

信用评级公告

联合〔2022〕9744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，维持“18长城二级资本债01”（75亿元）、“19长城债01(品种二)”（50亿元）、“19长城债02BC(品种二)”（70亿元）、“22长城金融债01BC”（100亿元）和“21长城资本债01BC”（100亿元）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

二〇二二年十月二十一日

中国长城资产管理股份有限公司

2022 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(品种二)	AAA	稳定	AAA	稳定
19 长城债 02BC(品种二)	AAA	稳定	AAA	稳定
22 长城金融债 01BC	AAA	稳定	AAA	稳定
21 长城资本债 01BC	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(品种二)	50 亿元	10 年	2029 年 4 月 1 日
19 长城债 02BC(品种二)	70 亿元	10 年	2029 年 4 月 25 日
22 长城金融债 01BC	100 亿元	3 年	2025 年 3 月 25 日
21 长城资本债 01BC	100 亿元	5+N 年	/

评级时间: 2022 年 10 月 21 日

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，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；2021 年以来通过发行无固定期限资本债券对资本进行补充，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；当前宏观经济增速持续放缓以及房地产行业调控和市场低迷等因素带来存量不良资产处置周期长于预期，进而导致待处置不良资产估值下调以及减值准备计提需求上升对盈利能力带来进一步削弱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，综合竞争力有望保持较强水平。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。

综合评估，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，维持“18 长城二级资本债 01”“19 长城债 01(品种二)”“19 长城债 02BC(品种二)”“21 长城资本债 01BC”和 22 长城金融债 01BC”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 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。

主要财务数据:

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年6月末
资产总额(亿元)	6010.16	6265.15	6428.76	7050.36
负债总额(亿元)	5389.68	5627.84	5782.12	6397.65
所有者权益(亿元)	620.48	637.31	646.65	652.71
资产负债率(%)	89.68	89.83	89.94	90.74
全部债务/EBITDA(倍)	18.98	23.49	59.62	-
资本充足率(%)	14.36	15.38	15.94	15.10
项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-6月
营业收入(亿元)	326.69	354.01	227.39	116.98
利润总额(亿元)	22.79	27.86	-110.57	4.07
净利润(亿元)	12.46	21.73	-82.21	4.41
EBITDA(亿元)	240.34	206.98	79.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.12	1.18	0.43	--
平均资产收益率(%)	0.20	0.35	/	--
平均净资产收益率(%)	2.04	3.46	/	--

注: 1. 资本充足率为母公司口径;
 2. 2022年半年度财务数据未经审计
 数据来源: 中国长城资产审计报告、财务报表及提供资料, 联合资信整理

分析师

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

2. **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, 为未来持续发展奠定了基础。
3. **政府支持力度大。**作为财政部控股的国有金融资产管理公司之一, 公司在化解金融风险、维护金融体系稳定、推动国有银行和企业改革发展等方面起到重要作用, 能够得到中央政府的大力支持。

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. **存量不良资产实际价值变动存在较大不确定性。**新冠疫情持续反复对经济发展带来的不利影响, 叠加房地产政策调控和房地产市场行情低迷, 综合导致存量不良资产在未来处置周期及处置收益带来不确定性因素增加, 公司存量不良资产出现较大幅度资产估值下降以及减值准备计提需求上升的现象, 且考虑到短期外部不利因素对存量不良资产质量改善以及对估值提升带来的帮助的不确定性, 需关注存量资产未来价值变动情况。
3. **出现较大幅度亏损, 盈利能力亟待提升。**2021年, 受存量不良资产估值下调以及资产减值准备计提需求上升的影响, 公司当年发生较大规模亏损, 盈利能力亟待提升。
4. **公司战略规划推进效果需保持关注。**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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国长城资产管理股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

中国长城资产管理股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

中国长城资产前身为成立于 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 2022 年 6 月末，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 2022 年 6 月末公司股东持股比例

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 2022 年 6 月末，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”）、长生人寿保险有限公司（以下简称“长生人寿”）¹、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：北京市丰台区凤凰嘴街 2 号院 1 号楼-4 至 22 层 101 内 17—26 层，A705—707，A301—320。

公司法定代表人：李均锋。

三、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、2019 年发行的合计 120 亿元金融债券、2021 年发行的 100 亿元无固定期限资本债券和 2022 年发行的 100 亿元金融债券，债券概况见表 2。

2021 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	债券品种	发行规模	期限	债券利率	交易流通终止日期
18 长城二级资本债 01	二级资本债券	75 亿元	5+5 年	4.90%	2028-5-17
19 长城债 01(品种二)	金融债券	50 亿元	10 年	4.59%	2029-03-30
19 长城债 02BC(品种二)	金融债券	70 亿元	10 年	4.84%	2029-04-24

¹ 2021 年 9 月，上海联合产权交易所发布公告称鉴于意向受让方资质审查过程中出现影响产权交易的事项，长生人寿 70% 股权转让进程中止，出

让方为中国长城资产以及其全资子公司长城国富置业。

22 长城金融债 01BC	金融债券	100 亿元	3 年	3.30%	2025-3-24
21 长城资本债 01BC	无固定期限资本债券	100 亿元	5+N 年	4.80%	/

数据来源：中国货币网，联合资信整理

四、营运环境

1. 宏观经济与政策环境分析

(1) 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年以来，国际环境更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，不利影响明显加大。一季度国际环境复杂性和不确定性加剧、国内疫情多点散发，中国经济下行压力有所加大，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前。二季度以来，受新一轮疫情等超预期因素冲击，经济下行压力进一步加大，党中央、国务院果断应对，出台了稳经济一揽子政策措施，高效统筹疫情防控和经济社会发展，落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的总体要求，继续加大宏观政策调节力度，着力

稳住经济大盘，确保经济运行在合理区间。

二季度经济下行压力进一步加大。经初步核算，2022 年上半年国内生产总值 56.26 万亿元，按不变价计算，同比增长 2.50%。其中，二季度 GDP 同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）大幅回落；环比下降 2.60%，继 2020 年二季度以来首次环比负增长。

三大产业中，第二、第三产业受疫情影响较大。2022 年上半年，第一产业增加值同比增长 5.00%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.20%、1.80%，较上年同期两年平均增速²（分别为 6.07%、4.83%）回落幅度较大，受疫情拖累明显。6 月，工业和服务业生产步伐均有所加快，呈现企稳恢复态势。

表 3 2021 年二季度至 2022 年二季度中国主要经济数据

项目	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度
GDP 总额（万亿元）	28.15	28.99	32.42	27.02	29.25
GDP 增速（%）	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40
规模以上工业增加值增速（%）	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40
固定资产投资增速（%）	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10
房地产投资（%）	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40
基建投资（%）	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10
制造业投资（%）	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40
社会消费品零售总额增速（%）	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70
出口增速（%）	38.51	32.88	29.87	15.80	14.20
进口增速（%）	36.79	32.52	30.04	9.60	5.70
CPI 涨幅（%）	0.50	0.60	0.90	1.10	1.70
PPI 涨幅（%）	5.10	6.70	8.10	8.70	7.70
社融存量增速（%）	11.00	10.00	10.30	10.60	10.80
一般公共预算收入增速（%）	21.80	16.30	10.70	8.60	-10.20
一般公共预算支出增速（%）	4.50	2.30	0.30	8.30	5.90
城镇调查失业率（%）	5.00	4.90	5.10	5.80	5.50
全国居民人均可支配收入增速（%）	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

²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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期

计算的几何平均增长率，下同。

需求端呈底部复苏态势，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速小幅回落，出口整体保持较快增长。消费方面，2022年上半年社会消费品零售总额 21.04 万亿元，同比下降 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 7.70%，受疫情冲击较大。投资方面，2022年上半年全国固定资产投资（不含农户）27.14 万亿元，同比增长 6.10%，整体呈小幅回落态势。其中，房地产开发投资持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体保持较快增长，呈现出“V”型反转态势。2022年上半年中国货物进出口总额 3.08 万亿美元，同比增长 10.30%。其中，出口 1.73 万亿美元，同比增长 14.20%；进口 1.35 万亿美元，同比增长 5.70%；贸易顺差 3854.35 亿美元。

