信用评级公告

联合〔2021〕7350 号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏资产管理有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏资产管理有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 江苏资产 MTN001”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

二〇二一年七月二十九日

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

江苏资产管理有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

债项	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
江苏资产管理有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 江苏资产 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 江苏资产 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/06/11

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 29 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	3
			企业管理	2
			经营分析	1
			未来发展	2
财务风险	F2	现金流	盈利能力	1
			现金流量	2
			资产质量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
股东在资本金补充、融资渠道、业务渠道等方面对公司的支持力度较大				+1

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”）对江苏资产管理有限公司（以下简称“江苏资管”或“公司”）的跟踪评级反映了其作为国内第一批、江苏省内首家具备开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质的国有资产管理公司，具有很强股东背景，区域竞争力较强。2020 年以来公司业务规模持续增长，盈利能力保持较好水平，资本实力进一步提升。

同时，联合资信也关注到，公司不良资产经营业务结构发生较大变化、业务不断多元化导致经营难度上升等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司不良资产经营模式的持续探索和业务的不断推进，整体业务竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 江苏资产 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **股东及政府支持力度大。**公司实际控制人为无锡市国资委，在区域内金融机构和企业的不良资产收购和化解处置等领域能够给予公司在政策和业务上的支持；公司控股股东无锡市国联发展（集团）有限公司综合实力强，拥有多元化经营平台，能够在业务协同、风险管控、资金等方面为公司提供较大支持。
2. **保持较强综合竞争实力。**公司为国内第一批、江苏省内首家具备开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质的国有资产管理公司，2020 年以来，公司增加实收资本 21.99 亿元，截至 2021 年 3 月末，公司注册资本为 71.99 亿元，处于行业前列，在江苏省内保持较强的区域竞争力。
3. **2020 年公司业务规模和利润水平持续增长。**公司业务持续发展，收入利润规模持续增长，盈利水平保持较好水平。

关注

1. **业务收入结构发生明显调整。**2020 年，公司帮助上市公司纾困，并表远程电缆股份有限公司，公司营业总收入

分析师： 刘嘉　薛峰　卢芮欣
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

结构变动较大，多元化的经营加大了公司在内部控制等方面的管理难度。

2. **关注不良资产的后续回收处置情况。**2020 年，公司加大了对非金融机构不良资产的业务拓展，相关资产规模迅速增长，但客户集中度处于较高水平，且资金回收率仍处于较低水平，需关注后续不良资产的回收处置情况。
3. **部分资产受限一定程度上影响公司资产流动性。**2020 年，远程电缆股份有限公司部分资产因经营借款和违规担保被抵质押或冻结，一定程度上影响公司资产流动性。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	161.89	164.15	212.45
所有者权益（亿元）	58.66	65.11	95.14
长期债务（亿元）	53.64	51.84	62.22
全部债务（亿元）	77.91	64.09	68.36
营业总收入（亿元）	32.36	26.72	39.11
利润总额（亿元）	5.47	7.83	10.03
筹资活动前净现金流（亿元）	-3.92	12.71	1.44
EBITDA（亿元）	9.75	11.09	13.85
总资产收益率（%）	2.69	3.74	4.08
净资产收益率（%）	7.39	9.86	9.60
资产负债率（%）	63.76	60.33	55.22
全部债务资本化比率（%）	57.05	49.60	41.81
长期债务资本化比率（%）	47.76	44.33	39.54
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	3.47	4.59
全部债务/EBITDA（倍）	7.99	5.78	4.94

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 江苏资产 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/07/28	郎朗 朱天昂	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
	AAA	AAA	稳定	2020/02/25	寇妙融 朱天昂 高鑫	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

声　明

一、本报告引用的资料主要由江苏资产管理有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江苏资产管理有限公司
2021 年跟踪评级报告

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”）关于江苏资产管理有限公司（以下简称“公司”或“江苏资管”）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

公司成立于 2013 年 5 月，是由无锡市国联发展（集团）有限公司（以下简称“国联集团”）和无锡国联金融投资集团有限公司（以下简称“国联金投”）共同出资组建，初始注册资本 50.00 亿元，其中国联集团认缴 99.00%、国联金投认缴 1.00%，实缴资本 10.00 亿元，均为国联集团出资。后经无锡市人民政府数次对公司股权进行划转调整以及公司股东实缴出资，公司注册资本金于 2017 年全部到位。2020 年 7 月，公司股东同比例共同增资 10.00 亿元，注册资本和实缴资本均增至 60.00 亿元。2021 年 3 月，公司新增南通国有资产投资控股有限公司、江苏瀚瑞金控投资有限公司（以下简称“瀚瑞金控”）和张家港市金城投资发展有限公司 3 家股东，增加注册资本 11.99 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 71.99 亿元。国联集团直接和间接持有公司股权比例合计 75.01%，为公司控股股东，无锡市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“无锡市国资委”）为公司实际控制人（股权结构参见附件 1-1）。截至 2021 年 6 月末，瀚瑞金控将其持有公司股权全部出质给江苏联嘉资产管理有限公司，占公司股权比例的 4.86%，其他股东没有质押公司股权的情况。

公司经营范围：江苏省内金融不良资产的批量转让；从事企业资产的并购、重组（法律法规禁止的除外）；对外投资；受托资产管理；企业项目策划；企业上市、风险管理服务；受托管理私募股权投资基金，从事投资管理及相关咨询服务业务；企业破产清算服务。（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 2020 年末，公司共有 2 家全资子公司，分别为无锡联信资产管理有限公司（以下简称“联信资产”）、无锡苏新产业优化调整投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“苏新投资”），3 家控股子公司，分别为远程电缆股份有限公司（以下简称“远程电缆”）、江苏联宜资产管理有限公司、无锡联澄优化调整产业投资合伙企业（有限合伙），7 家联营公司和 8 家参股公司。公司设有资产业务中心、投资投行部、合作运营部、风险管理部、法律合规部、业务管理部、战略发展部、审计监察部、财务会计部和综合管理部 10 个职能部门；公司本部在职员工 71 人。

