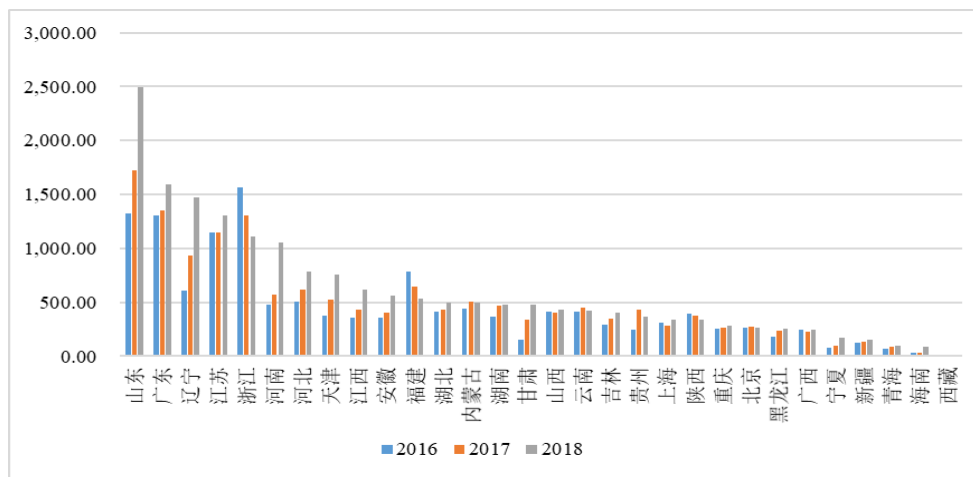
目前，我国不良资产管理市场进入“5+2+银行系AIC+外资系+N”的市场格局，即华融、长城、东方、信达、中国银河资产管理有限责任公司（2020年3月获批，2020年6月更为现名）五大全国性金融资产管理公司，每省原则上不超过2家经银保监会批复的可从事金融企业不良资产批量收购业务的地方资产管理公司（以下简称“地方AMC”），银行设立的主要开展债

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”）。

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 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偏，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，包括机构设立、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《金融资产投资公司资本管理办法（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业业务，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。

## （2）银行业

**商业银行资产规模增速回升，贷款投放为资产规模增长的主要驱动因素。**2020年以来，

在新冠肺炎疫情的影响下，监管引导金融机构加大对实体企业的信贷支持力度以推动企业复工复产，鼓励银行对符合条件的中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息，贷款规模的强劲增长驱动资产总额较快增长。从资产结构来

看，全国性大型银行资产端各项资产占比基本保持稳定，而中小银行在政策引导下，贷款占比持续上升，投资资产和同业资产占比进一步下降，资产结构有所优化。

表 4 商业银行主要财务数据

单位：万亿元、%

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年末
资产总额	181.69	196.78	209.96	239.49	265.79
负债总额	168.59	182.06	193.49	220.05	244.54
不良贷款额	1.51	1.71	2.03	2.41	2.70
不良贷款率	1.74	1.74	1.83	1.86	1.84
拨备覆盖率	176.40	181.42	186.31	186.08	184.47
净息差	2.22	2.10	2.18	2.20	2.10
净利润	1.65	1.75	1.83	1.99	1.94
资产利润率	0.98	0.92	0.90	0.87	0.77
资本利润率	13.38	12.56	11.73	10.96	9.48
存贷比	67.61	70.55	74.34	75.40	76.81
流动性比例	47.55	50.03	55.31	58.46	58.41
资本充足率	13.28	13.65	14.20	14.64	14.70
一级资本充足率	11.25	11.35	11.58	11.95	12.04
核心一级资本充足率	10.75	10.75	11.03	10.92	10.72

数据来源：中国银行保险监督管理委员会，联合资信整理

**商业银行不良贷款率持续上升，整体信贷资产质量有所下降。**2020 年以来，商业银行面临的外部经营压力进一步加大，受经济走弱、新冠肺炎疫情冲击等因素的影响，部分企业尤其是民营和中小微企业困难突显，违约风险上升，导致商业银行信贷资产质量有所下滑。此外，疫情以来，监管部门多次鼓励金融机构通过展期和续贷等方式加大对企业的支持，由于不良贷款率指标具有一定的滞后性，需持续关注未来商业银行的信贷资产质量变动情况。2020 年 12 月 31 日，中国人民银行、银保监会、财政部、发展改革委以及工业和信息化部联合发布《关于继续实施普惠小微企业贷款延期还本付息政策和普惠小微企业信用贷款支持政策有关事宜的通知》【银发（2020）324 号】（以下简称“324 号文”），明确普惠小微企业贷款延期还本付息政策延期至 2021 年 3 月 31 日，并对 2021 年 1 月 1 日至 3 月 31 日期间到期的普惠小微企业贷款，按市场化原则“应延尽延”，

由银行和企业自主协商确定，继续实施阶段性延期还本付息。324 号文的下发一定程度上缓解了展期贷款下调五级分类导致不良贷款率上升的压力，但考虑到疫情反复和后续相关政策导向尚不明确，未来商业银行仍面临较大的信用风险管理压力。

**非信贷类资产面临的信用风险有所上升，相关资产质量情况值得关注。**随着“包商事件”打破同业刚兑，商业银行同业资产面临的信用风险有所上升。另一方面，在商业银行的投资资产配置过程中，信托及资管计划等非标投资往往占有一定的比例，且部分投向为类信贷资产，底层资产涉及制造业、房地产和批发及零售业等行业。随着宏观经济增速放缓叠加新冠疫情的爆发，该类企业抗风险能力和经营状况出现不同程度的恶化，易形成逾期和违约，商业银行投资资产质量下行压力加大，后续商业银行非标投资的资产质量情况需持续关注。

**商业银行信贷资产拨备覆盖率有所下降，**

但不同类型银行分化明显，城商行和农商行信贷资产拨备计提压力较大。从拨备情况来看，2020年以来，受信贷资产质量下行影响，商业银行拨备覆盖率有所下滑，但不同类型银行拨备覆盖率的变化趋势存在分化。大型商业银行和股份制银行得益于信贷资产质量优于中小银行，其拨备覆盖率处于充足水平且保持稳定；而城商行和农商行由于不良贷款规模上升导致拨备水平均出现不同程度下滑，未来面临较大的拨备计提压力。

**资本充足率仍保持在较充足水平，资本充足率和核心一级资本充足率的差额进一步扩大，商业银行整体面临一定的资本补充压力。**近年来我国商业银行通过引进战略投资者、上市，以及发行优先股、可转债、二级资本债券、永续债等多种渠道补充资本，资本充足率整体保持较充足水平。但另一方面，在净利润增速持续低于风险加权资产增速的情形下，商业银行通过留存利润注入核心一级资本的能力有限，资本充足率和核心一级资本充足率的差额有所扩大。在拓展银行补充资本渠道方面，2020年以来，人民银行继续将合格的银行永续债纳入央行操作担保品范围，创设央行票据互换工具（CBS），为银行发行永续债提供支持，目前永续债已逐步成为银行补充其他一级资本的重要渠道；此外，在政府及监管的推动下，商业银行亦可以通过地方专项债等方式有效改善资本水平。另一方面，由于商业银行盈利承压，内生资本积累能力欠佳，核心一级资本的补充仍较大程度依赖于外部增资扩股。考虑到在疫情影响下，中小银行抵御风险的能力相对较弱，资产端信用风险管理压力较大，亦会导致其面临一定的资本补充需求，联合资信认为商业银行整体面临着一定的资本补充压力。

**监管机构及各级政府在推动化解金融风险的同时引导银行规范经营。**近年来，监管部门及各级政府在打好防范化解重大金融风险攻坚战方面取得许多成果，亦出台监管制度和办法逐步加强对金融机构公司治理监管力度。

与此同时，在经济下行叠加新冠肺炎疫情冲击的影响下，监管部门不断引导商业银行加强对实体经济的支持力度，进一步提高了小微、民营企业融资和制造业融资在MPA考核中的权重。2020年末，央行、银保监会还发布了《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，要求建立“房地产贷款集中度管理制度”，分5档设置银行房地产贷款余额占比、个人住房贷款余额占比两个上限，引导商业银行优化贷款投向。

