

信用等级公告

联合〔2020〕2761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



中国长城资产管理股份有限公司

2020 年跟踪评级报告

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: 2020 年 7 月 28 日

上次跟踪评级结果

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

主要数据

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额(亿元)	6427.11	6651.56	6010.16
负债总额(亿元)	5812.95	6047.94	5389.68
所有者权益(亿元)	614.17	603.62	620.48
资产负债率(%)	90.44	90.93	89.68
全部债务/EBITDA(倍)	16.30	18.56	18.98
资本充足率(%)	12.55	12.64	14.36
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入(亿元)	385.78	370.05	326.69
利润总额(亿元)	126.40	37.22	22.79
净利润(亿元)	104.71	33.10	12.46
EBITDA(亿元)	304.51	283.33	239.36
EBITDA 利息倍数(倍)	1.74	1.16	1.12
平均资产收益率(%)	1.85	0.51	0.20
平均净资产收益率(%)	18.69	5.44	2.04

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

联合资信评估有限公司(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,在公司治理、协同运营、专业化运作、股东支持等方面所具备的优势。2018 年以来,公司引入战略投资者进行增资扩股,资本实力进一步得到提升,资本充足。同时,联合资信也关注到,公司资产负债率较高、盈利能力有待提高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,公司将积极推进业务回归本源,加大主营业务的发展力度,积极拓展实质性重组业务,综合竞争力将保持强水平。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。

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(75 亿元)信用等级为 AAA,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,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. **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. **资本实力不断提升。**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. **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，不断提升核心竞争力，搭建了实质性重组业务，推动主营业务收入有所增长；公司持续推进商业化转型，搭建了涵盖银行、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. **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。**受投资收益和公允价值变动损益下滑影响，公司营业收入有所下降，加之较大的减值力度，整体盈利能力较弱，盈利能力有待提高。

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，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。

中国长城资产管理股份有限公司

2020 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 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，工商变更已完成，资本实力进一步夯实。此外，2019 年 12 月，财政部将其持有的公司 10% 的股权无偿划转给全国社会保障基金理事会，财政部持股比例下降至 73.53%，仍为公司的实际控制人，公司股东持股情况见表 1。

表 1 2019 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 2019 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 2019 年末，公司资产总额（合并口径）6010.16 亿元，负债总额 5389.68 亿元，所有者权益 620.48 亿元（其中少数股东权益 78.86 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 326.69 亿元，实现净利润 12.46 亿元。

截至 2019 年末，母公司资产总额 4036.81 亿元，负债总额 3432.86 亿元，所有者权益 603.95 亿元。2019 年，母公司实现营业收入 237.29 亿元，实现净利润 20.59 亿元。

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

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 年以来，公司根据债券发行条款的规定，在债券付息日

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. 宏观经济与政策环境分析

(1) 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 3），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 3 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	18.4
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	-3.9
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，

2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，

较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长 -19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长 -8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 -15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 -12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比

下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较上季度末进一步上升，生产者价格仍旧处于通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停

工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

（2）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期

二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

（3）宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强

调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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、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

● 行业概况

资产管理公司（Asset Management Companies，简称 AMC）的主营业务是不良资产经营，并由此延伸到投资、资产管理、

信托、担保、租赁等其他业务领域。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的接收处置作用，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、非银金融机构以及其他非金融机构。其中，银行不良资产主要指的是不良贷款，包括次级、可疑和损失贷款及其利息。随着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余额及不良贷款率持续攀升，风险化解需求增加。银保监会公布的数据显示，截至 2019 年末我国商业银行不良贷款余额 2.41 万亿元，不良贷款率为 1.86%，较上年末增长 0.03 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，近年来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。非金融企业不良资产，主要是指企业形成的各类坏账，最常见的就是企业被拖欠的各种货款、工程款等。国家统计局公布的数据显示，截至 2019 年末，我国工业企业应收票据和应收账款规模 14.34 万亿元，较上年末增长 6.41%，非金融企业应收账款逐步沉淀形成的坏账继续增厚不良资产储备。不良资产的下游投资者是不良资产的最终购买方，主要包括其他各类投资机构、工商企业及个人等。下游投资者通过购买、协议转让、参加法院拍卖获得不良资产，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。

● 行业竞争格局

目前随着国内地方 AMC 数量的不断增加，非持牌 AMC、银行系金融资产管理公司以及外资 AMC 的进入，不良资产管理行业格局逐步多元化，同时带来一定行业竞争加剧。但另一方面，市场竞争度的提升一定程度上有利于形成合理的市场价格，使不良

资产的价值得到最大实现。

我国不良资产管理行业目前已形成“4+2+N+银行系”的格局，即华融、长城、东方、信达四大金融资产管理公司（以下简称“四大 AMC”），每省原则上不超过两家省级地方资产管理公司（以下简称“地方 AMC”），众多非持牌的资产管理公司（以下简称“非持牌 AMC”），以及银行设立的主要开展债转股业务的金融资产管理公司。

四大 AMC 由财政部出资，于 1999 年先后成立，最初分别用以管理和处置工、农、中、建四大国有商业银行剥离的不良资产，是我国不良资产管理行业探索发展的起点。2007 年，四大 AMC 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，且能够在全国范围内批量收购金融机构不良资产，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 AMC 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，经银保监会公布后，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。截至 2019 年末，银保监会批准的可以参与金融不良资产批量转让业务的地方 AMC 数量已经近 60 家，各省级行政区均设立了至少一家地方 AMC，多数省级行政区设有两家地方 AMC，广东、浙江、福建、山东四省份已设有三家地方 AMC。与四大 AMC 相比，地方 AMC 缺乏不良资产处置

专业优势，在融资渠道、资金成本以及议价能力方面均有一定劣势。但考虑到目前大部分地方资产管理公司由各省市人民政府核准设立或授权，成立的目的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。此外，地方 AMC 在处置体量小、数量多、且分散的不良资产方面更具优势，处理方式更加灵活且有针对性，和当地政府、司法部门的协作优势提高了处置效率，这有助于地方 AMC 形成差异化的竞争优势。

非持牌 AMC 指的是不具备开展金融企业不良资产批量转让资质的资产管理公司，主要包括由民间资本成立并专门从事不良资产管理业务的投资公司、大型企业集团设立并以处理企业集团内部不良资产为主的资产管理公司等。目前，在我国长三角、珠三角等经济发达地区，从事不良资产处置的非持牌 AMC 数量繁多。

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业务。2017 年 8 月，银保监会起草《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，银行系金融资产管理公司随之诞生。目前，中、农、工、建、交五家银行系金融资产管理公司均已正式开业经营不良资产处置业务，银行系金融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。

2018 年 9 月，银保监会发布《中国银行保险监督管理委员会关于废止和修改部分规章的决定》，取消外资投资入股金融资产管理公司的比例。2020 年 2 月，全球知名不良资产投资管理公司橡树资本的全资子公司—Oaktree（北京）投资管理公司在北京完

成工商注册，成为我国首家外资不良资产管理公司。外资 AMC 的进入一方面代表国内金融市场对外开放及国际化并轨的进一步推进，另一方面或将为国内不良资产管理行业带来新的经营理念、经营模式和技术创新，并促进行业的健康发展。

● 不良资产经营模式

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。

不良资产管理公司在收购金融及非金融机构不良资产后需进行处置并从中获取收益，因此不良资产的经营处置能力也是衡量不良资产管理公司核心竞争力的重要标准。

目前，不良资产的传统经营模式主要包括收购处置及收购重组。收购处置模式下，不良资产管理公司通过公开竞标或协议转让方式承接不良资产包，并通过本息清收、诉讼追偿、处置抵押物等方式进行处置，最终获取不良资产的清收收益；也可采取二次出售的方式，将全部或部分收购的不良资产出售给其他不良资产投资者，最终获得买卖价差收益。由于金融行业不良资产的抵质押物主要为不动产，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。收购重组模式下，不良资产管理公司与债权人及债务人三方达成协议，在向债权企业收购债权的同时与债务企业及关联方达成重组协议条款，约定还款金额、方式、时间、抵押物等相关要素，因此收购重组模式下收益的确定性更强。此外，随着不良资产管理行业的不断发展成熟，市场化债转股、不良资产专项基金、不良资产证券化等创新经营模式应运而生，但

由于上述经营模式及交易架构更为复杂，目前更多处于探索尝试阶段。

● 监管政策

资产管理行业监管政策正在不断完善，目前已经对各类资产管理公司在业务资质方面做出了详细规定。未来监管政策将更加注重全面化和细节化监管，统一的行业监管规则也有望形成。

目前，四大 AMC 属非银行金融机构，由银保监会对其公司治理、内部控制、风险管理以及资本充足性等方面提出监管要求。地方 AMC 是否属于金融机构一直没有明确说法，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地区地方 AMC 的日常监管，包括机构设立、变更、终止、风险防范和处置等工作，并督促地方 AMC 严格遵守相关法律法规和监管规则。

2001—2008 年，财政部、银保监会等相继发布了多项监管政策，对四大 AMC 的财务处理、业务经营准则等进行了规定。2014—2016 年，随着金融资产管理公司业务不断丰富和积累，财政部、银保监会出台多项监管文件，对金融资产管理公司在公司治理、内部控制、风险管理、资本管理和业务准入等多个方面进行了明确详细的规定。2017 年末，银保监会下发《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》（银监发〔2017〕56 号），意味着金融资产管理公司资本监管框架已基本搭建完成，有助于金融资产管理公司提高资本使用效率，进一步发挥不良资产主业优势，防范多元化经营风险，实现稳健可持续发展。

2012 年，财政部、银保监会下发《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金〔2012〕6 号），明确了地方资产管理公司的设立条件，并对其不良资产业务和区域范围进行了限制。2016 年，银保监会下发《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》（银监办便函〔2016〕1738 号），取消了对

地方资产管理公司收购不良资产不得对外转让以及受让主体的地域限制，并允许有意愿的省市增设一家资产管理公司。2017年4月，银保监会办公厅下发《关于公布云南省、海南省、湖北省、福建省、山东省、广西壮族自治区、天津市地方资产管理公司名单的通知》（银监办便函〔2017〕702号），降低了不良资产批量转让门槛，将不良资产批量转让组包户数由“10户以上”降至“3户及以上”。

2018年6月，为规范商业银行新设债转股实施机构的行为，推动市场化银行债转股股权健康有序开展，银保监会发布《金融资产投资公司管理办法（试行）》，主要对银行系资产管理公司的设立资格、债转股业务范围和市场融资方式进行了严格界定，旨在指导商业银行进一步降低困难企业成本，优化金融资源配置，同时为商业银行提供了更多处置和化解风险资产的方式。