截至 2020 年末，公司资产总额 212.45 亿元，所有者权益 95.14 亿（其中归属于母公司所有者权益合计 71.77 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 39.11 亿元，实现利润总额 10.03 亿元，实现净利润 7.69 亿元。

公司注册地址：江苏省无锡市金融一街 8 号。

公司法定代表人：汤兴良。

三、债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券情况详见下表，本次跟踪债券募集资金已按募集说明书的约定用途使用完毕，且在付息日正常付息。

表 1　本次跟踪债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 江苏资产 MTN001	10.00	10.00	2020/06/11	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1.　宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各

国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；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整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2 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 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化

调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域环境分析

公司为江苏省地方资产管理公司，属于不良资产管理行业中的地方资产管理范畴，公司主营的不良资产经营业务主要在江苏省内，受江苏省区域经济发展的影响较大。

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，不良资产管理行业发展空间大。

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、投行等全金融覆盖。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的深化，国内商业银行不良贷款率持续攀升，风险化解需求增加。银保监会数据显示，近年受宏观经济下行及金融“去杠杆”的加剧的影响，截至2020年末，我国商业银行不良贷款余额升至2.70万亿元，较上年末增长11.93%，不良贷款率1.84%，较上年末降低0.02个百分点。非银金融机构主要包括信托、金融租赁、证券等机构，近年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不断攀升，回收周期不断延长，逐步沉淀形成的坏账对资产及债务重组的需求日益高涨。国家统计局数据显示，截至2019年末，我国工业企业应收票据及应收账款17.40万亿元，较上年末增长4.48%，截至2020年12月末，我国工业企业应收票据及应收账款16.41万亿元，较上年末下降5.68%，系十几年以来首次出现回落。

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。

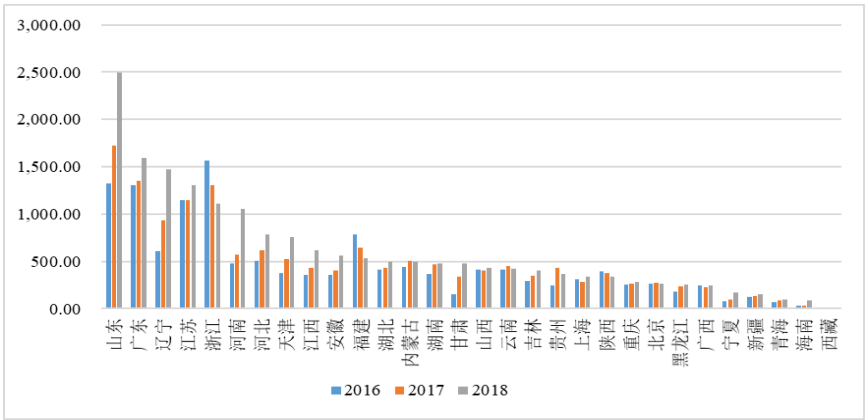
不良资产管理市场格局进一步多元化，市场竞争加剧，地方AMC以国有背景为主，区域内地方AMC机构数量与银行不良贷款规模基本正相关。

目前，我国不良资产管理市场进入“5+2+银行系AIC+外资系+N”的市场格局，即华融、长城、东方、信达、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）五大全国性金融资产管理公司，每省原则上不超过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（以下简称“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。

联合资信根据《中国地方资产管理行业白皮书》的资料整理，截至 2019 年末，全国共 57 家地方 AMC 企业，较 2018 年末增加 4 家。2020 年以来，根据公开信息，2020 年 4 月，吉林省金融资产管理有限公司被最高人民法院裁定强制解散；2020 年 7 月，海南省获批了第二家地方 AMC——海南新创建资产管理股份有限公司（亦且为首家外资控股的持牌地方 AMC）；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，同时吉林省金融资产管理有限公司的业务资质被取消。截至 2021 年 2 月末，地方 AMC 数量为 58 家，其中浙江、山东、福建、广东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、西藏只有一家地方 AMC 企业外，其余省份均已设立两家地方 AMC 企业。按照不良贷款余额排序，可以看到商业银行不良贷款余额规模靠前的山东、广东、浙江三省都相继成立了第三家地方 AMC 企业来消化当地的不良资产，不良贷款余额第三大的辽宁省正在筹备第三家地方 AMC 企业；云南、吉林、贵州、陕西、青海、新疆、西藏等只设立了 1 家地方 AMC 企业的省份，其省内商业银行不良资产的规模也相对不大；值得关注的是，河北省的不良资产规模相对较大，但至今只有一家持牌的地方 AMC 企业。

从控股结构看，国有背景的地方 AMC 占多数。根据《中国地方资产管理行业白皮书》，截至 2020 年 5 月末，国有控股的地方 AMC 企业 16 家，国有独资的地方 AMC 企业 9 家，约 76%地方 AMC 的主要股东具有国资背景。

