

信用评级公告

联合〔2021〕5663号

联合资信评估股份有限公司通过对武汉天盈投资集团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，决定维持武汉天盈投资集团有限公司主体长期信用等级AA，展望为稳定，维持“20天盈01”“20天盈03”“20天盈02”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年六月二十八日

武汉天盈投资集团有限公司 公开发行公司债券2021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
武汉天盈投资集团 有限公司	AA	稳定	AA	稳定
武汉当代科技产业集团 股份有限公司	AA	稳定	AA+	稳定
20 天盈 01	AA	稳定	AA	稳定
20 天盈 02	AA	稳定	AA	稳定
20 天盈 03	AA	稳定	AA+	稳定

债项概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期 兑付日
20 天盈 01	4.50	4.50	2025-06-09
20 天盈 02	1.50	1.50	2025-06-09
20 天盈 03	4.00	4.00	2025-12-17

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 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级 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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对武汉天盈投资集团有限公司（以下简称“公司”或“天盈投资”）的跟踪评级反映了其自转型为金融类投资管理公司以来，逐步形成了以不良资产经营、保险经纪、私募投资基金、其他投资为主的多元化业务结构，多项业务在湖北省内保持一定区域优势；资本实力较强，公司整体具备一定综合实力，且可获得股东的较大支持。

联合资信同时也关注到，2020 年，公司盈利水平同比下滑，全部债务快速增长，另外，重要子公司天乾资管的股权被质押等对公司经营可能造成不利影响。

本次跟踪债券均由公司控股股东武汉当代科技产业集团股份有限公司（以下简称“当代集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。当代集团是湖北省大型产业集团之一，医药业务在行业地位及技术水平等方面保持综合竞争优势，其担保对本期债券信用状况具有显著的积极影响。

未来随着资本市场的持续发展、各项业务的推进，公司整体综合竞争力有望得以提升。

综上，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 天盈 01”“20 天盈 02”“20 天盈 03”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **公司整体具备一定综合实力。**公司多项业务在湖北省内具有一定区域优势，主要子公司湖北天乾资产管理有限公司（以下简称“天乾资管”）是湖北省第二家持牌的地方 AMC，正隆保险经纪股份有限公司（以下简称“正隆保险经纪”）持有全国性保险经纪业务牌照，公司整体具备一定综合实力，且可获得股东的持续较大支持。
2. **公司资本实力较强。**公司资产和收入规模较大，资本实力较强，截至 2020 年末，归属于母公司所有者权益 62.25 亿元。
3. **担保人医药业务竞争力强，跟踪期内保持良好的经营获现能力且对核心子公司的持股比例进一步提升。**跟踪期内，担保人医药业务经营主体人福医药集团股份有限公司（以下简称“人福医药”）盈利水平同比提升，经营获现能力保持良好水平。同时，人福医药实施完成了发行股份购买核心子公司宜昌人

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	盈利能力	2
			现金流量	2
			资产质量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
控股股东当代集团实力较强，为公司发展提供了有力的支持				+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：卢芮欣

张晨露

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

福药业有限责任公司（以下简称“宜昌人福”）13%股权的重组项目，对宜昌人福股权比例由 67%增至 80%，进一步增强了资产质量和持续盈利能力。

关注

1. **公司管理水平需持续提升，需关注业务层面发生的变化所造成的不利影响。**公司控股子公司数量较多，目前仍处于转型后的内部整合深化阶段，且部分债权类业务面临转型，存在一定管理难度；保险经纪战略合作伙伴进行业务剥离，未来整合和转型效果、业务发展和风险控制能力仍有待检验。
2. **公司全部债务增长较快。**2020 年以来，全部债务增长较快，2021 年、2022 年到期债务较大，需对偿债能力和流动性状况保持关注。
3. **公司对重要子公司天乾资管的控制权可能不稳定。**公司重要子公司天乾资管的股权被质押，若公司不能按期偿还借款或发生其他情况可能会导致其所持质押股权被处置，公司可能面临失去子公司控制权的风险，未来需关注债务到期股权解除质押的进展。
4. **公司盈利水平下滑。**2020 年以来，公司利润规模和盈利指标有所下滑，公司整体盈利能力偏弱，特别是归属于母公司所有者的净利润降幅较大且占净利润的比重很低。
5. **担保人债务负担较重；担保人母公司持有的上市公司股权质押比例高，再融资空间有限；负债以有息债务为主，短期偿债压力大。**担保人所有者权益中少数股东权益占比高，债务负担较重。担保人母公司持有的上市公司股权以人福医药的股权为主。截至 2020 年底，担保人母公司持有人福医药 25.65%的股权，79.93%已质押，再融资空间有限。同时，截至 2020 年底，担保人母公司负债合计 152.43 亿元，其中全部债务为 132.45 亿元；担保人母公司现金短期债务比为 0.30 倍，短期偿债压力大。

发行人主要财务数据：

项目			
合并口径：	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	209.65	205.65	211.73
所有者权益（亿元）	118.48	113.83	89.14
归属母公司所有者权益（亿元）	41.05	61.68	62.25
长期债务（亿元）	23.40	5.97	67.78
全部债务（亿元）	72.61	70.22	90.62
营业总收入（亿元）	16.23	11.58	15.66
利润总额（亿元）	4.30	3.95	3.41
EBITDA（亿元）	5.90	5.78	6.01
经营性净现金流（亿元）	4.76	12.43	7.08
营业利润率（%）	26.57	34.34	21.69
净资产收益率（%）	2.71	2.32	2.08
资产负债率（%）	43.48	44.65	57.90
全部债务资本化比率（%）	38.00	38.15	50.41
全部债务/EBITDA（倍）	12.31	12.16	15.08
EBITDA 利息倍数（倍）	4.16	3.33	2.40
母公司口径：			
所有者权益（亿元）	39.79	60.85	61.60
资产负债率（%）	38.55	23.33	32.18
净资产收益率（%）	0.79	2.10	1.23

资料来源：公司提供，联合资信整理

担保方财务数据：

项目			
合并口径：	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	905.30	979.10	945.66
所有者权益（亿元）	343.98	335.35	302.21
全部债务（亿元）	413.16	467.41	439.76
短期债务（亿元）	227.19	236.53	233.38
营业收入（亿元）	277.24	299.87	271.44
利润总额（亿元）	4.32	23.24	27.93

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 天盈 01	AA ⁺	AA	稳定	2020/9/11	卢芮欣 贾一晗	《原联合信用评级有限公司》工商企业信用评级方法总论（2018 年 12 月）	阅读全文
	AA ⁺	AA	稳定	2020/5/25	卢芮欣 贾一晗	《原联合信用评级有限公司》工商企业信用评级方法总论（2018 年 12 月）	阅读全文
20 天盈 02	AA ⁺	AA	稳定	2020/9/11	卢芮欣 贾一晗	《原联合信用评级有限公司》工商企业信用评级方法总论（2018 年 12 月）	阅读全文
	AA ⁺	AA	稳定	2020/5/25	卢芮欣 贾一晗	《原联合信用评级有限公司》工商企业信用评级方法总论（2018 年 12 月）	阅读全文
20 天盈 03	AA ⁺	AA	稳定	2020/10/30	卢芮欣 贾一晗	《原联合信用评级有限公司》工商企业信用评级方法总论（2018 年 12 月）	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武汉天盈投资集团有限公司（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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司



