信用评级公告

联合〔2022〕 4139 号

联合资信评估股份有限公司通过对华润资产管理有限公司及相关债券的信用状况进行综合分析和评估，确定华润资产管理有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 华润资产 MTN001”“22 华润资产 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

华润资产管理有限公司
2022年跟踪评级报告

评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
华润资产管理有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
22 华润资产 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
22 华润资产 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
22 华润资产 MTN001	5.00	5.00	2025-04-21
22 华润资产 MTN002	2.00	2.00	2025-04-22

评级时间：2022 年 6 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
地方资产管理公司信用评级方法	V3.0.201907
地方资产管理公司主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华润资产管理有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级反映了公司作为华润股份有限公司（以下简称“华润股份”）的全资下属企业和一级利润中心，能够在资金、产融协同等方面得到股东很大的支持。公司资本实力较强；2021 年，公司业务稳步发展，盈利能力保持较强水平，杠杆水平适中。

同时，联合资信也关注到，公司业务规模的扩大和外部环境的变化对公司资产处置的专业化能力、内控及风险管理水平提出更高要求，同时需要对公司盈利实现及波动性保持关注。

随着业务不断发展和股东持续支持，公司业务规模有望增长，整体竞争实力有望进一步增强。

基于对公司主体长期信用状况以及本次跟踪债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 华润资产 MTN001”“22 华润资产 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **股东背景很强，股东支持力度很大。**公司股东背景很强，且公司作为华润股份的一级利润中心，在华润股份的战略中具有重要地位，在产融协同、资本补充和流动性支持等方面能够获得股东持续有力支持。
2. **资本实力较强，2021 年，业务稳步发展。**公司资本实力较强，依托股东的多元化产业背景，公司不良资产业务稳步发展。截至 2021 年末，资产管理规模较年初有所下降，但自有资金出资规模实现进一步增长。
3. **融资渠道畅通，盈利能力较强。**公司财务杠杆保持在合理水平，且直接和间接融资渠道均畅通，融资成本较低；公司盈利能力较强，有助于内生资本补充。

关注

1. **宏观经济不确定性增大，资产回收承压。**近年来宏观经济不确定性增大，加之疫情反复对多个行业的经营活动

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	2
		自身竞争力	风险管理	2
			企业管理	2
			经营分析	2
			未来发展	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
公司股东背景很强，且股东支持力度很大				+2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：卢芮欣
刘　嘉
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
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

产生冲击，或将导致公司资产包价值下行或交易对手信用风险加大，对公司存量业务资产质量或未来资产定价产生影响。

2. **专业化能力和风险管理水平需要不断提升。**随着公司业务规模扩大与业务体系的不断丰富，未来公司需要不断提升专业化能力和风险管理水平以满足业务的发展；同时，激烈的市场竞争环境对公司不良资产定价及处置能力提出了更高要求。

3. **需要对盈利稳定性保持关注。**不良资产业务周期较长，资产流动性较弱，资产处置时间和回收金额存在较大不确定性，公司盈利稳定性受业务进度的影响较大。

主要财务数据：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
资产总额（亿元）	97.15	103.47	130.91	136.79
所有者权益（亿元）	43.98	50.91	54.65	55.62
全部债务（亿元）	39.15	38.41	61.24	66.35
短期债务（亿元）	5.44	10.07	40.39	46.00
营业收入（亿元）	7.33	11.06	10.24	2.56
利润总额（亿元）	4.09	7.75	5.12	1.30
EBITDA（亿元）	5.89	9.83	7.13	/
筹资前净现金流（亿元）	0.82	0.53	-10.65	4.91
调整后营业利润率（%）	55.43	64.45	49.96	50.78
净资产收益率（%）	7.00	13.81	7.08	1.76
资产负债率（%）	54.73	50.79	58.25	59.34
全部债务资本化比率（%）	47.09	43.00	52.84	54.40
EBITDA 利息倍数（倍）	3.28	4.74	3.68	/
全部债务/EBITDA（倍）	6.64	3.91	8.59	/

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币、财务数据除均指合并口径；2022 年 1－3 月财务数据未经审计，相关指标未经年化。
资料来源：公司审计报告、财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2022/4/1	卢芮欣 刘　嘉	地方资产管理公司信用评级方法 V3.0.201907 地方资产管理公司主体信用评级模型(打分表)V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

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

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

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

华润资产管理有限公司
2022 年跟踪评级

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于华润资产管理有限公司（以下简称“公司”或“华润资产”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

华润资产管理有限公司（以下简称“华润资产”或“公司”）成立于2015年7月，初始注册资本为25.00亿元，由华润股份有限公司（以下简称“华润股份”）以其持有的珠海市润海投资有限责任公司（以下简称“润海投资”）61.62%的股权评估作价出资，该股权的评估价值为25.02亿元，其中，25.00亿元计入注册资本，0.02亿元计入资本公积。2016年12月，华润股份将所持公司股权全部转让予华润金控投资有限公司（以下简称“华润金控”）。同期，华润金控对公司增资10.00亿元，其中0.50亿元用于增加注册资本，剩余9.50亿元作为资本公积，公司注册资本及实收资本增至25.50亿元。截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为25.50亿元，公司唯一股东为华润金控，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）（股权结构参见附件1-1）。截至2022年3月末，公司股权不存在被质押情况。

公司经营范围：资产管理，投资管理，企业管理，投资顾问；股权投资；为企业资产的重组、并购及项目融资提供咨询服务；财务顾问；委托管理股权投资基金；国内贸易；房地产经纪服务、物业管理服务；以自有资金进行投资兴办实业（法律、行政法规、国务院决定禁止的项目除外，限制的项目须取得许可后方可经营）。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)。

截至2022年3月末，公司本部设立了前中后台的职能部门，详见附件1-2。截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共24家，主要是公司为开展业务而设立的有限合伙企业。截至2022年2月末，公司合并口径共有员工100名。

截至2021年末，公司资产总额130.91亿元，所有者权益54.65亿元（含少数股东权益0.44亿元）。2021年，公司实现营业收入10.24亿元，实现利润总额5.12亿元。

截至2022年3月末，公司资产总额136.79亿元，所有者权益55.62亿元（含少数股东权益0.45亿元）。2022年1－3月，公司实现营业收入2.56亿元，实现利润总额1.30亿元。

公司注册地址：广东省珠海市横琴环岛东路3000号横琴国际商务中心901-9002-03室；法定代表人：张建民。

三、本次跟踪债券概况

本次跟踪债券见下表，“22 华润资产 MTN001”和“22 华润资产 MTN002”合计金额7.00 亿元，均未到首次付息日，募集资金均已按指定用途使用完毕。

表 1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
22 华润资产 MTN001	5.00	5.00	2022-04-21	3.00
22 华润资产 MTN002	2.00	2.00	2022-04-22	3.00

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速1（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

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

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

[1]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大

概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业和区域环境分析

公司主营不良资产经营业务，且主要在广东省开展业务，受区域经济发展的影响很大。

1. 不良资产管理行业分析

宏观经济持续低位运行，整体不良资产化解需求增加，为不良资产管理行业提供了较大发展空间。

AMC 即资产管理公司（Asset Management Companies）特指专业承接、处置不良资产的资产管理公司，其业务还可以由此延伸到投资、资产管理、信托、租赁、银行、投行等领域。联合资信将主要从事不良资产经营业务的机构均视为不良资产管理公司范畴。

根据不良资产的流向，可以将不良资产管理的产业链大体分为上游不良资产来源、中游接收处置以及下游投资三个环节，不良资产管理公司在产业链中发挥不良资产接收和处置的作用，是产业链中游最主要的参与者。

不良资产的上游来源主要包括银行、非银金融机构、非金融机构（企业）以及财政不良资产。银行不良资产主要是不良贷款，随着近年国内宏观经济低位运行和结构调整深化，国内商业银行不良贷款规模持续攀升，风险化解需求增加。银保监会数据显示，2018－2020 年末，我国商业银行不良贷款余额较上年末增速分别为 18.74%、19.16%和 11.93%，不良贷款率分别为 1.83%、1.86%和 1.84%；截至 2020 年末，我国商业银行不良贷款余额升至 2.70 万亿元。2021 年以来国内经济修复有所放缓，截至 2021 年 9 月末，商业银行不良贷款余额为 2.80 万亿元，较上年末小幅增长 3.70%。非银金融机构主要包括信托、金融租赁、证券等机构，近年非银金融机构类信贷业务规模的快速增长为不良资产管理行业的发展提供了较大空间。非金融机构不良资产主要是企业形成的各类坏账，如企业被拖欠的各种货款、工程款等，非金融机构的不良资产总体规模庞大，但分布非常分散，其中规模以上企业是不良资产的主要来源，企业的不良资产质量一般低于金融机构，其不良资产的处置以债务重组为主；近年来非金融机构应收账款规模大幅攀升，回收周期延长，逐步沉淀形成的坏账对其资产处置及债务重组的需求日益高涨。国家统计局数据显示，2018－2020 年末，我国工业企业应收票据及应收账款较上年末增速分别为 6.41%、4.48%和-5.68%，2020 年末数据回落主要系国家统计局调整了数据口径所致；2021 年 10 月末，工业企业应收账款 18.90 万亿元，较上年末增长 15.16%。

