信用等级公告

联合〔2020〕2768 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，维持“20 江苏资产 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十八日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

江苏资产管理有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
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

跟踪评级债券概况：

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

评级时间：2020 年 7 月 28 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	2
		资本结构		3
		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，随着公司不良资产收购处置业务的持续推进，盈利能力或将进一步增强，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，公司非金融机构不良资产经营业务规模快速扩大，重组期过后的回款情况需关注。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综上所述，联合资信确定维持江苏资产管理有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 江苏资产 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该评级结论反映了公司已发行中期票据的违约风险极低。

优势

1. **综合竞争实力较强。**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. **融资能力较强。**公司已与区域内多家金融机构建立了良好的合作关系，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，2020 年进一步丰富了直接融资渠道。
3. **盈利水平进一步提高。**随着业务的不断成熟，2019 年公司盈利水平有所上升。
4. **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；公司控股股东国联集团综合实力强，拥有多元化经营平台，

分析师：郎 朗 朱天昂
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

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。

关注

1. **业务结构发生明显调整。**2019年，公司非金融机构不良资产经营业务规模快速增长，对风险管控能力提出更高要求，重组期满后的资金回收情况需关注。
2. **业务多元化发展对公司经营带来挑战。**公司不断投资设立联营企业及合伙企业，并于2020年合并了上市公司远程电缆股份有限公司，多元化的经营加大了公司在投资决策、内控等方面的管理难度。

主要财务数据：

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额(亿元)	152.06	161.89	164.15
负债总额（亿元）	96.44	103.22	99.04
所有者权益(亿元)	55.62	58.66	65.11
资产负债率(%)	63.42	63.76	60.33
不良资产业务余额（亿元）	84.36	93.37	101.63
流动比率（%）	157.53	117.04	62.45
全部债务资本化比率（%）	57.67	57.05	51.48
项目	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**
营业收入(亿元)	25.77	32.36	26.72
利润总额(亿元)	3.98	5.47	7.83
净利润（亿元）	3.03	4.22	6.10
不良资产业务收入/营业收入（%）	99.43	99.48	99.14
EBITDA 利息倍数（倍）	2.27	2.29	3.47
全部债务/EBITDA(倍)	10.66	7.99	6.23
平均资产收益率（%）	2.11	2.69	3.74
平均净资产收益率（%）	6.73	7.39	9.86

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
AAA	稳定	2020/2/25	寇妙融 朱天昂 高鑫	地方资产管理公司信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；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
2020 年跟踪评级报告

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**

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

截至2019年末，公司设有特殊资产一部（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个职能部门；在职员工71人。

截至2019年末，公司资产总额164.15亿元，负债总额99.04亿元，所有者权益65.11亿元；资产负债率为60.33%。2019年，公司实现营业收入26.72亿元，实现净利润6.10亿元。

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、已发行债券概况

截至本报告出具日，公司存续期内且经联合资信评估有限公司评级的债券为2020年6月9日公开发行的2020年度第一期中期票据，债券概况见表2。

表 2　债券概况

债券简称	20 江苏资产 MTN001
发行日期	2020-06-09
发行规模	10.00 亿元
期限	3 年
票面利率	3.50%

数据来源：中国货币网，联合资信整理

三、宏观经济和政策环境

1．宏观经济环境分析

（1）宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 3），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 3　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	18.4
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	-3.9
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-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，GDP 为不变价规模
4.城镇失业率统计中，2016-2017 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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年

回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较上季度末进一步上升，生产者价格仍旧处于通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

（2）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；

2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

（3）宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

（2）区域经济发展概况

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。但另一方面，江苏省银行业不良率持续下降，在此情况下金融机构不良资产转让的迫切度可能减弱并进而导致同业竞争激烈，或将对公司主业的发展造成一定限制。

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。

2019 年，江苏省经济增速有所放缓，全年实现地区生产总值 99631.5 亿元，按可比价格计算，较上年增长 6.1%。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。2019 年，江苏省第一产业增加值 4296.3 亿元，同比增长 1.3%；第二产业增加值 44270.5 亿元，同比增长 5.9%；第三产业增加值 51064.7 亿元，同比增长 6.6%，三次产业增加值比例调整为 4.3∶44.4∶51.3。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，2019 年实现一般公共预算收入 8802.4 亿元，比上年增长 2.0%。2019 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 6.2%。

