

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《2019年第一期中国长城资产管理股份有限公司金融债券信用评级报告》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

二零一九年三月十四日



信用等级公告

联合[2019] 529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主体长期信用状况及拟发行的金融债券进行综合分析和评估，确定中国长城资产管理股份有限公司主体长期信用等级为AAA，2019年第一期金融债券（150亿元）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告。



2019 年第一期中国长城资产管理股份有限公司 金融债券信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA

金融债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2019 年 3 月 14 日

主要数据

项 目	2018 年 9 月末	2017 年末	2016 年末	2015 年末
资产总额(亿元)	6389.82	6395.40	4869.13	3674.88
负债总额(亿元)	5723.45	5781.16	4362.96	3251.28
所有者权益(亿元)	666.37	614.25	506.17	423.59
资产负债率(%)	89.57	90.40	89.60	88.47
EBITDA(亿元)	-	304.70	226.07	210.02
EBITDA 利息倍数(倍)	-	1.74	1.84	1.61
全部债务/EBITDA (倍)	-	14.46	13.80	11.51
资本充足率(%)	12.84	12.55	14.35	14.20
项目	2018 年 1-9 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入 (亿元)	277.03	385.42	292.99	307.62
利润总额(亿元)	52.81	126.88	98.80	77.91
净利润(亿元)	42.91	104.99	89.13	73.67
平均资产收益率(%)	-	1.86	2.09	2.31
平均净资产收益率(%)	-	18.74	19.17	20.24

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理。

注：1.资本充足率为母公司口径；2.2018 年 1-9 月财务报表未经审计。

分析师

刘 睿 张甲男 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”）前身为中国长城资产管理公司，成立于1999年10月，是经国务院批准，为应对亚洲金融危机、化解金融风险、促进国有银行和国有企业改革发展而组建的一家金融资产管理公司。公司成立以来，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年以来，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，资本实力逐步增强；控股股东为财政部，能够得到中央政府的支持。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；盈利水平较好，资本保持充足水平。联合资信评估有限公司确定中国长城资产管理股份有限公司主体长期信用等级为AAA，2019年第一期金融债券(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本期金融债券的违约风险极低。

优势

- 作为财政部控股的四家国有金融资产管理公司之一，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；
- 拥有不良资产管理的专业优势，业务网络广泛，市场竞争力强，行业地位显著；
- 主营业务快速发展，业务规模较快上升，盈利水平较好；
- 股改及引战使资本实力不断提升，资本

充足；

- 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

- 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；
- 投资资产规模较大，相关风险需关注；
- 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。

声 明

一、本报告引用的资料主要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”）对以上资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2019 年第一期中国长城资产管理股份有限公司 金融债券信用评级报告

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。截至 2017 年末，公司注册资本增至 431.50 亿元，股东持股情况见表 1。公司第一大股东与实际控制人均为财政部，持股比例为 97.00%。2018 年以来，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，目前已到位资金 51.21 亿元，2018 年 9 月末实收资本增至 465.65 亿元。

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	97.00
全国社会保障基金理事会	2.00
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，联合资信整理。

公司经营范围包括：收购、受托经营金融机构不良资产，对不良资产进行管理、投资和处置；债权转股权，对股权资产进行管理、投资和处置；对外投资；买卖有价证券；发行金融债券、同业拆借和向其它金融机构进行商业融资；破产管理；财务、投资、法律及风险管理咨询和顾问业务；资产及项目评估；经批准的资产证券化业务、金融机构托管和关闭清算业务；非金融机构不良资产业务；吸收公众存款和发放贷款业务、金融租赁业务、保险业务、证券业务、信托业务、基金管理业务、资产管理业务、房地产开发业务以及银监会或其他监管机构批准的其他业务等。

截至 2017 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 2017 年末，公司资产总额（合并口径）6395.40 亿元，负债总额 5781.16 亿元，所有者权益 614.25 亿元（其中少数股东权益 75.05 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 385.42 亿元，实现净利润 104.99 亿元。

截至 2017 年末，母公司资产总额 4204.97 亿元，负债总额 3657.18 亿元，所有者权益

547.79 亿元。2017 年，母公司实现营业收入 236.43 亿元，实现净利润 75.95 亿元。

截至 2018 年 9 月末，公司资产总额（合并口径）6389.82 亿元，负债总额 5723.45 亿元，所有者权益 666.37 亿元（其中少数股东权益 79.52 亿元）。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 277.03 亿元，实现净利润 42.91 亿元。

截至 2018 年 9 月末，母公司资产总额 4303.05 亿元，负债总额 3703.04 亿元，所有者权益 600.01 亿元。2018 年 1~9 月，母公司实现营业收入 189.85 亿元，实现净利润 32.49 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、本期债券概况

1. 本期金融债券概况

公司拟在不超过人民币 300 亿元注册额度内分期发行金融债券，本期金融债券拟发行规模为人民币 150 亿元，具体发行条款以公司与主承销商共同确定并经主管部门审批通过的内容为准。

2. 本期债券性质

本期金融债券性质为金融资产管理公司发行的、本金和利息的清偿顺序等同于金融资产管理公司一般负债，但优先于金融资产管理公司股权资本及二级资本的金融债券。

3. 本期债券募集资金用途

本期金融债券募集资金将依据适用法律、监管部门的批准以及国家产业政策的相关规定，主要用于不良资产主业。

三、营运环境

1. 宏观经济环境分析

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性

的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升（见表 2）。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1-6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1-6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，

仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1-6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、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，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1-6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1-6月，我国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

表2 宏观经济主要指标 单位：%/亿元

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
GDP增长率	6.9	6.7	6.9	7.4	7.7
CPI增长率	1.6	2.0	1.4	2.0	2.6
PPI增长率	6.3	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9

M2 增长率	8.2	11.3	13.3	12.2	13.6
固定资产投资增长率	7.0	8.1	10.0	15.7	19.3
社会消费品零售总额增长率	10.2	10.4	10.7	10.9	13.1
进出口总额增长率	14.2	-0.9	-7.0	2.3	7.6
进出口贸易差额	28718	33523	36865	23489	2592

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。
注：2013 年进出口贸易差额的单位为亿美元。

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) 金融资产管理

我国资产管理公司起步于 1999 年，当时，我国政府为应对亚洲金融危机、化解银行体系积累的不良资产风险，由财政部出资成立了中国信达资产管理公司、中国长城资产管理公司、中国华融资产管理公司和中国东方资产管理公司四家金融资产管理公司，以发行债券及再贷款的方式，分别购入中国建设银行、中国农业银行、中国工商银行、中国银行等国有商业银行剥离的政策性不良贷款，并管理和处置由此形成的资产。2007 年，四家金融资产管理公司完成政策性不良资产的处置任务，标志着四家金融资产管理公司的发展进入了新的阶段。2007 年以来，四大资产管理公司除接受财政部委托处置部分国有银行损失类贷款之外，陆续开始进行商业化收购不良贷款，同时有选择地对不良资产进行投资，在提高不良资产处置率的同时，各资产管理公司相继进入了证券、保险、信托、金融租赁、信用评级等业务领域，逐步探索多元化业务发展新模式，努力为客户提供综合化金融服务，为实现转型奠定了基础。2010 年以来，为适应内外部环境变化的需要，实现可持续发展，各资产管理公司开始探索商业化的转型道路，目前四家金融资产管理公司已经全部完成股份制改革。