武汉天盈投资集团有限公司

公开发行公司债券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”)关于武汉天盈投资集团有限公司(以下简称“公司”或“武汉天盈”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

武汉天盈投资集团有限公司(以下简称“公司”或“天盈投资”)前身为成立于2012年的上海旻泰实业发展有限公司,原注册地上海,初始注册资本6.80亿元;2015年7月,武汉当代科技产业集团股份有限公司(以下简称“当代集团”)收购上海旻泰实业发展有限公司,公司成为当代集团的全资子公司。

2016年12月,当代集团将公司整合为金融投资平台,公司主业由投资咨询、产品销售等变更为金融类企业的投资管理,同时更名为武汉当代金融控股有限公司,注册地迁至武汉,注册资本增至60.00亿元,实收资本6.80亿元。

2017年,公司陆续合并了多家金融类企业,于2017年3月更名为武汉当代金融控股集团有限公司,于7月和12月公司两度增加注册资本并引入了数个新股东,年末注册资本增至67.27亿元,实收资本增至34.16亿元(实收资本中现金出资18.34亿元,其余为股权资产出资),控股股东当代集团的认缴出资比例87.64%、实缴出资比例75.66%。

公司于2018年3月更名为现名。2019年6月,公司原股东深圳市圣保利国际投资有限公司将所持公司的1.72%股权全部转让给当代集团,当代集团的认缴出资比例增至89.36%、实缴出资比例增至79.04%;2019年8月,公司按实缴资本比例以资本公积转增资本5.31亿元,注册资本增至72.59亿元。2019年12月,公司引入新股东西藏天泰共进创业投资有限公司(曾用名:九泰财富管理有限公司),本次增资20.00亿元,其中13.36亿元计入实收资本,6.64亿元计入资本公积,本次增资后公司注册资本仍为72.59亿元(当代集团原认缴额度减少13.36亿元),实收资本增至52.83亿元。截至2019年末,公司注册资本72.59亿元,实收资本52.83亿元。

2020年6月,原股东武汉市鑫鸿达置业有限公司和厦门国际信托有限公司¹分别将所持公司股权(1.84%和3.86%)全部转让给当代集团,当代集团认缴资本增至55.10亿元,实缴资本增至35.34亿元。

截至2021年3月末,当代集团将所持公司股权29.40亿元²用于融资质押,占当代集团全部认缴资本的53.36%,占公司全部注册资本的40.50%,整体质押比例高。

截至2021年一季度末,公司注册资本仍为72.59亿元,实收资本仍为52.83亿元,认缴和实缴资本的股权情况如下表,当代集团是公司控股股东,自然人艾路明是公司的最终实际控制人(详见附件1)。

表1 截至2021年一季度末公司股权结构(单位:亿元)

股东名称	认缴资本	实缴资本
武汉当代科技产业集团股份有限公司	55.10	35.34
西藏天泰共进创业投资有限公司	13.36	13.36

¹ 武汉市鑫鸿达置业有限公司和厦门国际信托有限公司的股权转让均已于2020年6月完成,武汉市鑫鸿达置业有限公司的转让于同月办理了工商变更,厦门国际信托有限公司转让的工商变更于8

月办理完成。

天风创新投资有限公司	2.93	2.93
武汉当代明诚企业管理咨询有限公司	1.20	1.20
合计	72.59	52.83

注：《公司章程》约定，当代集团认缴出资时间为 2021 年末之前
资料来源：公司提供，联合资信整理

公司经营范围：开展对金融、类金融行业的投资及相关资本运作、资产管理和咨询业务；财务咨询、社会经济咨询、各类要素市场的经营管理。（不得从事吸收公众存款或变相吸收公众存款，不得从事发放贷款等金融业务）（依法须经审批的项目，经相关部门审批后方可开展经营活动）。

公司作为控股平台型企业，本部主要负责管理旗下子公司，截至 2021 年一季度末，公司本部下设 5 个职能部门，本部共有员工 26 人；公司合并范围内共有 11 个一级子公司，其中主要子公司为湖北天乾资产管理有限公司（以下简称“天乾资管”）、正隆保险经纪股份有限公司（以下简称“正隆保险经纪”）、武汉当代天信财富投资管理有限公司（以下简称“天信财富”）、天津天盈投资有限公司（以下简称“天津天盈”）。

截至2020年末，公司合并资产总额211.73亿元，负债总额122.59亿元，所有者权益合计89.14亿元（含少数股东权益26.89亿元）。2020年，公司实现营业总收入15.66亿元，利润总额3.41亿元，2020年，经营性现金流入24.18亿元，截至2020年末，期末现金及现金等价物4.67亿元。

公司注册地址：湖北省武汉市东湖新技术开发区光谷大道116号15#楼15层；法定代表人：李正友。

三、 债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券有 20 天盈 01、20 天盈 02 和 20 天盈 03，债券余额合计 10.00 亿元，情况详见下表。截至本报告出具日，20 天盈 03 尚未到首次付息日，20 天盈 01、20 天盈 02 在付息日正常付息。20 天盈 01、20 天盈 02 募集资金均已按指定用途使用完毕（因受新冠肺炎疫情影响，银行加大了对湖北省企业的支持力度，根据公司

债务偿还计划，结合银行政策、相关主营业务资金需求，公司经过内部审批程序，将募集说明书中原计划 80.00%用于偿还债务的部分调整为用于补充流动资金，调整后本期债券用途为 100.00%用于补充流动资金）。截至 2020 年末，20 天盈 03 募集资金期末余额 1.08 亿元，使用的资金已经按照募集说明书披露的用途使用。本次跟踪债券全部由武汉当代科技产业集团股份有限公司提供不可撤销连带责任担保。

20 天盈 02 回售登记日期为 2021 年 5 月 28 日至 2021 年 6 月 1 日，回售金额为 0 元，拟转售债券金额为 0 元，注销金额为 0 元。

表 2 本报告跟踪债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 天盈 01	4.50	4.50	2020-06-09	5（3+2）
20 天盈 02	1.50	1.50	2020-06-09	5（1+1+1+2）
20 天盈 03	4.00	4.00	2020-12-17	5（3+2）

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%³，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

3 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

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%⁴，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 3 2016 - 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 数据整理

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

4 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。

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会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、行业和区域环境分析

公司主要业务涉及地方不良资产经营、保险经纪、私募股权投资基金行业，主营业务大多在湖北省内开展，受区域经济发展的影响也很大。

1. 区域经济概况

受新冠疫情影响，湖北省地区生产总值2020年有所下降，湖北省作为新冠肺炎疫情重灾区，需关注疫情发展对湖北省经济环境及公司经营带来的不良影响。

受新冠疫情影响，2020 年，湖北省的地区生产总值 4.34 万亿元，较 2019 年名义增速为-5.2%。其中，第一产业增加值 4131.91 亿元，由一季度的下降 25.3%转为全年与上年持平；第二产业增加值 17023.90 亿元，下降 7.4%，降幅比一季度收窄 40.8 个百分点；第三产业增加值 22287.65 亿元，下降 3.8%。