2019年7月，银保监会下发《中国银保监会办公厅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“通知”），意在加强对地方资产管理公司的规范化管理。通知强调，地方AMC应加强公司治理体系建设，提升风险管理能力，建立并完善信息披露制度，以及业务需回归本源、专注主业、脱虚向实等方面。同时，通知进一步明确了地方AMC收购不良资产业务范围，地方AMC应协助地方政府有效防控区域金融风险，服务地方实体经济，更好地支持金融供给侧结构性改革。

● 未来发展

我国经济“三期叠加”效应逐步显现，实体经济持续累积了较大的偿债压力，地方政府债务降杠杆，金融体系风险化解需求增加，多重因素带来不良资产供给增长的持续动力，给不良资产管理公司带来较大的发展空间；随着金融创新和不良资产业务市场化手段的不断丰富，不良资产处

置模式也愈发多样，不良资产管理行业也会更加成熟；随着监管规则的完善，行业也有望迎来规范发展。

与此同时，随着各类不良资产管理公司的进入，行业扩容将使得竞争加剧，优质资产的甄别获取能力和处置收益能力强弱在差异化竞争中愈发重要。此外，因不良资产管理的业务周期普遍较长，投资成本相对较高，对不良资产管理公司的流动性管理和融资能力提出更高要求。

（2）银行业

● 监管政策

近年来，金融监管部门保持“严监管”模式，接连出台了《商业银行委托贷款管理办法》（以下简称“委托贷款新规”）《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）《商业银行大额风险暴露管理办法》（以下简称“大额风险暴露管理新规”）《商业银行流动性风险管理办法》（以下简称“流动性新规”）等文件，对银行在资金业务、广义同业资金融入等方面进行规范和限制，强调银行回归“存贷款”业务本源；2020年，银保监会允许适当延长资管新规过渡期，一定程度上缓和了部分商业银行资产负债结构和表外业务调整压力。

LPR的持续推进或将加大商业银行利率风险管理难度。2013年下半年，中国人民银行正式开始运行贷款基准利率（LPR）集中报价和发布机制，并于2020年起要求各银行业金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同。LPR的全面运用将有利于提高银行业金融机构信贷产品定价效率和透明度，减少非理性定价行为。以LPR为基准的贷款定价机制与市场结合更加紧密，商业银行需要根据市场利率独立管理利率风险，利率风险管理难度或将加大。

信贷资产五级分类认定标准日趋严格。

信贷资产质量方面，银保监会印发《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，指出“根据单家银行逾期90天以上贷

款纳入不良贷款的比例，对风险分类结果准确性高的银行，可适度下调贷款损失准备监管要求”。2019年，各地方监管部门就银行业信贷资产质量又进一步提出了更高要求：已有地方银监部门鼓励有条件的银行将逾期60天以上的贷款纳入不良。整体而言，近年来监管部门有关商业银行资产质量方面的导向非常明确，即在不良贷款认定标准上日趋严格。

监管机构加强商业银行非信贷类资产管理。针对非信贷类资产，2019年4月，银保监会发布《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“金融资产风险分类暂行办法”），要求商业银行对表内承担信用风险的金融资产进行风险分类，包括但不限于贷款、债券和其他投资、同业资产、应收款项等；表外项目中承担信用风险的，应比照表内资产相关要求开展风险分类。金融资产风险分类暂行办法将风险分类对象由贷款扩展至承担信用风险的全部金融资产，对非信贷资产提出以信用减值为核心的分类要求，特别是对资管产品提出穿透分类的要求将有利于商业银行全面掌握各类资产的信用风险，有针对性地加强信用风险防控。

持续引导商业银行加大民营、小微企业的信贷投放力度。此外，2018年下半年以来，监管部门的工作重心转向宽信用，重点疏通信用传导机制。银保监会出台《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》，强调疏通货币政策传导机制，满足实体经济有效融资需求，强化小微企业、“三农”、民营企业等领域金融服务。中国人民银行创设定向中期借贷便利（TMLF）以加大对小微、民企的金融支持力度，支持实体经济力度大、符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，可向人民银行提出申请。2019年以来，人民银行通过多次全面和定向降准补充银行流动性、降低银行资金成本；同时，人民银行针对普惠金融考核达标银行的定向降

准将引导商业银行向小微及民营企业等普惠领域增加贷款投放。2020年4月，银保监会发布关于2020年推动小微企业金融服务工作要求，实现2020年银行业小微企业贷款增量、扩面、提质、降本的目标。此外，银保监会将小微企业贷款认定标准上限由500万元调整至1000万元，以引导商业银行增加投放低资本消耗的小微企业贷款。

商业银行资本补充渠道多样化。2016年以来，在金融监管政策趋严的背景下，商业银行面临非标转标、表外回表的压力，资本金加速消耗，部分中小银行已面临实质资本不足的问题。因此监管机构积极出台多项政策，鼓励加快银行资本补充工具方面的创新，拓宽资本补充的来源，作为疏通信用传导机制的基础。一方面，银保监会发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，要求简化资本工具发行的审批程序，鼓励银行业金融机构发行具有创新损失吸收机制或触发事件的新型资本补充债券。另一方面，为提高银行永续债（含无固定期限资本债券）的流动性，支持银行发行永续债补充资本，人民银行创设央行票据互换工具（CBS）；银保监会亦发布政策表示将允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券；针对优先股发行人大多为上市银行的现象，银保监会与证监会于2019年下半年发布《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见（修订）》，取消了非上市银行发行优先股需在“新三板”挂牌的前置条件；2019年11月，银保监会发布《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》，推动和规范商业银行资本工具发行，疏通了商业银行一级资本补充渠道。

● 行业概况

商业银行资产规模增速放缓，贷款投放成为资产规模增长的主要驱动因素。2015—2018年，受“金融去杠杆”政策导向以及MPA考核深入推进等因素影响，我国商业银行资产负债规模扩张速度有所放缓；

2019 年，在资管新规的影响下表外业务加速回表，同时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，贷款规模的强劲增长驱动资产总额较快增长。截至 2019 年末，我国商业银行资产总额 239.49 万亿元，同比增长 14.06%。其

中贷款余额 129.63 万亿元，同比增长 17.32%；负债总额 220.05 万亿元，同比增长 13.73%（见表 4）。预计 2020 年，商业银行仍将贯彻回归存贷款业务本源的政策，通过信贷投放驱动资产规模增长。

表 4 商业银行主要财务数据

单位：万亿元、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额	155.83	181.69	196.78	209.96	239.49
负债总额	144.27	168.59	182.06	193.49	220.05
不良贷款额	1.27	1.51	1.71	2.03	2.41
不良贷款率	1.67	1.74	1.74	1.83	1.86
拨备覆盖率	181.18	176.40	181.42	186.31	186.08
净息差	2.54	2.22	2.10	2.18	2.20
净利润	1.59	1.65	1.75	1.83	1.99
资产利润率	1.10	0.98	0.92	0.90	0.87
资本利润率	14.98	13.38	12.56	11.73	10.96
存贷比	67.24	67.61	70.55	74.34	75.40
流动性比例	48.01	47.55	50.03	55.31	58.46
资本充足率	13.45	13.28	13.65	14.20	14.64
一级资本充足率	11.31	11.25	11.35	11.58	11.95
核心一级资本充足率	10.91	10.75	10.75	11.03	10.92

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。受宏观经济增速放缓影响，商业银行外部经营环境面临较大压力。监管部门对于商业银行信贷资产五级分类的管理趋严，要求逾期 90 天以上贷款均纳入不良贷款管理，加之通过外部机构代持隐藏不良信贷资产等不洁净出表的方式被叫停，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。截至 2019 年末，商业银行不良贷款余额为 2.41 万亿元，不良贷款率为 1.86%。预计 2020 年，受新型冠状病毒肺炎疫情对宏观经济拖累、民营和小微企业经营压力较大等因素影响，商业银行不良贷款率仍将保持增长趋势。

商业银行信贷资产拨备覆盖率整体有所上升，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。国有大行和股份制银行得益于信贷资产质量优于其他中小银行，加之 2018 年以来在 IFRS9 会计准则下，对

信贷资产预期损失整体计提规模的增加，其拨备覆盖率保持充足水平且进一步提升。城商行和农商行受不良贷款规模快速增长影响，拨备覆盖率显著下降。截至 2019 年末，商业银行整体信贷资产拨备覆盖率为 186.08%。其中国有大行和股份制银行拨备覆盖率分别为 240.44% 和 192.18%，城商行和农商行分别为 179.26% 和 128.50%。预计 2020 年，国有大行和股份制银行拨备覆盖率仍将保持在较高水平，城商行和农商行信贷资产质量仍面临一定下行压力，拨备计提压力较大。

盈利能力持续下降，中小银行盈利能力下行压力犹存。2015—2017 年，商业银行存贷款业务在激烈的市场竞争环境下，净息差水平逐年下降。2018 年下半年以来，得益于资金市场利率下行，缓解了银行融入资金利息支出的负担，一定程度上使银行净息差水平有所回升，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因素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。2019 年，我国商业银行净息差为 2.20%，同比上升 0.02 个百分点；实现净利润 1.99 万亿元，同比增长 8.91%；资产利润率和资本利润率分别为 0.87%和 10.96%，同比分别下降 0.03 和 0.77 个百分点。预计 2020 年，商业银行将继续压缩收益较高的非标投资，LPR 机制的持续推进将引导商业银行降低小微和民营资金利率，整体净息差改善空间小；加之部分中小银行在信贷资产下行压力下加大拨备计提力度，盈利能力下降压力犹存。

商业银行各项流动性指标均保持在合理水平，但部分中小银行面临流动性管理压力。央行稳健中性的货币政策保障了银行体系流动性的合理充裕。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。预计 2020 年，MLF 利率下调、全面降准、定向降准等政策的实施将有效保障商业银行流动性合理充裕；但值得注意的是，2019 年包商银行事件发生后，不同类型银行流动性分层明显，部分对市场融入资金依赖程度较高的中小银行或将面临一定流动性压力。

资本充足率整体保持较充足水平，资本充足率和核心一级资本充足率的差额进一步扩大。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、无固定期限资本债券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进一步扩大。截至 2019 年末，我国商业银行平均资本充足率为 14.64%，平均一级

资本充足率为 11.95%，平均核心一级资本充足率为 10.92%。预计 2020 年，商业银行外部资本补充渠道仍将保持畅通，无固定期限资本债券发行范围的扩大将有助于其他一级资本的补充。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。

监管机构和不同层级政府对商业银行形成有力的外部支持。系统性重要银行以及规模较大的股份制商业银行对我国经济和金融稳定具有重要意义，因此其在多个方面均能得到中央政府的支持。对于目前暴露出更多资产质量问题、流动性压力较大的中小城商行和农商行，其虽暂不具有系统性重要意义，但其在地方经济和社会稳定方面发挥重要作用，在出现经营困难和流动危机时，获得地方政府支持和监管机构协助的可能性大。结合 2019 年以来包商银行和锦州银行等中小银行风险处置来看，监管机构积极采取行政接管、资产重组、引入战略投资者、股权转让等行政化和市场化相结合的方式对其风险进行有效纾解。因此，联合资信评估有限公司认为，当不同类型商业银行在出现重大风险时，能够获得监管机构和不同层级政府的有力支持，能够明显增强商业银行的信用水平。