2012 年，财政部、银监会下发《金融企业不良资产批量转让管理办法》（以下简称“管理办法”）（财金[2012]6 号），允许各省、自治区、直辖市人民政府可以批准设立一家地方资产管

理公司，开启了地方资产管理公司的新篇章。2016 年，银监会下发《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。目前，地方资产管理公司数量已经达到三十余家，另外还有多家地方资产管理公司已经获批，目前处于筹备设立阶段。从股东背景看，地方资产管理公司以地方国资控股为主，部分也出现了民营资本的身影，此外，四大国有金融资产管理公司也入股了地方资产管理公司。

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。

至此，我国资产管理行业形成了国有四家金融资产管理公司、地方资产管理公司、银行系资产管理公司相竞争的新格局。其中，四家国有金融资产管理公司为财政部控股，成立时间早，不良资产管理的经验丰富，专业优势强。且部分公司已引进战略投资者并且完成上市，资本实力极强；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，在市场化债转股中有先天的业务优势，在宏观经济增速放缓、商业银行不良贷款上升的背景下，未来市场空间较大；地方资产管理公司主要为省级（或自

治区、直辖市)资产管理公司,也有少部分地市级资产管理公司。由于地方资产管理公司在区域经济结构调整与转型升级、化解金融风险和降低企业财务杠杆率等方面有着至关重要的作用,并且与地方政府有着密切关系,地方资产管理公司在开展业务时会得到地方政府的支持,在当地有着较强的市场竞争力。

监管方面,目前四家国有金融资产管理公司属非银行金融机构,由银监会对其公司治理、内部控制、风险管理以及资本充足性等方面提出监管要求。地方资产管理公司与金融资产管理公司不同,属于非金融机构,成立时需获得当地省级政府授权,监管部门主要为当地国资委、金融办等。此外,地方资产管理公司“不良资产批量转让处置业务”的资质需向银监会备案,而银监会出台的相关政策也会影响地方资产管理公司业务的开展。

中国银监会公布的数据显示,截至2017年末,我国商业银行不良贷款余额1.71万亿元,不良贷款率1.74%,关注类贷款余额3.41万亿元,关注类贷款占比3.49%。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,为资产管理公司的业务发展提供较大空间。此外,2016年10月,国务院发布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债权转股权的指导意见》,提出市场化债权转股权是降低企业财务杠杆率、化解企业财务风险的重要手段,也标志着市场化银行债权转股权大幕的开启。2016年12月,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发行等方面进行了规定,意在通过为债转股实施机构提供资金补充来推进市场化债转股进程。在国内企业杠杆率高企,债务风险不断上升的大背景下,本轮市场化银行债权转股权业务的重启也为资产管理公司提供了广阔的发展空间。

总体来看,未来我国金融资产管理业务有着较大的发展空间,但随着市场主体的多元化趋势,金融资产管理行业的竞争也将更加激烈。

(2) 银行业

根据中国银监会统计数据,截至2017年末,我国商业银行资产总额252.40万亿元,负债总额232.87万亿元,资产负债规模保持平稳增长;净利润1.75万亿元,资产利润率0.92%,资本利润率12.56%,盈利能力持续下降(见表3)。

2017年,随着稳健中性的货币政策和强监管的持续推进,金融体系流动性水平有所收紧,流动性分层现象逐步显现,但整体流动性仍处于平衡状态。另一方面“金融去杠杆”以及“脱虚向实”的行业监管政策逐步落地,推动我国银行业资产增长向良性发展,为货币信贷的增长奠定良好的基础。同时随着我国经济增长企稳,供给侧改革对经济结构调整起到了积极作用,煤炭价格回升以及西部地区经济在政策支持下保持增长,一定程度上有利于缓解银行业信用风险压力,为存量不良资产化解处置带来一定空间,我国商业银行不良贷款率趋稳。根据中国银监会统计数据,截至2017年末,我国商业银行不良贷款余额1.71万亿元,不良贷款率1.74%;拨备覆盖率181.42%,针对信贷资产计提的贷款减值准备仍处于较充足水平。

2017年以来,银行业持续强化“去杠杆、去通道、去链条”的监管力度,强调金融机构业务发展回归本源,防范资金在金融体系内空转带来的风险积聚问题。面对外部环境变化,银行业逐步调整资产负债结构,此前快速发展的金融市场和资产管理等业务受限明显。其中,银行同业理财、投资以及同业存单发行规模的增长速度在MPA考核体系的制约以及流动性管理的要求下明显放缓。

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。近年来,利率市场化的持续推进加剧了同业市场竞争压

力，同时居民理财意识的增强对传统存款业务形成一定分流，迫使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，使银行业存款资金成本整体上升；同时，此前年度多次降息对资产端产生利率重定价效应，进一步导致银行业净息差水平持续收窄，叠加监管部门对银行业杠杆水平的约束以及债市波动对投资收益的负面影响，行业盈利能力持续下降。2017年以来，央行货币政策工具向价格调控型工具转变有助于稳定金融体系资金价格的稳定，商业银行净息差降幅呈现收窄趋势，随着银行资产质量下行压力的缓解，银行业盈利水平有望趋于稳定。

资本充足性方面，虽然盈利水平的下降削弱了银行资本的内生增长机制，但银行资本补

充渠道较为多样，包括增资扩股、上市、发行优先股、可转债以及二级资本债券等，能够保障业务发展的资本需求。根据中国银监会统计数据，截至2017年末，我国商业银行平均核心一级资本充足率为10.75%，平均一级资本充足率为11.35%，平均资本充足率为13.65%，资本较充足。但考虑到以资本为核心的宏观审慎评估体系的实施以及监管趋严导向下表外业务回表带来的影响，我国商业银行资本尤其是核心资本仍面临一定的补充压力。2018年伊始，央行公布了关于规范银行业金融机构发行资本补充债券行为的公告，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，制度层面完善了银行资本补充机制，进一步丰富了银行的资本补充方式。

表3 商业银行主要财务数据 单位：万亿元/%

项 目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
资产总额	252.40	181.69	155.83	134.80	118.80
负债总额	232.87	168.59	144.27	125.09	110.82
不良贷款额	1.71	1.51	1.27	0.84	0.59
净利润	1.75	1.65	1.59	1.55	1.42
资产利润率	0.92	0.98	1.10	1.23	1.27
资本利润率	12.56	13.38	14.98	17.59	19.17
不良贷款率	1.74	1.74	1.67	1.25	1.00
拨备覆盖率	181.42	176.40	181.18	232.06	282.70
存贷比	70.55	67.61	67.24	65.09	66.08
资本充足率	13.65	13.28	13.45	13.18	12.19
一级资本充足率	11.35	11.25	11.31	10.76	9.95
核心一级资本充足率	10.75	10.75	10.91	10.56	9.95

资料来源：中国银监会，联合资信整理。

(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。截至2017年末，我国境内上市公司数量达3458家，股票总市值达56.75万亿元。2017年，全年境内股票筹资金额15213.81亿元，较上年有所下降，主要是定向增发规模减少所致；全年股票成交金

额8.02万亿元，较上年有所下降；证券化率（股票总市值/GDP总值）为68.54%。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。2017年，我国债券市场发行总额40.80万亿元，年末债券存量余额74.69亿元。

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2017年末，我国共有131家证券公司，全行业资产总额6.14万亿

元，净资产 1.85 万亿元，净资本 1.58 万亿元，均较上年末有所上升。目前，我国证券公司主营业务主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务构成。证券经纪业务和自营业务是我国证券公司目前最主要收入来源，投资银行业务和资产管理业务发展较快，融资融券、股指期货、证券直投等创新性业务对证券公司的盈利贡献度也在不断增强。