图 1　商业银行不良贷款余额按区域分布图（单位：亿元）



注：2019 年多数区域数据未披露无法同比
资料来源：Wind，联合资信整理

2019年以来，行业监管趋严，重点转向防范行业风险和市场纠偏，引导不良资产管理公

司回归本源和主业，有利于行业规范、健康发展。

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。因存在监管主体不明确、监管措施不完善等问题，地方AMC行业发展在业务模式探索中的“伪创新”层出不穷，行业乱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，监管环境较为宽松，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，对地方AMC资产端相关业务规模有所缩减，强调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”的方式难以为继，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，除个别省份外，大多数地区未有较为详细的指引。近年来江西省、山东省地方金融监管部门先后已发布了地方性的AMC监管办法，明确建立风险管控为本的审慎监管，对银保监会划定的地方AMC准入门槛进行了细化，对资本充足率要求不低于12.5%，与《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》保持一致。可见，随着金融监管导向趋严，银保监会对五大AMC的监管政策对地方AMC监管有一定的风向传导作用。2020年4月，北京市地方金融监督管理局出台了《北京市地方资产管理公司监督管理指引（试行）》，其他省市的地方AMC管理办法也有望陆续出台，有利于地方不良资产处置监管更加规范。

行业发展前景广阔，但需不良资产管理公司加强自身专业能力；部分地方AMC主业不突出，投资类业务爆发信用风险，加大其业务结构转型压力。

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。2021年1月，中国银保监会办公厅《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。

但在经济周期下行期间，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。在前期的发展中，部分资产管理公司已经形成了以投资业务、类信贷业务等为主的业务特点，不良资产业务收入占比较低；在当前地方AMC行业逐步回归主业的背景下，部分地方AMC企业的投资业务仍占比较高，且部分投资资产在经济下行期间爆发了一定的信用风险事件，从而加大相关企业业务结构转型的压力。

2. 区域经济分析

江苏省经济基础较好且金融业发达程度较高，活跃的市场环境为不良资产管理业务的发展提供了流动性保障。

公司业务主要集中于江苏省内。江苏省是我国经济最发达的地区之一，2020 年经济总量位居全国第二。近年来，江苏省逐步建立起以高新技术产业为主导、先进制造业为支撑、现代农业为基础的产业体系，抓住“一带一路”建设、苏南现代化建设示范区和国家自主创新示范区建设等机遇，全面深化供给侧结构性改革，加快淘汰低水平落后产能，引导企业提升高技术含量、高附加值产品产量，加大对新技术、新材料、新工艺应用等领域的扶持力度，推动全省产业结构优化升级。另一方面，受国内外宏观环境的影响，中美贸易摩擦加剧、国内经济形势下行、区域经济发展不平衡等因素加大了江苏省沿海沿江地区劳动密集型产业发展的不确定性，传统制造业、进出口贸易以及高附加值、高科技产业面临较大发展压力，并逐步扩大至一般性行业。随着 PPP 项目清理、资管新规等政策的实施，基础设施建设和重大项目的主融资渠道受限，江苏省内基础设施建设对投资增长的支撑引领作用减弱。

近年来，江苏省经济总体运行平稳，但经济增速有所放缓。2018－2020 年，江苏省地区生产总值增速分别为 6.7%、6.1%和 3.7%。2020 年，江苏省全年地区生产总值为 102719.0 亿元。其中，第一产业增加值 4536.7 亿元，同比增长 1.7%；第二产业增加值 44226.4 亿元，同比增长 3.7%；第三产业增加值 53955.8 亿元，同比增长 3.8%；三次产业增加值比例为 4.4:43.1:52.5。2020 年，江苏省完成一般公共预算收入 9059.4 亿元，同比增长 2.9%，全年一般公共预算支出 13682.5 亿元，同比增长 8.8%，财政自给率 66.2%，处于全国较好水平；城镇居民人均可支配收入 5.31 万元，同比增长 4.0%；农村居民人均可支配收入 2.42 万元，同比增长 6.7%。截至 2020 年末，全省金融机构人民币存款余额 172580.3 亿元，同比增长 12.9%；人民币贷款余额 154523.3 亿元，同比增长 15.9%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月末，公司注册资本和实缴资本均为71.99亿元，国联集团直接和间接持股合计75.01%，为公司控股股东，无锡市国资委为公司实际控制人。

2. 企业竞争力

公司在省内具有较强的行业竞争力。

公司为经江苏省人民政府、中国银保监会核准成立的全国范围内第一批具有金融机构不良资产批量收购处置资质的省级国有控股地方资产管理公司。截至 2021 年 3 月末，江苏省内资产管理公司形成了“4+2”的竞争格局，即四大全国性资产管理公司在江苏省的分支机构以及江苏资管和苏州市国资委发起设立的苏州资产管理有限公司（以下简称“苏州资产”）2 家地方性资产管理公司。公司主凭借控股股东国联集团的地方影响力所带来的信用背书以及资源整合能力，公司与江苏地区的各大银行和知名企业大多保持良好的合作关系，并能够与国联集团旗下的证券、保险、信托、期货、担保等金融平台及环保能源、纺织、物资等实业企业形成业务联动的机会；同时，公司在江苏省内各个地级市均设有分公司、合资公司或办事处，业务的覆盖程度更为广泛。

3. 外部支持

公司控股股东为无锡市大型国企，其区域地位突出且综合实力很强，能够在业务开展和资金补充等方面为公司提供较大支持。

公司控股股东国联集团是由无锡市国资委于 1997 年出资设立并授予国有资产投资主体资格的国有独资企业集团，截至 2020 年末，注册资本为 80.00 亿元。国联集团是无锡市政府国有资产运营管理和资本运作的平台，拥有全资控股企业近百家，综合实力很强。同时，国联集团旗下拥有证券、寿险、信托、银行、

