

信用评级公告

联合〔2022〕2111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其拟发行 2022 年第二期中期票据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，华润资产管理有限公司 2022 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年四月一日

华润资产管理有限公司2022年度 第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：2.00 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司银行贷款

评级时间：2022 年 4 月 1 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

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	3	
			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			3
		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

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，近年业务发展良好，营业收入和利润总额持续增长，盈利能力很强，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。

相对于公司目前的债务规模，本期中期票据发行规模不大，本期中期票据发行后，公司债务规模将有所上升，各项指标对全部债务的覆盖程度较发行前变化不大，仍属较好。

随着公司业务不断发展和股东持续支持，公司业务实力和盈利水平有望改善，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期中期票据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，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 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。
- 资本实力较强，经营业绩持续增长。**公司资本实力较强，近年来，依托股东的多元化产业背景，公司不良资产业务稳步发展，资产管理规模较大，自有资金出资规模持续增长，营业收入和利润总额持续增长。
- 融资渠道畅通，盈利能力很强。**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；公司盈利能力很强，有助于内生资本补充。

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

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. **需要对盈利可持续性保持关注。**不良资产业务周期较长，资产流动性较弱，且大部分为封闭式运作，待项目完全退出收回款项后才能计算出投资收益率，项目收益不确定性较大，公司盈利稳定性受业务进度的影响较大，需要对盈利可持续性保持关注。

主要财务数据：

项目	2018年	2019年	2020年	2021年9月
资产总额(亿元)	92.49	97.15	103.47	124.90
所有者权益(亿元)	41.08	43.98	50.91	54.22
全部债务(亿元)	38.54	39.15	38.41	55.47
短期债务(亿元)	23.23	5.44	10.07	23.55
营业收入(亿元)	4.94	7.33	11.06	7.74
利润总额(亿元)	3.08	4.09	7.75	4.38
EBITDA(亿元)	4.40	5.89	9.83	/
筹资前净现金流(亿元)	-14.89	0.82	0.53	1.40
调整后营业利润率(%)	49.68	55.43	64.45	56.60
净资产收益率(%)	5.87	7.00	13.81	6.25
资产负债率(%)	55.59	54.73	50.79	56.59
全部债务资本化比率(%)	48.41	47.09	43.00	50.57
EBITDA利息倍数(倍)	3.34	3.28	4.74	/
全部债务/EBITDA(倍)	8.77	6.64	3.91	/

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；2021年1-9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
--	--	--	--	--	--

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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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 年度 第二期中期票据信用评级报告

一、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2021年末，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”）（股权结构详见附件1-1）。截至2021年末，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2021年末，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9月末，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2020年末，公司资产总额103.47亿元，所有者权益50.91亿元，其中，归属于母公司所有者权益50.49亿元。2020年，公司实现营业收

入11.06亿元，实现利润总额7.75亿元。

截至2021年9月末，公司资产总额124.90亿元，所有者权益54.22亿元，其中，归属于母公司所有者权益53.77亿元。2021年1—9月，公司实现营业收入7.74亿元，实现利润总额4.38亿元。

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。

二、本期中期票据概况及募集资金用途

本期中期票据名称为“华润资产管理有限公司 2022 年度第二期中期票据”，发行金额不超过 2.00 亿元（含），期限为 3 年；面值 100 元，按面值发行；本期中期票据为固定利率，每年付息一次，到期一次性兑付本金。

本期中期票据无担保及其他增信措施。

本期中期票据募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司银行贷款。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021年我国国内生产总值114.37万亿元，按不变价计算，同比增长8.10%，两年平均增长15.11%。分季度来看，GDP当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为

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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

18.30%、7.90%、4.90%和4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP两年平均增速小幅回升至5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为5.08%和5.31%，均高于疫情前2019年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为5.00%，远未达到2019年7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速（%）	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速（%）	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速（%）	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1.GDP 总额按现价计算；2.出口增速、进口增速均以美元计价统计；3.GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4.城镇失业率统计中，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；

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021年我国社会消费品零售总额44.08万亿元，同比增长12.50%；两年平均增速3.98%，与疫情前水平（2019年为8.00%）差距仍然较大，主要是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，2021年全国固定资产投资（不含农户）54.45万亿元，同比增长4.90%；两年平均增长3.90%，较疫情前水平（2019年为5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021年，我国货物贸易进出口总值6.05万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额3.36万亿美元，同比增长29.90%；进口金

额2.69万亿美元，同比增长30.10%；贸易顺差达到6764.30亿美元，创历史新高。

2021年，CPI温和上涨，PPI冲高回落。2021年，CPI同比上涨0.90%，扣除食品和能源价格后的核心CPI同比上涨0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021年PPI同比上涨8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动PPI升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动PPI涨幅高位回落。

2021年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至2021年末，社融存量余额为314.13万亿元，同比增长10.30%，增速较2020年末低3个百分点。从结构看，人民币贷款是主

要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于2019年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1同比增速持续回落，M2同比增速相对较为稳定，2021年M2-M1剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021年，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入17.27万亿元，同比增长11.90%，主要得益于经济修复、PPI高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021年全国新增减税降费超过1万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021年全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021年，全国政府性基金预算收入9.80万亿元，同比增长4.80%。其中国有土地使用权出让收入8.71万亿元，同比增长3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出11.37万亿元，同比下降3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。2021年，全国各月城镇调查失业率均值为5.10%，低于全年5.50%左右的调控目标。2021我国全国居民人均可支配收入3.51万元，实际同比增长8.10%；两年平均增速5.06%，仍未恢复到疫情前2019年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021年12月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出2022年经济

工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效；积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、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

²信息来源:中国金融新闻网。

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、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”的非主营业务，从而弱化地方 AMC 化解区域风险的属性。在行业盲目扩张时期，部分地方 AMC 已经形成了以投资业务、类信贷业务等为主的业务特点，且部分地方 AMC 开展了较多房地产类信贷业务。根据《白皮书》，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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年末，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 9 月末，所有者权益增长至 54.22 亿元。截至 2021 年 9 月末，公司各业务的管理规模 213.84 亿元，业务规模较大。

