

跟踪评级公告

联合〔2020〕1813号

国厚资产管理股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

国厚资产管理股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

国厚资产管理股份有限公司公开发行的“19 国厚 01”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

国厚资产管理股份有限公司 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
19 国厚 01	4.00 亿元	5 (3+2) 年	AA+	AA+	2019/6/17

跟踪评级时间: 2020 年 6 月 19 日

主要财务数据:

项目	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	138.22	154.39
所有者权益 (亿元)	42.31	47.25
长期债务 (亿元)	42.27	51.01
全部债务 (亿元)	87.71	90.33
营业收入 (亿元)	14.92	15.57
净利润 (亿元)	3.15	3.88
EBITDA (亿元)	9.84	12.43
筹资前现金流 (亿元)	-24.73	-0.01
总资产收益率 (%)	2.36	2.65
净资产收益率 (%)	7.71	8.67
资产负债率 (%)	69.39	69.40
全部债务资本化比率 (%)	67.46	65.66
长期债务资本化比率 (%)	49.98	51.91
流动比率 (倍)	1.44	1.34
现金比率 (倍)	0.10	0.28
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.81	1.87
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.14
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	2.46	3.11

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 待偿本金合计为本评级报告所跟踪债券的本金合计

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对国厚资产管理股份有限公司 (以下简称“公司”或“国厚资产”) 的跟踪评级反映了其作为安徽省内首家、国内首批具备金融不良资产批量收购处置业务资质的省级资产管理公司, 具备较强的牌照优势及区域竞争优势。2019 年, 公司资本实力有所增强, 不良资产处置业务发展较好, 营业收入和利润规模保持增长; 公司增资长安责任险后成为其第一大股东, 业务规模和范围进一步扩大。

同时, 联合评级也关注到受宏观经济下行影响, 公司所收购不良资产包可能出现回收率低于预期、债权类项目面临信用风险增加、股权类投资受市场波动影响较大、债务水平较高且短期较集中以及业务创新多元化发展给公司带来的风险控制及管理压力等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

近年来, 在银行不良资产规模持续上升的背景下, 公司凭借其不断增强的资本实力和自身的牌照优势, 能够较快地做大业务规模, 具有较好的发展空间。

综上, 联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+, 评级展望为“稳定”; 同时维持“19 国厚 01”的债项信用等级为 AA+。

优势

1. **资本实力增强。**2019 年, 公司资本实力进一步增强; 同时, 多元的股东背景有利于推进经营规模进一步扩大。

2. **业务保持良好发展。**公司为安徽省内首家、国内首批具备金融不良资产批量收购处置业务资质的省级资产管理公司, 2019 年不良资产处置业务发展较好, 营业收入和利润实现增长; 增资长安责任险后成为其第一大股东, 公司业务规模和范围进一步扩大。

关注

1. **资产包回收率低于预期的可能。**目前，国内宏观经济处于下行阶段，企业经营风险加剧，存在公司所购不良资产包的回收率低于预期的可能，因此可能会使公司的盈利空间受到一定影响。

2. **关注资产信用风险。**公司资产中应收款项类投资与投资类资产占比较大，资产流动性一般；同时，需关注投资标的信用及市场风险。

3. **全部债务增加且短期偿付压力大。**公司全部债务规模有所增长，债务水平较高且短期债务规模较大，需对公司流动性保持关注。

分析师

陈 凝 （登记编号 R0040215040001）

张 帆 （登记编号 R0040219030002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-8517 2818

传真：010-8517 1273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


张帆

联合信用评级有限公司

一、主体概况

国厚资产管理股份有限公司（以下简称“国厚资产”或“公司”）成立于 2014 年 4 月，原名“安徽国厚金融资产管理有限公司”，是由中国东方资产管理股份有限公司（以下简称“东方资管”）全资子公司上海东兴投资控股发展有限公司（以下简称“东兴投资”）牵头，联合安徽省内外的几家具有优势金融资源的企业共同设立，初始注册资本为 10.00 亿元。公司是经安徽省人民政府批准，报国家财政部备案和中国银监会核准公布的国内首批、安徽首家具有金融不良资产批量收购处置业务资质的省级资产管理公司。

2016 年 6 月，公司进行增资扩股，各股东按照持股比例同比进行增资，注册资本增至 15.00 亿元，资本公积增加至 5.00 亿元；公司于 2017 年进行两次增资扩股，共增资 14.625 亿元，其中新增注册资本 6.50 亿元，新增资本公积 8.125 亿元，并新增法人股东杭州文心复兴股权投资基金合伙企业（有限合伙）、上海梦元投资管理中心（有限合伙）和西藏鹏鼎企业管理合伙企业（有限合伙）；2018 年 3 月，公司完成股份制改革，并经国家工商总局核准，正式更名为“国厚金融资产管理有限公司”，公司 2017 年未经审计的净资产按 1:0.6848 的比例折为普通股，其中 25.00 亿元作为实收股本，其余 11.51 亿元列入资本公积，至此公司注册资本和实收资本均为 25.00 亿元

2019 年 3 月，公司更名为现名。

2019 年 11 月，公司注册资本由 25.00 亿元增加至 26.34 亿元；此次增资新增法人股东一名，为中光财金兴陇（兰考）股权投资基金合伙企业（有限合伙），认缴出资额为 1.34 亿元，出资方式为货币。同时中光财金兴陇（兰考）股权投资基金合伙企业（有限合伙）受让原股东深圳市朗润集团有限公司 0.52 亿元股本。完成增资及股权转让后，中光财金兴陇（兰考）股权投资基金合伙企业（有限合伙）持有公司的出资额合计 1.86 亿元。截至 2019 年末，上述增资款已足额实缴；公司注册资本和实收资本均变更为 26.34 亿元。

2020 年 5 月，股东深圳市朗润集团有限公司将其持有的公司 0.98% 的股权（对应注册资本 0.26 亿元）作价 0.50 亿元转让给扬中市徐工产业投资合伙企业（有限合伙）。此次股权转让完成后，扬中市徐工产业投资合伙企业（有限合伙）持股比例为 0.98%，深圳市朗润集团有限公司持股比例由 11.94% 降低至 10.96%。截至 2020 年 5 月底，公司注册资本和实收资本均为 26.34 亿元，安徽博雅投资有限公司（以下简称“博雅投资”）持有公司 32.44% 的股份，为公司第一大股东；自然人李厚文与刘洋为公司的共同实际控制人，二人通过博雅投资、芜湖厚实商贸有限公司、深圳市朗润集团有限公司合计间接持有公司 50.02% 的股权。

截至 2020 年 3 月末，公司股东持有公司股权无质押情况。

表 1 截至 2020 年 5 月末公司股东及持股情况（单位：%）

股东名称	持股比例
安徽博雅投资有限公司	32.44
杭州文心复兴股权投资基金合伙企业（有限合伙）	17.66
上海东兴投资控股发展有限公司	13.24
深圳市朗润集团有限公司	10.96
西藏鹏鼎企业管理合伙企业（有限合伙）	8.83
中光财金兴陇（兰考）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	7.06
芜湖厚实商贸有限公司	6.62
上海梦元投资管理中心（有限合伙）	2.21
扬中市徐工产业投资合伙企业（有限合伙）	0.98
合计	100.00