2014-2015 年股票牛市使证券公司经纪业务收入带来爆发式增长，随着市场回归平淡，沪深两市交易额大幅下降。2017 年，证券公司实现代理买卖业务净收入 1052.95 亿元，同比下降约 22%；代理买卖业务净收入占全部营业收入的 26.37%，占比较上年亦有所下降。经纪业务收入占比较之前年度下降明显，但仍然是占比最高的业务板块。

近年来，IPO 业务重启并加速发行，但审核通过率不断下降；再融资审核收紧、发行周期拉长；债券发行规模有所波动，并购重组和新三板业务较为低迷，证券公司投资银行业务收入有所波动。2017 年，证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 384.24 亿元，较上年明显下降，财务顾问与投资咨询业务净收入也有所下降；投行业务收入占营业收入的比重为 17.46%，占比与上年相比基本持平。

证券公司自营业务主要包括债券投资和股票投资。近年来，随着监管层放开证券公司的投资范围以及准许证券公司设立另类投资子公司，证券公司自营业务逐步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，证券公司自营业务收入同比有所回升，全年实现证券投资收益（含公允价值变动）860.98 亿元，占营业收入的比重为 27.66%，占比上升明显。

目前，证券公司资产管理业务产品体系主要由集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等构成。2017 年，证券公司实现受托资产管理业务净收入 310.21 亿元，较上年小幅增长；占营业收入的比重为 9.96%。2016 年证监会制

定了《证券公司风险控制指标计算标准规定》，于 2016 年 10 月 1 日正式实施。新规调整了资管业务风险资本准备的计提标准，其中对投向非标的定向资管计划计入风险资产的比例大幅提升，且非结构化的集合资管计划不再占用净资本，这一规定将加大券商通道业务压力，促进主动管理的非结构化集合资管计划的发展。

近年来，证券公司创新业务尤其是资本中介类业务发展迅速。目前，证券公司开展的创新业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、证券约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务等。创新业务的逐步推进将有助于优化证券公司业务结构，提升盈利水平。

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高波动性。2017 年，受股票市场行情低迷影响，证券公司盈利情况较上年略有下降，全行业实现营业收入 3113.28 亿元，净利润 1129.95 亿元。

（4）租赁行业

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

目前我国有两类融资租赁公司：一类是由银监会批准成立的金融租赁公司，按出资人不同，可分为银行系金融租赁公司和非银行系金融租赁公司，属于非银行金融机构。另一类是由商务部批准成立的租赁公司，主要是由非金融机构设立，注册资本相对较小；按企业形式划分，该类租赁公司可分为内资、中外合资以及外资独资；按公司背景划分，还可划分为厂商系和独立第三方租赁公司。

自 2009 年总投资 5000 万美元以下的外资租赁公司的审批权限由商务部下放到省级商务委和国家级经济开发区后，外资租赁公司的数量每年都有大幅增加。此外，随着中国（上海）

自贸区的正式运营，外资租赁公司发展速度进一步加快。据统计，大约有 2/3 的外资租赁公司系由中资境外机构作为境外投资人而设立的融资租赁公司，形成这种局面的主要原因是中国目前在对融资租赁业的监管方面存在着较大的内外资差别待遇，市场准入上外资具有“超国民待遇”，并且不同监管类型的融资租赁公司在租赁物的经营范围、外债管理等方面的要求也不尽相同，客观上形成了监管套利。内资租赁公司由商务部及国家税务总局联合审批和监管，自 2016 年 4 月商务部和国家税务总局将注册在自贸试验区内的内资租赁企业融资租赁业务试点确认工作下放到自贸试验区所在的省市商务主管部门和国税局，内资融资租赁试点企业数量实现较快增长。由于内资试点企业相对来说准入门槛较高，并且有较多由国内具有厂商背景的公司投资设立，因此从总体来说内资试点企业运营和发展前景较好。厂商系租赁公司主要以自产的大型工程机械、医疗设备和印刷设备等作为业务重点领域，融资租赁业务来源比较稳定，但行业集中风险较高，且容易成为厂商的销售平台，经营风险较大。独立第三方租赁公司的业务模式相对简单，主要限于全额清偿的直接融资租赁模式或者售后回租模式。截至 2017 年末，据中国租赁联盟和天津滨海融资租赁研究院统计，中国各类融资租赁公司（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 9090 家，较年初增加 1954 家，增长 27.4%。其中，金融租赁公司 69 家，较年初增加 10 家；内资租赁公司 276 家，较年初增加 72 家；外资租赁公司 8745 家，较年初增加 1862 家。

资本市场融资、银行贷款以及融资租赁是企业融资的主要渠道。融资租赁是一种以实物为载体的融资手段和营销方式，与银行传统信贷业务和资本市场融资有着明显的区别，具有自身的优势和特点。首先，企业选取融资租赁方式进行融资时，无须一次性筹措引进设备的所有资金，且能够根据自身财务状况，灵活地

选取定期付款的额度、付款周期等。其次，融资租赁具有一定成本优势，担保和抵押的方式灵活变通，融资条件相对比较宽松。再次，企业在整个融资租赁期满时，可以自由地选择退出方式，既可以退租、续租，也可以购买。最后，作为一种新型的企业融资渠道，融资租赁使得企业融资不再局限于传统的融资渠道，可以根据自身的需求，在不同的情况下采取不同的租赁方式来满足自身对于资金的需求。

由于商务部下辖的融资租赁公司缺乏稳定的长期资金来源，融资途径主要依靠股东增资和银行借款，对信托、租赁投资基金、资产证券化等新型融资方式未充分利用，融资渠道狭窄，且融资成本较高，相对于银行的渠道优势和良好的客户资源，商务部下辖的融资租赁公司面临相当大的挑战。

银行系金融租赁公司依托于母行，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，银行系金融租赁公司将其业务发展定位于交通、船舶、大型设备制造业等行业，业务发展更加突出，资产扩张迅速。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多将业务定位于印刷、医疗设备、教育、工程机械等行业。上述行业对融资租赁业务需求旺盛，且相对于飞机、船舶等大型设备来说，一次性投入资金量较小，适合资本金规模较小和融资渠道有限的金融租赁公司。

总体看，作为三大融资手段之一的租赁，具有一定的融资优势，在一定程度上与银行贷款以及资本市场形成了互补。在融资租赁行业内部，金融租赁公司和商务部批准成立的租赁公司在业务定位上存在着较为明显的差别。随着融资租赁行业的不断发展，行业规模的不断扩大，融资租赁行业竞争将日趋激烈。

（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的区间内，寿险产品的吸引力将得到增强。2017年以来，保险行业延续稳步发展势头，保险产品结构不断优化；寿险行业原保费收入保持较快增长，但受万能险业务下滑影响，行业规模保费增速逐步放缓。2017年，我国寿险业务原保费收入2.67万亿元，同比增长23.01%，寿险原保费收入保持强劲增长趋势。其中，普通寿险和健康险业务分别实现原保险保费收入2.15万亿元和0.44万亿元，同比分别增长23.01%和8.58%。资产方面，寿险公司总资产13.21万亿元，较年初增长6.25%，寿险公司资产增速有所放缓。