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”）

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。

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，有利于公司业务进一步发展。

3. 人员素质

公司主要管理人员工作经验较为丰富，员工综合素质较高，能够满足公司经营需要。

公司主要管理人员具有本科及以上学历水平和较高的职业技能，从事金融、财务、投资等行业及担任管理类岗位的时间较长，经验丰富。

公司董事长任海川，男，1974年出生，经济学硕士；历任华润超市市场有限公司财务部总经理、原中国华润总公司（现为“中国华润有限公司”）财务部副总经理，华润（集团）有限公司财务部、公司管理部副总经理，华润电力控股有限公司财务部经理，华润医药集团有限公司企发部副总经理，原珠海市商业银行（现为“珠海华润银行股份有限公司”）行政总监，珠海华润银行股份有限公司首席行政官、副行长，华润资产党委书记、总经理，自2020年3月至今担任公司董事长。

公司董事、总经理张建民，男，1965年出生，工商管理专业硕士；历任三九集团企管部部长，山东三九实业有限公司总经理兼董事长，山东三九药业有限公司董事长，三九集团总裁助理、副总经理、总经理，华润资产副总经理、运营副总监兼资产管理二部、法律风控部总经理，华润深国投投资有限公司董事长，自2020年3月至今担任公司董事、总经理。

截至2022年2月末，公司合并口径共有员工100名，其中，本科以下学历7人、本科学历44人、硕士及以上学历49人；30岁以下有23人、30至50岁有71人、50岁以上有6人。公司员工综合素质较高，能够满足业务发展需要。

4. 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3月17日的《企业信用报告》，公司无不良和违约信用记录。

截至2022年3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3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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了较为简洁的法人治理架构，能够满足经营管理需要。

公司按照《中华人民共和国公司法》《中国共产党章程》等有关法律、法规和规范性文件的要求设置公司治理架构、开展业务。

公司为单一股东企业，因此不设股东会，唯一股东华润金控按公司章程行使相关职权。

公司设董事会，对股东负责，并负责审议公司年度商业计划，审批自有出资10亿以上的投资项目，审核非主业投资等。公司董事会成员3人，由股东委派。董事会设董事长1名，由股东提名，经全体董事过半数选举产生和更换。

公司作为国有企业，按要求设立了党委和纪委。公司重大经营管理事项必须经党委前置研究讨论后，再由董事会按照职权和规定程序做出决定。

目前公司不设监事会，设监事1人，由股东委派，公司监事可以列席董事会会议。

公司设总经理1名，对董事会负责，由董事会聘任，总经理同时担任法定代表人。总经理提请聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人。

2. 管理水平

公司内部控制制度体系基本建立，随着业务的不断发展和扩张，管理水平仍需进一步完善。

截至2021年末，公司设有14个部门（详见附件1-2），覆盖了前、中、后台，部门设置较为合理，能够满足日常管理运营需要。

公司制定了《内部控制管理制度》，建立了由董事会、监事、经营管理层、各部门组成的分工合理、职责明确、报告关系清晰的内部控制组织架构，运用不相容职务分离控制、授权审批控制、会计系统控制、财产保护控制、战略执行及预算控制、运营分析控制和绩效考评控制等措施实施内部控制，并不断加强内部控制体系的建设、实施和运行结果的调查、测试、分析和评估工作。

为保障风险管理和内部控制机制的有效运行，公司制定了一系列适应自身业务发展特点的制度，涵盖业务管理、风险和合规管理、财务和资金管理、下属企业管理等方面，基本能够满足目前业务管理需求。

关联交易管理方面，在集团统一的交易风险管理框架下，公司制定了《华润资产管理有限公司管理人员关联交易管理办法（试行）》及相应议事规则，规范公司及子公司的管理人员关联交易活动，公司实行关联交易事前报告制度，管理人员（职级为部门助理总经理级及以上人员）至迟应当在关联交易事项发生前30日向公司法律合规部门提交符合管理办法要求的关联交易书面报告。公司不设专门的关联交易审批机构，按业务及权限分别由公司董事会、业务决策委员会、总经理办公会等机构审批。2020年，公司购销商品、提供和接受劳务的关联交易收支金额合计1.67亿元；截至2020年末，公司投资关联方管理的金融产品期末余额合计20.30亿元，应收关联方款项合计8.81亿元，应付关联方款项合计10.97亿元。

七、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，2018年以来，营业收入和利润总额持续较快增长，管理规模波动增长，自有出资规模持续增长，主业突出，经营情况良好。

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，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，在较长的项目周期内获取股权或资产增值浮动的超额收益，该业务尚处于培育阶段，截至2021年9月末暂无落地项目。

2018—2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长49.66%，其中，收购经营类收入持续增长、占比持续提升，收购重组类收入有所增长，资产管理及其他收入较为稳定。2020年，公司实现营业收入11.06亿元，同比增长50.98%，主要系收购经营类收入增长所致，其中，收购经营类及收购重组类收入占比合计87.65%，主业突出。

随着营业收入的较好增长，2018—2020年，公司利润总额持续增长，年均复合增长58.74%，2020年，公司实现利润总额7.75亿元，同比增长89.38%。

2021年1—9月，公司实现营业收入7.74亿元，同比增长23.12%，主要系收购重组类、资产管理及其他业务收入增长所致，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）；利润总额同比增长18.26%。

表2 公司营业收入构成和利润实现情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年		2021年1—9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
收购经营类	1.97	39.96	3.08	42.06	7.10	64.15	2.92	37.71
收购重组类	1.58	32.09	2.77	37.86	2.60	23.50	2.62	33.81
资产管理及其他类	1.38	27.95	1.47	20.08	1.37	12.35	2.20	28.47
营业收入合计	4.94	100.00	7.33	100.00	11.06	100.00	7.74	100.00
利润总额	3.08	--	4.09	--	7.75	--	4.38	--

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。2018—2020年末，公司管理资产规模波动上升，年均复合增长3.84%。其中，收购经营类业务管理规模占比较小，但呈上升趋势。收购重组类业务管理规模持续增长，并于2020年起成为占比最大的业务类型。资产管理及其他业务管理规模波动下降，其2019年末规模有所增长主要系当

年新增一个大型重组咨询项目所致，2020年末较年初有所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9月末，公司资产管理规模较年初进一步下降36.04%至213.84亿元，主要系公司三只重整基金所投项目均已实现退出导致资产管理及其他类业务规模大幅减少所致，资产管理及其他业务规模占比大幅下降至11.75%。