中游的不良资产管理公司在接收不良资产后进行处置并从中获取收益，不良资产本身的不良属性意味着更大的固有风险和更高的经营专业性要求，不良资产供给的逆周期性和不良资产处置的顺周期性叠加，意味着 AMC 业务模式的一般逻辑是在经济下行时期布局资产、经济上升时期处置资产，这决定了其业务周期很长、盈利体现很慢，因此不良资产经营处置的专业能力是衡量 AMC 核心竞争力的重要标准。同时 AMC 企业自身对经济周期的把控和应对显得更加重要，预期之外的经济周期单边延长或变化会加大其经营风险并带来较大资金压力。

下游投资者是不良资产的最终购买方，主要包括各类投资机构、工商企业及个人等；下游投资者通过购买、协议受让、参加法院拍卖等获得不良资产，发挥自身的专业优势，对债权、股权及实物资产进行最终消化处置并实现投资回报。

不良资产管理行业市场格局进一步多元化，市场主体扩容加剧行业竞争；地方AMC以国有背景为主，区域内地方AMC机构数量与银行不良贷款规模基本正相关。

目前，我国不良资产管理市场已形成“5+2+银行系 AIC+外资系+N”的市场格局，即中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“中国华融”）、中国长城资产管理股份有限公司、中国东方资产管理股份有限公司、中国信达资产管理股

份有限公司（前述 4 家合称“四大 AMC”）及中国银河资产管理有限责任公司（2020 年 3 月获批，2020 年 6 月更为现名）共 5 家全国性金融资产管理公司，各省原则上不超过 2 家经银保监会批复的可从事金融企业不良资产批量收购业务的地方资产管理公司（以下可简称“地方 AMC”），银行设立的主要开展债转股业务的金融资产投资公司（即“AIC”），外资投资控股的不良资产管理公司，以及众多未获得银保监会批复的内资不良资产管理公司（以下简称“非持牌 AMC”）。以下主要讨论地方 AMC。

根据《中国地方资产管理行业白皮书（2020）》（以下简称《白皮书》）及公开资料，截至 2021 年末，全国共 59 家地方 AMC 企业，较 2020 年末新增 2 家。其中，2021 年 2 月，吉林省盛融资产管理有限责任公司获得银保监会的资质批复，继被法院裁定解散的原吉林省金融资产管理有限公司后，成为吉林省唯一一家省级 AMC；2021 年 9 月，大连国新资产管理有限责任公司注册成立，注册资本 20.00 亿元，并于年底获准开展金融企业不良资产批量收购处置业务[2]，成为大连市唯一、辽宁省第三家持牌的地方 AMC，至此，全国 5 个计划单列市均成立了地方 AMC。目前，浙江、山东、福建、广东、辽宁因包含计划单列市各有 3 家地方 AMC 企业；其余省级行政区中，除吉林、陕西、河北、贵州、云南、青海、新疆、西藏只有 1 家地方 AMC 企业外，其余省份均已设立了 2 家地方 AMC 企业。根据《白皮书》，截至 2020 年末，71%的地方 AMC 的主要股东具有国资背景，整体地方 AMC 企业以国资背景为主，具有民营控股背景和混合制主体较少。

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

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

监管主体方面，目前地方 AMC 是特许从事金融不良资产批量收购业务的准金融机构，但没有金融机构许可证。长期以来，因存在监管主体不明确、监管机制不完善等问题，地方 AMC 行业发展在业务模式探索中的“伪创新”层出不穷；原吉林省金融资产管理有限公司于 2020 年 4 月被最高人民法院裁定强制解散，成为首家被裁定解散和被银保监会取消业务资质的地方 AMC，种种行业现象也暴露出监管缺位的问题。2019 年 7 月，银保监会发布的《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》（银保监办发〔2019〕153 号）（以下简称“153 号文”）明确了目前由银保监会负责制定地方 AMC 的监管规则，各省（区、市）人民政府履行监管责任，各地方金融监管部门具体负责对本区域地方 AMC 的日常监管，包括机构设立、变更、终止、风险防范和处置等。

监管政策方面，行业整体仍处于发展初期，监管环境相对宽松，但 2019 年以来有所趋严。153 号文针对地方 AMC 的一些高风险甚至违规经营行为，强调严格监管、风险防范和违规处置，重点围绕各种乱象纠偏；出表通道类业务以及投机炒作等“挣快钱”的方式受到限制，行业在牌照端的竞争壁垒弱化，逐渐转向差异化、专业化能力的竞争，要求地方 AMC 构建起不良资产买入环节的估值定价能力，经营环节的运作、服务和价值提升能力，处置环节的多元化手段等一系列专业化经营能力。地方性政策方面，根据《白皮书》，截至 2020 年末，已有江西省、山东省、

[2]信息来源：中国金融新闻网。

北京市、贵州省等共 9 个省市明确出台了地方 AMC 相应监管条例，其中，《北京市地方资产管理公司监督管理指引（试行）》于 2020 年 4 月发布，但已于 2021 年 7 月废止。

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

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

2021 年 8 月，银保监会就《地方资产管理公司监督管理暂行办法》（以下简称“《征求意见稿》”）征求意见已经结束，全国统一的地方 AMC 行业性监管意见有望出台。《征求意见稿》拟从经营规则、经营管理、监督管理等方面对地方 AMC 进行全方面的规范，并对业务区域、主业占比、融资杠杆等提出明确要求，且提出地方 AMC 主业占比连续两年未达要求的将被取消业务资质。

2021 年 12 月 31 日，中国人民银行就《地方金融监督管理条例（草案征求意见稿）》（以下简称《条例草案》）公开征求意见，《条例草案》拟按照“中央统一规则、地方实施监管，谁审批、谁监管、谁担责”的原则，将包含地方资产管理公司在内的地方各类金融业态纳入统一监管框架，强化地方金融风险防范化解和处置，并提出原则上不得跨省展业等要求。《条例草案》是《征求意见稿》的上位法，二者均作为全国统一的政策框架，未来若正式出台，地方 AMC 行业将告别各自为政、法律定位不明、业务混乱的现状，将有利于行业规范、健康发展，但仍需出台更加细化的配套规定以保障落地实施，同时，对部分地方 AMC 企业来说，长期可能面临业务转型压力。

地方 AMC 仍保持属地经营定位，预计行业仍有牌照扩容的可能；在地方 AMC 和四大 AMC 全面回归主业的趋势下，行业内部竞争加剧，对地方 AMC 的专业化能力等提出更高要求，行业“马太效应”将持续显现。

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

2020 年以来，在新冠肺炎疫情的持续影响下，不良资产领域的业务发展机会显著增加。但 2019 年金融去杠杆后，部分金融机构处置大规模不良资产包有所减少，加之 2020 年新冠疫情以来，银行业响应国家政策加强实体经济资金保障，目前整体金融机构处置不良资产包金额不大，地方 AMC 资产规模增速或将放缓。个人不良贷款业务试点以来发展较快，有望成为地方 AMC 新的业务增长点，但行业在个人不良贷款的转让定价、处置催收、个人信息保护等全新领域仍需逐步探索发展。同时，在经济下行周期，交易对手信用风险加大，资产包价值可能进一步下行、处置难度加大，对不良资产管理公司的估值定价和存量资产回收产生一定不利影响，加之市场主体扩容加剧行业竞争和行业监管逐步规范，需要不良资产管理公司不断加强自身专业能力。

相比传统金融机构而言，融资难、融资贵问题始终是地方 AMC 的行业瓶颈，较高的融资成本和不良资产处置回收的不确定性叠加，导致地方 AMC 倾向于交易频率较高的短期经营行为，如收益回报较高的固定收益类业务等；加之若股东对地方 AMC 企业设定较高的盈利目标和分红要求，将进一步促使企业选择投资业务、类信贷业务等“短、平、快”的非主业业务，从而弱化地方 AMC 化解区域风险的属性。在行业盲目扩张时期，部分地方 AMC 已经形成了以投资业务、类信贷业务等为主的业务特点，且部分地方 AMC 开展了较多房地产类信贷业务。根据《白