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，2017年，我国寿险业务占人身险业务的80.22%，健康险业务占16.41%。2016年下半年以来，保监会¹持续加强对万能险和险资举牌等行为的监管和处罚，使万能险产品不断减少，结算利率不断下降。2017年以来，部分保险公司万能险业务呈现负增长，新产品的结算利率持续下降，万能险多以年金或附加险的形式出现在保险公司的业务模式中。2017年，寿险行业共实现总保费收入3.24万亿元，同比下降6.06%；实现原保险保费收入2.60万亿元，同比增长20.04%，增速有所放缓。

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，寿险赔付金额和赔付率逐年上升，健康险赔付金额和赔付率波动较大，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，2017年以来，受益于债券和长期股权投资收益率有所提升，有利于险企固定收益类投资收益的提升，同时股市行情表现较好，保险公司在股票投资方面也有较好的表现，整体投资收益水平稳中有进。截至2017年末，国内保险资金运用余额14.92万亿元，较上年末增长11.42%，占国内保险行业资产总额的89.08%。从投资资产结构来看，保险资金运用配置更趋优化，截至2017年末，银行存款与债券投资合计占比47.51%，较2016年末下降3.19个百分点；股票和证券投资基金占比12.30%，下降0.98个百分点；其他投资占比40.19%，上升4.17个百分点，其中长期股权投资占24.63%，其余为非标类投资。总体看，近年来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，非标类投资总额和占比持续快速上升，股票和证券投资基金保持平稳增长态势。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，2017年资金运用收益率5.77%，同比上升0.11个百分点。随着利率上行，未来保险公司准备金计提压力逐渐下降，投资收益改善和准备金计提压力的减轻，将促进险企利润不断提升。

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。2017年，监管机构在从严从重加强保险资金运用监管背景下，资本补充债发行申请通过数量较上年同期显著下降，全年人身险行业审批通过发行不超过35亿元。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，2017年人身险公司累计补充注册资本金211.90亿元。总体

¹ 注：现中国银保监会。

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。

资金运用方面，保监会进一步规范险资运用，2017年6月，保监会发布了《关于进一步加强保险公司关联交易管理有关事项的通知》，主要针对近年各行业资本争相进入保险业，低成本的保险资金通过层层嵌套的金融手段流动于关联方，为此保监会提出“穿透式”认定关联交易行为，有利清晰保险业资产质量和管控风险。此外，保监会下发《关于开展保险资金运用风险排查专项整治工作的通知》，重点对权益投资、另类投资以及金融产品、不动产和境外投资领域，实施穿透式检查，严格控制增量风险。保监会不断加强保险资金运用监管，治理非理性举牌、境外收购等乱象，控制保险资金进入房地产领域，严禁保险资金直接和间接投资商业住宅，规范保险机构内保外贷业务，取消通道业务等，使得保险资金激进投资得到有效遏制。

总体看，国内保险监管越来越强调保险产品的保障功能，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、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。

从各行业发展角度来看，公司的核心业务领域以及所涉及的各子行业在未来均存在着较大的发展空间，拥有较好的发展前景。

四、公司治理与内部控制

1. 公司治理

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，公司实施转型改制，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，注册资本增至431.50亿元。2018年以来，公司开展引入战略投资者的工作，陆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，合计募集资金121.21亿元，增资完成后注册资金将达到512.34亿元。截至本报告出具日，增资资金已到位51.21亿元，公司实收资本增至465.65亿元，目前上述新股东已经参与到公司治理工作中。

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。

股东大会是公司的权力机构。近年来，公司召开多次股东大会，审议并通过了公司筹备情况报告、筹备费用报告、股东大会议事规则、董事会议事规则、董事会董事选举、非职工代表监事选举等议案。

截至本报告出具日，公司董事会共有董事6名，其中执行董事2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。近年来，公司董事会召开多次会议，审议并通过了董事长选举、总裁聘任、内部基本管理制度、工商登记变更和各专门委员会工作规则等议案。

截至本报告出具日，公司监事会共有监事3名，设监事长1名。监事会下设监事会办公室，负责协助监事会进行公司治理有关监督检查等工作。近年来，公司监事会不断加强各项监督检查工作力度，审议并通过了监事长选举、监事会工作计划、监事会监督委员会工作规则等议案。

公司高级管理层是公司的执行机构，对董事会负责。公司高级管理层设有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。

总体看，公司搭建了“三会一层”的公司治理架构，并组建了专门委员会，目前治理机制运作良好。

2. 内部控制

近年来，公司按照“加强前台、巩固中台、精简后台”的原则对组织架构进行调整，并进一步加强公司总部对各分支机构和控股子公司的管控职能，使总部成为公司的战略规划、业务引领、资金财务、人力资源、审计监督与风险控制中心，组织架构图见附录1。

公司建立了内部控制三道防线：前台部门为第一道防线，是项目运作的主要风险管理责任人，按照公司规定对项目进行调研并采取相应风控措施；风险管理部、法律合规部、业务审核部等部门为第二道防线，在各自职责范围内对项目进行审核把关、风险监测以及控制；审计部为第三道防线，对项目运作和公司内控体系建设进行事后监督和评价，进而提出改进建议，防控各类经营和管理风险。

公司审计部以“利润增长”和“股改引战”为两大中心任务，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。近年来，公司及时调整审计工作要点和考核评价办法，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，为股改后制度建设打好基础。近年来，公司有序推进各项审计工作，除常规审计外，还开展了包括资产管理、子公司财务管理、信托公司风险项目等各类专项审计，充分发挥监督评价职能。

为加强集团审计的管控力度，公司对分公司开展指令性常规审计，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，近年来公司不断加强内部控制体系建设，并针对股改情况及时作出调整，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。

3. 发展战略

作为中国四大金融资产管理公司之一，公司成立之初的主要任务是收购、管理和处置国有银行剥离的不良资产。自成立以来，公司通过收购、管理和处置了各类商业银行剥离的不良资产，在化解金融风险，支持国有银行和国有企业改革和发展等方面发挥了积极作用。改制以来，公司将改革发展融入国家经济改革发展大局之中，践行化解金融风险、提升资产价值、服务经济发展的使命，以不良资产收购处置及资产管理为主业，以中小企业综合金融服务为特色，以多种金融服务为手段，努力把公司建成治理科学、管理规范、服务专业、品牌一流的现代金融服务企业。

公司制定了“五年两步走”发展规划：第一步，用三年时间（2017-2019年）“强根基、谋上市”；第二步，用两年时间（2020-2021年）“聚合力、促升级”。公司将采取以下措施来确保规划目标的实现：第一，通过构建动态资本管理、资产负债管理和司库管理体系，提升财务保障机制效率，优化资金管理与融资来源，提高资金营运市场化水平；第二，以客户为中心，构建标准化的业务流程，实施客户名单制管理，优化资产配置和风险管控；第三，完善市场化晋升和薪酬安排，实施差异化和长期化激励机制；第四，加快信息系统改造升级，建设技术先进、功能多元、运行高效、安全可控的信息系统，满足公司业务发展、集团管控、股改上

市、外部监管的需要；第五，加强集团风险治理，完善内控制度和风险监控机制；第六，加大研发投入，打造专职研发团队，提升集团整体研究能力，树立研究品牌，打造公司软实力；第七，持续加强企业文化和战略品牌管理，用企业文化引导战略实施、品牌塑造、形象提升和声誉传播；第八，充分发挥监督职能，不断加强案件防控并建立健全追责及惩罚机制。

总体看，公司根据自身定位，制定了阶段性的发展战略规划及目标。目前公司各项经营活动有序展开，经营效益日益提高，随着股改的完成和战略规划的不断推进，综合实力有望不断提升。

