

# 联合资信评估有限公司

---

## 承诺书

本机构承诺出具的《中国长城资产管理股份有限公司2019年跟踪信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司  
二〇一九年七月二十四日



# 信用等级公告

联合〔2019〕2282号

联合资信评估有限公司通过对中国长城资产管理股份有限公司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，中国长城资产管理股份有限公司 2018 年二级资本债券（75 亿元）信用等级为 AAA，中国长城资产管理股份有限公司 2019 年第一期金融债券（150 亿元）和 2019 年第二期金融债券（债券通）（150 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年七月二十四日

A red circular seal of Lianhe Credit Rating Agency is positioned behind the company name and date. The seal contains the text 'LIANHE CREDIT RATING' around the top edge and '联合资信评估有限公司' in the center, with a five-pointed star in the middle.

# 中国长城资产管理股份有限公司

## 2019 年跟踪信用评级报告

### 本次跟踪评级结果

主体长期信用等级: AAA  
金融债券信用等级: AAA  
二级资本债券信用等级: AAA  
评级展望: 稳定

评级时间: 2019 年 7 月 24 日

### 上次跟踪评级结果

主体长期信用等级: AAA  
二级资本债券信用等级: AAA  
评级展望: 稳定

评级时间: 2018 年 7 月 11 日

### 主要数据

项 目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产总额(亿元)	6693.01	6427.11	4869.13
负债总额(亿元)	6047.94	5812.95	4362.96
所有者权益(亿元)	645.07	614.17	506.17
资产负债率(%)	90.36	90.44	89.60
全部债务/EBITDA(倍)	19.24	16.30	15.62
资本充足率(%)	12.64	12.55	14.35
项 目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入(亿元)	365.69	385.78	292.99
利润总额(亿元)	27.21	126.40	98.80
净利润(亿元)	25.59	104.71	89.13
EBITDA(亿元)	273.31	304.51	226.07
EBITDA 利息倍数(倍)	1.12	1.74	1.84
平均资产收益率(%)	0.39	1.85	2.09
平均净资产收益率(%)	4.06	18.69	19.17

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

### 分析师

刘 睿 张哲铭

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

### 评级观点

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”)作为财政部控股的四家国有金融资产管理公司之一,行业地位显著,能够得到中央政府的支持。自成立以来,公司先后收购、管理和处置金融机构及非金融机构不良资产超过万亿元,形成了较为丰富的资产管理处置经营和专业化的资产管理运作团队。2016年,公司完成股份制改革并引入战略投资者,股权结构得到优化;2018年,公司继续引入战略投资者,公司资本实力进一步得到提升,资本充足。公司以不良资产经营为核心业务,近年来在核心业务快速发展的同时搭建了涵盖银行、证券、信托、租赁、保险等业务在内的多元化经营平台。2018年,公司主营业务收入下滑,营业收入有所下降,公司加大资产减值损失计提力度,同时借款规模上升以及结构上长期借款占比增加,影响融资利息净支出增加,导致营业支出较快增长,盈利水平大幅下降。

联合资信评估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, 2018 年二级资本债券(人民币 75 亿元)信用等级为 AAA, 2019 年第一期金融债券(150 亿元)信用等级为 AAA, 2019 年第二期金融债券(债券通)(150 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. 作为财政部控股的四家国有金融资产管理公司之一, 公司能够得到中央政府支持; 完成股份制改革, 股

- 权结构得到优化，公司治理水平得到提升。
2. 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. 近年来公司持续引入战略投资者，资本实力进一步得到提升，资本充足。
  4. 公司持续推进商业化转型，搭建了涵盖资产管理、银行、证券、信托、租赁、保险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. 随着业务快速发展对资金的需求加大，公司债务规模较大，财务杠杆水平较高。
2. 公司投资资产规模较大，相关风险需关注。
3. 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。
4. 2018年，公司主营业务收入有所下滑，导致营业收入下降，公司加大资产减值损失计提力度，同时借款规模上升以及结构上长期借款占比增加，影响融资利息净支出的增加，导致营业支出较快增长，盈利水平大幅下降，盈利稳定性需保持关注。

## 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。

# 中国长城资产管理股份有限公司

## 2019 年跟踪信用评级报告

### 一、公司概况

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 10 月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。2015 年 8 月，公司根据财政部要求，以 2015 年 6 月 30 日为财务重组基准日进行整体改制，于 2016 年 12 月完成股份制改革，并正式挂牌成立，实现了由政策性金融机构向现代股份制企业的转变。其中，财政部以原中国长城资产管理公司的重估净资产出资 418.56 亿元（包含 100.01 亿元的原始股本与 318.55 亿元的储备转增资本）；全国社会保障基金理事会出资 8.63 亿元；中国人寿保险（集团）公司出资 4.31 亿元。2018 年，公司继续引入全国社会保障基金理事会、中国财产再保险有限责任公司、中国大地财产保险股份有限公司、中国人寿保险（集团）公司 4 家战略投资者，根据协议合计将募集资金 121.21 亿元，截至 2019 年 3 月末，公司已收到全部募集资金，增资后公司注册资本增至 512.34 亿元，资本实力进一步夯实。截至本报告出具日，工商变更已完成，公司股东持股情况见表 1。

表 1 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	81.70
全国社会保障基金理事会	10.80
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：中国长城资产审计报告，联合资信整理

截至 2018 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”）、长生人寿保险有限公司（以下简称“长生人寿”）、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”）、长城融资担保有限公司（以下简称“长城融资担保”）、长城国融投资管理有限公司（以下简称“长城国融投资”）、长城新盛信托有限公司（以下简称“长城新盛信托”）等 10 多家控股公司；公司拥有员工（含下属子公司）7000 余人。

截至 2018 年末，公司资产总额（合并口径）6693.01 亿元，负债总额 6047.94 亿元，所有者权益 645.07 亿元（其中少数股东权益 80.02 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 365.69 亿元，实现净利润 25.59 亿元。

截至 2018 年末，母公司资产总额 4607.13 亿元，负债总额 3996.69 亿元，所有者权益 610.44 亿元。2018 年，母公司实现营业收入 153.92 亿元，实现净利润 19.00 亿元。

注册地址：北京市西城区月坛北街 2 号  
法定代表人：沈晓明

### 二、已发行债券概况

公司于 2018 年 5 月 17 日在银行间债券市场公开发行了 75 亿元二级资本债券，2019 年 3 月 28 日和 2019 年 4 月 23 日分别发行了第一期和第二期金融债券，概况见表 2。2019 年，公司根据债券发行条款的规定，在二级资本债券



付息日之前及时公布了债券付息公告，并按时足额支付了二级资本债券当期利息。

表 2 债券概况 单位：亿元、%

债券简称	发行日	债券品种	发行规模	债券利率	期限	付息频率
18 长城二级资本债 01	2018 年 5 月 17 日	二级资本债券	75.00	4.90	10 年	年付
19 长城债 01(品种一)	2019 年 3 月 28 日	金融债券	100.00	3.65	3 年	年付
19 长城债 01(品种二)	2019 年 3 月 28 日	金融债券	50.00	4.59	10 年	年付
19 长城债 02BC(品种一)	2019 年 4 月 23 日	金融债券(债券通)	80.00	3.88	3 年	年付
19 长城债 02BC(品种二)	2019 年 4 月 23 日	金融债券(债券通)	70.00	4.84	10 年	年付

数据来源：中国货币网，联合资信整理

### 三、营运环境

#### 1. 宏观经济环境分析

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%（见表 3），较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）

继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，

增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺

差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过



深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，

在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

表3 宏观经济主要指标 单位：%、亿元

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
GDP增长率	6.5	6.9	6.7	6.9	7.4
CPI增长率	2.1	1.6	2.0	1.4	2.0
PPI增长率	3.5	6.3	-1.4	-5.2	-1.9
M2增长率	8.1	8.2	11.3	13.3	12.2
固定资产投资增长率	5.9	7.0	8.1	10.0	15.7
社会消费品零售总额增长率	9.0	10.2	10.4	10.7	10.9
进出口总额增长率	9.7	14.2	-0.9	-7.0	2.3
进出口贸易差额	23303	28718	33523	36865	23489

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind资讯，联合资信整理

## 2. 行业分析

公司主营金融资产管理业务，并通过其下属子公司开展包括银行、证券、租赁、人寿保险等在内的金融服务行业业务。

### (1) 不良资产管理行业

不良资产管理公司业务范围覆盖面广，以金融不良资产的收购与处置为主业，兼具债权和股权投资业务，同时部分资产管理公司取得了担保、租赁等其他金融行业牌照，基本能够全面参与金融业务，因此在服务供给侧结构性改革以及防范和化解金融风险等方面对我国经济发展产生重大影响。

### ● 不良资产行业概况

不良债权是不良资产行业的核心资产，近年来随着专营不良资产管理公司数量的大幅增加，不良资产招标和成交量都不断增加。2018年，不良债权招标规模2.77万亿元，较上年上升49.41%；不良债权成交规模0.89万亿元，较上年增加20.86%。

地区不良资产招标和成交量显示了当地不良资产交易的活跃度，地区活跃度越高预示着当地不良资产管理公司的经营外部环境越好。从地区分布方面看，沿海地区和中部发达省份的招标量和成交量占比较高，显示沿海地区和中部发达省份的不良资产管理公司的业务量和外部环境较好。从区域债权招标情况来看，2018年，广东省、

浙江省和山东省债权招标规模排名前三，占全国的比重分别为 15.68%、10.51% 和 7.53%；从区域债权成交情况来看，浙江省、广东省和山东省债权成交规模排名前三，占全国的比重分别为 19.64%、11.00% 和 10.19%。

在不良资产成交流转方面，持牌照的资产管理公司发挥着重要作用，而非持牌资产管理公司同样是流转环节的重要组成部分。从不良资产成交流转方面看，2018 年，债权转让方构成为商业银行、四大 AMC、非持牌资产管理公司、地方 AMC，占转出债权比重分别为 51.92%、23.11%、19.74% 和 5.23%。受让方构成为四大 AMC、非持牌资产管理公司和地方 AMC，占比分别为 50.75%、32.40% 和 16.84%。