资料来源：公司提供

公司营业范围包括：资产收购、管理、处置，资产重组，接受委托或委托对资产进行管理、处置，资产管理咨询。

截至 2020 年 3 月底，公司内设业务经营事业部、受托重组事业部、投资银行部、并购重组部、财务管理部、风险管理部和法律合规部等 26 个职能部门；公司纳入合并范围的主体 42 个，其中子公司 41 家，结构化主体 1 个。截至 2020 年 3 月底，公司持有安徽国厚资本控股有限公司 100.00% 股权，质押股权占其持有股权的 20.00%；持有宣城国厚资产管理有限公司 55.00% 股权，质押股权占其持有股权的 60.00%，占该子公司股权的 33.00%；截至 2020 年 3 月底，公司拥有员工 289 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 154.39 亿元，负债总额 107.14 亿元，所有者权益合计 47.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 43.70 亿元。2019 年，公司实现营业收入 15.57 亿元，净利润 3.88 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.21 亿元。

公司注册地址：安徽省芜湖市鸠江区皖江财富广场 A1 座 11 楼 1102、1103 室；法定代表人：李厚文。

二、跟踪债券概况

“19 国厚 01”

公司于 2019 年 06 月 26 日发行“国厚资产管理股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，规模为 4.00 亿元，票面利率为 7.00%；本期债券起息日为 2019 年 6 月 27 日，付息日为 2020 年—2024 年的 6 月 27 日，附第三年末发行人上调票面利率选择权和投资人回售选择权。本期债券于 2019 年 7 月 4 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称为“19 国厚 01”，债券代码为“112923.SZ”。

根据《国厚资产管理股份有限公司公司债券 2019 年年度报告》信息显示，截至 2019 年末，公司上述债券募集资金已全部使用，募集资金用途与募集说明书约定一致。截至报告出具日，本期债券尚未到第一个付息日。

三、行业环境

1. 不良资产管理行业分析

不良资产市场供给持续增加，地方 AMC 前景广阔，行业监管政策不断完善，但市场主体扩容加剧行业竞争。

资产管理公司（Asset Management Companies，以下简称 AMC）主要业务是不良资产经营，并由此延伸到投资、资产管理、信托、租赁、银行、保险等全金融覆盖。截至 2019 年末，经银保监会批复的地方 AMC 数量已近 60 家，覆盖全国各个省级行政区。

随着国内宏观经济低位运行和结构调整的深化，国内商业银行不良率持续攀升，不良资产规模上升较为明显；银保监会数据显示，截至 2019 年末，我国商业银行不良贷款余额升至 2.41 万亿元，较上年末增长 19.16%，增速较上年的 18.71% 进一步抬升，不良贷款率 1.86%，较上年末增加 0.03 个百分点。非金融机构应收账款规模也不断攀升，回收周期不断延长，对于资产及债务重组的需求日益高涨，其不良资产规模也在飞速扩张；截至 2019 年末，我国规模以上工业企业应收票据及应收账款数据为 17.40 万亿元，比上年末增长 4.5%，增速较上年的 6.41% 有所放缓。

2018年9月，银保监会《关于废止和修改部分规章的决定》取消了外资投资入股金融资产管理公司的比例限制。2020年2月，全球知名不良资产投资管理机构橡树资本的全资子公司—Oaktree（北京）投资管理公司在北京成立，成为我国首家外资AMC。外资的进入一方面代表国内金融市场对外开放及国际化并轨的进一步推进，另一方面或将为国内不良资产管理行业带来新的经营理念、经营模式和技术创新，并促进行业的健康发展。2020年3月，银保监会批复了第五家全国性AMC中国银河资产管理有限责任公司，行业进一步扩容。此外，2020年一季度，银保监会已陆续批复了五大国有银行设立的AIC在上海开展不以债转股为目的的股权投资业务，AIC的职能范围有所拓宽。此前我国不良资产管理行业已形成“4+2+N+银行系”的格局，随着外资AMC的进入、第五大AMC的获批，“5+N+银行系+外资”的新竞争格局已初步形成，AIC的职能也有所扩展，行业竞争进一步加剧。

地方AMC是否属于金融机构一直没有明确说法，曾长期存在监管主体不明确、监管措施不完善等问题，行业发展在业务模式探索中的“伪创新”层出不穷，2020年4月，辽宁省有企业涉嫌伪造公文开展不良资产处置业务被转送公安部门，同月吉林省金融资产管理有限公司因公司治理失效、经营管理发生严重困难等问题而被法院判决解散，等等行业乱象也暴露出监管缺位的问题，亟需出台统一的行业性监管意见。2019年7月银保监会发布的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，包括机构设置、变更、终止、风险防范和处置等工作，并督促地方AMC严格遵守相关法律法规和监管规则。北京市地方金融监督管理局也于2020年4月出台了《北京市地方资产管理公司监督管理指引（试行）》。未来随着监管规则的逐步完善，行业有望逐步规范发展。

2. 区域经济

安徽省内经济稳定增长，为公司业务的发展提供了良好的基础。

2019年，安徽省经济稳步发展。初步核算，2019年全年生产总值（GDP）37,114亿元，居全国第11位；按可比价格计算，比上年增长7.5%，居全国第7位。分产业看，第一产业增加值2,915.7亿元，增长3.2%；第二产业增加值15,337.9亿元，增长8%，其中工业增加值11,454.9亿元，增长7.5%；第三产业增加值18,860.4亿元，增长7.7%。三次产业结构由上年的7.8：41.4：50.8调整为7.9：41.3：50.8，其中工业增加值占GDP比重为30.9%。区域经济协调发展，合肥都市圈生产总值23,402亿元，比上年增长7.7%；皖江城市带承接产业转移示范区生产总值24,365.5亿元，比上年增长7.5%；皖北六市生产总值10,864亿元，比上年增长7.2%。安徽省经济保持稳定增长，为金融业发展提供了良好的经营环境和发展空间。

四、管理与内控

跟踪期内，公司内控架构发生一定变化；公司董事、监事、高管发生一定变化，但对公司经营无重大影响，公司整体内控管理保持稳定。

组织架构和制度方面，2019年，公司组织架构发生一定变化，对业务部门进一步整合，撤销并购重组部、金融市场部、政企金融部；增加广州和江西业务部，拓展区域市场；将风险管理部和法律合规部整合为风险合规管理部；增加受托重组事业部开展债务重组业务。

跟踪期内，公司董事、高管和监事发生一定变化。新任董事2名，董事会仍为14人；王乐、杨宁自2019年11月至今担任公司董事。2019年3月起，公司选任高蕾担任公司监事，监事会仍

为 3 人。2019 年 9 月起，公司选任钱程担任公司副总经理、陈永健担任公司副总经理兼董事会秘书，高级管理层仍为 6 人。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司结构化不良债权业务发展较快，带动营业收入呈增加趋势；但其投资收益和公允价值变动损益受市场行情影响较大，未来对营业收入的贡献存在一定不确定性。