（3）证券行业

● 证券行业概况

股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债市市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；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。根据交易所公布的数据，截至 2019 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3777 家；股票市场总市值为 59.29 万亿元，较 2018 年底增长

36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 家。

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。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；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，利率延续下降趋势。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。

图 1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

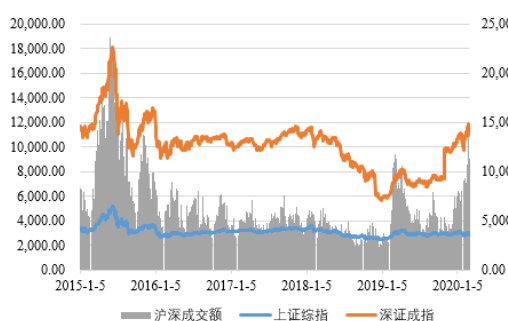
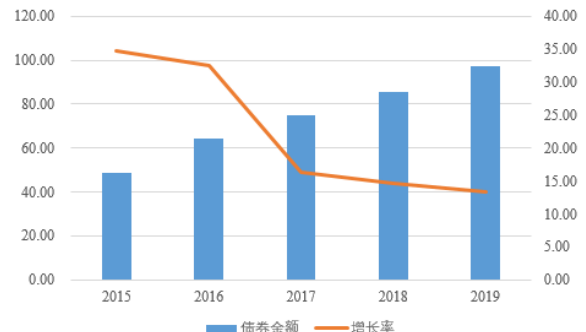


图 2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



数据来源：Wind，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十三个五年规划的建议》（以下简称《建议》）指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019 年 6 月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7 月 22 日，

科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020 年 3 月，新证券法正式实施，加大了资本市场违法违规成本，有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境；全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革落地也为时不远，将进一步扩大证券市场规模。

随着资本市场建设力度的加大，证券市场规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2015-2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019 年增幅较大；盈利能力呈现倒 U 型走势，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年证券公司盈利水平小幅下降，2018 年盈利水平进一步大幅

下降；2019 年，受市场行情和政策等因素影响，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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数（家）	125	129	131	131	133
盈利家数（家）	124	124	120	106	120
盈利家数占比（%）	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23
营业收入（亿元）	5751.55	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83
净利润（亿元）	2447.63	1234.45	1129.95	666.20	1230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

2019 年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019 年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少 42 家证券公司领超过 200 份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力。据不完全统计，截至 12 月 13 日，年内至少有 42 家证券公司因存在各种违规行为遭处罚，涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理问题等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019 年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至 2019 年底，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，较 2018 年底增加 15.97%；净资产为 2.02 万亿元，较 2018 年底增加 6.88%，净资本为 1.62 万亿元，较 2018 年底增加 3.18%，资本实力保持稳定。2019 年，133 家证券公司中，120 家公司实现盈利，全年实现营业收入 3604.83 亿元和净利润 1230.95 亿

元，分别同比增长 35.37%和 84.77%，经营业绩大幅改善。

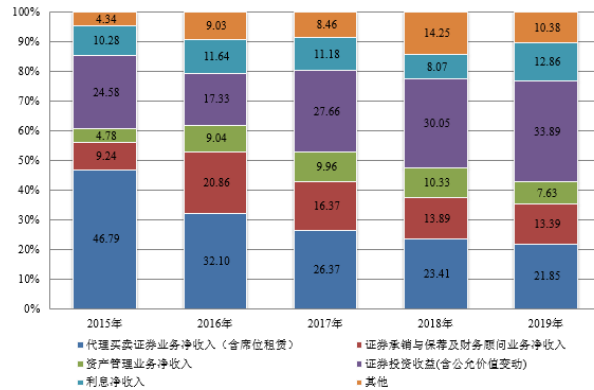
● 业务分析

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；2019 年证券公司盈利水平显著上升，前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

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。2017 年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；2018 年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入均有所下滑，自营业务收入占比增加至 30%以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019 年，受股票市场回暖、

交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。

图3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



数据来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。2018年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018年131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入623.42亿元，同比减少24.06%。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019年，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63亿元，

同比增长26.34%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下降10.58%，延续下降走势。科创板方面，自6月开板以来共有116家科创类公司提交发审委，109家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模1027.22亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019年证券公司承销各类债券金额7.78万亿元，同比增长31.92%。基于上述因素，2019年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入482.65亿元，同比增长30.46%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元以上规模的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2019年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为48.36%；债券承

销金额排名前五的证券公司市场份额为42.42%。

联合资信也关注到，在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时，科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资本且令其面临更大投资风险，或将减弱证券公司盈利稳定性；因此，此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，该业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2017年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长51.46%，成为第一大收入来源。2018年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018年债券市场新增43家违约主体，较2017年9家大幅增加，违约金额达1154.50亿元，系2017年违约金额的3.42倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续2018年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长。同时，2019年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2019年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60亿元，同比大幅增长52.65%，主要系股票市场回暖所致。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013年以来，证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置转型。2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，控制资管产品杠杆水平，并限制通道类业务，促使证券公司提升主动管理能力。2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量公募资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来，证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理，定向资管产品仍是主要部分，但其占比有所下降；受资管新规及资管“去通道”等政策影响，证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至2019年末，证券公司资产管理业务规模为12.29万亿元，较2018年末下降12.90%；2019年，证券公司实现资产管理业务净收入275.16亿元，同比基本持平。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，但该类业务面临较高市场风险和信用风险；2019年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。

近年来证券公司信用业务发展速度较快，为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自2010年3月31日开展以来，在业务规模上呈数量级的攀升，融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示，截至2019年末，融资融券余额1.02万亿元，

较 2018 年末增长 34.88%，系股票市场回暖所致。股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露，证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险；同时，随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位，股质押业务风险有所缓解。根据深交所数据，截至 2019 年 11 月末，深沪两市股票质押回购融资余额 9429 亿元，较 2018 年末下降 20.94%；股票质押回购质押股票总市值 1.8 万亿元，占 A 股总市值 3.3%，较 2018 年末下降 1.3 个百分点，较 2017 年底峰值下降 2.90 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80% 的上市公司为 469 家，较年初减少 117 家，降幅分别为 13.80% 和 20.00%。截至 2020 年 2 月末，市场质押总股数 5705.83 亿股，市场质押股数占总股本的 8.41%，分别较 2019 年末进一步下降 1.73% 和 0.17 个百分点；控股股东持股质押比例超过 80% 的上市公司为 467 家，较 2019 年末减少 2 家，高比例质押风险有所化解。2019 年，证券公司实现利息净收入 463.66 亿元，同比大幅增长 115.81%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2019 年，已有至少 5 家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，联合资信也关注到，目前质押规模仍然较大，未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。

● 市场竞争

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、专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展，净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例

如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019 年以来，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，同时，湘财证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际和中泰证券 IPO 已通过发审委审核，预计将于 2020 年 A 股发行。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向 A 股的雄心。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019 年 10 月，中国证监会宣布，自 2020 年 1 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立 3 家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。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。

2019 年 11 月，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司，也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按 2019 年 6 月末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计 1146.59 亿元，净利润

396.13 亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为 64.08%和 59.42%。截至 2019 年 6 月底，前十大证券公司资产总额为 4.27 万亿元，

占全行业总资产的 60.12%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过 55%，行业集中度较高。

表 6 截至 2019 年 6 月末主要证券公司财务数据

单位：亿元

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1597.32	7238.66	217.91	66.64
2	国泰君安	1388.37	5403.70	140.95	53.37
3	海通证券	1371.28	6229.07	177.35	60.68
4	华泰证券	1182.03	4930.13	111.07	41.00
5	广发证券	933.53	3994.07	119.42	44.40
6	招商证券	823.19	3503.59	85.40	35.14
7	申万宏源	746.24	3467.97	74.68	30.32
8	银河证券	691.59	3106.46	73.68	26.05
9	国信证券	539.04	2339.43	65.34	25.99
10	东方证券	527.30	2472.25	80.79	12.54
合计		9799.89	42685.33	1146.59	396.13

数据来源：wind，联合资信整理

● 风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风

险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018-2019 年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内

控机制、规范业务操作流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

● 未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。2019年7月，证监会发布了2019年证券公司分类结果，在参选的98家券商中，51家分类评级结果与上年持平，28家券商被下调评级，19家证券公司上调评级；38家券商被评为A类，数量比2018年减少2家。整

体来看，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019年8月，证监会就《证券公司风险控制指标计算标准》公开征求意见，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。

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。

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，如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司；财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系；东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。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；如平安证券、招商证券等。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，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。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。

（4）金融租赁行业

● 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。

目前我国有两类租赁公司：一类是由原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。另一类是由商务部批准成立的非金融机构类的融资租赁公司，主要是由非金融机构设立。

截至 2019 年末，全国各类租赁公司（不含单一项目公司、分公司、SPV 公司、港澳台当地租赁企业和收购海外的公司）总数约为 12130 家，较上年末增加 353 家，增长 2.91%。其中，金融租赁公司 70 家，较上年末新增 1 家。

● 行业竞争

近年来，我国金融租赁公司数量持续增长，但金融租赁公司准入门槛高，审批难度大，随着融资租赁行业监管趋严，增速明显放缓。

金融租赁公司业务合同余额增速明显放缓，但融资租赁市场容量大，仍有很大发展空间。从业务合同余额来看，近年来，金融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以及金融强监管的背景下，一方面金融租赁公司融资难度加大，另一方面部分金融租赁公司根据外部经济环境审慎开展业务，加大风险防控，导致业务规模增速有所下滑。截至 2019 年末，我国融资租赁合同余额总量约为 6.65 万亿元，较上年末仅增加约 40 亿元；其中金融租赁合同余额 2.50 万亿元，较上年末增加 30 亿元。我国融资租赁业务总量约占全球的 23.2%，仅次于美国。市场渗透率方面，根据世界租赁年鉴统计，目前发达国家融资租赁的市场渗透率一般在 15~30%，融资租赁已成为仅次于银行信贷的第二大融资方式，其中澳大利亚以 40% 水平维持近年来最高市场渗透率，日本和韩国市场渗透率最低约在 9% 左右。2016—2018 年，我国融资租赁市场渗透率分别为 6.00%、6.80% 和 6.90%，近年来保持增长，但增速放缓，我国融资租赁市场渗透率较发达国家仍有很大提升空间。

金融租赁公司根据不同的股东背景有不同的业务侧重，但整体业务模式以售后回租为主，业务同质化导致市场竞争趋于激烈。从股东背景来看，金融租赁公司可分为银行系金融租赁公司和非银行系金融租赁公司。银行系金融租赁公司及控股股东为大型中央国有企业的非银行系金融租赁公司依托于母行或母公司，具有资金实力雄厚、融资成本低、信用信息完善、客户群体多等优势，业务发展一般定位于交通、船舶、大型设备制造业等行业，业务发展更加突出；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，多将业务定位于医疗设备、教育、工程机械等行业；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。金融租赁公司由于普遍缺乏成熟的融资租赁业务能力，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，市场竞争愈发激烈。