皮书》，2020 年地方 AMC 的不良资产来源仍然主要为制造业、批发零售业及房地产业，随着房地产行业政策调整和房企频频出现风险事件，前期开展的相关业务积蓄了大量风险。在当前地方 AMC 行业逐步回归主业的背景下，部分地方 AMC 企业的投资业务、类信贷业务仍占比较高，及以往介入的房地产类存量业务较多，且部分企业在经济下行期间出现了一定的信用风险事件，从而加大了业务结构转型的压力。鉴于目前区域经济发展不协调、法制环境及配套建设不均衡、专业人才供给有差异等因素，未来地方 AMC 发展仍将继续分化，行业“马太效应”将持续显现。同时，逐步回归和专注主业发展，也将促进行业整体专业化程度的不断提升。

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

2. 区域经济分析

广东省经济处于国内领先水平，区位及政策优势明显，市场活跃度高且金融业发达，为公司发展提供良好的经营环境。

广东省位于中国的南端沿海，是珠江三角洲地区的重要省份，目前综合经济竞争力、金融实力均居于全国领先地位。2021 年广东省地区生产总值为 12.44 万亿元，同比增长 8.0%，两年平均增长 5.1%。其中，第一产业增加值为 5003.66 亿元，同比增长 7.9%，两年平均增长 5.8%；第二产业增加值为 5.02 万亿元，同比增长 8.7%，两年平均增长 5.2%；第三产业增加值为 6.91 万亿元，同比增长 7.5%，两年平均增长 5.0%。

2021 年，广东省规模以上工业增加值 3.75 万亿元，同比增长 9.0%，两年平均增长 5.2%，增速基本恢复到疫情前水平。2021 年，广东省接触性服务行业有序运行，批发和零售业、住宿和餐饮业增加值同比分别增长 10.6%和 10.9%。2021 年，广东省固定资产投资同比增长 6.3%，两年平均增长 6.6%。

广东省财政实力雄厚，财政自给能力较强。2021 年，广东省地方一般公共预算收入 1.41 万亿元，同比增长 9.1%，两年平均增长 5.6%。其中，税收收入同比增长 9.1%。地方一般公共预算支出同比增长 4.2%，两年平均增长 2.6%。

截至 2021 年末，广东省银行业不良贷款余额增长 4.72%至 1327.41 亿元，不良贷款率 0.94%，较年初下降 0.08 个百分点，全年不良资产处置规模超过 1300 亿元。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月末，公司注册资本及实收资本均为25.50亿元，控股股东为华润金控，国务院国资委为公司实际控制人。

2. 规模与竞争力

公司资本实力较强，凭借集团[3]的强大综合实力和丰富资源，业务发展良好，已形成了专业的资产运营能力和较强的市场竞争力。

公司资本实力较强，得益于自身经营利润积累，截至2021年末，所有者权益增长至54.65亿元。截至2021年末，公司各业务的管理规模合计289.96亿元，业务规模较大。

3 本报告提到的“集团”均泛指整个华润体系，不是法人主体概念。

公司作为集团旗下特殊资产投资运营平台，是集团产业金融的主体之一，是集团一级利润中心。依托集团多元化产业能力、央企品牌以及其他金融板块资源，公司已形成具有产融特色的综合金融服务手段，能够为客户提供资产管理全价值链的多元化金融服务。集团多元且强大的产业能力为公司业务开展在价值判断、资源导入、退出渠道等方面提供了有力支持，可转化为公司运营、管理各项资产所特有的优势，使公司具有很强的竞争实力。

同时，公司具有丰富的特殊资产运营经验。公司前身为1999年成立的华润（集团）有限公司特殊资产管理部，曾参与了原珠海市商业银行的重组，完成近30亿元金融不良资产的剥离；在对原三九企业集团（现为“三九企业集团（深圳南方制药厂）”，以下简称“三九集团”）、原中国华源集团有限公司实施重组的过程中，公司重组债务规模超过600亿元，并通过管理、盘活和价值提升，发现并孵化出多家医药上市公司，积累了较为丰富的特殊资产运营经验。

在融资渠道方面，公司能够通过多渠道筹集业务资金。近年来，在间接融资方面，公司与多家国有大行、股份制银行以及城商行等建立了合作，银行渠道融资能力和议价能力强，授信额度充足，同时在资本市场发行了多期债务融资工具，且公司融资成本较低，较好地保障了业务扩张的资金需求。

此外，2020年9月，华润金控完成收购重庆渝康资产经营管理有限公司（现已更名为“华润渝康资产管理有限公司”，以下简称“渝康资产”）54.00%股权，成为渝康资产的控股股东。本次股权转让完成后，华润金控通过控股渝康资产获得地方AMC牌照，同时，华润金控委托公司对渝康资产进行管理。公司和渝康资产可在业务协同、资源优势互补等方面开展合作，有利于公司业务的进一步发展。

3. 企业信用记录

公司过往履约情况良好。

根据公司提供的查询日为2022年6月10日的《企业信用报告》，公司无不良和违约信用记录。

截至2022年4月末，根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司逾期或违约记录。

截至2022年4月末，根据中国执行信息公开网的查询结果，联合资信未发现公司被纳入失信被执行人名单。

七、管理分析

2021年以来，公司董事、高管有所变动，管理情况未发生重大变化。

2021年度，公司董事有1人离任，同时新就任1名董事。2021年5月，公司财务总监就任。

2021年度，监事未发生变动。

2021年以来，公司管理制度及内控体系无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要围绕不良资产开展收购处置、重组、资产管理等业务，2021年，营业收入和利润总额同比下降，管理规模进一步下降，但自有出资规模较快增长，主业突出，经营情况良好。2022年一季度，营业收入实现同比增长，利润总额有所下降。

公司现有业务板块主要分为收购经营类业务、收购重组类业务、特殊机遇投资类业务和资产管理及其他业务，其中，特殊机遇投资类业务为公司的新兴业务，已于2021年12月实现项目落地，但当年尚无收入贡献。2021年，公司实现营业收入10.24亿元，同比下降7.39%，主要系收购经营类业务收入下降较多所致，收购经营类业务收入同比下降系2020年收购经营类业务完成1个重大项目的退出导致当年收入较高所致；营业收入中，收购经营类及收购重组类收入占比合计80.44%，主业突出。

2021年，公司实现利润总额5.12亿元，同比下降34.01%，主要系计提的信用减值损失增加以及收购经营类业务收入有所下降等原因综合

所致。

2022年1－3月，公司实现营业收入2.56亿元，同比增长18.21%，主要系收购重组类、资产管理及其他类业务收入增长所致，收购经营类收入同比有所下降，主要系受项目退出时间的影响所致（该类项目一般在处置退出时确认收入）；利润总额同比小幅下降2.36%。

表 3　公司营业收入构成和利润实现情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1－3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
收购经营类	3.08	42.06	7.10	64.15	4.96	48.40	0.89	34.79
收购重组类	2.77	37.86	2.60	23.50	3.28	32.04	1.04	40.63
资产管理及其他类	1.47	20.08	1.37	12.35	2.00	19.56	0.56	21.98
特殊机遇投资类	--	--	--	--	0.00	0.00	0.07	2.60
营业收入合计	**7.33**	**100.00**	**11.06**	**100.00**	**10.24**	**100.00**	**2.56**	**100.00**
利润总额	**4.09**	**--**	**7.75**	**--**	**5.12**	**--**	**1.30**	**--**

资料来源：公司提供，联合资信整理

从业务规模来看，公司实行“基金化扩张”的发展战略，依托自身资源整合及价值挖掘能力，与其他机构投资人合作设立投资平台或私募基金，开展收购经营类和收购重组类业务，通过基金化（或类基金）运作模式突破资本制约、引入外部专业能力和多重产业资源。通过这种方式，公司以较少的自有出资实现了较大的管理规模。截至2021年末，公司管理资产规模进一步下降。其中，收购经营类业务管理规模进一步减少，但占比较为稳定。收购重组类业务管理规模进一步增长，并于2020年起成为占比最大的业务类型。截至2021年末，资产管理及其他业务管理规模进一步下降，主要系重整基金所投项目逐渐退出、清算所致，截至2021年末，资产管理及其他业务管理规模大幅下降至6.69亿元，降幅很大，主要系基金项目和部分受托管理类项目退出所致，占比大幅下降至2.31%，未来资产管理及其他类业务将探索通过类基金合作平台开展。截至2021年末，公司资产管理规模较年初进一步下降13.27%至289.96亿元，主要系资产管理及其他类业务规模大幅减少所致。

