

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的《江苏资产管理有限公司 2020 年度第一期中期票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。



联合资信评估有限公司

二〇二〇年二月二十五日

信用等级公告

联合（2020）351号

联合资信评估有限公司通过对江苏资产管理有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定江苏资产管理有限公司主体长期信用等级为 AAA，江苏资产管理有限公司 2020 年度第一期中期票据（人民币 10 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年二月二十五日



江苏资产管理有限公司

2020 年度第一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

评级观

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对江苏资产管理有限公司（以下简称“公司”）的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，在资本实力、业务经营及股东支持等方面所具备的优势。同时，联合资信也关注到，公司不良资产处置周期较长、融资渠道较为单一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，随着公司不良资产收购处置业务的持续推进，盈利能力将进一步增强，加之其承担稳定区域内金融系统、化解金融风险等使命，有望得到股东在政策及资金方面的持续支持；另一方面，随着监管政策的不断完善，公司风险管理水平有待进一步提升，对其整体经营带来一定挑战；不良资产收购处置业务一定程度上受外部经济环境影响较大，加之融资成本受市场影响较大，需关注此类因素对其业务发展带来的影响。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据偿还能力极强，违约风险极低。

优势

1. 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，资本实力很强，在江苏省内具有很强的牌照优势和区域竞争力。
2. 公司已与区域内多家金融机构建立了良好的合作关系，同时依托于良好的股东背书，银行渠道融资能力和议价能力较强，业务发展资金能够得到保障，有助于其流动性保持较好水平。
3. 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；公司控股股东国联集团综合实力强，拥有多元化经营平台，能够在业务协同、风险

债项概况：

本期中期票据发行规模：10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：用于偿还发行人有息负债

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
地方资产管理公司信用评级模型	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	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		3
			偿债能力	2
		调整因素和理由		
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

分析师：寇妙融 朱天昂 高鑫

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

管控、资金等方面为公司提供较大支持。

关注

1. 公司市场化融资渠道尚未完全建立，融资渠道较为单一，对银行借款的依赖度较高，随着不良资产经营业务规模的扩大，公司负债结构有待进一步优化。
2. 公司非金融不良资产经营业务规模快速增长，对公司不良资产处置能力和风险管控能力提出更高要求。
3. 公司长期应收款规模较大，涉及期限较长，对公司资产流动性产生一定影响。
4. 在监管机构加强对地方资产管理公司管理的背景下，对公司业务发展带来的影响需关注。

主要财务数据：

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
资产总额(亿元)	135.51	152.06	161.89	159.50
负债总额(亿元)	100.94	96.44	103.22	95.82
所有者权益(亿元)	34.56	55.62	58.66	63.68
资产负债率(%)	74.49	63.42	63.76	60.07
不良资产业务余额(亿元)	93.66	84.36	93.37	95.18
流动比率(%)	246.82	157.53	117.04	172.82
全部债务资本化比率(%)	70.33	57.67	57.05	49.52
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
营业收入(亿元)	8.56	25.77	32.36	20.17
利润总额(亿元)	0.87	3.98	5.47	5.85
净利润(亿元)	0.66	3.03	4.22	4.39
不良资产业务收入/营业收入(%)	98.25	99.43	99.48	98.97
EBITDA 利息倍数(倍)	1.24	2.27	2.29	-
全部债务/EBITDA(倍)	18.37	10.66	7.99	-
平均资产收益率(%)	0.47	2.11	2.69	-
平均净资产收益率(%)	2.04	6.73	7.39	-

注：公司 2019 年前三季度财务报表未经审计，以上财务数据及指标均为合并口径

数据来源：公司审计报告和财务报表，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
--	--	--	--	--	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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、本次信用评级结果仅适用于本次债项，有效期为本次债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

江苏资产管理有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

江苏资产管理有限公司（以下简称或“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。截至2019年9月末，公司注册资本和实缴资本均为50.00亿元。国联集团直接或间接持股合计90.00%，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。公司股东持股情况见表1。

表 1 2019 年 9 月末股东持股情况 单位：%

股东名称	持股比例
无锡市国联发展（集团）有限公司	60.00
无锡国联金融投资集团有限公司	30.00
无锡市太湖新城发展集团有限公司	10.00
合计	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

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2019年9月末，公司设有特殊资产部一部（苏州分公司）、特殊资产二部（南京分公司）、

资本运营部、战略投资部、合作运营部、基金管理部、业务管理部、法律合规部（风险管理部）、财务会计部和综合管理部10个部门；在职员工65人。

截至2018年末，公司资产总额161.89亿元，负债总额103.22亿元，所有者权益58.66亿元；资产负债率为63.76%。2018年，公司实现营业收入32.36亿元，实现净利润4.22亿元。

截至2019年9月末，公司资产总额159.50亿元，负债总额95.82亿元，所有者权益63.68亿元；资产负债率为60.07%。2019年1—9月，公司实现营业收入20.17亿元，实现净利润4.39亿元。

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。

二、本期中期票据概况

本期中期票据的基础发行规模为人民币10.00亿元，发行期限为3年，本期中期票据按年付息，到期一次还本，本期中期票据无担保。

本期拟发行的10.00亿元中期票据，募集资金用于偿还发行人有息负债。

发行人承诺，本期中期票据所募集的资金将用于符合国家相关法律法规及政策要求的企业生产经营活动，不直接或间接以资金拆借、委托贷款等任何形式用于房地产相关业务，不用于落后产能建设。

发行人承诺，举借债务不会增加政府债务规模，不会划转给政府使用，政府不会通过财政资金直接偿还该笔债务。

发行人承诺，募集资金用途符合国家法律法规及相关政策要求；承诺在债务融资工具存续期间变更资金用途前及时披露有关信息。

公司中期票据到期偿付的主要还款来源为公司经营性业务产生的现金流。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境分析

(1) 国内经济环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继

续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表 2 2016—2019 年上半年我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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. 固定资产投资增速为不含农户投资增速

5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2019 年 1—6 月，我国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性

的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，我国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，我国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓,制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月,全国固定资产投资(不含农户)29.9万亿元,同比增长5.8%,增速有所放缓。其中,民间固定资产投资18.0万亿元,同比增长5.7%,增速明显回落。从三大主要投资领域来看,2019年1—6月,全国房地产开发投资6.2万亿元,同比增长10.9%,增速较1—3月回落0.9个百分点,主要源于近期房企融资约束持续加强,但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响,房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长4.1%,较上年同期明显下降,但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额,今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度,同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下,今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%,增幅明显回落。其中,汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平,是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升,消费结构持续优化升级。2019年1—6月,全国社会消费品零售总额19.5万亿元,同比增长8.4%,增速较1—3月(8.3%)略有回升,较上年同期(9.4%)有所回落,较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速(1.2%)较1—3月转负为正。具体来看,生活日常类消费仍保持较高增速,升级类消费增速较快,服务类消费增幅明显。此外,网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长,消费结构进一步改善,在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进,贸易顺差有所扩大。2019年1—6月,我国货物贸易进出口总值14.7万亿元,同比增速(3.9%)较1—3月略有回升,

较上年同期大幅回落,主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面,机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主,集成电路进口额增速(-6.9%)较上年同期下滑了38.9个百分点,是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年,国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程,中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下,我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加大逆周期政策调节力度稳投资,同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长,推动经济健康高质量发展。从三大需求看,一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大,以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复,基础设施投资有望持续企稳;减税降费的落实将进一步修复企业盈利,激发企业主体活力,加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展,制造业投资有望企稳;在“房住不炒”的定位下,房地产投资增速或有所回落,但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求,可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响,加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强,居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素,外部需求或继续放缓;随着相关扩大进口政策的进一步实施,以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往,我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定,但国内经济下行压力有所加大,我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看,2019年下半年,我国经济运行仍将保持在合理区间,考虑到房地产

投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在 6.2% 左右。

（2）区域经济发展概况

公司的业务主要集中在江苏省。江苏省位于我国东部沿海中心，长江下游，东濒黄海，东南与浙江和上海毗邻，西接安徽，北接山东，地跨长江、淮河，并且京杭大运河从中穿过。江苏省地处被视为我国经济发展重要引擎的长江三角洲地区，位于东部海岸经济带和长江经济带两个国家一级重点经济带所形成的“T 型”生产力布局的结合处，陆地边界线 3383 公里，面积 10.72 万平方公里，占全国的 1.12%。江苏省综合经济实力雄厚，占全国 GDP 的比重超过 10%，在全国各省市排名中，仅次于广东省，是全国经济最发达的省份之一。