由于目前我国是全球疫情控制较好的国家，经济恢复的较早、较好，商业银行未来大规模爆发不良贷款的可能性不大；在监管、政府的支持下，商业银行未来补充资本的渠道将不断拓宽，能够具备较好的风险缓释能力；综上所述，联合资信认为商业银行行业整体信用风险展望为稳定。

### （3）证券行业

**近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。**

近年来，股票市场震荡加剧，2018年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2017年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生；2019年，债券市场违



约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。

2016—2020年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019年以来增幅较大；盈利能力呈现U型走势，2018年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019年和2020年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表5 证券行业概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
证券公司家数(家)	129	131	131	133	139
盈利家数(家)	124	120	106	120	127
盈利家数占比(%)	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入(亿元)	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润(亿元)	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产(万亿元)	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产(万亿元)	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本(万亿元)	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

数据来源：中国证券业协会

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2020年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

2019年10月，证监会宣布，自2020年4月1日起，取消证券公司外资股比限制。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公

司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019年以来多家证券公司牵手互联网巨头，同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式。大型证券公司在资本实力、

风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于 2019 年明确表态要打造“航母级证券公司”，于 2020 年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019 年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

#### （4）金融租赁行业

融资租赁是与银行信贷、直接融资、信托、保险并列的五大金融形式之一，在拉动社会投资、加速技术进步、促进消费增长以及在完善金融市场、优化融资结构、降低金融风险方面具有自己的特点和优势，在国际上已发展成为仅次于资本市场、银行信贷的第三大融资方式。

目前我国有两类融资租赁公司：一类是由银保监会批准成立的金融租赁公司，按出资人不同，可分为银行系金融租赁公司和非银行系金融租赁公司，属于非银行金融机构。另一类是由商务部批准成立的租赁公司，主要是由非金融机构设立。

**新冠疫情以及监管趋严使得全国融资租赁合同余额出现近年来的首次负增长。**2020 年，受新冠疫情影响，全社会经济发展受到冲击，一季度企业停工停产，二三季度随着国家支持企业复工复产，鼓励银行支持中小微企业、减费让利，银行授信下沉且贷款利率下行，加之发债融资窗口的开放，使得企业对于租赁的需求减弱，租赁公司展业困难；此外，行业监管趋严，整肃出清，也促使行业业务规模的下降。截至 2020 年末，全国融资租赁合同余额约为 6.50 万亿元，较上年末减少约 1500 亿元，是

中国租赁业再度复兴后的首次负增长。

**融资租赁市场容量大，金融租赁公司仍有较大发展空间。**2020 年我国融资租赁业务总量约占全球的 23.7%。市场渗透率方面，根据世界租赁年鉴统计，发达国家融资租赁的市场渗透率一般在 15~30%，2019 年我国融资租赁市场渗透率为 12.07%，较发达国家仍有提升空间。

**随着我国疫情的有效防控、经济的逐步复苏以及各类政策的持续推进，融资租赁行业将恢复发展业态，发展前景较好。**从短期来看，随着我国疫情逐步得到控制，经济逐步复苏，融资租赁行业也将恢复发展。从长期来看，融资租赁与实体经济产业关系密切，在业务发展中金融租赁公司可以充分发挥“融资+融物”的特性，横跨产业和金融，更好地服务实体经济。随着我国“供给侧改革”的持续推进，“一带一路”“中国制造 2025”等导向型政策的持续深入，产业经济结构调整、技术革新带动大量固定资产投资需求，融资租赁将在产业结构转型升级和中国企业“走出去”的道路上发挥重要作用。此外，随着监管环境的持续改善和国家政策红利的逐步释放，融资租赁行业仍拥有较好的发展前景。

**金融租赁公司在强监管的态势下整体运营相对稳健，但需关注股东经营情况及支持能力变化对金融租赁公司经营产生的影响。**近年来，金融租赁公司在强监管态势下，整体运营相对稳健。同时，2020 年银保监会发布的《中国银保监会非银行金融机构行政许可事项实施办法》以及《金融租赁公司监管评级办法（试行）》对金融租赁公司在公司治理等方面提出新的要求，且对于金融租赁公司的具体经营表现监管力度加强，更有利于行业整体的良性发展。考虑到监管对于金融租赁公司股东的要求及约束加强，部分民营股东背景的金融租赁公司，股东支持能力较弱且部分自身存在一定经营风险，需关注股东经营情况及支持能力变化对金融租赁公司经营带来的影响。

**金融租赁公司未来持续面临中长期融资**

**渠道探索、租赁资产质量管理以及风险管控压力。**另一方面，由于金融租赁公司业务多集中在大资产类行业，资金需求较大，虽然可以通过发行金融债券等渠道融资，但目前主要业务资金仍来源于银行借款。考虑到融资租赁业务中长期项目占比较多，银行短期信贷融资与融资租赁业务存在一定的期限错配，金融租赁公司未来持续面临中长期融资渠道探索以及流动性风险管控压力。金融租赁公司之前年度业务快速拓展，资产规模及业务规模快速扩张。在近年来宏观经济增速放缓、产业结构调整、新冠疫情及市场整体信用风险恶化的情况下，金融租赁公司资产质量的问题也逐步显现，风险防控压力加大，未来将持续面临加强风险防控及租赁资产管理的压力。

#### 四、公司治理与内部控制

##### 1. 公司治理

**2020年以来，公司不断完善“三会一层”的组织架构，公司治理机制完备；根据监管要求不断加强内部控制体系建设，公司内控制度和审计体系逐步完善，综合化管理水平稳步提升；但由于公司业务综合化经营程度高，需持续完善内部控制管理体系以防范风险。**

2020年，公司按照《公司法》及《金融资产管理公司条例》等法律法规规定，建立并持续完善由股东大会、董事会、监事会和高级管理层构成的“三会一层”法人治理架构，并积极推动科学决策和有效监督机制的建设，提升公司治理水平。股权结构方面，截至2020年末，公司股权结构较上年未发生重大变化，实际控制人为中华人民共和国财政部，2020年末公司实收资本为512.34亿元。截至本报告出具日，公司董事会成员较上年减少1名，监事会成员较上年增加1名，总裁任职人员有所变更。

关联交易方面，公司建立了关联交易事前识别、事中控制、事后监督的管理体系，通过持续加强关联交易管理，防范关联交易风险。

同时，公司围绕关联交易必要性、合规性、公允性持续完善关联交易审批制度，并对关联交易限额进行持续跟踪和管理。截至2020年末，公司发生关联交易的关联方主要为公司控股股东和实际控制人，以及受同一控股股东控制的企业，2020年公司持有国债余额64.79亿元，关联方同业存放款项余额5.37亿元，关联方存放同业款项余额6.18亿元，发生关联交易利息收入3.69亿元，关联交易利息支出0.12亿元，关联交易风险相对可控。

##### 2. 发展战略

公司结合当前市场环境变化、自身定位以及国家和监管对于回归不良资产主业的要求，制定了阶段性的发展战略规划及目标。目前公司各项经营活动有序展开，随着股改的完成和战略规划的不断推进，综合实力有望不断提升，但需关注业务转型以及子公司“瘦身提质”的持续推进，对公司回归不良主业实际成效以及公司盈利能力的变化情况。

作为中国四大金融资产资产管理公司之一，公司成立之初的主要任务是收购、管理和处置国有银行剥离的不良资产。自成立以来，公司通过收购、管理和处置了各类商业银行剥离的不良资产，在化解金融风险，支持国有银行和国有企业改革和发展等方面发挥了积极作用。未来，公司将持续以“维护金融安全稳定、防范化解金融风险、服务实体经济发展”为使命，专门从事不良资产收购、管理和处置，盘活存量、化解风险，发挥金融救助和逆周期供给功能，在确保国家经济安全中发挥更加积极主动的作用。