截至2021年末，公司自有出资规模进一步增加47.10%至84.33亿元，收购经营类和收购重组类业务自有出资规模均进一步增加。

截至2022年3月末，公司资产管理规模较年初有所下降，主要系收购重组类业务有1个规模较大的项目退出所致；但自有出资规模较上年末基本没有变化。

表 4　公司资产管理规模（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产管理规模	**397.31**	**100.00**	**334.32**	**100.00**	**289.96**	**100.00**	**263.81**	**100.00**
其中：收购经营类	61.78	15.55	51.35	15.36	48.52	16.73	51.64	19.57
收购重组类	154.53	38.89	158.02	47.27	211.44	72.92	184.33	69.87
特殊机遇类	--	--	--	--	23.31	8.04	23.31	8.84
资产管理及其他类	180.99	45.55	124.95	37.37	6.69	2.31	4.53	1.72
自有出资规模	**48.72**	**100.00**	**57.33**	**100.00**	**84.33**	**100.00**	**84.30**	**100.00**
其中：收购经营类	21.09	43.27	22.02	38.41	26.81	31.80	31.04	36.83
收购重组类	27.54	56.52	32.82	57.24	54.01	64.05	49.75	59.02
特殊机遇类	--	--	--	--	3.50	4.15	3.50	4.15
资产管理及其他类	0.10	0.21	2.49	4.34	0.01	0.01	0.01	0.01

注：资产管理规模包含自有出资规模；本表自有出资规模系期末账面成本余额口径
资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 收购经营类业务

2021年，公司收购经营类业务新增管理规模同比增长，新增项目中自有出资占比进一步提升，随着公司加大资产处置力度，期末管理规模进一步下降，自有出资业务的退出进度较好。截至2022年3月末，期末管理规模、期末自有出资余额均实现增长。

收购经营类业务是公司的基石业务，主要业务特征是通过对金融不良资产及类金融不良资产、法拍资产的收购再转让、重组或清收，赚取居间浮动的差额收益。

在收购方面，公司收购经营类的业务模式主要分为自主收购、合作收购及不良资产证券化产品投资。自主收购模式主要是指通过拍卖、招投标等公开方式或协议转让方式收购金融不良资产、类金融不良资产及法拍资产并通过自主处置获得收益的业务模式。合作收购模式主要是指通过结构化出资等方式收购金融不良资产、类金融不良资产及法拍资产并通过合作处置获得预期约定收益的业务模式；其结构化出资通常设置优先、劣后结构，优先级投资人获取固定收益，公司在收购经营类业务中大多作为优先级投资人，若公司作为劣后级投资人，公司亦不承担兜底责任；该模式通常涉及到外部合作方的共同参与，公司对底层资产开展独立尽调和估值，以处置底层资产为主要退出路径。不良资产证券化产品投资主要指公司单独或联合其他机构出资，在公募或私募市场投资底层为不良资产的证券化产品。

在处置方面，公司资产处置的方式主要有三种：一是债权转让，将资产包中债权进行拆分合并，转让给企业或个人。这种处置方式主要针对价值提升空间较小或处置难度大的不良资产，公司通过债权转让保障周转效率；二是诉讼清收，通过法律途径处置抵押物或债务人其他财产，最终实现债权回收；三是债务重组，经过公司评估和审批同意后，通过减少债务本金、降低利率、延期还款等方式减轻债务人还款压力，最终实现债权的合理回收。公司收购经营类业务的回收周期一般在2~3年。

在清收方面，公司收购经营类业务分为“自行清收”、“合作清收”和“委托清收”三种模式。自行清收是指公司自行评估、收购、处置不良资产包，承担不良资产全部清收处置责任和风险，并全额享有不良资产处置溢价的不良资产收购处置业务模式。合作清收指公司与合作资产管理公司共同参与资产包竞价，以和合作方共同成立工作小组的形式对不良资产包进行处置，承担出资额对应的不良资产实际清收处置责任和风险，并按出资额享有不良资产处置溢价的不良资产收购处置业务模式（收购端的合作收购模式与处置端的合作清收模式相互独立）。委托清收主要包括委托第三方清收以及全额受托收购，公司一般不作为清收主体，符合公司合作条件的第三方机构作为业务发起方并负责处置清收，公司按发起方要求购买不良资产包并按合同约定收取资产包清收收益，且不承担或承担极小比例的资产包清收风险，公司盈利来源于资金占用费及超额收益分成。目前公司自主清收和合作清收业务占比相对较高。公司主要以自主清收和合作清收业务模式处置广东省内的不良资产，主要以委托清收模式处置广东省外的不良资产。

2021年，公司新增收购项目数量、管理规模同比回升，主要系公司加大主业投资力度所致。2021年，公司新增自有出资规模占新增管理规模的比例进一步上升至64.29%，主要系公司加大了与非持牌资产管理机构的合作，该类机构在资产清收处置方面具有区域及资源优势，但是资金实力相对较弱，因此公司自有出资比例相对较高，

从退出情况来看，截至2021年末，累计自有资金退出35.96亿元，占累计项目自有资金出资的56.52%。

2022年1－3月，公司新增收购不良资产包6个，当期新增项目管理规模6.06亿元，自有出资规模占比进一步提升至80.89%；当期退出规模较小，期末项目管理规模余额小幅增长至51.64亿元；自有出资业务的退出进度较2021年变化不大。

表 5　公司收购经营类业务（单位：个、亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
新增项目数量	12	5	30	6
新增管理规模	50.59	13.49	35.65	6.06
新增自有出资规模	19.36	5.54	22.92	4.90
新增自有出资规模/新增管理规模	38.27	41.03	64.29	80.89
当期退出管理规模	13.30	23.92	38.49	2.94
当期退出自有出资规模	7.92	4.60	18.13	0.67
累计项目自有出资规模	35.17	40.71	63.63	68.53
累计退出自有出资规模	13.23	17.83	35.96	36.63
累计退出自有出资规模/累计自有出资规模	37.62	43.80	56.52	53.45
期末管理规模	61.78	51.35	48.52	51.64
期末自有出资余额	21.09	22.02	26.81	31.04

注：退出的管理规模、自有出资规模均为成本口径；期末自有出资余额系期末账面成本余额口径
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2021 年末，公司收购经营类存续项目共 36 个项目，其中 22 个广东省内项目、4 个省外项目、10 个跨省项目，收购经营类业务管理规模余额为 48.52 亿元，自有出资余额为 26.81 亿元，对于总收购成本较大的投资项目，公司使用外部资金比例较大。

收购经营类自有出资项目中，按账面余额排序的前五大在投项目账面余额合计 11.64 亿元，前五大在投项目债权本息原值合计 59.86 亿元，总收购折扣率 40.71%，整体折扣率尚可，前五大在投项目投资时间分布于 2020、2021 年，整体回收进度 7.34%，进度一般，其中，资产包二、五使用外部资金比例较大。未来仍需关注资产处置进度和回收情况。

表 6　截至 2021 年末公司收购经营类项目中自有出资前五大在投项目情况（单位：亿元、%）

资产包	主要区域	投资日期	债权本息原值	收购成本	收购折扣率	自投金额	自投金额占比	自有出资账面余额	回收进度
资产包一	广东省	2021 年 11 月	9.93	4.02	40.44	3.21	80.00	3.14	0.00
资产包二	广东省	2021 年 9 月	11.33	6.83	60.31	2.09	30.62	2.09	0.00
资产包三	广东省	2021 年 11 月	--	2.93	--	2.05	70.00	2.02	0.38
资产包四	广东省	2020 年 12 月	9.42	3.00	31.85	2.00	66.67	1.96	4.26
资产包五（ABS 资产）	无锡、石家庄、天津等 21 个城市	2020 年 12 月	29.19	7.60	26.04	2.50	32.89	2.42	31.08
合计			**59.86**	**24.37**	**40.71**	**11.85**	**48.63**	**11.64**	**7.34**

注：前五大在投项目按自有出资账面余额口径进行筛选排序，自有出资账面余额为期末公允价值口径；资产包三为公司收购的法拍资产，无债权本息原值；资产包五自投金额 2.50 亿元分为优先级 0.80 亿元，次级 1.70 亿元；回收进度=（1-自有出资账面成本余额/自投金额）*100%
资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 收购重组类业务

公司收购重组类业务主要是与外部投资机构合作开展的非标准化债权投资，2021年，公司收购重组类的管理规模较大且同比实现增长，截至2021年末，新增项目中自有出资占比进一步提升，需要关注未来整体回收情况。截至2022年3月末，期末管理规模、期末自有出资余额较年初均有所下降。

收购重组类业务是公司的战略业务，主要是通过债务重组、业务重组、资产重组、破产重整等各种对不良债务重组的手段，协助企业渡过困境，化解资产风险、恢复企业经营能力，公司从中获取收益。公司收购重组类业务主要与外部投资机构通过设立结构化信托或有限合伙企业/私募基金等方式共同投资，公司大多作为劣后级投资人，但是不承担兜底义务。目前公司收购重组类项目的合作外部投资机构以持牌AMC、另类投资机构、信托机构等专业机构投资者为主。

根据客户渠道和重组方式的不同，公司收购重组类业务主要分为一般债务重组业务和实质性重组业务。一般债务重组业务指公司提供阶段性资金支持，对问题企业进行债务重组，帮助企业摆脱财务困境，盘活存量资产的业务。实质性重组业务的业务模式为围绕问题企业、问题资产，协调各方利益主体，通过业务重组、资产重组、股权重组、破产重整等方式，化解资产风险、恢复企业经营能力，提升资产价值。近年公司股权类项目逐步退出，以债权类项目为主。