CPI 各月同比前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022年上半年，CPI 累计同比增长 1.70%，各月同比增速逐步上行。分项看，猪肉价格下降带动食品价格同比下降，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。上半年，PPI 累计同比增长 7.70%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性因素带动国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较大。上半年 PPI-CPI 剪刀差持续收窄，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，利润情况有望改善。

社融总量显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022年上半年，新增社融规模 21 万亿元，同比多增 3.26 万亿元；6 月末社融规模存量同比增长 10.80%，增速较上年末高 0.50 个百分点。分项看，上半年积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资同比多增 2.20 万亿元，人民币贷款同比多增 6329 亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；企业债券净融资同比多增 3913 亿元，

亦对社融总量扩张形成一定支撑；表外融资收缩态势有所放缓。

财政政策稳经济、保民生效应愈加显现。2022年上半年，全国一般公共预算收入 10.52 万亿元，按自然口径计算同比下降 10.20%，主要是由于留抵退税冲减了 1.84 万亿元的收入，扣除留抵退税因素后，上半年一般公共预算收入增长 3.30%。支出方面，2022年上半年全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.90%。民生等重点领域支出得到有力保障：科学技术支出增长 17.30%，农林水支出增长 11.00%，卫生健康支出增长 7.70%，教育支出增长 4.20%，社会保障和就业支出增长 3.60%。

稳就业压力有所加大，居民收入增长放缓。2022年上半年，全国城镇调查失业率均值为 5.70%，高于上年同期 0.50 个百分点，未来稳就业压力较大。2022年上半年，全国居民人均可支配收入 1.85 万元，实际同比增长 3.00%；全国居民人均消费支出 1.18 万元，实际同比增长 0.80%，居民收入和消费支出增长受疫情影响均有所放缓。

（2）宏观政策和经济前瞻

保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。2022年7月28日，中共中央政治局召开会议，部署下半年的经济工作。会议强调，要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业、稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足，用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要提高产业链、供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。

三季度经济有望继续修复，但实现全年 5.50%左右预期增速目标的难度明显加大。

2022 年上半年，工业生产、服务业生产、消费等领域的主要经济指标呈现以 4 月为底部的“V”型反转态势，未来还存在一定的向上恢复空间，基建投资也大概率能够持续发力，三季度经济有望继续修复。同时，仍需关注出口对经济的支撑作用下降，以及房地产、消费和服务业等薄弱板块的恢复情况。整体来看，当前世界经济滞胀风险上升，外部不稳定、不确定因素增加，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在，且二季度经济受疫情冲击较大，实现全年 5.50% 左右预期增速目标的难度明显加大。

2. 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，为不良资产管理行业提供了较大发展空间。

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、投行等领域。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，是产业链中游最主要的参与者。

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深化，国内商业银行不良贷款规模持续攀升，风险化解需求增加。银保监会数据显示，2019—2021 年末，我国商业银行不良贷款余额较上年末增速

分别为 19.16%、11.93% 和 5.39%，不良贷款率分别为 1.86%、1.84% 和 1.73%；截至 2021 年末，我国商业银行不良贷款余额升至 2.85 万亿元。2022 年以来，受国际地缘政治事件和国内新冠肺炎疫情持续蔓延的影响，国内经济下行压力加大，截至 2022 年 3 月末，商业银行不良贷款余额为 2.91 万亿元，较上年末进一步增长 2.29%。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贷款、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大幅攀升，回收周期延长，逐步沉淀形成的坏账对其资产处置及债务重组的需求日益高涨。国家统计局数据显示，2019—2021 年末，我国工业企业应收账款净额较上年末增速分别为 6.99%、7.16% 和 12.68%；截至 2021 年末，工业企业应收账款净额 18.87 万亿元。

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、盈利体现很慢且处置回收的不确定性很大，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 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。

不良资产管理行业市场格局进一步多元化，市场主体扩容加剧行业竞争；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已形成“5+2+银行系AIC+其他AMC”的多元化市场格局，即中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）、中国长城资产管理股份有限公司、中国东方资产管理股份有限公司、中国信达资产管理股份有限公司（前述4家合称“四大AMC”）及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）共5家全国性金融资产公司（以下合称“五大AMC”），各省原则上不超过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（以下可简称“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（即“AIC”），其他AMC是众多未获得银保监会批复的内资或外资投资控股的不良资产管理公司（以下简称“非持牌AMC”）。以下主要讨论地方AMC。

地方AMC在化解区域金融风险、服务实体经济、纾困实体企业等方面做出了很大贡献，发挥着区域金融稳定器的作用。根据《中国地方资产管理行业白皮书（2021）》（以下简称《白皮书》），截至2021年末，经银保监会公布名单的地方AMC共59家，较2020年末新增2家。其中，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，继被法院裁定解散的原吉林省金融资产管理有限责任公司后，成为吉林省唯一一家省级AMC；2021年9月，大连国新资产管理有限责任公司注册成立，注册资本20.00亿元，并于年底获准开展金融企业不良资产批量收购处置业务，成为大连市唯一、辽宁省第三家持牌的地方AMC，至此，全国5个计划单列市均成立了地

方AMC。目前，浙江、山东、福建、广东、辽宁因包含计划单列市各有3家地方AMC；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1家地方AMC外，其余省份均已设立了2家地方AMC。从企业性质来看，国有控股地方AMC机构数量为45家，民营地方AMC机构数量为13家，外资控股地方AMC机构数量1家。从股东数量来看，股东数量不超过3个的有19家，股东数量为4~5个的有21家。整体来看，地方AMC的股东较集中，股权结构清晰，尤其是有国资背景的地方AMC数量相对较多。

地方AMC业务发展与区域内不良资产规模和质量之间存在较高的相关性，同时区域经济、区域法制建设、区域机制配套等基础设施对其影响较大。按照不良贷款余额排序，省内商业银行不良贷款规模靠前的山东、广东、浙江、辽宁都相继成立了第三家地方AMC来处置当地的不良资产；云南、吉林、贵州、陕西、青海、新疆、西藏等只设立了1家地方AMC的省级行政区，其域内商业银行不良资产规模排名也基本位于全国后1/3；值得关注的是，河北省的不良资产规模相对较大（排名全国前1/3），但至今只有1家持牌的地方AMC。

2019年以来，行业监管趋严，引导不良资产管理公司回归主业，未来行业监管有望统一，利好行业发展。

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。长期以来，因存在监管主体不明确、监管机制不完善等问题，地方AMC行业发展在业务模式探索中的“伪创新”层出不穷；原吉林省金融资产管理有限责任公司于2020年4月被最高人民法院裁定强制解散，成为首家被裁定解散和被银保监会取消业务资质的地方AMC，种种行业现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，监管环境相对宽松，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、风险防范和违规处置，重点围绕各种乱象纠偏，是监管文件首次提出地方 AMC 要走不良资产专营化发展之路；出表通道类业务以及投机炒作等“挣快钱”的方式受到限制，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，根据《白皮书》，截至 2020 年末，已有江西省、山东省、北京市、贵州省等共 9 个省市明确出台了地方 AMC 相应监管条例，其中，《北京市地方资产管理公司监督管理指引（试行）》于 2020 年 4 月发布，但已于 2021 年 7 月废止。

2021 年 1 月，银保监会办公厅发布的《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》正式批准单户对公不良贷款转让和个人不良贷款批量转让业务试点，且地方 AMC 批量受让个人不良贷款不受区域限制，这进一步拓展了不良资产管理公司的业务范围，但本次试点的个人不良贷款仅限信用类贷款，个人抵质押类贷款不在试点范围。

2021 年 4 月，银保监会正式同意信托公司与中国信托业保障基金有限责任公司、五大 AMC 和地方 AMC 等专业机构合作处置信托公司固有不良资产和信托风险资产。在 2021 年信托业风险资产快速攀升的背景下，信托风险资产处置政策明确放开增加了地方 AMC 的业务机会。

2021 年 8 月，银保监会就《地方资产管理

公司监督管理暂行办法》（以下简称“《征求意见稿》”）征求意见已经结束，全国统一的地方 AMC 行业性监管意见有望出台。《征求意见稿》拟从经营规则、经营管理、监督管理等对地方 AMC 进行全方面的规范，并对业务区域、主业占比、融资杠杆等提出明确要求，且提出地方 AMC 主业占比连续两年未达要求的将被取消业务资质。