从债权成交价格方面看，2017 年以前受到四大 AMC 回归主业，大量收购不良资产包战略的影响，不良债权市场价格逐年走高。而 2018 年以来，随着市场回归理性，债权包价格呈现下降态势。从淘宝拍卖数据来看，全国债权成交折扣率从 2017 年末的约 77% 下降到 2018 年末的 70%。

总体看，近年来我国不良债权交易规模及活跃度大幅提升，沿海地区不良债权招标及交易规模较大；持牌照和非持牌的资产管理公司在不良债权流转环节中共同发挥重要作用；不良债权价格呈现下降趋势。

#### ● 持牌照资产管理公司

持牌照的资产管理公司是指银监会公布的能够参与金融机构批量转让不良资产业务的资产管理公司。持牌的资产管理公司格局由四大金融资产管理公司、地方资产管理公司组成。

我国四大金融资产管理公司起步于 1999 年，由财政部出资成立，初始用以管理和处置四大国有商业银行剥离的政策性不良资产。2007 年，四大金融资产管理公司开始进行商业化转型，相继进入证券、保险、信托、金融租赁、信用评级等业务领域，向

综合性金融控股集团的方向发展。四大国有金融资产管理公司经营历史长，不良资产管理经验丰富，业务规模与专业优势明显。目前，四大金融资产管理公司均已引进战略投资者并且完成股份制改革，其中信达与华融已完成上市，资本实力雄厚。

地方资产管理公司的诞生源于 2012 年监管部门放开金融企业不良资产批量转让的限制。随后监管文件不断出台，对地方资产管理公司参与金融企业不良资产批量转让业务的规定也不断细化。在业务资质方面，地方资产管理公司由各省市人民政府核准设立或授权，经银监会公布后，获得参与金融企业批量转让组包户数为 3 户及以上不良资产的业务资质；在业务范围方面，地方资产管理公司只能参与本省（区、市）范围内不良资产的批量收购工作，但转让时不受地域限制；在地方资产管理公司数量方面，允许各省市设立两家地方资产管理公司，截至 2018 年末，银监会批准的可以参与金融不良资产批量转让业务的地方资产管理公司数量已经达到 63 家。

#### ● 不良资产收购处置业务

对于持牌照资产管理公司而言，产生不良资产的金融企业是其上游行业，主要为商业银行产生的不良资产。截至 2018 年末，我国商业银行不良贷款余额 2.03 万亿元，不良贷款率 1.89%，关注类贷款余额 3.4 万亿元，关注类贷款占比 3.16%，逾期 90 天以上贷款与不良贷款比例为 92.8%。除商业银行外，其他金融机构诸如民营小贷公司、担保公司产生的不良资产均为资产管理公司的收购目标。近年来，由于宏观经济持续低迷，实体经济对其债务的偿付能力下降，金融企业不良资产不断累积，加之银行业监管力度持续提升，商业银行不良资产处置动力加大，为资产管理公司的业务发展提供较大空间。

不良资产收购方面，自 2012 年地方资产管理公司设立以来，目前国内各省市形成

了“4+2”的资产管理公司竞争格局：四大金融资产管理公司分公司与地方的两家资产管理公司在同一地区形成竞争关系。四大金融资产管理公司作为金融企业，具有融资渠道畅通、融资成本低的优势，加之监管部门提出回归主业的经营要求，四大金融资产管理公司加大对不良资产包的收购，导致其参与地区的不良资产包的收购价格不断上升，从而对地方资产管理公司形成较大的业务压力。相比而言，地方资产管理公司缺乏不良资产处置专业优势，在融资渠道和资金方面均有一定劣势，但考虑到目前大部分地方资产管理公司由各省人民政府核准设立或授权，成立的目的主要在于促进地方经济结构调整和转型，因此在业务开展方面能够取得政府领域的资源支持，这有助于地方资产管理公司形成差异化的竞争优势。

不良资产处置方面，自行清收、转卖和债务重组是主要形式。而由于自行清收和债务重组对资产管理公司的专业性要求较高、周期较长，转卖便成为了目前较为普遍的处置形式。非持牌资产管理公司通常为持牌机构的下游公司，成为不良资产的最终处置方，包括各类投资公司、具有资产管理业务资质的公司等，通过收购持牌机构的金融不良资产，再对不良资产进行清收、管理和处置。非持牌资产管理公司通常利用其在某特定行业的专业背景，或发挥其对不良资产清收力度大的特点，成为金融不良资产的最终处置方。目前，由于金融行业不良资产的抵押物主要为不动产，因此不动产通常成为不良资产处置的抓手：部分房地产公司通过购买不良资产包的方式取得债权，进而取得不动产的处置权，通过与自身业务经营的资源整合，挖掘不良资产的价值。此外，部分基金公司、上市公司等，因其具有专业的不良资产估值、管理与处置能力，通常以顾问咨询的形式参与持牌资产管理公司的不良资产收购处置业务。

## ● 市场化债转股

为推进供给侧结构性改革，做好“三去一降一补”工作，降低企业杠杆率，2016年10月10日国务院发布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（下称《意见》）。《意见》中列出了七种降低企业杠杆率的途径，包括企业兼并重组、盘活存量资产、优化债务结构、银行债权转股权、依法实施破产、积极发展股权融资等。其中，针对银行债权转股权，国务院发布了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（下称《债转股指导意见》），标志着本轮市场化债转股正式拉开帷幕。而为解决银行市场化债转股过程中的资金需求问题，2016年12月19日，国家发改委印发了《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》，对债转股专项债券的多方面进行了规定，意在通过为债转股实施机构提供资金补充来推进符合要求的企业降低杠杆率。

2016年10月，国务院发布《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（国发〔2016〕54号），支持银行利用所属机构开展市场化债转股，标志着银行系资产管理公司正式起步。2017年8月，银监会起草《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》，对银行系资产管理公司的设立资格、业务范围和融资方式进行了严格界定。截至2018年3月末，五大国有银行已经全部成立投资子公司，开展市场化债转股工作，一些股份制银行及城商行也在积极筹备设立资产管理子公司。

目前，银行系资产管理公司债转股签约金额不断扩大，但债转股实施机构受制于母公司资本压力等方面影响，实际业务落地金额小。银行系资产管理公司主要为国有大型银行设立，资本实力强，依托母公司的业务资源在市场化债转股中有先天的业务优势；另一方面，受制于母公司的核心资本压力，银行系资产管理公司实质业务的开展存在不确定性。

总体来看，我国资产管理行业的市场主体趋于多元化，业务规模不断扩大，行业竞争也更加激烈。不良资产处置行业的竞争壁垒逐渐由牌照端转向服务端，不良资产买入环节的估值能力、经营环节的运作能力、处置环节的多元化手段将对资产管理公司的业务经营产生重要影响。

## (2) 银行业

近年来，受“金融去杠杆”政策导向以及MPA考核深入推进影响，我国商业银行资产负债规模扩张速度持续放缓；但商业银行作为宽信用政策供给端，持续加大信贷投放力度支持实体经济发展，贷款余额保持较快增长。根据银保监会统计数据，截至2018年末，我国商业银行资产总额209.96万亿元，同比增长6.70%，其中贷款余额110.50万亿元，同比增长13.00%；负债总额193.49万亿元，同比增长6.28%（见表4）。

表4 商业银行主要财务数据 单位：万亿元、%

项 目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
资产总额	209.96	196.78	181.69	155.83	134.80
负债总额	193.49	182.06	168.59	144.27	125.09
不良贷款额	2.03	1.71	1.51	1.27	0.84
不良贷款率	1.83	1.74	1.74	1.67	1.25
拨备覆盖率	186.31	181.42	176.40	181.18	232.06
净息差	2.18	2.10	2.22	2.54	2.70
净利润	1.83	1.75	1.65	1.59	1.55
资产利润率	0.90	0.92	0.98	1.10	1.23
资本利润率	11.73	12.56	13.38	14.98	17.59
存贷比	74.34	70.55	67.61	67.24	65.09
流动性比例	55.31	50.03	47.55	48.01	46.44
资本充足率	14.20	13.65	13.28	13.45	13.18
一级资本充足率	11.58	11.35	11.25	11.31	10.76
核心一级资本充足率	11.03	10.75	10.75	10.91	10.56

资料来源：中国银保监会，联合资信整理

信贷资产质量方面，随着国家去产能、去杠杆等相关调控政策的深入推进，宏观经济增速放缓，商业银行外部经营环境面临较大压力。加之资管新规的出台，使商业银行不良信贷资产不洁净出表被叫停，表内不良贷款余额明显增长；此外，监管部门对于商业银行信贷资产五级分类的管理趋严，逾贷比要求控制在100%以内。受上述因素影响，商业银行不良贷款率持续上升，整体信贷资产质量明显下行。截至2018年末，商业银行不良贷款率为1.83%，逐年上升。

从贷款减值准备对不良信贷资产的覆盖程度来看，2014~2017年，随着不良贷款规模的增长，商业银行拨备覆盖率整体有所下降；但随着IFRS9会计准则下商业银行对信贷资

产预期损失整体计提规模的增加，2018年末拨备覆盖率回升至186.31%。从未来中短期来看，商业银行的改善信贷资产质量的外部环境仍面临较大压力；以及考虑到商业银行对于抵御风险能力相对较弱的小微企业和民营企业信贷投放力度逐步增大、资管新规下部分高风险类信贷进一步回表等因素，商业银行信贷资产质量仍面临下行压力，未来或面临持续计提拨备的压力。

盈利能力方面，利息净收入仍是商业银行最重要的收入来源，主要来自信贷资产、同业资产以及投资类资产形成的利息收入。利率市场化的持续推进加剧了同业市场竞争压力，商业银行通过上浮存款利率、发行结构化存款产品以及大额存单等方式推动存款



业务的发展，负债资金成本整体上升；2018年5次降息产生利率重定价效应，叠加监管部门对银行业杠杆水平的约束，商业银行业净息差进一步承压，盈利能力呈下降趋势。2018年下半年以来，虽然资金市场利率下行，缓解了银行融入资金利息支出的负担，使银行净息差水平得以回升，但压缩资产收益率相对较高的非标投资资产、信贷资产质量下行等都对银行的盈利能力产生了负面影响。近年来商业银行的净利润增速落后于资产规模增速，盈利能力持续下降。2018年，我国商业银行净息差为2.18%，同比上升0.08个百分点；实现净利润1.83万亿元，同比增长4.57%；资产利润率和资本利润率分别为0.90%和11.73%，同比分别下降0.02和0.83个百分点。