从退出方式方来看，一般债务重组业务可通过债务人自有资金、经营收入或其他资金置换等方式实现退出；实质性重组业务不依赖于交易对手的主体信用，而是通过经营收入、资产转让收入、股东分红或股权转让（含二级市场的股份减持、大宗交易、协议转让）等多种方式实现退出。

公司收购重组类业务以企业纾困、化解企业流动性风险为介入目的，一般债务重组类项目退出期一般在2~3年，实质性重组类项目周期一般3~5年；行业主要集中在公司投资经验较为丰富的优势行业，如房地产行业、建筑类行业；集团产业单位所属行业，如城市运营、新能源、大健康、大消费、电子信息等，优先选择产融协同价值显著、国家鼓励发展且具备上市潜力的行业；区域主要集中在粤港澳大湾区、成渝地区、异地团队所在地及周边特定区域、集团内拟协同单位的产业布局区域、公司战略合作机构具有优势资源的区域。

2021年，公司收购重组类业务新增项目数量保持稳定。截至2021年末，新增管理规模进一步增长，新增项目中自有出资比例进一步增加，主要由于公司一般采用基金化模式展业，资管新规对项目杠杆比例有约束。

公司收购重组类业务自2016年开始投放，自2018年起逐步有项目开始退出，截至2021年末，自有出资业务的退出比例达到42.15%。

2022年1－3月，公司新增收购重组类项目4个，新增收购重组类项目管理规模6.64亿元，全部为自有出资，一季度处于年末总结、考核的节点，项目投放节奏有所放缓；由于新增管理规模较小，而当期实现退出规模较大（2022年一季度有一个规模较大的项目退出），期末管理规模下降12.82%至184.33亿元，期末自有出资规模下降7.88%至49.75亿元。

表 7　公司收购重组类业务（单位：个、亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
新增项目数量	9	11	11	4
新增管理规模	63.46	101.10	112.65	6.64
新增自有出资规模	13.20	21.45	33.81	6.64
新增自有出资规模/新增管理规模	20.80	21.22	30.01	100.00
当期退出管理规模	42.48	97.62	59.22	33.74
当期退出自有出资规模	8.15	16.17	12.62	10.89
累计项目自有出资规模	38.14	59.60	93.40	100.04
累计退出自有出资规模	10.58	26.75	39.37	50.26
累计退出自有出资规模/累计自有出资规模	27.74	44.89	42.15	50.24
期末管理规模	154.53	158.02	211.44	184.33
期末自有出资余额	27.54	32.82	54.01	49.75

注：退出的管理规模、自有出资规模均为成本口径；期末自有出资余额系期末账面成本余额口径
资料来源：公司提供，联合资信整理

公司对收购重组类项目进行风险评价，划分为“正常”和“触发重组因素”两类，并在后续管理中动态调整。重组触发因素包括但不限于逾期支付本息、项目审批或建设进度未达预期、标的企业自身或实际控制人履约或经营能力发生重大不利因素、主要资产发生权利受限或价值贬损、项目进度严重滞后、涉及重大诉讼或行政处罚或刑事立案调查等。重组手段包括但不限于改

变债务条件、更换高管层、追加担保、提前回购股权、降价销售、处置资产、引入合作代建方或者重组参与机构等。截至2021年末，触发重组条件项目规模较上年末无变化，但因自有出资总规模增加，占比下降至3.06%。

表 8　公司收购重组类业务风险等级划分（按自有出资余额）（单位：亿元、%）

项目	2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比
正常	31.17	94.96	52.36	96.94
触发重组条件	1.65	5.04	1.65	3.06
合计	**32.82**	**100.00**	**54.01**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2021年末，公司收购重组类存续项目共19个项目，收购重组类业务管理规模余额为211.44亿元，自有出资余额为54.01亿元，主要为非标准化债权投资。截至2021年末，收购重组类存续项目中存在一个逾期项目，投资本金余额1.65亿元，质押物为上海睿银盛嘉资产管理有限公司（简称“睿银盛嘉”，为上海市地方AMC）股权，该项目于2019年9月逾期，公司已于2020年提起仲裁并获得支持，2022年以来强制执行后，暂未有实际到位金额，后续发现被执行人有可供执行财产的，公司可以再次申请执行。目前公司正在推进睿银盛嘉股权的司法拍卖程序，受上海新冠肺炎疫情管控影响，进度较为缓慢。

截至2021年末，收购重组类自有出资项目中，前五大在投项目账面余额合计27.71亿元，前五大项目截至2021年末的回收进度均为0。截至2022年3月末，重组项目一已经正常退出。

表 9　截至 2021 年末收购重组类业务前五大在投项目情况（单位：亿元、月、%）

项目	区域	投资日期	投资总额	自投金额	自投资金占比	自有出资账面余额	回收进度	期限
重组项目一	山东	2021 年 9 月	9.84	9.84	100.00	9.36	0.00	6
重组项目二	广东	2020 年 7 月	36.00	7.02	19.49	6.85	0.00	60
重组项目三	广东	2021 年 5 月	15.00	5.00	33.33	5.00	0.01	36
重组项目四	广东	2016 年 11 月	4.25	4.25	100.00	3.16	0.00	60+24
重组项目五	广东	2021 年 2 月	8.50	3.50	41.18	3.34	0.00	17
合并			**73.59**	**29.60**	**40.23**	**27.71**	**0.00**	--

注：前五大在投项目按自有出资账面余额口径进行筛选排序，自有出资账面余额为期末公允价值口径；回收进度=（1-自有出资账面成本余额/自投金额）*100%；项目四为实质性重组项目，并在初始投资时设置了 5+2 年的公司对期限的选择权

资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 特殊机遇投资类业务

公司特殊机遇投资类业务于2021年12月实现项目落地，但尚处于培育和起步期，业务规模和收入规模较小，未来需要关注资产回收情况。

公司特殊机遇投资类业务主要是通过特殊机遇股权投资潜力企业，发挥产业资源优势，获取股权或资产增值浮动的超额收益，主要包括债转股和股权投资业务。债转股业务通过股性较强的债转股服务，参与企业纾困、国企混改等项目，通过企业盘活，获取股权超额收益。股权投资业务针对存在市场价值错判的“暂时性类不良”或存在流动性问题、底层资产具有重组价值的企业，通过直接股权投资，获取优质股权资产。特殊机遇投资类业务的业务流程和会计处理与收购重组类业务基本相同。

特殊机遇投资类业务在2021年12月实现项目落地，截至2021年末，公司特殊机遇类业务在投项目2个，投资总额23.31亿元，自投资金占比15.02%，尚未回收。特殊机遇类业务期限较长、业务模式复杂多样，且具有较强股权投资属性，未来需要关注资产回收及投资收益情况。

表 10　截至 2021 年末公司特殊机遇类业务在投项目情况（单位：亿元、%）

项目代码	区域	投资日期	投资总额	自投金额	自投资金占比	自有出资账面余额	回收进度	期限（月）
特殊机遇项目一	广东	2021 年 12 月	10.81	1.00	9.25	1.31	0.00	36
特殊机遇项目二	天津	2021 年 12 月	12.50	2.50	20.00	2.50	0.00	36+24
小计			**23.31**	**3.50**	**15.02**	**3.81**	**0.00**	/

注：自有出资账面余额为期末公允价值口径；回收进度=（1-自有出资账面成本余额/自投金额）*100%
资料来源：公司提供，联合资信整理；

5. 资产管理及其他业务

公司资产管理及其他业务包括基金管理业务、受托管理及顾问服务，目前重整基金所投项目均已实现退出。

公司资产管理及其他业务包括基金管理业务、受托管理及顾问服务等。

基金管理业务系公司融合集团综合产业能力及自身资产运营重组经验，转化为特有的项目判断、管理及运作能力，为合作伙伴寻找和筛选投资标的，设计资产配置方案，提供价值实现渠道，保障基金获得良好收益。盈利方面，公司作为管理人收取固定管理费，费率通常为年化0.30%~1.00%，部分私募投资基金公司还享有一定比例的超额收益分配权，同时公司作为部分私募投资基金的有限合伙人享有相应投资收益。公司于2015－2017年期间设立了3只重整基金，在资管新规出台后，重整基金业务逐步退出，截至2021年末，3只基金所投项目均已实现退出。在新的监管环境下，公司正从资金来源、项目类型、基金架构等方面探索升级重整基金业务模式。