公司自有出资规模持续增加，收购经营类和收购重组类业务自有出资规模均持续增加，2018—2020年末，公司自有出资规模年均复合增长33.38%，2021年9月末进一步增长25.57%。

表2 公司资产管理规模（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产管理规模	310.05	100.00	397.31	100.00	334.32	100.00	213.84	100.00
其中：收购经营类	24.49	7.90	61.78	15.55	51.35	15.36	37.88	17.72
收购重组类	133.56	43.08	154.53	38.89	158.02	47.27	150.84	70.54
资产管理及其他类	152.00	49.02	180.99	45.55	124.95	37.37	25.12	11.75
自有出资规模	32.23	100.00	48.72	100.00	57.33	100.00	71.99	100.00
其中：收购经营类	9.64	29.91	21.09	43.27	22.02	38.41	22.75	31.60
收购重组类	22.49	69.78	27.54	56.52	32.82	57.24	49.13	68.24
资产管理及其他类	0.10	0.31	0.10	0.21	2.49	4.34	0.12	0.16

注：资产管理规模包含自有出资规模

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 收购经营类业务

2018年以来，公司收购经营类业务新增管理规模有所波动，但新增项目自有出资占比持续提升，随着公司加大资产处置力度，期末管理规模2019年以来有所下降，自有出资业务的退出进度较好。

收购经营类业务是公司的基石业务，主要业务特征是通过金融不良资产的收购再转让或清收，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和合作收购。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（包）并通过自主处置获得收益的业务模式；综合考虑债权底层资产所在地的经济环境、司法环境、市场交投活跃度以及项

目团队投后管理半径等多项因素，该模式聚焦公司总部及异地团队所在地及辐射区域，即广东地区、川渝地区、长三角地区和京津冀地区。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（包）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。区域政策同自主清收模式，合作方政策主要包括准入标准、合作额度、项目期限等。公司不良资产经营业务所收购的不良资产包主要为银行对广东省内企业的银行不

良债权，由于公司未取得金融机构不良资产批量收购资格，因此，公司批量收购的不良资产包主要来源于四大金融资产管理公司及地方金融资产管理公司，此外，公司可直接从银行等金融企业非批量（3户以下）受让不良资产包。

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。实际业务中，因资产包底层企业基本不具备债务重组条件，收购经营类业务较少采用债务重组的方式。收购经营类项目如进行债务重组或实质性重组，则转化为收购重组类项目。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。

2018—2020年，公司新增管理规模和项目数量波动增长，2019年，市场行情相对较好，公司收购经营类业务新增量较大，随着2020年四大AMC全面增加不良资产主业投资规模，市场竞争加剧，公司新增收购项目数量、管理规模均同比下降。2018—2020年，公司新增项目的自有出资规模波动增长，公司管理规模中自有出资比例持续提升，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，2020年，公司新增自有出资规模占新增管理规模的比例达到41.03%。

从退出情况来看，2015—2017年公司收购经营类业务处于起步阶段，没有项目退出，2018—2020年，随着公司对收购经营类业务要求“以处定收，快进快出”，逐步完善了对项目回款的考核机制，并加大资产处置力度，公司当期退出的管理规模持续增长。从自有出资业务的退出情况看，2018—2020年，自有出资业务退出比例持续增加，截至2020年末，累计自有资金退出17.83亿元，占累计项目自有资金出资的43.80%。

2021年1—9月，公司新增收购不良资产包15个，当期新增项目管理规模13.53亿元，自有出资规模占比进一步提升至73.51%；当期退出规模进一步增加，导致期末项目管理规模余额较年初进一步下降至37.88亿元；自有出资业务的退出进度较2020年末进一步提升。

表3 公司收购经营类业务（单位：个、亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
新增项目数量	3	12	5	15
新增管理规模	9.62	50.59	13.49	13.53
新增自有出资规模	2.21	19.36	5.54	9.94

新增自有出资规模/新增管理规模	22.93	38.27	41.03	73.51
当期退出管理规模	6.16	13.30	23.92	27.00
当期退出自有出资规模	5.32	7.92	4.60	9.22
累计项目自有出资规模	15.81	35.17	40.71	50.65
累计退出自有出资规模	5.32	13.23	17.83	27.04
累计退出自有出资规模/累计自有出资规模	33.62	37.62	43.80	53.39
期末管理规模	24.49	61.78	51.35	37.88
期末自有出资余额	9.64	21.09	22.02	22.75

注：退出的管理规模、自有出资规模均为成本口径
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2021 年 9 月末，公司收购经营类存续项目共 27 个，其中 17 个广东省内项目、4 个省外项目、6 个跨省项目，收购经营类业务管理规模余额为 37.88 亿元，自有出资账面余额为 22.75 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 9.86 亿元，占收购经营类期末自有出资余额的 43.33%，前

五大在投项目债权本息原值合计 121.30 亿元，总收购折扣率 23.30%，整体折扣率较低，前五大在投项目投资时间分布于 2019—2021 年，整体回收进度 15.35%，其中，资产包二及资产包三已于 2021 年 12 月实现全额退出，资产包四已于 2021 年 12 月退出自有出资本金 851.72 万元，资产包五已于 2021 年 10 月实现全额退出。未来仍需关注资产处置进度和回收情况。

表 4 截至 2021 年 9 月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 9 月	11.33	6.83	60.31	2.09	30.62	2.09	0.00
资产包二	浙江、四川、广东等	2019 年 12 月	89.89	12.82	14.26	3.85	30.00	2.06	46.46
资产包三	广东省	2021 年 5 月	7.93	3.90	49.20	2.00	51.28	2.00	0.00
资产包四	广东省	2020 年 12 月	9.42	3.00	31.85	2.00	66.67	2.00	0.00
资产包五	广东省	2019 年 3 月	2.74	1.71	62.32	1.71	100.00	1.71	0.00
合计			121.30	28.26	23.30	11.64	41.21	9.86	15.35

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；回收进度=（1-自有出资账面余额/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，2018 年以来，公司收购重组类的管理规模较大且有所增长，新增项目中自有出资占比持续提升，需要关注未来整体回收情况。

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债务重组业务和实质性重组业务。债务重组业务分为三种模式，一是收购金融、非金不良资产的债务重组，即收购银行、AMC 等金融机构自有不良资产或信托计划、资产计划等金融机构受托管理的不良债权资产，或非金融机构持有的不良债权，并与债务人达成重组协议；二是共益债投资，即破产重整程序中的共益债等债权投资；三是阶段性股权或债权投资的债务重组，即对于流动性出现问题的企业，通