金融租赁公司主要通过银行渠道融资，同时通过发行债券和 ABS 产品拓展融资渠道。从融资渠道来看，金融租赁公司主要资金来源可大致分为股权融资和债权融资。金融租赁公司的股权融资渠道主要包括增资扩股和 IPO 上市等，目前 A 股上市的金融租赁公司仅 1 家；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，2018 年金融租赁公司累计增加注册资金 288 亿元。金融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。整体看，目前金融租赁公司主要通过银行渠道融资，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 产品也逐渐成为金融租赁公司重要的融资渠道。

金融租赁公司主要通过发行金融债券满足其中长期资金需求，随着业务增速放缓，债券发行规模明显下降。从发行债券品种来看，金融租赁公司主要发行金融债券，并配合少量的 ABS，也可发行二级资本债券，但目前市场获批发行较少；一方面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。2019 年，金融租赁公司发行金

融债券规模合计 648 亿元，较上年下降 25.77%；发行 ABS 规模合计 39.04 亿元。由于金融租赁公司业务扩张速度放缓，对资金的需求有所减弱，加之监管趋严，其金融债券发行规模明显下降。

● 监管与外部支持

金融租赁公司作为金融机构，银保监会参照银行相关的监管要求对金融租赁公司进行监管。金融租赁公司由原银监会、现中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）监管。2014 年 3 月，原银监会发布并实施修订后的《金融租赁公司管理办法》，对发起人出资比例、强化发起人约束和责任、拓宽金融租赁公司业务范围和融资渠道以及强化风险管理和监督等多项内容进行了修订，有助于吸引多元化资本进入金融租赁行业，加强发起人对金融租赁公司的责任，有利于金融租赁公司强化对租赁物的管理，提高风险管理的精细化水平。

近年来，监管对于融资租赁行业及金融租赁公司均陆续颁布了多项监管规定，在完善行业监管政策、加强行业风险管控的同时，也鼓励并促进金融租赁公司在业务开展方面支持中小微企业，并开通多种融资渠道以便于金融租赁公司筹措中长期资金，有利于行业的健康稳定发展。2015 年 9 月，国务院办公厅通过印发《关于加快融资租赁业务发展的指导意见》和《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》引导租赁公司服务实体经济发展、中小微企业创新创业、产业转型升级和产能转移等，完善法律法规和政策扶持体系；鼓励租赁公司通过债券市场筹措资金，允许金融租赁公司发行“三农”和中小微企业金融债券，发行资产证券化产品，探索上市，发行优先股等。2016 年 9 月，原银监会发布《关于金融租赁公司发行二级资本债券有关事项的通知》，支持金融租赁公司通过发行二级资本债券缓解资本压力。2019 年 1 月，中国银行业协会金融租赁专业委员会发布金融租赁行业首个自律公约《中国金融租赁行业自律公约》，建立

行业约束和监管机制，强调金融租赁公司应强化内控文化建设，建立健全租赁物价值评估和定价体系，不断提高金融服务实体经济的能力和质量，逐步降低回租业务比例。2020年1月，银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，其中提出鼓励金融租赁公司拓展租赁物的广度和深度，优化金融租赁服务。2020年3月，银保监会发布《中国银保监会非银行金融机构行政许可事项实施办法》，适度提高金融租赁公司发起人的持续盈利能力、权益性投资余额占比等财务指标要求，并对金融租赁公司章程内容提出更高要求，同时明确金融租赁公司及其境内专业子公司可募集发行优先股、二级资本债券、金融债券及经银保监会许可的其他债务和资本补充工具。

直接融资租赁业务与融资性售后回租业务适用不同的增值税税率，有助于支持租赁公司业务发展回归本源。财政部、国税总局于2016年3月23日发布的《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2016〕36号，以下简称“36号文”）根据租赁经营模式的不同将融资租赁业务分为直接融资租赁（以下简称“直租”）和融资性售后回租（以下简称“回租”）；根据标的物不同，融资租赁服务又分为有形动产融资租赁和不动产融资租赁服务。根据36号文以及财政部、国税总局发布的《关于调整增值税税率的通知》（财税〔2018〕32号），有形动产融资租赁服务适用税率16%，不动产融资租赁服务适用税率10%，回租业务按照“贷款服务”适用税率6%。虽然回租业务税率较低，但承租人无法抵扣租金的增值税进项税，而直租业务可以抵扣，实际成本较低。36号文有力支持了更符合租赁业务本质的直租业务，有助于租赁公司业务发展回归本源。

新租赁准则下承租人不再区分经营租赁和融资租赁进行会计处理，对其租赁架构安排及租赁公司业务产生一定影响。2018年12月，财政部修订发布了《企业会计准

则第21号——租赁》（以下简称“新租赁准则”），承租人不再区分经营租赁和融资租赁进行会计处理，而是对短期租赁和低价值资产租赁以外的其他所有租赁均确认使用权资产和租赁负债，一方面经营租赁对承租人而言失去了表外融资功能，但另一方面有利于保护承租人对租赁资产的所有权。新租赁准则对于出租人则沿用了之前的会计处理方式，出租人仍需区分经营租赁和融资租赁。虽然在新租赁准则下，租赁公司的会计处理方式没有重大变化，但承租人的会计处理变化可能会影响其租赁架构安排，进而会对租赁公司的业务产生影响。

● 发展前景

随着国家各类政策的推进，融资租赁行业有助于解决中小企业融资难等问题，发展前景广阔。融资困难是制约我国中小企业发展的重要因素之一，融资租赁行业的不断发展为解决我国中小企业融资难等问题提供了一条新的解决途径。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广阔的发展前景。

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。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》对金融租赁公司在公司治理等方面提出新的要求，更有利于行业整体的良性发展。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。

(5) 人寿保险行业

● 业务概况

在监管政策的指导下，保险公司业务转型效果较好，保险业务增速和业务品质均呈较好发展态势。

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，人身险公司资金成本长期来看维持在稳定合理水平。2019年以来，在监管趋严及人身险公司回归稳健业务增长模式的背景下，行业面临的保险风险逐步降低。随着人身险公司将业务中心转向长期期缴型及保障型产品的业务转型初见成效，且部分保险公司加大对年金类产品的开发和营销力度，人身

险保费增速有所加快。2019年，我国人身险业务原保险保费收入3.10万亿元，同比增长13.76%。其中，普通寿险实现原保险保费收入2.28万亿元，同比增长9.80%；健康险业务实现原保险保费收入0.71万亿元，同比增长29.70%。资产方面，截至2019年末，寿险公司总资产16.96万亿元，资产增速有所加快。

人身险公司市场集中度方面，截至2019年末，根据wind数据统计，在86家人身险公司（中资公司59家，外资公司27家）中，原保险保费收入前10的人身保险公司市场份额合计占比仍保持在70%以上（见表7），我国人身险行业市场集中度仍处于较高水平。从人身险公司集中度来看，前8家人身险公司市场排名基本保持稳定；2019年，前海人寿和中邮人寿得益于较好的营销策略和相应的产品开发，原保险保费收入排名升至行业前10。此外，外资人身保险公司原保险保费收入合计市场份额为9.31%，市场占有率较上年度上升1.21个百分点，但仍处于在较低水平。

表7 人身保险公司市场集中度（原保险保费收入）

单位：%

排名	2017年		2018年		2019年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
1	国寿股份	19.67	国寿股份	20.42	国寿股份	19.22
2	平安人寿	14.17	平安人寿	17.02	平安人寿	16.70
3	安邦人寿	7.28	太保人寿	7.67	太保人寿	7.18
4	太保人寿	6.68	华夏人寿	6.03	华夏人寿	6.18
5	泰康人寿	4.43	太平人寿	4.71	太平人寿	4.75
6	太平人寿	4.38	新华人寿	4.66	新华人寿	4.67
7	新华人寿	4.20	泰康人寿	4.47	泰康人寿	4.42
8	人保寿险	4.08	人保寿险	3.57	人保寿险	3.32
9	华夏人寿	3.34	富德生命人寿	2.73	前海人寿	2.59
10	富德生命人寿	3.09	天安人寿	2.23	中邮人寿	2.28
	合计	71.31	合计	73.49	合计	71.31

数据来源：2017、2018年数据来自银保监会网站，2019年数据来自wind，联合资信整理

人身险公司业务结构方面，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，我国寿险产品原保险保费收入占比维持在较高水平，但占比整

体呈下降的趋势，健康保险保费收入占比整体呈上升趋势，2019年，我国寿险业务原保险保费收入占人身险业务的76.80%，健康险业务占21.01%。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 2019 年以来，部分处于业务转型期的中小保险公司，为维持总体业务规模的增长，相继推出中长期万能险或短期投资连结险产品，但整体业务规模不大且在监管要求范围内。

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。

此外，由于每年年初为险企“开门红”阶段，是全年保费收入的主要增长点；但 2020 年初，受新冠肺炎疫情影响，2 月份，各主要上市险企原保险保费收入同比增速均为下降趋势，主要是由于保险代理人及业务营销人员无法线下展业，同时居民对于现金流预期趋于保守，多数会暂缓保险产品消费；未来，随着疫情逐步得到控制，同时保险代理人逐步通过线上工作及展业，预计险企新单环比会有所改善。目前，疫情导致保险产品销售短暂受阻，但从长期看，疫情的冲击或将提高居民对风险的认识，进而刺激保险需求的提升，同时倒逼保险公司提升线上管理及销售能力实现行业进阶式发展，人身险行业发展有待持续关注。

● 盈利水平

保险公司可运用资产规模稳步增长，资金投向趋于稳健，资金收益水平有所改善。

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，2019 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有所增长，意外险赔付金额和赔付率相对稳定。2020 年以来，新冠肺炎疫情或对人身险公司赔付方面有一定影响，但一方面疫情涉及到的个体数量有限，另一方面各地政府前期已经承担了部分的医疗费用，尤其是武汉市政府承诺兜底除医保报销之外的相关费用，故此次新冠肺炎疫情对人身险公司承保利润的影响有限。