受托管理及顾问服务指公司为客户寻找和筛选有发展潜力及有投资并购价值的目标企业，提供交易结构和方案设计等专业服务；接受委托，对问题或危机企业进行清理、清算，提供相关咨询服务。公司接受华润股份等关联方委托对集团产业内的特殊资产进行处置清理以及对集团托管资产和暂持有业务进行运营管理。在公司成立初期，公司设立了3支虚拟基金，受托管理集团内部低效资产。此外，润海投资委托公司处置其持有的低效资产，设立了1支虚拟基金。公司每年按虚拟基金存续规模的2%收取基金管理费。虚拟基金设立时，根据基金所含项目的具体情况对每支基金设定相应的最低回报要求（hurdle rate）。在虚拟基金到期后，以集团确认的基金权益内部收益率（IRR）与最低回报要求之间的差异作为计算指标，将超出最低回报率的要求部分的20%作为公司的基金绩效费。经过多年清收处置，上述4支虚拟基金中的低效资产已全部实现处置退出。2021年，公司向关联方收取的虚拟基金管理服务费及绩效费合计1.45亿元，主要系向润海投资收取的虚拟基金管理费和绩效费。除虚拟基金业务之外，公司也接受外部机构委托对投资项目提供受托管理及顾问服务。截至2021年末，公司为外部机构提供受托管理及顾问服务的项目规模余额为6.69亿元，自有出资余额为0。

6. 未来发展

公司未来将继续依托集团多元化产业能力，发挥特殊资产价值发现和修复的专长，发展前景良好；但随着宏观经济等外部环境变化，仍需关注具体实施效果。

根据公司“十四五”战略规划，公司将重点依托并进一步强化特殊资产经营专长及产业重组服务能力，盘活低效资产，发挥另类投资功能，强化市场竞争力；同时，承接集团、华润金控“十四五”战略要求，服务和助力集团战略发展，努力践行产融价值创造，以融促产、以融强产，为集团产业贡献价值。

“十四五”期间，公司将以“成为最具价值创造力和产融特色的资产管理公司”为愿景，在“投行化引领、产融化深耕、基金化扩张”三大价值主张下，以做快收购经营类业务、做强收购重组类业务、做精特殊机遇投资类业务为三大业务引擎，建立包括投资与经营能力、产业与资本运作能力和生态构建能力在内的三大能力体系，完善组织、人才与文化，全面风险管理及数字化驱动三大支撑保障体系，并通过与渝康资产的协同发展，实现粤港澳大湾区与成渝地区双区联动、面向全国的业务布局。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年财务报告由安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2020 年和 2021 年财务报告均由大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年审计意见均为无保留意见。公司提供的 2022 年 1—3 月财务报表未经审计。

合并范围变动方面，2019—2021 年末和 2022 年 3 月末，公司分别拥有子公司 19 家、22 家、24 家和 24 家，且纳入合并范围的子公司均为基于业务开展需要而设立的有限合伙企业型 SPV 和担任 SPV 执行事务合伙人的有限责任公司，合并范围变动不大。

重要的会计政策变更方面，公司自2021年1月1日起执行财政部于2018年修订的新租赁准则，不调整可比期间信息，该变更对公司影响不大。本报告财务分析中，2019年和2020年数据采用2020年和2021年审计报告的期初数或上期数。

综上，公司财务数据可比性较强。

截至2021年末，公司资产总额130.91亿元，所有者权益54.65亿元（含少数股东权益0.44亿元）。2021年，公司实现营业收入10.24亿元，实现利润总额5.12亿元。

截至2022年3月末，公司资产总额136.79亿元，所有者权益55.62亿元（含少数股东权益0.45亿元）。2022年1－3月，公司实现营业收入2.56亿元，实现利润总额1.30亿元。

2. 资产质量

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额进一步增加，资产以收购的不良资产和投资类资产为主，资产流动性较弱，整体质量一般。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 130.91 亿元，较年初增长 26.52%，主要系债权投资增加较多所致；期末资产主要由应收类款项、交易性金融资产、债权投资和长期股权投资构成。

表 11 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.99	2.05	0.49	0.47	5.48	4.18	9.45	6.91
应收类款项	1.97	2.02	9.14	8.83	11.71	8.95	12.55	9.18
收购的不良资产和投资类资产	**64.76**	**66.66**	**86.53**	**83.63**	**105.66**	**80.72**	**106.77**	**78.05**
其中：交易性金融资产	59.10	60.84	73.37	70.91	51.39	39.26	55.98	40.93
债权投资	5.66	5.83	13.15	12.71	54.27	41.46	50.78	37.13
长期股权投资	28.04	28.86	6.69	6.46	6.75	5.15	6.75	4.93
其他类资产	0.39	0.40	0.63	0.61	1.31	1.00	1.28	0.93
资产总额	**97.15**	**100.00**	**103.47**	**100.00**	**130.91**	**100.00**	**136.79**	**100.00**

注：应收类款项包括应收账款、其他应收款和长期应收款；公司其他应收款含在“其他资产”科目中，本表已将其他资产中的其他应收款调整并入应收类款项

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年末，公司货币资金为 5.48 亿元，较年初增加 4.99 亿元，主要系赎回理财产品所致；货币资金中均为银行存款，其中 0.10 亿元因法院冻结而受限。

公司应收类款项是其他应收款，其他应收款主要是应收关联方款项。2021 年末其他应收款 11.71 亿元，主要是应收股东华润金控的款项 8.09 亿元，占比为 69.05%。

公司收购经营类业务资产全部计入交易性金融资产科目，收购重组类业务资产主要计入交易性金融资产科目，部分固定收息类业务计入债权投资科目。截至 2021 年末，不良资产和投资类资产合计数为 105.66 亿元，较上年末大幅增长 22.11%，主要系不良资产业务规模增加所致，其中交易性金融资产为 51.39 亿元，债权投资科目为 54.27 亿元。截至 2021 年末，交易性金融资产主要由不良债权、信托计划、合伙企业等投资构成，其中不良债权占比 69.14%（35.53 亿元），信托计划占比 14.65%（7.53 亿元，主要是为开展收购经营类和收购重组类业务设立的），合伙企业占比 6.24%（3.21 亿元）。截至 2021 年末，债权投资科目主要由债权类投资和委托贷款构成，其中债权类投资占比 76.37%（41.45 亿元），委托贷款占比 23.63%（12.82 亿元），存量 2 笔，均正常还本付息；债权投资科目已计提的减值准备余额为 2.33 亿元，总计提比例 4.11%。

公司长期股权投资系对合营企业的投资。截至 2021 年末，公司长期股权投资 6.75 亿元，剩余合营企业仅 1 家，系润海投资，未计提减值准备。截至 2021 年末，润海投资合并口径资产总额 12.76 亿元，所有者权益 12.44 亿元，2021 年，润海投资合并口径实现营业总收入和利润总额分别为 0.45 和 1.72 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额 136.79 亿元，较上年末增长 4.49%，资产构成较上年末变化不大。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产为 0.10 亿元的货币资金，系法院冻结款。

3. 资本与杠杆水平

2021 年以来，得益于利润滚存，公司所有者权益保持增长，权益稳定性尚可。

截至 2021 年末，所有者权益合计 54.65 亿元，较上年末增长 7.34%，其中归属于母公司所有者权益为 54.21 亿元；所有者权益中，实收资本占比 46.66%，资本公积占比 17.41%，未分配利润占比 31.59%，所有者权益稳定性尚可。

利润分配方面，公司对 2019－2021 年实现的利润未进行现金分红，利润全部留存用于企业发展，资本的内生补充效果较好。

截至 2022 年 3 月末，公司所有者权益为 55.62 亿元，较上年增长 1.77%，系利润滚存所致，权益结构变化不大。

2021 年以来，公司负债总额总体保持增长，以借款、应付债券和应付关联方款项为主；全部债务规模有所增加，2021 年以来转变为以短期债务为主，需关注短期流动性压力；杠杆水平亦呈上升趋势，但仍属行业适中水平。

截至 2021 年末，负债总额 76.25 亿元，较上年末增长 45.09%，主要系应付债券和其他负债（主要是应付关联方款项）增加所致。

表 12 公司负债结构（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
借款	10.83	20.37	10.07	19.16	11.01	14.43	20.00	24.64
其中：短期借款	0.00	0.00	5.00	9.52	9.01	11.81	18.00	22.18
长期借款（含一年内到期）	10.83	20.37	5.06	9.63	2.00	2.62	2.00	2.46
应付债券（含一年内到期）	28.32	53.26	28.34	53.92	38.62	50.65	38.00	46.82
其他类负债	14.02	26.37	14.15	26.92	26.63	34.92	23.17	28.54
负债总额	**53.17**	**100.00**	**52.55**	**100.00**	**76.25**	**100.00**	**81.17**	**100.00**

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

公司借款由短期借款和长期借款构成，截至2021年末，借款总额为11.01亿元，较上年末增长9.33%，公司长、短期借款均为信用借款。

公司2019年新增了债券融资方式，截至2021年末应付债券为38.62亿元，较上年末增长36.29%；年末应付债券为“19润资01”“19华润资产MTN001”“21华润资产MTN001”和“21华润资产MTN002”，均为3年期，票面利率在3.60%~3.90%，成本较低。