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。近年来，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，已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。2015~2017年，公司分别实现不良资产经营管理收入194.48亿元、166.60亿元和228.11亿元，占公司营业收入的比例分别为63.22%、56.86%和59.18%。整体看，随着公司综合化经营水平的提升，不良资产处置净收益的占比有所下降，但对公司收入和利润的贡献度仍处于较高水

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是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2017年末，公司收购不良债权资产的账面价值为2504.39亿元。

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，公司主要以短期持有、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。

公司不良资产经营管理业务不断发展。截至2018年9月末，公司收购不良债权资产的账面价值为2861.22亿元；2018年1~9月，实现不良资产经营管理收入同比有所上升。

随着宏观经济增速的放缓，近年来商业银行不良贷款率呈上升趋势，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。尽管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，但凭借强大的资本实力、资源优势以及较强的专业优势，公司不良资产经营业务有望在未来获得更为广阔的发展空间。

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、长城国际控股、其他金融平台的资产管理（财务管理）中心。2015~2017年，公司投资投行及资产管理业务分别实现收入56.67亿元、47.94亿元和80.61亿元，占公司营业收入的比例分别为18.42%、16.36%和20.91%。2018年前三季度，公司投资投行及资产管理业务实现收入43亿元。

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，围绕不良资产开展追加投资、实质性重组、市场化债转股等一揽子综合性金融服务。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2017

年末，长城国融投资资产总额486.33亿元，所有者权益11.34亿元；2017年实现净利润1.99亿元。

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2017年末，长城国富置业资产总额135.45亿元，所有者权益为27.60亿元；2017年实现净利润6.59亿元。

长城投资基金是公司旗下专门从事私募投资基金管理业务的子公司，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。长城投资基金已获中国证券投资基金业协会“私募投资基金”资质，并被中国证券投资基金业协会吸纳为“普通会员”，2017年末基金管理规模累计957.86亿元。截至2017年末，长城投资基金资产总额3.46亿元，所有者权益合计3.22亿元；2017年实现营业收入0.97亿元，净利润0.73亿元；截至2017年末，基金管理规模达到654.60亿元，其中第三方资产管理规模115.13亿元，增长较快。目前，长城投资基金及其旗下子公司已获得证券类、股权类和其他类三类管理人资格，同时作为普通合伙人（GP）或基金管理人，合计已受托管理76支合伙制基金和18支契约型私募基金。

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联社基础上组建而成的地方性股份制商业银行。2017 年，由于长城华西银行引入新股东，导致公司持股比例有所降低，但仍具有控制地位，年末公司持股比例为 40.92%。截至 2017 年末，长城华西银行注册资本 20.94 亿元。目前下辖德阳地区 9 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 2017 年末，长城华西银行资产总额 1105.85 亿元，所有者权益 78.71 亿元；2017 年实现营业收入 23.74 亿元，净利润 6.83 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 33.5 亿元。目前在全国各地设立了 23 家证券营业部、19 家分公司和 4 家子公司，经营范围包括证券经纪、证券资产管理、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、证券自营、融资融券、证券承销与保荐等。截至 2017 年末，长城国瑞证券资产总额 146.99 亿元，所有者权益 44.04 亿元；2017 年实现营业收入 9.55 亿元，净利润 2.96 亿元。

长城新盛信托是经银监会批准，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，公司持股比例为 62.00%，注册资本为 3 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 2017 年末，长城新盛信托资产总额 11.78 亿元，所有者权益 6.70 亿元，信托资产规模 347.12 亿元；2017 年实现营业收入 3.54 亿元，净利润 1.79 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 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 2017 年末，长城国兴金融租赁资产总额 592.26 亿元，其中应收融资租赁款净额 535.16 亿元，所有者权益 57.42 亿元；2017 年实现营业收入 16.90 亿元，净利润 5.24 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，公司持股比例为 70.00%，注册资本为 21.67 亿元，目前在上海、浙江、江苏、北京、四川、山东等地区开展各类个人和团体保险业务。截至 2017 年末，长生人寿资产总额 69.97 亿元，所有者权益 12.73 亿元；2017 年实现原保险保费收入 18.53 亿元，净亏损 1.34 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 2017 年末，长城融资担保资产总额 9.56 亿元，所有者权益 8.53 亿元；2017 年实现净利润 0.06 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 2017 年末，长城国际资产总额 384.38 亿港元，所有者权益 1.95 亿港元；2017 年实现净利润 0.44 亿港元。

长城金桥咨询是在国家工商总局注册的全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 0.5 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，已在全国 30 个省市设立了业务代理部或分公司。截至 2017 年末，长城金桥咨询资产总额 2.36 亿元；所有者权益为 1.95 亿元；2017 年，长城金桥咨询实现净利润 0.44 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

公司建立了风险管理组织架构：风险管理委员会负责指导和监督风险管理部门工作，审议和评定公司内部控制与风险管理体系，审议公司风险管理策略、制度及风险管理报告等重大事项；合规风险部作为专职的风险管理部门履行全面风险管理职责，制定风险管理制度与方案，组织实施风险监测与管控，提交风险监测报告；全面风险管理的基本流程由各业务单位执行，拟定和实施风险控制措施，持续监测风险，定期分析与报告资产风险状况。

公司按照银监会《银行业金融机构全面风险管理指引》（银监发〔2016〕44 号）的相关规定，制定了《全面风险管理规范》，旨在公司系统内进一步完善全面风险管理体系，采取定性和定量相结合的方法，识别、计量、评估、监测、报告、控制或缓释所承担的各类风险（包括信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险、国别风险、银行账户利率风险、声誉风险、战略风险、信息科技风险以及其他风险）。近年来，公司不断完善全面风险管理体系，在梳理公司业务运作流程的基础上，明确各经营单位、各职能部门、各岗位在各流程、各环节中的风险管理职责；明确报告关系，建立前台业务经营部门、中台业务控制部门、后台审计部门“三道防线”，贯穿事前、事中、事后全流程，形成

了职能明确、责任清晰、分工负责、相互制衡的风险管理组织体系，为公司的风险管理提供组织保障。

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。

近年来，公司根据银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》、《城镇化金融业务指引》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》，对法人和集团口径的单一客户集中度进行监测和计量，确保将客户集中度风险控制在公司的损失承受能力和客户的债务承受能力范围内；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；制定并完善了《资产减值管理办法》，并定期对纳入减值测试范围的资产以现金流折现模型和迁徙模型开展减值计量，准确反映资产损失，保持充足的减值拨备水平。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。近年来，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》、《同业产品管理办法》、《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、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。对于子公司的流动性管

理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，近年来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，优化风险管理技术。

七、财务分析

公司提供了2015~2017年和2018年前三季度合并及母公司财务报表。2015~2017年财务报表由德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）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，详见附录2。本报告中2017年财务数据采用当年期末数，2016年和2015年财务数据均采用重述之后的数据。2018年前三季度财务报表未经审计。

1. 资产质量

近年来，公司资产规模呈较快增长态势，2017年末资产总额6395.40亿元。从资产结构来看，以投资资产、发放贷款和垫款和现金类资产为主（见附录3：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。近年来，公司现金类资产规模有所波动。截至2017年末，公司现金类资产总额481.69亿元，占资产总额的7.53%。其中，货币资金与存放中央银行款项分别占现金类资产的78.33%和21.67%，公司货币资金主要为公司自有的银行存款。