近年来，面对市场需求不足、经济下行压力加大等复杂多变的国内外形势，江苏省主动适应经济发展新常态，经济保持增长态势，但增速有所放缓。2016—2018 年，江苏省实现地区生产总值分别为 76086.2 亿元、85900.9 亿元和 92595.4 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 7.8%、7.2% 和 6.7%。江苏省产业结构不断优化，形成了以冶金、石化、机械、汽车、纺织及电子信息产业等传统支柱产业与现代服务业并举的产业结构。2018 年，江苏省第一产业增加值 4141.7 亿元，同比增长 1.8%；第二产业增加值 41248.5 亿元，同比增长 5.8%；第三产业增加值 27205.2 亿元，同比增长 7.9%，全年三次产业增加值比例为 4.5：44.5：51。得益于较好的产业基础及相对优化的产业结构，江苏省财政收入质量较高，综合财政实力居全国前列，2018 年实现一般公共预算收入 8630.2 亿元，比上年增长 5.6%。2018 年江苏省工业经济运行平稳，先进制造业发展加快，全年规模以上工业增加值比上年增长 5.1%。

江苏省区域创新能力较强，是我国著名的区域经济发展模式——“苏南模式”的发源地。经过 20 多年的沉淀和积累，江苏省形成了一批

有一定规模和质量的产业集群，并带动了县域经济的快速发展。江苏省各地级市经济发展差异化明显，苏南、苏中和苏北地区在人均 GDP、人均可支配收入等方面均呈现较明显的梯度特征。苏南地区经济较为发达，对全省经济总量贡献度大，其中公司主要经营区域苏州市、南京市、无锡市规模绝对领先，2018 年地区生产总值均超万亿元，经济总量合计占全省经济总量的比重近半。

近年来，江苏省大力发展金融业，积极引进国内外银行、证券、保险等金融机构，扶持地方法人银行加快发展。江苏省金融业发达程度较高，为公司的业务开展提供了市场化的环境与基础。截至 2018 年末，江苏省金融机构人民币存款余额 139718 亿元，比年初增长 7.5%；金融机构人民币贷款余额 115719 亿元，比年初增长 13.3%。近年来，江苏省区域金融环境有所改善；2016—2018 年末，江苏省银行业金融机构不良贷款率分别为 1.36%、1.25% 和 1.21%，不良贷款率持续下降。不良贷款规模方面，截至 2018 年年末，江苏省银行业金融机构不良贷款余额为 1429.31 亿元，较之前年度有所增加。

总体看，江苏省综合经济实力雄厚经济发达，区位优势明显，地区经济保持较快增长态势，同时近年来区域金融环境有所改善，为公司不良资产处置提供较好的外部环境。江苏省银行业金融机构不良贷款规模较大，为公司不良资产业务来源提供了较好的保障。

四、行业政策分析

1. 行业概况

不良资产管理公司业务范围覆盖面广，以金融不良资产的收购与处置为主业，兼具债权和股权投资业务，同时部分资产管理公司取得了担保、租赁等其他金融行业牌照，基本能够全面参与金融业务，因此在服务供给侧结构性改革以及防范和化解金融风险等方面对我国经济发展产生重大影响。

（1）不良资产行业概况

不良债权是不良资产行业的核心资产，近年来随着专营不良资产管理公司数量的大幅增加，不良资产招标和成交量都不断增加。2018年，不良债权招标规模 2.77 万亿元，较上年上升 49.41%；不良债权成交规模 0.89 万亿元，较上年增加 20.86%。

地区不良资产招标和成交量显示了当地不良资产交易的活跃度，地区活跃度越高预示着当地不良资产管理公司的经营外部环境越好。从地区分布方面看，沿海地区和中部发达省份的招标量和成交量占比较高，显示沿海地区和中部发达省份的不良资产管理公司的业务量和外部经营环境较好。从区域债权招标情况来看，2018 年，广东省、浙江省和山东省债权招标规模排名前三，占全国的比重分别为 15.68%、10.51%和 7.53%；从区域债权成交情况来看，浙江省、广东省和山东省债权成交规模排名前三，占全国的比重分别为 19.64%、11.00%和 10.19%。

在不良资产成交流转方面，持牌照的资产管理公司发挥着重要作用，而非持牌资产管理公司同样是流转环节的重要组成部分。从不良资产成交流转方面看，2018 年，债权转让方构成为商业银行、四大 AMC、非持牌资产管理公司、地方 AMC，占转出债权比重分别为 51.92%、23.11%、19.74%和 5.23%。受让方构成为四大 AMC、非持牌资产管理公司和地方 AMC，占比分别为 50.75%、32.40%和 16.84%。

从债权成交价格方面看，2017 年以前受到四大 AMC 回归主业，大量收购不良资产包战略的影响，不良债权市场价格逐年走高。而 2018 年以来，随着市场回归理性，债权包价格呈现下降态势。从淘宝拍卖数据来看，全国债权成交折扣率从 2017 年末的约 77%下降到 2018 年末的 70%。

总体看，近年来我国不良债权交易规模及活跃度大幅提升，沿海地区不良债权招标及交易规模较大；持牌照和非持牌的资产管理公司

在不良债权流转环节中共同发挥重要作用；不良债权价格呈现下降趋势。

（2）持牌照资产管理公司

持牌照的资产管理公司是指银保监会公布的能够参与金融机构批量转让不良资产业务的资产管理公司。持牌的资产管理公司格局由四大金融资产资产管理公司、地方资产管理公司组成。

我国四大金融资产资产管理公司起步于 1999 年，由财政部出资成立，初始用以管理和处置四大国有商业银行剥离的政策性不良资产。2007 年，四大金融资产资产管理公司开始进行商业化转型，相继进入证券、保险、信托、金融租赁、信用评级等业务领域，向综合性金融控股集团的方向发展。四大国有金融资产资产管理公司经营历史长，不良资产管理经验丰富，业务规模与专业优势明显。目前，四大金融资产资产管理公司均已引进战略投资者并且完成股份制改革，其中信达与华融已完成上市，资本实力雄厚。

地方资产管理公司的诞生源于 2012 年监管部门放开金融企业不良资产批量转让的限制。随后监管文件不断出台，对地方资产管理公司参与金融企业不良资产批量转让业务的规定也不断细化。在业务资质方面，地方资产管理公司由各省市人民政府核准设立或授权，经银保监会公布后，获得参与金融企业批量转让组包户数为 3 户及以上不良资产的业务资质；在业务范围方面，地方资产管理公司只能参与本省（区、市）范围内不良资产的批量收购工作，但转让时不受地域限制；在地方资产管理公司数量方面，允许各省市设立两家地方资产管理公司，截至 2019 年末，银保监会批准的可以参与金融不良资产批量转让业务的地方资产管理公司数量已经达到近 60 家。

（3）不良资产收购处置业务

对于持牌照资产管理公司而言，产生不良资产的金融企业是其上游行业，主要为商业银行产生的不良资产。截至 2018 年末，我国商业银行不良贷款余额 2.03 万亿元，不良贷款率 1.89%，关注类贷款余额 3.4 万亿元，关注类贷

款占比 3.16%，逾期 90 天以上贷款与不良贷款比例为 92.8%。除商业银行外，其他机构诸如民营小贷公司、担保公司产生的不良资产均为资产管理公司的收购目标。近年来，由于宏观经济持续低迷，实体经济对其债务的偿付能力下降，金融企业不良资产不断累积，加之银行业监管力度持续提升，商业银行不良资产处置动力加大，为资产管理公司的业务发展提供了较大空间。

不良资产收购方面，自 2012 年地方资产管理公司设立以来，目前国内各省市形成了“4+2”的资产管理公司竞争格局：四大金融资产管理公司分公司与地方的两家资产管理公司在同一地区形成竞争关系。四大金融资产管理公司作为金融企业，具有融资渠道畅通、融资成本低的优势，加之监管部门提出回归主业的经营要求，四大金融资产管理公司加大对不良资产包的收购，导致其参与地区的不良资产包的收购价格不断上升，从而对地方资产管理公司形成较大的业务压力。相比而言，地方资产管理公司缺乏不良资产处置专业优势，在融资渠道和资金方面均有一定劣势，但考虑到目前大部分地方资产管理公司由各省市人民政府核准设立或授权，成立的目的主要在于促进地方经济结构调整和转型，因此在业务开展方面能够取得政府领域的资源支持，这有助于地方资产管理公司形成差异化的竞争优势。