流动性方面，央行货币政策的实施较好地保障了银行体系流动性的充裕。从一般流动性指标来看，我国商业银行各项流动性指标均保持在合理水平。但另一方面，银保监会出台政策要求商业银行广义同业负债占比不超过负债总额的三分之一，以及流动性新规对流动性匹配率和优质流动性资产充足率做出明确要求，使得对短期同业资金依赖度高的商业银行流动性管理带来较大压力。

资本充足性方面，资本工具创新指导意见的出台，使商业银行资本补充渠道更为多样化，在商业银行增资、上市、发行优先股、可转债以及二级资本债券的推动下，我国商业银行整体资本充足率整体保持较充足水平。根据中国银监会统计数据，截至2018年末，我国商业银行平均资本充足率为14.20%，平均一级资本充足率为11.58%，平均核心一

级资本充足率为11.03%。考虑到国有四大行仍未达到《处置中的全球系统重要性银行损失吸收和资本结构调整能力原则》中对总损失吸收能力（TLAC）16%的最低监管要求；部分股份制银行和城商行表外理财回表对于资本的较大消耗，我国商业银行整体资本的充足性水平仍有待提升。另一方面，商业银行资本充足率和一级资本充足率的较大差值表明一级资本仍存在较大缺口。在净利润增速持续低于风险加权资产增速的情形下，短期内通过留存利润注入一级资本的能力有限；但2019年以来热度较高的永续债和优先股发行或将一定程度弥补商业银行目前一级资本的缺口。

### （3）证券行业

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。历经20多年的发展，我国证券市场初步形成以股票市场、债券市场及衍生品市场为主的市场格局，市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。2018年以来受监管趋严、金融去杠杆、社融同比大幅回落、信用风险爆发等因素影响，我国股票市场交易量持续萎缩，美联储信用政策收紧带来的全球性信用收缩以及贸易战进一步加剧了股市震荡，股票市场持续处于低迷状态，各项证券指数、融资总额、成交金额、总市值等均有所下跌。截至2018年末，我国境内上市公司数量3584家，股票总市值达43.49万亿元。2018年，全年境内股票筹资金额12107.35亿元；全年股票成交金额89.65万亿元；证券化率（股票总市值/GDP总值）为48.31%（见表5）。

表5 2014—2018年我国股票市场主要指标

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
期末境内上市公司数(家)	3584	3485	3052	2827	2613
股票融资总额(亿元)	12107.35	17223.86	21095.81	16107.23	9043.10
期末股票市价总值(万亿元)	43.49	56.75	50.82	53.13	37.25



股票全年成交金额(万亿元)	89.65	111.76	126.51	253.30	74.39
期末上证综合指数(点)	2493.90	3307.17	3103.64	3539.18	3234.68
证券化率(%)	48.31	68.54	68.30	78.51	58.53

资料来源: Wind 资讯, 联合资信整理

近年来,我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具,债券市场保持快速发展势头,债券市场投资者结构和债券品种不断丰富,债券发行量及托管余额均呈现较

快增长的态势(见表6)。2018年,我国债券市场发行总额43.85万亿元,年末债券存量余额88.60亿元。

表6 2014—2018年我国债券市场发行额及托管余额 单位: 万亿元

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
市场发行总额	43.85	40.80	36.37	23.20	12.19
期末债券存量余额	88.60	74.69	64.31	48.53	36.00

资料来源: Wind 资讯, 联合资信整理

中国证券业协会根据证券公司未经审计财务报表数据统计显示,截至2018年末,我国共有131家证券公司,全行业总资产为6.26万亿元,净资产为1.89万亿元,净资本为1.57万亿元,较上年末有所上升,资本实力保持稳定。由于证券公司收益水平与证券市场行情高度正相关,近年来我国证券行业净利润呈现较强波动性。2018年,受股票市

场行情低迷影响,证券公司各项主要业务收入均呈下降态势,全行业实现营业收入2662.87亿元,净利润666.20亿元,盈利能力持续下降。与此同时,证券公司行业集中度不断提升,大、中、小型证券公司业绩分化格局愈加明显,前十大证券公司在全行业营业收入和净利润中的占比均有所提升,业绩稳定性较强。

表7 证券公司主要财务数据

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
证券公司(家)	131	131	129	125	120
盈利家数(家)	106	120	124	124	119
营业收入(亿元)	2662.87	3113.28	3279.94	5751.55	2602.84
代理买卖证券业务净收入(亿元)	623.42	820.92	1,052.95	2,690.96	1049.48
证券承销与保荐业务净收入(亿元)	258.46	384.24	519.99	393.52	240.19
财务顾问业务净收入(亿元)	111.50	125.37	164.16	137.93	69.19
投资咨询业务净收入(亿元)	31.52	33.96	50.54	44.78	22.31
资产管理业务净收入(亿元)	275.00	310.21	296.46	274.88	124.35
证券投资收益(含公允价值变动)(亿元)	800.27	860.98	568.47	1,413.54	710.28
利息净收入(亿元)	214.85	348.09	381.79	591.25	446.24
净利润(亿元)	666.20	1,129.95	1,234.45	2,447.63	965.54
项目	2018年末	2017年末	2016年末	2015年末	2014年末
总资产(万亿)	6.26	6.14	5.79	6.42	4.09
净资产(万亿)	1.89	1.85	1.64	1.45	0.92
净资本(万亿)	1.57	1.58	1.47	1.25	0.68

资料来源: 中国证券业协会网站, 联合资信整理

#### (4) 租赁行业

##### ● 行业概况

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。

目前我国有三类租赁公司：一类是由银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。第二类是由商务部、国家税务总局联合审批的内资试点融资租赁公司；第三类是由商务部或商务部授权的省级商务主管部门和国家经济技术开发区批准的中外合资租赁公司或外商独资租赁公司。

截至 2018 年末，全国各类租赁公司（不含单一项目公司、分公司、SPV 公司和收购海外的公司）总数约为 11777 家，较上年末增加 2101 家，增长 21.7%。其中，金融租赁公司 69 家，与上年末持平；内资租赁公司 397 家，较上年末增加 117 家；外资租赁公司 11311 家，较上年末增加 1984 家。

##### ● 行业竞争

近年来，我国租赁公司数量整体保持快速增长，但 2017 年以来增速明显放缓。三类租赁公司中金融租赁公司准入门槛最高，审批难度也最大，因此数量最少，增速也相对较慢。外资租赁公司数量远超其他租赁公司，一方面是由于外资租赁的审批部门由商务部下放到注册地省级商务部门后，审批较为便捷；另一方面其注册门槛较低，且部分地区对外资租赁公司发放补贴，使得其数量呈现爆发式增长；此外，近年来自贸区改革试点，也在一定程度上刺激了其数量的增长。内资租赁公司则是在商务部、税务总局陆续将 11 个自由贸易区的内资租赁

审批权限下放后，呈现了快速增长的态势。

从业务合同余额来看，尽管外资租赁公司在数量上远高于内资租赁公司和金融租赁公司，但三类租赁公司合同余额占比基本接近，主要由于外资租赁公司资产规模相对较小，且空壳公司较多，实际在运营的公司数量远小于注册家数。2017 年以来，租赁公司业务合同余额增速明显放缓，主要是在宏观经济增速放缓、金融强监管以及监管职能划转的背景下，一方面租赁公司融资难度加大，另一方面部分租赁公司根据监管导向主动进行业务转型，回归租赁业务本源，导致业务规模增速有所下滑。截至 2018 年末，我国融资租赁合同余额总量为 6.65 万亿元，较上年末增长 9.38%。其中金融租赁合同余额 2.50 万亿元，增长 9.65%；内资租赁合同余额 2.08 万亿元，增长 10.64%；外资租赁合同余额 2.07 万亿元，增长 7.81%。

根据股东背景差异划分，租赁公司可分为银行系、专业化的厂商系和独立第三方系。其中，银行系主要为金融租赁公司，其特点是依托于银行股东，具有资金实力雄厚、融资成本低、客户群体多等优势，其业务发展一般定位于交通、船舶、大型设备制造业等大资产类行业；但银行系金融租赁公司由于普遍缺乏成熟的融资租赁业务能力，因此其业务模式多为“类信贷”的售后回租，业务“同质化”现象较为严重。厂商系租赁公司主要股东为设备制造厂商，其特点是拥有系统内的客户资源和技术优势，业务开展集中于系统内部及上下游客户，在机械、医疗、汽车、电力设备等特定行业领域具有较为丰富的专业经验和竞争优势，业务模式多为直租；但厂商系租赁受制于系统内产品体系和客户，行业集中风险较高。独立第三方系租赁股东多为大型外贸、物流、综合型集团企业，其特点是依托于股东的资源，定位于印刷、医疗设备、教育、工程机械等行业的中小企业，行业分布较为广泛，业务模式相对灵活；但独立第三方系租赁公司通常资本实力相对较弱，市场定位不明确。

从融资渠道来看，租赁公司主要资金来源可大致分为股权融资和债权融资。租赁公司的股权融资渠道主要包括增资扩股和 IPO 上市等。从行业整体来看，股东增资主要集中在金融租赁公司，主要由于金融租赁公司业务集中在大资产类行业，规模扩张速度较快，为满足业务发展和监管对于资本充足率的要求，金融租赁公司股东多进行了增资。租赁公司的债权融资主要包括银行借款、发行债券、ABS、信托融资等。整体来看，目前租赁公司主要通过银行渠道完成融资，银行借款约占资金来源的 50%-80%，且大部分为短期。但近年来，发行债券和 ABS 产品也逐渐成为租赁公司重要的融资渠道。