2021 年 12 月 31 日，中国人民银行就《地方金融监督管理条例（草案征求意见稿）》（以下简称《条例草案》）公开征求意见，《条例草案》拟按照“中央统一规则、地方实施监管，谁审批、谁监管、谁担责”的原则，将包含地方资产管理公司在内的地方各类金融业态纳入统一监管框架，强化地方金融风险防范化解和处置，并提出原则上不得跨省展业等要求。

《条例草案》是《征求意见稿》的上位法，二者均作为全国统一的政策框架，未来若正式出台，地方 AMC 行业将告别各自为政、法律定位不明、业务混乱的现状，将有利于行业规范、健康发展，但仍需出台更加细化的配套规定以保障落地实施，同时，对部分地方 AMC 来说，长期可能面临业务转型压力。

地方 AMC 仍保持属地经营定位，预计行业仍有牌照扩容的可能；在经济下行压力加大和地产风险持续上升的背景下，不良资产管理行业发展空间扩大，但行业风险也有所上升。在地方 AMC 和四大 AMC 全面回归主业的趋势下，行业内部竞争加剧，对地方 AMC 的专业化能力等提出更高要求，行业“马太效应”将持续显现。

市场主体方面，《征求意见稿》和《条例草案》均强调了地方 AMC 属地经营的定位，由于部分地区已设立了 3 家地方 AMC，加上众多的非持牌 AMC，区域市场基本达到完全竞争态势；但目前仅有 1 家持牌地方 AMC 的区域，未来仍有牌照扩容的可能，但整体扩容空间有限。

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2019年金融去杠杆后，部分金融机构处置大规模不良资产包有所减少，加之2020年新冠疫情以来，银行业响应国家政策加强实体经济资金保障，目前整体金融机构处置不良资产包金额不大，地方AMC资产规模增速或将放缓。2022年以来，受地产行业风险上升、新冠疫情持续等影响，国务院、银保监会等出台了一系列政策，要求资产管理公司加大收储力度，适度拓宽对金融资产的收购范围，加大房地产行业纾困力度等，AMC行业发展空间扩大，但在经济下行压力背景下，资产处置难度也在增加。个人不良贷款业务试点以来发展较快，有望成为地方AMC新的业务增长点，但行业在个人不良贷款的转让定价、处置催收、个人信息保护等全新领域仍需逐步探索发展。同时，在经济下行周期，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。在行业盲目扩张时期，部分地方AMC已经形成了以投资业务、类信贷业务等为主的业务特点，且部分地方AMC开展了较多房地产类信贷业务。根据《白皮书》，2021年地方AMC的不良资产来源仍然主要为制造业、批发零售业及房地产业，随着房地产行业政策调整和房企频频出现风险事件，且很多不良资产的基础资产多为房产相关资产，前期开展的相关业务积蓄了大量风险。在当前地方AMC行业逐步回归主业的背

景下，部分地方AMC的投资业务、类信贷业务仍占比较高，及以往介入的房地产类存量业务较多，且部分企业在经济下行期间出现了一定的信用风险事件，从而加大了业务结构转型的压力。鉴于目前区域经济发展不协调、法制环境及配套建设不均衡、专业人才供给有差异等因素，未来地方AMC发展仍将继续分化，行业“马太效应”将持续显现。同时，逐步回归和专注主业发展，也将促进行业整体专业化程度的不断提升。

此外，四大AMC在之前的市场化改革中，已获取了诸多金融牌照并纷纷转型为金控企业，业务亦涉及房地产及海外业务；但在2019年行业回归主业的监管要求下，四大AMC也开始逐步“瘦身”化险，陆续清理了部分非主业子公司。2021年初，四大AMC之一的中国华融因前期的激进扩张等问题爆发了重大危机，监管机构要求金融资产管理公司逐步退出非主业，其中中国华融正在陆续处置全部非主业牌照。四大AMC的业务重心回归，将加大行业内部竞争；地方AMC在四大AMC的竞争压力下，同时也面临区域内业务空间有限，且主业开展不达标或将被取消业务资质的压力，如何在竞争中建立核心竞争力、寻求差异化发展及更好地服务当地，对地方AMC提出了更高的要求。

（2）银行业

商业银行资产规模增速放缓，资产及信贷结构进一步优化。2021年，随着我国经济运行稳定恢复，商业银行资产规模保持增长，但受房地产和城投平台融资环境收紧等因素影响，贷款增速的放缓带动整体资产增速略有放缓。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，资产结构进一步优化；贷款结构方面，商业银行信贷投放向制造业和普惠小微企业等领域倾斜，信贷资产结构趋于优化。截至2021年末，我国商业银行资产总额288.59万亿元，较上年末增长8.58%；

负债总额 264.75 万亿元，较上年末增长 8.26%。

商业银行信贷资产质量稳步改善，拨备覆盖率有所提升。2021 年，随着企业有序复工复产恢复经营，叠加不良贷款处置力度的加大，商业银行不良贷款规模增幅明显减小，且随着贷款总额的较快增长，商业银行不良贷款率以及关注类贷款占比均较上年末有所下降，且不良贷款率已连续五个季度保持下降趋势，信贷资产质量稳步改善，面临的信用风险可控。截至 2021 年末，商业银行不良贷款率为 1.73%，关注类贷款占比 2.31%，分别较上年末下降 0.11 和 0.26 个百分点。从拨备情况来看，2021 年，商业银行仍保持较大的贷款减值准备计提力度，拨备覆盖率有所上升。截至 2021 年末，商业银行拨备覆盖率 196.91%，较上年末上升 12.44 个百分点，风险抵补能力增强。

非信贷类资产面临的信用风险有所上升，相关资产质量变化情况值得关注。随着“包商事件”打破同业刚兑以及部分非银金融机构风险暴露，商业银行同业资产面临的信用风险有所上升。另一方面，近年来商业银行投资资产配置向债券等标准化资产倾斜，信托及资管计划等非标投资占比有所压降，但仍有一定规模底层资金投向制造业、房地产和批发及零售业等行业的信贷类资产，随着宏观经济增速放缓叠加新冠疫情的爆发，以及房地产行业监管政策的收紧，上述企业抗风险能力和经营状况出现不同程度的恶化，导致部分非标资产形成逾期；同时，债券市场违约率上升亦对商业银行投资风险管理带来一定压力，商业银行投资资产质量变化情况需持续关注。

净息差收窄幅度得到控制，且随着资产质量改善，净利润同比增速回升，整体盈利水平有所提升。2021 年以来，在疫情反复的背景下，监管不断强调金融机构让利于实体，为受疫情影响的小微企业提供减费让利的金融支持，引导贷款利率下行。受贷款利率下行、疫情背景下中小企业延期还本付息等因素影响，商业银行资产端收益率下行，导致净息差进一步收窄；

但 2021 年下半年，存款利率定价自律机制优化一定程度上引导存款成本下行，加之银行自身加大对负债结构的调整力度，压降高成本负债，导致净息差呈现边际改善趋势，收窄幅度得到控制。商业银行盈利水平整体有所改善，但在资产端收益率持续下行的情况下，负债端仍面临存款成本刚性、定期化等问题，且信贷资产质量变化可能带来的拨备计提压力亦将侵蚀利润空间，净息差及盈利能力变动情况值得关注。

资本充足水平有所提升，但部分中小银行仍面临一定的资本补充压力。2021 年以来，信贷投放规模的增长以及资管新规背景下表外理财资金回表都在一定程度上加大了商业银行资本消耗；但盈利水平提升带动资本内生能力增强，商业银行资本充足水平较上年末有所提升，2021 年末商业银行资本充足率为 15.13%。考虑到部分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导致其面临一定的资本补充需求，加之受限于自身信用资质较弱，资本补充渠道相对较窄，面临一定的资本补充压力。

随着我国经济运行持续稳定恢复，生产需求继续回升，银行业整体保持平稳发展态势，且在监管、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

2021 年，股票市场呈震荡走势，结构行情明显，市场交投持续活跃；债券市场运营平稳，市场规模保持增长态势，全年发行量同比小幅增长。2022 年上半年，股票市场指数整体有所回落，股市成交量仍保持在历史高位；债券市场指数表现平稳。