不良资产处置方面，自行清收、转卖和债务重组是主要形式。而由于自行清收和债务重组对资产管理公司的专业性要求较高、周期较长，转卖便成为了目前较为普遍的处置形式。非持牌资产管理公司通常为持牌机构的下游公司，成为不良资产的最终处置方，包括各类投资公司、具有资产管理业务资质的公司等，通过收购持牌机构的金融不良资产，再对不良资产进行清收、管理和处置。非持牌资产管理公司通常利用其在某特定行业的专业背景，或发挥其对不良资产清收力度大的特点，成为金融不良资产的最终处置方。目前，由于金融行业

不良资产的抵质押物主要为不动产，因此不动产通常成为不良资产处置的抓手：部分房地产公司通过购买不良资产包的方式取得债权，进而取得不动产的处置权，通过与自身业务经营的资源整合，挖掘不良资产的价值。此外，部分基金公司、上市公司等，因其具有专业的不良资产估值、管理与处置能力，通常以顾问咨询的形式参与持牌资产管理公司的不良资产收购处置业务。

（4）市场化债转股

为推进供给侧结构性改革，做好“三去一降一补”工作，降低企业杠杆率，2016 年 10 月 10 日国务院发布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（下称《意见》）。《意见》中列出了七种降低企业杠杆率的途径，包括企业兼并重组、盘活存量资产、优化债务结构、银行债权转股权、依法实施破产、积极发展股权融资等。其中，针对银行债权转股权，国务院发布了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（下称《债转股指导意见》），标志着本轮市场化债转股正式拉开帷幕。而为解决银行市场化债转股过程中的资金需求问题，2016 年 12 月 19 日，国家发改委印发了《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》，对债转股专项债券的多方面进行了规定，意在通过为债转股实施机构提供资金补充来推进符合要求的企业降低杠杆率。

2016 年 10 月，国务院发布《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（国发〔2016〕54 号），支持银行利用所属机构开展市场化债转股，标志着银行系资产管理公司正式起步。2017 年 8 月，银保监会起草《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》，对银行系资产管理公司的设立资格、业务范围和融资方式进行了严格界定。截至 2018 年 3 月末，五大国有银行已经全部成立投资子公司，开展市场化债转股工作，一些股份制银行及城商行也在积极筹备设立资产管理子公司。

目前，银行系资产管理公司债转股签约金

额不断扩大，但债转股实施机构受制于母公司资本压力等方面影响，实际业务落地金额小。银行系资产管理公司主要为国有大型银行设立，资本实力强，依托母公司的业务资源在市场化债转股中有先天的业务优势；另一方面，受制于母公司的核心资本压力，银行系资产管理公司实质业务的开展存在不确定性。

总体来看，我国资产管理行业的市场主体趋于多元化，业务规模不断扩大，行业竞争也更加激烈。不良资产处置行业的竞争壁垒逐渐由牌照端转向服务端，不良资产买入环节的估值能力、经营环节的运作能力、处置环节的多元化手段将对资产管理公司的业务经营产生重要影响。

2. 监管政策

目前，四家国有金融资产管理公司属非银行金融机构，由银保监会对其公司治理、内部控制、风险管理以及资本充足性等方面提出监管要求。地方资产管理公司与金融资产管理公司不同，属于非金融机构，成立时需获得当地省级政府授权，地方资产管理公司“不良资产批量转让处置业务”的资质需向银保监会备案，随着地方 AMC 家数的不断增多，业务的逐渐丰富，统一监管迫在眉睫。2019 年初，银保监会下发了《关于加强地方资产管理公司监督管理有关工作的通知（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），表明地方 AMC 进入同一监管时代。

2001—2008 年，财政部、银保监会等相继发布了多项监管政策，对四大金融资产管理公司的财务处理、业务经营准则等进行了规定。2014—2016 年，随着金融资产管理公司业务不断丰富和积累，财政部、银保监会出台多项监管文件，对金融资产管理公司在公司治理、内部控制、风险管理、资本管理和业务准入等多个方面进行了明确详细的规定。2017 年末，银保监会下发《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》（银监发〔2017〕56 号），意味着金

融资产管理公司资本监管框架已基本搭建完成，有助于金融资产管理公司提高资本使用效率，进一步发挥不良资产主业优势，防范多元化经营风险，实现稳健可持续发展。

2012 年，财政部、银保监会下发《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金〔2012〕6 号），明确了地方资产管理公司的设立条件，并对其不良资产业务和区域范围进行了限制。2016 年，银保监会下发《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》（银监办便函〔2016〕1738 号），取消了对地方资产管理公司收购不良资产不得对外转让以及受让主体的地域限制，并允许有意愿的省市增设一家资产管理公司。2017 年 4 月，银保监会办公厅下发《关于公布云南省、海南省、湖北省、福建省、山东省、广西壮族自治区、天津市地方资产管理公司名单的通知》（银监办便函〔2017〕702 号），降低了不良资产批量转让门槛，将不良资产批量转让组包户数由“10 户以上”降至“3 户及以上”。

按照 2019 年初银保监会发布的《征求意见稿》，地方 AMC 的业务范围可能会扩大到全国，并且不限于金融类不良资产的收购。此外，《征求意见稿》还在融资管理、内部控制、风险管理、资本管理、信息披露等方面提出了全面的、指导性的要求，为地方 AMC 业务及内部管理的开展指明方向，并显示出后续正式监管文件的监管范围。

2018 年 6 月，为规范商业银行新设债转股实施机构的行为，推动市场化银行债转股股权健康有序开展，银保监会发布《金融资产管理公司管理办法（试行）》，主要对银行系资产管理公司的设立资格、债转股业务范围和市场融资方式进行了严格界定，旨在指导商业银行进一步降低困难企业成本，优化金融资源配置，同时为商业银行提供了更多处置和化解风险资产的方式。

2019 年 7 月，银保监会下发《中国银保监会办公厅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“通知”),意在加强对地方资产管理公司的规范化管理。通知强调,地方 AMC 应加强公司治理体系建设,提升风险管理能力,建立并完善信息披露制度,以及业务需回归本源、专注主业、脱虚向实等方面。同时,通知进一步明确明确了地方 AMC 收购不良资产业务范围,地方 AMC 应协助地方政府有效防控区域金融风险,服务地方实体经济,更好地支持金融供给侧结构性改革。

总体看,资产管理行业监管政策正在不断完善,目前已经对各类资产管理公司在业务资质方面做出了详细规定。未来监管政策将更加注重全面化和细节化监管,统一的行业监管规则也有望形成。

五、公司治理及内部控制

1. 公司治理

公司为经江苏省人民政府、中国银保监会(原银监会,下同)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2019年9月末,公司实收资本50.00亿元,均为货币出资。

公司控股股东为国联集团,实际控制人为无锡市国资委。国联集团成立于1999年,是无锡市人民政府出资设立的国有独资集团。截至2018年末,国联集团注册资本80亿元,总资产规模840亿元,净资产规模321亿元;2018年,国联集团营业收入突破200亿元,实现利润近24亿元,拥有全资控股企业近百家,资本实力强。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。无锡市国资委为提升当地不良资产处置效率,改善当地商业银行资产负债状况和企业流动性压力,防控金融风险,服务实体经济而组建公司。近年来,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,重点项目债务的收购、重组等领域能够给予公司一定政策和业务的支持。

公司按照《公司法》等有关法律、法规和规范性文件的要求,建立健全法人治理结构,形成了股东会、董事会、监事会和经营管理层组成的“三会一层”治理架构,规范公司经营决策和日常运行机制。公司制定了股东会、董事会、监事会和经营管理层各自的议事规则及工作程序,保证“三会一层”各司其职、有效制衡、运行有序,形成了决策、执行、监督的职责权限分工和相互制衡的内部运行机制。

公司最高权力机构为股东会。近年来,公司召开多次股东会,审议并通过了年度财务预算决算方案、利润分配方案、董事会及监事会议事规则、董事及监事选举等多项重大议案,有效保障了股东对公司经营的知情权、投票权和参与权。

公司董事会由3名董事组成,均由国联集团委派。董事会下设风险管理委员会。近年来,公司召开多次董事会会议,审议并通过了年度董事会工作报告、章程修订、财务决算及预算方案等在内的多项议案。公司董事会较好地发挥了在制定发展战略、确定经营计划和推进经营等方面的决策作用。国联集团副总裁、公司董事长汤兴良先生,自1984年参加工作以来,历任无锡小天鹅股份有限公司财务总监、国联集团审计监察部经理、江苏小天鹅集团有限公司总经理、外贸无锡印刷有限公司董事长、无锡华光锅炉股份有限公司董事和总经理等职务,具有较为丰富的从业经验和公司管理经验。