2020 年，全省规模以上工业增加值比上年下降 6.1%，月度增速连续 8 个月正增长；高技术制造业增加值比上年增长 4.1%，增速高于全部规模以上工业增加值 10.2 个百分点。

金融运行方面，2020 年，湖北省地方一般公共预算收入完成 2511.52 亿元，比上年下降 25.9%，降幅比一季度收窄 21.7 个百分点。其中税收收入 1923.40 亿元，下降 24.0%。地方一般公共预算支出 8439.04 亿元，由一季度的下降 14.1%转为增长 5.9%。截至 12 月末，全省金融机构本外币各项存款余额 6.72 万亿元，比上年末增长 10.9%；各项贷款余额 5.99 万亿元，比上年末增长 14.6%。

2020 年以来，受新冠疫情影响，经济下行压

力加大，信用风险有所提升，中小企业资产质量进一步恶化，湖北省作为此次新型冠状病毒肺炎疫情重灾区，疫情对经济发展造成较大冲击，提高了公司不良资产处置的难度，给公司不良资产清收处置工作造成一定不利影响。

2. 不良资产管理行业

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）特指专业收购、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、投行等业务。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、中游收购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收购和处置的作用，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收购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市场投资机构，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。

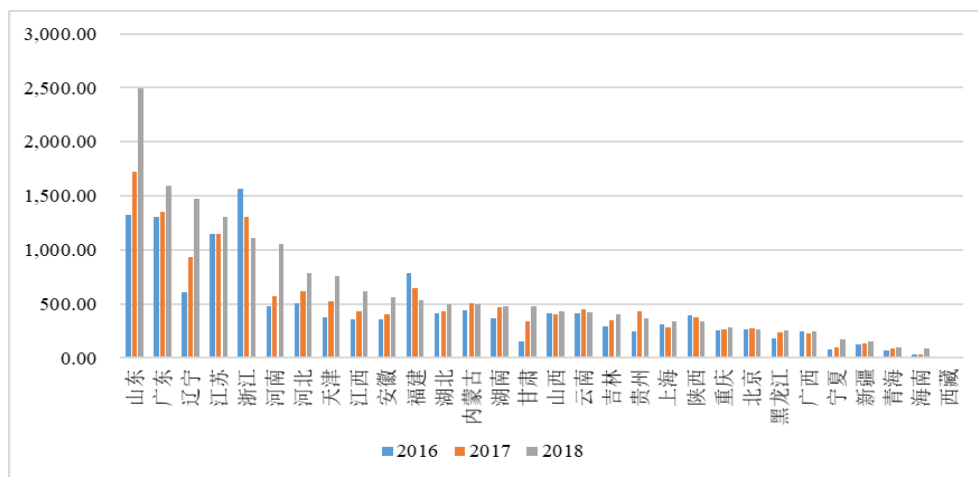
目前，我国不良资产管理市场进入“5+2+银行系 AIC+外资系+N”的市场格局，即华融、长城、东方、信达、中国银河资产管理有限责任公司（2020 年 3 月获批，2020 年 6 月更为现名）五大全国性金融资产管理公司，每省原则上不超过 2 家经银保监会批复的可从事金融企业不良资产批量收购业务的地方资产管理公司（以下简称“地方 AMC”），银行设立的主要开展债转

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行业发展过程中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。

3. 保险经纪行业

近年来,银保监会深化保险中介市场改革,有利于行业规范发展;各路资本的涉足对保险中介和整个保险行业也将带来深刻影响,新型保险产品、新型合作模式有望逐步酝酿。

保险经纪公司属于保险专业中介机构之一,保险中介机构在完善保险产业链、提升保险资源配置效率、改进保险服务方面具有重要作用。我国保险专业中介包括保险专业代理、保险经纪、保险公估三类机构,其中保险经纪机构是受客户(投保人)委托,基于投保人的利益,按照其要求寻找最适合的保险公司,为投保人与保险公司订立保险合同提供中介服务;其与保险专业代理机构的区别是,代理机构是受保险公司委托招揽客户,是代表保险公司展业,而经纪公司是代表被保险人投保。保险中介渠道是我国保险业的主要渠道,特别是寿险行业。我国寿险公司以个人

代理和银行邮政为主,公司直销占比较少。而财险公司以代理、经纪和直销三大渠道为主,其中代理渠道包括专业代理公司、兼业代理和个人代理。

2000年以来,我国保险中介机构历经快速增长热——清理整顿热——资本风口热。对于各路资本对保险中介公司的青睐,一方面是对市场前景的看好,另一方面是保险中介进入门槛相对保险公司而言较低;同时,随着越来越多的巨头入场,保险中介市场的格局将发生更为深刻的变化。在2011—2018年期间,保险中介渠道保费收入占比几乎都超过80%,但以兼业代理渠道为主,专业中介渠道占比仍然非常低,对总保费的贡献比重始终难以突破10%。专业中介机构的保费业务结构在2016年时仍以财险为主,随着商车费改深化、车险市场竞争日益激烈,以及人口老龄化与消费者保险意识增强等因素影响,从2017年开始,保险专业中介的保费结构重心大幅向人身险转移,2018年人身险保费占比达71%。因健康险等增长迅速、长期人身险的代理业务利润较高等原因,人身险需求持续增加,是中介机构转型的方向。

多年的快速增长累积的市场风险隐患增大,针对保险中介领域的代理乱象,中国保监会于2009年开始持续开展行业清理整顿;2015年《关于深化保险中介市场改革的意见》,提出建成功能定位清晰、准入退出顺畅、要素流动有序的保险中介市场体系,保险中介市场逐步走向规范;2017年6月,《保险销售行为可回溯管理暂行办法》要求保险公司、保险中介机构通过录音录像等技术手段记录和保存保险销售过程关键环节,实现销售行为可回溯。2018年5月,《保险经纪人监管规定》对保险经纪人市场准入、经营规则、市场退出等方面作出了全面和详细的规定,并要求保险经纪公司投保职业责任保险或按资本金的5%缴存保证金,保险中介机构的监管升级。银保监会2019年接连发布《关于开展保险公司销售从业人员执业登记数据清核工作的通知》《关于开展保险专业中介机构从业人员执业登记数据清核工作的通知》,对保险从业执证人员进行全

面清核大整顿,保险中介从粗放式逐步向精细化发展模式转变。2020年8月,银保监会就《保险中介行政许可及备案实施办法(征求意见稿)》公开征求意见,进一步明确了保险中介行政许可及备案事项。

4. 私募股权投资行业

2020年,中国股权投资市场进入调整期,投资市场持续降温,市场回归价值投资,“强者恒强”的局面将进一步凸显。

私募股权投资(Private Equity,简称PE)是指向具有成长性的非上市企业进行股权投资,并提供相应的管理和其他增值服务,以期通过合理途径退出,实现资本增值的资本运作的过程。为了分散投资风险,私募股权投资通常通过私募股权投资基金进行,基金从大型机构投资者和资金充裕的个人手中以非公开方式募集资金,并提供基金管理服务。目前,我国PE的退出模式主要有IPO(首次公开发行股票)或RTO(反向并购上市,或称借壳上市)、新三板挂牌交易、并购、管理层收购、清算退出等。PE行业面临的主要风险有宏观经济变化、市场竞争加剧以及投资项目退出不确定等。