从发行债券品种来看，金融租赁公司主要发行金融债券和 ABS，近年来金融债券发行规模呈快速增长态势；一方面是由于金融租赁公司资产规模的扩张对中长期资金需求较为强烈，而金融债券主要集中在三年期，可以满足其资金需求，并在一定程度上改善其资产负债结构；另一方面，金融债券的综合发行成本也低于 ABS，且融资便利性更优，因此金融租赁公司发行金融债券的意愿相对更强。2018 年，金融租赁公司发行金融债券规模合计 873 亿元，较上年增长 77%。对于融资租赁公司，由于其无法进入银行间市场进行同业拆借以及发行金融债券，鉴于租赁 ABS 产品有助于优化资产负债表、改善中长期资金匹配程度等特性，成为融资租赁公司优先选择的融资工具。此外，融资租赁公司还通过发行公司债、中期票据、短期融资券等方式筹措资金。2018 年，融资租赁公司合计发行 ABS（含 ABN）1356 亿元，中期票据 192 亿元，公司债 107 亿元，短期融资券 96 亿元。

总体看，与发达国家租赁市场相比，我国融资租赁行业仍处于初级发展阶段，市场容量较大，竞争也相对宽松；随着租赁行业逐渐向成熟阶段发展，银行系、厂商系和独立第三方系租赁公司由于在客户和业务定位上的差异

性，未来有望形成差异化的产业链条，但在部分细分市场竞争亦将日趋激烈。

#### （5）人寿保险行业

近年来，受宏观经济增长放缓影响，我国实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，为保险行业的发展提供了良好的政策环境。在积极的财政政策下，投资增长特别是公共消费型基础投资、养老产业的相关投资，不但为保险资产配置提供了渠道，也会带动新的保险需求。在稳健中性的货币政策下，寿险公司资金成本长期来看维持在稳定合理。2018 年以来，在监管趋严及寿险公司回归稳健业务增长模式的背景下，寿险行业所面临的风险逐步降低。随着寿险公司将业务中心转向长期期缴型及保障型产品，保费增速明显放缓。2018 年，我国寿险业务原保费收入 2.72 万亿元，同比增长 1.87%。其中，普通寿险实现原保险保费收入 2.07 万亿元，同比下降 3.41%；健康险业务实现原保险保费收入 0.54 万亿元，同比增长 24.12%。资产方面，寿险公司总资产 14.61 万亿元，较年初增长 10.55%，寿险公司资产增速有所加快。

寿险市场集中度方面，截至 2018 年末，我国共有人身保险公司 91 家，其中中资公司 63 家，外资公司 28 家，主体数量稳步增长。2016~2018 年，我国人身保险行业市场集中度高，原保费收入前 10 大公司市场份额合计占比在 70%以上，前十大寿险市场集中度呈一定波动。2018 年，前七大寿险公司原保费收入市场占有率进一步提升，安邦人寿被接管后业务处于调整期，原保费收入市场占有率快速下降。此外，外资人身保险公司原保险保费收入合计市场份额为 8.10%，市场占有率呈上升趋势，但仍维持在较低水平。

业务结构方面，我国人身保险产品按照保障范围可划分为寿险、健康保险和意外保险。近年来，我国寿险产品收入占比维持在较高水平，但占比整体呈下降的趋势，健康保险占比

整体呈上升态势，2018年，我国寿险业务占人身险业务的76.06%，健康险业务占20.00%。随着监管大力推动“保险姓保”，投资型保险产品的发展受到较大影响，中短期万能险产品不断叫停，近年来，万能险业务规模整体大幅下降；但2018年以来，部分处于业务转型期的中小保险公司，为维持总提业务规模的增长，相继推出中长期万能险产品，万能险业务规模较2017所有增长。2018年，寿险行业共实现总保费收入3.45万亿元，同比增长6.62%；实现原保险保费收入2.63万亿元，同比增长0.85%，增速明显放缓；保户投资款新增交费0.80万亿元，同比增长34.98%。

从竞争策略来看，不同类型保险公司的市场策略产生了一定的分化。具体来看，成立时间长、市场份额领先的大型保险公司整体上保障类及期缴类产品占比较高。另一方面，部分民营保险公司在资产驱动负债的策略下，规模导向的中短存续期产品和理财型产品发行量上升较快，但受监管趋严影响，此类产品规模快速上升的趋势受到了遏制。而外资（合资）保险公司通常受股东在业务价值、股东回报、风险控制和决策流程等方面要求较高等因素影响，产品和投资策略均趋于稳健，竞争能力有限，市场份额较低。

保险公司盈利来自两方面，一是保费收入与赔付及费用支出的差额，即承保利润；二是保险资金运用收益，即投资收益。承保利润方面，2018年，寿险赔付金额和赔付率略有下降，健康险赔付金额和赔付率增速较快，意外险赔付金额和赔付率相对稳定。由于保险行业竞争日益激烈，保险公司为保持市场竞争力，逐步压缩承保利润空间，保险公司盈利水平越来越依赖于投资收益。

投资收益方面，2018年，受股市低迷，上证指数累计下跌24.59%，股票型基金全线亏损，使得保险公司在股票和股票型基金投资方面多有亏损；并且之前年度较好的蓝筹股跌幅明显，令配置蓝筹较多的险资多有亏损；此外，

多家险企在2018年中期加大久期国债等固定收益资产的配置，且下半年，部门债券出现违约，致使部分险企投资收益下滑；整体看，受公开权益市场下跌等多方面影响，险资投资收益水平明显下滑。截至2018年末，国内保险资金运用余额16.41万亿元，较上年末增长9.97%，占国内保险行业资产总额的89.51%。从投资资产结构来看，保险资金运用配置更趋优化，截至2018年末，银行存款与债券投资合计占比49.21%，较2017年末上升1.7个百分点；股票和证券投资基金占比11.71%，下降0.59个百分点；其他投资占比39.08%，下降1.11个百分点，其中长期股权投资规模逐年个上升，非标类投资呈下降趋势。总体看，2018年，银行存款及债券投资规模较大，收益相对稳定，仍是保险资金运用最重要资产配置选项；股票和证券投资基金在平稳增长一段时间后规模有所压缩；非标类投资总额和占比有所下降。由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司利润水平受投资收益水平影响大。2016年，由于低利率，资本市场波动等因素，保险资金投资收益率下降明显；2017年以来，随着保险公司资金运用效率提高，投资收益有所改善；2018年，受资本市场下跌影响投资收益水平明显下降；2018年资金运用收益率4.30%，同比下降1.43个百分点。2019年以来，随着保险公司投资端继续放开，股票市场估值处于相对低位，权益类资产投资收益率有相对改善的空间且权益资产对投资收益率的影响相对较大，未来险企投资收益水平有望得到改善。

2016年“偿二代”正式实施，行业整体偿付能力充足水平稳定，但呈下降趋势。2017年9月，原中国保监会发布实施偿二代二期工程建设方案，根据建设方案2018年5月，银保监会制定了《偿二代二期工程建设路线图和时间表》，共有36个建设项目，拟于2020年6月底前全部完成。从2018年第四季度寿险公司披露的偿付能力报告可以看出，与2017年相比，综合偿付能力充足率及核心偿付能力充足率均有



所上升，但仍有部分寿险公司偿付能力正在逼近监管红线(核心偿付能力充足率低于 50%，综合偿付能力充足率低于 100%)，而中法人寿核心和综合偿付能力充足率均为负。2018 年第四季度，人身险公司平均综合偿付能力充足率为 214%。总体看，业务的发展及资本市场的变化将会增加寿险行业的风险管控的难度，从而使得偿付能力的提升承压。

近年来，业务规模的快速发展、资本市场的波动以及监管力度的加大对保险公司偿付能力带来不利影响，资本补充需求较大。保险公司资本补充力度逐年加大，主要通过股东增资、发行资本补充债券等方式补充资本。2018 年，监管机构在从严从重加强保险资金运用监管背景下，偿付能力承压，险资申请资本补充债券数量较上年同期显著增长，全年人身险行业审批通过发行 265 亿元（不含保险集团及再保险公司）。与此同时，部分保险公司寻求通过增加注册资本的方式补充资本，2018 年人身险公司累计补充注册资本金 182.48 亿元。总体看，虽然保险行业偿付能力保持充足水平，但部分人身险公司补充资本的需求仍然存在，另外，保监会也不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道将进一步丰富。

#### 四、公司治理与内部控制

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四家国有金融资产管理公司之一。根据国务院要求和部署，四大国有金融资产管理公司在完成阶段性目标后，进行了由政策性向市场化经营的转型。2015 年 8 月，公司转型改制实施方案获批，于 2016 年 12 月 6 日改制为中国长城资产管理股份有限公司，并引入全国社会保障基金理事会和中国人寿保险（集团）公司两家股东；2018 年，公司引入全国社会保障基金理事会、中国财产再保险有限责任公司、中国大地财产保险股份有限公司、

中国人寿保险（集团）公司等 4 家战略投资者，根据协议合计将募集资金 121.21 亿元，增资后公司注册资本将增加至 512.34 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司已收到全部募集资金，公司注册资本增至 512.34 亿元。

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，建立了由股东大会、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。

截至 2018 年末，公司董事会共有董事 6 名，其中执行董事 2 名，非执行董事 3 名、独立董事 1 名。董事会下设战略发展委员会、审计委员会、风险管理委员会、提名与薪酬委员会、关联交易控制委员会 5 个专门委员会和董事会办公室。监事会共有监事 3 名，设监事长 1 名、外部监事 1 名、职工监事 1 名。监事会下设监事会办公室和监督委员会，负责协助监事会进行公司治理有关监督检查等工作。高级管理层设有 1 名总裁、3 名副总裁、2 名总裁助理。公司高级管理层根据董事会授权，决定其权限范围内的经营管理与决策事项，并接受董事会的考核和监事会的监督检查。

2018 年，公司持续优化组织机构及职责，持续完善子公司治理体系，加强集团管控能力；公司内部管理基础进一步夯实，业务标准化程度提高、业务运营管理体系增强，进一步提高财务管理和资产负债管理水平，稳步提升内控合规和数据治理水平。公司审计部积极探索和实践以风险为导向的审计新模式，努力提高审计工作质量和效果；科学制定审计工作计划和考核评价办法，以保证工作事项的细化、工作标准的量化和工作时限的界定；修订各类审计业务指导文件，夯实制度建设。

2018 年，公司有序推进各项审计工作，除常规审计外，还开展了包括风险化解跟进审计、信息系统审计、薪酬与绩效考核审计、案防审计等各类专项审计，充分发挥监督评价职能。2018 年，公司持续加强集团审计的管控力度，