公司制定了“五年两步走”发展规划：第一步，用三年时间（2017—2019年）“强根基、谋上市”；第二步，用两年时间（2020—2021）“聚合力、促升级”。在不良资产收购处置业务方面，公司将持续加大金融不良资产收购业务的资本配置，建立“边收购边处置边盈利”的业务模式，做实尽调，准确合理定价，提高收



购质量，降低收购成本，确保盈利可期；将资产分类管理嵌入资产管理系统，通过系统参数设置实现快速处置类、择机处置类、重点资源类和并购重组类四类资产的分，并将各类资产的后期管理要求系统化和流程化；增强“成本效益”“资金有价”以及“货币时间价值”观念，正确处理好精耕细作提升价值、加快处置回收现金、最大化实现盈利三者之间的关系。对于收购重组类业务，公司将严格按照监管提出的“正式、合法、有效、洁净、不良”的原则，选择客户及非金融不良资产收购标的资产；以存量收购处置类资产为切入点，以问题企业和问题资产入手，以市场化原则实施企业兼并重组。在符合国家以及监管相关管理规定和要求下，公司将不良资产收购为前提，开展不良资产追加投资业务，通过投资进一步提升不良资产回收价值；在符合新业务风险管理相关规定的前提下，探索参与违约债券、资管计划的收购和风险化解，并制定公司相关业务认定标准和业务操作规程；探索基于财政部地方隐性债务清单范围内的地方融资平台的债务实质性重组业务。未来 3—5 年，公司在坚持不良资产主业为核心不动摇的同时，保留金融类子公司和非金子公司要以优化主业、做精主业、协同发展、提升自主经营能力为发展目标，对于旗下子公司总体计划优化板块布局、分布分类推进差异化、市场化发展；响应回归主业要求，2020 年以来开展子公司“瘦身提质”，将旗下主要平台分为发展类、挖潜类和退出类，发展类子公司主要是主业协同和服务能力突出的金融类子公司，将适时考虑通过资本充实、股权和机制优化等手段重点加大支持力度、推进市场化发展，打造出有品牌、有市场竞争优势的系統内核心子公司；对挖潜类逐步撬动外部资源、打破发展瓶颈、激活经营潜力，促进子公司进入良性发展轨道；退出协同效果低下、发展负担重、风险高、同质化的子公司，包括部分金融牌照；目前各项工作也在按计划推进中。

## 五、主要业务经营分析

### 1. 经营概况

公司主营不良资产收购处置业务，并通过自身以及下属子公司开展以不良资产业务为中心的多元平台综合金融服务业务。其中，不良资产收购处置业务是公司的传统优势业务，2020 年以来，公司积极回归业务本源，业务竞争力不断增强。同时，在国家以及监管对于金融资产管理公司回归本源要求的持续推进、以及公司自身在提升整体经营效率的需要下，公司持续推进子公司“瘦身提质”工作，以进一步提升不良资产经营处置能力为核心，优化子公司行业布局，退出协同效果低下、发展负担重、风险高、同质化的子公司，提升子公司与不良主业的协同效应以及集团经营效应。

### 2. 业务经营分析

#### (1) 不良资产经营管理业务

2020 年以来，公司持续调整业务结构，回归不良资产业务主业，并按照监管业务回归本源的要求，搭建了实质性重组业务条线，不断提升主业核心竞争力；同时，新冠肺炎疫情对宏观经济的影响，加剧存量不良资产处置周期以及收益的不确定性，需持续关注不良资产主业对营业收入的贡献度以及对公司整体盈利能力提升带来的影响。不良资产经营管理业务是公司的核心业务，公司针对不良资产细分市场，通过差异化的经营管理模式开展不良资产的资产经营管理业务。公司的不良资产经营管理业务包括不良资产收购和处置、不良资产经营及问题企业救助等服务。凭借其专业技术优势、丰富的资本运作经验和客户资源优势，公司逐步形成了符合自身业务特点的资产管理定价方法和风险管控体系。按照业务类型划分，公司不良资产经营管理业务划分为收购处置类和收购重组类，收购处置类业务指按账面原值的一定折扣收购不良债权资产，在收购后以实现不良资产价值最大化为目标。收购重组业



务指在不良资产收购环节，根据不良资产风险程度确定实施债务或资产重组的手段，并与债务人及相关方达成重组协议的业务。2020年以来，公司不良资产处置收益及对营业收入贡献度较上年有所下降，系新冠疫情防控使得资本市场内相关资产估值下降、市场避险情绪上升的不利影响，进而导致不良资产处置收益下降所致。2020年，公司合并口径实现不良资产处置净收益148.80亿元，较上年下降22.58%，占营业收入的比例为42.03%。

不良资产收购和处置是公司的传统核心业务。公司根据市场化原则收购各类金融机构和非金融机构转让的不良资产，并对收购资产进行经营、管理和处置，在有效化解金融风险、促进经济健康发展的同时，通过提升资产价值为公司获取市场收益。公司按照不良资产来源将不良资产收购处置业务分为金融类不良资产收购处置和非金融类不良资产收购处置业务。

2020年以来，公司金融类不良资产收购渠道仍主要来源于银行业金融机构，并持续向金融租赁、信托、证券、保险、财务公司、私募股权等非银机构业务渠道进行拓展。2020年以来，公司持续做强传统资产包收购业务，精细尽调、做优做强传统资产包收购业务，坚持以盈利为目标，精细尽调、理性定价，逢包必调、适包必竞，探索建立更加有效的跨区域资产包和重大项目收购组织模式；加快推进单户对公不良贷款收购业务，以重组重整思维，主动发掘具备价值提升空间的单户资产，并持续探索开展个人不良贷款批量收购业务；积极开展业务创新研究，围绕司法拍卖资产、银行理财回表、股票质押融资、违约债券等领域，探索开展不良资产（违约标的）收购；加强与监管机构、地方政府的沟通，参与问题金融机构风险救助、属地中小银行资本补充和不良资产处置工作。金融类不良资产处置方面，公司结合相关资产特点，针对性地采取清收、转让、诉讼、重组等手段，提升资产价值，提升处置收益；

对金融不良资产处置周期主要集中在3~4年。

公司非金融类不良收购处置业务收购重点集中在房地产风险化解、实体企业纾困、地方平台风险化解、国有企业等业务方向，交易对手（债务人）一般为综合实力较强的企业。从收购区域分布看，公司非金融类不良资产主要分布在长三角、京津冀、粤港澳、成渝等地区。处置方面，公司对于非金融类不良资产处置方式主要为收购重组，资金回收安排主要为按照合同约定收本收息，重组期限主要集中在三年。

不良资产经营是公司和不良资产实施精细化经营处置，以专业的“价值发现、估值定价、价值提升和价值实现”能力为依托，通过资产置换、并购重组、债转股、追加投资、财务顾问、等多种金融服务手段，延伸资产经营价值链，最大限度地提升资产价值。主要业务产品包括：债权资产收购重组、债权资产收购+债转股+债务重组、债权资产收益权管理、债权资产收购+中小企业财务顾问、债权资产收购+反委托与合作处置、债权资产转股权等。在不良资产经营管理过程中，2020年以来，中国长城资产受国家有关部门、地方政府和债权人委托，对出现财务困难或经营危机的问题金融机构或问题企业提供托管救助服务，充分发挥不良资产收购功能和投资投行优势，综合运用“债务重组、资产重组、财务重组、企业重组、市场化债转股”等专业技术手段，帮助问题机构或企业摆脱困境、盘活资产。