公司监事会由3名监事组成,其中职工监事2名,股东监事1名。近年来,公司召开多次监事会会议,会议涉及提名公司监事、审议公司审计报告等议题。此外公司监事会通过列席股东会、董事会会议,对会议召开程序、议案审议和表决等重大事项决策过程的合法性、合规性进行监督,较好地履行监督管理职能。李建康现任公司监事会主席。自1984年参加工作以来,李建康先生历任国联金投审计部经理、

国联集团审计监察部副经理和国联集团审计监察部总经理等职务，具有丰富的从业经验。

公司经营管理层设总经理1名、副总经理1名、总经理助理1名和首席风险官1名。其中，总经理按管理权限提名，并对董事会负责，副总经理由总经理提名。近年来，公司经营管理层主持协调公司日常经营管理工作，执行董事会经营思路 and 战略发展方向，以及协调各部门工作中起到了重要的作用。

公司总经理朱文波先生，1968年生，中共党员，本科学历，会计师。曾任中信银行无锡分行清扬路支行行长、中信银行无锡分行城中支行行长、国联财务有限责任公司总经理、无锡市联合中小企业担保有限责任公司董事长等职务。2017年4月至今，任公司总经理。目前兼任公司旗下全资子公司无锡联信资产管理有限公司（以下简称“联信资产”）董事长，合营公司江苏联常资产管理有限公司董事、总经理，江苏宜兴农村商业银行董事等职务。

截至2019年9月末，公司共有员工65人，其中硕士学历占32.31%，本科学历占60.00%。公司员工主要来自于商业银行、政策性银行、四大资产管理公司以及信托公司，业务人员大多由金融分析师、高级会计师、注册会计师等专业人士构成，员工整体素质较高。

总体看，公司建立了“三会一层”的治理架构，能够基本满足目前经营所需；员工整体综合素质高、金融行业从业经验丰富，对公司业务发展有积极的推动作用。

2. 内部控制

公司设有特殊资产部一部（苏州分公司）、特殊资产二部（南京分公司）、资本运营部、战略投资部、合作运营部、基金管理部、业务管理部、法律合规部（风险管理部）、财务会计部、综合管理部共10个部门（见附录1），形成了前中后台互相监督、互相制约的内控机制。

近年来，为建立规范、有效的风险管理体系，强化公司的内部监督和风险控制，提高公司的风险防范能力，公司制定了《合规风险管

理制度》《审计监察管理制度》等相关风险控制制度，为各项业务的合规发展夯实制度基础。

公司风险管理委员会主要负责公司风险管理政策制定、新业务风险把控、风险项目处置方案审议等工作。公司成立了法律合规部（风险管理部）和审计监察岗负责对业务流程情况、项目管理情况等方面进行事中、事后监督，对公司重大风险管理策略和风险管理解决方案执行情况进行检查。在首席风险官指导下，对于检查中发现的相关问题，及时提出相应的改进措施，保证公司的经营运作符合国家有关法律、法规和公司各项规章制度和对合规风险的有效识别和管理。近年来，法律合规部（风险管理部）开展了一系列检查，从合同审查、交易架构审查及阅档、诉讼事务及律所管理等各个环节对各项业务及内部管理进行全面梳理，公司授权体系完备、项目审批流程基本合规。

总体看，公司不断加强内部控制体系建设，并针对自身情况做出适应性调整，各项审计工作有序展开。但由于公司业务综合化程度高，关键业务的操作流程和人员职责分配有待进一步明确，需持续完善内部控制管理体系。

3. 发展战略

公司制定了2019—2021年发展战略规划，公司战略定位是“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。

总体看，公司结合自身经营需求、本土化优势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、行业发展壁垒以及监管政策等方面对公司发展战略的实现带来的影响。

六、业务经营分析

1. 经营概况

截至目前，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产管理有限公司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。与四大全国性资产管理公司相比，公司主要的优势在于股东及渠道优势。一方面，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；另一方面，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。与四大全国性资产管理公司相比，公司的劣势主要在于受资本规模限制，对于金融机构出售的标的资产金额较大、处置周期较长的不良资产包的消化能力偏弱。与苏州资产相比，公司在业务规模、专业化经营及业务多样化等方面均具备相对优势，而苏州资产虽同样拥有在全省范围开展批量收购金融机构不良资产的资质，但因成立较晚，目前业务多集中于苏州地区。

作为全国第一批经银保监会备案核准的省级地方资产管理公司之一，公司承担化解不良金融资产风险、优化区域金融生态环境、推动地方经济转型升级等责任，并致力于打造面向全省的不良资产处置和综合金融方案服务商。江苏省金融经济体量大，金融及非金融企业对外转让不良资产的需求较高，同时地方司法环境较好，社会投资人多，为公司的业务发展提供了较为有利的外部环境。近年来，依托于良好的股东背景和专业性较强的经营管理团队，公司不良资产业务综合处置能力不断提升，不良资产业务规模基本保持稳定，不良资产业务收入对营业收入的贡献度很高（见表3）。

表3 公司营业收入结构

单位：亿元、%

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不良资产经营业务	8.41	98.25	25.62	99.43	32.20	99.48
合伙企业管理服务业务	0.12	1.39	0.13	0.51	0.16	0.48
物业租赁业务及其他	0.03	0.36	0.01	0.06	0.01	0.03
营业收入合计	8.56	100.00	25.77	100.00	32.36	100.00

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

2. 业务经营分析

公司的主营业务包括不良资产经营及合伙企业管理服务。其中，公司的核心业务为不良资产经营业务，并通过与地方各级政府及社会投资人合作设立合伙企业及合资公司的方式增强不良资产经营业务的覆盖程度。

（1）不良资产经营业务

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仅限于江苏省范围内，非金融机构不良资产经营业务则无区域限制。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。近年来，为拓展非金融机构不良资产经营业务，实现业务的多元化，公司将资金多用于非金融机构不良资产的收购，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持续下降（见表4）。

表4 公司不良资产经营业务账面余额情况

单位：亿元、%

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 9 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
金融机构不良资产余额	93.46	99.79	84.16	99.76	75.07	80.40	45.00	47.28
非金融机构不良资产余额	0.20	0.21	0.20	0.24	18.30	19.60	50.18	52.72
合计	93.66	100.00	84.36	100.00	93.37	100.00	95.18	100.00

注：非金融机构不良资产余额包含了公司通过资产管理计划、信托计划等方式投资的不良资产

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

公司金融机构不良资产经营业务的开展主要由特殊资产一部和特殊资产二部负责，其中一部主要负责无锡和苏州等苏南地区，二部主要侧重南京及苏北等地的业务。近年来，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。截至目前，公司与省内近百家金融机构建立合作关系，特别加大与省内法人金融机构的合作力度，先后与江苏省农村信用社联合社、江苏银行、国联证券、国联信托等建立“总对总”级战略合作关系，全力提升“资产+银行”“资产+证券”“资产+信托”等合作模式的服务规模，共同支持与服务区域实体经济发展。公司金融机构不良资产包的来源绝大部分为银行，不良资产包涉及的行业以制造业为主。公司金融机构不良资产经营业务根据处置方式的不同可大致分为综合性交易类及结构性交易类，前者主要通过

诉讼、追偿、破产清算、债务重组、挂拍转让、以物抵债等方式实现自主清收，不良资产包的处置周期普遍为3~5年。结构性交易模式则需要其他合作方或受让方参与，在此模式下公司通常获得优先级的固定收益，而合作方或受让方主要承担不良资产的清收处置工作并享有劣后级的处置收益，此类业务对下游市场的社会投资人的活跃度以及公司的维护能力提出更高要求。公司普遍选择具备一定财务实力且资产处置经验较为丰富的合作方或受让方，并且不良资产收购价格需在公司评估后认可的基础上执行。公司目前对于监管禁止的银行出表通道类业务采取存量压缩直至全部退出的政策。2016—2018年，公司金融机构不良资产包收购的数量及规模均呈下降趋势，但收购的折扣率基本保持稳定，累计现金回收率不断提高，不良资产的处置效率有所加强（见表5）。