2015年以来,中国PE行业呈快速发展趋势。2018年4月,中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“资管新规”),提高了银行理财资金参与私募股权投资基金的要求,同时受全球局势多变、国内经济改革的影响,PE市场募资压力增大。2019年,在复杂的国际环境和监管升级下,中国股权投资市场进入调整期,市场回归价值投资,机构更加注重提升自身风险控制和投后管理能力。截至2020年末,根据基金业协会的数据,私募股权投资基金管理人(管理人类别为私募股权、创业基金)共14986家,总规模11.06万亿元,数量和规模同时连续增长4年,规模增速分别为109.40%、48.99%、13.66%、8.28%,逐年降低。管理多只基金产品、管理规模较大的管理人数量趋增,创业投资基金

管理人的特征与私募股权管理人的整体情况相似。

头部机构发展迅速,地域分布较为集中,近年来更加注重企业质地。截至2020年末,按人民币计价的管理资本量排行全球前25家机构中,美国、中国分占10、7席,北上深均有机机构入选,中国头部管理人数量仅次于美国。注册地及总部位于中国的管理人中,前25家有23家位于北京、香港、上海、深圳。TOP“250”即头部机构的投资数量覆盖率自2018年起持续下降,而投资规模覆盖率逐年攀升,反映私募股权机构近年来更加注重企业质地。

投资方向上,医药、科技、制造为热门行业,芯片增幅瞩目。2020年,IT、医疗、制造业投资数量居前,医药、半导体、高端制造为最受青睐的细分行业。从最近10年来看,医药、芯片、高端制造、人工智能等细分行业在2015年后跨越式增长,投资交易数量分别增加70.41%、64.48%、127.80%、113.43%,芯片领域在2020年取得了瞩目增长,增幅达46.55%。代表性管理人方面,深创投重点布局制造业,近3年半导体、芯片、电子元件占比增加;IDG资本投资行业变动较大,医药科技类显著增加。

行业投资阶段上,A-C轮投资占比显著上升。早期投资占比持续下降,2020年早期投资占比降至14%,为近10年最低,与2015年相比,A-C轮投资占比由30%增至57%。以高瓴资本和腾讯投资为例,最近3年种子轮、天使轮的投资占比趋低,A轮及以后轮次的投资占比趋高。

地域分布上,一线城市优势仍显著,二、三线地区逐步受支持。内地管理人区域分布集中度较高,北京、上海、深圳合计占比逾5成;投资项目上,最近10年一线城市投资数量、规模占比均值均在55%以上,投资活跃度高、吸金能力强。自2018年起,一线城市的投资数量和规模占比均有较为显著下降,表明二三线地区开始逐步受到资金支持。监管方面,国家对科技创新越来越重视,同时私募股权投资对科技创新的扶持作用日益凸显,监管层以及各省市开始对创投出台政策,加大对风投机构的支持,科创板设立和

注册制落实使得二级市场扩容，退出渠道将更加畅通。

私募股权行业洗牌仍将继续，行业马太效应持续显现，资本市场注册制改革也将推动私募股权投资行业投资更有价值的企业。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年一季度末，公司注册资本为 72.59 亿元，实收资本为 52.83 亿元，当代集团是公司控股股东，自然人艾路明是公司的最终实际控制人。

2. 规模与竞争力

依托股东的各项支持，公司实施了重组转型并明确了金融业务板块布局，具备一定的经营实力；但各业务条线和子公司仍处于深度整合或资产剥离阶段，未来业务发展和整合效果有待进一步检验。

2020 年以来，公司已初步完成各主要业务条线运营平台的布局与整合，并形成以不良资产经营、保险经纪、私募投资基金、其他投资为主的业务结构，目前拥有众多牌照资源，公司整体具备一定综合运营实力。

主要业务方面，不良资产经营业务的运营主体天乾资管是湖北省第二家持牌的地方 AMC，资本实力较强，成立以来不良资产经营业务稳步开展，截至 2020 年末不良资产余额 94.01 亿元。正隆保险经纪持有全国性保险经纪业务牌照，2020 年保费规模 9.97 亿元。私募投资基金业务方面，截至 2020 年末，旗下合计设立了 16 只基金，基金实缴规模 28.52 亿元，投资项目 37 个，退出项目 5 个，当前私募投资基金板块对公司收入的贡献很小。其他投资主要是以天津天盈为平台统筹管理的投资业务，天津天盈目前主要是对联营企业武汉国创资本投资有限公司（以下简称“国创资本”）的投资，国创资本旗下有租赁、担保、小贷等债权性类金融业务。

作为多元化经营的管理平台型企业，公司高度重视战略协同问题，内外部的协同效应有助于

增强公司业务竞争力。公司在本级层面设立了协同工作委员会和战略协同部，子公司设置协同岗位和责任人。对外协同方面，公司积极对接各级政府、平台公司、大型投资机构等战略客户，通过签署战略合作协议、强化股权纽带、夯实合作关系等，协同外部资源，打造更为紧密的协同生态圈。集团内协同方面，公司依托线上系统、线下沟通的内部协同机制，通过强化激励、定期检查、专项考核等方式推进旗下各业务板块之间的发展，以及加强与当代集团、天风证券等股东及关联方单位的业务协同。

3. 外部支持

公司控股股东当代集团实力较强，为公司发展提供了有力的支持。

公司控股股东当代集团经营实力较强（详见担保方分析）。当代集团成为公司控股股东后，于 2016 年将公司整合为金融投资平台，于 2017 年陆续将当代集团、天风证券剥离的非证券类的金融类业务整合进公司。公司作为当代集团下属的金融板块公司，当代集团对公司支持力度大，除持续增资和资产注入、为公司提供融资担保外，当代集团旗下业务领域广，可为公司提供一定业务协同。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的人民银行征信报告，截至 2021 年 5 月 10 日查询日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录。

截至 2021 年 5 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，公司管理团队整体保持稳定，公司管理情况未发生重大变化，内控管理水平需进一步完善。

2020 年以来，公司董事、监事未发生变动，

公司总裁发生变动。黄炜先生，1978年生，博士。曾任职于中国保监会广西监管局，历任统计研究处副处长、处长，天风证券广西分公司总经理，天乾资管董事会秘书，2020年5月起任公司总裁兼合规总监。

2020年以来，公司内部管理及主要制度未发生重大变化。公司依据相关法律法规要求，建立了股东会、董事会、监事会和经营管理层“三会一层”相互分离、互相制衡的法人治理结构。

自2020年1月1日以来，公司没有受到湖北地方金融监管的相关处罚。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业收入同比增长，主要系不良资产业务和保险经纪业务收入增长所致。公司原私募基金管理平台武汉当代瑞通投资管理有限公司（以下简称“当代瑞通”）不再并表，保险经纪战略合作伙伴进行业务剥离，加之债权类投资平台天津天盈逐步停止运营，未来的收入实现情况面临不确定性。