公司为安徽省首家具有金融不良资产批量收购处置业务资质的省级资产管理公司，主要开展不良资产收购处置业务（分为结构化和非结构化不良资产处置）和基金管理两项主营业务。2019 年，随着公司大力开展结构化不良资产业务，收入和利润规模保持增长；公司实现营业收入和净利润分别为 15.57 亿元和 3.88 亿元，分别同比增长 4.31% 和 23.08%；净利润增幅较大系资产减值损失冲回所致。

应收款项类金融资产收入为结构化不良债权形成的利息收入，2019 年，该项业务发展较快带动收入及占比均大幅增加，2019 年分别为 6.14 亿元和 39.42%，仍为公司第一大收入来源。公司手续费及佣金收入主要为财务顾问费（结构化不良债权处置业务产生的咨询顾问费及公司参与债务重组业务产生的咨询顾问费）和基金管理业务收入，2019 年收入及占比均有所增加，仍为公司第二大收入来源，占比为 36.59%。利息收入包括主要为委托贷款¹及买入返售金融资产等形成的利息收入，投资收益主要来源于理财产品、权益工具及基金投资，2019 年上述两项收入及占比均呈下降趋势，但仍为公司重要收入来源。公允价值变动损益主要来自非结构化不良资产债权的价值变动，2019 年该数值为负。不良资产处置净收益是指非结构化不良资产处置业务形成的收入，2019 年，受市场竞争加剧的影响，公司该项业务发展缓慢，收入及占比均有所下降且占比很小。其他收益为财政返还收入，占比很小。

表 2 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比
不良资产处置净收益	0.93	6.26	0.56	3.60
应收款项类金融资产收入	4.54	30.41	6.14	39.42
手续费及佣金收入	4.50	30.16	5.70	36.59
利息收入	1.92	12.88	1.89	12.12
投资收益	2.29	15.36	1.31	8.41
公允价值变动损益	0.23	1.56	-0.42	-2.67
其他业务收入	0.03	0.19	0.12	0.80
其他收益	0.47	3.16	0.27	1.73
合计	14.92	100.00	15.57	100.00

注：其他收益含汇兑损益

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2. 不良资产处置

2019 年，公司结构化不良资产处置业务发展较快但面临一定信用风险，非结构化业务发展放缓但回收情况良好；联合评级将持续关注未来公司不良资产处置业务的回收情况。

¹ 2019 年，根据监管要求，公司已停止委托贷款业务。

公司制定了“深耕安徽、布局全国”的战略，与省内外各地市、县政府合作设立市、县级资产管理公司。2019年，公司新增淮北昱厚资产管理有限公司、厦门国厚资产管理有限公司、芜湖国厚文鑫资产管理有限公司三家控股资产管理公司；新增烟台蓝天国厚资产管理股份有限公司、怀远大禹国厚资产管理有限公司、北京东方博海资产管理有限公司3家参股资产管理公司。截至2020年3月末，已有淮北昱厚资产管理有限公司、铜陵国厚天源资产管理有限公司（简称“铜陵国厚”）、淮南国厚来资产管理有限公司、深圳前海华巍金融服务有限公司等41家子公司相继成立，其中安徽省内近30家；目前20家公司已有收入实现。

公司不良资产处置业务根据交易结构和收包方式的不同，分为结构化和非结构化不良资产处置业务。

非结构化的不良资产包处置业务主要是公司通过竞标方式公开拍得不良资产包，然后自主进行处置追偿，主要通过直接催收、转让及处置抵押物等方式进行追偿。从收购和回收情况来看，进入2019年以来，由于四大资产管理公司逐渐回归主业，加大对不良资产的批量收购，导致不良资产批量收购市场价格走高；公司逐渐放缓非结构化不良资产包收购。2019年，公司收购1个资产包，原值为416.55万元，收购本金为415.36万元，该资产包设置有合肥市房产做抵押物。2019年，公司回收项目涉及10个资产包，合计回收金额为1.74亿元；截至2019年末，公司已回收金额为8.55亿元。2019年，公司非结构化不良资产处置业务收入有所下降，收入为0.56亿元，同比下降40.11%。截至2019年末，公司非结构化不良资产账面余额3.82亿元，较年初下降27.24%。

2020年1—3月，公司回收项目涉及两个资产包，合计收回金额为543.00万元；截至2020年3月末，公司非结构化不良资产包处置业务开展18单，分别为与中行、农行、建行、工行、招行、光大银行和皖江农商行等合作的项目，不良资产包原值共33.59亿元，收购本金共9.16亿元，不良资产包回收金额共8.60亿元，回收比例为93.87%，其中已有10单项目已回收金额超过收购本金，回收情况良好（详见下表）。

表3 截至2020年3月末公司非结构化不良资产包处置情况（单位：万元）

资产包名称	资产包原值	收购本金	收购时间	预计处置时间	已收回金额
2015 中行包	17,288.62	4,390.00	2015.6	2~3 年	6,536.89
2016 农行一包	73,185.94	7,700.00	2016.6	2~3 年	9,829.44
2016 农行二包	23,551.08	1,600.00	2016.9	2~3 年	3,763.03
2017 建行包	30,376.76	6,800.00	2017.3	2~3 年	9,248.85
2017 工行包	18,275.75	9,564.32	2017.6	2~3 年	10,863.60
2017 皖江农商行资产包	3,650.73	767.6	2017.11	2~3 年	920
2017 招行资产一包	11,950.79	4,830.00	2017.12	2~3 年	6,500.00
2017 招行资产二包	38,337.37	15,230.48	2017.12	2~3 年	16,930.48
2018 光大银行资产包	39,543.27	9,360.00	2018.3	2~3 年	--
2018 工行包	28,592.15	9,200.00	2018.9	2~3 年	9,224.34
2018 中行资产包	25,119.62	8,401.00	--	2~3 年	4,195.32
2016 博耳电力	3,364.63	3,264.00	2016.9	2~3 年	3,500.00
2016 九江银行资产包	1,665.26	1,569.27	2016.1	2~3 年	1,914.79
2016 中信银行安庆分行	540.66	540.66	2016.12	2~3 年	55
2017 中信银行安庆分行	558.37	558.37	2017.8	2~3 年	--
徽商银行安庆分行	623.97	623.97	2017.12	2~3 年	97.37
2018 中信银行合肥分行	18,823.51	6,815.00	2018.12	2~3 年	2,434.41
2019 徽商银行合肥城隍庙支行	416.55	415.36	2019.4	2~3 年	--
合计	335,865.03	91,630.03	--	--	86,013.52

资料来源：公司提供

公司结构化的不良资产收购处置分为金融类和非金融类，该类不良债权计入应收款项类金融资产。金融类结构化不良资产处置业务主要依托于公司的金融不良资产收购处置业务资质开展，从银行等金融机构协议收购不良资产包委托相关机构负责处置追偿，周期一般为 1~2 年，主要资金来源主要为银行借款。2019 年，公司金融类结构化不良资产业务新增投放 4.42 亿元；截至 2019 年末，公司金融类结构化不良资产处置业务余额为 22.37 亿元，较年初下降 43.50%，主要是到期逐渐退出所致。