近年来，公司同业资产规模呈波动态势，但占资产总额的比重较低。截至2017年末，公司同业资产总额199.13亿元，占资产总额的3.11%。其中，拆出资金93.02亿元；买入返售金融资产106.11亿元，产品标的以债券和股票为主。

近年来，公司发放贷款和垫款规模保持稳步增长。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。截至2017年末，公司发放贷款和垫款总额1137.63亿元，扣除减值准备后的净额为1067.04亿元。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443.08亿元，占贷款总额的38.95%，担保方式以抵质押为主，截至2017年末，长城华西银行不良贷款率为1.98%；应收融资租赁款余额617.94亿元，占贷款总额的54.32%，主要来源于长城国兴金融租赁业务款项。截至2017年末，公司发放贷款和垫款共计提减值准备70.59亿元，其中计提贷款减值准备25.91亿元，应收融资租赁款减值准备42.59亿元。

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。近年来，公司加大交易性金融资产和可供出售金融资产的配置力度，投资资产规模呈较快增长态势。截至2017年末，公司投资资产净额4340.08亿元，其中，应收款项类金融资产占43.77%，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占32.03%，可供出售金融资产占20.96%。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，2017年末应收款项类金融资产投资净额1899.49亿元。自金融机构收购的不良贷款510.23亿元，自非金融机构收购的应收款项978.98亿元；其他债务工具473.72亿元，包含结构化债权安排74.58亿元，资产管理计划161.66亿元，信托产品237.48亿元。2017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与可供出售金融资产规模均呈快速增长态势，截至2017年末以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额1389.95亿元，其中收购的不良债权1088.78亿元；债券投资106.43亿元，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，限售股权）投资 167.67 亿元；另有部分资产管理计划和贷款。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产余额 909.57 亿元，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 48.78% 和 27.76%，另有部分基金、资产管理计划和理财产品。截至 2017 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 63.44 亿元和 5.31 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。近年来，公司其他类资产规模保持增长，占资产总额的比重保持稳定。截至 2017 年末，公司其他类资产余额 307.46 亿元，其中应收款项余额 91.66 亿元，期限主要集中在 1 年（含 1 年）以内；抵债资产 37.68 亿元，以房屋及建筑物为主；递延所得税资产 39.20 亿元；其他资产 67.93 亿元，主要为房地产开发成本和其他应收款；固定资产 36.17 亿元；另有部分商誉和应收利息等。

从母公司的资产结构来看，近年来，中国长城资产母公司资产总额呈较快增长态势。截至 2017 年末，母公司的资产总额 4204.97 亿元，其中现金类资产占总资产的 5.60%，投资类资产占 78.40%，其他资产占 15.99%。截至 2017 年末，母公司投资资产余额 3296.76 亿元，其中，应收款项类投资 1,309.61 亿元，包括来自金融机构的不良贷款 490.50 亿元，非金融机构的应收款项 713.29 亿元，结构化债权安排（标的为银行不良资产）131.06 亿元，资产管理计划 22.09 亿元，应收款项类投资计提减值准备 47.34 亿元；可供出售金融资产余额 565.36 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 1209.89 亿元，以收购的不良债权为主。

2018 年前三季度，公司资产规模略有下降，2018 年 9 月末资产总额为 6389.82 亿元；由于公司持续加大不良资产主业收购力度，投资类

资产规模保持增长，2018 年 9 月末投资类资产余额 4535.64 亿元，占资产总额的 70.98%。

截至 2018 年 9 月末，中国长城资产母公司资产总额为 4303.05 亿元，保持稳步增长态势；其中现金类资产、投资类资产与其他资产分别占资产总额的 2.97%、81.49%和 15.53%，资产结构较为稳定。

总体看，近年来公司资产规模保持较快增长，2018 年以来略有下降，资产结构有所调整，投资资产规模与占比有所提升。

2. 负债来源

近年来，公司负债规模呈较快增长态势，2017 年末负债总额 5781.16 亿元，以借款、吸收存款、应付债券和其他类负债为主，同业负债占比较低（见附录 3：表 2）。

近年来，公司同业负债规模持续增长，但占负债总额的比重不高。截至 2017 年末，公司同业负债余额 349.71 亿元，其中，卖出回购金融资产 273.02 亿元，产品标的以债券为主；拆入资金 76.69 亿元。

公司客户存款主要来自长城华西银行吸收存款，近年来存款规模及占比有所波动，2017 年存款规模与占负债总额的比例均有所下降，主要受以下两方面影响所致：一是受宏观经济的影响，中小企业资金紧缺，短期化趋势明显；二是长城华西银行对负债结构进行优化，加大了低成本活期存款、保证金存款的营销，降低了高成本的协议存款等资金的拓展。截至 2017 年末，公司客户存款余额 576.44 亿元，占负债总额的 9.97%。从存款结构来看，储蓄存款占客户存款的 31.49%；从存款期限来看，定期存款占客户存款的 48.87%。

近年来，公司应付债券规模和占比逐年上升。截至 2017 年末，公司应付债券余额 548.44 亿元，占负债总额的 9.49%。其中应付金融债 320.98 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；应付同业存单与二级资本债券分别为

212.46 亿元和 6.00 亿元，为长城华西银行未偿付的同业存单及发行的二级资本债券。

近年来，公司借款规模呈快速上升态势，占负债总额的比重相对稳定，是主要的负债来源。截至 2017 年末，公司借款余额 3811.38 亿元，占负债总额的 65.93%。其中，短期借款 1536.24 亿元，以银行信用贷款为主，年利率范围主要集中在 3.30%-6.00%；长期借款 2275.14 亿元，主要为期在 1 年至 5 年（含 5 年）的固定利率借款，利率范围为 3.50%-8.00%。

近年来，公司其他类负债的规模保持增长态势。截至 2017 年末，公司其他类负债总额 495.19 亿元。其中，向中央银行借款 14.68 亿元；应付款项 79.55 亿元，期限主要在 1 年（含 1 年）以内；其他负债 275.18 亿元，其中合并结构化主体其他所有者权益 143.56 亿元，占其他负债的 52.17%，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，近年来，中国长城资产母公司负债总额呈较快增长态势，2017 年由于长期借款规模明显上升，导致负债总额显著增长。截至 2017 年末，母公司负债总额为 3657.18 亿元。其中同业负债占负债总额的 5.27%，全部为卖出回购金融资产款项；借款占 91.02%，长期借款规模明显上升，借款期限结构有所调整；其他类负债占 3.70%。截至 2017 年末，母公司借款总额 3328.88 亿元，其中短期借款占 36.56%，全部为银行信用借款，利率范围在 3.30%-6.00%；长期借款占 63.44%，期限主要在 1 年至 5 年（含 5 年）以内。

2018 年以来，公司负债规模略有下降，2018 年 9 月末负债总额为 5723.45 亿元。从负债结构来看，公司同业负债、吸收存款及其他类负债规模有所下降，应付债券与借款规模保持增长。截至 2018 年 9 月末，公司借款余额 4090.28 亿元，占负债总额的 71.47%，仍是主要的负债来源。

截至 2018 年 9 月末，中国长城资产母公司负债总额为 3703.04 亿元，负债规模保持稳步

增长。从负债结构来看，母公司同业负债、借款、应付债券和其他类负债分别占负债总额的 0.94%、94.66%、2.03%和 2.37%，负债结构较为稳定。

总体看，近年来公司负债规模保持较快增长，2018 年以来略有下降，负债结构较为稳定，以借款为主。

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等业务收入。近年来，公司营业收入呈波动上升态势（见附录 3：表 3）。2016 年，受中间业务净收入持续下降以及公允价值变动损失上升的影响，公司营业收入规模有所下降；2017 年，在主营业务稳步开展以及公允价值变动所产生的收益明显上升及其他业务收入提高的带动下，公司营业收入快速增长。2017 年，公司实现营业收入 385.42 亿元，其中主营业务净收入和投资收益分别占营业收入的 57.85% 和 19.79%。