股票市场方面，2019 年，市场预期回暖，股票市场先扬后抑，一季度贡献全年大部分涨幅；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；

2021年，股票市场呈现震荡走势，板块分化加剧，结构性行情明显，市场交投活跃度持续提升。截至2021年末，上证指数收于3639.78点，较年初上涨4.80%；深证成指收于14857.25点，较年初上涨2.67%，涨幅均较2020年有所回落。根据交易所公布的数据，截至2021年末，我国上市公司总数4615家，较年初增加461家；上市公司总市值91.61万亿元，较年初增长14.91%。根据Wind统计数据，2021年全部A股成交额257.18万亿元，同比增长24.82%，市场交投持续活跃。截至2021年末，市场融资融券余额1.83万亿元，较上年末增长13.17%，其中融资余额占比93.44%，融券余额占比6.56%。2021年，全市场股权融资募集资金合计1.84万亿元，同比增长6.39%；完成IPO、增发和配股的企业分别有520家、507家和6家；完成可转债和可交债发行的企业分别有119家和34家。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长；2021年，证券行业业绩表现较好；证券公司收入实现对经纪业务和自营业务依赖程度较高，盈利水平受市场行情及行业政策影响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2017—2021年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大；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—2021年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩持续增长。截至2021年底，140家证券公司总资产为10.59万亿元，较上年末增长18.99%；净资产为2.57万亿元，较上年末增长11.26%，净资本为2.00万亿元，较上年末增长9.89%。2021年，140家证券公司实现营业收入5024.10亿元，实现净利润1911.19亿元，分别同比增长12.03%和21.32%，经营业绩同比实现较好增长。

证券公司行业集中度较高。按证券公司营业收入排序，2021年，前十大证券公司实现营业收入合计3847.83亿元，净利润1313.90亿

元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为50.30%和56.53%。截至2021年底，前十大证券公司资产总额为6.98万亿元，净资产总额为1.29万亿元，分别占全行业总资产和净资产比重的46.97%和54.80%；前十大证券公司上述财务指标较2020年有所下降，但行业集中度仍较高。未来，大型券商可以凭借规模、平台、品牌、政策倾斜等多方面优势将龙头优势进一步扩大，证券公司的行业集中度仍将维持在较高水平。

分层竞争格局持续，中小券商竞争压力大。

随着政策红利持续向优质券商倾斜以及前期资源、业务投入积累效应的显现，大型券商综合实力持续提升。头部券商业务综合多元，收入结构相对均衡，在业绩稳定性方面更具优势，同时，随着其持续发力创新业务，综合实力优势突出，有利于大型券商在轻、重资本业务转型上构建核心优势。行业逐步孕育分层竞争格局，中小型券商也将结合市场环境、自身禀赋及其所在区域的特色化需求，在特定行业、区域内精耕细作，逐步转向差异化、特色化发展策略。同时，若行业景气度下行，中小券商将面临更大竞争压力。

(4) 金融租赁行业

截至2021年末，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司、SPV子公司、港澳台当地租赁企业和收购海外的公司）总数为11917家，较上年末减少239家；其中金融租赁公司72家。

新冠疫情以及监管趋严使得全国融资租赁合同余额维持负增长态势，但金融租赁合同余额稳中有升。2020年以来，受新冠疫情影响，全社会经济发展受到冲击，企业经营发展困难，加之银行授信下沉且贷款利率下行，企业对于租赁的需求减弱，租赁公司展业难度上升，租赁公司主体数量减少；此外，行业监管趋严，整肃出清，也使得行业业务规模有所下降。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。截至 2021 年末，全国融资租赁合同余额约为 6.21 万亿元，较上年末下降 4.5%，降幅增大。其中，金融租赁合同余额约 2.51 万亿元，较上年末增加 60 亿元，业务总量稳中有升，占全国融资租赁合同余额的 40.4%。

金融租赁公司业务模式多为售后回租，不同股东背景的金融租赁公司对业务领域侧重有所不同；近年来，金融租赁公司减少航空等领域的租赁投放，加大新能源等领域的业务布局。金融租赁公司业务模式多为“类信贷”的售后回租，业务“同质化”现象较为严重。由于受到资本金和融资渠道的限制，非银行系金融租赁公司，尤其是股东非大型中央国有企业的，多将业务定位于装备制造、基础设施、新能源、医疗设备等领域；部分非银行系金融租赁公司业务以服务股东集团内部相关产业为主，市场化业务开展相对有限；另有部分大型金融租赁公司成立专门的航空航运金融租赁公司专职开展相关业务。

受新冠疫情及经济低迷影响，金融租赁公司呈现差异化的业务发展态势，行业发展逐步分化。2020 年以来，受新冠疫情影响，住宿餐饮业、旅游业、交通运输业等行业受到较大冲击，金融租赁公司涉及相关领域的业务一方面业务拓展承压，另一方面风险管控压力加大。同时经济低迷及利率下行引发企业对于租赁的需求减弱，金融租赁公司短期业务拓展面临一定压力，使得部分金融租赁公司业务收缩，其中非银行系金融租赁公司受到的影响相对较大。从盈利水平来看，得益于业务的发展以及国内流动性宽松环境下融资成本的下降，金融租赁公司盈利水平呈增长态势；得益于融资成本优势，银行系金融租赁公司盈利水平整体优于非银行系金融租赁公司。

近年来，金融租赁公司持续增资以提升资本实力，支撑业务拓展；受新冠疫情以及经济低迷影响，金融租赁公司增资节奏有所放缓。由于金融租赁公司业务集中在大资产类行业，

为满足业务发展和监管对于资本充足率的要求，多采取增资以提升资本实力。从公开数据情况来看，金融租赁公司整体资本充足水平较好。

受行业监管趋严及新冠疫情等因素影响，融资租赁行业短期面临发展压力；但随着未来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，长期发展前景较好。从短期来看，随着融资租赁行业整肃出清、行业监管趋严，加之新冠疫情对经济的持续冲击，融资租赁行业短期仍将面临一定发展压力。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。

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。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。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加大的情况下，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。

五、管理与发展

2021 年以来，公司持续建立健全公司治理和内部控制体系，公司治理运行情况良好，关联交易风险可控。

2021 年以来，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，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，建立健

全公司治理和内部控制制度体系，公司治理运行情况良好。2022年4月，中国长城资产原董事长沈晓明先生年满退休，李均锋先生被任命为新任董事长兼执行董事；此外，公司总裁职位由向党先生担任。公司现任董事长兼执行董事李均峰先生历任中国农业银行信用部科员、主任科员、副处长、处长，中国银监会合作金融机构监管部副主任，中国银保监会普惠金融部主任等职；现任总裁向党先生历任中国信达资产管理股份有限公司总裁助理、中国长城资产副总裁等职；均具有丰富的金融机构从业及经营管理经验。

截至2022年6月末，公司第一大股东为中华人民共和国财政部，持有公司73.53%股权，为公司第一大股东；公司无股权质押情况。

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。公司与关联方的资金往来及投融资交易，从关联方收取的以及向关联方支付的租金、利息、手续费等以市场价格作为定价基础经双方协商后确定。

六、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，近年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的核心能力，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

公司积极调整业务结构，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；新冠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，并于债务人及相关方达成重组协议的业务。2021年，公司加大对存量不良资产的处置力度，当年实现不良资产处置净收益水平较上年有所增长。2021年，公司合并口径实现不良资产处置净收益156.90亿元，较上年增长5.45%，占营业收入的比例为69.00%。

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。

公司金融类不良资产收购渠道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。2021年以来，公司持续推进传统资产包收购业务，探索建立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，围绕法拍物权资产、银行理财回表、股票质押融资、违约债券等领域，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。针对金融不良资产业务，未来，以实质性重组手段对问题机构、问题企业实施整体救助和资产盘活将成为资产公司一项重要处置手段；与律师事务所、专业资产服务商等机构合作，开展委托管理与合作处置等业务，借助外力提升管理效率与资产处置效果；探索轻资产发展路径，在中小金融机构风险化解和兼并重组等方面发挥积极作用。

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。针对非金融类不良资产业务及重组业务，未来，公司将创新业务思维、优化业务模式、完善风控措施、聚焦企业并购重组和破产重整等专业领域，拓展与企业