过信托计划、交易所发行产品、SPV股+债等方式进行投资，实现债务重组的纾困。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，以债权方式为主。

从退出方式来看，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，退出期一般在2~3年（但实质性重组类项目周期较长，一般3~5年），行业主要集中在房地产、建筑类（含城市更新）、医药医疗、消费、能源、电子信息等与集团产业

存在协同效应的行业；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、公司战略合作机构参与合作区域等。

2018—2020年，公司收购重组类业务新增项目数量稳中有增，新增管理规模波动增长；新增项目中自有出资比例持续增加，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。

2016年公司收购重组类业务开始投放，2017年没有项目退出，2018—2020年，公司当期退出的管理规模持续快速增长，从自有出资业务的退出进度持续提升，截至2020年末，自有出资业务的退出比例达到44.89%。

2021年1—9月，公司新增收购重组类项目9个，新增收购重组类项目管理规模51.88亿元，自有出资规模占比大幅提升至52.42%；期末管理规模变化不大，期末自有出资规模进一步增长。

表5 公司收购重组类业务（单位：个、亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
新增项目数量	9	9	11	9
新增管理规模	82.85	63.46	101.10	51.88
新增自有出资规模	15.35	13.20	21.45	27.20
新增自有出资规模/新增管理规模	18.53	20.80	21.22	52.42
当期退出管理规模	24.06	42.48	97.62	59.06
当期退出自有出资规模	2.44	8.15	16.17	10.89
累计项目自有出资规模	24.95	38.14	59.60	86.79
累计退出自有出资规模	2.44	10.58	26.75	37.64
累计退出自有出资规模/累计自有出资规模	9.77	27.74	44.89	43.37
期末管理规模	133.56	154.53	158.02	150.84
期末自有出资余额	22.49	27.54	32.82	49.13

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

收购重组类项目在收购并重组后，公司对其中的自有出资项目进行风险评价，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9月末，触发重组条件项目规模较上年末无变化，但占比下降至3.37%。

表6 公司收购重组类业务自有出资项目风险等级划分（单位：亿元、%）

项目	2020年末		2021年9月末	
	金额	占比	金额	占比
正常	31.17	94.96	47.47	96.63
触发重组条件	1.65	5.04	1.65	3.37
合计	32.82	100.00	49.13	100.00

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

截至2021年9月末，公司收购重组类存续项目共23个，主要为非标准化债权投资，收购重组类业务管理规模为150.84亿元，自有出资账面余额为49.13亿元。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。

截至2021年9月末，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29.29亿元，占收购重组类自有出资余额的59.62%，前五大项目截至2021年9月末的回收进度均为0。其中，重组项目一已于2022年3月按期实现全额退出；重组项目五已于2022年2月退出自有出资本金0.50亿元。

表7 截至2021年9月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	9.84	0.00	6
重组项目二	广东	2020年7月	36.00	6.70	18.61	6.70	0.00	60
重组项目三	广东	2021年5月	15.00	5.00	33.33	5.00	0.00	36
重组项目四	广东	2016年11月	4.25	4.25	100.00	4.25	0.00	60+24
重组项目五	广东	2021年2月	8.50	3.50	41.18	3.50	0.00	17
合并			73.59	29.29	39.80	29.29	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；回收进度=（1-自有出资账面余额/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：公司提供资料，联合资信整理

4. 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。公司通过与外部资金方合作设立重整基金的方式开展基金管理类业务，公司或公司下属子公司作为私募投资基金管理人为基金提供不良资产清收处置或资产配置服务。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9月末，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。在发展初期，公司设立了3支虚拟基金，受托管理集团内部特殊资产。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，上述三支虚拟基

金的集团特殊资产已全部实现清收退出。随着公司市场化资产管理业务规模的扩张,及集团内部存量受托管理资产的处置,近年公司向关联方收取的基金管理服务费占营业收入的比例较低。2018—2020年,公司向关联方收取的虚拟基金管理服务费及绩效费分别为0元、0元和760.00万元。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9月末,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25.12亿元,自投金额的账面余额为0.10亿元。

5. 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。

八、风险管理分析

公司自成立以来逐步建立健全风险管控机制,从组织架构、流程管理体系建设和制度建设方面着手,不断提升风险管理能力,随着公司业

务的拓展,公司的风险管理水平仍需进一步提升。

公司全面风险管理框架为“两个目标、两项任务、两种能力、三大保障”。

“两个目标”,一是不发生重大风险事件,即防控风险目标;二是不断提升风险竞争力,即创造价值目标。“两项任务”,即风险管理和内部控制两项工作。风险管理重点围绕风险政策、风险评估、风险应对、计量监控与合规管理开展,要贯穿公司融、投、管、退全流程。内部控制重点抓制度流程、授权体系、考核评价、信息系统与审计监察五个方面,做到人、财、物三个方面全覆盖。“两种能力”,即提升和强化风险识别能力(价值发现)和风险规避能力(价值创造)两种能力。“三大保障”,即组织保障、制度保障、文化保障。组织保障是指要有独立的风控部门,要建立和完善业务部门、风控审查及决策机构、审计部门(岗位)等三道防线。制度保障是指要建立覆盖全方位、全流程的制度和流程体系。文化保障是指全员牢固树立风险防范意识,依法、合规经营。

1. 信用风险

信用风险指因交易对手未能或者不愿意履行偿债义务而产生的风险。

为防范合作主体信用风险,对于四大AMC或地方AMC外的合作方,公司按主体设立年度合作额度。当年度合作方与公司所有合作项目的总规模(以实际投放金额为准)纳入该额度管理,额度在年度内可循环使用。合作额度按年动态调整,每年一季度内由业务团队按主体申报并经业务决策委员会(以下简称“决策会”)审定。

决策会是公司总经理办公会授权的业务决策机构,主要负责公司日常经营业务的审批。决策会设主任委员1名、常务委员和非常务委员若干名。其中主任委员由公司风控分管领导担任,常务委员由公司副总经理、助理总经理及风险管理部、法律合规部、财务部、资金管理部、业务部门负责人担任,非常务委员由风险管理部、法律合规部、财务部中具备金融、法律、财务、风