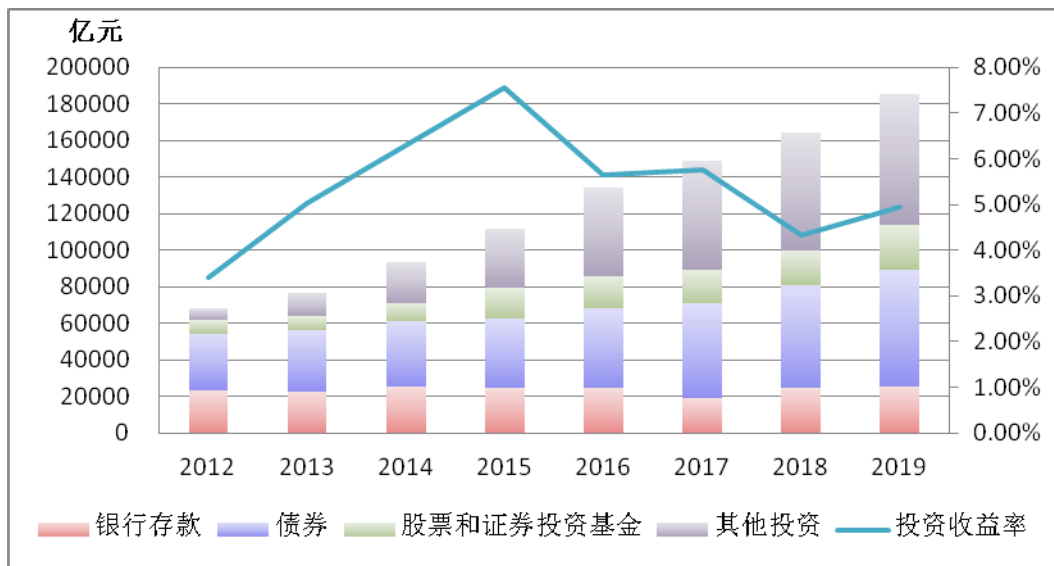
整体看，由于保险行业竞争日益激烈，保险公司为保持市场竞争力，逐步压缩承保利润空间；且由于保险资金运用金额大、占比高，保险公司盈利水平越来越依赖于投资收益。

投资收益方面，2019 年，保险资金运用投资收益呈现了前高后低的走势，但整体收益较上年度明显提升。2019 年初，股票市场整体表现向好，全年上证指数累计上涨 22.30%，多家险企抓住上半年快速上涨的行情，增加股票配置；同时险企对于优质公司的股权投资配置不断加大，并适当减少收益率较低的银行存款类和投资性房地产类资产的配置；此外，受近年来资本市场相继出现债券违约现象，险企在债券投资和准入方面更为审慎。截至 2019 年末，国内保险资金运用余额 18.53 万亿元，较上年末增长 12.91%。从投资资产结构来看，保险资金运用配置在保障安全性的前提下，根据市场环境有所调整，截至 2019 年末，银行存款与债券投资合计占总资金运用金额的比例为 48.18%，较 2018 年末下降 1.03 个百分点；股票和证券投资基金占比 13.15%，上升 1.44 个百分点；其他投资占比 38.67%，下降 0.41 个百分点。在其他投资中，长期股权投资是近年来保险资金运用的重要方向，投资规模逐年上升，截至 2019 年末保险资金运用于长期股权投资的规模为 19739 亿元；投资性房地产的规模为 1894 亿元，规模呈下降趋势；其他非标类投资呈下降趋势。总体看，2019 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受市场行情向好影响规模有所增长；非标类投资总额和占比持续下降（见图4）。2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，多国金融市场呈现大幅下跌，从1、2月份我国主要经济运行数据来看，新冠疫情对当前经济运行造成了比较大的冲击，但是政府多项政策和措施的出台从另一方面稳定了当前经济形势。险企资金运用方面，一方面股票市场动荡对险企投资收益产生较大影

响；另一方面，在疫情的影响下，信托公司产品发行规模明显收缩，随着部分险资投资的非标资产相继到期，再投压力明显加大；同时，在利率下行的背景下，固定收益类资产收益不断下降，加之资本市场波动，预计未来保险公司资金配置压力将加大。但上述影响目前看来或为短期现象，随着疫情的控制、企业加快复工复产及政府加强经济发展政策的相继出台，2020年度长期情况有待观察。

图4 保险公司投资资产结构图



数据来源：银保监会网站，联合资信整理

● 偿付能力

人身险公司整体偿付能力保持较好水平，但仍需关注业务的快速发展对保险公司资本的消耗及偿付能力充足性的影响。

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。根据73家已发布2019年第四季度偿付能力报告的人身险公司披露数据显示，与2019年第三季度相比，整体综合偿付能力充足率及核心偿付能力充足率数据均有所下滑，且仍有部分人身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%）。从统计结果看，华汇人寿的综合偿付能力充足率和核心偿付能力充足率均高达1287.94%，排名第一；国富人寿、北京人寿、国宝人寿、三峡人寿分列第二至第五位，上述两项指标数值均相同，分别为742.66%、695%、551.22%、501.36%、444.13%；友邦中国、海保人寿、爱心人寿、渤海人寿、中美联泰大都会人寿两项指标在300%~500%之间；有13家公司两项指标均低于150%，包括中法人寿、前海人寿、珠江人寿、富德生命人寿、百年人寿、弘康人寿、华夏人寿、上海人寿、中融人寿、恒大人寿、天安人寿、建信人寿、君康人寿。同时，有3家公司核心偿付能力充足率低于100%，其中，中法人寿核心和综合偿付能力充足率均为负，是唯一不达标的人身险公司；前海人寿和珠江人寿核心偿付能

力充足率分表为 72.23%和 75.73%，与 50%的监管红线相距不远。总体看，受业务结构调整及投资风险影响，人身险行业整体偿付能力充足水平有所下降，但行业抗风险能力仍处于较好水平；另一方面，业务的发展及资本市场的变化将会增加人身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。2019 年，在监管机构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发行数量较上年同期有所增长，全年人身险行业审批通过发行 416.5 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，2019 年人身险公司累计补充注册资本金 83.46 亿元；银保监会批复成立大家保险承接安邦保险全部业务，大家保险注册资本 40.00 亿元；首家外商独资保险控股公司安联（中国）保险控股有限公司于 2019 年 11 月经银保监会批复成立，注册资本 27.18 亿元。总体看，虽然人身险行业整体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，且银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；同时，2019 年银保监会开放外资保险公司持股比例上限，首家外商独资保险控股公司的成立也标志着中国保险行业对外开放进程加快。

● 行业监管与政策支持

国内保险监管越来越强调保险产品的保障功能及消费者权益，险资运用监管趋严，信息披露更加充分，控风险成为主要基调。逐步健全的监管体系、加大对外开放力度、严格的监管政策以及相关支持政策均有助于国内保险公司持续稳健地经营和发展。

在保险行业快速发展的同时，为保证中国

保险行业长期健康发展，控制保险行业整体风险，2018 年银保监会合并组建以来，监管机构不断加强对金融业的协同监管体系建设，在经历 2017 和 2018 年两个“严监管”年之后，2019 年银保监会对保险公司开出的监管函、罚单数量、罚款金额都在同步缩减，也从侧面反映了银保监会对保险行业严监管的成效。

2019 年，全国保险监管系统累计公布了 828 张行政处罚决定书，共计罚款 1.23 亿元。2019 年银保监会开出的罚单中，除针对保险机构的处罚外，针对个人的处罚明显增多，严格执行了机构与人员双罚制，处罚权力向派出机构下放且处罚金额上升，同时，保险中介机构依然为监管重点。

2019 年以来，银保监会在官网公布的针对保险下发的规章及规范性文件达 30 多份，另有相关问题的通报 20 余份，涉及领域包括对外开放、险资投资、业务监管、渠道监管及营销整治等。

在保险业对外开放政策方面，2019 年 10 月，国务院发布了关于修改《中华人民共和国外资保险公司管理条例》的决定；并于 11 月，发布《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》正式修订；12 月，银保监会再次下发突破性对外开放文件，“将人身险外资股比限制从 51%提高至 100%的过渡期提前至 2020 年”“自 2020 年 1 月 1 日起，正式取消经营人身保险业务的合资保险公司（以下简称合资寿险公司）的外资比例限制，合资寿险公司的外资比例可达 100%”，监管不断放宽外资持股比例限制，一方面标明我国保险业坚决的开放态度，另一方面意味着外资在中国保险市场中的话语权将会提高，越来越多的外资险企将落地中国保险市场。

在保险产品的监管方面，2019 年，银保监会相继发布了《关于规范两全保险产品有关问题的通知》《关于近期人身保险产品问题的通报》《关于修改〈人身保险新型产品信息披露管理办法〉的决定（征求意见稿）》《关于财产保险

公司备案产品条款费率非现场检查问题情况的通报》等相关文件。其中，人身险产品方面的2019年三次通报累计通报险企数量达80余家；这些问题是基于2018年银保监会开展的人身保险产品专项核查的后续处理；银保监会还针对特别产品进行相关规范，如《关于规范两全保险产品有关问题的通知》。总体看，无论是点名人身险产品问题公司，还是进行财险产品费率厘定，亦或者细致到两全产品的规范等，均体现了监管在保险产品方面的监管不断细致、深化。

在机构合规化推进方面，2019年银保监会不断巩固保险业市场乱象治理成效、严防风险、并持续加大监管力度。2019年5月，银保监会下发《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，对全年推进公司合规建设进行部署；11月，发布《关于印发银行保险机构公司治理监管评估办法（试行）的通知》，并首次提出了合规性评价和有效性评价两类指标，同时设置重大事项调降评级项，加大对公司治理有效性及公司治理失灵等突出问题的关注评价力度。同时，在促进机构合规化经营、规范化发展方面，银保监会还推出一系列的政策，如关于偿付能力监管规则，保险资产负债监管暂行办法、关联交易管理办法、治理监管评估办法、员工履职回避工作指导意见等各个方面都在出台相应的政策措施。

此外，2019年，银保监会还针对保险中介治理和维护消费者权益等方面，发布多项监管政策，使得保险行业在规范化的进程中稳步发展。

2020年1月3日，银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，并指出，到2025年，实现金融结构更加优化，形成多层次、广覆盖、有差异的银行保险机构体系。《意见》从多方面多维度指出保险业发展要求，并再次强调要强化保险机构风险保障功能，同时积极推进外资保险机构的发展。《意见》提出发挥银行保险机构在优化融资结构中的重要

作用，多渠道促进居民储蓄有效化转为资本市场长期资金；支持发展相互保险、健康和养老保险等机构；推动构建新型保险中介市场体系；完善农业保险大灾风险分散机制，加快设立中国农业再保险公司；增强出口信用保险市场供给能力，推进再保险市场建设，扩大巨灾保险试点范围；保险机构要提升风险定价、精细化管理、防灾防损、资产负债管理等方面的专业能力，精准高效满足人民群众各领域的保险需求。

四、公司治理与内部控制

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。

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，截至2019年末，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。