按照回归主业的监管要求，公司搭建了实质性重组业务。实质性重组业务是公司业务的重要组成部分，是不良资产处置、风险化解和提升资产价值的重要手段，已成为公司独具特色和竞争力的业务模式。2020年以来，公司坚持面向市场、贴近客户，围绕问题资源实施并购重组品牌战略，把实质性重组业务作为不良资产处置和风险化解的重要手段，不断提升主业核心竞争力。公司实质性重组业务围绕地方政府融资平台、上市公司违约债、问题金融机

构救助、国企主辅剥离资产，以财务顾问服务为切入点，以问题资产收购、综合金融服务为手段，从企业资产重组、债务重组、主业聚焦、公司治理完善、技术支持、盈利模式重构等综合金融服务手段，帮助企业走出困境、恢复正常，进而发展壮大。

公司实质性重组业务建立“主抓+总协调”机制，实施中国中铁市场化债转股，服务供给侧结构性改革；围绕风险企业开展纾困救助业务，推进中图 IPO 等重点项目；参与救助锦州银行等问题金融机构，发挥金融救助和逆周期工具功能；通过对中国铁物实施债务重组、资产重组以及企业上市等在内的一揽子重组方案顺利实施，实现中国铁物重组上市，为化解金融风险、服务实体经济作出了积极贡献。

## （2）多元平台综合金融服务业务

**公司搭建了多元化经营平台，银行、证券、信托、租赁等业务主要由子（孙）公司独立开展，多元化经营为公司回归不良主业形成较好的业务协同；考虑到公司“瘦身提质”的持续推进，需持续关注后续子公司布局变化情况以及对不良主业发展带来的实际成效。**

公司多元平台综合金融服务业务是公司不良资产收购处置及资产管理业务的重要延伸。公司提供银行、证券、金融租赁、信托、国际业务等多种金融服务，为包括问题企业在内的各类企业提供全方位、综合化的金融服务。公司持续优化板块布局，通过开展“瘦身提质”工作，退出协同效果低下、发展负担重、风险高、同质化的子公司以及部分金融牌照，加强子公司板块与不良主业的协同效应，提升公司整体运行效率。

长城华西银行前身为德阳市商业银行股份有限公司，成立于 1998 年 10 月，是在原德阳市区 6 家城市信用社和 2 家城区农村信用合作联社基础上组建而成的地方性股份制商业银行，截至 2020 年末，公司自身以及通过其全资子公司德阳市国有资产经营有限公司合

计持股比例为 40.92%。截至 2020 年末，长城华西银行注册资本 23.04 亿元，下辖德阳地区 8 家管理支行（营业部），以及 7 家异地分行共 50 余家营业机构，发起成立什邡思源村镇银行。长城华西银行作为德阳地区唯一一家地方性法人股份制商业银行，具有在主城区营业网点数量多、经营历史长、客户基础广泛等优势，公司存贷款业务在德阳地区具有较强的竞争力。截至 2020 年末，长城华西银行资产总额 1135.77 亿元，所有者权益 86.58 亿元；2020 年实现营业收入 26.62 亿元，净利润 3.59 亿元。

长城国瑞证券是公司在收购原厦门证券的基础上组建的子公司，公司持股比例为 67.00%，2020 年末注册资本为 33.50 亿元。截至 2020 年末，长城国瑞证券设立 42 家分支机构，包括 19 家证券分公司和 23 家证券营业部，覆盖全国 20 个省份，长城国瑞证券经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、与证券交易及证券投资活动有关的财务顾问、证券投资基金代销、代销金融产品、证券资产管理、证券自营、融资融券、证券承销与保荐等。近年来，长城国瑞证券持续优化业务布局，构建全方位综合化金融服务能力，围绕客户需求，通过聚焦市场、客户、产品，力争实现细分市场精准定位、优质客户综合开发和产品体系特色布局。截至 2020 年末，长城国瑞证券资产总额 126.63 亿元，所有者权益 40.35 亿元；2020 年实现营业收入 6.41 亿元，净利润 0.54 亿元。

长城新盛信托是经原银监会批准，由中国长城资产、新疆生产建设兵团国有资产经营公司等重组原伊犁哈萨克自治州信托投资公司基础上设立的，公司合计持股比例为 62.00%，注册资本为 3.00 亿元，主要业务为债权信托、股权信托、标品信托、同业信托、财产信托、资产证券化、公益（慈善）信托、事务信托等八大类信托业务。近年来，长城新盛信托在监管政策日益趋严的形势下，以风险防控和合规建设为重点，强化内部管理，夯实发展基础；持续发挥信托制度优势，加强与集团业务协同。

截至 2020 年末，长城新盛信托资产总额 13.06 亿元，所有者权益 10.48 亿元，信托资产规模 103.84 亿元；2020 年实现营业收入 1.74 亿元，净亏损 0.98 亿元。

长城国兴金融租赁是公司在重组原新疆金融租赁有限公司的基础上组建的全资子公司，公司持股比例为 100.00%，注册资本为 40.00 亿元，主要业务为融资租赁、经营性租赁、售后回租、杠杆租赁、分成租赁、委托租赁、结构共享租赁等各类租赁业务。近年来，长城国兴金融租赁依托公司网络资源优势，围绕金融租赁主业，大力拓展租赁市场，业务规模保持较快增长。截至 2020 年末，长城国兴金融租赁资产总额 604.09 亿元，其中应收融资租赁款净额 534.02 亿元，应收融资租赁款不良率为 1.69%，拨备覆盖率为 288.02%；所有者权益 66.67 亿元；2020 年实现营业收入 36.80 亿元，净利润 7.71 亿元。

长城国富置业是公司旗下以化解系统内不良资产中涉房类项目风险以房地产开发经营为主业的子公司，成立于 1995 年，注册资本为 10 亿元人民币。主要业务为房地产开发与经营、实业投资、资产管理与经营、租赁等。长城国富置业在上海、银川、湘潭、贵阳、安徽、沈阳等地投资建设和改造办公楼、商场、星级酒店、住宅小区以及参与旧区改造等 10 多个项目。未来，长城国富置业将积极落实公司“坚持回归本源、聚焦主业、做精专业”的战略导向，坚定以系统内不良资产处置“工具箱”为定位，主动加强系统业务协同，通过“二收二出”（收资产、收债权、出资金、出服务），深入实践公司发展路径，全力服务集团公司房地产金融业务风险化解，发挥化解存量风险、盘活资产及提升资产价值的作用。截至 2020 年末，长城国富置业资产总额为 80.01 亿元，所

有者权益为 40.10 亿元；2020 年，长城国富置业实现净利润 6.14 亿元。

长城投资基金是公司专门从事股权投资和基金管理的子公司，注册资本为 2 亿元人民币，主要业务为受托管理股权投资企业、投资管理及相关咨询服务等。目前长城投资基金已获得中国证券投资基金协会的私募投资基金资质。2020 年，长城投资基金管理规模 640 亿元，管理 SPV60 个，其中合伙企业 52 个，契约型 8 个，涵盖了证券、股权、债权投资等类型。

## 六、财务分析

公司提供了 2020 年合并财务报表，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对 2020 年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2020 年公司财务报表合并范围包括长城国兴金融租赁、长生人寿、长城国瑞证券、长城华西银行等 14 家控股子公司。此外，2019 年公司对 2018 年财务数据进行会计差错更正和会计政策变更，对财务数据进行了追溯调整，本报告中 2018 年度财务数据采用重述之后的数据。

### 1. 资产质量

2020 年以来，公司积极回归资产管理业务本源，调整资产结构配置，非主业以及非标类投资资产规模有所减少，资产规模较上年末有所增长；投资资产中的风险资产规模相对较高，需持续关注后续处置进程以及减值准备计提对公司流动性和盈利能力的影响。截至 2020 年末，公司合并口径资产总额为 6265.15 亿元，较上年末增长 4.24%；从资产结构来看，以投资资产和发放贷款和垫款为主（见表 7）。