险管理等专业知识和经验的中层干部担任。公司纪委书记列席会议。决策会表决实行多数决定制，投票委员为5人（其中主任委员1人、常务委员3人、非常务委员1人），表决结果分为“同意”“否决”和“待议”三种，获得参与投票人数三分之二（含）以上同一表决意见（票数）的，为本次会议对该事项的表决结果；未达到参与投票人数三分之二同一表决意见（票数），若“反对”票数不少于三分之一的，则表决结果为“否决”；其他情况的表决结果为“待议”。

原则上，公司要求收购经营类业务单个项目的投资期限不得超过2年，个案审批项目最长3年。从过往业务的实际表现来看，公司收购经营类和收购重组类业务退出周期一般为2~3年，收购经营类业务超过预计处置期限的项目较少，一般系资产包内部分项目需深度处置或涉及诉讼、清算等综合原因所致；收购重组类业务出现一个逾期项目。公司业务范围主要集中在粤港澳大湾区，在广东省内集中度较高，受区域经济风险影响较大。

2. 市场风险

公司面临的市场风险主要包括利率风险。在商业化不良资产投资方面，不良资产的投资主体逐渐多元化，银行成立金融资产投资公司，民营企业 and 外资机构不断进入不良资产投资领域，金融资产管理行业的竞争进一步加剧，激烈的市场竞争环境对公司的不良资产定价及处置能力提出了更高的要求。

公司目前的业务受市场风险的潜在影响不大，由于不良资产收包价格不同，公司主要通过合理布局区域业务以管理好不良资产（包）的价格风险，和关注行业监管政策的变化、利率价格波动对投资收益率的影响等方面，对市场风险进行预防和管理。

3. 流动性风险

公司面临的流动性风险主要包括融资流动性风险以及资产负债期限错配引起的流动性风险。

融资流动性风险方面，公司融资以“长期资本支持长期资产、短期资本支持短期资产”为原则，以提升财务弹性，避免出现“短贷长用”所面临的再融资风险。资金管理部门根据公司业务需要，维护贷款银行、信用评级机构等外部机构关系，拓展融资渠道，避免过于依赖特定融资来源、单一金融市场或金融机构。公司总部对融资实行集中管理，下属公司的对外融资根据其战略目标及全面预算情况，制订相应的融资方案。子公司的融资方案需上报公司总部总经理办公会审批，未经审批不得对外进行融资；资本结构独立的下属公司根据其内部审批决策流程开展融资活动。

资产负债期限管理方面，公司对子公司实行资金集中和资金限额管理。公司对表内资金的使用实行预算管控，原则上投资项目需满足公司对该类业务的投资限额及杠杆要求。目前，公司主要通过银行借款和发行债券进行融资，债务期限以2~3年为主；从资产端来看，公司资产以收购的不良资产和固定收益类投资为主，不良债权资产处置周期一般在2~3年，资产端短期变现能力有限；整体来看，公司资产和负债期限均以长期为主，匹配度较高，有助于其流动性保持较好水平，但未来仍需对公司资产负债匹配情况和流动性管理保持关注。

4. 操作风险

公司主要通过内审体系建设和制度建设开展操作风险管理。公司从组织层面建立风险管理“三道防线”，强调事前、事中、事后风险把控。第一道防线由业务部门、各职能部门共同组成，负责业务及各部门职责相关的日常风险管理。第二道防线由公司业务决策委员会及风险管理职能部门组成，负责组织、推动、协调各项风险管理工作及项目风险审查与决策。第三道防线由公司内审部门（岗位）组成，负责内控与审计。公司还制定了内部审计规程、资产收购、处置和投后管理等制度，以规范员工行为和业务流程，防范操作风险。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018年和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年财务报告由大信会计师事务所审计(特殊普通合伙)审计,三年审计意见均为无保留。公司提供的2021年1—9月财务报表未经审计。

合并范围变动方面,2018—2020年末和2021年9月末,公司分别拥有子公司19家、19家、22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,2018年1月1日起,公司开始执行财政部于2017年修订的新金融

工具准则和新收入准则,本报告财务分析中,2018年和2019年数据采用2019年和2020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。

2. 资产质量

2018年以来,公司资产总额逐年增加,资产以收购的不良资产和投资类资产为主,整体质量一般,资产流动性较弱。

2018—2020年末,公司资产总额逐年稳步增长,年均复合增长率为5.77%。截至2020年末,公司合并资产总额103.47亿元,较年初增长6.50%,主要系长期股权投资减少,叠加不良资产和投资类资产增加综合所致;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8 公司资产结构(单位:亿元、%)

项目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年9月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.66	2.87	1.99	2.05	0.49	0.47	6.99	5.60
应收类款项	5.64	6.10	1.97	2.02	9.14	8.83	8.02	6.42
不良资产和投资类资产	55.96	60.50	64.76	66.66	86.53	83.63	100.33	80.33
其中:交易性金融资产	51.96	56.18	59.10	60.84	73.37	70.91	65.64	52.56
债权投资	4.00	4.32	5.66	5.83	13.15	12.71	34.68	27.77
长期股权投资	28.11	30.39	28.04	28.86	6.69	6.46	6.69	5.35
其他类资产	0.12	0.13	0.39	0.40	0.63	0.61	2.88	2.31
资产总额	92.49	100.00	97.15	100.00	103.47	100.00	124.90	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

2018—2020年末,公司货币资金逐年下降,年均复合下降57.19%,主要由于项目投放及理财产品认购增多所致。截至2020年末,公司货币资金为0.49亿元,较年初下降75.51%;货币资金中,银行存款占比47.75%,其他货币资金占比52.25%,其他货币资金为远期结售汇交易保证金,使用受限。

公司应收类款项主要是其他应收款,其他应收款主要是应收关联方款项。2018—2020年末,其他应收款分别为5.25亿元、1.97亿元和9.14亿元,2020年末其他应收款主要是应收股东华

润金控的款项8.79亿元,占比为96.17%。

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。随着公司业务的逐步开展,2018—2020年末,不良资产和投资类资产合计数逐年增加,年均复合增长24.35%,交易性金融资产和债权投资均逐年增加。截至2020年末,不良资产和投资类资产合计数为86.53亿元,较上年末大幅增长33.61%,主要系不良资产业务投放增加所致,其中交易性金融资产为73.37亿元,