结构调整和风险化解相关的并购重组、破产重整、夹层投资、过桥融资、阶段性持股等投资银行业务；积极寻求与国有大型投资机构合作，充分发挥公司在交易结构设计、资产剥离处置等方面的专业优势，积极参与到国企混改的进程中。

不良资产经营是公司和不良资产实施精细化经营处置，以“价值发现、估值定价、价值提升和价值实现”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，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。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贡献。

2021 年以来，随着房地产融资政策持续推行以及房地产市场行情低迷对涉房企业资金周转带来较大压力的背景下，公司积极参与对已出现风险的涉房企业纾困救助等相关工作。但是，受外部环境对存量资产估值以及涉房不良资产处置进度带来的不利影响，公司涉房资产估值出现不同程度下调，且对相关资产的减值准备计提上升，进而导致公司当年出现净亏损。未来，针对涉房风险资产处置，公司将在项目推进中优先通过以增量带存量方式化解存量内生风险；同时在项目区位、业态产品、盈利要求、风控措施等方面严格准入标准，防范在本来房地产风险化解中产生新的风险。

2022 年以来，公司结合当前宏观经济及市场环境变化，以及自身在化解金融风险、维护金融体系稳定等方面的社会责任需要，持续调整不良资产收购及处置策略。在不良资产收购方面，公司优化增量投资结构，提升主业发展质效，将支持中小金融机构改革化险、推动央国企存量资产盘活、参与重点受困房企风险化解作为三大业务方向，持续优化行业、客户、区域结构，做强金融不良资产收购处置业务，拓展非房类实质性重组业务，联合优质央国企和行业龙头企业开展问题企业纾困重组。不良资产处置方面，公司加强对存量资产进行清理，加强对低效资产的管理运作，对具有重组或升值运作空间的资产，通过并购重组或价值涵养等方式，挖掘和提升价值；对由于客观限制或复杂原因，短期内确实难以退出的资产，创造条件予以盘活，并加强维权管理，防止价值贬

损；对其他各类低效资产，综合运用多种方式加快处置变现，减少资金和成本占用。2022 年 1—6 月，公司不良资产业务新增出资 239.85 亿元，其中金融机构收购不良资产 127.05 亿元，非金融机构及重组业务 112.80 亿元。

（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 2022 年 6 月末，公司持股比例为 40.92%。截至 2022 年 6 月末，长城华西银行注册资本 23.04 亿元，共有机构总数 57 家，其中法人机构 1 家，分行 8 家(含分行级专营机构一家)和 46 家支行、2 家营业部，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 2022 年 6 月末，长城华西银行资产总额 1318.84 亿元，所有者权益 94.05 亿元；2022 年 1—6 月实现营业收入 12.37 亿元，净利润 1.82 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%，2022 年 6 月末注册资本为 33.50 亿元。截至 2022 年 6 月末，长城国瑞证券设立 16 家证券分公司和 18 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 2022 年 6 月末，长城国瑞证券资产总额 121.89 亿元，所有者权益 42.48 亿元；2022 年 1—6 月实现营业收入 2.01 亿元，净利润 0.51 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 2022 年 6 月末，长城新盛信托资产总额 13.20 亿元，所有者权益 10.23 亿元；2022 年 1—6 月实现营业收入 0.45 亿元，净利润 0.19 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。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 2022 年 6 月末，长城国兴金融租赁资产总额 636.75 亿元，其中应收融资租赁款净额 544.40 亿元，应收融资租赁款不良率为 1.87%，拨备覆盖率为 206.97%；所有者权益 75.25 亿元；2022 年 1—6 月实现净利润 3.30 亿元。

长生人寿是中国首家获准开业的中日合资寿险平台公司，由公司和日本生命人寿合资经营，公司合计持股比例为 70.00%，注册资本为 21.67 亿元，目前在浙江、江苏、北京、四川、山东、河南设有六家分公司及上海一家营运中心。截至 2021 年末，长生人寿资产总额 97.80 亿元，所有者权益 9.50 亿元；2021 年实现保险业务收入 23.96 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 2021 年末，长城国富置业资产总额为 56.21 亿元，所有者权益为 30.76 亿元；2021 年，长城国富置业实现净利润 1.71 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。截至 2022 年 6 月末，长城投资基金管理基金共 66 支，其中，合伙制基金 62 支、契约型基金 4 支，涵盖了证券、股权、债权投资等类型。

七、财务分析

公司提供了 2021 年和 2022 年上半年合并财务报表，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 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。2021 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 2

级控股子公司；2022 年上半年度财务报表未经审计。

1. 资产质量

2021 年以来，公司持续推进回归资产管理业务本源，不良债权资产余额呈上升趋势，非主业以及非标类投资资产规模有所减少，资产规模保持增长；存在一定规模资产处置周期长于预期的投资资产，未来仍需关注资产质量以及减值准备计提需求变化情况。截至 2021 年末，公司合并口径资产总额为 6428.76 亿元；从资产结构来看，以投资资产和发放贷款和垫款为主，资产结构基本保持稳定（见表 4）。

表4 资产构成情况

项目	金额（亿元）				占比（%）				较上年末增长率（%）		
	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022年 6月末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022年 6月末	2020 年末	2021 年末	2022年 6月末
现金类资产	319.85	297.81	263.67	398.84	5.32	4.75	4.10	5.66	-6.89	-11.46	51.27
同业资产	87.18	152.63	167.53	76.32	1.45	2.44	2.61	1.08	75.07	9.76	-54.45
发放贷款和垫款	1074.25	1212.76	1294.73	1272.45	17.87	19.36	20.14	18.05	12.89	6.76	-1.72
投资资产	4194.31	4255.40	4343.66	4904.82	69.79	67.92	67.57	69.57	1.46	2.07	12.92
其他类资产	334.56	346.54	359.17	397.94	5.57	5.53	5.59	5.64	3.58	3.64	10.79
合计	6010.16	6265.15	6428.76	7050.36	100.00	100.00	100.00	100.00	4.24	2.61	9.67

数据来源：中国长城资产审计报告及财务报表，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。2021 年，公司现金类资产规模和占资产总额的比重持续下降。截至 2021 年末，公司现金类资产总额 263.67 亿元，占资产总额的 4.10%。

2021 年，公司同业资产规模较上年末有所上升，系年末拆出资金规模较上年末上升所致。截至 2021 年末，公司同业资产净额 167.53 亿元，占资产总额的 2.61%，占资产总额的比重仍保持在较低水平。其中，拆出资金净额 47.13 亿元，买入返售金融资产余额 120.40 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 2.75 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。其中，贷款主要来

源于长城华西银行，应收融资租赁款主要来源于长城国兴金融租赁。2021 年，公司发放贷款和垫款规模增速放缓，占资产总额的比重略有上升。截至 2021 年末，公司发放贷款和垫款净额 1294.73 亿元，占资产总额的 20.14%。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 476.20 亿元和 141.04 亿元；公司发放应收融资租赁款余额 596.19 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 48.20 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 90.61 亿元。

投资资产为公司最主要的资产类别，2021

年末投资资产规模较上年末有所上升，占资产总额的比重较上年末变化不大。从投资资产结构看，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。2021年，公司不良债权余额较上年基本保持稳定，占投资资产总额的比重略有下降；债券、基金以及理财产品占投资资产的比重均有所上升（见表5）。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。从会计科目划分看，截至2021年末，公司投资资产净额为4343.66亿元，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57.82%、29.97%、7.59%和0.37%。截至2021年末，公司按照是否满足收取合同现金流量为目标，将不良债权资产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。截至2021年末，公司债权投资科目中，存在一定规模资产处置周期超过预期的投资资产，且考虑到短期内资产处置周期延长对风险资产减值损失计提需求的上升，未来仍面临减值准备计提压力。从债券投资、其他债权投资、发放贷款和垫款的风险集中度方面看，截至2021年末，公司上述三类资产余额合计3346.72亿元。其中，计入投向房地产业余额865.41亿元，租赁和商务服务业余额423.94亿元，制造业余额293.00亿元，批发零售业余额140.55亿元，建筑业余额114.05亿元，上述行业分别占三类资产总额的25.86%、12.67%、8.75%、4.20%和3.41%。公司投向涉及房地产业的资产规模占比相对较高，在当前房地产市场行情景气度下行，以及房地产企业融资政策调控的背景下，需持续关注涉及房地产资产质量变化以及后续处置等相关情况。