目前，公司董事会共有 8 名董事，包括执行董事 2 名、非执行董事 5 名、独立董事 1 名。公司董事长沈晓明先生，曾任中国人民银行佛山市分行副行长、中葡土地小组基金秘书处基金投资部主任、澳门特区政府土地基金秘书处调研员兼投资部主任、中国人民银行银行一司建行监管处处长、银行管理司副司长、原银监会银行监管一部副主任、宁夏监管局党委书记与局长、银行监管四部主任、公司副董事长等职务。监事会共有监事 3 名，其中职工监事 1 名。监事长胡永康先生，曾任中国人民银行总行干部；中国人民银行总行会计司会计制度处副主任科员、主任科员、副处长；中国银行业监督管理委员会财务会计部财务管理处处长；财务会计部副主任、副主任（主持工作）、主任。公司高级管理层由总裁、副总裁、纪委书记和总裁助理等 7 人组成。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。公司总裁周礼耀先生，曾任中国农业银行上海市分行直属党委副书记、公司上海办事处党委委员、副总经理、公司副总裁等职务，金融机构从业经验和管理经验丰富，有助于公司的科学决策。

2019 年，公司不断完善内部控制管理体系，加强对各类风险的管理，为公司的业务发展提供了有效保证。公司根据监管部门相关规定和公司自身内控管理的需要，不断完善内部控制环境，完善各类风险管理体系；加强对风险识别、评估与控制，并完善各类内部控制措施；建立健全信息交流和反馈机制，加强公司内部监督、评价与纠正机制。

2019 年，公司持续优化审计理念，在对接外部监管检查的同时，以问题为导向，开展了各项业务审计与管理审计，深化了内部审计由点到面、由业务到管理、由具体风险评价到整体风险筛查的转变；同时在审计方式、审计方法和审计思路实现创新和突破，对公司经

营管理的合规性、风险性、效益性等方面进行监督与评价。2019 年，公司以业务经营重点工作开展审计工作，加大内生不良风险化解审计，从全流程的角度进行责任界定与划分；针对子公司经营管理方面，公司独立组织实施了资产风险分类审计、子公司清理审计、经营管理审计等五项审计，并针对性提出了审计建议；此外公司持续开展内控管理审计，按照“业务审计和管理审计并重、经营单位审计和平行管理部门审计并重”的思路，开展了内部交易审计、内部控制检查评价、扶贫资金审计、反洗钱审计等管理审计，不断加强内部审计的效力。

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，公司积极回归业务本源，业务竞争力不断增强。同时，公司在进行不良资产收购、管理和处置过程中，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，为包括问题企业在内的各类企业提供“一站式”“全方位”和“全周期”的综合金融服务。

2. 业务经营分析

（1）不良资产经营管理业务

2019 年，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。未来凭借丰富的处置经验以及较强的专业优势，公司不良资产经营管理业务有望保持较好发展态势。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的业务。2019 年，公司坚持“全方位、高质量”开展金融不良资产收购，公司合并口径下实现不良资产处置净收入 192.20 亿元，较上年增长 21.17%，占公司营业收入的 58.83%。

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购买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。

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，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、重焕生机。

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。按照回归主业的监管要求，公司搭建了实质性重组业务。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。公司主要针对上市公司及相关问题非上市公司，把兼并整合中的龙头上市公司、混改中的国有上市公司作为业务拓展目标，灵活运用对问题资产、问题机构的资产重组、债务重组、人员重组、技术重组、管理重组等手段，帮助企业摆脱困境、实现价值提升，有效支持实体经济发展。

2019 年，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，推进中民投、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，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、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。

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 2019 年末，公司持股比例为 40.92%。

截至 2019 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 2019 年末，长城华西银行资产总额 1050.77 亿元，所有者权益 83.18 亿元；2019 年实现营业收入 24.87 亿元，净利润 5.04 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。截至 2019 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。截至 2019 年末，长城国瑞证券资产总额 119.08 亿元，所有者权益 40.08 亿元；2019 年实现营业收入 6.29 亿元，2019 年由于采用预期信用损失模型计提减值准备，导致长城国瑞证券计提较大规模的信用减值损失，当年净亏损 3.22 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 2019 年末，长城新盛信托资产总额 15.37 亿元，所有者权益 11.46 亿元，信托资产规模 178.55 亿元；2019 年实现营业收入 3.90 亿元，净利润 2.31 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 2019 年末，长城国兴金融租赁资产总额 527.85 亿元，其中应收融资租赁款净额 476.32 亿元，应收融资租赁款不良率为 1.82%，拨备覆盖率为 346.81%；所有者权益 60.39 亿元；2019 年实现营业收入 35.56 亿元，净利润 7.57 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 2019 年末，长生人寿资产总额 71.79 亿元，所有者权益 9.11 亿元；2019 年实现保险业务收入 14.84 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 2019 年末，长城国际资产总额 336.16 亿元，所有者权益 17.07 亿元；2019 年实现净利润 5.10 亿元。

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等业务。长城金桥咨询已在全国 30 个省市设立了业务代理部或分公司。成立以来，长城金桥咨询为金融机构提供专业风险评估咨询服务，已累计完成企业资信及贷款项目评估 2000 余个，涉及行业 40 多个，评估咨询投（融）

资及资产总额近 20000 亿元。截至 2019 年末，长城金桥咨询资产总额 1.75 亿元；所有者权益为 1.57 亿元；2019 年，长城金桥咨询实现净利润 0.07 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 2019 年末，长城国富置业资产总额为 111.27 亿元，所有者权益为 33.96 亿元；2019 年，长城国富置业实现净利润 1.50 亿元。

长城国融投资是公司旗下专门从事股权投资及投资管理的全资子公司，成立于 2007 年，注册资本为 3 亿元人民币。秉承“化解金融风险、提升资产价值、服务经济发展”的使命，以资产资源为基础，以资金资本为纽带，以投资投行为手段，以人才技术为核心，以集团协同为保障，创新开展不良资产并购重组业务，依托集团综合金融服务功能，针对危机类、问题类和成长类等企业的不同情况，分别设计能够覆盖企业全生命周期的、个性化的并购重组解决方案，成功运作一批以“中国铁物”“ST 超日”“广誉远”等为代表的经典案例，探索形成具有长城特色的不良资产并购重组业务模式，助力中国长城资产确立在同业并购重组领域的领先优势，促进了中国经济结构调整和产业转型升级。未来，长城国融投资将积极融入

中国长城资产不良资产主业，以创新发展、均衡发展、和谐发展为目标，以问题债权、问题企业、问题机构等问题资源为对象，以坏银行、好银行、投资银行为手段，以逆周期收购、顺周期处置、跨周期平衡为策略，拓展问题资源类实质性重组业务，优化配置社会资源，统筹兼顾各方利益，为新时期防范化解金融风险、服务实体经济发展作出积极的贡献。

截至 2019 年末，长城国融投资资产总额为 243.98 亿元；所有者权益为 44.87 亿元。2019 年，长城国融投资净利润 17.42 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。2019 年，长城投资基金管理基金共 61 支，其中，合伙制基金 56 支、契约型基金 5 支，涵盖了证券、股权、债权投资等类型。

六、风险管理分析

公司建立了覆盖各个业务条线、分公司、子公司的全面风险管理制度，贯穿决策、执行和监督全部管理环节，全面风险管理体系逐步完善；随着业务的快速发展和多元化经营的推进，公司风险管理水平需进一步提升。

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。

公司信用风险主要涉及不良资产收购和其他金融业务过程中形成的金融资产。

公司制定信用风险相关管理制度和政策，对信用风险的评估与监测手段等进行了规定。公司制定了《客户授信审核工作指引企业信用评级工作规程》、《客户信用评级工作规程》，对客户信用质量开展评价和授信管理，并建立内部“分级制”。针对项目立项、尽职调查与业务审核方面，公司建立了《金融不良资产收购、管理与处置业务管理规程》《非金融机构不良资产业务实施细则》《业务审核规程》等制度文件，加强对项目信用风险的识别。公司建立《非金融机构不良资产收购后期管理指引》等制度文件，加强对投后项目信用风险的监测、计量、控制或缓释；此外，公司按照银监会非银部《关于加强资产管理公司资产风险分类管理的通知》有关规定，制定了《资产质量分类管理办

法》，并定期对具有信用风险的金融资产开展资产风险五级分类，并通过加大对次级类及以下不良资产的管理力度，进一步加强风险化解督导，严控不良率；公司制定了《资产减值管理规范》，按照新金融工具准则要求，定期对纳入减值测试范围的金融资产进行减值“三阶段”划分，并采用预期信用损失模型合理估计预期损失，保持充足的拨备水平。公司建立了风险管理信息系统，可实现项目逾期信息的实时监测、预警和报告、定期开展资产质量风险分类与减值测试、逾期率测算和报告等功能，及时掌握公司信用风险状况，提升信用风险量化管理水平。

2. 市场风险

公司建立并完善市场风险管理体系，加强市场风险偏好与限额双向监控，确保公司在合理的市场风险水平之下稳健经营。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。

公司已制定《市场风险管理办法（试行）》，以识别、计量、监测、控制公司交易和非交易业务中的市场风险。公司制定了市场风险限额管理体系架构，加强市场风险偏好与限额双向监控；同时公司逐步建立基于风险暴露的不同层次和维度的市场风险评估指标体系，采用不同的方法或模型计量非交易账簿和交易账簿中不同类别的市场风险，合理估计潜在损失；此外，公司明确市场风险报告管理体系与内容，及时、准确反映公司承担的市场风险状况。

3. 流动性风险

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。

公司流动性风险的潜在来源主要包括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、资产负债期限结构不匹配、流动性储备不足等。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、各子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、开拓多元化融资格局、完善日间流动性管理和监测流动性风险指标状况、进行流动性风险压力测试和应急演练等方面。同时对于子公司的流动性管理提出了具体管理要求，并规范了子公司向母公司申请流动性支持的审批流程。

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。公司以市场需求为导向，以“可复制、可推广、可持续”为标准，从业务流程、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。公司实行审营分开，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。公司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。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。

七、财务分析

公司提供了 2019 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 17 家控股公司，2019 年 3 月，公司完成对哈尔滨龙晟资产管理有限责任公司的股权处置，故不再纳入公司合并范围。2018 年，公司对 2017 年财务报表进行了会计差错更正；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，对财务数据进行追溯调整，本报告中 2018 年度、2017 年度财务数据均采用重述之后的数据。

1. 资产质量

2019 年，公司积极回归不良资产业务本源，调整资产结构配置，压缩非主业资产投放，公司资产规模有所下降。截至 2019 年末，公司资产总额为 6010.16 亿元，较上年末下降 9.64%；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 8）。

表8 资产构成情况

单位：亿元、%

项 目	2017年末		2018年末		2019年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
现金类资产	481.69	7.49	440.32	6.62	319.85	5.32
同业资产	199.13	3.10	303.24	4.56	87.18	1.45
发放贷款和垫款	1067.04	16.60	1088.22	16.36	1074.25	17.87
投资资产	4338.05	67.50	4487.46	67.46	4194.31	69.79
其他类资产	341.21	5.31	332.33	5.00	334.56	5.57
合 计	6427.11	100.00	6651.56	100.00	6010.16	100.00