债权投资科目为 13.15 亿元。截至 2020 年末，交易性金融资产主要由债权投资、信托计划和理财产品构成，其中债权投资占比 37.03%（27.17 亿元），信托计划占比 24.39%（17.90 亿元），理财产品占比 23.38%（17.15 亿元），合伙企业占比 8.19%（6.01 亿元）。截至 2020 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 65.39%（9.15 亿元），委托贷款占比 28.59%（4.00 亿元）；债权投资科目已计提的减值准备余额为 0.84 亿元，总计提比例 6.02%，均系对债权类投资计提的减值准备。

公司长期股权投资系对合营企业的投资。2018—2020 年末，公司长期股权投资逐年下降，年均复合下降 51.23%，其中 2020 年末较年初下降 76.16%，主要系珠海市润海投资有限责任公司（以下简称为“润海投资”）进行减资分红和深圳市善鑫壹号投资企业（有限合伙）的投资份额实现退出所致。截至 2020 年末，公司长期股权投资 6.69 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 9 月末，公司资产总额 124.90 亿元，较上年末增长 20.72%。其中，货币资金为 6.99 亿元，较上年末增长 1335.42%，主要系赎回理财资金所致；债权投资科目为 34.68 亿元，较上年末增长 163.65%，主要系固定收益类项目投放增加所致；交易性金融资产为 65.64 亿元，较上年末下降 10.53%，主要系不良资产项目退出所致。

截至 2021 年 9 月末，公司不存在受限制的资产。

3. 资本与杠杆水平

2018 年以来，得益于利润滚存，公司所有者权益持续增长，所有者权益稳定性较好。

2018—2020 年末，公司所有者权益逐年稳步增长，年均复合增长 11.33%，系利润滚存所致。截至 2020 年末，所有者权益合计 50.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 50.49 亿元；所有者权益中，实收资本占比 50.09%，资本公积占比 18.69%，未分配利润占比 28.14%，所有者权益稳定性较好。

利润分配方面，公司对 2018 年利润进行现金分红 0.07 亿元，占当年净利润的 3.05%；2019 年和 2020 年实现的利润未进行现金分红，利润留存力度较大。

截至 2021 年 9 月末，公司所有者权益为 54.22 亿元，较上年增长 6.49%，系利润滚存所致，权益结构变化不大。

2018—2020 年末，公司负债总额变化不大，以借款、应付债券和应付关联方款项为主；全部债务规模变化不大，以长期债务为主，负债杠杆水平总体回落，属行业适中水平。2021 年 9 月末，公司负债总额和全部债务规模均有所增长，杠杆水平有所上升，但仍处于合理水平。

2018—2020 年末，公司负债总额先升后降、小幅波动，年均复合增长 1.11%。截至 2020 年末，负债总额 52.55 亿元，较上年末下降 1.15%。

表 9 公司负债结构（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
借款	38.54	74.97	10.83	20.37	10.07	19.16	6.00	8.49
其中：短期借款	15.05	29.28	0.00	0.00	5.00	9.52	6.00	8.49
长期借款（含一年内到期）	23.49	45.70	10.83	20.37	5.06	9.63	0.00	0.00
应付债券（含一年内到期）	0.00	0.00	28.32	53.26	28.34	53.92	38.06	53.84
其他类负债	12.87	25.03	14.02	26.37	14.15	26.92	26.62	37.67
负债总额	51.41	100.00	53.17	100.00	52.55	100.00	70.68	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,2018—2020 年末,公司借款逐年下降,年均复合下降 48.89%。截至 2020 年末,借款总额为 10.07 亿元,较年初下降 7.02%,主要因为长期借款下降所致。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 2020 年末应付债券为 28.34 亿元,较年初基本持平;年末应付债券为“19 润资 01”和“19 华润资产 MTN001”,均为 3 年期,票面利率分别为 3.90%和 3.68%。

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。2018—2020 年末,公司其他类负债逐年小幅增加,截至 2020

年末,其他类负债为 14.15 亿元,较年初增长 0.92%,其中其他应付款 11.04 亿元,主要是应付华润资产管理(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)、润海投资(系公司合营企业)等的款项(主要是资金归集用于公司业务发展)。

有息债务方面,2018—2020 年末,公司全部债务规模基本持平,债务结构有所优化,由 2018 年末以短期债务为主,转变为以长期债务为主。

从杠杆水平来看,2018—2020 年末,公司主要杠杆指标总体下降,财务杠杆水平适中。

表 10 公司债务及杠杆水平(单位:亿元、%)

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
全部债务	38.54	39.15	38.41	55.47
其中:短期债务	23.23	5.44	10.07	23.55
长期债务	15.31	33.71	28.34	31.92
短期债务占比	60.27	13.90	26.21	42.45
资产负债率	55.59	54.73	50.79	56.59
全部债务资本化比率	48.41	47.09	43.00	50.57
长期债务资本化比率	27.15	43.39	35.76	37.06

资料来源:公司提供,联合资信整理

截至 2021 年 9 月末,公司负债总额 70.68 亿元,较上年末增长 34.50%,长期借款减至零,应付债券和其他负债增加较多,其他科目变化不大;全部债务为 55.47 亿元,较年初增长 44.44%,主要系短期债务增加所致,债务结构仍以长期债务为主,但短期债务占比上升较快,债务到期时间在 2022 年的债务占比较高,届时面临一定的集中偿还压力;杠杆水平较年初有所上升,仍然处于合理水平。

表 11 2021 年 9 月末公司全部债务到期结构
(单位:亿元、%)

到期年份	金额	占比
2021 年 10—12 月	0.00	0.00
2022 年	37.06	66.81
2023 年	0.00	0.00
2024 年	18.41	33.19
合计	55.47	100.00

资料来源:公司提供,联合资信整理

4. 盈利能力

2018 年以来,公司营业收入、净利润规模逐年增长,盈利指标不断增长,整体盈利能力很强;但因不良资产业务周期较长,且大部分为封闭式运作,待项目完全退出收回款项后才能计算出投资收益率,项目收益不确定性较大。

随着公司业务的持续较好开展,2018—2020 年,公司营业收入逐年增长,年均复合增长率 49.66%。2020 年,公司营业收入为 11.06 亿元,同比增长 50.98%。