公司持牌条线确立了以天乾资管和正隆保险经纪为主，未来计划将华泰保险集团股份有限公司（以下简称“华泰保险”）股权逐步转让⁵。根据福建龙净环保股份有限公司（以下简称“龙净环保”）2020年年报，龙净环保经与武汉天盈投资协商一致，对原《股份转让协议》进行了补

充约定，变更了投资主体，减少了收购华泰保险股份的数量及比例，并在转让价格保持不变的情况下相应调整了收购总价，收购股份比例由4.9043%变为3.9235%，收购总价由17.65亿元变为14.12亿元，投资主体由北京朗净天环境工程咨询有限公司变更为龙净环保。

2020年，私募投资基金条线管理平台当代瑞通不再纳入公司合并报表范围内，由母公司直接开展直接投资业务，并统筹管理剩余的私募投资基金子公司；正隆保险经纪原来与老司机车险信息科技发展（上海）有限公司（以下简称“老司机车险”）通过股权互持的方式合作⁶开展车险领域的业务，随着老司机车险收购外部第三方保险经纪牌照，双方合作已经停止，正在对业务、股权层面的合作逐步剥离。

从经营业绩来看，2020年，公司营业总收入同比增长35.26%，主要系不良资产业务和保险经纪业务收入增长所致。2020年，不良资产业务收入增长106.55%，主要系资产重组收入上升较快所致；保险经纪业务收入同比增长14.84%，主要系人身险、车险的保费规模增长所致；私募投资基金业务收入规模仍然不大，系私募投资基金项目大多数没到退出期，尚未实现收益，每年仅有少量基金管理费和投资顾问费收入，目前对公司收益的贡献很少所致；其他投资业务收入同比下降19.88%。2020年，公司实现净利润2.11亿元，同比下降21.90%，主要系公允价值变动损益、投资收益下降以及财务费用上升综合所致。

表 4 公司营业收入结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
不良资产业务	4.24	26.12	4.73	40.84	9.77	62.39
私募投资基金业务	0.50	3.11	0.27	2.33	0.08	0.51
保险经纪业务	3.47	21.37	1.55	13.39	1.78	11.36
其他投资业务	8.02	49.40	5.03	43.44	4.03	25.74
营业收入	16.23	100.00	11.58	100.00	15.66	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

⁵ 公司原持有华泰保险 5.39%的股权，2018 年 6 月已将 3.9236% 股权对外转让，并收到股权转让款 14.12 亿元，该转让事宜尚在银保监会备案审批中，暂未最终完成；截至 2020 年末，公司合并报表中，共持有华泰保险 5.39%的股权，计入可供出售金融资产，

账面价值 7.97 亿元。

⁶ 截至 2020 年末，老司机车险对正隆保险经纪持股 1.18%，正隆保险经纪对老司机车险持股 4.40%。

从营业收入结构来看,2020年,随着天乾资管业务快速发展以及前期不良资产陆续处置并实现收入,公司第一大收入来源不良资产业务收入占比大幅提升。保险经纪业务收入2020年同比上升,收入占比小幅下降。私募投资基金业务收入规模和占比一直较小。其他投资业务是为客户提供多元化投融资服务的延伸,开展咨询服务等业务;债权类投资主要包括债权类业务产生的收入,咨询服务主要是公司本部、天信财富等的各类咨询业务。未来随着债权类投资业务的转型,公司的其他投资业务收入实现面临不确定性。

2. 不良资产业务

2020年以来,公司不良资产业务稳步发展,天乾资管逐步回归不良资产主业、主动减少资金类业务,不良资产业务重心逐步转向单项不良资产和非金类不良资产,处置方式主推资产重组;但不良资产业务周期较长且集中度较大,对资本占用较多,需关注未来不良资产回收情况。

公司不良资产业务由控股子公司天乾资管运营。天乾资管成立于2016年12月,2017年4月取得银监会的金融不良资产批量收购处置业务资质认可,是湖北省第二家持牌的地方AMC。截至2021年一季度末,天乾资管注册资本和实收资本均为27.22亿元,公司直接持股34.54%,为第一大股东,并与其他股东签订的一致行动人协议能够控制67.17%的表决权。截至2020年末,天乾资管资产总额120.44亿元、净资产36.52亿元,分别同比增长39.50%、11.23%。

2020年,天乾资管营业收入同比上升76.36%,主要系资产重组收入上升较快所致;利润总额为4.37亿元,同比增长11.86%,主要系公司不良资产经营规模持续增加导致资产重组业务收入大幅上升。

从营业收入结构来看,2020年以来,天乾资管逐步回归主业,不良资产经营主业的收入贡献大幅上升。天乾资管的核心业务是不良资产经营业务,根据市场化原则收购出让方的不良资产,对其进行管理、经营,以期回收现金或沉淀资产,以实现资产保值、增值;其中对金融机构不良资产的批量收购和处置是银保监会授权资格业务。

2020年,不良资产业务收入9.77亿元,同比上升106.55%,主要系不良资产经营规模持续增加所致。公司不良资产业务收入以资产重组收入为主,2020年收入8.53亿元,占不良资产业务收入的比重87.31%。

天乾资管投资业务是不良资产经营管理业务的延伸和补充,同时也可以为客户提供多元化资产管理服务和投融资服务。在AMC行业监管趋严、强调行业回归主业的环境下,天乾资管主动压降投资业务的规模,进一步回归不良资产处置主业,投资业务收入同比下降,2020年投资业务收入0.68亿元,对公司营业收入贡献一般。其他债权投资业务收入在投资业务收入中占比较高;收益权产品业务对营业总收入的贡献一般。目前,天乾资管投资类项目未出现风险项目及涉诉情况。

表5 天乾资管营业收入结构(单位:亿元、%)

项目	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不良资产业务	5.36	76.43	4.73	79.86	9.77	93.53
资产重组	4.20	59.93	3.70	62.44	8.53	81.60
其他债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.64	6.17
收益权	0.73	10.41	0.24	4.00	0.25	2.43
信托计划	0.00	0.00	0.16	2.64	0.24	2.30
资产转让	0.04	0.55	0.05	0.92	0.03	0.32
咨询服务费	0.39	5.54	0.58	9.87	0.07	0.71

投资类业务	1.65	23.57	1.19	20.14	0.68	6.47
其他债权投资	1.51	21.54	1.19	20.14	0.58	5.51
收益权	0.00	0.00	0.00	0.00	0.09	0.89
咨询服务费	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.06
委托贷款	0.14	2.02	0.00	0.00	0.00	0.00
其他业务收入	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入合计	7.01	100.00	5.92	100.00	10.45	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020年，天乾资管当期收购不良资产成本72.67亿元，同比增长79.61%，其中金融类不良资产37.99亿元，非金融类不良资产34.68亿元，金融类不良资产收购规模大幅上升；当期处置不良资产回收现金37.25亿元，同比大幅增长86.06%。截至2020年末，公司期末不良资产账面余额94.01亿元，仍以非金融机构类不良资产为主，但