表7 资产构成情况

单位：亿元、%

项目	金额			占比		
	2018年末	2019年末	2020年末	2018年末	2019年末	2020年末
现金类资产	440.32	319.85	297.81	6.62	5.32	4.75



同业资产	303.24	87.18	152.63	4.56	1.45	2.44
发放贷款和垫款	1088.22	1074.25	1212.76	16.36	17.87	19.36
投资资产	4487.46	4194.31	4255.40	67.46	69.79	67.92
其他类资产	332.33	334.56	346.54	5.00	5.57	5.53
<b>合计</b>	<b>6651.56</b>	<b>6010.16</b>	<b>6265.15</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

公司现金类资产由货币资金和存放中央银行款项构成。2020年以来，公司现金类资产规模和占资产总额的比重较上年末有所下降。截至2020年末，公司现金类资产总额297.81亿元，较上年末下降，占资产总额的4.75%；受限货币资金余额3.31亿元，规模小。

2020年以来，由于买入返售金融资产规模的上升，带动公司同业资产规模较上年末有所增长。截至2020年末，公司同业资产净额152.63亿元，较上年末增长75.07%，占资产总额的2.44%，占资产总额的比重仍保持在较低水平。其中，拆出资金净额20.77亿元，买入返售金融资产余额131.86亿元，质押标的以债券为主，另有部分股票和票据；同业资产共计提减值准备4.57亿元。

公司贷款和垫款主要由应收融资租赁款以及发放贷款和垫款组成，另有部分委托贷款、融出资金和保户质押贷款。2020年以来，公司发放贷款和垫款规模及占资产总额的比重略有上升。截至2020年末，公司发放贷款和垫款净额1212.76亿元，较上年末增长12.89%，占资产总额的19.36%。其中，公司以摊余成本计量的公司贷款和个人贷款余额分别为416.41亿元和127.44亿元；公司对包括以摊余成本计量的企业贷款和垫款、以摊余成本计量的个人贷款和垫款、应收融资租赁款、委托贷款、融出资金、保户质押贷款在内的以摊余成本计量的贷款计提减值准备合计102.62亿元，较大比例减值准备计提系落实金融让利实体经济等统一部署，夯实风险管理工作，提足减值所致。公司发放应收融资租赁款余额596.67亿元，主要来源于长城国兴金融租赁业务款项，公司对应收融资租赁款计提减值准备51.12亿

元，年末公司受限的应收融资租赁款为146.75亿元，系长城国兴用于发放资产证券化等产品融资所致。

投资资产为公司最主要的资产类别，2020年以来投资资产规模较上年末略有增长，占资产总额的比重较上年略有下降。从资产结构看，公司不良债权资产为投资资产的主要组成部分，另有部分债券、基金和股权投资资产，其余投资品种占投资资产总额比重相对较低。2020年以来，随着公司对存量不良债权的持续处置以及持续开展对不良债权资产的收购工作，年末不良债权余额较上年末略有增长；债券、基金、股权投资、债权融资计划规模及占投资资产总额的比重均较上年末有所增长；资管计划、资产支持证券、信托产品和信托计划规模及占投资资产总额比重均较上年有所下降（见表8）。公司投资资产包括交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、长期股权投资和投资性房地产。截至2020年末，公司投资资产净额为4255.40亿元，其中交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益投资分别占投资资产净额的55.76%、33.46%、6.32%和0.27%。从会计科目划分看，截至2020年末，公司将不良债权资产按持有目的及处置方式的不同，分别计入交易性金融资产和债权投资中。此外，交易性金融资产主要包括基金、股权投资、资管计划等资产，债权投资包括债券、信托产品、结构化债权安排和债券融资计划等资产，其他债权投资全部为债券资产。从资产质量分类情况看，截至2020年末，公司计入第三分类的债权投资和其他债权投资合计722.82亿元，占债权投资和其它债权投资总额的36.89%。其中，债权



投资科目中计入第三分类的资产总额为 716.33 亿元，其他债权投资科目中计入第三分类的资产总额为 6.49 亿元。考虑到公司经营属性系收购及处置不良资产，需持续关注对存量

风险资产后续处置进程以及减值准备计提等活动对公司整体流动性以及盈利能力带来的影响。

表8 投资资产构成情况

单位：亿元、%

项 目	金 额			占 比		
	2018年末	2019年末	2020年末	2018年末	2019年末	2020年末
不良债权	3075.68	2892.39	2913.75	66.28	65.29	64.44
债券	397.23	433.69	475.31	8.56	9.79	10.51
基金	242.15	247.08	336.59	5.22	5.58	7.44
股权投资	218.14	258.79	293.53	4.70	5.84	6.49
资管计划	183.81	169.10	79.38	3.96	3.82	1.76
资产支持证券	18.19	11.92	1.20	0.39	0.27	0.03
同业存单	0.00	11.87	12.31	0.00	0.27	0.27
委托贷款	8.80	20.85	20.34	0.19	0.47	0.45
信托产品和信托计划	208.11	108.46	79.75	4.48	2.45	1.76
理财产品	4.22	5.51	4.24	0.09	0.12	0.09
结构化债权安排	54.22	75.15	68.88	1.17	1.70	1.52
债权融资计划	0.00	15.23	35.66	0.00	0.34	0.79
长期股权投资	158.79	154.46	155.35	3.42	3.49	3.44
投资性房地产	69.48	25.42	22.57	1.50	0.57	0.50
转贴现	1.34	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00
其他	0.12	0.01	22.73	0.00	0.00	0.50
投资资产总额	<b>4640.29</b>	<b>4429.92</b>	<b>4521.59</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>
减：减值准备	152.83	235.61	266.19	--	--	--
投资资产净额	<b>4487.46</b>	<b>4194.31</b>	<b>4255.40</b>	--	--	--

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

公司其他类资产主要包括应收款项、固定资产、抵债资产、递延所得税资产和其他资产等。2020 年以来，公司其他类资产规模和占比基本保持稳定。截至 2020 年末，公司其他类资产余额 346.54 亿元，较上年增长 3.58%。其中，应收款项余额 48.53 亿元；抵债资产 83.87 亿元，以房屋及建筑物为主；递延所得税资产 82.29 亿元；其他资产 85.04 亿元，主要为房地产开发产品和其他应收款；固定资产 31.16 亿元；另有部分商誉和应收利息等。

从集团受限资产情况来看，截至 2020 年末，公司由于借款抵质押的贷款及垫款账面价值 146.75 亿元；用于卖出回购业务抵质押的资

产账面价值合计 98.52 亿元，公司整体受限资产占比不高。

从母公司的资产情况来看，2020 年以来，中国长城资产母公司资产规模较上年末有所增长，从资产结构来看，中国长城资产母公司积极回归主业，主动调整资产结构，压缩非主业资产。截至 2020 年末，中国长城资产母公司资产总额 4158.15 亿元，较上年末增长 3.01%。其中，现金类资产占总资产的 1.68%，投资类资产占 84.93%，投资类资产中大部分为不良债权资产，其他资产占 10.67%。截至 2020 年末，母公司投资资产净额 3531.34 亿元，较上年末增长 4.12%。其中，交易性金融资产余额

1976.80 亿元，债权投资净额 1248.15 亿元；长期股权投资余额 289.53 亿元。

## 2. 资本与杠杆水平

公司融资渠道丰富，融资能力强，中长期负债占负债总额比重较高，杠杆水平较为稳定；

2020 年以来，公司负债规模较上年末有所增长，负债结构有所调整；资本充足；需持续关注存量不良资产资金占用对流动性带来的影响。截至 2020 年末，公司负债总额 5627.84 亿元，较上年末增长 4.42%，以借款、吸收存款和应付债券为主，同业负债占比较低（见表 9）。