表 12 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
营业收入	4.94	7.33	11.06	7.74
营业支出	2.48	3.27	3.93	3.36
其中: 利息支出	1.32	1.79	2.08	1.41
业务及管理费	0.75	1.04	1.20	1.91
信用减值损失 (损失以“+”号填列)	0.00	0.34	0.50	0.00
营业利润	2.45	4.06	7.13	4.38
利润总额	3.08	4.09	7.75	4.38
净利润	2.30	2.98	6.55	3.28
调整后营业利润率	49.68	55.43	64.45	56.60
总资产收益率	2.90	3.14	6.53	2.88
净资产收益率	5.87	7.00	13.81	6.25

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。2018—2020 年, 公司营业支出逐年增加, 年均复合增长 25.80%, 与营业收入同趋势变动。截至 2020 年末, 公司营业支出为 3.93 亿元, 其中利息支出占比 52.79%, 业务及管理费占比 30.56%, 信用减值损失占比 12.71%。公司业务及管理费持续增长, 主要包括职工薪酬、专业机构服务费等; 2020 年业务及管理费为 1.20 亿元, 其中职工薪酬占比 66.72%。公司信用减值损失规模不大, 均系债权投资信用减值损失。

从盈利水平来看, 2018—2020 年, 公司营业利润、利润总额和净利润均持续增长, 其中净利润年均复合增长 68.98%; 从盈利指标来看, 调整后营业利润率、总资产收益率和净资产收益率均逐年上升, 总体盈利能力很强。

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

表 13 同行业企业 2020 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
中原资产管理有限 公司	1.63	0.26	3.61	83.09
华润渝康资产管理 有限公司	0.46	0.12	-2.73	73.58
陕西金融资产管 理股份有限公司	10.40	3.41	148.75	70.20
上述样本企业平均值	4.17	1.26	74.81	75.62
华润资产	13.81	6.53	64.45	50.79

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

2021 年 1—9 月, 公司取得较好的经营业绩, 营业收入 7.74 亿元, 同比增长 23.12%, 营业支出为 3.36 亿元, 同比增长 10.95%, 利润总额为 4.38 亿元, 同比增长 18.26%, 净利润为 3.28 亿元, 同比增长 18.26%。

5. 现金流

2018 年以来, 公司经营现金流保持净流入状态, 投资活动较为频繁且主要呈净流出状态, 公司根据资金缺口安排筹资活动, 整体现金流表现正常。

表 14 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流量净额	4.47	2.49	0.40	2.57
投资活动现金流量净额	-19.36	-1.67	0.13	-1.17
筹资前净现金流	-14.89	0.82	0.53	1.40
筹资活动现金流量净额	16.42	-1.50	-1.74	5.10
现金及现金等价物净增加额	1.53	-0.68	-1.21	6.50
期末现金及现金等价物余额	2.12	1.44	0.23	6.99

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, 2018—2020 年, 公司经营活动现金流量保持净流入状态, 净流入额持续下降。

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, 2018 年投资活动净流出规模较大, 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。

公司2018年因投资活动较多导致筹资前净现金流大额净流出，当期公司通过较多筹资活动补充资金缺口；2019—2020年筹资前净现金流呈少量净流入，公司相应进行了较多偿债活动，筹资活动现金流量净额由净流入转为净流出。

2021年1—9月，公司经营活动现金流保持净流入；投资活动现金流少量净流出；公司通过对外融资，筹资活动现金流转为净流入；期末现金及现金等价物余额为6.99亿元，较上年末大幅增长。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现良好。

从短期偿债指标看，2018年末以来，公司筹资前净现金流波动较大，覆盖程度不稳定；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，2018—2020年，公司筹资前现金流入量/全部债务覆盖程度较好。随着利润总额和利息支出逐年增加，公司EBITDA持续增长，年均复合增长49.57%，其中2020年同比增长66.90%；EBITDA对利息支出和全部债务的覆盖程度均很好，公司长期偿债指标整体表现良好。

表 15 公司偿债能力指标

项目		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
短期	筹资前净现金流流动负债比（%）	-54.45	6.18	2.78	4.31
	期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.09	0.27	0.02	0.30
长期	筹资前现金流入量/全部债务（%）	366.22	353.99	952.57	235.40
	EBITDA（亿元）	4.40	5.89	9.83	/
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.34	3.28	4.74	/
	全部债务/EBITDA（倍）	8.77	6.64	3.91	/

注：2021 年 1—9 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2021年末，公司获得银行授信额度共计221.10亿元，剩余未使用额度210.10亿元，间接融资渠道通畅。

截至2021年9月末，公司无对外担保。

截至 2021 年 9 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2020年末，华润股份资产总额1.83万亿元，净资产5999.36亿元，2020年实现营业收入6861.35亿元，利润总额812.14亿元。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、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行对公司杠杆水平及相关指标影响有限,相关指标对发行后全部覆盖程度仍属较好;同时考虑公司自身资本实力较强、融资渠道畅通且股东背景很强等因素,公司对本期中期票据偿还能力极强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至2021年9月，公司负债总额70.68亿元，全部债务规模55.47亿元。假设本期中期票据募集资金净额为2.00亿元（含），相比公司原有债务规模，本期中期票据发行规模不大，同时考虑

到本期中期票据募集资金全部用于偿还公司银行贷款，因此对公司负债水平及相关指标影响有限，发行后公司债务规模和财务杠杆水平将保持基本稳定。本期中期票据期限3年，发行后将优化公司债务结构。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以相关财务数据为基础，按照发行 2.00 亿元估算（假设其他条件不变），公司资产总额、所有者权益、营业收入、EBITDA 和筹资前现金流入量对本期中期票据发行前、后全部债务的覆盖程度变化不大，本期中期票据发行对公司偿债能力影响不大；且本期中期票据募集资金用于债务置换，发行后的实际覆盖指标将优于测算值。同时，考虑到公司作为大型央企全资子公司、专业能力较强、资本实力较强、融资渠道畅通等因素，公司对本期中期票据偿还能力极强。