要求分公司开展指令性常规审计和非指令性专项审计，实现分公司业务经营和财务管理的审计全覆盖，及时堵塞项目漏洞、规范财务行为；加强分公司审计人员配备，并明确年度工作任务及要求；按照“两级管理、分类指导”的原则，对子公司采取差异化管理方式。

总体看，公司不断加强内部控制体系建设，各项审计工作得到有序展开，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。

## 五、主要业务经营分析

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投资投行及资产管理业务以及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。公司在进行不良资产收购、管理和处置过程中，积极开展并购重组，将业务范围拓展至银行、证券、保险、信托、金融租赁、基金等多个领域。

### 1. 不良资产经营管理业务

不良资产经营管理业务是公司的核心业务，公司在开展银行不良资产收购处置的同时，将收购处置范围延伸到非银行金融类和非金融类企业的不良资产。在收购处置不良资产的过程中，公司通过不良资产经营、问题企业救助、中小企业特色金融服务等业务延伸资产经营价值链，提升资产处置回收价值。2018年，公司实现不良资产处置净收入158.62亿元，较上年减少14.55%，占公司营业收入的43.37%。整体看，公司不良资产处置净收入有所减少，但对公司营业收入和利润的贡献度仍保持较高水平。

目前公司收购的不良资产以金融类不良资产为主，其中银行类不良资产占比较高。近年来，公司不断加大对各家银行的营销拓展力度，深入推进与金融机构总部在不良资产批量收

购、合作处置领域的合作，推动金融不良资产收购业务的发展。公司合作的银行主要为大型商业银行和股份制商业银行，公司收购银行不良资产的方式主要为市场化不良资产包收购。公司在不断加强与金融机构合作力度的同时，也重视推动非金融类不良资产业务发展。公司非金融类不良资产主要来自于各类非金融机构（不包括自然人）因日常生产经营活动或资金往来产生的债权类、股权类和实物类不良资产。截至2018年末，母公司收购不良债权资产的账面价值为2731.56亿元。

从不良债权资产的经营和处置模式来看，公司不良债权资产经营模式分为传统类不良资产经营模式和附重组条件类不良资产经营模式。其中传统类不良资产主要来源于银行，公司进行债权收购后承接银行与债务人的债权债务关系，在处置过程中通常通过债权重组、诉讼追偿以及出售等方式发现和提升资产价值。针对以传统方式经营处置的不良资产，公司以短期持有、快速处置的方式为主。附重组条件类不良资产来自于金融及非金融机构，公司进行债权收购过程中通过与债权人和债务人达成重组协议，约定还款金额、还款模式、还款时间、抵质押物及担保安排，在此模式下，收益的金额和支付时间均已在签订重组协议时确定。随着宏观经济增速的放缓，近年来商业银行不良贷款规模呈上升趋势，非金融机构资金链趋紧，不良债权资产的产生以及处置的需求均显著上升。公司进一步回归和强化不良资产经营处置主业，因不良资产经营处置业务有“逆周期收购、顺周期处置”的特性，存量资产的利润有待释放，公司2018年不良资产处置收入有所下降。随着地方资产管理公司的不断设立，不良债权资产处置牌照稀缺性有所下降但凭借丰富的处置经验以及较强的专业优势，公司不良资产经营业务发展空间仍较大。

### 2. 投资投行及资产管理业务

公司依托在开展不良资产经营业务中积累

的资产、客户和技术优势，通过并购重组、股权投资、固定收益及财务顾问业务实现佣金及手续费收益与投资收益，推进公司投资投行及资产管理业务发展。同时，作为不良资产经营业务的延伸和补充，投资投行及资产管理业务是提升不良资产价值的重要手段，其经营主体主要为母公司、长城国融投资、长城国富置业、长城基金、长城国际、其他金融平台的资产管理（财富管理）中心。2018年，公司投资投行及资产管理业务实现收入 37.15 亿元，占公司营业收入的 10.13%。

公司投资投行业务以上市公司为投资和退出载体，以并购重组为核心，综合运用多种投资银行手段，推进上市公司并购重组业务，帮助企业持续发展。近年来，公司重点围绕医疗健康、节能环保、军工航天、高端制造、养老地产等重点行业开展投资投行业务。公司投资投行业务主要包括对不良资产追加投资，对具有发展潜力的企业提供阶段性股权投资或信托投资，通过设立私募股权投资基金，对具有良好发展前景的企业开展 Pre-IPO 投资，参与 A 股中小企业非公开发行股份的认购，通过资产注入、股权注入或股权互换等方式对企业实施重组和提供服务，为企业在资本市场直接融资提供服务。此外，公司还运用旗下证券平台，开展证券类投资投行业务。集团在积极利用自有资金开展投资投行业务的同时，还积极发展第三方资产管理业务以及其他投资业务。

长城国融投资是公司专门从事股权投资及投资管理的全资子公司，注册资本为 3.00 亿元。近年来，长城国融投资发挥自身优势，以上市公司并购重组、定向增发、股权投资业务为主要手段，重点拓展医疗医药、养老、健康产业等行业项目，投资投行业务稳步发展。截至 2018 年末，长城国融投资资产总额 377.33 亿元。

长城国富置业是公司旗下以房地产开发经营为主业的子公司，注册资本为 10.00 亿元，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。长城国富置业依托公

司资源，积极参与公司有增值潜力和重大重组价值的房地产项目运作，为提升公司系统内不良资产价值提供专业化服务。截至 2018 年末，长城国富置业资产总额 133.25 亿元，所有者权益为 33.48 亿元；2018 年实现净利润 6.05 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。自成立以来，长城投资基金作为一般合伙人（GP）已受托管理 67 支合伙制基金，涵盖证券投资、股权、债权等类型。截至 2018 年末，长城投资基金资产总额 4.34 亿元，所有者权益合计 4.13 亿元；2018 年实现营业收入 0.98 亿元，净利润 0.91 亿元。截至 2018 年末，基金管理规模达到 616.01 亿元。

### 3. 多元平台综合金融服务业务

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、担保、保险、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。

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社基础上组建而成的地方性股份制商业银行，截至 2018 年末，公司持股比例为 40.92%。截至 2018 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 2018 年末，长城华西银行资产总额 1036.82 亿元，所有者权益

85.81 亿元；2018 年实现营业收入 23.13 亿元，净利润 4.90 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%，注册资本为 33.50 亿元。目前在北京、上海、深圳、广州、厦门等大中城市拥 19 家分公司、23 家证券营业部和 4 家子公司，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。截至 2018 年末，长城国瑞证券资产总额 126.79 亿元，所有者权益 45.20 亿元；2018 年实现营业收入 5.01 亿元，净利润 1.27 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。截至 2018 年末，长城新盛信托资产总额 13.73 亿元，所有者权益 9.15 亿元，信托资产规模 276.77 亿元；2018 年实现营业收入 4.52 亿元，净利润 2.46 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 2018 年末，长城国兴金融租赁资产总额 592.95 亿元，其中应收融资租赁款净额 548.40 亿元，所有者权益 56.88 亿元；2018 年实现营业收入 41.54 亿元，净利润 6.52 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 2018 年末，长生人寿资产总额 64.96 亿元，所有者权益 8.55 亿元；2018 年实现保险业务收入 23.16 亿元。

长城融资担保是公司开展担保业务的全资子公司，公司持股比例为 100.00%，注册资本为 7.39 亿元，主要业务为向企业和个人提供融资性担保业务，兼营诉讼保全担保、履约担保业务以及融资咨询、财务顾问等中介业务，以自有资金开展投资业务等。截至 2018 年末，长城融资担保资产总额 9.70 亿元，所有者权益 8.72 亿元；2018 年实现净利润 0.19 亿元。

长城国际是公司在香港的全资子公司，公司持股比例为 100.00%，注册资本 3.59 亿港元，是公司立足香港，面向国际金融与资本市场的窗口、平台和渠道，主要业务为基金管理、资产管理与金融中间服务等。截至 2018 年末，长城国际资产总额 379.06 亿港元，所有者权益 10.83 亿港元；2018 年实现净利润 7.54 亿港元。

长城金桥咨询是在国家工商总局注册的全国性综合金融咨询服务公司，持有中国人民银行“信贷市场评级”资质，公司持股比例为 100.00%，注册资本为 0.50 亿元人民币，主要业务包括金融债权估值，项目评估，企业信用评估和咨询，投资、融资、财务、法律、信息咨询，计算机软件的开发、销售，工程造价和预决算咨询，在黑龙江省及河南省设立了分公司。截至 2018 年末，长城金桥咨询资产总额 1.83 亿元；所有者权益为 1.50 亿元；2018 年，长城金桥咨询实现净利润 0.43 亿元。

总体看，公司搭建了涵盖多方面业务的多元化经营平台，银行、证券、信托、租赁、保险等业务主要由子（孙）公司独立开展，多元化经营平台的建立和协同效应的逐步显现将为公司未来业务持续发展奠定基础。



## 六、风险管理分析

公司建立组织架构健全、职责边界清晰的风险治理架构，建立多层次、相互衔接、有效制衡的运行机制。董事会下设风险管理委员会履行其全面风险管理的一部分职责，下设战略发展委员会履行新产品、新业务风险管理、重大机构重组等职责。经营层下设风险管理委员会，审议审批经营层的有关风险事项。

公司董事会承担全面风险管理的最终责任，监事会承担全面风险管理的监督责任，高级管理层承担全面风险管理的实施责任；公司业务条线承担风险管理的直接责任；风险管理条线承担制定政策和流程，监测和管理风险的责任；内审部门承担业务部门和风险管理部门履职情况的审计责任。总部风险管理部承担制定全面风险管理政策和流程、监测和管理风险的责任，并牵头履行全面风险管理的日常管理；各分公司、子公司承担本单位风险管理的主体责任。各部门、各经营单位责任明确，相互制约，形成高效运转、有效制衡的监督约束机制。各部门、各单位分工明确，各司其责，形成覆盖各个业务条线、分公司、子公司的全面风险管理体系，贯穿决策、执行和监督全部管理环节。

公司按照分层管理的原则建立风险管理政策制度体系，按性质分为风险管理基本政策类、风险管理制度类、风险管理细则类三个层级。实现集团和法人层面，对各分公司、子公司、业务条线，对表内和表外、境内和境外、本币和外币业务涉及的各类风险，进行识别、计量、评估、监测、报告、控制或缓释。