非金融类结构化不良资产处置业务主要分为三种业务模式，该类业务公司会重点考察收购债权底层资产及债务人资质情况。（1）公司与其他第三方按比例出资合作开展不良资产收购业务，由公司收购不良资产包后通过向第三方分期收款的方式实现退出，公司与第三方约定收回期限及每年回收比例，如未如期收回，由第三方提供差额补足，期限通常为 1~2 年。（2）针对破产重组或预重组类项目而收购的债权，该类业务通常由债权转让方提供回购；（3）收购非金融企业转让的债权，并要求一定的风险缓释措施，如具有较强增信实力的金融机构、上市公司提供担保等控制风险；对于上述业务，公司主要获取固定收益。2019 年，公司大力发展此类业务，此类业务发展较快；2019 年，公司非金融类结构化不良资产业务新增投放 52.04 亿元；截至 2019 年末，非金融类结构化不良资产处置业务余额为 59.61 亿元，较年初增长 73.22%。；截至 2019 年末，上述不良资产处置业务无违约情况。

3. 基金业务

公司管理基金规模小幅下降，但整体发展稳定。

公司基金管理业务主要由子公司国厚投资负责运营管理。基金管理业务运营模式主要是国厚投资作为基金的管理人发起成立基金，并通过管理基金获取管理费用，费率集中在每年 0.10%~0.20% 之间，此外，公司存量项目中还有少量主动管理基金。

按基金的投向来看，公司目前运营的基金主要可以分为债权基金、中小企业发展基金、产业基金、股权投资基金等，目前以债权基金为主（主要是城镇化基金）。其中，债权基金主要用于置换地方政府性存量债务，政府应收账款；中小企业发展基金主要投资地方优质中小企业，包括医药、能源、交通、通信、环保、商业不动产、养老、医疗、汽车服务、现代农业、新型商贸流通等行业；产业基金主要以股权投资或债权投资的形式投资于地方重大招商引资项目、当地重点支持企业以及当地政府产业发展相关的项目；股权投资基金主要是以自有资金投资于我国法律法规允许投资的产业领域的股权。

截至 2019 年末，公司基金管理规模为 884.10 亿元，较年初下降 20.63%；管理基金数量为 97 只。公司运营的基金存续期大部分集中在 3~10 年，目前公司主要合作的上游资金端合作方主要为银行、证券公司、资产管理公司或担保公司。2019 年，公司实现基金管理费收入 0.96 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司管理基金规模为 820.53 亿元，较年初下降 7.19%；主要是城镇化基金规模下降所致；基金数量为 97 只；公司自有资金参与金额为 0.16 亿元；前五大基金规模为 153.37 亿元。

表 4 截至 2020 年 3 月底公司前五大基金情况表（单位：亿元、%）

基金名称	规模	成立日期	存续期限	自有资金 认购比例
大连渤海企业管理中心（有限合伙）	25.00	2016-10-18	10 年	0.04
阜阳徽银城镇化一号基金（有限合伙）	41.57	2015-7-28	10 年	0.01

淮南市徽银城镇化一号基金（有限合伙）	33.80	2015-10-23	10 年	0.01
芜湖市国厚企业管理中心（有限合伙）	25.00	2017-7-28	8 年	0.004
亳州兴亳城镇发展一号基金（有限合伙）	28.00	2015-7-24	10 年	0.02
合计	153.37	--	--	--

资料来源：公司提供

4. 重大事项

公司本次增资长安责任险后，将有利于公司业务规模和业务范围的扩大，进而进一步增强公司综合竞争力。但联合评级关注到，长安责任险战略定位、管理及存续业务产生的问题可能延续或短期难以改善等情况或对公司未来经营造成一定不利影响。

银保监会于 2019 年 8 月正式批复长安责任保险股份有限公司（以下简称“长安责任险”）的增资事项，同意长安责任险增加注册资本 16.30 亿元。此次增资全部由公司和蚌埠高新投资集团有限公司（以下简称“蚌埠高投”）认购；增资完成后，长安责任险注册资本增加至 32.50 亿元，公司和蚌埠高投成为长安责任险第一、第二大股东，分别持股 31.68%和 18.45%。该笔投资计入公司“长期股权投资”科目。2020 年 3 月 10 日起，公司董事长李厚文先生担任长安责任险第三届董事会董事之一，并于 3 月 16 日起担任副董事长。公司执行总裁陈勇自 2020 年 3 月 25 日担任长安责任险副总裁和董事会秘书，5 月 28 日担任其董事，6 月 12 日起担任副董事长。2019 年 12 月 31 日起，公司风险管理部总经理张路担任长安责任险副总裁，2020 年 3 月 10 日起担任董事。

长安责任险成立于 2007 年 9 月，主营车险及责任险业务。2019 年 1 月，长安责任险因偿付能力不达标收到过银保监会的监管函，银保监会对长安责任险采取三项监管措施：一是责令增加资本金，完成增资扩股工作；二是总公司及分支机构停止接受除车险和责任险以外的新业务（包括直接保险业务和再保险分入业务）；三是停止增设分支机构。

截至 2019 年末，长安责任险总资产 58.83 亿元，较年初增长 21.97%，主要是股东增资后带动货币资金及买入返售金融资产增长所致；负债总额 53.33 亿元，较年初下降 8.76%，主要是未决赔偿准备金下降所致；所有者权益 5.50 亿元，核心偿付能力充足率为 92.82%，综合偿付能力充足率为 185.64%，较年初均有所增长，符合监管标准。2019 年实现营业收入 30.90 亿元，其中已赚保费 27.73 亿元，分别同比增长 33.43%和 96.85%；实现净利润-0.58 亿元，大幅减少亏损，主要是准备金释放所致。本次增资完成后，长安责任险实收资本大幅增长，偿付能力有所改善。而且，银保监会已于 2019 年 11 月向长安责任保险下发解除行政监管措施决定书，长安责任保险全面恢复正常经营。2020 年 3 月末，长安保险综合偿付能力充足率 183.51%，核心偿付能力充足率 91.75%，风险综合评级获评 B 类，均符合监管标准。但是，长安责任险信用保证保险业务仍存在大量赔付支出导致继续亏损，且其赔付产生的应收代位追偿款规模仍很大且回收面临较大不确定性。

本次公司增资长安责任险主要是基于其对长安责任险发展前景的考虑；而且，公司在不良资产处置方面具有一定优势，可协助长安责任险处理信保业务带来的应收追偿款；同时也有利于促进公司不良资产处置业务的发展。

公司及其合营公司对莲花健康出资金额较大，需对后续情况保持关注。

2017 年 6 月，公司委托中信银行合肥分行向浙江睿康投资有限公司（以下简称“浙江睿康”）发放 3.00 亿元贷款，浙江睿康以其持有的莲花健康产业集团股份有限公司（以下简称“莲花健康”）（证券简称“*ST 莲花”，证券代码“600186.SH”）1.25 亿股以及对莲花健康 1.78 亿元债权作为质押物为该笔贷款提供担保。因浙江睿康不能按期偿还借款义务（仅偿还本金 0.50 亿元），公司于 2018 年 8 月向安徽省高级人民法院申请财产保全并提起诉讼。根据最高人民法院（2019）最高