表5 投资资产构成情况

项 目	金 额（亿元）			占 比（%）		
	2019年末	2020年末	2021年末	2019年末	2020年末	2021年末
不良债权	2892.39	2913.75	2925.54	65.29	64.44	62.45
债券	433.69	475.31	629.73	9.79	10.51	13.44
基金	247.08	336.59	409.77	5.58	7.44	8.75
股权投资	258.79	293.53	240.75	5.84	6.49	5.14
资管计划	169.10	79.38	72.01	3.82	1.76	1.54
资产支持证券	11.92	1.20	0.96	0.27	0.03	0.02
同业存单	11.87	12.31	7.00	0.27	0.27	0.15
委托贷款	20.85	20.34	18.94	0.47	0.45	0.40
信托产品和信托计划	108.46	79.75	68.55	2.45	1.76	1.46
理财产品	5.51	4.24	9.36	0.12	0.09	0.20
结构化债权安排	75.15	68.88	63.92	1.70	1.52	1.36
债权融资计划	15.23	35.66	34.55	0.34	0.79	0.74
长期股权投资	154.46	155.35	160.62	3.49	3.44	3.43
投资性房地产	25.42	22.57	24.05	0.57	0.50	0.51
其他	0.01	22.73	19.17	0.00	0.50	0.41
投资资产总额	4429.92	4521.59	4684.91	100.00	100.00	100.00
减：减值准备	235.61	266.19	341.25	--	--	--

投资资产净额	4194.31	4255.40	4343.66	--	--	--
--------	---------	---------	---------	----	----	----

数据来源：中国长城资产审计报告及财务报表，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。2021年，公司其他类资产规模和占比基本保持稳定。截至2021年末，公司其他类资产余额359.17亿元。其中，应收款项余额28.64亿元；抵债资产100.41亿元，以房屋及建筑物为主；递延所得税资产116.82亿元；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53.92亿元；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2021年末，公司受限资产合计302.82亿元，其中包括受限的发放贷款和垫款余额111.90亿元、受限投资性房地产19.84亿元、受限固定资产2.67亿元、受限债权投资余额57.58亿元、受限其他债权投资94.38亿元、受限交易性金融资产

余额11.81亿元、受限货币资金4.64亿元，大部分用于融资类负债的抵质押，另有少量为定期存款，整体受限资产占比不高。2022年以来，公司资产规模较上年末有所增长，资产结构整体较上年末变化不大；投资资产仍以不良债权资产为主，且随着不良资产收购规模的提升以及处置速度的放缓，期末不良债权余额较上年末持续增长。

2. 资本与杠杆水平

公司融资渠道丰富，融资能力强，负债规模保持增长，中长期负债占负债总额比重较高，负债结构持续调整，杠杆水平较为稳定。截至2021年末，公司负债总额5782.12亿元，以借款、吸收存款和应付债券为主，同业负债占比较低（见表6）。

表6 负债结构

项目	金额(亿元)				占比(%)				较上年末变化(%)		
	2019年末	2020年末	2021年末	2022年6月末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年6月末	2020年末	2021年末	2022年6月末
同业负债	128.43	282.93	359.36	529.40	2.38	5.03	6.21	8.27	120.30	27.01	47.32
客户存款	678.37	781.32	849.46	927.00	12.59	13.88	14.69	14.49	15.18	8.72	9.13
应付债券	874.21	764.82	1043.75	1029.94	16.22	13.59	18.05	16.10	-12.51	36.47	-1.32
借款	3332.30	3457.22	3203.70	3575.40	61.83	61.43	55.41	55.89	3.75	-7.33	11.60
其他类负债	376.36	341.54	325.85	335.91	6.98	6.07	5.64	5.25	-9.25	-4.59	3.09
合计	5389.68	5627.84	5782.12	6397.65	100.00	100.00	100.00	100.00	4.42	2.74	10.65

数据来源：中国长城资产审计报告及财务报表，联合资信整理

2021年以来，公司同业负债余额呈增长趋势。截至2021年末，公司同业负债余额359.36亿元，占负债总额的6.21%，其中，卖出回购金融资产款余额118.12亿元；拆入资金余额241.23亿元。

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2021年末，公司客户存款余额849.46亿元，占负债总额的14.69%。

2021年以来，随着中国长城资产及其下属公司债券的成功发行，公司应付债券规模呈快速增长态势。截至2021年末，公司应付债券余额1043.75亿元，占负债总额的18.05%，其中应付金融债券余额577.23亿元，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90.92亿元，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123.02亿元。

2021年以来,公司借款规模有所下降,从借款期限结构情况来看,公司加大长期借款的配置力度,同时压缩短期借款规模。截至2021年末,公司借款余额3203.70亿元,占负债总额的55.41%,主要为信用借款。其中,短期借款余额1430.74亿元,占负债总额的24.74%;长期借款余额1772.96亿元,占负债总额的30.66%。

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。2021年以来,公司其他类负债余额持续下降。截至2021年末,公司其他类负债总额325.85亿元。其中,向中央银行借款余额52.89亿元;应付款项余额63.64亿元;其他负债余额102.94亿元,其中合并结构化主体其他所有者权益余额19.53亿元。

2022年以来,随着资产端对不良资产收购需求上升,公司借款规模较上年末提升明显,同时发行了金融债券以及资产证券化产品等进一步拓展负债渠道,负债规模保持增长。

2021年,公司成功发行100亿元无固定期限资本债券,推动所有者权益规模保持增长;其他综合收益为亏损状态且亏损规模有所扩大,系其他权益工具公允价值亏损所致;此外,公司未弥补亏损规模较上年末大幅上升,系当年出现净亏损所致。截至2021年末,公司股

东权益合计为646.65亿元,其中股本512.34亿元,其他权益工具99.65亿元,资本公积45.11亿元,盈余公积2.69亿元,其他综合收益-15.74亿元,一般风险准备61.88亿元,未分配利润-142.57亿元。2021年,公司杠杆水平保持稳定,2021年末资产负债率为89.94%(见表7)。

表7 资本实力及杠杆水平

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年6月末
归属于母公司股东权益(亿元)	541.62	557.80	563.35	568.60
归属于少数股东权益(亿元)	78.86	79.51	83.30	84.11
股东权益合计(亿元)	620.48	637.31	646.65	652.71
资产负债率(%)	89.68	89.83	89.94	90.74

数据来源:公司审计报告及财务报表,联合资信整理

3. 盈利能力

2021年,公司不良资产估值下调导致公允价值亏损,加之对不良资产减值准备计提力度持续上升等因素影响,整体出现较大规模亏损情况,且考虑到外部环境以及相关行业政策短期内对公司不良资产估值回升以及处置效率的提高难以带来有效的改善,公司盈利承压。2021年,公司营业收入水平较上年下降明显,主要系投资收益和公允价值变动收益波动所致。2021年,公司实现营业收入227.30亿元。

表8 主要盈利指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—6月
营业收入(亿元)	326.69	354.01	227.39	116.98
其中:主营业务净收入(亿元)	232.91	198.27	212.68	70.82
中间业务净收入(亿元)	3.23	-2.95	-4.27	0.97
投资收益(亿元)	54.50	72.39	56.77	23.23
公允价值变动收益(亿元)	22.52	43.34	-48.90	20.86
营业支出(亿元)	303.58	326.21	337.88	113.26
其中:税金及附加(亿元)	3.39	8.03	3.84	0.93
业务及管理费(亿元)	45.81	39.35	36.83	14.94
信用减值损失(亿元)	70.51	115.19	140.88	5.92
保险业务支出(亿元)	10.63	2.42	3.21	7.95
其他业务成本(亿元)	172.44	153.98	134.72	71.83
净利润(亿元)	12.46	21.73	-82.21	4.41
平均资产收益率(%)	0.20	0.35	/	--

平均净资产收益率 (%)	2.04	3.46	/	--
--------------	------	------	---	----

数据来源：中国长城资产审计报告及财务报表，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。2021年，公司银行及租赁业务利息净收入水平较上年有所下降，对营业收入贡献度有所减弱；保费收入水平较上年明显增长，加之不良资产净收益水平的提升，推动当年主营业务收入水平较上年有所提升。2021年，公司实现主营业务净收入212.68亿元，占营业收入的93.53%，其中不良资产净收益占主营业务净收入的73.77%。