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 2019 年末，江苏省金融机构人民币存款余额 152837.3 亿元，比年初增长 9.4%；金融机构人民币贷款余额 133329.9 亿元，比年初增长 15.2%。此外，江苏省银行业整体信贷资产质量持续向好，低于全国的平均水平。截至 2019 年末，江苏省银行业不良贷款率 1.04%，较年初下降 0.17 个百分点。

四、行业政策分析

1.行业概况

1．行业概况

资产管理公司（Asset Management Companies，简称 AMC）的主营业务是不良资产经营，并由此延伸到投资、资产管理、信托、担保、租赁等其他业务领域。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的接收处置作用，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、非银金融机构以及其他非金融机构。其中，银行不良资产主要指的是不良贷款，包括次级、可疑和损失贷款及其利息。随着国内宏观经济低位运行和结构调整的深化，国内商业银行不良贷款余额及不良贷款率持续攀升，风险化解需求增加。银保监会公布的数据显示，截至 2019 年末我国商业银行不良贷款余额 2.41 万亿元，不良贷款率为 1.86%，较上年末增长 0.03 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，近年来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。非金融企业不良资产，主要是指企业形成的各类坏账，最常见的就是企业被拖欠的各种货款、工程款等。国家统计局公布的数据显示，截至 2019 年末，我国工业企业应收票据和应收账款规模 14.34 万亿元，较上年末增长 6.41%，非金融企业应收账款逐步沉淀形成的坏账继续增厚不良资产储备。不良资产的下游投资者是不良资产的最终购买方，主要包括其他各类投资机构、工商企业及个人等。下游投资者通过购买、协议转让、参加法院拍卖获得不良资产，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。

2．行业竞争格局

目前随着国内地方 AMC 数量的不断增加，非持牌 AMC、银行系金融资产管理公司以及外资 AMC 的进入，不良资产管理行业格局逐步多元化，同时带来一定行业竞争加剧。但另一方面，市场竞争度的提升一定程度上有利于形成合理的市场价格，使不良资产的价值得到最大实现。

我国不良资产管理行业目前已形成

“4+2+N+银行系”的格局，即华融、长城、东方、信达四大金融资产管理公司（以下简称“四大 AMC”），每省原则上不超过两家省级地方资产管理公司（以下简称“地方 AMC”），众多非持牌的资产管理公司（以下简称“非持牌 AMC”），以及银行设立的主要开展债转股业务的金融资产管理公司。

四大 AMC 由财政部出资，于 1999 年先后成立，最初分别用以管理和处置工、农、中、建四大国有商业银行剥离的不良资产，是我国不良资产管理行业探索发展的起点。2007 年，四大 AMC 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。四大国有金融资产管理公司经营历史长，不良资产管理经验丰富，且能够在全国范围内批量收购金融机构不良资产，业务规模与专业优势明显。目前，四大金融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 AMC 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。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 AMC 数量已经近 60 家，各省级行政区均设立了至少一家地方 AMC，多数省级行政区设有两家地方 AMC，广东、浙江、福建、山东四省份已设有三家地方 AMC。与四大 AMC 相比，地方 AMC 缺乏不良资产处置专业优势，在融资渠道、资金成本以及议价能力方面均有一定劣势。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。此外，地方 AMC 在处置体量小、数量多、且分散的不良资产方面更具优势，处理方式更加灵活且有针对性，和当地政府、司法部门的协作优势提高了处置效率，这有助于地方 AMC 形成差异化的竞争优势。

非持牌 AMC 指的是不具备开展金融企业不良资产批量转让资质的资产管理公司，主要包括由民间资本成立并专门从事不良资产管理业务的投资公司、大型企业集团设立并以处理企业集团内部不良资产为主的资产管理公司等。目前，在我国长三角、珠三角等经济发达地区，从事不良资产处置的非持牌 AMC 数量繁多。

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业务。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，银行系金融资产管理公司随之诞生。目前，中、农、工、建、交五家银行系金融资产管理公司均已正式开业经营不良资产处置业务，银行系金融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。

2018 年 9 月，银保监会发布《中国银行保险监督管理委员会关于废止和修改部分规章的决定》，取消外资投资入股金融资产管理公司的比例。2020 年 2 月，全球知名不良资产投资管理公司橡树资本的全资子公司—Oaktree（北京）投资管理公司在北京完成工商注册，成为我国首家外资不良资产管理公司。外资 AMC 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。