法民终 449 号《民事判决书》，判决浙江睿康偿还公司借款本金 2.50 亿元、利息 0.15 亿元；同时，公司有权就浙江睿康持有的莲花健康 1.25 亿股股份以及对莲花健康 1.78 亿元债权享有优先受偿权。2019 年 10 月，合肥市中级人民法院（以下简称“合肥中院”）作出（2019）皖 01 执 1321 号之一《执行裁定书》，裁定拍卖睿康投资持有的莲花健康 1.25 亿股股票。2019 年 12 月，枞阳县莲兴企业服务管理中心合伙企业（有限合伙）（以下简称“枞阳莲兴”）通过公开拍卖获得上述被质押股份。公司收到上述股权拍卖价款 2.88 亿元及应收债权清偿款 3,631 万元，上述涉诉委贷业务累计回款 3.24 亿元，委托贷款本息已全部收回。

2019 年 10 月，河南省周口市中级人民法院（以下简称“周口中院”）裁定受理债权人国厚资产对莲花健康的重整申请。《决定书》指定由北京市金杜律师事务所担任莲花健康管理人。2019 年 12 月，莲花健康进入重整计划执行阶段，根据《莲花健康产业集团股份有限公司重整计划草案》和《莲花健康产业集团股份有限公司重整计划草案之出资人权益调整方案》，以莲花健康现有总股本为基数，按照每 10 股转增约 2.99333 股的比例实施资本公积金转增股票，共计可转增 3.19 亿股股票，占转增后总股本 13.80 亿股的 23.04%。上述转增股票不向原股东分配，全部由重整投资人有条件受让。具体如下：（1）公司合营子公司芜湖市莲泰投资管理中心（有限合伙）（以下简称“莲泰投资”，截至 2019 年末，公司持有其 7.14% 股权）及其指定的第二方²有条件受让 2.49 亿股，占重整后莲花健康总股本的 18.04%；按照 1.70 元 / 股的价格受让转增股票，向莲花健康提供 4.23 亿偿债资金³。（2）项城市国有资产控股管理集团有限公司有条件受让 0.69 亿股，占重整后莲花健康总股本的 5.00%；按照 1.70 元 / 股的价格受让转增股票，向莲花健康提供 1.17 亿元元偿债资金。莲花健康实施资本公积转增后，莲泰投资持有莲花健康 1.39 亿股股票，持股比例 10.04%；莲花健康控股股东由枞阳莲兴变更为莲泰投资，李厚文先生成为莲花健康实际控制人。

本次重整中，莲花健康按照重整计划规定支付重整费用并清偿各类债权所需资金预计约 10.63⁴亿元，其中，重整投资人受让前述转增股票提供的偿债资金合计约 5.40 亿元（包括莲泰投资 4.23 亿元）；莲泰投资承诺协助莲花健康筹措的融资贷款合计 2.60 亿元，包括公司对莲花健康提供重整借款合计 0.95 亿元以及莲泰投资对莲花健康提供借款 1.65 亿元。

2020 年 3 月，周口中院裁定确认莲花健康重整计划执行完毕、终结莲花健康重整程序。

表 5 公司及合营子公司对莲花健康资金拆借情况（单位：亿元、%）

债权人	金额	利率	期限	起息日
公司	0.95	9.00	1 年	2019.12.30
莲泰投资	1.65	一年期 LPR	1 年	2019.12.31
合计	2.60	--	--	--

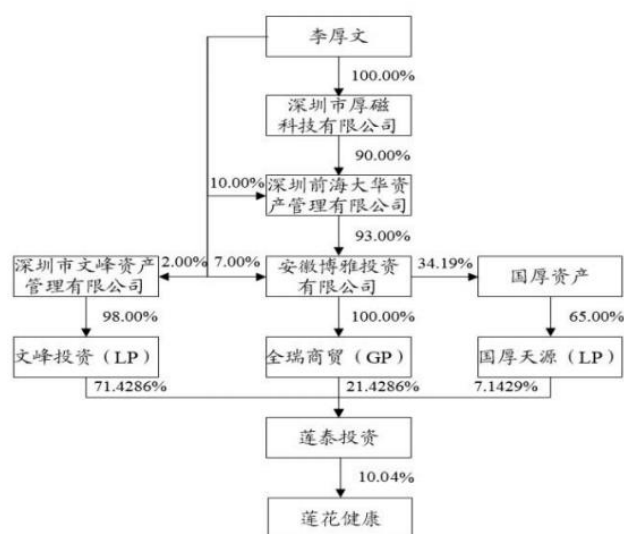
资料来源：莲花健康年报，公司提供，联合评级整理

² 深圳市润通贰号投资企业（有限合伙）

³ 含公司控股子公司铜陵国厚天源资产管理有限公司出资 0.50 亿元；此外，该子公司参与资金拆借 0.70 亿元。

⁴ 除重整投资人及莲泰投资协助融资款外，其余资金由莲花健康通过配合政府落实“退城入园”政策、完成土地收储工作获得的土地收储收益（包括土地补偿款和土地出让金净收益），最终以政府实际执行返还的金额为准。在重整计划执行过程中，在上述偿债资金均已到位的情况下，预计偿债资金如有不足，项城市国有资产控股管理集团有限公司承诺对不足部分提供补充借款支持。

图 2 莲花健康股权结构



资料来源：莲花健康年报，联合评级整理

5. 未来发展

公司未来发展仍保持以不良资产处置业务为核心，并积极拓展牌照金融和非牌照金融业务。公司的战略目标清晰，战略规划可行性强，这将有利于公司目标的逐步实现，进一步提升综合实力。同时，也需要关注当前国内经济下行压力较大，公司开展业务多元创新可能带来的风险。

未来，公司将继续贯彻“深耕安徽、布局全国、面向国际”的发展战略。以“深耕安徽”为战略核心，不断深化与省内各地市、区、县合作，形成覆盖全省的业务网络，提升防范化解地方金融风险的能力。同时，公司将打造“不良资产+”生态圈。持续聚焦不良资产收购处置主营业务，努力促进地方防范化解金融风险，服务实体经济，不断延伸产业链价值，深入拓展“不良资产+基金”、“不良资产+投行”等业务，大力推进地方重点企业的债务重组和债转股工作，帮助更多困难企业摆脱困境，焕发生机；努力打造多元化的产品和服务体系，为客户提供一系列综合金融解决方案，并积极探索“不良资产+金融科技”，打造“不良资产+”生态圈。另外，公司将积极对接资本市场，不断完善经营管理，努力成长为国家知名、行业领先的以不良资产经营管理为特色的公众公司。当前国内经济下行压力较大，2020年以来国内经济受疫情影响较大，需关注公司业务多元创新带来的风险。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2019 年的财务数据，均经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。

合并范围方面，2018 年，公司纳入合并范围的子公司 38 家；截至 2019 年末，纳入公司合并范围的主体 42 个，其中子公司 41 家，结构化主体 1 个；上述子公司规模均不大，对公司财务数据的可比性影响不大。

会计政策方面，公司自 2019 年 6 月 10 日开始施行《企业会计准则第 7 号—非货币性资产交换》（财会〔2019〕8 号），该准则确认了换入资产和终止确认换出资产的时点，以及当换入资产的确认时点与换出资产的终止确认时点不一致时的会计处理原则并细化了非货币性资产交换的会