金融机构不良资产规模上升很快。公司收购不良资产主要考察所收购的底层资产质量，所收购的非金融机构不良资产的底层资产主要为不动产，主要分布在一二线城市。公司不良资产处置业务周期一般在2~3年，目前存量项目均在稳步推进中，但利润尚未完全体现。

表 6 天乾资管不良资产经营业务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
收购不良资产原值	39.74	50.76	170.09
收购成本	30.39	40.46	72.67
当期回收金额	8.40	20.02	37.25
累计回收金额	19.01	39.03	76.28
资产回收率	33.26	39.98	44.79
现金回收金额	8.40	13.49	37.25
累计现金回收金额	19.01	0.33	69.75
现金回收率	33.26	33.29	40.96
期末不良资产余额	38.15	58.59	94.01

注：资产回收率=累计回收金额/累计收购不良资产原值×100%；现金回收率=现金回收率/累计收购不良资产原值×100

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至到 2020 年末，前五大不良资产项目占比 58.93%，前五大项目占比较为集中，均为非金债权收购项目，预计将于 2022—2024 年逐步完成债权回收。其中项目 1 占比 21.01%，项目债务人所属集团的资产规模较大，经营状况稳定，企业经营活动现金流可覆盖重组债务；项目 2 底层不动产项目处于上海重点战略发展地区虹桥商务区，整体货值较大，该项目受疫情影响，回收周期有所延长，但项目整体安全边际较高，目前预计 2024 年完成债权回收；项目 3 的债务人属于当地龙头企业，所属集团经营状况稳定；项目 4 的债务人为大型民营企业，所属集团经营状

况稳定；项目 5 的债务人为当地龙头企业，综合实力较强。公司认为前五大单项不良资产资质较好，不存在减值风险，故均未计提减值准备。

表 7 截至 2020 年末公司前五大不良资产项目情况（单位：亿元、%）

项目	业务类型	账面价值	占比	预计回收时间
项目 1	非金债权	19.75	21.01	2023 年
项目 2	非金债权	11.85	12.61	2024 年
项目 3	非金债权	10.00	10.64	2023 年
项目 4	非金债权	10.00	10.64	2023 年
项目 5	非金债权	3.80	4.04	2022 年
合计	--	55.40	58.93	--

资料来源：公司提供资料，联合资信整理

3. 保险经纪业务

2020 年，公司保险经纪业务条线的保费规模平稳增长，但与原战略合作伙伴老司机车险的合作已经停止，需关注公司业务向非车险拓展的情况。

公司保险经纪业务由控股子公司正隆保险经纪运营。正隆保险经纪成立于 2009 年，持有全国性保险经纪业务牌照。截至 2021 年一季度末，正隆保险经纪注册资本及实收资本均为 0.85 亿元，公司直接持股 23.53%，通过与其他股东签订的一致行动人协议能够控制 50.59% 的表决权。截至 2020 年末，正隆保险经纪资产总额 0.64 亿元（由于未分配利润为 -0.40 亿元，因此资产总额低于实收资本），同比下降 36.56%，主要系其他流动资产大幅下降所致。

正隆保险的收入来源以保险经纪业务为主，还有部分保险相关咨询业务。随着经纪业务规模的增长，经营业绩也实现快速增长，2020 年，正隆保险经纪营业收入同比增长 14.98%，主要系车险和人身险保费规模同比增长所致；正隆保险经纪实现净利润 -0.06 亿元，出现亏损系新冠疫情影响及经营战略转型不理想所致，正隆保险经纪仍以车险业务为主，政策改革等因素致使车险业务利润空间逐步压缩，同时 2020 年业务转型重点品种是旅游意外险，新冠疫情导致旅游市场恢复缓慢对正隆保险经纪业务造成不利影响。

2020 年以来，正隆保险经纪依托数量众多的股东及合作单位的资源，以机构团险、财险为主，进而服务拓展到上述企业员工个人的财险和寿险业务，再逐步拓展到市场其他自然人；其中车险业务渠道主要是和汽车二级经销商合作，专门针对原有车险经纪承保中的信息失真问题提供解决方案，推广“一店一码一策”模式，收效良好；非车险方面，“保险+期货”是借助当代集团旗下期货公司等兄弟机构的天然优势和专业能力合作推出的业务。同时，正隆保险经纪持续加强保险科技化建设，打造信息化保险展业、支持、数据平台，创办了“正隆 e 家”子品牌，

也便于依托信息平台开展市场化人身险业务，并通过用户画像等技术手段实现场景化精准营销和风险管控。目前，正隆保险经纪已发展为综合性保险经纪公司，定位于低利润率的贸易型金融企业，并确立了成本定价、高速周转的盈利方针。截至 2020 年末，正隆经纪与国内外超过 50 家主流保险公司长合作，2020 年累计服务个人客户 50 万，为其提供车险、医疗险、寿险等多种保障方案，并在全国设有 12 家分支机构，从业人员数量 53 位。

2020 年以来，随着车险费改等监管政策趋严、新车销量下滑等外部环境变化，导致车险业务发展受阻，正隆保险经纪及时调整战略方向，正隆保险经纪原来与老司机车险通过股权互持的方式合作开展车险领域的业务，随着老司机车险收购外部第三方保险经纪牌照，双方合作已经停止，正在对业务、股权层面的合作逐步剥离，这对正隆保险经纪车险业务的发展造成一定影响（主要系四川区域的车险业务受到较大影响，其他区域的车险业务受影响较小），未来正隆保险经纪会继续向人身险和非车财险领域转型。

2020 年，当期保费规模同比增长 11.17%，其中车险保费规模同比上升 15.28%，人身险保费规模同比增长 76.65%，拓展非车险领域的效果逐步显现。

从业务结构来看，2020 年，车险当期保费规模占比大约为 88%；非车财险和人身险的保费占比仍属较低。从客户结构来看，企业客户为主要客户类型。

从经纪产品的承保机构来看，来自中国人民财产保险股份有限公司的佣金收入占绝对比重，主要系公司以个人车险业务为主，而中国人民财产保险股份有限公司的车险业务所占市场份额较高，客户在多家保险产品自主挑选所致；截至 2020 年末，来自单一最大承保机构中国人民财产保险股份有限公司天津市分公司的佣金收入为 0.34 亿元，占总佣金收入的 20.09%。

7 截至 2020 年末，老司机车险对正隆保险经纪持股 1.18%，正隆

保险经纪对老司机车险持股 4.40%。

表 8 正隆保险经纪开展业务情况（单位：亿元、%）

项目		2018 年		2019 年		2020 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
按业务类型	财产险保费规模	12.45	98.72	8.06	96.14	9.39	94.18
	其中：车险	11.51	91.29	7.62	90.88	8.78	88.06
	人身险保费规模	0.16	1.28	0.32	3.86	0.57	5.72
按客户类型	个人客户	10.06	79.82	7.39	88.11	1.53	15.35
	企业客户	2.54	20.18	1.00	11.89	8.44	84.65
当期保费规模合计		12.61	100.00	8.38	100.00	9.97	100.00
当期佣金收入		3.47		1.55		1.69	

注：占比均为占当期保费规模合计的比重，当期营业收入的占比大致体现了平均佣金率
资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 私募投资基金业务