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。2021年，公司中间业务发生净亏损4.27亿元，手续费及佣金净亏损规模较上年有所上升，主要系不良资产处置期间产生的委托代理业务支出上升所致。公司投资收益主要来源于交易性金融资产、其他债权投资和长期股权投资产生的收益。2021年，公司投资的交易性金融资产产生的投资收益水平较上年明显下降，导致当年整体投资收益水平较上年收缩，2021年，公司实现投资收益56.77亿元。受经济环境和市场供需情况的影响下，公司存量资产包估值下降，导致其2021年发生公允价值损失48.90亿元。

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。2021年，由于在当前市场环境导致不良资产处置周期较预期有所延长，公司对收购的存量不良资产计提减值准备大幅提升，推动公司营业支出水平较上年有所增长。2021年，公司计提信用减值损失140.88亿元，其中对债权投资计提信用减值118.45亿元，对发放贷款和垫款计提减值16.07亿元。2021年，公司发生业务及管理费36.83亿元；保险业务支出3.21亿元，主要来源于长生人寿保险业务支出；其他业务

成本134.72亿元，主要为资产管理公司的利息净支出。

2021年，公司不良资产估值下调导致公允价值亏损，加之对不良资产减值准备计提力度持续上升等因素影响，公司出现较大规模的亏损。考虑到当前宏观经济低迷以及疫情防控对经济发展带来的持续性影响，加之房地产企业融资难度上升和房地产市场行情低迷等因素短期难以出现大幅改善的现状，预计公司短期内仍将面临存量资产的净值下降以及减值准备计提压力；且在当前不良资产收购需求持续上升但处置周期扩大的影响下，未来公司盈利承压。

2022年上半年，公司营业收入水平较上年同期有所下降。其中，主营业务净收入和中间业务净收入水平较上年同期均有所收缩，投资收益和公允价值变动收益较上年同期均有所增长。2022年上半年，公司营业支出水平较上年同期有所提升，系其他业务成本支出提升所致，信用减值损失计提力度较上年同期有所下降；净利润水平较上年同期下降。2022年1—6月，公司实现营业收入116.98亿元，较上年同期下降0.49%，营业支出113.26亿元，较上年同期增长9.20%，实现净利润4.41亿元，较上年同期下降39.13%。

4. 现金流分析

公司现金流有所波动，但保持充裕水平。

2021年，公司经营性现金流从净流入变为净流出，系金融企业取得借款收到现金规模较上年下降所致；投资活动现金流由净流入转为净流出系当年收回投资收到的现金流入规模大幅下降所致；筹资活动现金由净流出转为净流入系当年发行债券收到现金规模大幅增长所致。由于上述现金流的变化，公司期末现金及现金等价物余额有所波动。考虑到公司极强的融资能力，以及期末较大规模的现金及现金

等价物，公司现金流保持充裕。

表9 合并现金流量净额

项目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流量净额（亿元）	-579.10	58.89	-470.21
投资活动现金流量净额（亿元）	149.97	201.85	-18.17
筹资活动现金流量净额（亿元）	157.30	-191.65	491.64
现金及现金等价物净增加额（亿元）	-271.76	66.64	-18.36
现金及现金等价物余额（亿元）	304.50	371.14	352.78

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

5. 偿债能力

考虑到公司融资渠道较为广泛，公司整体偿付能力极强。2021年，公司资产负债率基本保持稳定，2021年末资产负债率89.94%，杠杆水平较高。截至2021年末，公司EBITDA利息倍数为0.43倍，EBITDA利息倍数较上年末下降系当年公司发生亏损所致，公司盈利情况对利息支出的保障程度有所下降；全部债务/EBITDA为59.62倍，公司盈利情况对债务本金的保障程度一般（见表10）。考虑到公司具有极强的筹资能力，其整体偿付能力极强。

表10 主要偿债能力指标

项目	2019年末	2020年末	2021年末
EBITDA利息倍数（倍）	1.12	1.18	0.43
全部债务/EBITDA（倍）	18.91	22.52	59.62

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

6. 母公司分析

2021年中国长城资产母公司口径资产负债规模保持增长，成功发行资本补充债券对资本带来一定补充效果；但存量不良资产估值下降以及减值准备计提力度的提升对盈利能力带来较大削弱，且出现较大规模亏损，考虑到短期外部环境对资产处置以及升值带来的改善效果有限，加之不良资产收购需求的持续提升，公司未来盈利仍面临压力。

从母公司的资产情况来看，2021年，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2021年末，中国长城资产母公司资产总额4227.87亿元，其中现金类资产占总资产的1.63%，同业资产占总资产的2.43%，投资类资产占87.01%，投资类资产中大部分为不良债权资产，其他资产占10.61%。截至2021年末，母公司投资资产净额3618.17亿元，其中，交易性金融资产2182.33亿元，债权投资净额1117.89亿元；长期股权投资净额294.25亿元。

从母公司负债结构来看，2021年，公司加大对长期借款资金的配置力度，并通过发行资产支持证券的方式拓宽短期资金融入渠道，负债结构有所优化。截至2021年末，中国长城资产母公司负债总额为3614.38亿元，其中借款余额2694.01亿元，占负债总额的74.54%，全部为信用借款，其中短期借款余额977.15亿元，占负债总额的27.04%，短期借款年利率区间为2.30%~4.25%；长期借款余额1716.87亿元，占负债总额的47.50%，长期借款利率范围为2.30%~4.90%，长期借款占负债总额的比重有所上升；应付债券余额633.47亿元，占负债总额的17.53%。此外，截至2021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65.03%，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。

2021年，公司成功发行100亿元无固定期限资本债券，对资本形成一定补充，所有者权益规模保持增长。截至2021年末，中国长城资产母公司口径所有者权益总额613.50亿元，其中股本512.34亿元，其他权益工具投资99.65亿元，资本公积45.10亿元，未分配利润-92.38亿元。2021年，公司各级资本充足率均满足监管要求，资本保持充足水平。

2021年，中国长城资产母公司口径主营业务收入水平较上年有所增长，全部为不良资产净收益；存量不良资产估值下调导致交易性金融资产出现公允价值亏损，进而导致营业收入水平较上年下降明显。同时，公司对存量不良资产大幅提升减值准备计提力度，使得当年营业支出水平较上年增长明显，进而带动净利润

出现较大幅度亏损。2021年，中国长城资产母公司口径实现营业收入130.93亿元，其中主营业务收入155.05亿元，较上年增长13.70%，公允价值变动亏损62.78亿元；营业支出256.25亿元，较上年同期增长32.29%，其中信用减值损失117.71亿元，较上年增长152.34%；净亏损92.38亿元。

2022年以来，公司母公司口径资产负债规模较上年末有所增长，资产负债结构保持相对稳定态势。截至2022年6月末，公司母公司口径资产总额4714.90亿元，较上年末增长11.52%，负债总额4098.79亿元，较上年末增长13.40%，所有者权益616.11亿元。盈利方面，2022年1—6月，公司主营业务净收入水平较上年同期下降明显，但投资收益和公允价值变动收益规模较上年同期明显上升，进而带来营业收入水平较上年同期的增长；营业支出较上年同期上升，系其他业务成本上升所致；2022年上半年实现净盈利，且净利润水平较上年同期增长。2022年1—6月，公司实现营业收入72.63亿元，较上年同期增长11.96%，其中主营业务净收入32.60亿元，较上年同期下降47.38%，投资收益16.72亿元，较上年同期增长384.76%，公允价值变动净损益23.03亿元，上年同期为公允价值净亏损；营业支出71.67亿元，较上年同期增长13.61%，其中其他业务成本62.49亿元，较上年同期增长8.94%。

表11 母公司主要财务指标

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年6月末
资产总额(亿元)	4036.81	4158.15	4227.87	4714.90
股东权益(亿元)	603.95	612.45	613.50	616.11
资产负债率(%)	85.04	85.27	85.49	86.93
全部债务(亿元)	3394.30	3503.77	3572.34	4068.88
全部债务资本化比率(%)	84.89	85.12	85.34	86.85
资本充足率(%)	14.36	15.38	15.94	15.10
一级资本充足率(%)	11.24	12.13	12.64	12.83
核心一级资本充足率(%)	11.24	12.13	9.44	9.81
项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—6月