3．不良资产经营模式

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。

不良资产管理公司在收购金融及非金融机构不良资产后需进行处置并从中获取收益，因此不良资产的经营处置能力也是衡量不良资产管理公司核心竞争力的重要标准。

目前，不良资产的传统经营模式主要包括收购处置及收购重组。收购处置模式下，不良资产管理公司通过公开竞标或协议转让方式承接不良资产包，并通过本息清收、诉讼追偿、处置抵押物等方式进行处置，最终获取不良资产的清收收益；也可采取二次出售的方式，将全部或部分收购的不良资产出售给其他不良资产投资者，最终获得买卖价差收益。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。收购重组模式下，不良资产管理公司与债权人及债务人三方达成协议，在向债权企业收购债权的同时与债务企业及关联方达成重组协议条款，约定还款金额、方式、时间、抵押物等相关要素，因此收购重组模式下收益的确定性更强。此外，随着不良资产管理行业的不断发展成熟，市场化债转股、不良资产专项基金、不良资产证券化等创新经营模式应运而生，但由于上述经营模式及交易架构更为复杂，目前更多处于探索尝试阶段。

4．监管政策

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。

目前，四大 AMC 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 AMC 是否属于金融机构一直没有明确说法，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地区地方 AMC 的日常监管，包括机构设立、变更、终止、风险防范和处置等工作，并督促地方 AMC 严格遵守相关法律法规和监管规则。

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 AMC 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”。

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《金融资产投资公司管理办法（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。

5. 未来发展

我国经济“三期叠加”效应逐步显现，实体经济持续累积了较大的偿债压力，地方政府债务降杠杆，金融体系风险化解需求增加，多重因素带来不良资产供给增长的持续动力，给不良资产管理公司带来较大的发展空间；随着金融创新和不良资产业务市场化手段的不断丰富，不良资产处置模式也愈发多样，不良资产管理行业也会更加成熟；随着监管规则的完善，行业也有望迎来规范发展。

与此同时，随着各类不良资产管理公司的进入，行业扩容将使得竞争加剧，优质资产的甄别获取能力和处置收益能力强弱在差异化竞争中愈发重要。此外，因不良资产管理的业务周期普遍较长，投资成本相对较高，对不良资产管理公司的流动性管理和融资能力提出更高要求。

五、公司治理及内部控制

2019年，公司持续完善“三会一层”的治理架构及运行机制，内部控制水平进一步提高；员工综合素质较高、从业经验较丰富，对公司业务发展有积极的推动作用。

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2019年末，公司注册资本及实收资本均为50.00亿元。

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 2019 年末，国联集团注册资本 80.00 亿元，总资产规模 940.15 亿元，所有者权益规模 333.50 亿元；2019 年，国联集团实现营业收入 217.65 亿元，净利润 17.29 亿元，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。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一定政策和业务的支持。截至 2019 年末，公司股权无对外质押的情况。

2019 年，公司持续完善由股东会、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，三会一层结构未发生重大变化。截至 2019 年末，

公司董事会由 3 名董事组成，均由国联集团委派；监事会由 3 名监事组成，其中职工监事 2 名，股东监事 1 名；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；公司董监高人员均具有较丰富的金融从业及管理经验。截至 2019 年末，公司共有员工 71 人，其中硕士学历占 32.39%，本科学历占 61.97%。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等金融机构，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。

公司设立了法律合规部（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。2019年，公司开展了一系列检查，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。

公司制定了关联交易制度，在关联交易的审批权限及审批程序、定价依据等方面进行了明确约定，关联交易风险可控。截至2019年末，公司规模较大的几笔关联交易主要包括认购的国联信托股份有限公司发行的信托产品0.77亿元、国联证券股份有限公司定向资管产品6.32亿元，无锡国联实业投资集团有限公司13.26亿元长期应收款，与国联财务有限责任公司开展的存贷款业务以及与联营企业和参股企业形成的应收应付款。

六、业务经营分析

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。

公司营业收入主要来源于不良资产经营业务。2019年，公司不良资产经营业务收入较上年有所下降，一方面由于金融机构不良资产经营业务规模有所减少，一方面由于当年大量开展的非金融机构不良资产经营业务尚未实现处置收益所致（见表4）。

表4　公司营业收入结构　　单位：亿元、%

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不良资产经营业务	25.62	99.43	32.20	99.48	26.49	99.14
合伙企业管理服务业务	0.13	0.51	0.16	0.48	0.15	0.56
物业租赁业务及其他	0.01	0.06	0.01	0.03	0.08	0.30
营业收入合计	**25.77**	**100.00**	**32.36**	**100.00**	**26.72**	**100.00**