期货、担保、财务公司等金融机构，以及环保能源、纺织、物资、酒店等实业企业，为公司不良资产处置及业务开展提供较好的协同资源。截至 2020 年末，国联集团资产总额 1240.00 亿元，所有者权益 392.15 亿元；2020 年，国联集团实现营业总收入和净利润分别为 224.92 亿元和 18.38 亿元。国联集团及无锡市国资委在区域内金融及非金融机构的不良资产收购和化解处置、重点项目债务的收购和重组等领域能够给予公司政策、业务以及资金等方面的支持。

4. 企业信用记录

公司过往履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告》，截至2021年4月30日，公司无不良和违约信用记录，历史履约情况良好。

截至2021年6月末，公司公开市场融资均未出现逾期或者违约的情况。

截至2021年6月末，公司未被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2020年以来，公司主要管理制度未发生重大变化，部分高级管理人员发生变动，公司治理和日常运营未发生重大变动。

2020年以来，公司主要管理制度未发生重大变化。

2020年以来，公司维持3名董事和3名监事人数不变，高级管理人员中财务总监发生变动，公司高管团队职责划分明确，公司治理和日常运营未发生重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受新增并表子公司影响，公司营业总收入实现大幅增长，不良资产经营业务收入规模有所下降；收入结构变动较大。

2020年，公司将远程电缆纳入合并报表范围，公司营业总收入以不良资产经营业务和电线电缆收入为主。2020年，公司实现营业总收入39.11亿元，同比增长46.38%，主要系公司并表远程电缆所致；其中，不良资产经营业务收入下降，主要系公司调整金融机构不良资产经营业务和非金融机构不良资产经营业务结构以及2019、2020年金融机构不良资产业务量下降所致。公司实现净利润7.69亿元，同比增长26.06%。

表3 公司营业总收入按业务板块划分（单位：亿元、%）

项 目	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不良资产经营业务	32.20	99.48	26.49	99.14	13.43	34.33
合伙企业管理服务业务	0.16	0.48	0.15	0.56	0.13	0.32
电线电缆业务	0.00	0.00	0.00	0.00	25.18	64.38
其他业务	0.01	0.03	0.08	0.30	0.38	0.97
营业总收入	**32.36**	**100.00**	**26.72**	**100.00**	**39.11**	**100.00**

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

2. 不良资产经营业务

2020年，公司继续大力发展非金融机构不良资产经营业务，不良资产规模进一步增长；业务结构仍以非金融机构不良资产经营业务为主，但该类业务未来资金回收情况仍需进一步观察。

公司不良资产经营业务涵盖金融机构和非金融机构的不良资产。从区域范围来看，公司金融机构不良资产经营业务开展范围为江苏省内，非金融机构不良资产经营业务以江苏省内为主。为提升不良资产经营业务的覆盖广度及深度，公司在南通、镇江、连云港、苏州、

徐州、常州、江阴和宜兴分别设立了江苏联濠资产管理有限公司、江苏联瑞资产管理有限公司等8家合资公司和6个办事处。其中，合资公司的控股股东均为地方政府，地方政府主要在资金及项目资源上提供支持；公司在合资公司中的持股比例在20%~30%之间，利润分配的比例在30%~40%之间，主要负责业务的运营。公司通过定制化的经营管理模式，按照市场化的操作规则，通过购买各类金融机构和非金融机构的不良资产（包括债权、股权、动产、不动产以及其他形式的资产），采用债务重组、资产重组、债转股、诉讼追偿、资产转让、结构化交易等多种技术手段，依托自身建立的估值体系和风控体系，实现不良资产增值收益及重组收益。

2020年以来，随着江苏省银行业不良率进一步下降、银行不良资产包出包规模较少，公司加大了非金融机构不良资产经营业务的拓展力度，非金融机构不良资产余额显著上升，但金融机构不良资产余额随着处置进程的推进而有所下降，不良资产经营业务结构仍以非金融机构不良资产经营业务为主。截至2020年末，公司不良资产经营业务账面余额为119.28亿元，较上年末增长17.36%。

表 4　公司不良资产经营业务账面余额情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
金融机构不良资产	75.07	80.40	40.22	39.57	17.72	14.86
非金融机构不良资产	18.30	19.60	61.41	60.43	101.55	85.14
合计	**93.37**	**100.00**	**101.63**	**100.00**	**119.28**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

金融机构不良资产经营业务方面，2020年，公司依托股东和牌照优势，积极与江苏省各家金融机构建立不良资产收购处置的合作关系，公司金融机构不良资产经营业务处置方式仍为自主清收和非自主清收。

2020 年，公司收购金融机构不良资产包数量为 21 个，收购原值为 127.48 亿元，当期收包个数和收购原值同比均有所上升，收购折扣率较往年有所降低，不良资产的累计处置率较高。

表 5　金融机构不良资产经营业务情况（单位：个、亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
收购金融机构不良资产包数量	36	16	21
当期收购金融机构不良资产原值	103.62	82.93	127.48
当期金融机构不良资产收购成本	39.64	22.85	22.14
当期金融机构不良资产收购折扣率	38.25	27.56	17.37
金融机构不良资产累计收购成本	294.42	317.28	339.42
金融机构不良资产业务累计回收金额	195.10	252.80	297.43
金融机构不良资产累计回售金额/累计收购成本	66.26	79.68	87.63

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020 年以来，公司大力发展非金融机构不良资产经营业务，经营区域仍以江苏省内区域为主。2020 年，公司收购原值同比略有减少，收购折扣率同比有所上升；不良资产涉及的行业多为建筑业、房地产业以及基础设施开发等，担保方式主要为资产抵押和股权质押，业务期限为 1~3 年。截至 2020 年末，公司非金融机构不良资产包存续前十大项目收购成本合计 72.45 亿元，占期末非金融机构不良资产经营业务占账面余额的 71.44%，客户集中度保持较高水平，非金融机构不良资产经营业务回收率为 39.19%，较上年末略有增长，但仍处于较低水平，主要由于非金融机构不良资产经营业务目前正处在扩张阶段，尚未进入大规模回款期，项