表5 金融机构不良资产经营业务情况

单位：个、亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
收购金融机构不良资产包数量	56	63	36	9
当期收购金融机构不良资产原值	118.23	143.19	103.62	19.85
当期金融机构不良资产收购成本	54.94	49.63	39.64	7.71
当期金融机构不良资产收购折扣率	46.47	34.66	38.25	38.85
金融机构不良资产累计收购成本	205.16	254.79	294.42	302.14
金融机构不良资产业务累计现金回收金额	111.90	170.63	219.36	257.14
金融机构不良资产累计现金回收金额/累计收购成本	54.54	66.97	74.50	85.11

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

公司非金融机构不良资产经营业务的开展主要由资本运营部负责，涉及的标的资产为非金融机构所有，但不能为其带来经济利益，或带来的经济利益低于账面价值，已经发生价值贬损的资产，具体包括债权类不良资产、股权类不良资产以及实物类不良资产等。公司在开展非金融机构不良资产经营业务时需对不良资产进行准确认定，不得借收购不良资产名义为企业或项目提供融资，目前收购的非金融机构不良资产主要为不良债权。在收购不良债权时，公司与债权人及债务人三方达成协议，向债权人收购债权，同时与债务人及其关联方达成重组协议，通过包括以物（股）抵债、修改债务条款、资产置换等方式或其组合的方式来处置不良资产，债务人根据债务重组相关协议的规定按期还款，并由原债权人或其指定的其他主体提供相应的担保措施。公司于2018年开始大力发展非金融机构不良资产经营业务，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，债权人和债务人的选择以政府平台公司和上市公司为主，担保方式主要为资产抵押和股权质押，业务期限为1~3年。此外，公司还通过设立资产管理计划和信托计划的方式收购非金融机构不良资产项目，2018年末此类资产管理计划和信托计划的账面余额为13.50亿元。

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、盐城、常州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7家合资公司，同时在泰州、扬州、宿迁和淮安四地设立了办事处。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25%~40%之间，合资公司的控股股东均为当地政府。公司成立了合作运营部专门负责合资公司的管理，合资公司的业务运营主要由公司负责，地方政府则主要在资金及项目资源上提供支持。目前，合资公司的业务以金融机构不良资产经营业务

为主，多借助公司批量收购金融机构不良资产的资质进行间接收购，即公司批量收购金融机构不良资产后交由合资公司运营管理。截至2019年9月末，合资公司不良资产经营业务账面余额37.01亿元，其中金融机构不良资产余额18.51亿元，非金融机构不良资产余额18.50亿元。由于公司不是合资公司的控股方，无法将合资公司账务纳入合并财务报表，因此主要通过长期股权投资进行核算，合资公司业务未在公司财务账面上体现。

总体看，公司专注于不良资产经营业务，得益于股东的支持和牌照优势，与地方金融及非金融机构建立了良好的合作关系，公司不良资产经营业务呈稳定的发展态势，处置成效逐年提升。另一方面，公司不良资产经营业务逐步向非金融机构不良资产倾斜，业务结构有所调整，同时此类业务对于公司的风险防范能力和资产处置能力提出更高要求。

（2）合伙企业管理服务业务

公司合伙企业管理服务业务主要由子公司联信资产负责。公司合伙企业管理服务业务主要是指基金投资及管理业务，公司通过联合地方政府、社会投资人搭建特殊资产合伙企业、产业升级调整合伙企业等，公司受托担任合伙企业管理人，通过资本运作和管理提升等手段，发挥各方在不良资产资源渠道、处置能力等方面的优势，专注于特殊资产的收购与处置、重点项目的并购与重组、问题企业的诊断与盘活，助力构建地方不良资产处置生态圈。在合作方面，与合资公司的不同之处在于，合资公司的合作方主要为江苏省各地级市政府，而合伙企业的合作方主要为无锡市下属各区县市级政府。截至2019年9月末，联信资产主要负责5家国有基金（有限合伙形式）和2家民营基金（有限合伙形式）的管理和服务工作。其中，国有基金是指合作对象主要是政府或其指定的国有资本运营主体，联信资产主要在无锡联宜资产投资基金中心（有限合伙）、无锡联惠投资中心

(有限合伙)、无锡联赢产业优化调整投资企业(有限合伙)、镇江丹阳联盛资产投资基金(有限合伙)和无锡联湖产业调整投资企业(有限合伙)五家国有基金中担任普通合伙人,主要负责资产包的前期尽调、维护、清收、项目方案的设计以及基金的分配等,收取的基金管理费费率为年化0.5%~1%;民营基金是指合作对象主要是民营资本运营主体,联信资产在无锡苏润投资中心(有限合伙)、无锡苏讯投资中心(有限合伙)中担任基金管理外部顾问,主要负责提供资产收购信息、提供资产处置信息、对基金的管理提供咨询管理建议等,收取的基金服务费费率为年化0.6%。公司在两家民营基金中的投资比例超过50%,但根据合伙协议,上述两家基金设立投资决策委员会,成员5人,投资决议须经投资决策委员4/5以上委员同意后方可执行,公司或其子公司推荐2人,未达到

实际控制,因此上述两家未纳入合并报表范围。截至2019年9月末,公司在合伙企业中的投资比例情况见表6。

在基金运营方面,公司一方面以LP角色进行投资,获取收益分红,收益分红计入公司投资收益科目中;另一方面,联信资产作为基金管理人及服务商,通过对基金的运营管理,赚取基金管理服务费用,计入公司营业收入中。公司合伙企业的设立主要集中在2016和2017年,主要是由于当时地方不良资产规模增长明显,为化解地方政府债务压力进而设立相关基金对不良资产进行专业化的承接及处置。目前,公司部分运营的基金已经处于收缩期,但未完全退出,预计清算退出后均能实现收益。公司计划未来对合伙企业的数量及规模进行压缩以精简目前的管理架构,解散部分业务较少的合伙企业并将相关业务转移至合资公司管理。

表6 2019年9月末公司合伙企业情况

单位:亿元、%

序号	名称	注册资本	投资比例
1	无锡苏润投资中心(有限合伙)	20.00	70.00
2	无锡苏讯投资中心(有限合伙)	20.00	70.00
3	无锡联赢产业优化调整投资企业(有限合伙)	30.00	50.00
4	无锡联湖产业调整投资企业(有限合伙)	10.00	40.50
5	无锡联惠投资中心(有限合伙)	1.00	10.00
6	无锡联宜资产投资基金中心(有限合伙)	10.00	10.00
7	镇江丹阳联盛资产投资基金(有限合伙)	10.00	10.00

数据来源:公司提供,联合资信整理

总体看,公司通过与地方政府及社会投资人共同设立合伙企业的形式加深拓展地方不良资产的收购与处置,在地方不良资产集中爆发的时期为维护地方金融稳定起到了积极的作用,但随着基金到期后逐步退出以及公司未来业务的整合,合伙企业管理服务业务的规模将有所下降。

七、风险管理分析

公司根据自身业务发展和经营需要逐步完善风险管理体系,初步构建了由董事会、监事会、经营管理层、法律合规部(风险管理部)、

业务管理部、各业务部门及其他职能部门组成的全面风险管理体系。其中,董事会是公司风险管理的最高决策机构,对全面风险管理的有效性负最终责任,董事会下设风险管理委员会,主要负责对公司风险管理政策、风险管理目标及工作规划、重要风险管理制度、重大风险项目处置方案进行审议并提出建议,检查监督风险管理执行情况,决定有关风险管理的重大事项等;监事会通过监督风险管理活动职责的履行情况,对面临的主要风险进行调查、评价,提出意见或建议;经营管理层根据董事会的授权,履行全面风险管理的具体责任。2018年,

公司将原风险管理部中的风险管理职能划入法律合规部负责，法律合规部更名为法律合规部（风险管理部），负责公司风险管理和法律合规相关工作；设立业务管理部，专职负责公司业务管理及内部审计工作。

对于分支机构的风险管理方面，公司推动下设合资公司参照公司相关制度完善合资公司的风险管理制度，并对合资公司业务审查流程进行了规定；内部成立子公司/基金项目评审小组，审查子公司/基金报送的相关项目。