计处理；公司自 2019 年 6 月 17 日开始施行《企业会计准则第 12 号—债务重组》（财会〔2019〕9 号），该准则修订了债务重组的定义，明确了准则的适用范围，修订了债务重组的会计处理，简化了债务重组的披露要求。上述准则的实施都未对公司的财务报表产生重大影响，整体看，公司 2018—2019 年财务数据可比性较好。

2. 资产质量

2019 年，公司资产规模有所增长，其中应收账款类金融资产与投资类资产占比较大，公司整体资产流动性一般、质量尚可。

截至 2019 年末，公司资产总额 154.39 亿元，较上年末增长 11.70%，主要系公司的货币资金、应收账款类金融资产以及长期股权投资的增加；公司资产主要由货币资金（占比 7.10%）、应收账款类金融资产（占比 59.18%）、长期股权投资（10.92%）、其他资产（占比 8.06%）以及投资性房地产（占比 5.38%）构成。

表 6 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.73	3.42	10.97	7.10
应收账款类金融资产	83.95	60.74	91.37	59.18
长期股权投资	4.72	3.41	16.86	10.92
其他资产	11.63	8.42	12.44	8.06
投资性房地产	9.89	7.15	8.31	5.38
其他	23.29	16.85	14.45	9.36
资产总额	138.22	100.00	154.39	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

公司货币资金主要是银行存款。截至 2019 年末，公司货币资金 10.97 亿元，较年初增长 131.67%，主要系公司当期业务回款增加所致；其中因办理银行抵押借款形成使用受限其他货币资金为 0.26 亿元。

公司应收款项类金融资产主要系收购的结构化不良债权。截至 2019 年末，公司应收款项类金融资产 91.37 亿元，较年初增长 8.83%，主要系自非金融机构收购的债权的增加；其中，来自金融机构收购的债权 22.37 亿元（占比 24.24%），来自非金融机构收购的债权 59.61 亿元（占比 64.60%）；其他主要为资产管理计划、信托计划、应收保理款；在进行委托收购和配资业务时公司通过设计劣后级资金兜底，以及第三方强担保的方式获取固定收益，风险相对可控，因此公司仅对主动购买的债权计提减值准备 0.91 亿元，计提比例 0.99%。

公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要是非结构化不良债权；截至 2019 年末，该科目为 3.82 亿元，较年初减少 27.32%，占资产总额整体比重较小。

公司长期股权投资主要系对合营企业和联营企业的投资。截至 2019 年末，公司长期股权投资 16.86 亿元，较年初大幅增加 257.37%，主要系公司于 2019 年 3 月末完成对长安责任保险股份有限公司 10.30 亿元的增资。截至 2019 年末，公司主要投资的合营企业 8 家，联营企业 6 家。

公司其他资产主要为资金出借款、其他应收款以及预付账款等。2019 年公司资金出借款整体利率下降，出借利率由 2018 年的 5.22%~20.00% 下降至 4.15%~15.00%，借款期限为 3 个月至 3 年，其中借款期限 1 年以内（含 1 年）占比 19.56%，1 年至 2 年（含 2 年）占比 52.54%。截至 2019 年末，公司其他资产 12.44 亿元，较年初增长 6.96%，主要系资金出借款、其他应收款以及预付账

款的整体小幅上涨；资金出借款及其他应收款前五大户占比为 63.02%，集中度偏高；截至 2019 年末，公司对其他资产计提坏账准备 0.13 亿元，计提比例 1.04%。

表 7 截至 2019 年末公司资金出借款及其他应收款前五大情况（单位：亿元、%）

项目	金额	利率	形成原因及回款情况	账龄
岳西国厚资产管理有限公司	2.35	8.00	因与联营企业合作开展地方不良资产业务，拓展地方市场规模形成的款项，截至 2020 年 3 月末项目本息已全部收回。	2~3 年
合肥信达和昌贸易有限公司	2.2	10.00	参与债务重组项目形成的款项，旨在实现目标公司业务的正常运转，公司退出项目实现重组收益，截至 2020 年 3 月末已实现利息回款 0.34 亿元，剩余金额尚未到期	1~2 年
合肥玄曲商贸有限公司	1.5	10.00	参与债务重组项目形成的款项，旨在实现目标公司业务的正常运转，公司退出项目实现重组收益，该项目目前尚未到期	1~2 年
莲花健康产业集团股份有限公司	0.95	9.00	参与债务重组项目形成的款项，旨在实现目标公司业务的正常运转，公司退出项目实现重组收益，该项目目前尚未到期	1 年以内
安徽速锋机电设备有限公司	0.84	11.00	参与债务重组项目形成的款项，旨在实现目标公司业务的正常运转，公司退出项目实现重组收益，该项目目前尚未到期	1~2 年
合计	7.84	--	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2019 年末，公司投资性房地产 8.31 亿元，较年初下降 15.98%，主要系 2018 年初购置的部分投资性房地产转自用至固定资产中以及科目计提折旧 0.19 亿元；公司于 2019 年末将子公司安徽峰置拥有的文峰中心 31—46 层房地产产权及其土地使用权抵押，抵押资产净额 6.20 亿元。

截至 2019 年末，因前期开展的委托贷款业务已经收回，公司委托贷款余额为零。此前投放的委托贷款于 2019 年出现一笔逾期情况：公司应收安徽江南文旅集团有限公司委托贷款 0.40 亿元于 2019 年 3 月 27 日到期，该笔款项出现逾期。截至 2019 年 9 月末，公司根据担保物情况计提了 5% 的减值准备；公司已向铜陵市中级人民法院提起诉讼，该案于 2019 年 11 月 27 日开庭审理，上述安徽江南文旅涉及的委贷现已审理终结，公司可就抵押物处置所得优先受偿。2019 年 12 月 27 日，公司与债务人、铜陵发展投资集团有限公司（以下简称“铜陵发展”）签订三方协议，约定铜陵发展收购江南文旅名下的部分房产，收购完成后将收购价款直接用于偿还铜陵国厚贷款。

截至 2019 年末，公司已经收到铜陵发展 1,300 万元代偿款，并将剩余 2,700 万元本金和对应的利息转为对铜陵发展的应收账款。截至 2020 年 3 月末，公司已收到铜陵发展全部代偿款。

3. 负债和所有者权益

2019 年，公司债务规模不断提升，受新发行长期债券期限影响，公司债务结构有所优化，截至 2019 年末公司短期债务规模占比有所下降但规模仍较大，资产负债率仍处于较高水平。

截至 2019 年末，公司负债总额 107.14 亿元，较年初增长 11.71%，主要系长期借款、应付债券以及其他负债的增加；公司负债主要由短期借款（占比 21.09%）、卖出回购金融资产（占比 6.83%）、长期借款（占比 19.97%）、应付债券（占比 33.44%）以及其他负债（占比 15.73%）构成。

表 8 公司负债结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	24.72	25.78	22.60	21.09
卖出回购金融资产	12.07	12.58	7.31	6.83
长期借款	16.07	16.76	21.39	19.97
应付债券	30.06	31.34	35.83	33.44
其他负债	10.19	10.63	16.85	15.73
其他	2.79	2.91	3.16	2.95
负债总额	95.91	100.00	107.14	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司短期借款 22.60 亿元，较年初下降 8.58%，主要系公司通过发行债券进行债务置换，偿还部分短期借款所致；公司短期借款主要由信用借款（占比 87.17%）构成，剩余主要为质押借款、抵押借款以及保证借款。公司短期借款的主要来源是银行机构。