营业收入(亿元)	237.29	200.61	130.93	72.63
营业支出(亿元)	211.59	193.71	256.25	71.67
净利润(亿元)	20.59	6.26	-92.38	2.41
EBITDA利息倍数(倍)	1.18	1.07	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.13	27.42	/	--

数据来源：公司审计报告、财务报表及提供数据，联合资信整理

八、外部支持

公司作为财政部控股的资产管理公司，对股东的战略意义重大，能够在资金投入、资源整合等方面获得有力的政府支持。公司是为化解金融风险、维护金融体系稳定、推动国有银行和企业改革发展而成立的金融资产管理公司，作为财政部控股的资产管理公司之一，承担了化解区域经济运行风险、提升区域经济运行效率的政策使命，能够得到有力的政府支持。

九、债券偿付能力分析

中国长城资产经营活动现金流入和股东权益对存续债券的保障程度较好，综合考虑其资本实力、业务经营及流动性等情况，存续债券的偿付能力极强。

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220.00亿元，存续的二级资本债券余额75亿元，存续的无固定期限资本债券余额为100亿元。以2021年末财务数据为基础，中国长城资产经营活动产生的现金流入量、净利润和股东权益对存续债券本金的保障倍数见表12，经营活动现金流入量和股东权益对存续债券的保障程度较好。

表12 债券保障情况

项目	2021年末
存续债券本金(亿元)	395.00
经营活动产生的现金流入量/存续债券本金(倍)	6.64
股东权益/存续债券本金(倍)	1.64
净利润/存续债券本金(倍)	/

数据来源：中国信达审计报告，联合资信整理

从资产端来看，截至 2022 年 6 月末，公司的资产主要由投资资产、发放贷款及垫款构成。其中，投资资产净额占资产总额 69.57%，以收购的不良债权资产为主，公司较强的不良资产管理水平保证了该类型资产的可变现能力，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 18.05%，主要为长城华西银行发放贷款。整体看，公司资产大幅减值的可能性不大，流动性水平较好。

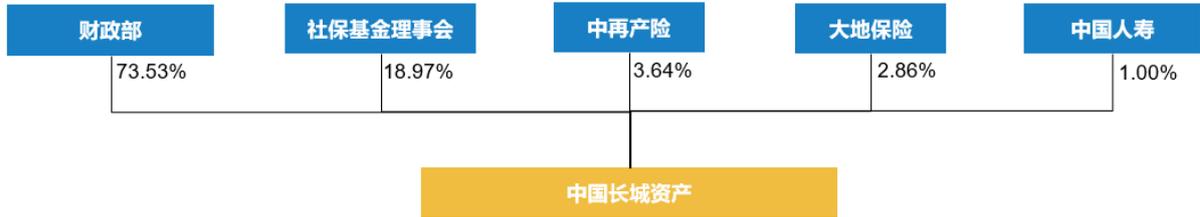
从负债端来看，截至 2022 年 6 月末，公司负债主要由借款、应付债券和吸收存款构成。其中，借款占负债总额的 55.89%，期限结构来看长期借款和短期借款占比相对平均；应付债券占比 16.10%，整体期限相对较长；客户存款占比 14.49%，为长城华西银行吸收存款，该部分资金来源相对稳定。考虑到公司主动负债能力极强，负债渠道多元化的优势，负债稳定性较好。

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，能够为存续期内债券提供足额本金和利息，存续债券的偿付能力极强。

十、结论

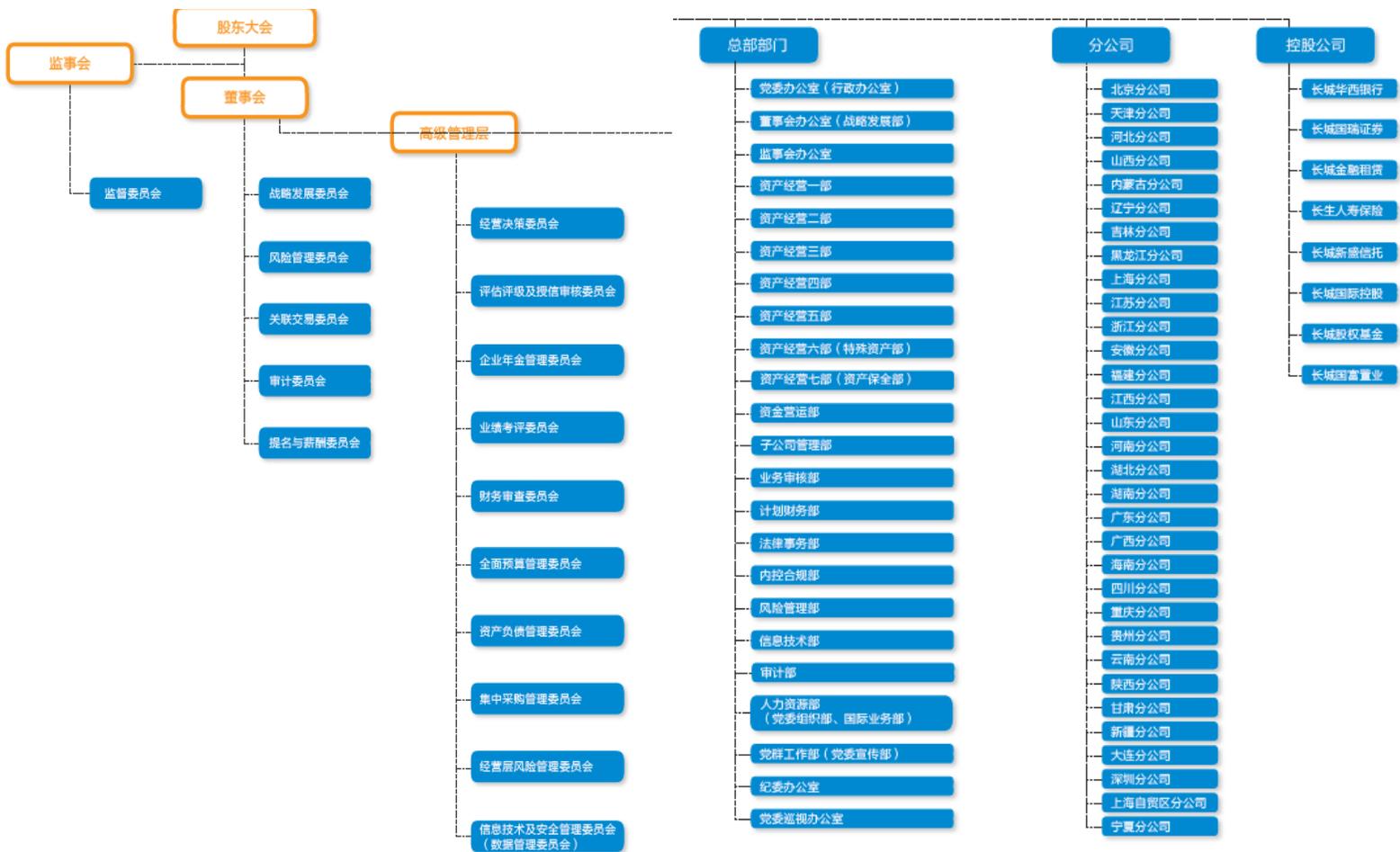
基于对中国长城资产经营风险、财务风险、外部支持及债券偿付能力等方面的综合分析评估，联合资信确定维持中国长城资产主体长期信用等级为 AAA，维持“18 长城二级资本债 01”“19 长城债 01(品种二)”“19 长城债 02BC(品种二)”“21 长城资本债 01BC”和 22 长城金融债 01BC”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附录1 2022年6月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 2022 年 6 月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 2022 年 6 月末中国长城资产主要子公司情况

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	长城新盛信托有限责任公司	信托	3.00	62.00
6	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
7	长生人寿保险有限公司	保险业务	21.67	70.00
8	长城(天津)股权投资基金管理有限责任公司	私募基金管理	2.00	72.73

资料来源：公司提供，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 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持