表 9 负债结构

单位：亿元、%

项 目	金 额			占 比		
	2018年末	2019年末	2020年末	2018年末	2019年末	2020年末
同业负债	92.15	128.43	282.93	1.52	2.38	5.03
客户存款	625.93	678.37	781.32	10.35	12.59	13.88
应付债券	596.86	874.21	764.82	9.87	16.22	13.59
借款	4321.34	3332.30	3457.22	71.45	61.83	61.43
其他类负债	411.67	376.36	341.54	6.81	6.98	6.07
其中：合并结构化主体其他所有者权益	146.19	71.10	32.93	2.62	1.32	0.59
合 计	6047.94	5389.68	5627.84	100.00	100.00	100.00

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

2020 年以来，公司同业负债余额保持增长。截至 2020 年末，公司同业负债余额 282.93 亿元，较上年末增长 120.30%，占负债总额的 5.03%，其中，卖出回购金融资产款余额 96.91 亿元；拆入资金余额 186.02 亿元。

公司客户存款主要来自长城华西银行吸收的存款，得益于较好的存款业务拓展，公司吸收存款规模有所增长。截至 2020 年末，公司客户存款余额 781.32 亿元，较上年末增长 15.18%，占负债总额的 13.88%。

2020 年以来，随着 2020 年母公司以及集团内下属子公司发行的部分同业存单、金融债券、美元债券到期兑付，应付债券余额较上年末有所下降。截至 2020 年末，公司应付债券余额 764.82 亿元，较上年末下降 12.51%，占负债总额的 13.59%。其中应付金融债券余额 604.84 亿元，包含中国长城资产母公司发行的金融债券、长城国际在香港与境外发行的债券以及长城国兴金融租赁发行的金融债券；应付同业存单余额为 49.55 亿元，为长城华西银行未偿付的同业存单；应付二级资本债券余额 103.37 亿元，包含长城国兴金融租赁发行的二级资本债

券面值 10.00 亿元，中国长城资产母公司发行面值为 75.00 亿元二级资本债券等。

2020 年以来，公司长期借款规模有所压缩，且随着市场融资成本的下降，公司按照自身需求加大短期借款融资力度，年末借款余额较上年有所增长；公司借款余额占负债总额比重有所下降。截至 2020 年末，公司借款余额 3457.22 亿元，较上年末增长 3.75%，占负债总额的 61.43%。其中，短期借款余额 1767.32 亿元，较上年末增长 34.72%，占负债总额的 31.40%；长期借款余额 1689.90 亿元，较上年末下降 16.36%，占负债总额的 30.03%。

公司其他类负债主要包括中央银行借款、应付款项和其他负债。2020 年，受应付合并结构化主体其他所有者权益规模下降的影响，公司其他类负债余额持续下降。截至 2020 年末，公司其他类负债总额 341.54 亿元，较上年末下降 9.25%。其中，向中央银行借款余额 57.76 亿元；应付款项余额 56.97 亿元；其他负债余额 137.33 亿元，其中合并结构化主体其他所有者权益余额 71.10 亿元。

从母公司负债结构来看，2020 年，中国长

城资产顺应资金市场调整压缩了长期借款规模，负债结构有所调整。截至2020年末，中国长城资产母公司负债总额为3545.70亿元，较上年末增长3.29%。其中，借款余额2960.33亿元，占负债总额的83.49%，全部为信用借款，其中短期借款余额1350.53亿元，占负债总额的38.09%，短期借款年利率区间为2.05%~4.45%；长期借款余额1609.80亿元，占负债总额的45.40%，长期借款利率范围为2.30%~7.30%，长期借款占负债总额的比重有所下降；应付债券余额385.68亿元，占负债总额的10.88%。此外，截至2020年末，公司长期借款和应付债券总额之和的比重占负债总额的56.28%，较高比重长周期负债能够提升资产端不良资产投资周期的匹配度。

2020年，公司分配现金股利1.26亿元，对当年利润留存影响有限；2020年末未分配利润亏损规模有所收缩。截至2020年末，公司股东权益合计为637.31亿元，其中股本512.34亿元，资本公积46.23亿元，盈余公积2.69亿元，其他综合收益-13.01亿元，一般风险准备55.97亿元，未分配利润-46.41亿元。2020年，公司杠杆水平保持稳定，2020年末资产负债率为89.83%（见表10）。

表10 资本实力及杠杆水平 单位：亿元、%

项目	2018年末	2019年末	2020年末
归属于母公司股东权益	523.60	541.62	557.80
归属于少数股东权益	80.02	78.86	79.51
股东权益合计	603.62	620.48	637.31
资产负债率	90.93	89.68	89.83

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

从中国长城资产母公司到期债务期限分布情况看，截至本报告出具日，公司在中国境内发行的各类债券中，于2021年内到期余额为17.30亿元、2022年内到期余额为256.30亿元、2023年及以后债券到期余额为195.00亿

元，在境外发行各类债券中，于2021年内到期余额为8亿美元、2022年内到期余额为10亿美元、2023年及以后债券到期余额为22亿美元，债券集中偿付压力主要在2022年内。

2020年，中国长城资产母公司口径的股东权益合计规模稳步增长，2020年末为612.45亿元，较上年末增长1.41%。其中，股本512.34亿元，资本公积46.21亿元，未分配利润5.64亿元。2020年，公司资本充足率均满足监管要求，资本保持充足水平（见表11）。

表11 母公司主要财务指标 单位：亿元、%、倍

项目	2018年末	2019年末	2020年末
资产总额	4565.68	4036.81	4158.15
股东权益	569.00	603.95	612.45
资产负债率	87.54	85.04	85.27
全部债务	3959.48	3394.30	3503.77
全部债务资本化比率	87.44	84.89	85.12
资本充足率	12.80	14.36	15.37
一级资本充足率	10.57	11.24	12.14
核心一级资本充足率	10.57	11.24	12.14

项目	2018年	2019年	2020年
营业收入	257.42	237.29	200.61
营业支出	227.61	211.59	193.71
净利润	26.51	20.59	6.26
EBITDA利息倍数	1.18	1.18	1.07
全部债务/EBITDA	19.36	19.13	27.42

数据来源：公司审计报告及提供数据，联合资信整理

### 3. 盈利能力

2020年，公司积极回归业务本源，但受不良资产经营处置期间不确定因素的影响导致不良资产净收益水平的波动，合并口径盈利水平出现波动，母公司盈利能力有所下降，需持续关注后续不良资产经营处置情况对公司盈利能力带来的影响；关注后续减值准备计提力度变化情况对盈利能力带来的影响。2020年，公司实现营业收入354.01亿元，较上年增长8.36%。

表 12 主要盈利指标

单位:亿元、%

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	370.05	326.69	354.01
其中: 主营业务净收入	200.63	232.91	198.27
中间业务净收入	1.62	3.23	-2.95
投资收益	97.67	54.50	72.39
公允价值变动收益	52.75	22.52	43.34
营业支出	333.40	303.58	326.21
其中: 税金及附加	3.29	3.39	8.03
业务及管理费	41.61	45.81	39.35
资产减值损失	64.99	--	--
信用减值损失	--	70.51	115.19
保险业务支出	21.55	10.63	2.42
其他业务成本	201.96	172.44	153.98
净利润	33.10	12.46	21.73
平均资产收益率	0.51	0.20	0.35
平均净资产收益率	5.44	2.04	3.46

数据来源: 中国长城资产审计报告, 联合资信整理

公司营业收入主要来源于主营业务净收入、投资收益和公允价值变动损益。其中, 公司主营业务净收入以不良资产处置净收益、银行及租赁业务利息净收入和已赚保费为主。2020 年, 公司银行及租赁业务利息净收入水平呈持续增长态势, 已赚保费收入较上年有所增长, 对主营业务收入影响较大的主要为不良资产净收益的变化情况。2020 年以来, 公司持续推进业务回归本源进程, 但受疫情对经济的冲击下, 公司不良资产经营处置周期较预期延长, 经营处置收益水平较预期压缩的影响, 当年不良资产处置净收益水平较上年有所下降, 进而导致当年主营业务净收入水平较上年下降。2020 年, 公司实现主营业务净收入 198.27 亿元, 较上年下降 14.87%, 占营业收入的 56.01%, 其中不良资产净收益占主营业务净收入的 75.05%。