公司卖出回购资产主要系转让的债权类资产收益权，并约定由公司按期回购。截至 2019 年末，公司卖出回购金融资产 7.31 亿元，较年初减少 39.40%，主要系公司按期偿付到期负债，使得卖出回购金融资产的期末余额有所减少。截至 2019 年末，公司卖出回购金融资产利率为 8.50%至 15.00%，期限为 1 年至 5 年。

截至 2019 年末，公司长期借款 21.39 亿元，较年初增长 33.08%，主要系当期新增保证借款较多所致。公司长期借款主要由信用借款（占比 38.68%）和保证借款（61.32%）构成，其中一年内到期的长期借款 8.83 亿元。公司长期借款的主要来源是银行机构和信托计划，截至 2019 年末，公司长期借款利率 5.00%至 7.50%，期限为 2 年至 3 年。

公司的应付债券由公司债、定向融资计划以及债务融资工具构成。截至 2019 年末，公司应付债券 35.83 亿元，较年初增长 19.20%，主要系公司及其子公司发行公司债规模增长所致。2019 年，公司发行 3+2 年固定利率无担保债券，附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，发行规模 4 亿元，票面利率 7.00%；公司子公司发行规模为 1 亿元的美元债券，期限为 2 年，票面利率 9.50%，由母公司提供担保。

公司其他负债主要由其他应付款、预收账款、长期应付款以及应付股利构成。截至 2019 年末，公司其他负债 16.85 亿元，较年初增长 65.31%，主要系当期业务增加较多，不良资产业务往来有所增加，使其他应付款大幅增加；其他应付款主要是代收代付款项，长期应付款主要是融资租赁款。

截至 2019 年末，公司全部债务 90.33 亿元，较上年末增长 2.99%，其中短期债务 39.33 亿元（占比 43.54%），长期债务 51.01 亿元（占比 56.46%），短期债务占比有所下降，债务结构有所优化。截至 2019 年末，公司资产负债率较为稳定，全部债务资本化比率有所下降，长期债务资本化比率小幅上升，分别为 69.40%、65.66%和 51.91%，公司债务规模持续增长，债务负担较重。

表 9 公司债务及杠杆率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	45.44	39.33
长期债务	42.27	51.01
全部债务	87.71	90.33
资产负债率	69.39	69.40
全部债务资本化比率	67.46	65.66
长期债务资本化比率	49.98	51.91

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2019 年，公司所有者权益有所增长，实收资本和资本公积占比较高，权益结构稳定性较好。

公司主要依靠股东增资补充资本。截至 2019 年末，公司所有者权益 47.25 亿元，较年初增长 11.67%，主要系实收资本、资本公积以及未分配利润增加所致。其中归属于母公司的所有者权益占比 92.50%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本 26.34 亿元（占比 60.28%）、资本公积 12.76 亿元（占比 29.20%）、未分配利润 4.07 亿元（占比 9.31%）；实收资本和资本公积占比较高，权益结构稳定性较高。2019 年，公司通过了 2018 年度的利润分配方案，拟向股东现金分红 1.50 亿元，占上年归属于母公司所有者的净利润比重为 53.28%，利润分配力度较大，利润留存对所有者权益补充效果一般；截至 2019 年末，公司尚未向股东实际支付上述现金股利。

4. 盈利能力

2019 年，公司营业收入及利润规模有所增长，成本控制能力尚可，整体盈利能力较好。

2019 年，公司营业收入保持增长；实现营业收入 15.57 亿元，同比增长 4.31%。

从营业支出来看，2019 年，公司营业支出 10.25 亿元，同比下降 4.98%，主要系浙江睿康委托贷款业务完成回收，前期计提的减值准备 6,250 万元转回，资产减值损失大幅较少所致。公司营业支出主要由手续费及佣金支出（占比 13.80%）、利息支出（占比 64.82%）、业务及管理费（21.03%）构成。2019 年，公司手续费及佣金支出 1.41 亿元，同比增长 11.63%，主要系 2019 年业务规模增长，财务顾问费用支出有所增加；利息支出 6.65 亿元，同比增长 21.97%，主要系公司应付债券规模扩大，债务融资利息支出增多；业务及管理费 2.16 亿元，较上年基本持平。2018—2019 年，公司营业费用率分别为 14.37%和 13.85%，成本控制能力尚可。

从利润规模来看，2019 年，公司实现净利润 3.88 亿元，同比增长 23.08%。从盈利指标来看，2019 年，公司的营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 34.14%、2.65%和 8.67%，分别较上年上涨 6.45 个百分点、0.30 个百分点和 0.96 个百分点。整体看，公司盈利能力较好。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	14.92	15.57
营业支出	10.79	10.25
其中：手续费及佣金支出	1.27	1.41

利息支出	5.45	6.65
业务及管理费	2.14	2.16
净利润	3.15	3.88
营业利润率	27.69	34.14
总资产收益率	2.36	2.65
净资产收益率	7.71	8.67

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从同行业对比情况来看，公司资产负债率水平一般，盈利能力偏低。

表 11 截至 2019 年末地方 AMC 行业财务指标比较（单位：%）

行业同类公司	净资产收益率	总资产收益率	营业利润率	资产负债率
江西省金融资产管理有限公司	10.32	2.07	31.46	81.32
厦门资产管理有限公司	10.05	3.76	65.70	67.59
湖南省财信资产管理有限公司	7.66	2.66	65.41	57.88
上述样本企业平均值	9.34	2.83	54.19	68.93
国厚资产	8.67	2.65	34.14	69.40

资料来源：公开资料，联合评级整理

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流取得资金有所增加同时投资活动收回现金减少，筹资活动现金流量净额仍保持净流入状态，融资渠道较为畅通，不良资产处置业务以及投资需求使得公司融资需求较大，未来仍存在一定的对外融资需求。

从经营方面来看，2019 年，公司经营活动产生的流量净额为 5.41 亿元，由净流出转变为净流入，主要系当期业务增加，经营性现金流入增加较多，同时支付利息、手续费及佣金的现金相应成本控制较好、待偿还的取得借款发生额较少，使得当期现金流出相对较少所致。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动产生的流量净额为-5.42 亿元，由净流入变为净流出，主要系当期投资支出较前期规模整体有所缩减，但当期发生股权投资支出相对较大，造成当期投资现金流呈现净流出状态。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动产生的流量净额为 6.26 亿元，主要系本期直接筹资规模较上年同期下降较大，同时偿还的直接筹资本金较前期有所增加所致。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年
经营活动产生的现金流量净额	-37.69	5.41
投资活动产生的现金流量净额	12.96	-5.42
筹资活动产生的现金流量净额	24.78	6.26
现金及现金等价物净增加额	0.05	6.21
期末现金及现金等价物余额	4.73	10.94