### 1. 信用风险

公司信用风险主要涉及公司不良债权资产组合、金融子公司的固定收益产品投资组合、融资租赁业务涉及的应收融资租赁款以及其他资产负债表内外信用风险敞口。

公司根据银保监会有关信用风险管理的指

引的要求，不断完善信用风险管理的制度和系统建设，制定了《企业信用评级工作规程》和《客户授信审核工作指引》，对客户信用质量开展评价和授信管理；制定并完善了《金融不良资产收购、管理与处置业务管理规程》、《非金融不良资产业务实施细则》等文件，在项目立项、尽职调查与业务审核方面控制信用风险；制定并完善《客户集中度风险管理办法》，测算客户风险限额，控制交易额度，避免与单一客户过度交易风险；修订完善《资产质量分类管理办法》，规范资产风险分类管理行为，真实反映资产质量，为公司计提风险准备金提供依据，全面提升风险管理能力和资产管理水平。同时，公司根据风险管理的客观需要，增加信用风险管控工具，开发并持续优化内部评级系统，通过该系统实现客户信用评级、客户风险管理限额测算以及业务评级，提高信用风险管控能力。

2018年，公司根据经济形势发展和业务开展情况，动态调整项目收购标准，提高资产质量，提升项目风险管理水平，推动不良资产经营业务稳健发展

总体看，公司建立了适合自身业务发展的信用风险管理制度，并不断完善信用风险管理体系。

### 2. 市场风险

市场风险是市场价格（利率、汇率、股票价格和商品价格）的不利变化而使公司表内业务和表外业务发生损失的风险，公司市场风险主要涉及权益类投资业务、传统收购处置类业务、股票、基金、债券等。

针对传统收购处置类业务，公司按照《外部评估工作规程》和《内部估值工作规程》对该类资产定期进行评估，以准确反映资产实际价值，合理计量公司经营过程中的市场风险；针对权益类投资、股票、基金、债券业务等，公司制定了《上市公司股票管理操作管理办法》、《同业业务管理办法》、《债券业务管理办法》等制度文件，对具有市场风险特征的该类

资产进行监测、计量、控制，加强市值管理；针对公司持有的上市公司股权的价格波动风险，公司密切关注宏观经济和行业基本面变化、商品价格波动等因素对所持有股权企业经营、财务和股权估值产生的影响，加强研究分析，相应制定和调整上市股权的市值管理策略。对于子公司面临的市场风险，公司针对不同行业分别建立了市场风险管理机制，子公司需定期向公司风险管理部进行报告。

### 3. 流动性风险

公司流动性风险主要源于项目回收资金进度滞后于预期、融资能力不能满足业务发展需求、资产负债期限结构错配以及流动性储备不足等方面。公司制定了《集团流动性管理办法（试行）》，建立了集团统一的流动性风险管理政策和制度，对总部各部门、各分公司、各平台公司在流动性风险管理中的职责和权限进行了规范，对于流动性风险指标计算、流动性风险监测和报告流程制定了标准和要求，同时规定了集团流动性管理的各项具体措施，包括：母公司资金统一管理、持续完善资产负债期限结构、持有适度的优质流动性资产、关注负债流动性管理、完善日间流动性管理和监测流动性风险指标状况等方面。对于平台公司流动性管理，公司提出了具体管理要求，并规范了平台公司向母公司申请流动性支持的审批流程。

公司积极提升负债管理与融资管理能力，不断改善负债结构，积极拓展金融债券及非银行类资金来源，构建稳健、多元、分散化的融资体系，大力拓展低成本融资渠道，并根据资产负债期限结构变化情况主动调整负债期限配置，保持资产负债期限动态匹配。

总体看，公司不断完善流动性管理体系，流动性风险管理能够满足公司流动性风险防范的需求。

### 4. 操作风险

操作风险是指由于不完善或有问题的内部

操作过程、人员、系统或外部事件而导致的直接或间接损失的风险。公司主要通过以下方式加强和细化操作风险管理：一是推动产品标准化管理。公司制定了业务产品指南，以市场需求为导向，以“可复制、可推广、可持续”为标准，对业务流程、交易结构、定价标准、风险控制等方面进行规范，积极推动产品标准化。二是加强法律事务管理。公司通过建立与完善项目法律审查、合同管理、授权管理、诉讼案件管理等方面的制度，有效防范法律风险和操作风险，维护公司合法权益。三是完善业务审核制度。公司构建包括初审、专业审核、综合审核等流程的审批管理模式，进一步优化业务审核审批流程、提高业务审核质量和效率；建立业务审核评价体系，提高业务审核标准的科学性，切实履行审核职责，以有效支持和保障公司科学决策。四是完善项目后期管理制度。公司建立有效的项目后期管理政策和程序，以明确管理主体、落实管理责任、细化管理要求、健全问责机制。五是制定适当的信息科技政策和程序。公司充分识别、评估、监测和管理信息科技风险，建立完备的信息科技基础设施，以满足当前和未来业务需要，确保系统安全运行、数据完整可靠，为全面风险管理体系建设提供技术支持。六是完善采购业务管理规范。公司对采购业务进行评估、管理和监测，并与服务提供商签署全面的合同和服务协议，明确规定双方责任。

总体看，公司风险管理水平不断提高，随着业务的快速发展和多元化经营的推进，公司需要进一步完善风险管理体系，提高风险管理水平。

## 七、财务分析

公司提供了2018年合并财务报表，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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。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 18 家控股公司。本报告中 2017 年度、2016 年度财务数据均采用重述之后的数据。

### 1. 资产质量

2018 年，公司资产规模保持增长，但增速明显放缓。截至 2018 年末，公司资产总额为 6693.01 亿元，较上年末增长 4.14%。从资产结构来看，以投资资产和发放贷款和垫款为主，资产结构变化不大（见附录 2：表 1）。

公司现金类资产由货币资金和存放中央银行款项构成。2018 年，公司货币资金规模和存放中央银行款项均有所下降，导致公司现金类资产规模以及占资产总额的比重均有所下降。截至 2018 年末，公司现金类资产总额 440.32 亿元，占资产总额的 6.58%。其中，货币资金与存放中央银行款项分别占现金类资产的 80.29%和 19.71%；货币资金主要为公司自有的银行存款。

2018 年，公司拆出资金规模快速下降，买入返售金融资产规模大幅增加，同业资产规模及占资产总额的比重均较上年末有所上升。截至 2018 年末，公司同业资产总额 303.24 亿元，占资产总额的 4.53%。其中，拆出资金 52.86 亿元；买入返售金融资产 250.38 亿元，产品标的以债券和股票为主。

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。2018 年，公司发放贷款和垫款规模较上年末小幅增长，但占资产总额的比重略有下降。截至 2018 年末，公司发放贷款和垫款总额 1169.41 亿元，较上年末增长 2.79%，增速明显放缓；扣除减值准备后的净额为 1095.97 亿元。其中，来源于长城华西银行信贷业务的发放贷款和垫款余额 466.35 亿元，占贷款总额的 39.88%，担保方式以抵质押为主；应收融资租赁款余额 618.60 亿元，占贷款总额的 52.90%，主要来源于长城国兴金融租

赁业务款项。截至 2018 年末，公司发放贷款和垫款共计提减值准备 73.44 亿元，其中贷款减值准备 30.15 亿元，应收融资租赁款减值准备 40.23 亿元。

公司投资资产包括以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产、应收款项类金融资产、持有至到期投资、长期股权投资和投资性房地产。2018 年，公司积极回归不良资产清收处置主业，主动调整投资资产结构，体现为公司大幅降低可供出售金融资产和应收款项类金融资产的配置力度，同时大幅加大计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的收购的不良债权规模，整体投资资产规模小幅上升。截至 2018 年末，公司投资资产余额 4625.53 亿元，计提减值准备后净额为 4534.97 亿元，较上年末增长 4.54%。其中，应收款项类金融资产占投资资产余额的 36.05%，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占 42.86%，可供出售金融资产占 14.45%。公司应收款项类金融资产包括自金融机构收购的不良贷款、自非金融机构收购的应收款项和其他债务工具，2018 年末应收款项类金融资产投资净额 1580.90 亿元，较上年末减少 16.75%。其中，自金融机构收购的不良贷款 388.99 亿元，较上年末减少 23.91%；自非金融机构收购的应收款项 901.82 亿元，较上年末减少 7.88%；其他债务工具 374.71 亿元，较上年减少 20.90%，其他债务工具包含结构化债权安排 54.22 亿元，资产管理计划 93.20 亿元，信托产品 203.26 亿元，债权 24.02 亿元。2018 年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产呈快速增长态势，年末余额为 1982.57 亿元，较上年末增长 42.33%，其中收购的不良债权 1765.66 亿元，较上年末增长 61.46%；债券投资 40.83 亿元，较上年末减少 61.64%，主要来源于长城国瑞证券与长城华西银行所持有的债券，主要为金融债券投资；股票与基金（含私募基金，未上市股权投资，限售股权）投资 151.58 亿元；另有部分资产管理计划、可转换企业债、理财

产品和贷款。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产余额 663.09 亿元，较上年末减少 23.57%，其中债券（含资产支持证券，同业存单）与权益工具投资余额分别占 39.38% 和 27.28%，另有部分基金、信托产品、资产管理计划和理财产品。截至 2018 年末，公司分别对应收款项类金融资产和可供出售金融资产计提减值准备 84.62 亿元和 5.34 亿元。

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。2018 年，公司其他类资产规模有所下降，占资产总额的比重基本保持稳定。截至 2018 年末，公司其他类资产余额 318.52 亿元，其中应收款项余额 68.28 亿元，期限主要集中在 1 年（含 1 年）以内；抵债资产 57.22 亿元，以房屋及建筑物为主；递延所得税资产 47.94 亿元；其他资产 73.96 亿元，主要为房地产开发成本和其他应收款；固定资产 34.72 亿元；另有部分商誉和应收利息等。