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

1. 不良资产经营业务

2019年，公司大力发展非金融机构不良资产经营业务，不良资产收购规模进一步扩大，业务结构有所调整，但非金融机构不良资产经营业务的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则无区域限制。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。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25%~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。2019年，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的减少，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持续下降，不良资产经营业务结构有所改变（见表5）。

表5　公司不良资产经营业务账面余额情况　　单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
金融机构不良资产余额	84.16	99.76	75.07	80.40	40.22	39.57
非金融机构不良资产余额	0.20	0.24	18.30	19.60	61.41	60.43
合计	**84.36**	**100.00**	**93.37**	**100.00**	**101.63**	**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

金融机构不良资产经营业务方面，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，目前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主要包括光伏、纺织、造船、化工等制造业和贸易行业。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自主清收以及非自主清收，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。非自主清收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。2019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，收购的折扣率较往年有所降低，不良资产的累计处置率进一步提升（见表6）。

表6　金融机构不良资产经营业务情况　　单位：个、亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年
收购金融机构不良资产包数量	63	36	16
当期收购金融机构不良资产原值	143.19	103.62	82.93
当期金融机构不良资产收购成本	49.63	39.64	22.85
当期金融机构不良资产收购折扣率	34.66	38.25	27.56
金融机构不良资产累计收购成本	254.79	294.42	317.28
金融机构不良资产业务累计收回	170.63	219.36	277.06
金融机构不良资产累计收回/累计收购成本	66.97	74.50	87.32

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。公司非金融机构不良资产经营业务主要采用但不限于债务重组的模式，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。2019年，公司大力发展非金融机构不良资产经营业务，收购规模较往年显著增加（见表7）；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。由于非金融机构不良资产经营业务目前正处在扩张阶段，且尚未进入大规模回款期，处置率相对不高。

表7　非金融机构不良资产经营业务情况　　单位：个、亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年
收购非金融机构不良资产数量	1	10	23
当期收购非金融机构不良资产原值	0.20	25.69	90.03
当期非金融机构不良资产收购成本	0.20	21.30	68.17
当期非金融机构不良资产收购折扣率	100.00	82.92	75.72
非金融机构不良资产累计收购成本	8.50	29.80	97.97
非金融机构不良资产业务累计收回	8.30	11.50	36.56
非金融机构不良资产累计收回/累计收购成本	97.65	38.59	37.31

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

2. 合伙企业管理服务业务

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深入开展地方不良资产的收购、处置与盘活，基金业务稳步发展，业务形式较为灵活。

公司合伙企业管理服务业务主要由子公司无锡联信资产管理有限公司（以下简称“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。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，计入公司营业收入中。截至2019年末，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）、无锡联湖产业调整投资企业（有限合伙）和无锡苏新产业优化调整投资合伙企业（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。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8　2019年末公司主要合伙企业情况　　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）	5.00	10.00
6	无锡联宜资产投资基金中心（有限合伙）	10.00	10.00
7	无锡苏新产业优化调整投资合伙企业（有限合伙）	10.00	100.00

数据来源：公司提供，联合资信整理

2019年，公司与联信资产共同成立了无锡苏新产业优化调整投资合伙企业（有限合伙），并通过该合伙企业及联信资产对上市企业远程电缆股份有限公司（以下简称“远程电缆”）进行纾困。公司通过多次司法拍卖受让股权以及二级市场增持的方式于2019年末合计持有远程电缆20.00%的股权。2020年一季度，公司继续对远程电缆进行股份增持，获得了远程电缆的控制权并将其纳入了合并财务报表。

八、财务分析

公司提供了2019年合并财务报表，公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对合并财务报表进行了审计并出具了标准无保留意见的审计意见。2019年，公司合并报表范围包括无锡联信资产管理有限公司和无锡苏新产业优化调

整投资合伙企业（有限合伙），后者为2019年新纳入企业。

1. 资产质量

2019年，公司资产规模变化不大，资产端投向主要为金融和非金融机构的不良资产以及联营企业和合伙企业股权，但由于部分资产重分类，会计科目的结构发生较大改变。截至2019年末，公司资产总额164.15亿元，较上年末小幅增长，主要由应收账款、可供出售金融资产、长期应收款及应收款项类投资等科目构成（见表9）。