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

6. 偿债能力

公司偿债指标表现整体一般，但考虑到公司具有较强牌照优势及区域竞争优势，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力来看，2019 年公司流动比率和为 1.34 倍，较 2018 年末稳中有降；现金短期债务比为 0.28 倍，较 2018 年末小幅增加，现金对短期债务的保障程度一般。

从长期偿债能力来看，2019 年，受利润总额增长影响，公司 EBITDA 规模有所增长；2019 年，公司 EBITDA 为 12.43 亿元，同比增长 26.26%；EBITDA 构成中，利润总额占比 42.72%，利息支出占比 53.49%。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 1.87 倍和 0.14 倍，分别较上年增长 0.06 倍和 0.03 倍，整体看，EBITDA 对利息的保护能力较好，对全部债务的保护能力一般。

表 13 公司偿债能力指标情况（单位：亿元、倍）

项目	2018 年	2019 年
流动比率	1.44	1.34
现金短期债务比	0.10	0.28
EBITDA	9.84	12.43
EBITDA 利息倍数	1.81	1.87
EBITDA 全部债务比	0.11	0.14

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司累计获得金融机构综合授信额度 54.50 亿元，其中已使用 45.99 亿元，剩余可使用额度为 8.51 亿元。

截至 2020 年 5 月末，公司无重大未结被诉案件；此外，诉讼等司法途径为公司不良资产处置手段之一，公司存在因不良资产业务产生的诉讼情况。

根据查询日期为 2020 年 4 月 2 日的中国人民银行《企业基本信用信息报告》，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、跟踪债券偿还能力分析

考虑到公司自身资本实力较强且具有较强牌照优势及区域竞争优势，公司对“19 国厚 01”的偿还能力很强。

以 2019 年底的相关财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 12.43 亿元，为跟踪债券“19 国厚 01”本金余额（4.00 亿元）的 3.11 倍，EBITDA 对“19 国厚 01”本金余额的覆盖程度较好；2019 年经营活动现金流量净额 5.41 亿元，为“19 国厚 01”本金余额的 1.35 倍；净利润 3.88 亿元，为“19 国厚 01”本金余额的 0.97 倍，净利润对“19 国厚 01”的覆盖程度较好。

八、综合评价

公司作为安徽省内首家、国内首批具备金融不良资产批量收购处置业务资质的省级资产管理公司，具备较强的牌照优势及区域竞争优势。2019 年，公司资本实力有所增强，不良资产处置业务发展较好，营业收入和利润规模保持增长；公司增资长安责任险后成为其第一大股东，业务规模和范围进一步扩大。

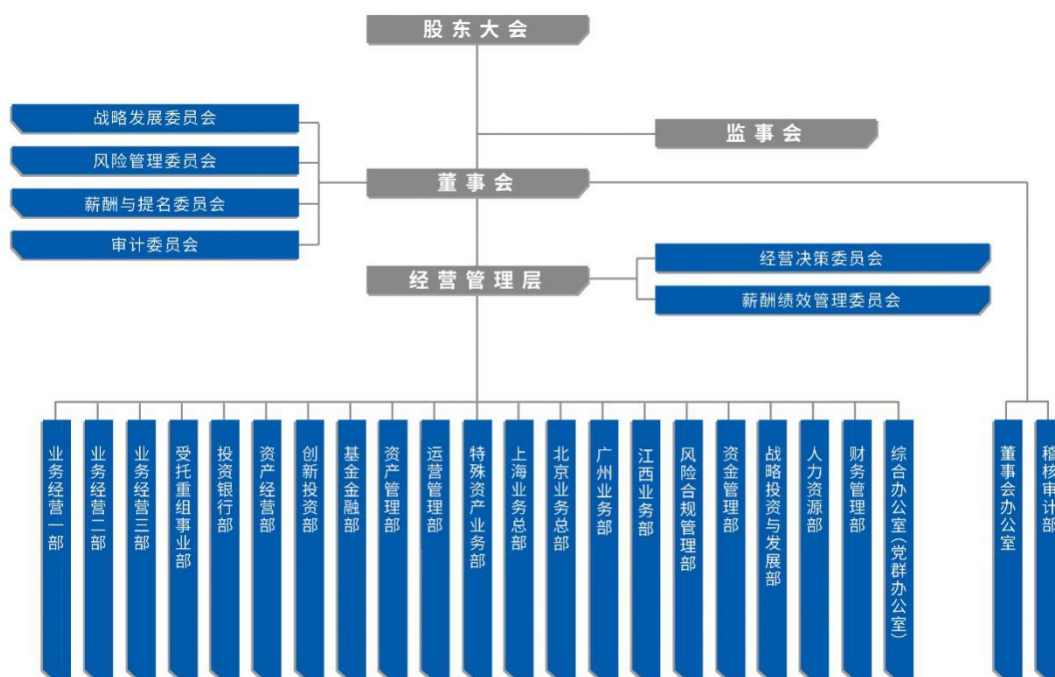
同时，联合评级也关注到受宏观经济下行影响，公司所收购不良资产包可能出现回收率低于预期、债权类项目面临信用风险增加、股权类投资受市场波动影响较大、债务水平较高且短期较集中以及业务创新多元化发展给公司带来的风险控制及管理压力等因素对公司信用基本面带来的

不利影响。

近年来，在银行不良资产规模持续上升的背景下，公司凭借其不断增强的资本实力和自身的牌照优势，能够较快地做大业务规模，具有较好的发展空间。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“19 国厚 01”的债项信用等级为 AA+。

附件 1 截至 2020 年 3 月末国厚资产管理股份有限公司 组织结构图



附件 2 国厚资产管理股份有限公司

主要财务指标

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	138.22	154.39
所有者权益（亿元）	42.31	47.25
短期债务（亿元）	45.44	39.33
长期债务（亿元）	42.27	51.01
全部债务（亿元）	87.71	90.33
营业收入（亿元）	14.92	15.57
EBITDA（亿元）	9.84	12.43
净利润（亿元）	3.15	3.88
筹资前现金流（亿元）	-24.73	-0.01
总资产收益率（%）	2.36	2.65
净资产收益率（%）	7.71	8.67
营业利润率（%）	27.69	34.14
资产负债率（%）	69.39	69.40
全部债务资本化比率（%）	67.46	65.66
长期债务资本化比率（%）	49.98	51.91
流动比率（倍）	1.44	1.34
现金短期债务比（倍）	0.10	0.28
筹资前现金流短期债务比（倍）	-0.54	0.00
筹资前现金流利息保障倍数（倍）	-4.54	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	1.81	1.87
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.46	3.11

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标	公式
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 期) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
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+其他负债科目中的一年内到期的债务
长期债务	长期借款+应付债券+其他负债科目中的一年以上到期的债务
全部债务	长期债务+短期债务
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%
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) /2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
营业利润率	营业利润/营业总收入×100%
流动比率	流动资产/流动负债
现金比率	期末现金及现金等价物余额/流动负债
筹资前现金流	经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
筹资前现金流短期债务比	筹资前现金流/短期债务
筹资前现金流利息保障倍数	筹资前现金流/利息支出
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
已结项目年化收益率	[(完结项目所对应的自项目收购至处置完结的全部收益-项目原收购成本) /项目原收购成本×100%]/项目存续时间折算的年数

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。