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。2019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2019年末，公司现金类资产总额319.85亿元，较上年末下降27.36%，占资产总额的5.32%。其中，货币资金与存放中央银行款项分别占现金类资产的77.49%和22.51%；货币资金主要为公司自有的银行存款；从受限货币资金来看，截至2019年末，公司受限货币资金余额6.36亿元，整体占比不高。

2019年，公司买入返售金融资产规模大幅下降，导致公司同业资产规模明显下降。截至2019年末，公司同业资产总额87.18亿元，较上年末下降71.25%，占资产总额的1.45%。其中，拆出资金净额26.83亿元，全部为拆放和存放银行款项；买入返售金融资产净额60.35亿元，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。2019年，公司发放贷款和垫款规模较上年末小幅下降，但占资产总额的比重略有上升。截至2019年末，公司发放贷款和垫款净额1074.25亿元，较上年末下降1.28%，占资产总额的17.87%。公司贷款及垫款方面，截至2019年末，公司以摊余成本计量的公司贷款和个人贷款余额分别为323.37亿元和117.96亿元，公司对以摊余成本计量的贷款计提减值准备86.24亿元。公司发放应收融资租赁款余额544.32亿元，较上年下降

12.01%，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51.66亿元，年末公司受限的应收融资租赁款为47.50亿元。

2019年，公司采用新的金融工具准则对持有的投资资产进行分类和计量。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2019年末，公司投资资产净额为4194.31亿元，较上年末下降6.53%（见表9）。从投资资产结构来看，公司投资资产主要为持有的收购不良资产债权、债权投资、资产管理计划、基金、股权投资和股票为主。2019年，受公司资产结构调整影响，公司压缩非主业资产，投资资产有所下降。截至2019年末，公司持有的不良资产债权余额2892.39亿元，较上年末下降5.96%，占投资资产总额的65.36%。

从会计科目来看，截至2019年末，公司交易性金融资产余额2071.72亿元，以购买的不良资产债权、基金、非上市股权和股票为主；其中购买的不良资产债权余额1404.77亿元，占交易性金融资产的67.81%；基金投资余额165.90亿元，占交易性金融资产的8.01%，其他为基金、非上市股权投资、股票、资产管理计划、私募基金和债券等。

截至2019年末，公司债权投资净额1664.91亿元，主要为自非金融机构收购的不良债权。截至2019年末，公司自非金融机构收购的不良债权和自金融机构收购的不良债权余额分别为1228.43亿元和259.19亿元，分别占不良债权

资产余额的 82.58%和 17.42%。截至 2019 年末，公司债权投资中的其他债权资产余额 407.62 亿元，主要持有的债券、信托产品、资管计划和结构化债权安排，占其他债权资产比分别为 30.03%、24.15%、20.92%和 18.44%。

截至 2019 年末，公司其他债权投资账面价值 254.75 亿元，其中持有的债券投资账面价值 253.54 亿元，其余为少量的资管和信托计划。

截至 2019 年末，公司其他权益工具投资 23.05 亿元，主要为非为交易持有的在香港或大

陆上市的普通股股票投资和非上市企业权益投资。2019 年末，公司持有的上市权益工具投资和非上市权益工具投资余额分别为 13.57 亿元和 9.48 亿元，分别占其他权益工具投资的 58.88%和 41.12%。

公司其他投资资产主要包括长期股权投资和投资性房地产，2019 年末公司长期股权投资和投资性房地产分别为 154.46 亿元和 25.42 亿元。

表9 投资资产构成情况

单位：亿元、%

项 目	2017年末		2018年末		2019年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
交易性金融资产	--	--	--	--	2071.72	49.39
债权投资	--	--	--	--	1664.91	39.69
其他债权投资	--	--	--	--	254.75	6.07
其他权益工具投资	--	--	--	--	23.05	0.55
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1392.96	32.11	1813.53	40.41	--	--
可供出售金融资产	867.54	20.00	664.57	14.81	--	--
持有至到期投资	82.55	1.90	80.15	1.79	--	--
应收款项类金融资产	1898.89	43.77	1700.94	37.90	--	--
长期股权投资	61.21	1.41	158.79	3.54	154.46	3.68
投资性房地产	34.89	0.80	69.48	1.55	25.42	0.61
投资资产净额	4338.05	100.00	4487.46	100.00	4194.31	100.00

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。2019 年，公司其他类资产规模和占比均小幅上升。截至 2019 年末，公司其他类资产余额 334.56 亿元，其中应收款项余额 20.80 亿元，期限主要集中在 3 年（含 3 年）以内；抵债资产 69.54 亿元，以房屋及建筑物为主；递延所得税资产 82.21 亿元；其他资产 112.57 亿元，主要为房地产开发成本和其他应收款；固定资产 33.50 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 2019 年末，公司由于借款抵质押的贷款及垫款账面价值 47.50 亿元；用于卖出回购业务抵质押的资产账面价值合计 40.55 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，2019 年，中国长城资产母公司资产规模下降，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 2019 年末，中国长城资产母公司资产总额 4036.81 亿元，较上年末下降 11.58%。其中，现金类资产占总资产的 2.86%，投资类资产占 84.02%，其他资产占 12.63%。截至 2019 年末，母公司投资资产净额 3391.72 亿元，其中，交易性金融资产余额 1699.15 亿元。交易性金融资产中不良债权资产余额 1390.97 亿元，股票投资余额 101.44 亿元；债权投资净额 1385.22 亿元，其中持有的不良债权投资余额 1456.44 亿元，其

中自非金融机构收购的不良债权和自金融机构收购的不良债权余额分别为 1200.18 亿元和 256.26 亿元；债权投资中的其他债权资产余额 128.24 亿元。公司其他债权投资账面价值为 15.18 亿元，全部为持有的债券；2019 年，中国长城资产母公司长期股权投资余额 298.64 亿元。截至 2019 年末，中国长城资产母公司不存在受限资产。

2. 负债来源

2019 年，受公司资产规模变动影响，公司负债规模有所下降，负债结构有所调整。截至 2019 年末，公司负债总额 5389.68 亿元，较上年末下降 10.88%，以借款、吸收存款和应付债券为主，同业负债占比较低（见表 10）。

截至 2019 年末，公司同业负债余额 128.43 亿元，占负债总额的 2.38%，其中，卖出回购金融资产款余额 72.31 亿元，产品标的以债券为主；拆入资金余额 56.12 亿元。

表 10 负债结构

单位：亿元、%

项 目	2017年末		2018年末		2019年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
同业负债	349.71	6.02	92.15	1.52	128.43	2.38
客户存款	576.44	9.92	625.93	10.35	678.37	12.59
应付债券	548.44	9.43	596.86	9.87	874.21	16.22
借款	3811.38	65.57	4321.34	71.45	3332.30	61.83
其他类负债	526.98	9.07	411.67	6.81	376.36	6.98
其中：合并结构化主体其他所有者权益	152.39	2.62	146.19	2.62	71.10	1.32
合 计	5812.95	100.00	6047.94	100.00	5389.68	100.00

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

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 2019 年末，公司客户存款余额 678.37 亿元，占负债总额的 12.59%。从存款结构来看，2019 年末公司储蓄存款占客户存款的 40.75%；从存款期限来看，定期存款占客户存款的 68.95%，存款稳定性较好。

2019 年，得益于中国长城资产母公司金融债券的成功发行，公司应付债券规模快速增长，占负债总额的比重有所上升。截至 2019 年末，公司应付债券余额 874.21 亿元，占负债总额的 16.22%。其中应付金融债券余额 638.54 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 110.09 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 109.35 亿元，包

含长城华西和长城国兴金融租赁发行的二级资本债券面值 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 亿元以及 2019 年长城国瑞证券新发行的二级资本债券面值 15.00 亿元。

2019 年，公司对外融资规模有所下降。截至 2019 年末，公司借款余额 3332.30 亿元，较上年末下降 22.89%，占负债总额的 61.83%。其中，短期借款余额 1311.81 亿元，较上年末增长 1.26%，占借款总额的 39.37%，以银行信用贷款为主，短期借款年利率范围集中在 3.37%~6.50%；长期借款余额 2020.49 亿元，较上年末下降 33.23%，占借款总额的 60.63%，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%。

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。截至 2019 年末，公司其他类负债总额 376.36 亿元。其中，向中央银行

借款余额 28.82 亿元；应付款项余额 98.34 亿元，期限主要在 1 年（含 1 年）以内；其他负债余额 173.52 亿元，其中合并结构化主体其他持有者权益余额 71.10 亿元，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，2019 年，中国长城资产母公司发行了 300.00 亿元金融债券，且压缩了长期借款规模，负债结构有所调整。截至 2019 年末，中国长城资产母公司负债总额为 3432.86 亿元，较上年末下降 14.11%；其中借款余额 2924.05 亿元，占负债总额的 85.18%，长期借款占比有所下降，借款期限结构有所调整；应付债券余额 384.89 亿元，占负债总额的 11.21%。截至 2019 年末，中国长城资产母公司借款总额 2924.05 亿元，其中短期借款占 36.67%，全部为银行信用借款，利率范围在 3.37%~4.35%；长期借款占 63.33%，期限主要在 1 年至 5 年（含 5 年）以内，利率范围在

3.60%~7.30%。

3. 盈利能力

2019 年，公司主营业务净收入提升，但受投资收益和公允价值变动损益波动影响，公司营业收入规模有所下降，盈利能力有待提高。

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、银行及租赁业务利息净收入和已赚保费为主；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。2019 年，公司积极回归业务本源，主营业务和中间业务收入均有所上升，但受投资收益和公允价值变动损益下滑影响，公司营业收入有所下降。2019 年，公司实现营业收入 326.69 亿元，较上年减少 11.72%，其中主营业务净收入和投资收益分别占营业收入的 71.29%和 16.68%（见表 11）。

表 11 主要盈利指标

单位:亿元、%

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	385.78	370.05	326.69
其中：主营业务净收入	221.30	200.63	232.91
中间业务净收入	11.03	1.62	3.23
投资收益	78.32	97.67	54.50
公允价值变动收益	29.07	52.75	22.52
营业支出	261.00	333.40	303.58
其中：营业税金及附加	6.55	3.29	3.39
业务及管理费	44.12	41.61	45.81
资产减值损失	32.03	64.99	0.80
信用减值损失	--	--	70.51
保险业务支出	17.35	21.55	10.63
其他业务成本	160.95	201.96	172.44
净利润	104.71	33.10	12.46
平均资产收益率	1.85	0.51	0.20
平均净资产收益率	18.69	5.44	2.04

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

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。2019 年，公司不良资产处置净收益 192.20 亿元，较上年增长 21.17%。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。2019 年，公司投资收益受投资资产规模下降及回归主业的结构调整等因素影响，加之采用新的金融工具准则影响，公司投资收益和公允价值变动损益