目进程均按计划进行，无二次不良产生，仍需关注非金融机构不良资产的后续回收情况。

表 6　非金融机构不良资产经营业务情况（单位：笔、亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
收购非金融机构不良资产数量	10	23	22
当期收购非金融机构不良资产原值	25.69	90.03	85.86
当期非金融机构不良资产收购成本	21.30	68.17	69.02
当期非金融机构不良资产收购折扣率	82.92	75.72	80.39
非金融机构不良资产累计收购成本	29.80	97.97	166.99
非金融机构不良资产业务累计回收金额	11.50	36.56	65.44
非金融机构不良资产累计收回/累计收购成本	38.59	37.31	39.19

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 合伙企业管理服务业务

2020年，公司合伙企业管理服务业务收入规模仍属较小。

2020 年以来，公司合伙企业管理服务业务仍由子公司联信资产负责。2020 年，公司合伙企业管理服务收入为 0.13 亿元，同比略有减少，占公司营业总收入的比重为 0.32%。

4. 电线电缆业务

2020年，公司参与对上市公司的纾困，将远程电缆纳入合并范围，电线电缆收入占公司收入比重较大。

为帮助解决远程电缆及其控股股东资金占用及违规担保陷入的危机，公司参与对上市公司远程电缆的纾困，公司通过子公司苏新投资和联信资产通过司法拍卖和二级市场增持实现对远程电缆的控制，截至2020年末，合计持有28.67%的股份，通过派驻董事获得远程电缆的控制权，为远程电缆的控股股东。2020年一季度，公司将远程电缆纳入合并范围，电线电缆业务成为公司新增业务。

远程电缆主要从事电线、电缆产品的研发、生产与经营，其经营的主要产品为500kV及以下电压等级电力电缆、特种电缆、裸导线、电气装备用电线电缆四大类。

远程电缆的业务经营模式主要为以销定产。远程电缆参与客户招标，中标后远程电缆将根据交货日期、产品种类和运输距离制定详细的生产计划并组织生产。

远程电缆主要客户为国家电网公司及其关联企业，远程电缆的产品拥有中国石油天然气管道管理局、铁道工程交易中心、中国化工集团、中材国际、中国建筑、兴澄特钢、常州机场、北京地铁、上海地铁等许可销售。

2020年，远程电缆实现营业收入26.50亿元，同比下降5.13%，主要包括电线电缆业务收入，实现净利润-1.34亿元，主要系计提1.55亿对外担保预计损失所致。

5. 未来发展

公司结合自身经营需求以及内外部环境制定了阶段性的战略目标，较为清晰的战略规划对其整体发展将会起到较好的推动作用，但需关注外部经济环境变化以及监管政策等方面对公司发展战略的实现带来的影响。

2020年以来，公司战略定位仍是“做强不良资产主业，逐步提升投资水平”。根据这一定位，公司按“立足无锡、面向全省”的原则，推动业务开展，切实加强全面风险管理能力，不断提高核心竞争力。同时，根据实际情况和经营需要，按照“推进股份制改造、引进战略投资者、资本市场上市”三步走的战略，适时推动公司改革和发展。将公司打造为以不良资产收购处置业务为基础，业务体系涵盖不良资产收购处置业务延伸而来的并购重组、投资、资产管理、金融服务、顾问服务，具有良好不良资产整合运作能力与特色的地方金融资产管理公司。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018－2020年的合并财务报表，公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报表进行了审计，并均出具了无保留意见的审计报告。2020年度公司合并报表范围新增远程电缆、江苏联宜资产管理有限公司和无锡联澄优化调整产业投资合伙企业（有限合伙）。其中远程电缆资产和收入规模较大，故公司财务数据可比性一般。

截至 2020 年末，公司资产总额 212.45 亿元，所有者权益 95.14 亿（其中归属于母公司所有者权益合计 71.77 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 39.11 亿元，实现利润总额 10.03 亿元，实现净利润 7.69 亿元。

2. 资产质量

2020 年，随着不良资产经营业务的持续发展和对远程电缆的并表，公司资产规模有所上升，资产构成以可供出售金融资产、应收款项类投资和其他应收款为主；公司部分资产受限，整体资产质量一般。

截至 2020 年末，公司资产总额 212.45 亿元，较 2019 年末增长 29.42%，主要系公司不良资产经营业务规模持续增长和并表远程电缆所致；公司资产主要由可供出售金融资产、其他应收款和应收款项类投资构成，应收款项类投资占比较上年末有所上升，整体资产结构略有变化。

表 7　公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	4.00	2.47	3.77	2.30	8.08	3.80
应收账款	52.89	32.67	20.85	12.70	10.29	4.84
可供出售金融资产	73.28	45.26	50.04	30.48	41.63	19.60
长期应收款	24.26	14.99	13.26	8.08	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	3.63	2.21	19.97	9.40
长期股权投资	5.28	3.26	9.79	5.96	13.64	6.42
应收款项类投资	0.00	0.00	60.49	36.85	100.30	47.21
其他类资产	2.18	1.34	2.32	1.41	18.54	8.73
资产总额	**161.89**	**100.00**	**164.15**	**100.00**	**212.45**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