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。2017 年，公司不良资产处置净收益 187.31 亿元，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 27.25%、69.29%和 3.45%。公司投资收益主要来源于可供出售金融资产、交易性金融资产和应收款项类投资产生的收益。2017 年，随着投资资产规模的快速增长，公司投资收益保持增长；同时，交易性金融资产与应收款项类投资产生的投资收益规模明显上升，投资收益结构有所调整。2017 年，公司实现投资收益 76.28 亿元，其中可供出售金融资产、交易性金融资产和应收款项类投资产生的收益分别占 22.55%、37.72%和 32.05%。

近年来，受公司增信担保业务收入明显下降和咨询收入快速上升影响，公司中间业务收入呈波动下降。2017年，公司实现中间业务收入14.30亿元，其中增信担保业务收入2.59亿元，咨询业务收入6.82亿元，受托资产管理业务3.05亿元。

2017年，公司其他业务收入规模明显增长，主要是由于售出部分自建商业办公楼房所致。2017年，公司实现其他业务收入45.55亿元，其中售出自建商业办公楼收入33.49亿元。

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。近年来，随着公司业务规模的扩大，营业支出呈波动上升趋势。2017年，公司营业支出规模明显上升，全年发生营业支出260.16亿元，较上年增长32.38%。其中，资产减值损失31.21亿元，贷款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61.91%和32.29%，应收款项类投资减值损失呈净转回；业务及管理费44.12亿元，其中职工薪酬及福利占58.60%；保险业务支出17.35亿元，主要来源于长生人寿保险业务支出；其他业务成本160.95亿元，主要为资产管理公司的利息净支出。

近年来，公司的净利润规模持续增长。2016年，受益于资产减值损失计提规模的大幅下降，公司净利润保持增长趋势。2017年，公司经营范围进一步扩大，不良资产处置与投资收益取得较好成果，且房地产销售收入的增长亦对净利润的实现产生积极影响。2017年，公司实现净利润104.99亿元。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1.86%和18.74%，盈利水平良好。

近年来，中国长城资产母公司营业收入规模呈波动变化。2016年，受公允价值变动损失规模上升及不良资产处置收益下降影响，营业收入规模有所下降。2017年，得益于主营业务的稳步开展以及投资业务产生较好的收益，中国长城资产母公司营业收入明显增长。2017年，

母公司实现营业收入236.43亿元，其中不良资产处置净收益176.06亿元，占营业收入总额的74.47%；投资收益25.83亿元，占营业收入总额的10.92%。2017年，在融入资金规模快速增长的影响下，母公司利息净支出规模明显上升，导致营业支出增幅显著。2017年，母公司营业支出145.02亿元，其中，业务及管理费占14.29%；资产减值损失占3.44%；其他业务成本占81.26%，主要为利息支出。2017年，母公司实现净利润75.95亿元。

2018年1~9月，公司实现营业收入277.03亿元，其中主营业务净收入占66.09%，是收入的主要来源；实现净利润42.91亿元，同比有所下降，主要是受市场影响，公司息差减少导致。2018年1~9月，中国长城资产母公司实现营业收入189.85亿元；净利润32.49亿元。

总体看，近年来公司净利润持续增长，盈利水平良好。2018年以来，受息差减少影响，盈利同比有所下降。

4. 现金流分析

从现金流方面来看，经营性现金流量方面，2016年净流入规模明显增长，主要是由于客户存款和金融机构取得借款收到的现金规模上升影响所致；2017年，在应收款项类金融资产投资力度加大以及金融企业偿还借款支付现金规模上升的影响下，公司经营活动产生的现金流转为净流出状态。在加大投资资产配置力度的影响下，投资活动产生的现金流保持净流出状态。近年来，公司筹资活动产生的现金流保持净流入状态，主要是由于发行债券和同业存单影响所致。整体看，公司现金流较为充裕（见附录3：表4）。

5. 资本充足水平

近年来，公司主要通过利润留存和改制过程中的增资扩股对资本进行补充，资本实力得到增强。2016年12月，公司完成股份制改制，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, 公司注册资本增至 431.50 亿元。

截至 2017 年末, 公司股东权益 614.25 亿元, 其中, 股本 431.50 亿元, 盈余公积 15.49 亿元, 其他综合收益 13.92 亿元, 一般风险准备 21.76 亿元, 未分配利润 56.52 亿元。截至 2017 年末, 中国长城资产母公司股东权益 547.79 亿元, 其中股本 431.50 亿元, 盈余公积 15.49 亿元, 其他综合收益 12.33 亿元, 未分配利润 76.65 亿元。2017 年末, 母公司资本充足率分别为 12.55%, 资本充足。

2018 年以来, 公司二级资本债券成功发行, 进一步对资本进行了补充, 同时引入战略投资者提升资本实力。截至 2018 年 9 月末, 中国长城母公司资本充足率为 12.84%, 资本充足。

6. 偿债能力

近年来, 公司资产负债率保持上升趋势, 2017 年末资产负债率 90.40%, 杠杆水平较高。2017 年, 公司 EBITDA 余额 304.70 亿元, EBITDA 利息倍数为 1.74 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 14.46 倍, 公司盈利情况对债务本金的保障程度一般(见附录 3: 表 5)。

近年来, 中国长城资产母公司的资产负债率波动上升(见附录 3: 表 6), 截至 2017 年末, 资产负债率为 86.97%。2017 年, 母公司 EBITDA 为 212.57 亿元, EBITDA 利息倍数为 1.81 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 16.75 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、本期金融债券偿债能力分析

截至本报告出具日, 中国长城资产(合并口径)已发行且未到期的金融债券本金合计人民币 312.05 亿元²。假设本期金融债券发行规模为人民币 150.00 亿元, 以 2017 年末财务数据为基础进行测算, 中国长城资产可快速变现资产、经营性现金流入量、净利润和股东权益对金融债券本金的保障倍数见表 4。整体看, 中国长城资产对本期金融债券的保障能力强。

表 4 金融债券保障情况 单位: 亿元/倍

项 目	发行后	发行前
金融债券本金	462.05	312.05
可快速变现资产/金融债券本金	2.56	3.79
经营性现金流入量/金融债券本金	6.92	10.25
净利润/金融债券本金	0.23	0.34
股东权益/金融债券本金	1.33	1.97