公司其他类负债主要由其他应付款构成，而其他应付款主要是应付关联方款项。截至2021年末，其他类负债26.63亿元，较上年末增长88.18%，其中其他应付款24.04亿元，其他应付款中的应付关联方款项21.80亿元，主要应付关联方为润海投资（系公司合营企业）、华润资产管理（深圳）有限公司（系与公司同一最终控制方企业，同时公司也受托管理该企业）等，应付关联方款项主要是归集资金用于公司业务发展。

债务方面，截至2021年末，全部债务61.24亿元，较上年末大幅增长59.47%，主要系短期借款增加和新增债券等综合所致；债务结构由2019年末以长期债务为主，2021年末转变为以短期债务为主。

从杠杆水平来看，截至2021年末，公司资产负债率较年初有所上升，财务杠杆水平适中。

表13　公司债务及杠杆水平（单位：亿元、%）

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
全部债务	**39.15**	**38.41**	**61.24**	**66.35**
其中：短期债务	5.44	10.07	40.39	46.00
长期债务	33.71	28.34	20.85	20.35
短期债务占比	13.90	26.21	65.95	69.33
资产负债率	**54.73**	**50.79**	**58.25**	**59.34**
全部债务资本化比率	47.09	43.00	52.84	54.40
长期债务资本化比率	43.39	35.76	27.62	26.79

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2022年3月末，公司负债总额81.17亿元，较上年末增长6.45%，短期借款有所增加，其占比相应上升，其他科目变化不大；全部债务66.35亿元，较年初增长8.34%，系短期债务增加所致，债务结构仍偏短期，债务到期时间在2022年的债务占比较高，面临一定的集中偿还压力；杠杆水平较年初进一步上升，仍然处于合理水平。

表14　2022年3月末公司全部债务到期结构（单位：亿元、%）

到期年份	金额	占比
2022年剩余期间	33.00	49.74
2023年	13.00	19.59
2024年	20.25	30.52
2025年及以后	0.10	0.15
全部债务	**66.35**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 盈利能力

2021年，受计提风险拨备的影响，公司净利润和盈利指标大幅滑落，整体盈利能力仍属较强；但因不良资产业务周期较长，资产处置时间和回收金额存在较大不确定性，公司盈利波动性较大。2022年一季度，公司取得较好的经营业绩。

2021年，公司实现营业收入10.24亿元，同比下降7.39%，主要系收购经营类业务收入下降所致。

表15　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
营业收入	**7.33**	**11.06**	**10.24**	**2.56**
营业支出	**3.27**	**3.93**	**5.13**	**1.26**
其中：利息支出	1.79	2.08	1.93	0.59
业务及管理费	1.04	1.20	1.21	0.33
信用减值损失（损失以“+”号填列）	0.34	0.50	1.93	0.32
营业利润	4.06	7.13	5.12	1.30

利润总额	4.09	7.75	5.12	1.30
净利润	**2.98**	**6.55**	**3.74**	**0.97**
调整后营业利润率	55.43	64.45	49.96	50.78
总资产收益率	3.14	6.53	3.19	0.73
净资产收益率	7.00	13.81	7.08	1.76

注：2022 年 1－3 月相关财务指标未年化
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

公司营业支出主要由利息支出、业务及管理费和信用减值损失构成。2021 年，公司营业支出为 5.13 亿元，同比增长 30.34%，主要系信用减值损失大幅增加所致；营业支出中，利息支出占比 37.74%，业务及管理费占比 23.57%，信用减值损失占比 37.63%。业务及管理费为 1.21 亿元，同比变化不大，其中职工薪酬占比 70.75%。公司信用减值损失均系对债权投资科目计提的信用减值损失，2021 年大幅增加，主要系按照公司政策对固收类债权投资计提不低于 2%的风险拨备，以及项目投放导致债权投资规模增加所致。

从盈利水平来看，2021 年，公司营业利润、利润总额和净利润均同比下降，主要系 2021 年营业收入小幅下降，叠加当年计提减值损失较多导致营业支出增幅较大综合所致。

从盈利指标来看，2021 年，调整后营业利润率、总资产收益率和净资产收益率均同比下降，但是整体盈利指标仍然较强。

从同行业对比来看，与所选择样本企业对比，公司盈利指标较好，财务杠杆水平也相对较低。

表 16　同行业企业 2021 年财务指标比较（单位：%）

项目	净资产收益率	总资产收益率	营业利润率	资产负债率
河南资产管理有限公司	5.98	2.40	33.27	56.67
华润渝康资产管理有限公司	3.63	1.00	24.78	71.55
江苏资产管理有限公司	7.90	3.13	22.07	64.16
上述样本企业平均值	**5.84**	**2.18**	**26.71**	**64.13**
华润资产	**7.08**	**3.19**	**49.96**	**58.25**

注：本表营业利润率=营业利润/营业总收入×100%，公司营业利润率和调整后营业利润率一致
资料来源：公司财务报告、公开资料，联合资信整理

2022 年 1—3 月，公司取得较好的经营业绩，营业收入 2.56 亿元，同比增长 18.21%，营业支出 1.26 亿元，同比增长 50.75%，主要系利息支出和信用减值损失同比增加较多所致；受营业支出增速较快的影响，净利润同比小幅下降 2.36%至 0.97 亿元。

5. 现金流

2021年，公司经营现金流保持净流入状态，投资活动较为频繁且净现金流受投出和回收进度影响为负，公司根据资金缺口安排筹资活动，整体现金流表现正常。截至2022年3月末，期末现金及现金等价物较充足。

表 17　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流量净额	2.49	0.40	2.22	0.03
投资活动现金流量净额	-1.67	0.13	-12.88	4.88
筹资前净现金流	**0.82**	**0.53**	**-10.65**	**4.91**
筹资活动现金流量净额	-1.50	-1.74	15.82	-0.94
现金及现金等价物净增加额	**-0.68**	**-1.21**	**5.15**	**3.97**
期末现金及现金等价物余额	1.44	0.23	5.38	9.35

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

经营活动方面，公司经营活动现金主要是股东借款和下属公司资金的归集与回拨，2019－2021年，公司经营活动现金流量保持小额净流入状态。

投资活动方面，公司投资活动现金流主要是项目投放和退出回款，以及理财产品的投资和赎回。2019－2020年投资活动现金流量净额规模不大，其中2020年因润海投资分红以及公司减资收回资金获得现金流入21.33亿元，使得公司投资活动现金流量净额由净流出转为净流入；2021年投资活动现金流量净流出规模较大，主要系投资支出较多所致。

筹资活动方面，2019－2020年，公司筹资前净现金流呈少量净流入，筹资活动中的融资现金流入和偿债现金流出规模基本相当，同期末债务规模基本稳定；2021年，随着投资支出的增加，筹资前净现金流呈较大现金流缺口状态，公司通过筹资活动补充所需资金，筹资活动现金净流入规模较大。

2022年1－3月，公司经营活动现金流保持净流入，投资活动现金流转为净流入，筹资活动现金流净流出规模不大；期末现金及现金等价物余额9.35亿元，较上年末大幅增长，资金头寸合理充裕。

6.　偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现较好，整体偿债指标表现一般。

从短期偿债指标看，2021年，公司筹资前净现金流为负，无法形成有效覆盖；现金及现金等价物余额/短期债务指标表现一般，短期偿债指标整体处于一般水平。

从长期偿债指标看，2021年，公司筹资前现金流入量/全部债务覆盖程度好。2021年EBITDA主要由利润总额和利息支出构成，占比分别为71.79%和21.14%；EBITDA对利息支出覆盖程度较好，对全部债务的覆盖程度一般，公司长期偿债指标整体表现较好。

表18　公司偿债能力指标

项目		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
短期	筹资前净现金流流动负债比（%）	6.18	2.78	-30.07	11.96
	期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.27	0.02	0.13	0.20
长期	筹资前现金流入量/全部债务（%）	353.99	952.57	317.04	48.66
	EBITDA（亿元）	5.89	9.83	7.13	/
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.28	4.74	3.68	/
	全部债务/EBITDA（倍）	6.64	3.91	8.59	/

注：2022 年 1－3 月相关指标未年化

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月末，公司获得银行授信额度共计272.80亿元，剩余未使用额度249.80亿元，间接融资渠道通畅。