公司可供出售金融资产主要由可出售权益工具/理财产品和其他类可供出售金融资产构成。截至 2020 年末，公司可供出售金融资产余额 41.63 亿元，较上年末减少 16.80%，占资产总额的 19.60%。其中，按公允价值计量的可出售权益工具/理财产品余额 8.08 亿元，全部为持有的江苏银行股份有限公司股权；按成本计量的可出售权益工具/理财产品余额 15.83 亿元，主要包括公司投资参股的 5 家合伙企业股权；其他类可供出售金融资产余额 17.72 亿元，全部为自主清收的金融机构不良资产包。2020 年，公司可供出售金融资产余额减少的原因一方面由于金融机构不良资产包不断处置，账面余额有所减少，另一方面由于公司对合伙企业减少投资或退出。

公司其他应收款主要由其他垫款和租赁押金保证金等构成。截至 2020 年末，公司其他应收款余额为 19.97 亿元，占资产总额的 9.40%，较 2019 年末大幅增长 4.50 倍，主要系子公司参与纾困业务增加了对江苏华西集团有限公司的其他垫款 19.35 亿元所致，该笔款项不存在无法收回的风险，未计提减值准备。

公司将收购的非金融机构不良资产全部归入应收款项类投资，并以 1.50%的比例计提了减值准备。截至 2020 年末，公司应收款项类投资净额 100.03 亿元，占资产总额的 47.21%，较

上年末大幅增长 65.81%，主要系 2020 年公司持续进行非金融机构不良资产收购所致。

截至 2020 年末，公司所有权或者使用权受到限制的资产合计 19.77 亿元，占资产总额的 9.30%，主要系远程电缆及其子公司向国联财务有限责任公司借款而将应收账款、固定资产和无形资产进行抵质押所致（合计账面价值为 16.79 亿元），此外还有部分保证金及远程电缆司法冻结款项（冻结款项因违规担保所致，合计 2.97 亿元）。

3．资本与杠杆水平

公司负债主要以银行借款、其他应付款和应付债券为主，2020年公司负债规模有所增长，但杠杆水平有所下降；公司债务期限结构偏长期，短期偿付压力一般。

2020 年，公司持续开展不良资产经营业务，相关其他应付款规模持续增长，占比有所上升，同时，公司主要公司拓展融资渠道，通过发行债券获取资金，银行借款规模和占比均有所下降，应付债券规模和占比均大幅上升。截至 2020 年末，公司负债余额 117.31 亿元，较 2019 年末增长 18.44%。

表 8　公司负债结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
银行借款	77.91	75.48	64.09	64.71	43.43	37.03
其他应付款	7.20	6.98	29.31	29.60	39.17	33.39
预收款项	17.07	16.53	3.75	3.79	2.18	1.86
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	24.93	21.25
其他类负债	1.04	1.01	1.89	1.91	7.59	6.47
负债总额	**103.22**	**100.00**	**99.04**	**100.00**	**117.31**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2020 年，得益于公司债券融资渠道的拓展，公司银行借款规模有所下降，截至 2020 末，公司银行借款余额为 43.43 亿元，占负债总额比重为 37.03%，其中长期借款占银行借款比重为 85.86%，较上年末上升 4.97 个百分点，利率集中在 4.00~4.11%。从担保方式上看，主要包括信用借款、保证借款和保证质押借款。

公司其他应付款主要由往来款和保证金构成。其中往来款主要系公司与联营公司或其他第三方合作开展不良资产业务形成的款项；保证金主要系应付资产包受让方的投标保证金。截至 2020 年末，公司其他应付款余额 39.17 亿元，较上年末增长 33.64%，主要系随着不良资产经营业务持续开展应付投标保证金规模增长所致。

2020 年以来，公司根据资金需求以及市场情况，通过发行债券的方式拓宽融资渠道。截至 2020 年末，公司应付债券余额 24.93 亿元，占负债总额的 21.25%，债券品种包括公司债券和中期票据。

截至 2020 年末，公司全部债务规模 68.36 亿元，其中短期债务为 6.14 亿元，长期债务为 62.22 亿元，长期债务占比 91.02%，较上年末上升 10.12 个百分点，债务仍以长期债务为主。

公司杠杆水平方面，截至 2020 年末，公司资产负债率为 55.22%，较 2019 年末下降 5.12 个百分点；全部债务资本化比率为 41.81%，较 2019 年末下降 7.79 个百分点；长期债务资本化比率为 39.54%，较 2019 年末下降 4.79 个百分点，由于 2020 年增加实收资本和并表远程电缆，公司杠杆水平有所下降，处于行业一般水平。

表 9　截至 2020 年末公司债务偿还期限结构
（单位：亿元、%）

债务期限	金额	占比
1 年以内	6.04	8.84
1~2 年	1.85	2.71
2~3 年	27.43	40.12

3 年及以上	33.04	48.33
合计	**68.36**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020年，公司所有者权益增长主要由于股东增资所致；所有者权益稳定性较好。

2020 年以来，公司主要通过股东增资和利润留存补充资本。截至 2020 年末，公司所有者权益 95.14 亿元，较 2019 年末增长 46.12%，主要系股东增资和并表远程电缆所致；其中实收资本 60.00 亿元，盈余公积 1.65 亿元，未分配利润 9.72 亿元，实收资本占归属于母公司所有者权益的 83.60%，公司权益稳定性较好。

2020 年，公司向股东派发股利 0.76 亿元，占 2019 年净利润的 12.46%，分红规模较小，利润留存对资本有一定补充作用。

4．盈利能力

2020 年，公司营业总收入和利润规模持续增长；各项盈利指标表现良好，整体盈利能力较强。

2020 年，公司将远程电缆纳入合并财务报表，因此营业总收入大幅上升。公司营业总收入主要来自不良资产经营业务和电线电缆业务。2020 年，公司实现营业总收入 39.11 亿元，同比增长 46.38%。公司将投资的信托产品、资管计划、权益工具及长期股权投资获得的收益等计入投资收益会计科目。2020 年，公司实现投资收益 3.52 亿元，较 2019 年增长 81.15%，主要系长期股权投资收益增加以及其他投资收益（合并远程电缆在合并日账面价值与公允价值差额）增加所致。