公司中间业务收入包括资产管理业务、咨询业务、银行受托业务和基金管理等业务收入。2020 年, 公司中间业务净亏损 2.95 亿元, 当年手续费及佣金净收入为负, 主要系不良资产处置期间产生的委托代理业务支出上升和保险业务手续费支出上升所致。公司投资收益主

要来源于交易性金融资产和长期股权投资产生的收益。2020 年以来, 随着交易性金融资产和处置部分长期股权投资产生的投资收益增长, 当年投资收益水平有所上升, 公司持有的股票公允价值上升使得当年公允价值变动收益水平较上年亦有所增长, 对当年营业收入水平贡献度有所提升, 进而导致营业收入水平较上年有所增长。2020 年, 公司实现投资收益 72.39 亿元, 较上年增长 32.84%, 实现公允价值变动损益 43.34 亿元, 较上年增长 92.47%。

公司营业支出主要由业务及管理费、减值损失、保险业务支出和其他业务成本构成。2020 年以来, 受减值损失的持续增长以及其他业务成本下降的双重影响, 公司营业支出水平较上年有所增长, 系 2020 年以来公司通过加大减值准备计提力度以提升疫情期间风险防控能力, 使得减值损失计提力度持续上升, 进而推动营业支出水平的增长。2020 年全年公司计提信用减值损失 115.19 亿元, 其中债权投资减值损失和贷款和垫款减值损失分别为 68.10 亿元和 35.23 亿元。2020 年, 公司发生业务及管理费 39.35 亿元; 保险业务支出 2.42 亿元, 主要来源于长生人寿保险业务支出; 其他业务



成本 153.98 亿元，主要为资产管理公司的利息净支出。

2020 年，公司净利润水平以及资产和净资产收益率均较上年有所增长，2020 年实现净利润 21.73 亿元，较上年增长 74.37%；平均资产收益率与平均净资产收益率分别为 0.35% 和 3.46%，盈利水平仍有待提高。

2020 年，中国长城资产母公司营业收入水平较上年有所下降。2020 年，中国长城资产母公司实现营业收入 200.61 亿元，较上年下降 15.46%。其中，不良资产处置净收益 136.37 亿元，较上年下降 23.19%，占营业收入的 67.98%；投资收益 45.24 亿元，占营业收入的 22.55%；公允价值变动损益 18.20 亿元。2020 年，中国长城资产母公司计入其他业务成本的利息净支出水平持续下降，使得公司营业支出整体呈下降趋势。2020 年，中国长城资产母公司营业支出 193.71 亿元，较上年下降 8.45%。其中，业务及管理费 22.28 亿元；信用减值损失 46.65 亿元；其他业务成本 119.63 亿元，主要为利息净支出。2020 年，中国长城资产母公司实现净利润 6.26 亿元，较上年下降 69.58%，当年净利润水平较上年大幅下降系在新冠疫情下，不良资产处置净收入较上年下降导致营业收入下降所致。

#### 4. 偿债能力

公司作为国有控股金融资产管理公司之一，具有较为广泛的融资渠道，较强的筹资能力能够为公司债务偿付提供较强支撑。2020 年，公司资产负债率基本保持稳定，2020 年末资产负债率 89.83%，杠杆水平较高。截至 2020 年末，公司 EBITDA 利息倍数为 1.13 倍，公司盈利情况对利息支出的保障程度一般；全部债务/EBITDA 为 23.49 倍，公司盈利情况对债务本金的保障程度较弱（见表 13）。公司作为成立时间较早的国有金融资产管理公司之一，股东实力强，长期不良资产经营形成了业内较强的不良资产经营处置能力，加之公司具有较强的

筹资能力，能够为公司未来债券偿付提供较强支撑，整体偿债能力强。

表 13 主要偿债能力指标 单位：%、倍

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
EBITDA 利息倍数	1.16	1.12	1.13
全部债务/EBITDA	18.56	18.98	23.49
资产负债率	90.93	89.68	89.83

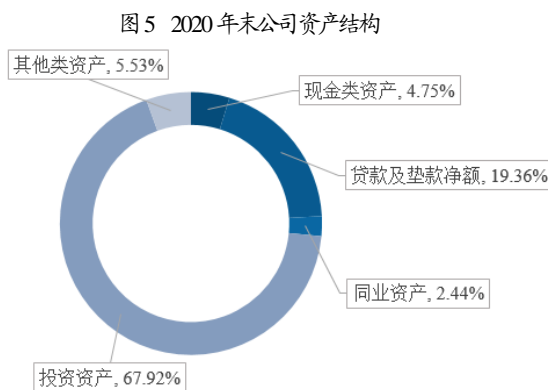
数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

## 七、债券偿付能力分析

截至本报告出具日，中国长城资产（合并口径）在境内发行且存续期内的金融债券本金余额为 340.00 亿元，在境内发行且存续期内的二级资本债券本金余额为 95 亿元。从偿付顺序看，根据《公司法》及其他相关法律规定，如遇破产清算，在支付清算费用、所欠职工工资和劳动保险费用和法定补偿金、缴纳所欠税款后，存续的金融债券同公司其他一般债务享有相同的情况顺序；存续的二级资本债券的清偿顺序在存款人和一般债权人之后，股权资本、其他一级资本工具和混合资本债券之前。中国长城资产存续期内的二级资本债券含有减记条款，当触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下自触发事件发生日次日起不可撤销地对本次债券以及已发行的本金减记型其他一级资本工具的本金进行全额减记，任何尚未支付的累积应付利息亦将不再支付。当债券本金被减记后，债券即被永久性注销，并在任何条件下不再被恢复。

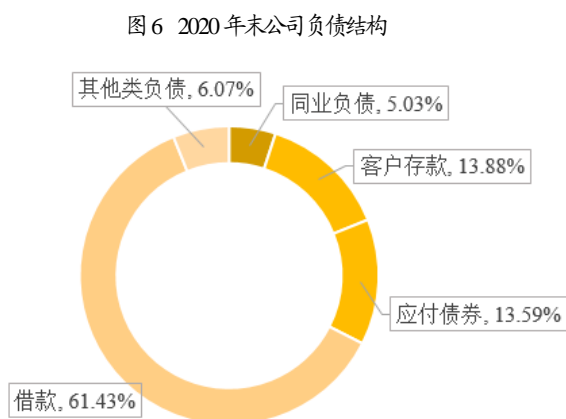
从资产端来看，截至 2020 年末，公司的资产主要由投资资产、发放贷款及垫款构成（见图 6）。其中，投资资产净额占资产总额的 67.92%，以收购的不良债权资产为主，公司长期不良资产经营沉淀下较强的不良资产处置能力，而其持有的债券、基金等投资为资产流动性提供了进一步的保障；发放贷款和垫款净额占资产总额的 19.36%，主要为长城华西银行发放贷款，截至 2020 年末长城华西银行不良

贷款率为 3.55%，贷款大幅减值的可能性不大。整体看，公司资产大幅减值的可能性不大，流动性水平较好。



数据来源：公司 2020 年审计报告，联合资信整理

从负债端来看，截至 2020 年末，公司负债主要由借款、应付债券和吸收存款构成。其中，借款占负债总额的 61.43%，期限结构来看长期借款和短期借款占比相对平均；应付债券占比 13.59%，整体期限较长；吸收存款占比 13.88%，为长城华西银行吸收存款，该部分资金来源相对稳定。考虑到公司主动负债能力较强，负债渠道多元化的优势，负债稳定性较好。