表9 资产结构 单位：亿元、%

项目	2017年末		2018年末		2019年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	10.09	6.64	4.00	2.47	3.77	2.30
应收账款	66.70	43.86	52.89	32.67	20.85	12.70
可供出售金融资产	43.74	28.76	73.28	45.26	50.04	30.48
长期应收款	24.26	15.95	24.26	14.99	13.26	8.08
长期股权投资	4.96	3.26	5.28	3.26	9.79	5.96
应收款项类投资	--	--	--	--	60.49	36.85
其他类资产	2.32	1.52	2.18	1.35	5.95	3.63
资产总额	**152.06**	**100.00**	**161.89**	**100.00**	**164.15**	**100.00**

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2019年末，应收账款主要为非自主清收的金融机构不良资产包。截至2019年末，公司应收账款余额20.85亿元，较上年末下降60.58%，主要以下两个原因：一是2019年公司非自主清收的金融机构不良资产包清收较多，使得应收账款余额下降；二是将非金融机构不良资产包由应收账款科目重分类至应收款项类投资科目。

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2019年末，公司可供出售金融资产余额50.04亿元，较上年末减少31.71%，占资产总额的30.48%。其中，按公允价值计量的可出售权益工具/理财产品余额8.24亿元，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21.88亿元，主要包括公司投资参股的合伙企业以及持有的江苏南通农村商业银行股份有限公司股权；其他类可供出售金融资产余额19.92亿元，全部为自主清收的金融机构不良资产包。2019年，公司可供出售金融资产余额大幅减少的原因一方面在于金融机构不良资产包不断处置，账面余额有所减少；一方面在于之前年度通过资管计划和信托计划收购的非金融企业不良资产到期偿还或重分类至应收款项类投资。

公司长期应收款全部为应收关联方无锡国联实业投资集团有限公司股权转让款，该笔长期应收款的形成过程如下：2016年，公司与无锡市惠山古街开发建设有限公司签订了《股权转让协议》（债换股），以对无锡市惠山古街开发建设有限公司的24.26亿元债权置换无锡市惠山古街开发建设有限公司持有的无锡市文化旅游发展集团有限公司40.26%的股权。2017年，公司与无锡国联实业投资集团有限公司签订股权转让协议，将上述股权以24.26亿元对价转让给无锡国联实业投资集团有限公司，该笔股权转让采取延期支付的方式，因此计入长期应收款科目。2019年，公司收到股权转让款合计11.00亿元，长期应收款余额由24.26亿元减少至13.26亿元。

公司长期股权投资全部为对联营企业投资。2019年，公司长期股权投资余额有所增加，主要是由于新增对远程电缆的股权投资所致。截至2019年末，公司长期股权投资余额9.79

亿元，较上年末增长 85.38%，占资产总额的 5.96%。

2019 年，公司将收购的非金融机构不良资产全部重分类至应收款项类投资，并以 1.50%的比例计提了减值准备。截至 2019 年末，公司应收款项类投资净额 60.49 亿元，占资产总额的 36.85%。

2. 资本与杠杆水平

公司资本实力较强，2019 年通过利润留存进一步提升了资本规模；杠杆水平有所下降，债务期限结构以长期为主，与不良资产处置周期匹配程度较高，有助于降低流动性风险的可能性。2019 年，公司仍主要依赖银行借款以满足不良资产收购业务的资金需求，负债结构相对单一。截至 2019 年末，公司负债总额 99.04 亿元，较上年末减少 4.05%，主要由借款和其他应付款构成（见表 10）。

表 10 负债结构 单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
借款	75.77	78.56	77.91	75.48	64.09	64.71
其他应付款	6.40	6.63	6.93	6.72	29.22	29.50
预收款项	12.47	12.92	17.07	16.53	3.75	3.79
其他类负债	1.82	1.89	1.31	1.27	1.98	2.00
合计	**96.44**	**100.00**	**103.22**	**100.00**	**99.04**	**100.00**