2020 年，公司营业总成本 29.12 亿元，同比增长 77.78%，主要系随着不良资产经营业务的开展和对远程电缆的并表，主营业务成本、销售费用和管理费用增长所致。

从盈利水平来看，2020 年，得益于各项业务的稳步发展，公司净利润规模持续增长。2020 年，公司实现净利润 7.69 亿元，同比增长 26.06%。总资产收益率和净资产收益率分别为 4.08%和 9.60%，整体盈利能力保持较强水平。

表 10　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业总收入	**32.36**	**26.72**	**39.11**
营业总成本	**23.93**	**16.38**	**29.12**
其中：销售费用	0.00	0.00	1.82
管理费用	0.38	0.35	1.61
财务费用	4.19	3.17	2.82
投资收益	1.59	1.94	3.52
利润总额	**5.47**	**7.83**	**10.03**
净利润	**4.22**	**6.10**	**7.69**
总资产收益率	2.69	3.74	4.08
净资产收益率	7.39	9.86	9.60
营业利润率	16.69	29.19	25.58

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从同行业对比来看，与样本企业相比，公司净资产收益率和总资产收益率指标均高于样本企业平均值，营业利润率指标低于样本企业平均值；资产负债率低于样本企业平均值，整体盈利能力较强。

表11　截至2020年末公司与同业企业指标比较（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
厦门资产管理有限公司	10.22	3.28	53.83	68.16
湖南省财信资产管理有限公司	6.51	2.64	29.84	61.05
国厚资产管理股份有限公司	8.00	2.65	35.40	64.19
江西省金融资产管理股份有限公司	10.43	1.63	32.34	86.51
上述样本企业平均值	**8.79**	**2.55**	**37.85**	**69.98**
江苏资管	**9.60**	**4.08**	**25.58**	**55.22**

资料来源：Wind，联合资信整理

5．现金流

2020 年，公司通过调整投资性现金流满足到期债务偿付所需资金；公司期末现金及等价物规模充足。

公司仍处于业务快速扩张阶段，2020 年，公司经营性现金流量净额保持负值，净流出增大。由于公司减少了部分对合伙企业的股权投资规模，收回部分投资现金，公司投资性现金流量净额持续为正。2020 年，由于对债务的偿付，公司筹资活动现金流量净额为-0.11 亿元，保持为负值。截至 2020 年末，公司期末现金及现金等价物余额 5.11 亿元。

表 12　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营性现金流量净额	16.63	-4.21	-10.90
投资性现金流量净额	-20.55	16.92	12.34
筹资性现金流量净额	-2.17	-12.93	-0.11
现金及现金等价物净增加额	-6.09	-0.23	1.34
期末现金及现金等价物余额	4.00	3.77	5.11

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

6．偿债能力分析

公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标表现较好；考虑到公司股东实力很强且对公司支持力度大、公司自身资本实力强且融资渠道畅通等因素，公司整体偿债能力极强。

2020 年末，公司流动比率较上年末有所上升，处于较好水平；不断提升的盈利水平为公司利息偿还提供了充足的保障。从短期偿债能力指标来看，截至 2020 年末，公司流动比率为 86.47%，短期偿债能力一般。从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 13.85 亿元，EBITDA 利息倍数为 4.59 倍，全部债务/EBITDA 为 4.94 倍，长期偿债能力指标较好。

表 13　公司偿债能力指标情况（单位：%、倍、亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动比率	117.04	62.45	86.47
全部债务	77.91	64.09	68.36
EBITDA	9.75	11.09	13.85
EBITDA 利息倍数	2.29	3.47	4.59
全部债务/EBITDA	7.99	5.78	4.94

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保总额为 1.35 亿元，系远程电缆对原控股股东杭州秦商体育文化有限公司以及上海连行贸易有限公司等的借款提供的担保，占总资产的比重为 0.49%；公司未决诉讼案件共 3 笔，合计金额 1.83 亿元，均与远程电缆违规担保事项有关。

截至 2021 年 3 月末，公司共获得各金融机构授信总额 138.80 亿元，剩余额度 78.28 亿元，间接融资渠道通畅。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司 2021 年已无应到期债券，2020 年筹资活动前现金流入量、筹资活动前现金流净额和 EBITDA 对待偿债券本金峰值保障能力一般，但考虑到公司股东背景很强，资金支持力度较大，且公司融资渠道多元化、资本实力强，对公司存续债券的偿还能力极强。

截至2021年6月末，公司存续债券余额合计35.00亿元，本年度无剩余应到期的应付债券，未来待偿债券本金峰值为25.00亿元。2020年，公司筹资活动前现金流入量、筹资活动前现金流净额和EBITDA分别为公司存续债券待偿还本金峰值的4.91倍、0.06倍和0.55倍，现金流对存续债券余额覆盖情况一般。公司对存续债券保障情况如下表：

表 14　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
本年度剩余应到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	25.00
期末现金及现金等价物余额/本年度剩余应到期债券余额	*
筹资活动前现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.91
筹资活动前现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.06
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.55

注：1.本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 期末现金及现金等价物余额、筹资活动前现金流入量、筹资活动前现金流净额、EBITDA 均使用 2020 年/2020 年末财务数据
资料来源：Wind，联合资信整理