截至2022年3月末，公司无对外担保。

截至 2022 年 3 月末，公司无作为被告/被申请人的未决诉讼或仲裁。

十、外部支持

公司股东综合实力很强，能够在业务发展及资金等方面给予公司很大支持。

公司股东背景很强。间接控股股东华润股份为国有重点骨干企业，其产业板块涵盖大消费、大健康、城市建设与运营、能源服务、科技与金融五大领域，其中华润零售、啤酒、燃气、医药的经营规模在全国位居前列，电力、水泥业务的经营业绩、经营效率在行业中位于前列；金融板块涉及银行、信托、资产管理、保险经纪、租赁等领域，并战略持有证券、基金、保险等金融机构，实力很强。截至2021年末，华润股份资产总额2.06万亿元，净资产0.67万亿元，2021年实现营业收入7714.85亿元，利润总额813.02亿元。公司唯一股东华润金控是华润股份全资子公司，是华润股份旗下金融板块的综合管理平台，金融业务是集团重点培育和打造的战略业务单元之一，金融板块已成为集团多元化经营的核心业务领域之一。

公司作为华润股份的一级利润中心，在华润股份的战略中具有重要地位，能够在资本补充、流动性支持和业务协同等方面获得股东方大力支持。除资本金注入外，为协助业务单元较好防范流动性风险，截至2021年末，华润股份对公司提供流动性支持额度40.00亿元，剩余额度为37.00亿元。集团丰富的产业和金融资源为公司提供了大量业务协同机会，受托处置集团内部的低效无效资产也是公司的业务之一。

十一、债券偿还能力分析

相关指标对全部债务覆盖程度一般，同时考虑公司自身资本实力较强、融资渠道畅通以及股东背景很强等特点，公司对本次跟踪债券偿还能力极强。

截至2022年5月末，公司存续期内普通债券合计金额45.00亿元。

截至2021年末，公司所有者权益和筹资前现金流入量对公司全部债务的覆盖程度较好，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般，整体看，公司各项指标对全部债务的覆盖程度一般。

表 19　债券偿还能力指标

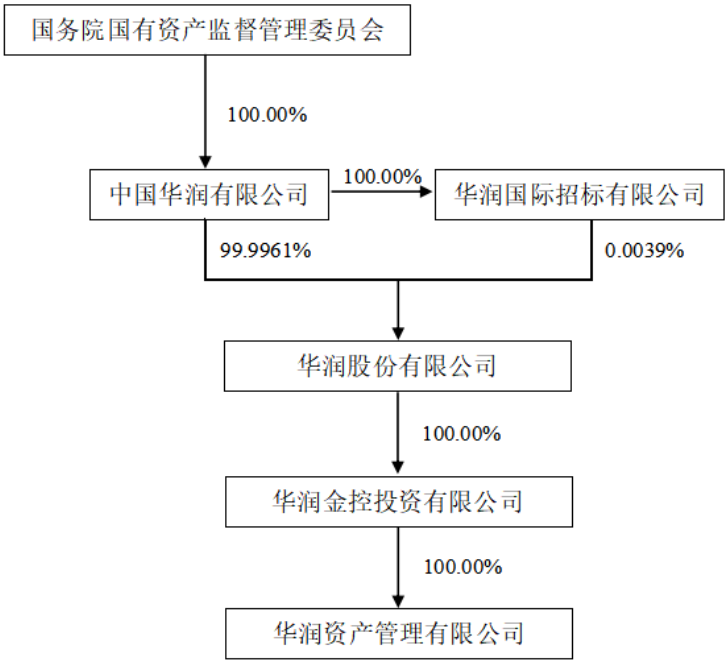
项目	2021 年
期末所有者权益/全部债务	0.89
EBITDA/全部债务	0.12
筹资前现金流入量/全部债务	3.17

资料来源：联合资信整理

十二、综合评价

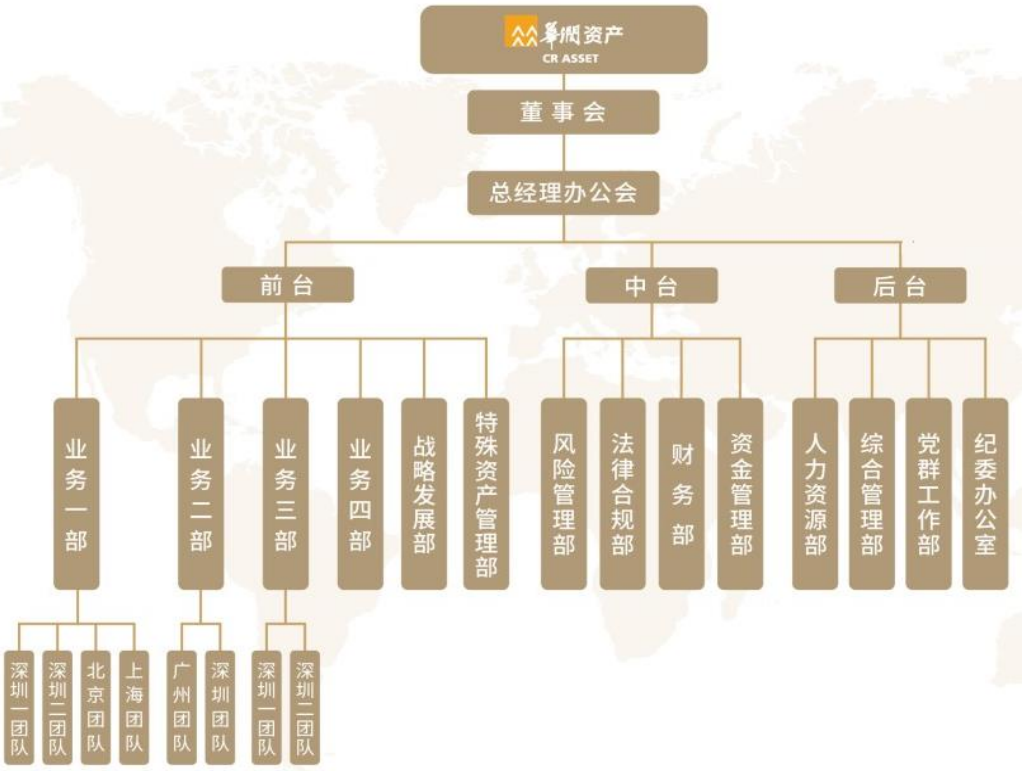
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 华润资产 MTN001”“22 华润资产 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　华润资产管理有限公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2　华润资产管理有限公司组织架构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 2　华润资产管理有限公司主要财务指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
资产总额（亿元）	97.15	103.47	130.91	136.79
所有者权益（亿元）	43.98	50.91	54.65	55.62
全部债务（亿元）	39.15	38.41	61.24	66.35
短期债务（亿元）	5.44	10.07	40.39	46.00
长期债务（亿元）	33.71	28.34	20.85	20.35
营业收入（亿元）	7.33	11.06	10.24	2.56
利润总额（亿元）	4.09	7.75	5.12	1.30
筹资前净现金流（亿元）	0.82	0.53	-10.65	4.91
调整后营业利润率（%）	55.43	64.45	49.96	50.78
总资产收益率（%）	3.14	6.53	3.19	0.73
净资产收益率（%）	7.00	13.81	7.08	1.76
资产负债率（%）	54.73	50.79	58.25	59.34
全部债务资本化比率（%）	47.09	43.00	52.84	54.40
长期债务资本化比率（%）	43.39	35.76	27.62	26.79
流动比率（%）	474.53	436.41	193.62	190.09
筹资前净现金流流动负债比（%）	6.18	2.78	-30.07	11.96
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.27	0.02	0.13	0.20
筹资前现金流入量/全部债务（%）	353.99	952.57	317.04	48.66
EBITDA（亿元）	5.89	9.83	7.13	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.28	4.74	3.68	/
全部债务/EBITDA（倍）	6.64	3.91	8.59	/

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币、财务数据除均指合并口径；2022 年 1－3 月财务数据未经审计，相关指标未经年化
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率或变动率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
盈利指标	
调整后营业利润率	营业利润/营业总收益×100%
总资产收益率	当期净利润/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×100%
净资产收益率	当期净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（全部债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
筹资前净现金流流动负债比	筹资前净现金流/流动负债合计×100%
期末现金及现金等价物余额/短期债务	期末现金及现金等价物余额/短期债务
长期偿债能力指标	
筹资前现金流入量/全部债务	筹资前现金流入量/全部债务×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA

注：营业总收益=利润表营业总收入+未含在利润表营业总收入中的投资收益、公允价值变动损益、资产处置收益、汇兑损益、其他收益等

短期债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债中的有息债务+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

筹资前净现金流=经营活动现金流量净额+投资活动现金流量净额

筹资前现金流入量=经营活动现金流入量+投资活动现金流入量

EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销（折旧、摊销取自现金流量表补充资料）

利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出

营业总支出=利润表营业总成本+未含在营业总成本中的各类减值损失等

各类减值损失=资产减值损失+信用减值损失+其他资产减值损失

期间费用=业务及管理费+管理费用+销售费用+研发费用+财务费用

附件 4-1　主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表：

信用等级设置	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持