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

公司借款绝大部分为银行借款，仅有一笔由国联财务有限责任公司发放的短期信用借款，2019 年末公司借款余额 64.09 亿元，较上年末减少 17.74%。从借款期限来看，公司长期借款（不含一年内到期的长期借款）占全部借款的 80.89%，除国家开发银行在公司成立初期提供的两笔 15 年期的长期借款外，其余长期借款期限一般为 3 年。从借款利率来看，2019 年公司平均借款利率为 4.38%，具有较好的资金成本优势。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 2019 年末，公司信用借款余额 11.77 亿元，占全部借款余额的 18.37%；保证借款余额 9.90 亿元，占比 15.45%，由国联集团提供保证；保证质押借款余额 42.42 亿元，占比 66.19%，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。得益于良好的股东背景及业务发展结构，公司获得了四大国有商业银行及部分股份制商业银行和地方法人银行的授信。截至 2019 年末，公司共获得银行授信额度 114.00 亿元，未使用额度 44.91 亿元。

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 2019 年末，公司其他应付款余额 29.22 亿元，较上年末增长 307.02%。其他应付款余额大幅增加的主要原因有如下两点：一是收到无锡市文化旅游发展集团有限公司的往来款（保证金）11.00 亿元。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，麒麟地块作为上述不良资产的抵押物。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。二是新增对关联方无锡苏润投资中心（有限合伙）的往来款 11.52 亿元。

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或参股的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。截至2019年末，公司预收账款余额3.75亿元，较上年末减少78.02%，主要由于联营企业或者参股的合伙企业的部分资产包收购并完成处置所致。

2019年，公司根据上年末未分配利润的10%分配普通股股利，股利分配规模不大，同时较好的盈利对资本起到了很好的补充。截至2019年末，公司所有者权益合计65.11亿元，其中实收资本50.00亿元，未分配利润12.13亿元。由于权益规模增加的同时债务规模减少，公司杠杆水平有所下降，2019年末资产负债率为60.33%，全部债务资本化比率为51.48%（见表11）。

表11 资本实力及杠杆水平 单位：亿元、%

项目	2017年末	2018年末	2019年末
所有者权益	55.62	58.66	65.11
资产负债率	63.42	63.76	60.33
长期债务资本化比率	45.07	47.76	44.33
全部债务资本化比率	57.67	57.05	51.48

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

3. 盈利水平

2019年，公司营业收入虽同比下降，盈利水平有所提高。公司的营业收入主要来自不良资产经营业务。2019年，公司实现营业收入26.72亿元，较上年下降17.43%，主要是由于金融机构不良资产经营业务收入减少所致（见表12）。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计入投资收益会计科目。2019年，公司实现投资收益1.94亿元，较2018年增长21.93%，包括可供出售金融资产在持有期间的投资收益1.54亿元和长期股权投资收益0.41亿元。

表12 收益指标 单位：亿元、%

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入	25.77	32.36	26.72
营业成本	19.33	23.93	16.38
管理费用	0.38	0.38	0.35
财务费用	3.08	4.19	3.17
投资收益	0.75	1.59	1.94
利润总额	3.98	5.47	7.83
净利润	3.03	4.22	6.10
费用收入比	13.42	14.14	13.17
平均资产收益率	2.11	2.69	3.74
平均净资产收益率	6.73	7.39	9.86

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

由于金融机构不良资产经营业务规模以及有息债务规模的减少，2019年公司营业成本和以利息支出为主的财务费用均有所下降。2019年，公司发生营业成本16.38亿元，管理费用和财务费用分别为0.35亿元和3.17亿元；费用收入比为13.17%，成本费用支出水平较低。2019年，公司实现净利润6.10亿元；平均资产收益率3.74%，平均净资产收益率9.86%，盈利水平较上年有所提升。

4. 现金流量分析

2019年，公司现金流有所趋紧，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。

2019年，公司经营活动产生的现金流表现为净流出，主要是由于公司加大了非金融机构不良资产的收购规模，同时非金融机构不良资产业务大多未进入回款期，导致当期销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。公司投资活动产生的现金流由负转正，主要是由于部分投资项目及通过设立信托计划等方式收购的非金融机构不良资产经营项目收回所致。公司筹资性现金流表现为净流出，主要是由于债务规模减少所致。截至2019年末，公司现金及现金等价物余额3.77亿元（见表13）。

表13 公司现金流情况 单位：亿元、%

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动产生的现金流量净额	26.76	16.63	-4.21
投资活动产生的现金流量净额	-28.90	-20.55	16.92
筹资活动产生的现金流量净额	10.79	-2.17	-12.93
现金及现金等价物净增加额	8.65	-6.09	-0.23
期末现金及现金等价物余额	10.09	4.00	3.77
筹资前现金流入量/全部债务	159.76	90.10	80.90