均有所下降，对公司营业收入的实现带来一定的负面影响。2019 年，公司实现投资收益 54.50 亿元，较上年下降 44.20%，其中交易性金融资产和长期股权投资产生的收益分别为 39.29 亿元和 13.12 亿元；2019 年，公司实现公允价值变动损益 22.52 亿元，较上年下降 57.31%，主要是交易性金融资产公允价值波动所致。2019 年，公司中间业务净收入大幅增长，主要是受托资产管理业务和银行受托业务大幅增加所致。2019 年，公司实现中间业务收入 3.23 亿元，较上年增长 99.26%，但整体占营业收入的比重不高。

2019 年，因资产结构调整，公司其他业务收入规模明显下降，当年实现其他业务收入 8.34 亿元，较上年下降 51.24%。

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。2019 年，随着其他业务成本中的资产管理公司利息净支出的下降影响，公司整体营业支出规模有所下降，全年发生营业支出 303.58 亿元，较上年下降 8.94%。2019 年，公司采用预期信用损失模型计提减值损失，全年公司计提信用减值损失 70.51 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 33.05 亿元和 24.68 亿元。2019 年，公司发生业务及管理费 45.81 亿元，较上年增长 10.11%，其中职工薪酬占比为 55.92%；保险业务支出 10.63 亿元，主要来源于长生人寿保险业务支出；其他业务成本 172.44 亿元，主要为资产管理公司的利息净支出，较上年有所下降，主要是借款规模下降所致。

2019 年，公司主营业务收入有所增长，但投资收益和公允价值变动损益下降导致营业收入整体有所下滑影响，公司净利润规模下降。2019 年，公司实现净利润 12.46 亿元，较上年减少 62.34%。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 0.20% 和 2.04%，平均资产收益率与平均净资产收益率均有所下降，盈利水平有待提高。

2019 年，中国长城资产母公司主营业务收入有所上升，但受公允价值变动损益影响，中国长城资产母公司营业收入有所下降。2019 年，中国长城资产母公司实现营业收入 237.29 亿元，较上年下降 7.82%，其中不良资产处置净收益 177.54 亿元，较上年增长 15.35%；投资收益 31.36 亿元，占营业收入总额的 13.21%；公允价值变动损益 23.85 亿元，较上年下降 66.68%。2019 年，母公司其他业务成本中的利息净支出减少，导致公司营业支出有所下降。2019 年，中国长城资产母公司营业支出 211.59 亿元，较上年下降 7.04%，其中业务及管理费 26.42 亿元；信用减值损失 33.39 亿元；其他业务成本 150.45 亿元，主要为利息净支出。2019 年，中国长城资产母公司实现净利润 20.59 亿元，较上年下降 22.34%。

4. 资本充足水平

得益于引进战略投资者增资的完成，公司资本实力进一步增强，整体抗风险能力强。

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 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 年末以上募集资金全部到账，其中 80.83 亿元计入股本，40.38 亿元为股本溢价，计入资本公积。2019 年，公司分配现金股利 6.20 亿元，分红力度较大，不利于资本的内生积累。2019 年，公司对以往年度的会计差错进行更正，同时公司采用新的金融工具准则和预期信用损失模型计提减值损失，调整其他综合收益和未分配利润，导致年初调整后的未分配利润为负。截至 2019 年末，公司股东权益合计为 541.62 亿元，其中股本 512.34 亿元，资本公积 42.37 亿元，盈余公积 13.23 亿元，其他综合收益 -5.97 亿元，一般风险准备 75.09 亿元，未分配利润 -95.43 亿元。

截至 2019 年末，中国长城资产母公司股东权益 603.95 亿元，其中股本 512.34 亿元，资本

公积 42.34 亿元，盈余公积 13.23 亿元，其他综合收益 0.37 亿元，一般风险准备 64.85 亿元，未分配利润-29.18 亿元。得益于增资扩股的完成，截至 2019 年末，母公司资本充足率为 14.36%；一级资本充足率和核心一级资本充足率均为 11.24%，较上年末明显提升，处于充足水平。

5. 偿债能力

考虑到公司融资渠道较为广泛，公司整体偿付能力较强。2019 年，公司资产负债率基本保持稳定，当年末资产负债率 89.68%，杠杆水平有所下降。2019 年末，公司 EBITDA 余额 239.36 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 18.98 倍，公司盈利情况对债务本金的保障程度一般（见表 12）。

表 12 主要偿债能力指标 单位：%、倍

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产负债率	90.44	90.93	89.68
EBITDA 利息倍数	1.74	1.16	1.12
全部债务/EBITDA	16.30	18.56	18.98

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

2019 年，中国长城资产母公司的资产负债率基本保持稳定（见表 13），当年末资产负债率为 85.04%。2019 年末，母公司 EBITDA 为 176.85 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.18 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 19.19 倍，母公司盈利情况对债务本金的保障程度一般。但考虑到公司融资渠道较为广泛，整体偿付能力较强。

表 13 母公司主要偿债能力指标 单位：%、倍

项 目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产负债率	86.98	87.54	85.04
EBITDA 利息倍数	1.80	1.18	1.18
全部债务/EBITDA	16.85	19.36	19.19

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

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 629.05 亿元，二级资本债券（含次级债券）本金余额为 109.00 亿元。以 2019 年末中国长城资产合并口径财务数据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 14、表 15。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 14 金融债券保障指标 单位：亿元、倍

项目	2019 年
金融债券本金	629.05
可快速变现资产/金融债券本金	1.50
净利润/金融债券本金	0.99
股东权益/金融债券本金	0.02

注：债券本金以公司合并口径，汇率按照 2019 年末中行折算价

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

表 15 二级资本债券保障指标 单位：亿元、倍

项目	2019 年
金融债券及二级资本债券本金	738.05
可快速变现资产/金融债券及二级资本债券本金	1.27
净利润/金融债券及二级资本债券本金	0.84
股东权益/金融债券及二级资本债券本金	0.02

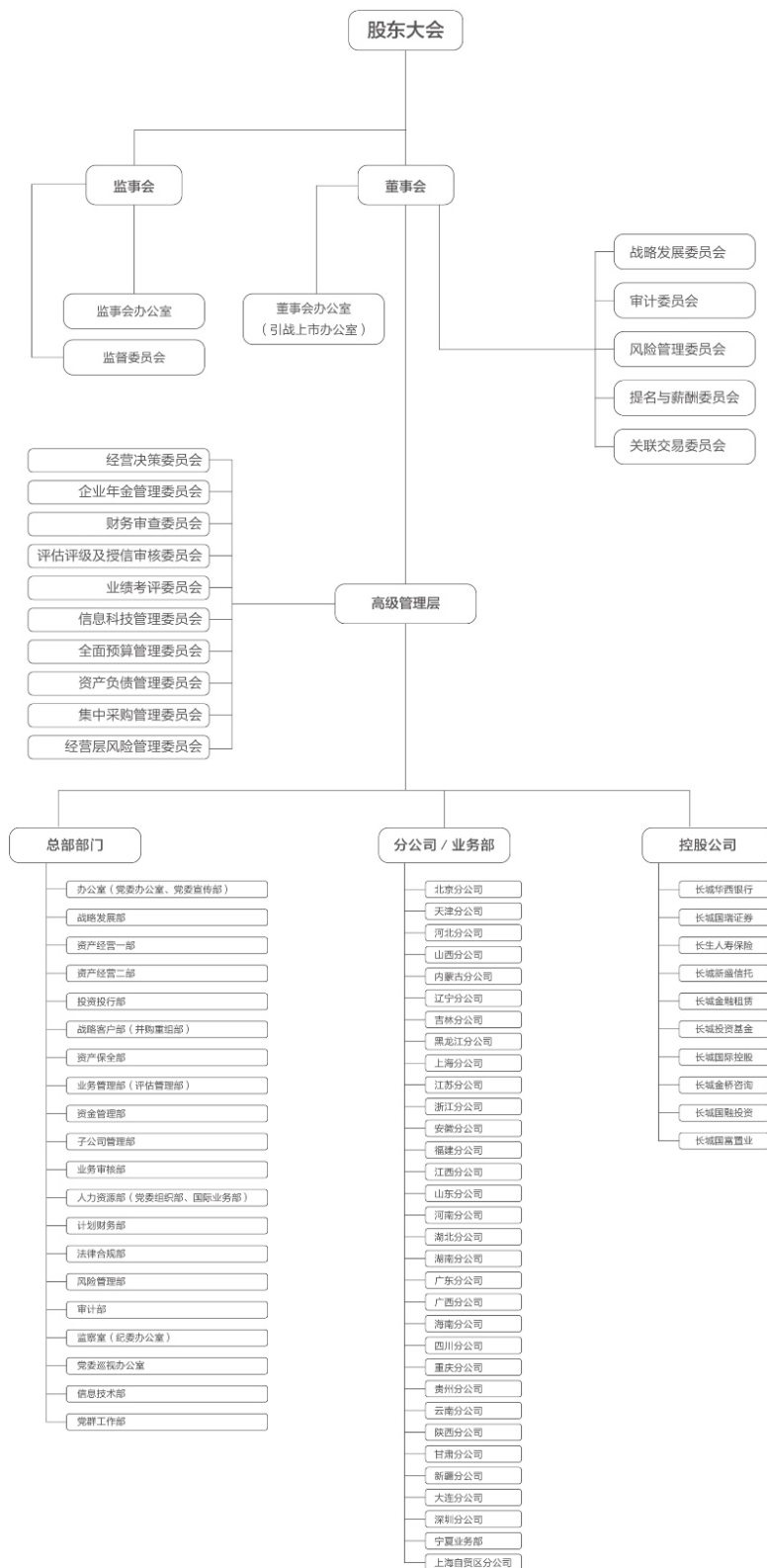
注：债券本金以公司合并口径，汇率按照 2019 年末中行折算价

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

九、结论

综合上述对公司公司治理、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水平将保持稳定，已发行的二级资本债券和金融债券的违约风险极低。

附录 1 2019 年末中国长城资产组织结构图



附录 2 2019 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	长生人寿保险有限公司	保险业务	21.67	70.00
4	长城华西银行股份有限公司	商业银行	20.94	40.92
5	长城国富置业有限公司	房地产开发与经营	10.00	100.00
6	长城融资担保有限公司	投资担保	7.39	100.00
7	辽宁成源置业有限公司	房地产开发与经营	3.44	95.24
8	长城国融投资管理有限公司	投资与投资管理	3.00	100.00
9	长城新盛信托有限公司	信托	3.00	62.00
10	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	2.98	100.00
11	闽南大酒店有限公司	住宿、餐饮等服务	1.78	100.00
12	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
13	黑龙江金龙实业股份有限公司	汽车销售、租赁	1.40	62.77
14	德阳市国有资产经营有限公司	投资	1.00	100.00
15	湖南天一长江实业投资有限公司	设备制造业	0.63	100.00
16	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
17	四川天城投资有限公司	项目投资	0.20	82.50

附录 3 主要财务数据及指标

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 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