表 16 本期中期票据偿还能力测算（单位：倍）

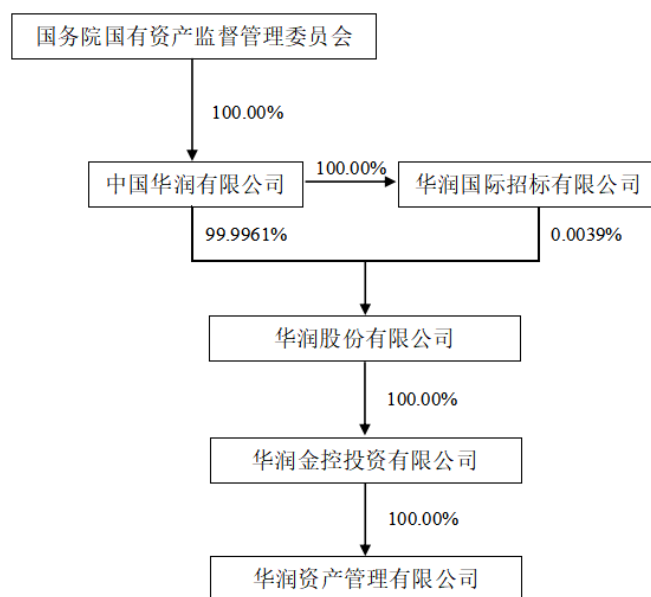
项目	2020 年		2021 年 1—9 月	
	发行前	发行后	发行前	发行后
期末资产总额/全部债务	2.69	2.61	2.25	2.21
期末所有者权益/全部债务	1.33	1.26	0.98	0.94
营业收入/全部债务	0.29	0.27	0.14	0.13
EBITDA/全部债务	0.26	0.24	/	/
筹资前现金流入量/全部债务	9.53	9.05	2.35	2.27

注：发行前和发行后仅指债务数据的差别，各指标分子均直接取自财报数据；2021年1—9月相关指标未年化
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十二、综合评价

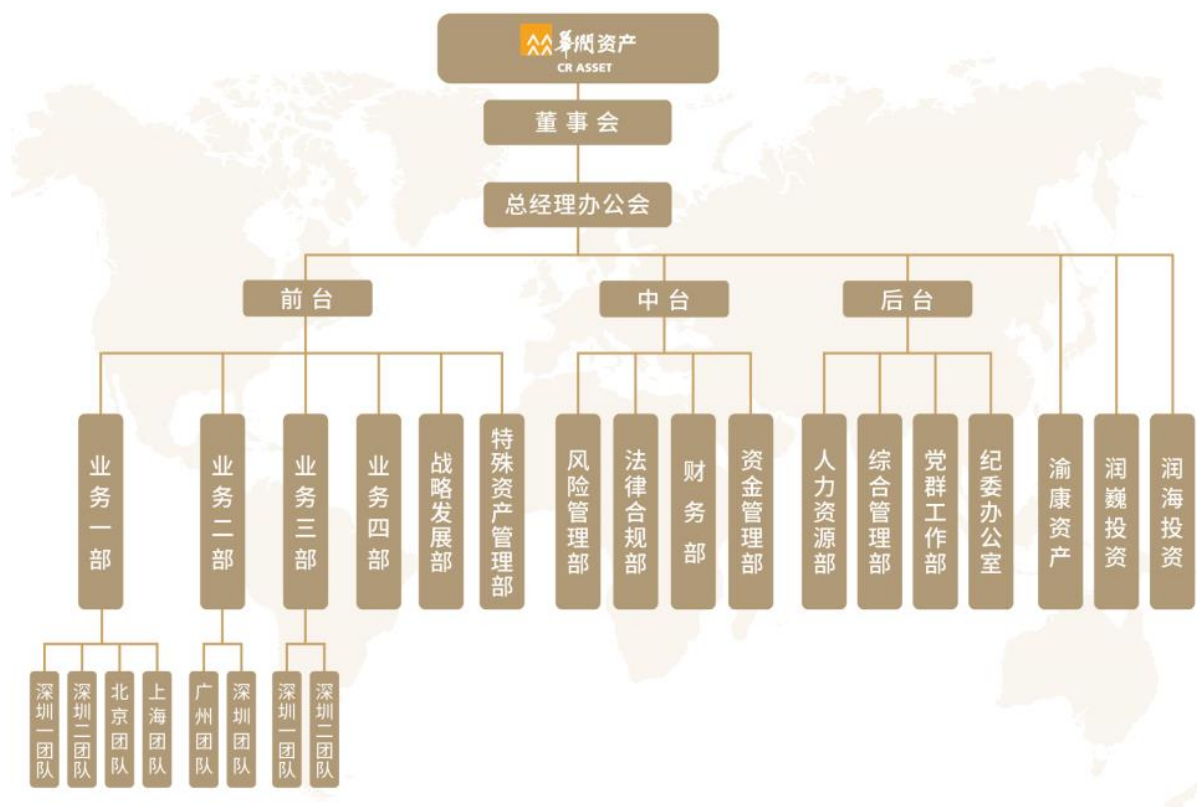
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 华润资产管理有限公司股权结构图（截至 2021 年末）



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 2021 年末）



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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
资产总额（亿元）	92.49	97.15	103.47	124.90
所有者权益（亿元）	41.08	43.98	50.91	54.22
全部债务（亿元）	38.54	39.15	38.41	55.47
短期债务（亿元）	23.23	5.44	10.07	23.55
长期债务（亿元）	15.31	33.71	28.34	31.92
营业收入（亿元）	4.94	7.33	11.06	7.74
利润总额（亿元）	3.08	4.09	7.75	4.38
筹资前净现金流（亿元）	-14.89	0.82	0.53	1.40
调整后营业利润率（%）	49.68	55.43	64.45	56.60
总资产收益率（%）	2.90	3.14	6.53	2.88
净资产收益率（%）	5.87	7.00	13.81	6.25
资产负债率（%）	55.59	54.73	50.79	56.59
全部债务资本化比率（%）	48.41	47.09	43.00	50.57
长期债务资本化比率（%）	27.15	43.39	35.76	37.06
流动比率（%）	30.55	30.40	50.73	53.20
筹资前净现金流流动负债比（%）	-54.45	6.18	2.78	4.31
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.09	0.27	0.02	0.30
筹资前现金流入量/全部债务（%）	366.22	353.99	952.57	235.40
EBITDA（亿元）	4.40	5.89	9.83	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.34	3.28	4.74	/
全部债务/EBITDA（倍）	8.77	6.64	3.91	/

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；2021 年 1—9 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+其余负债科目里的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其余负债科目里的长期有息债务

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 华润资产管理有限公司 2022 年度第二期中期票据 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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和不定期跟踪评级。

华润资产管理有限公司（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。