2020 年以来，随着原私募基金管理平台当代瑞通不再纳入并表范围；年内私募基金投资的项目退出比例较少，累计收益对公司收入贡献有限；未来随着基金逐步进入退出期，预计私募投资基金板块的收入贡献预计将逐步体现。

私募投资基金业务原先由全资子公司当代瑞通作为运营管理平台负责运作，当代瑞通于 2020 年 12 月完成剥离，截至 2020 年末，当代瑞通不再纳入合并报表出表，公司本部开始直接管理私募投资基金业务。当代瑞通拥有 1 家私募基金管理公司，即武汉睿通致和投资管理有限公司

司（以下简称“睿通致和”），睿通致和实收资本 0.10 亿元，基金管理规模 73.51 亿元，整体来看，当代瑞通不再纳入合并报表之后，对基金管理费收入影响较大。2020 年 5 月，武汉天盈并表范围内对外转让的私募基金管理公司 1 家，即成都汉银股权投资基金管理有限公司（以下简称“汉银投资”），汉银投资实收资本 0.10 亿元，汉银投资的基金管理规模 0.27 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司持股并直接管理 5 家持牌私募基金管理公司，合计管理 16 只基金。

表 9 截至 2021 年 3 月末武汉天盈直接管理的持牌私募基金管理公司（单位：亿元、%、只）

序号	公司名称	实收资本	武汉天盈出资情况				登记为私募基金管理人时间	管理基金数量
			天盈投资认缴金额	天盈投资认缴出资比例	天盈投资实缴金额	天盈投资实缴出资比例		
1	武汉当代高投创业投资管理有限公司	0.05	0.03	60.00	0.03	60.00	2015/12/16	1
2	北京金盛博基资产管理有限公司	0.50	0.33	66.00	0.33	66.00	2014/9/9	2
3	湖北银丰天睿资产管理有限公司	1.22	0.62	50.82	0.62	50.82	2015/1/7	1
4	长瑞当代资本管理有限公司	0.30	0.26	51.00	0.15	51.00	2015/1/29	4
5	天风睿金（武汉）投资基金管理有限公司	0.20	0.12	60.00	0.12	60.00	2015/11/4	8

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，公司旗下私募基金管理公司合计设立了 16 只基金，基金实缴资金合计 28.52 亿元，基金投资项目 37 个，主要投资方向有基础设施、PPP 项目等，其中，PPP 项目已经投资金额 8.18 亿元，占总投资金额 28.08%，其他行业相对分散。公司私募投资基金主要退出渠道包括 IPO 上市退出、并购退出、出售退出、

清算退出、协议转让退出等，截至 2020 年末已经退出 5 个项目（含部分退出），退出比例较小，累计账面收益 2.92 亿元（未扣减相关费用）。目前公司私募投资基金项目已逐步进入退出期，未来私募投资基金板块对公司收益的贡献有望提升。

表 10 截至 2020 年末公司旗下的私募基金概况（单位：亿元、%）

序号	基金名称	成立时间	实缴金额	已投资金额	累计账面收益
1	湖北当代高投创业投资基金合伙企业（有限合伙）	2015/9/7	1.01	0.85	0.03
2	金盛博基-36 氩新三板 2 号基金	2015/12/30	0.06	0.06	0.00
3	天津天盛天成资产管理中心（有限合伙）	2016/12/18	0.21	0.20	0.00
4	银丰瑞金 2 号私募投资基金	2018/3/1	0.01	0.01	0.00
5	爱康科技 2017 新能源私募投资基金	2018/1/25	7.90	7.90	0.78
6	中冶睿金阳逻之心私募投资基金	2016/10/18	6.31	6.31	1.28
7	中冶睿金阳逻之心 4 号私募投资基金	2017/12/21	0.45	0.45	0.05
8	民生中冶睿金阳逻之心私募投资基金	2017/12/15	0.63	0.63	0.14
9	泉港海峡 PPP 私募专项投资基金	2018/1/23	0.80	0.80	0.00
10	天翼二号私募专项投资基金	2015/12/9	0.90	0.90	0.27
11	天翼五号私募专项投资基金	2016/2/6	0.80	0.80	0.23
12	天翼六号私募专项投资基金	2016/2/6	0.50	0.50	0.13
13	武汉长瑞新兴股权投资中心（有限合伙）	2015/12/7	0.52	0.49	0.02
14	杭州长瑞当代招源投资管理合伙企业（有限合伙）	2017/6/29	1.70	1.63	0.00
15	湖北省鄂旅投现代服务业发展基金合伙企业（有限合伙）	2018/12/6	7.62	7.50	0.00
16	武汉长瑞先锋二号私募股权投资基金	2019/8/5	0.11	0.11	0.00
合计		--	28.52	29.14	2.92

资料来源：公司提供，联合资信整理

5. 其他投资业务

其他投资业务对公司其他几个主业条线形成一定补充和协同，其中债权类投资业务以天津天盈为管理平台公司，天津天盈未来将逐步停止运营，后续工作以清收资产为主；天信财富因部分基金清算出表以及处置子公司造成主要财务指标大幅下降。

（1）天津天盈

天津天盈成立于 2012 年，原名为天风天盈投资有限公司，2018 年 2 月更为现名。截至 2021 年一季度末，天津天盈注册资本和实收资本均为

4.10 亿元，公司持股 90.00%。截至 2020 年末，天津天盈资产总额 17.15 亿元，较上年末下降 6.89%，主要系其他流动资产下降所致，净资产 4.75 亿元，较上年末下降 10.47%，主要系亏损导致未分配利润下降所致。

天津天盈原为天风证券的子公司，经营另类投资业务，后将主要业务转入国创资本；2020 年以来营业收入和投资收益均出现持续大幅下降，天津天盈未来将逐步停止运营，后续工作以清收资产为主。

表 11 天津天盈合并口径主要收益构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	0.95	52.71	0.37	76.22	0.04	19.05
咨询服务业务	0.45	25.00	0.32	66.67	0.04	19.05
债权投资业务	0.49	27.39	0.05	9.51	0.00	0.00
其他	0.01	0.32	0.00	0.04	0.00	0.00
投资收益	0.85	47.29	0.12	23.78	0.17	80.95
权益法核算的长期股权投资收益	0.61	33.95	0.07	14.61	-0.13	-61.90
处置长期股权投资的收益	0.13	7.16	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.11	6.18	0.04	9.17	0.30	142.86
合计	1.80	100.00	0.49	100.00	0.21	100.00

注：占比均为占营业收入与投资收益合计数的比重

资料来源：公司提供，联合资信整理

债权投资业务方面，截至 2020 年末，天津天盈投资资产减少，截至 2021 年一季度末，未发生逾期、展期、违约等风险事件。

表 12 天津天盈合并口径债权投资资产构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产收益权	3.53	95.15	3.98	97.95	3.76	98.97
债权	0.04	1.07	0.04	1.00	0.04	1.03
结构性存款	0.14	3.78	0.04	1.06	0.00	0.00
债权投资资产余额	3.71	100.00	4.06	100.00	3.80	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