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

5. 偿债能力分析

2019 年，公司流动比率有所下降，主要是由于其将收购的非金融机构不良资产由应收账款科目重分类至应收款项类金融资产科目，进而造成流动资产显著减少所致。此外，公司债务规模较上年有所下降，EBITDA 提升，利息保障倍数进一步提高，偿债能力保持在良好水平。截至 2019 年末，公司流动比率为 62.45%；全部债务 69.09 亿元，EBITDA 为 11.09 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.47 倍，全部债务/EBITDA 为 6.23 倍（见表 14）。

表 14 主要偿债能力指标 单位：亿元、%、倍

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率	157.53	117.04	62.45
全部债务	75.77	77.91	69.09
EBITDA	7.11	9.75	11.09
EBITDA利息倍数	2.27	2.29	3.47
全部债务/EBITDA	10.66	7.99	6.23

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 2020 年 6 月 30 日，公司无未结清不良或关注类已结清贷款。

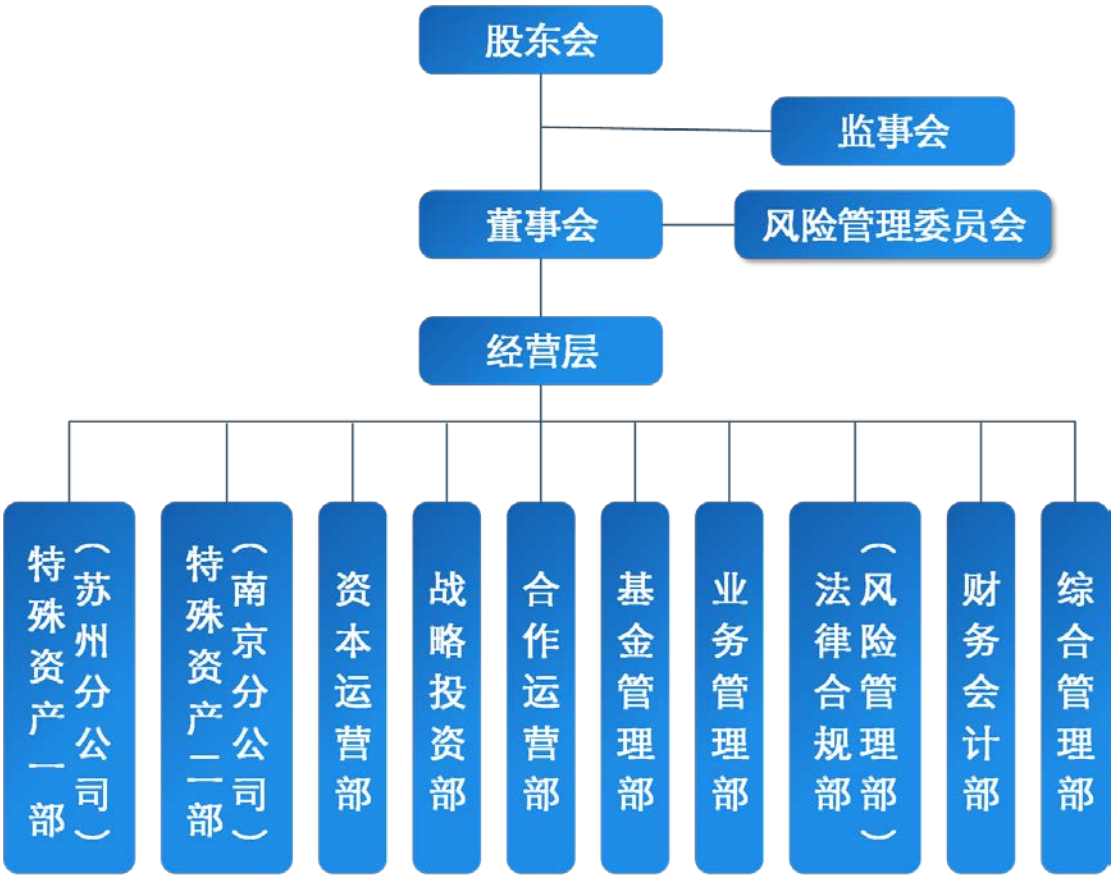
7. 抗风险能力

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。

九、结论

综合上述对公司的公司治理、内部控制、业务经营、风险管理、财务状况以及股东和政府支持等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时期内公司的信用水平将保持稳定。

附录 1　2019 年末公司组织结构图



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+其他应付款中的借款

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