1. 信用风险

公司信用风险主要来自不良资产经营业务及其他资产负债表内外信用风险暴露。公司建立了《业务项目审批操作办法》，对立项审批、项目审批、项目实施审批、项目方案变更审批、项目资产处置审批等不良资产经营业务可能涉及到的各个环节进行流程化管理。立项审批为不良资产经营业务的第一环节，当业务部门收到不良资产业务邀请后，项目组按规定完成项目初步调研，核实项目基本情况、确定项目总体方案，撰写项目立项报告，并依次由部门负责人、业务管理部、分管领导、总经理进行审批。项目立项后，项目组按公司相关规定做好项目的尽职调查、资产评估、谈判等工作，收集和管理项目资料，形成项目具体实施方案，之后依次按照部门负责人、业务管理部、法律合规部（风险管理部）、风险评审小组、业务决策委员会、总经理、董事会的顺序进行审批。其中，风险评审小组由公司分管风险领导、法律合规部（风险管理部）、业务管理部门负责人组成；业务决策委员会由公司全部高级管理人员以及业务和风险等主要部门负责人构成，上会项目获一半以上票数同意方可通过。业务决策委员会评审通过后，项目组将项目申报材料及业务决策委员会会议纪要提交公司总经理审批，而后提交公司董事会作最终决策审批。项目实施审批为不良资产收购前的最终审批流程，主要为对决策审批意见及项目实施条件的落实

情况的审批。

在业务集中度管控上，公司开展的非金收购业务存量规模不得超过公司总资产的50%，并加强了行业、区域、客户集中度风险管理，避免非金业务过度集中于单一行业、区域或客户。原则上单个主体与公司开展的非金收购业务存量规模应不高于公司净资产的10%，如为集团公司的，单个集团的非金收购业务存量规模应不高于公司净资产的15%。非金融机构不良资产在单一行业的存量规模，不得超过公司目前开展的非金收购业务存量规模总额的50%。

不良资产的处置方面，公司建立了《不良资产处置管理办法》《资产处置授权管理制度》等相关制度规定。公司对不良资产处置实行“统一授权、集体审查、分级批准”的原则，明确了前期准备、项目谈判、分析定价、方案制定、申报审批、方案实施、实施监控、账务处理、审计结项和资料归档共十个标准化处置程序，同时对以物抵债、修改债务条款、资产置换、债权转股权、债权追偿、资产转让等不良资产处置方式进行了规范。公司对于不良处置设置了审批授权权限，其中债权单户处置损失预计500万元以上的、债权批量处置损失预计1000万元以上的、抵债资产的抵债金额及处置时公允价值有一高于1000万元的均需上报至董事会审批，其余情况由经营管理层审批。

2. 市场风险

公司的市场风险主要来自于所持有的利率敏感型资产和银行借款，不良资产经营业务、基金和投资业务以及银行借款等融资业务均一定程度上面临市场价格波动带来的市场风险。

为防范上述风险，公司在开展不良资产经营业务的立项阶段即做好估值分析，视资产的客观条件采取外部评估或内部估值等方式为资产处置定价提供参考依据，并结合法律意见、处置公告反馈信息情况、谈判结果、处置方式选择、处置时机判断等因素，拟定合理的资产处置价格。此外，投资及融资业务方面，公司

金融产品投资收益率需不低于同期国联集团资金运作指导价格，融资成本需在预算框架内合理压降。

3. 流动性风险

公司流动性风险主要源于项目回收资金进度滞后于预期、融资能力下降以及资产负债期限结构错配等方面。公司财务会计部是日常流动性风险的管理部门，对公司资金预算进行管理和监督，及时筹措、合理调度和有计划安排资金，重点关注不良资产经营业务收购、管理和处置期间的资金使用和回收情况。对于闲置资金的使用，公司规定投资标的需为安全性高、流动性好的金融产品，对于超过1000万元以上的大额投资还需经国联集团风险管控委员会审议。

目前，公司融资渠道主要为银行借款，得益于良好的股东背景以及国联集团为公司提供的较为充足的担保措施，公司与当地多家银行建立了合作关系并获得了较大的授信规模，外部融资能力较强。未来，公司将进一步拓展直接融资方式，构建多元化和分散化的融资体系，并根据资产负债期限结构变化情况主动调整负债期限配置，降低资产负债期限错配所带来的流动性风险。

4. 操作风险

公司面临的操作风险主要为合规及法律等方面的问题所带来的风险。公司法律合规部（风险管理部）承担此类风险管理的主要责任，并制定了《合规风险管理制度》《法律事务管理制度》《法律文件面签管理办法》等相关管理制度。

合规管理方面，法律合规部（风险管理部）制定并执行风险为本的合规管理计划，包括特定政策和程序的实施与评价、合规风险评估、合规性测试、合规培训与教育等；审核评价公司各项政策、程序和操作指南的合规性，组织、

协调和督促各业务条线和内部控制部门对各项政策、程序和操作指南进行梳理和修订，确保各项政策、程序和操作指南符合法律、规则和准则的要求；协助相关培训和教育部门对员工进行合规培训，并制定合规管理程序以及合规手册、员工行为准则等合规指南。

法律风险管理方面，公司法律合规部（风险管理部）对不良资产经营业务中涉及的法律问题提供法律协助，并对诉讼和非诉讼类法律事务以及聘请的常年法律顾问和专项法律顾问做出了较为详细的管理规定。此外，业务过程中涉及的法律文件签署的环节，公司规定需至少委派两名面签人员实行现场面签，并对面签的前期准备、实施过程以及后期管理的相关流程做出了详细的规定。

总体看，公司建立了适应自身业务发展的风险管理体系，但随着非金融机构不良资产经营业务规模的迅速扩大、业务的多元化发展，风险管理水平需不断提高。

八、财务分析

公司提供了 2016—2018 年及 2019 年前三季度合并财务报表，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016—2017 年合并财务报表进行了审计，江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018 年合并财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。2019 年前三季度合并财务报表未经审计。2016—2018 年，公司将无锡联信资产管理有限公司纳入合并报表范围。

1. 资产质量

近年来，公司资产规模稳步增长。截至 2018 年末，公司资产总额 161.89 亿元（见表 7），资产结构以应收账款、投资类资产和长期应收款构成。

表7 资产结构

单位：亿元、%

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	1.44	1.06	10.09	6.64	4.00	2.47
应收账款	84.76	62.55	66.70	43.86	52.89	32.67
投资类资产	49.22	36.33	48.70	32.02	78.56	48.53
其中：可供出售金融资产	20.58	15.19	43.74	28.76	73.28	45.26
长期股权投资	27.04	19.96	4.96	3.26	5.28	3.26
长期应收款	-	-	24.26	15.95	24.26	14.99
其他类资产	0.08	0.06	2.32	1.52	2.18	1.35
资产总额	135.51	100.00	152.06	100.00	161.89	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

近年来，公司货币资金规模有所波动，但占资产总额的比重不高，2018 年末货币资金余额 4.00 亿元，占资产总额的 2.47%。

公司应收账款主要为金融及非金融企业不良资产包对应的债权，近年来应收账款规模呈下降趋势，主要是由于不良资产包清收情况较好所致。截至 2018 年末，公司应收账款余额为 52.89 亿元，占资产总额的 32.67%；其中，金融企业不良资产余额 48.09 亿元，非金融企业不良资产余额 4.80 亿元。

公司投资类资产主要包括可供出售金融资产和长期股权投资。公司将其投资的有限合伙企业、收购的金融企业不良资产包、通过资管计划和信托计划收购的非金融企业不良资产项目以及投资的权益工具计入可供出售金融资产科目。近年来，公司可供出售金融资产规模快速增长。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产余额 73.28 亿元，占资产总额的 45.26%。其中，公司投资的 7 家有限合伙企业余额合计 19.37 亿元；不良资产包余额合计 26.97 亿元，全部为金融企业不良资产；通过资管计划和信托计划收购的非金融企业不良资产余额 13.50 亿元；投资的信托产品余额 1.06 亿元，底层资产为不良资产支持证券的次级档份额；持有的权益工具余额 12.37 亿元，包括持有的 5.57 亿元江苏南通农村商业银行股份有限公司股权和 6.79 亿元江苏银行股份有限公司股权，其中前者为直接股权投资，后者为不良资产收购处置