从母公司的资产情况来看，2018 年中国长城资产母公司资产总额保持增长，但增速明显放缓。其中，同业资产规模及占比有所上升，现金类资产和投资资产占比基本保持稳定。截至 2018 年末，中国长城资产母公司的资产总额 4607.13 亿元，较上年末增长 8.83%。其中，现金类资产占总资产的 5.33%，投资类资产占 77.86%，其他资产占 13.07%。截至 2018 年末，母公司投资资产净额 3587.27 亿元，其中，应收款项类投资余额 1230.20 亿元，包括来自金融机构的不良贷款 373.48 亿元，非金融机构的应收款项 718.74 亿元，结构化债权安排（标的为银行不良资产）97.26 亿元，资产管理计划 16.70 亿元，应收款项类投资计提减值准备 62.87 亿元；可供出售金融资产余额 274.50 亿元，计提减值准备 5.21 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额 1859.29 亿元，以收购的不良债权为主。

总体看，2018 年公司资产规模保持增长，但受负债端较少融入同业资金力度影响，增

速明显放缓，资产结构基本保持稳定；回归不良资产清收处置主业，投资资产结构有所调整。

## 2. 负债来源

2018 年，公司负债规模保持增长，但增速放缓。截至 2018 年末，公司负债总额 6047.94 亿元，较上年末增长 4.04%，以借款、吸收存款和应付债券为主，同业负债占比较低（见附录 2：表 2）。

2018 年，公司调整负债结构，同业负债占比下降。截至 2018 年末，公司同业负债余额 92.15 亿元，其中，卖出回购金融资产款 38.10 亿元，产品标的以债券为主；拆入资金 54.05 亿元。

公司客户存款主要来自长城华西银行吸收的存款，受银行业回归传统存贷款业务本源影响，2018 年存款规模以及占负债总额的比例均有所上升。截至 2018 年末，公司客户存款余额 625.93 亿元，占负债总额的 10.35%。从存款结构来看，储蓄存款占客户存款的 35.84%；从存款期限来看，定期存款占客户存款的 52.47%。

2018 年，公司应付债券规模保持增长，占负债总额的比重有所上升。截至 2018 年末，公司应付债券余额 596.86 亿元，占负债总额的 9.87%。其中应付金融债余额 307.91 亿元，包含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 173.33 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 90.62 亿元，包含长城华西和国兴租赁发行的二级资本债面值 6.00 亿元和 10.00 亿元，中国长城资产母公司发行二级资本债券面值为 75.00 亿元。

2018 年，公司借款规模保持增长，但增速放缓，公司借款占负债总额的比重保持增长，是主要的负债来源。2018 年以来，公司继续降低短期借款规模，同时加大长期借款规模，公司借款期限结构有所调整。截至 2018 年末，公司借款余额 4321.34 亿元，较上年末增长 13.38%，占负债总额的 71.45%。其中，短期借

款 1295.46 亿元，较上年末下降 15.67%，占借款总额的 29.08%，以银行信用贷款为主，短期借款年利率范围集中在 4.08%-6.92%；长期借款 3025.88 亿元，较上年末增长 33.00%，占借款总额的 70.02%，长期借款主要为期限在 1 年至 5 年（含 5 年）的固定利率借款，利率范围为 3.50%-8.00%。

2018 年，公司其他类负债的规模及占比有所下降。截至 2018 年末，公司其他类负债总额 411.67 亿元。其中，向中央银行借款 21.34 亿元；应付款项 72.06 亿元，期限主要在 1 年（含 1 年）以内；其他负债 212.75 亿元，其中合并结构化主体其他所有者权益 146.19 亿元，占其他负债的 68.72%，为公司私募基金、信托、理财产品及资产管理计划。

从母公司负债结构来看，2018 年，中国长城资产母公司负债总额保持增长，但增速有所放缓。截至 2018 年末，中国长城资产母公司负债总额为 3996.69 亿元，较上年末增长 8.55%。其中同业负债较上年末下降 89.64%，占负债总额的 0.50%，全部为卖出回购金融资产款项；借款占负债总额的 95.21%，长期借款规模持续上升，借款期限结构有所调整；其他类负债占 2.43%。截至 2018 年末，中国长城资产母公司借款总额 3805.10 亿元，其中短期借款占 26.31%，全部为银行信用借款，利率范围在 4.08%-5.95%；长期借款占 73.69%，期限主要在 1 年至 5 年（含 5 年）以内。

总体看，2018 年公司负债规模保持增长态势，但增速明显放缓，负债结构较为稳定，以借款为主，借款期限结构持续调整。

### 3. 盈利能力

公司营业收入主要来源于主营业务净收入、中间业务净收入和投资收益。其中，公司主营业务净收入以不良资产处置净收益、租赁公司净收入和已赚保费为主；中间业务收入包括增信担保业务、咨询业务、银行业务和基金管理业务等收入。2018 年，受主营业务收入和

中间业务收入下降影响，公司营业收入较上年有所下降。2018 年，公司实现营业收入 365.69 亿元，较上年减少 5.21%，其中主营业务净收入和投资收益分别占营业收入的 54.86% 和 26.71%（见附录 2：表 3）。

不良资产经营业务是公司的核心业务，对公司营业收入的贡献度高。2018 年，公司不良资产处置净收益 158.62 亿元，较上年下降 14.55%。其中，以公允价值计量的不良债权收益、应收款项类不良债权收益和抵债资产处置收益分别占不良资产处置净收益 32.93%、67.05% 和 0.02%。公司投资收益主要来源于可供出售金融资产、交易性金融资产、应收款项类投资和长期股权投资产生的收益。2018 年，得益于应收款项类投资和长期股权投资产生的投资收益规模明显上升，公司投资收益保持增长。2018 年，公司实现投资收益 97.67 亿元，较上年增长 24.71%，其中可供出售金融资产、交易性金融资产、应收款项类投资和长期股权投资产生的收益分别占 30.11%、17.19%、31.88% 和 17.27%。2018 年，公司实现公允价值变动损益 48.39 亿元，较上年增长 66.49%，主要指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值上升所致。2018 年，公司中间业务净收入大幅下滑，主要是咨询业务收入和增信担保收入大幅下滑的同时，中间业务支出较快增加所致。2018 年，公司实现中间业务收入 1.62 亿元，较上年下降 85.29%，其中咨询业务收入 2.61 亿元，受托资产管理业务收入 3.27 亿元，增信担保业务收入为零。

2018 年，公司其他业务收入规模明显下降，当年实现其他业务收入 17.09 亿元，较上年下降 62.26%。

公司营业支出主要由业务及管理费、资产减值损失、保险业务支出和其他业务成本构成。2018 年，由于资产减值损失和其他业务成本明显增加，推动营业成本较快增长，全年发生营业支出 339.06 亿元，较上年增长 29.91%。其中，资产减值损失 70.65 亿元，贷款减值损失、应



收款项类投资减值损失与可供出售金融资产减值损失分别占资产减值损失的 18.46%、30.48% 和 52.74%；业务及管理费 41.61 亿元，较上年下降 5.71%，其中职工薪酬及福利占 57.12%；保险业务支出 21.55 亿元，主要来源于长生人寿保险业务支出；其他业务成本 201.96 亿元，主要为资产管理公司的利息净支出，较上年明显上升，主要是借款规模上升以及结构上长期借款占比增加所致。

2018 年，受公司主营业务和中间业务收入下滑影响，加之资产减值损失和其他业务成本推动营业成本大幅增加，公司净利润下降。2018 年，公司实现净利润 25.59 亿元，较上年减少 75.56%。从收益率指标看，平均资产收益率与平均净资产收益率分别为 0.39% 和 4.06%，平均资产收益率与平均净资产收益率大幅下降，盈利水平有待提高。

2018 年，受主营业务收入和中间业务收入减少影响，中国长城资产母公司营业收入增速放缓。2018 年，中国长城资产母公司实现营业收入 253.06 亿元，较上年增长 6.53%，其中不良资产处置净收益 153.92 亿元，较上年下降 11.73%，占营业收入总额的 60.82%；投资收益 30.94 亿元，占营业收入总额的 12.23%。2018 年，由于资产减值准备计提力度加大、融入资金规模快速增长导致母公司利息净支出规模明显上升，营业支出增幅显著。2018 年，中国长城资产母公司营业支出 233.27 亿元，较上年增长 59.92%，其中业务及管理费占 8.98%；资产减值损失占 16.17%；其他业务成本占 74.31%，主要为利息支出。2018 年，中国长城资产母公司实现净利润 19.00 亿元。

总体看，2018 年，公司主营业务和中间业务收入有所下滑，加之资产减值损失和利息净支出的增加，推动营业成本快速增长，对利润的实现带来不利影响，盈利水平下降。

#### 4. 现金流分析

从现金流方面来看，2018 年，在应收款项

类金融资产支付的现金净额和偿还债务支付的现金规模下降影响下，公司经营活动产生的现金净流出规模有所收窄；在投资支付现金规模下滑的影响下，投资活动产生的现金流保持净流出较上年小幅收窄。2018 年，公司筹资活动产生的现金流由流入转为流出状态，主要是由于偿还债务支付现金增加所致。整体看，公司现金流较为充裕（见附录 2：表 4）。

#### 5. 资本充足水平

2018 年，公司主要通过增资扩股和利润留存对资本进行补充，2018 年公司未进行股利分配。2018 年，公司继续引入全国社会保障基金理事会、中国财产再保险有限责任公司、中国大地财产保险股份有限公司、中国人寿保险（集团）公司 4 家战略投资者，根据协议合计将募集资金 121.21 亿元。截至 2018 年末，公司股东权益合计为 645.07 亿元，其中股本 467.99 亿元，资本公积 19.58 亿元，盈余公积 17.48 亿元，其他综合收益-35.11 亿元，一般风险准备 61.23 亿元，未分配利润 33.88 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司已收到全部募集资金，增资后公司注册资本增至 512.34 亿元，资本实力进一步夯实。

截至 2018 年末，中国长城资产母公司股东权益 610.44 亿元，其中股本 467.99 亿元，盈余公积 17.48 亿元，其他综合收益-3.06 亿元，未分配利润 57.40 亿元。同时，2018 年二级资本债券的成功发行，进一步对资本进行了补充。截至 2018 年末，母公司资本充足率为 12.64%，资本充足，截至 2019 年 3 月末，中国长城资产增资完成后，资本充足率为 14.03%，资本充足水平进一步提升。