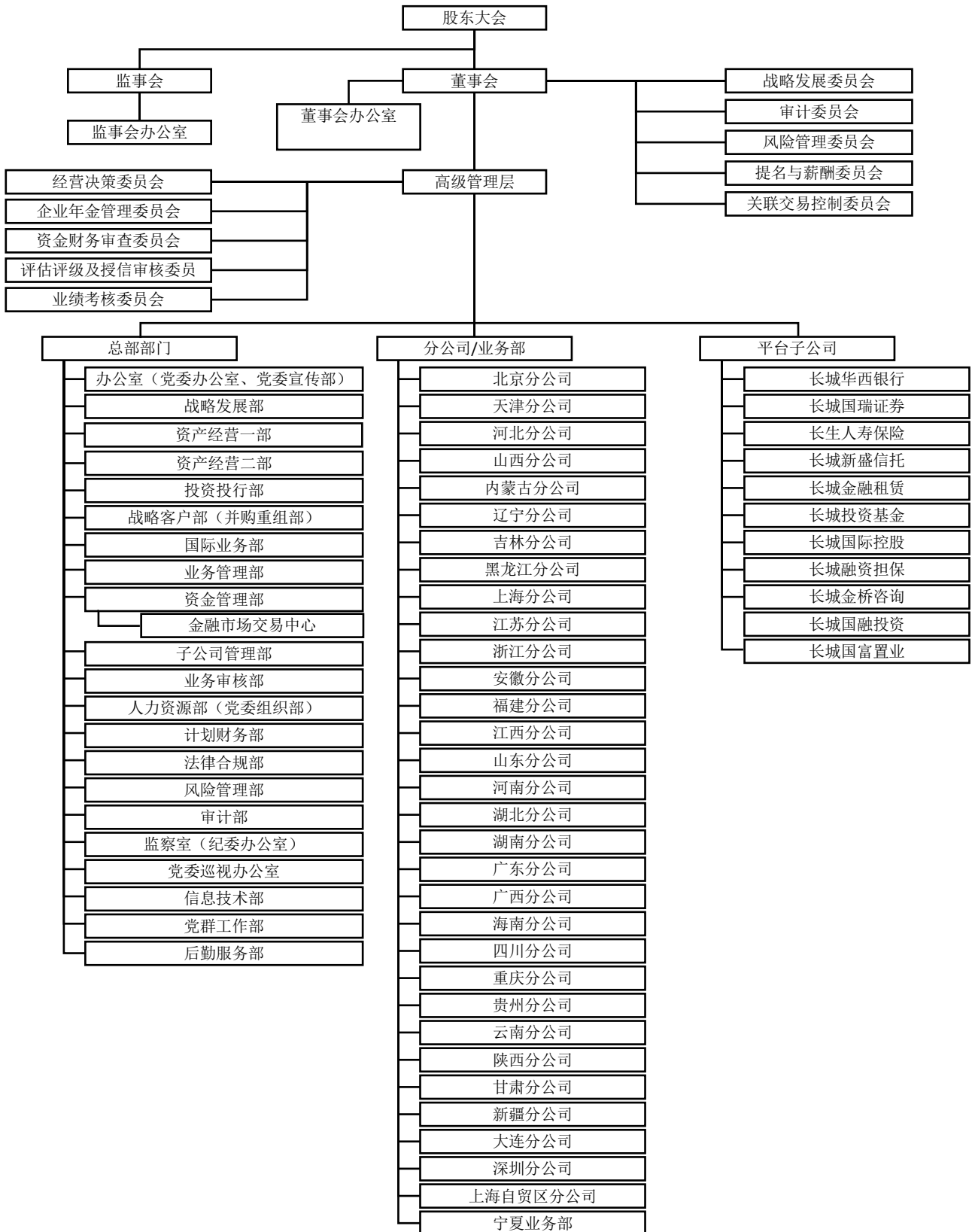
数据来源: 中国长城资产审计报告, 联合资信整理。

九、评级展望

作为财政部控股的四家资产管理公司之一, 公司能够得到中央政府支持。股改完成后, 中国长城资产公司治理和内部控制水平有所提升, 资本实力进一步增强。公司具备不良资产经营的丰富经验和专业优势, 核心业务市场竞争力强; 搭建了多元化经营平台, 综合化经营水平高, 为未来业务持续发展奠定了基础。近年来, 宏观经济增速放缓, 商业银行信贷资产质量持续下滑, 非金融企业偿债压力加大, 为公司核心业务提供了广阔的发展空间。另一方面, 公司业务规模的较快上升加大了对资金的需求, 债务规模有所上升; 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。基于公司强大的股东背景、不良资产经营方面的专业优势、多元化的经营平台以及良好的发展前景, 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。

² 其中 41.00 亿美元金融债券, 按照 9 月 30 日外汇报价 6.8792 折算为人民币, 另有 30.00 亿元金融债券, 合计 312.05 亿元。

附录 1 组织结构图



附录 2 截至 2017 年末主要控股子公司情况

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
18	哈尔滨龙晟资产管理有限责任公司	投资管理	0.06	100.00

附录3 主要财务数据及指标

表1 资产构成情况

单位: 亿元/%

项 目	2017年末		2016年末		2015年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
现金类资产	481.69	7.53	591.93	12.16	254.85	6.93
同业资产	199.13	3.11	209.29	4.30	113.95	3.10
发放贷款和垫款	1067.04	16.68	914.78	18.79	777.98	21.17
投资资产	4340.08	67.86	2920.34	59.98	2400.85	65.33
其他类资产	307.46	4.81	232.79	4.78	127.25	3.46
合 计	6395.40	100.00	4869.13	100.00	3674.88	100.00

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	2017年末		2016年末		2015年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
同业负债	349.71	6.05	186.60	4.28	145.93	4.49
客户存款	576.44	9.97	609.77	13.98	451.53	13.89
应付债券	548.44	9.49	412.66	9.46	220.59	6.78
借款	3811.38	65.93	2687.85	61.61	2077.57	63.90
其他类负债	495.19	8.57	466.07	10.68	355.67	10.94
其中: 合并结构化主体其他持有者权益	138.96	2.40	138.96	3.19	97.61	3.00
合 计	5781.16	100.00	4362.96	100.00	3251.28	100.00

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	2017年	2016年	2015年
营业收入	385.42	292.99	307.62
其中: 主营业务净收入	222.98	214.46	212.67
中间业务净收入	11.03	9.53	13.80
投资收益	76.28	68.91	78.29
公允价值变动收益	29.06	-6.04	-2.46
营业支出	260.16	196.53	229.79
其中: 营业税金及附加	6.52	5.65	15.71
业务及管理费	44.12	39.79	32.27
资产减值损失	31.21	36.82	73.75
保险业务支出	17.35	18.12	1.09
其他业务成本	160.95	96.15	106.98
净利润	104.99	89.13	73.67
平均资产收益率	1.86	2.09	2.31
平均净资产收益率	18.74	19.17	20.24

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	2017 年	2016 年	2015 年
经营活动产生的现金流净额	-31.09	401.42	67.64
投资活动产生的现金流净额	-107.45	-300.19	-307.24
筹资活动产生的现金流净额	160.75	306.39	216.35
现金及现金等价物净增加额	17.17	411.47	-20.40
期末现金及现金等价物余额	689.33	672.16	260.70

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	2017 年末	2016 年末	2015 年末
资产负债率	90.40	89.60	88.47
EBITDA利息倍数	1.74	1.84	1.61
全部债务/EBITDA	14.46	13.80	11.51

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	2017 年末	2016 年末	2015 年末
资产负债率	86.97	83.85	84.18
EBITDA利息倍数	1.81	2.13	1.66
全部债务/EBITDA	16.75	14.53	11.38

数据来源: 中国长城资产审计报告, 联合资信整理。

附录 4 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 5-1 资产管理公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信资产管理公司主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附录 5-2 资产管理公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信资产管理公司中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附录 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 2019年第一期中国长城资产管理股份有限公司 金融债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债券信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

中国长城资产管理股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，于每年7月31日前发布跟踪评级结果和报告。

中国长城资产管理股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国长城资产管理股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国长城资产管理股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国长城资产管理股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国长城资产管理股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国长城资产管理股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国长城资产管理股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国长城资产管理股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

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