过程中通过以股抵债而形成的股权投资。

截至 2018 年末，公司长期股权投资为其对 7 家联营企业的股权投资，余额合计 5.28 亿元。2016 年，公司收购了无锡市惠山古街开发建设有限公司（以下简称“惠山古街公司”）不良资产，收购金额为 38.90 亿元，当年公司与惠山古街公司签订了债转股协议，以对其 24.26 亿元债权置换惠山古街公司持有的无锡市文化旅游发展集团有限公司（以下简称“无锡文旅集团”）40.26%的股权，导致 2016 年末公司长期股权投资账面余额大幅上升；2017 年，公司与无锡国联实业投资集团有限公司（以下简称“国联实业投资集团”）签订股权转让协议，将上述股权转让给国联实业投资集团，转让价格为 24.26 亿元，导致 2017 年末公司长期股权投资账面余额大幅下降。由于该笔资金尚未到账，计入长期应收款科目，截至 2018 年末，公司长期应收款余额为 24.26 亿元，占资产总额的 14.99%。根据上述转让协议的补充协议，自 2019 年起，国联实业投资集团向公司支付 2.00 亿元/年，直至 24.26 亿元付清为止，2019 年 9 月，公司收到第一笔股权转让款 2.00 亿元。其他关联交易方面，截至 2018 年末，公司认购的国联信托股份有限公司发行的信托产品余额为 1.06 亿元；认购的国联证券股份有限公司定向资管产品余额为 6.00 亿元；公司存入国联财务有限责任公司的存款余额为 3.23 亿元。

2019 年前三季度，公司资产规模基本保持

稳定，2019年9月末资产总额为159.50亿元。从资产结构来看，应收账款和投资类资产仍为其主要的资产类别，长期应收款占比仍较高。截至2019年9月末，公司货币资金余额0.27亿元，占资产总额的0.17%；应收账款余额66.13亿元，较上年末增长25.02%，占资产总额的41.46%；投资类资产余额68.75亿元，较上年末有所下降，占资产总额的43.10%，其中可供出售金融资产余额为61.49亿元；长期应收款余额22.26亿元，占资产总额的13.96%。

总体看，近年来，公司资产规模趋于稳定，资产端投向主要为金融和非金融企业的不良资产以及其联营企业和合伙企业。另一方面，公司持有的货币资金较少，同时长期应收款规模较大，对公司资产流动性产生一定影响。

2. 资本与杠杆水平

公司业务发展主要依赖股东给予的信用支持来获取银行授信，以满足不良资产收购业务

的资金需求，市场融资渠道尚未完全打开，因此负债结构较为单一。截至2018年末，公司负债总额103.22亿元（见表7），其中借款余额77.91亿元，占负债总额的75.48%。

公司借款大部分为银行借款，仅有一笔由国联财务有限责任公司发放的短期信用借款。从借款期限来看，长期借款占全部借款的68.85%，借款期限一般集中在1~3年。从借款利率来看，2018年公司平均借款利率为4.45%，具有一定资金成本优势。从担保方式来看，公司借款包括信用借款、保证借款和保证质押借款。截至2018年末，公司信用借款余额23.99亿元，占全部借款余额的30.79%；保证借款余额10.25亿元，占比13.16%，由国联发展集团提供保证；保证质押借款余额43.67亿元，占比56.05%，是由出质人无锡国联实业投资集团有限公司以其依法持有的无锡文化旅游发展集团有限公司股权提供质押担保，同时由保证人国联集团提供连带责任保证担保。

表7 负债结构

单位：亿元、%

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
借款	81.92	81.16	75.77	78.56	77.91	75.48
其他应付款	14.80	14.66	6.40	6.63	6.93	6.72
预收款项	2.61	2.59	12.47	12.92	17.07	16.53
其他类负债	1.61	1.60	1.82	1.89	1.31	1.27
合计	100.94	100.00	96.44	100.00	103.22	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

得益于良好的股东背景，公司目前获得了农业银行、中国银行、建设银行、国家开发银行、工商银行、交通银行、招商银行和江苏银行8家银行的授信，另有国联财务有限责任公司的授信。截至2019年9月末，公司共获得银行授信额度114.00亿元，未使用额度51.52亿元。

公司其他应付款主要系因公司与联营企业或其他第三方合作开展不良资产业务形成的借款。截至2018年末，公司其他应付款余额6.93亿元，其中往来款余额6.10亿元，最大一笔往

来款2.40亿元，为其与联营企业江苏联濠资产管理有限公司的往来款。

公司预收款项为预收的资产包款项，主要为预收的联营企业和合伙企业的资产包收购款。因联营企业和合伙企业无不良资产收购资格，因此双方共同出资开展不良资产业务，其中联营企业和合伙企业出资部分先支付给公司，再由公司对外进行不良资产包的收购，待收购的项目处置完成实现收益后，再将收益分成给联营企业和合伙企业。近年来，公司预收款项规模上升较快；截至2018年末，公司预收款项余

额为 17.07 亿元，占负债总额的 16.53%。

表 8 资本实力及杠杆水平 单位：亿元、%

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
所有者权益	34.56	55.62	58.66
资产负债率	74.49	63.42	63.76
长期债务资本化比率	65.20	45.07	47.76
全部债务资本化比率	70.33	57.67	57.05

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

公司成立时初始注册资本为 50.00 亿元，实收资本 10.00 亿元；2013 年公司股东实缴第二期出资后，实收资本增至 30.00 亿元；2017 年公司股东实缴第三期出资后，实收资本增至 50.00 亿元。截至 2018 年末，公司所有者权益合计 58.66 亿元，其中实收资本 50.00 亿元，未分配利润 7.33 亿元。自成立以来至 2018 年末，公司尚未对股东进行分红。从杠杆水平来看，随着 2017 年公司实收资本的增加，公司杠杆水平有所下降。截至 2018 年末，公司资产负债率为 63.76%，全部债务资本化比率为 57.05%（见表 8）。

2019 年以来，公司借款力度有所减小。截至 2019 年 9 月末，公司负债总额 95.82 亿元，较上年末减少 7.17%。其中，借款余额 62.48 亿元，占负债总额的 65.21%，全部借款中长期借款占比上升至 90.40%；预付款项余额 17.64 亿元，与上年末基本持平，占负债总额的 18.14%；其他应付款余额 14.10 亿元，较上年末大幅增长，主要系收到无锡市文化旅游发展集团有限公司的往来款 11.00 亿元所致。上述款项形成原因为：公司 2016 年收购了惠山古街不良资产项目，经债转股及回收现金 1.04 亿元后，该不良资产项目余额为 13.60 亿元；上述不良资产的抵押物为麒麟地块。2019 年 9 月，无锡文旅集团向公司支付 11.00 亿元作为麒麟地块解押的保证金，待麒麟地块出让后，该地

块的土地出让收益中的 15.00 亿元最终用于偿付给公司。从杠杆水平来看，截至 2019 年 9 月末，公司资产负债率为 60.07%，全部债务资本化比率为 49.52%，杠杆水平有所下降。

总体看，公司资本实力较强，利润留存带来的资本内生增长能够进一步提升资本规模。公司良好的股东背景为其拓展银行授信渠道奠定了较好基础，银行渠道融资能力和议价能力较强；但市场化融资渠道尚未完全建立，融资渠道较为单一。此外，公司财务杠杆水平相对较高，但不良资产处置周期与借款期限的匹配情况较好，有助于降低未来面临流动性风险的可能性。

3. 盈利水平

公司的营业收入主要来自不良资产经营业务，2018 年公司实现营业收入 32.36 亿元。其中，不良资产经营业务收入 32.20 亿元，占公司营业收入的 99.48%；包括金融机构不良资产经营收入 31.95 亿元和非金融机构不良资产经营收入 0.24 亿元。公司将其投资的信托产品、资管计划、权益工具及长期股权投资获得的收益计入投资收益会计科目，2018 年公司实现投资收益 1.59 亿元（见表 9），包括可供出售金融资产在持有期间的投资收益 1.28 亿元和长期股权投资收益 0.32 亿元。

表9 收益指标

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	8.56	25.77	32.36
营业成本	4.10	19.33	23.93
管理费用	0.31	0.38	0.38
财务费用	3.54	3.08	4.19
投资收益	0.46	0.75	1.59
利润总额	0.87	3.98	5.47
净利润	0.66	3.03	4.22
费用收入比	44.96	13.42	14.14
平均资产收益率	0.47	2.11	2.69
平均净资产收益率	2.04	6.73	7.39

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

随着业务的不断发展，业务及负债规模的逐步扩大，公司营业成本和以利息支出为主的财务费用不断增长。2018 年，公司发生营业成本 23.93 亿元，管理费用和财务费用分别为 0.38 亿元和 4.19 亿元；费用收入比为 14.14%，成本费用支出水平较低。2018 年，公司实现净利润 4.22 亿元；平均资产收益率 2.69%，平均净资产收益率 7.39%。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 20.17 亿元，发生营业成本 13.15 亿元；实现净利润 4.39 亿元。