#### 6. 偿债能力

2018 年，公司资产负债率基本保持稳定，当年末资产负债率 90.36%，杠杆水平较高。2018 年，公司 EBITDA 余额 273.31 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.12 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 19.24 倍，公司盈利情况对债务本金的保障程度一般（见附录 2：表 5）。

2018 年，中国长城资产母公司的资产负债率基本保持稳定（见附录 2：表 6），当年末资产负债率为 86.75%。2018 年，母公司 EBITDA 为 194.50 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.12 倍，母公司盈利情况对利息支出的保证程度一般；全部债务/EBITDA 为 20.36 倍，母公司盈利情况对债务本金的保障程度一般。

综合看，公司作为国有控股的资产管理公司，在不良资产处置方面处于市场领先地位，资本实力强，整体抗风险能力强，公司整体的偿付能力强。

## 八、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）存续期内的金融债券为 631.39 亿元，二级资本债券（含次级债券）本金余额为 106.00 亿元，金融债券的偿付顺序在二级资本债券之前。以 2018 年末财务数据（合并口径）为基础进行简单计算，中国长城资产可快速变现资产、股东权益和净利润对金融债券和二级资本债券本金的保障倍数见表 8、表 9。总体看，考虑到公司的行业地位以及畅通的融资渠道，中国长城资产对已发行金融债券和二级资本债券的保障情况较好。

表 8 金融债券保障指标 单位：亿元、倍

项目	2018 年
金融债券本金	631.39
可快速变现资产/金融债券本金	1.72
净利润/金融债券本金	0.04
股东权益/金融债券本金	1.02

资料来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

表 9 二级资本债券保障指标 单位：亿元、倍

项目	2018 年
金融债券及二级资本债券本金	737.39
可快速变现资产/金融债券及二级资本债券本金	1.48

净利润/金融债券及二级资本债券本金	0.03
股东权益/金融债券及二级资本债券本金	0.87

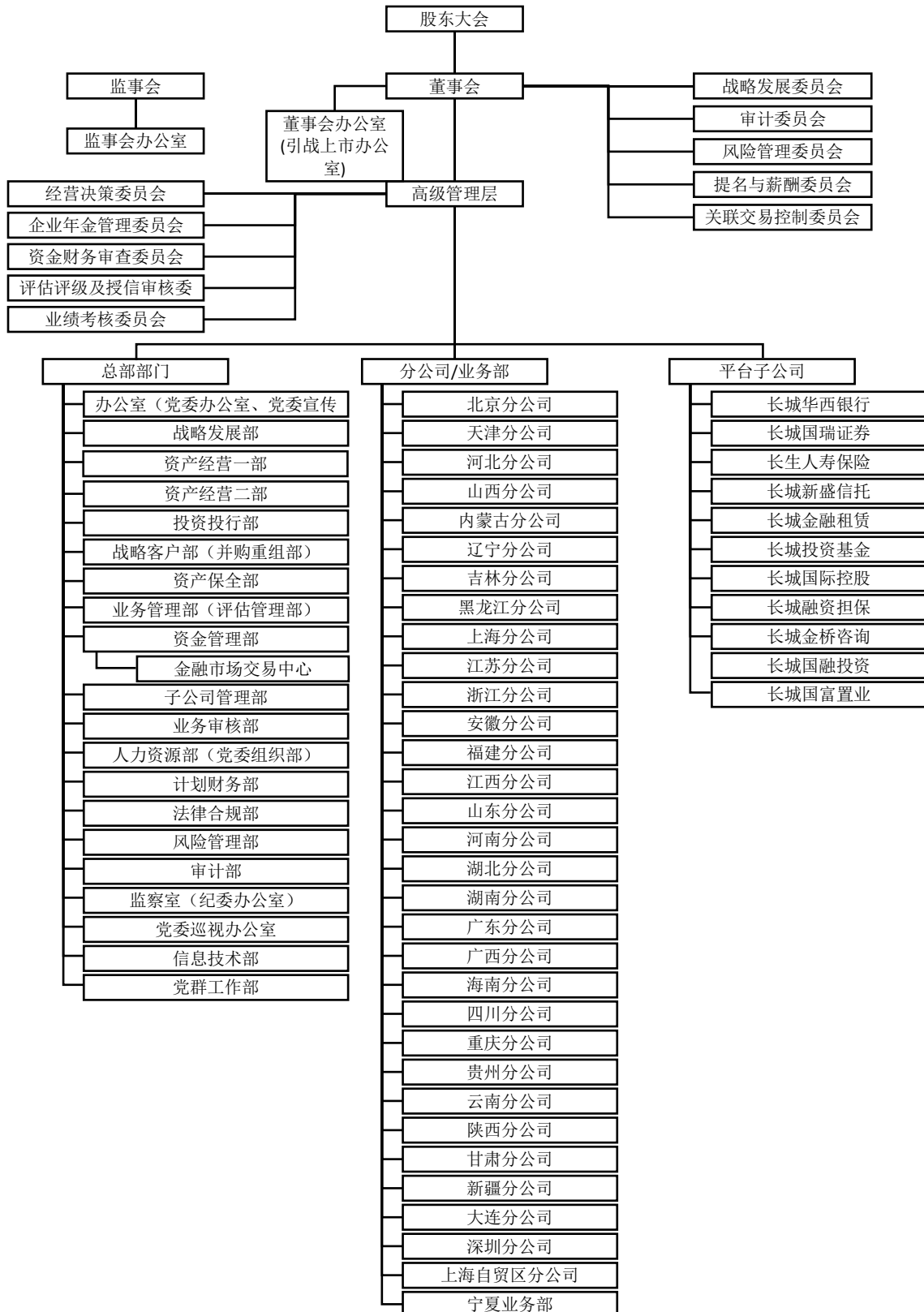
注：债券本金以公司合并口径，汇率按照 2018 年末中行折算价

资料来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

## 九、评级展望

公司作为财政部控股的四家国有金融资产资产管理公司之一，行业地位显著，能够得到中央政府的支持。自成立以来，公司先后收购、管理和处置金融机构及非金融机构不良资产超过万亿元，形成了较为丰富的资产管理处置经营和专业化的资产管理运作团队。2016 年，公司完成股份制改革并引入战略投资者，股权结构得到优化；2018 年，公司继续引入战略投资者，公司资本实力进一步得到提升，资本充足。公司以不良资产经营为核心业务，近年来在核心业务快速发展的同时搭建了涵盖银行、证券、信托、租赁、保险等业务在内的多元化经营平台。2018 年，公司主营业务收入下滑，营业收入有所下降，公司加大资产减值损失计提力度，同时借款规模上升以及结构上长期借款占比增加，影响融资利息净支出增加，导致营业支出较快增长，盈利水平大幅下降。联合资信认为，在未来一段时期内中国长城资产管理股份有限公司的信用水平将保持稳定。

## 附录 1 组织结构图



## 附录 2 主要财务数据及指标

表1 资产构成情况

单位: 亿元、%

项 目	2018年末		2017年末		2016年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
现金类资产	440.32	6.58	481.69	7.49	591.93	12.16
同业资产	303.24	4.53	199.13	3.10	209.29	4.30
发放贷款和垫款	1095.97	16.37	1067.04	16.60	914.78	18.79
投资资产	4534.97	67.76	4338.05	67.50	2920.34	59.98
其他类资产	318.52	4.76	341.21	5.31	232.79	4.78
<b>合 计</b>	<b>6693.01</b>	<b>100.00</b>	<b>6427.11</b>	<b>100.00</b>	<b>4869.13</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

表 2 负债结构

单位: 亿元、%

项 目	2018年末		2017年末		2016年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
同业负债	92.15	1.52	349.71	6.02	186.60	4.28
客户存款	625.93	10.35	576.44	9.92	609.77	13.98
应付债券	596.86	9.87	548.44	9.43	412.66	9.46
借款	4321.34	71.45	3811.38	65.57	2687.85	61.61
其他类负债	411.67	6.81	526.98	9.07	466.07	10.68
其中: 合并结构化主体其他所有者权益	146.19	2.42	152.39	2.62	138.96	3.19
<b>合 计</b>	<b>6047.94</b>	<b>100.00</b>	<b>5812.95</b>	<b>100.00</b>	<b>4362.96</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

表 3 主要盈利指标

单位: 亿元、%

项 目	2018年	2017年	2016年
营业收入	365.69	385.78	292.99
其中: 主营业务净收入	200.63	221.30	214.46
中间业务净收入	1.62	11.03	9.53
投资收益	97.67	78.32	68.91
公允价值变动收益	48.39	29.07	-6.04
营业支出	339.06	261.00	196.53
其中: 营业税金及附加	3.29	6.55	5.65
业务及管理费	41.61	44.12	39.79
资产减值损失	70.65	32.03	36.82
保险业务支出	21.55	17.35	18.12
其他业务成本	201.96	160.95	96.15
净利润	25.59	104.71	89.13
平均资产收益率	0.39	1.85	2.09
平均净资产收益率	4.06	18.69	19.17

数据来源: 中国长城资产审计报告, 联合资信整理

表 4 现金流状况

单位: 亿元

项 目	2018 年	2017 年	2016 年
经营活动产生的现金流净额	-2.93	-31.09	401.42
投资活动产生的现金流净额	-95.44	-107.45	-300.19
筹资活动产生的现金流净额	-15.31	160.75	306.39
现金及现金等价物净增加额	-113.07	17.17	411.47
期末现金及现金等价物余额	576.26	689.33	672.16

数据来源: 中国长城资产审计报告, 联合资信整理

表 5 主要偿债能力指标

单位: %、倍

项 目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产负债率	90.36	90.44	89.60
EBITDA利息倍数	1.12	1.74	1.84
全部债务/EBITDA	19.24	16.30	15.62

数据来源: 中国长城资产审计报告, 联合资信整理

表 6 母公司主要偿债能力指标

单位: %、倍

项 目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
资产负债率	86.75	86.98	83.85
EBITDA利息倍数	1.12	1.80	2.13
全部债务/EBITDA	20.36	16.85	14.53

数据来源: 中国长城资产审计报告, 联合资信整理



### 附录3 有关计算指标的计算公式

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+持有至到期投资+应收款项类投资+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×100%
平均资产收益率	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	净利润/[(期初净资产总额+期末净资产总额)/2]×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×100%

## 附录 4-1 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 4-2 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 4-3 评级展望设置及其含义

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

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