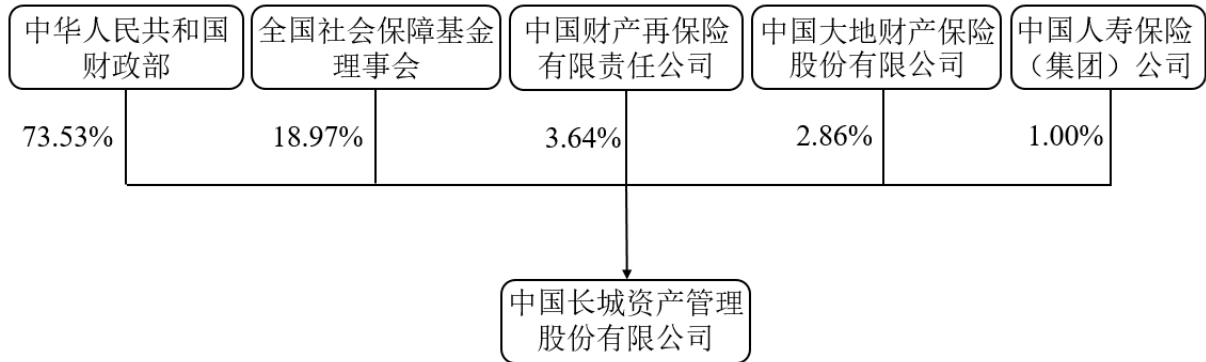
数据来源：公司 2020 年审计报告，联合资信整理

整体看，联合资信认为中国长城资产未来业务经营能够保持较为稳定，能够为存续的二级资本债券和金融债券提供足额本金和利息，债券的偿付能力极强。

## 八、结论

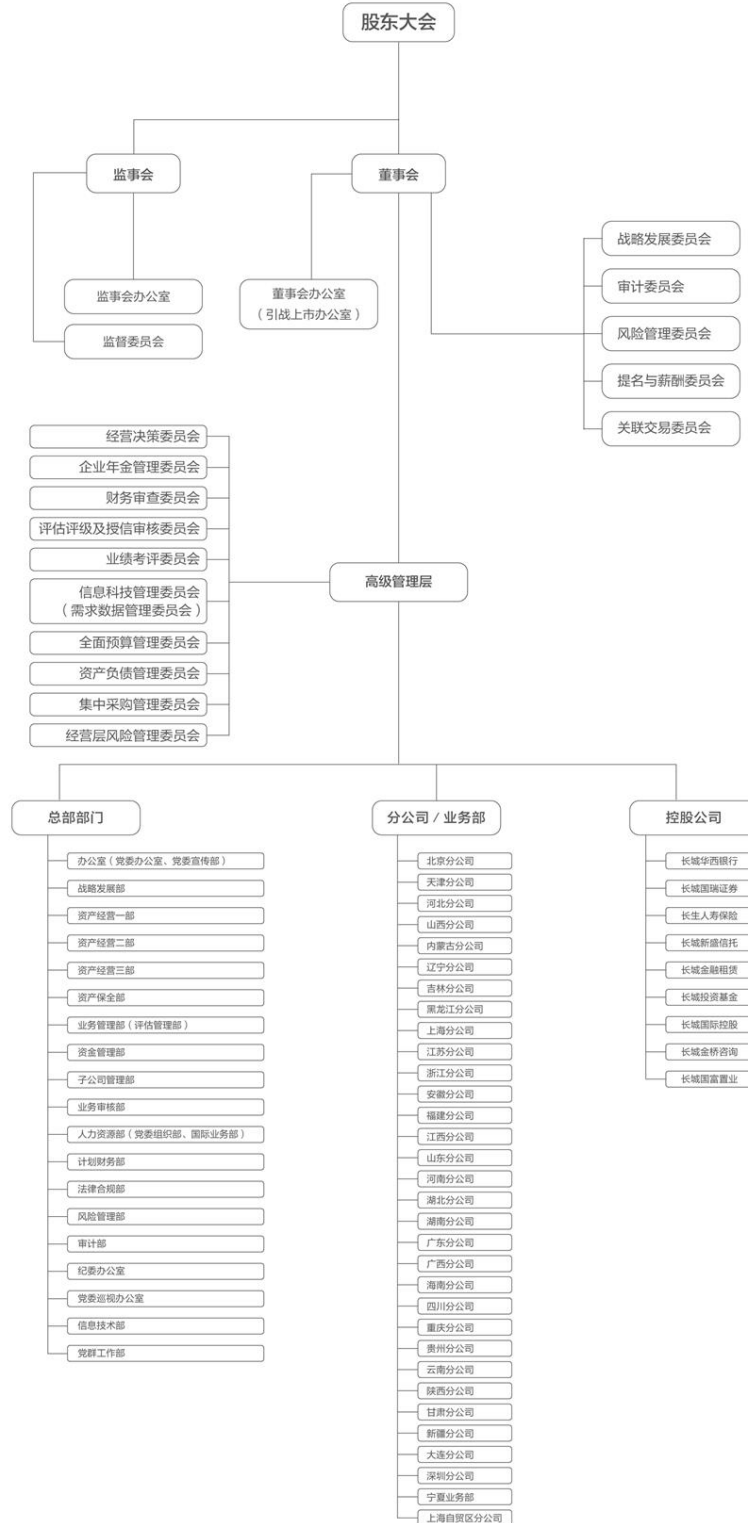
综合上述对公司在公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时期内公司信用状况将保持稳定。

### 附录 1 2020 年末中国长城资产股权结构图



资料来源：公司提供，联合资信整理

附录 2 2020 年末中国长城资产组织结构图



资料来源：公司提供，联合资信整理



### 附录3 2020年末中国长城资产子公司情况

序号	子公司名称	主营业务	注册资本(亿元)	持股比例(%)
1	长城国兴金融租赁有限公司	融资租赁	40.00	100.00
2	长城国瑞证券有限公司	证券经纪、投资	33.50	67.00
3	长城华西银行股份有限公司	商业银行	23.03	40.92
4	长城国富置业有限公司	房地产开发与经营	10.00	100.00
5	长城融资担保有限公司	投资担保	7.39	100.00
6	长城国融投资管理有限公司	投资与投资管理	3.00	100.00
7	长城新盛信托有限责任公司	信托	3.00	62.00
8	中国长城资产(国际)控股有限公司	不良债权处置与资产管理	3.59 亿港元	100.00
9	长城(宁夏)资产经营有限公司	不良债权处置与资产管理	1.53	100.00
10	黑龙江金龙实业股份有限公司	汽车销售、租赁	1.40	62.77
11	德阳市国有资产经营有限公司	投资	1.00	100.00
12	长城金桥金融咨询有限公司	金融债权估值, 项目评估咨询	0.50	100.00
13	长生人寿保险有限公司	保险业务	21.67	70.00
14	厦门闽南大酒店有限责任公司	旅游饭店	1.78	100.00

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

## 附录 4 主要财务指标计算公式

指标	计算公式
现金类资产	货币资金+结算备付金+存出保证金
同业资产	拆出资金+买入返售金融资产
同业负债	拆入资金+卖出回购金融资产
投资资产	交易性金融资产+衍生金融资产+可供出售金融资产+交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+权益工具投资+长期股权投资+投资性房地产
可快速变现资产	(货币资金-客户资金存款)+(结算备付金-客户备付金)+买入返售金融资产+债券+上市公司股权
n 年年均复合增长率	$(\sqrt[n]{\text{期末余额}/\text{期初余额}}-1)\times 100\%$
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务	向中央银行借款+拆入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+卖出回购金融资产款+应付债券+借款+应付款项+合并结构化主体其他所有者权益
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
平均资产收益率	净利润/[ (期初资产总额+期末资产总额)/2] $\times 100\%$
平均净资产收益率	净利润/[ (期初净资产总额+期末净资产总额)/2] $\times 100\%$
资本充足率 (母公司)	母公司合格资本/母公司风险加权资产 $\times 100\%$

## 附录 5-1 资产管理公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信资产管理公司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

## 附录 5-2 资产管理公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信资产管理公司中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附录 5-3 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

## 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。