总体看，公司不良资产管理业务经营情况良好，带来了较为稳定的盈利回报；由于公司不良资产收购处置业务经营时间尚短，未形成规模效应且前期收购的大部分不良资产尚处于处置阶段，盈利未完全体现，导致费用控制水平和盈利水平一般；随着不良资产收购处置业务进程的推进，公司盈利水平有望得到提升。

4. 现金流量分析

近年来，公司经营活动产生的现金流呈净流入且规模有所波动，主要系不良资产经营业务处置与回收收到的现金规模波动所致；公司投资活动产生的现金流由净流入转为净流出，主要系公司加大股权投资所致；公司筹资活动产生的现金流净额呈现波动，2017 年呈净流入，主要是由于当年收到股东实缴出资 20.00 亿元所致，2018 年呈净流出，主要系偿还到期债务所支付的现金净额有所增加所致。2018 年，公司筹资前现金流入量与全部债务的比例为 90.10%。截至 2018 年末，公司现金及现金等价物余额 4.00 亿元（见表 10）。

整体看，公司主要依靠经营性活动产生的现金流满足投资及到期债务偿付所需资金需求，现金流整体有所趋紧，但考虑到其良好股东背景给予的信用背书以及充裕的银行授信规模，其现金流管理压力不大。

表10 公司现金流情况

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动产生的现金流量净额	19.26	26.76	16.63
投资活动产生的现金流量净额	1.34	-28.90	-20.55
筹资活动产生的现金流量净额	-20.59	10.79	-2.17
现金及现金等价物净增加额	0.01	8.65	-6.09
期末现金及现金等价物余额	1.44	10.09	4.00
筹资前现金流入量/全部债务	136.61	159.76	90.10

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

5. 偿债能力分析

近年来，公司债务规模整体较为稳定，EBITDA 逐年增长，流动比率有所下降但处于较好水平。截至 2018 年末，公司流动比率为

117.04%；全部债务 77.91 亿元，EBITDA 为 9.75 亿元，EBITDA 利息倍数为 2.29 倍，全部债务/EBITDA 为 7.99 倍（见表 11）。整体看，公司的偿债能力较好。

表 11 主要偿债能力指标

单位：亿元、%、倍

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率	246.82	157.53	117.04
全部债务	81.92	75.77	77.91
EBITDA	4.46	7.11	9.75
EBITDA 利息倍数	1.24	2.27	2.29
全部债务/EBITDA	18.37	10.66	7.99

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2019 年 11 月 28 日，公司无未结清不良或关注类已结清贷款。

7. 抗风险能力

作为江苏省首家省级地方资产管理公司，公司在防范化解地方区域金融风险方面具有重要作用，在资本和业务方面可以得到江苏省政府的支持，在江苏省的业务布局得到了保障。综上，公司整体抗风险能力极强。

亿元、7.11 亿元和 9.75 亿元，分别为本期中期票据本金的 0.45 倍、0.71 倍和 0.98 倍；经营活动产生的现金流入量分别为 59.48 亿元、90.64 亿元和 65.63 亿元，分别为本期中期票据本金保障倍数的 5.95 倍、9.06 倍和 6.56 倍；经营活动现金流量净额分别为 19.26 亿元、26.76 亿元和 16.63 亿元，分别为本期中期票据本金保障倍数的 1.93 倍、2.68 倍和 1.66 倍。

总体看，公司的 EBITDA、经营活动现金流入量对本期中期票据本金偿付保障程度较好。考虑到公司获得较大规模的授信，以及实际控制人为无锡市国资委，能够在资本补充及流动性等方面给予公司较大支持，公司对本期中期票据本金的实际偿付能力极强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模为人民币 10.00 亿元，分别占 2018 年末公司全部债务和长期债务的 12.84%和 18.64%，对公司现有债务结构和规模影响不大。

截至 2018 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.76%、57.05%和 47.76%；以 2018 年末财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述三项指标分别上升至 65.87%、59.98%和 52.04%，债务负担变化不大。

2. 本期中期票据偿债能力分析

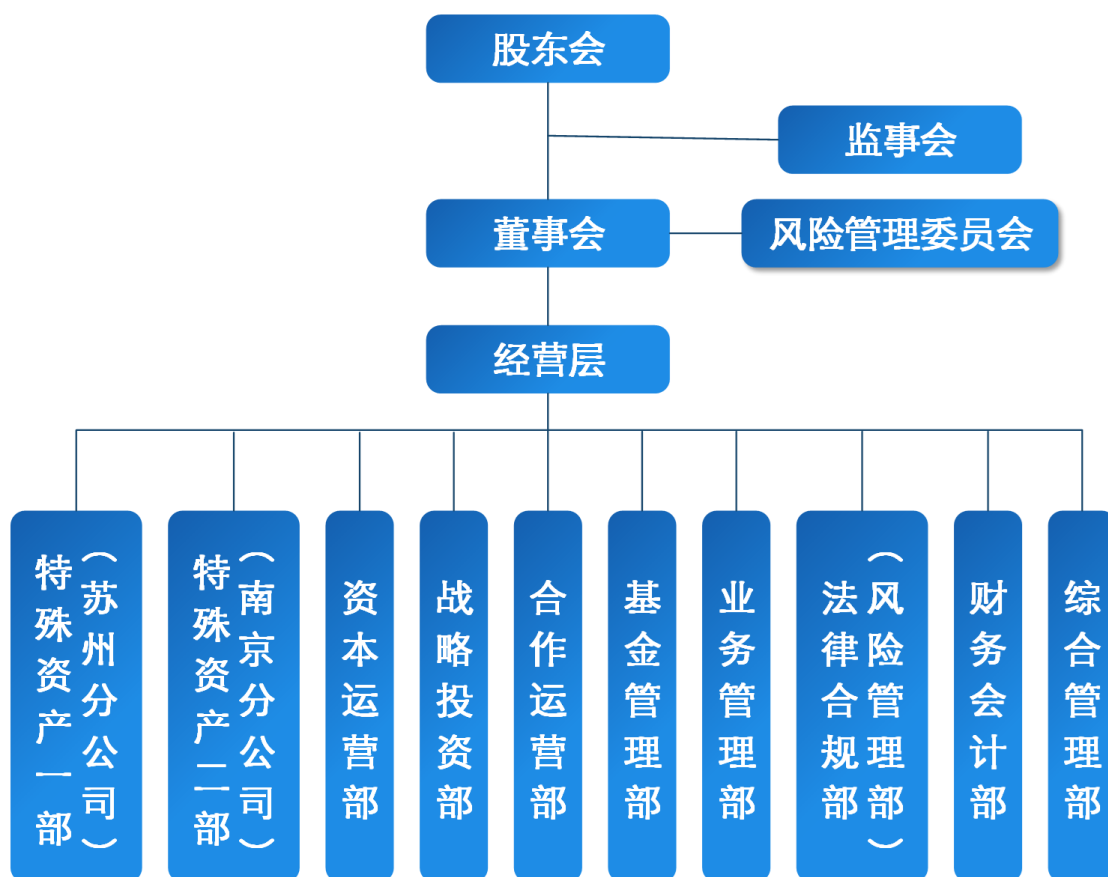
2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 4.46

十、结论

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。目前，公司已与区域内多家金融机构建立了良好的合作关系，同时依托于良好的股东背书，银行渠道融资能力和议价能力较强，业务发展资金能够得到保障，有助于其流动性保持较好水平。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；控股股东国联集团综合

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。另一方面，公司市场化融资渠道尚未完全建立，融资渠道较为单一，对银行借款的依赖度较高，随着不良资产经营业务规模的扩大，公司负债结构有待进一步优化。同时，公司非金融不良资产经营业务规模快速增长，对公司不良资产处置能力和风险管控能力提出更高要求。此外，在监管机构加强对地方资产管理公司管理的背景下，对公司业务发展带来的影响需关注。综上所述，联合资信认为，在未来一段时期内江苏资产管理有限公司信用水平将保持稳定。

附录 1 2019 年 9 月末公司组织结构图



附录 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资本结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
盈利指标	
费用收入比	(管理费用+财务费用)/营业收入×100%
平均资产收益率	当期净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
平均净资产收益率	当期净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
现金流量指标	
筹资前现金流量净额/流动负债	(经营活动现金流量净额+投资活动现金流量净额)/流动负债×100%
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×100%
偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附录 3-1 资产管理公司主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附录 3-2 资产管理公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信资产管理公司中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附录 3-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 江苏资产管理有限公司 2020 年度第一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有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

江苏资产管理有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

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

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

如江苏资产管理有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对江苏资产管理有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

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