十一、结论

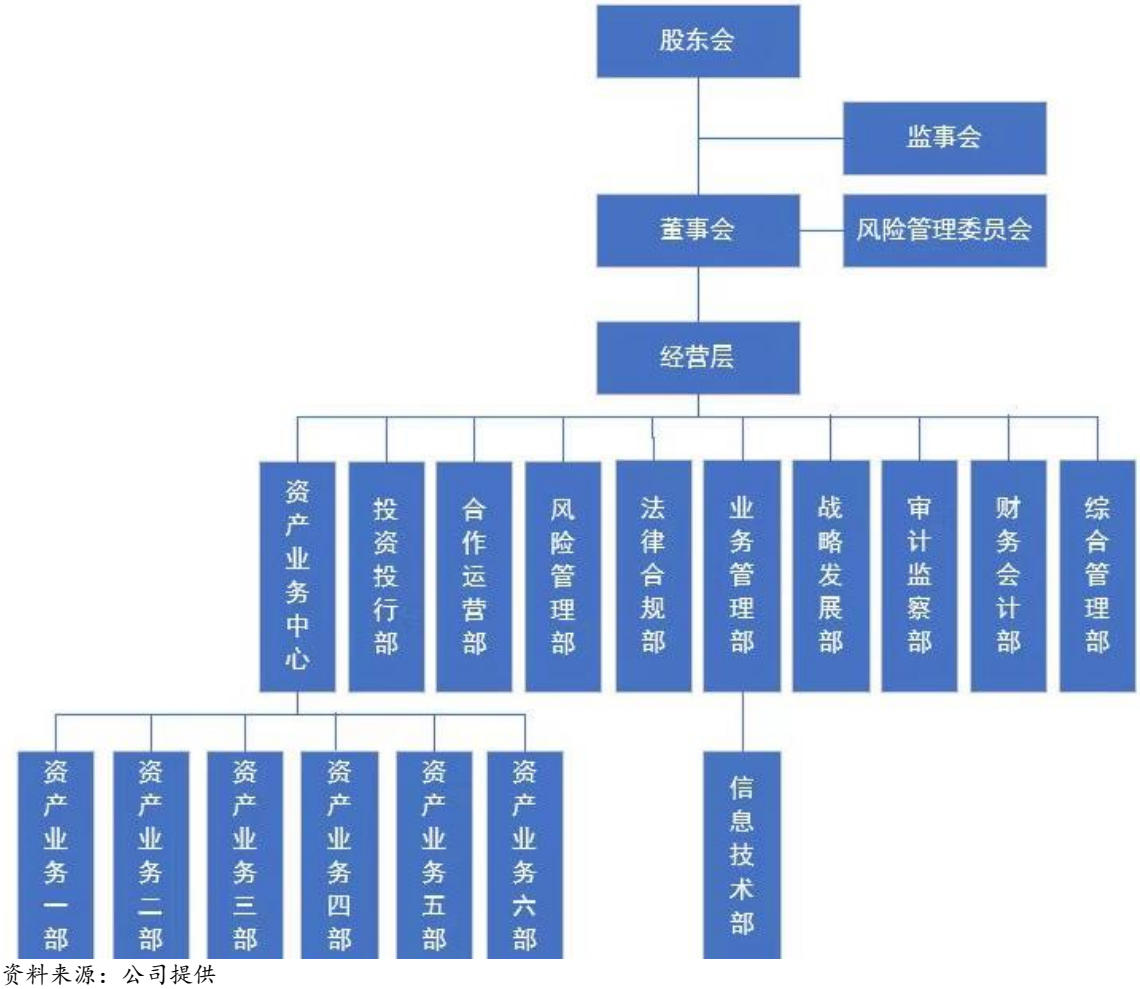
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20江苏资产MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月末江苏资产管理有限公司股权结构表

出资人	出资方式	注册资本额（万元）	出资比例（%）
无锡市国联发展（集团）有限公司	货币	360000.00	50.007
无锡国联金融投资集团有限公司	货币	180000.00	25.003
无锡市太湖新城发展集团有限公司	货币	60000.00	8.334
南通国有资产投资控股有限公司	货币	50068.31	6.955
江苏瀚瑞金控投资有限公司	货币	34972.15	4.858
张家港市金城投资发展有限公司	货币	34864.18	4.843
总计	-	**719904.64**	**100.00**

资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年末江苏资产管理有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2　江苏资产管理有限公司主要财务指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据：			
资产总额（亿元）	161.89	164.15	212.45
所有者权益（亿元）	58.66	65.11	95.14
短期债务（亿元）	24.27	12.24	6.14
长期债务（亿元）	53.64	51.84	62.22
全部债务（亿元）	77.91	64.09	68.36
营业总收入（亿元）	32.36	26.72	39.11
利润总额（亿元）	5.47	7.83	10.03
EBITDA（亿元）	9.75	11.09	13.85
筹资前净现金流（亿元）	-3.92	12.71	1.44
财务指标：			
营业利润率（%）	16.69	29.19	25.58
总资产收益率（%）	2.69	3.74	4.08
净资产收益率（%）	7.39	9.86	9.60
资产负债率（%）	63.76	60.33	55.22
全部债务资本化比率（%）	57.05	49.60	41.81
长期债务资本化比率（%）	47.76	44.33	39.54
流动比率（%）	117.04	62.45	86.47
全部债务/EBITDA（倍）	7.99	5.78	4.94
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	3.47	4.59

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，财务数据除非特别说明均为合并口径

资料来源：公司审计报告，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	
营业利润率	营业利润/营业收入×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	（经营活动现金流入量+投资活动现金流入量）/全部债务
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA

注：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=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
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

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

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　评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。