长期股权投资方面，近年来天津天盈一直以对国创资本的投资为主，2021 年一季度末对国创资本的投资账面价值 8.78 亿元，国创资本的情况详见下文。

国创资本

公司的联营企业中较重要的是国创资本。国创资本成立于 2013 年，截至 2021 年一季度末注册资金和实收资本均为 22.69 亿元，天津天盈直接持有国创资本 35.00%的股权，公司将国创资本作为权益法核算的长期股权投资。截至 2020 年末，国创资本资产总额 110.31 亿元，较年初下降 22.42%，主要系可供出售金融资产和长期应

收款下降所致；净资产 32.08 亿元，较年初下降 10.41%，主要系少数股东损益减少所致。

国创资本的主要营收体现为营业总收入和投资收益；营业收入主要由贷款利息收入和融资租赁收入构成，其中贷款利息收入主要是债权投资业务收入和小贷业务产生的利息收入；投资收益主要是可供出售金融资产（主要是以成本计量的权益工具）取得的收益。2020 年，国创资本营业总收入同比下滑 15.41%，主要系融资租赁收入下降所致；投资收益同比下降 80.06%，主要系可供出售金融资产等取得的投资收益减少所致；净利润由正转负。

表 13 国创资本主要收益构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	0.20	2.10	0.53	6.56	0.56	8.16
贷款利息收入	1.89	19.79	0.78	9.64	1.57	22.89
融资租赁收入	6.78	70.90	5.80	71.45	4.14	60.35
保理融资收入	0.05	0.48	0.31	3.81	0.33	4.81
咨询费及其他收入	0.64	6.73	0.69	8.55	0.25	3.64
营业总收入合计	9.56	100.00	8.11	100.00	6.86	100.00
投资收益	5.12	--	3.31	--	0.66	--
净利润	2.12	--	0.37	--	-0.28	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

国创资本主要业务有国创资本本部负责运作的债权和股权投资业务，以及下属子公司运营的租赁、担保、小贷、保理等类金融业务（参见

下表），其中租赁和担保业务体量较大，小贷和保理业务规模很小。

表 14 2020 年末国创资本主要子公司情况（单位：亿元）

业务条线	运营主体	主要经营地	成立时间	注册资本	持股比例
租赁	武汉光谷融资租赁有限公司	武汉	2012 年 4 月	16.50	直接 87.58%，直接间接合计 88.79%
担保	武汉东创投资担保有限公司	武汉	2008 年 6 月	28.00	100%
小额贷款	武汉市江岸区华创小额贷款有限公司	武汉	2008 年 12 月	1.50	直接 47.47%，直接间接合计 54.14%
保理	深圳国创金丰商业保理有限公司	武汉	2016 年 4 月	0.50	100%

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）天信财富

子公司天信财富成立于 2014 年 12 月，原名为天风天信财富投资管理有限公司，截至 2020 年末，天信财富注册资本 0.60 亿元，实收资本 0.58 亿，公司直接持股 54.17%。天信财富主要为客户提供直投、债权、股权及其他另类投资等相关业务，具有私募基金管理人资格。截至 2020 年末，天信财富资产总额 1.60 亿元，较上年末下降 48.45%，主要系资产收益权、预付股权款大幅下降所致；净资产 0.84 亿元，较上年末增长 4.04%，主要系 2 名股东对公司进行增资导致。

2020 年，天信财富营业总收入 0.58 亿元、净利润 0.09 亿元，同比减少 1.02 亿元、0.13 亿元，经营成果大幅下降主要系天信财富旗下部分基金于 2019 年清算，2020 年不再并表，导致当代天信财富 2020 年合并口径营业收入减少，另外，应监管合规要求，天信财富作为私募基金管理人需专业化经营，于 2019 年将财富管理业务剥离，财富管理类业务收入减少。天信财富部分新基金正在前期筹备、设立中，暂未正式收取管理费等收益，增量收入暂未体现。

6. 未来发展

公司发展策略清晰，符合公司自身特点，但整合效果仍有待观察；2020 年，公司主要经营所在地湖北省受新冠肺炎疫情冲击较大，需关注区域经济的不良变化等因素对公司经营及未来战略实施带来的不良影响。

2021 年，公司将实行规范与发展并重，坚持聚焦、管控的力度不放松，严守风控底线，做好“瘦身”相关收尾工作，同时凝聚资源和力量做

好发展工作。一是进一步坚定当代集团战略纵深的战略定位，同时兼顾公司自身的业务发展，发掘并提升自身核心竞争力。二是进一步推进协同赋能，沉淀集团核心优势，深挖当代集团内部协同，同时用更加宽广的视野推动内外部协同。三是坚定不移推进公司股权混改，深化各板块的集中管理和协同发展，同时进一步积极寻找有价值股权做增量。

具体来看，全力支持天乾资管做大做强，推动其资产规模、经营成果、专业能力再上台阶，夯实并增强天乾资管作为天盈投资合并营业收入、合并利润之主要贡献者的地位和作用。私募基金业务条线，做好持牌基金公司的管理与业务发展。债权条线，天津天盈逐步停止运营，后续工作以清收资产为主，严守风险底线。在守住流动性风险底线的前提下，进一步做好业务协同，增强公司整体财务弹性。

九、 财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018—2020 年的审计报告均经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并被出具了无保留意见。本报告中，2018 年度财务数据取自 2019 年审计报告的比较数据，2019 年数据取自 2020 年审计报告中的上年对比数据。

从合并范围变动来看，2019 年，公司合并范围无新增子公司，因转让、注销等减少一级子公司 2 家；2020 年，公司合并范围无新增子公司，因处置减少子公司 2 家，分别为当代瑞通、汉银投资，其中当代瑞通注册资本 0.10 亿元，2020 年初资产总额 40.54 亿元，其不再合并对公司资

产负债表有一定影响，但因其收入、利润一直很小，对公司利润表影响不大。截至 2020 年末，公司纳入合并的一级子公司共 11 家。2020 年，公司无应该披露的会计政策变更。

综上，公司财务数据可比性较强。

2. 合并报表分析

(1) 资产质量

2020 年，公司资产规模呈增长趋势，资产结构中非流动资产占比相对较高，公司资产构成体现了多元化企业的特点，整体资产质量一般，流动性偏弱。

截至 2020 年末，公司资产规模同比增长 2.96%，主要系可供出售金融资产、收益权及债权资产和信托计划资产增长所致。

表 15 公司期末资产结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	99.02	47.23	73.62	35.80	65.04	30.72
其中：货币资金	10.23	4.88	3.23	1.57	4.67	2.20
其他应收款	17.42	8.31	7.16	3.48	6.80	3.21
其他流动资产	69.33	33.07	62.06	30.18	50.33	23.77
其他	2.03	0.97	1.17	0.57	3.24	1.54
非流动资产	110.63	52.77	132.03	64.20	146.69	69.28
其中：可供出售金融资产	50.51	24.09	32.46	15.78	36.27	17.13
长期股权投资	32.11	15.32	31.21	15.18	28.57	13.49
其他非流动资产	25.62	12.22	59.85	29.10	74.00	34.95
其他	2.39	1.14	8.51	4.14	7.85	3.71
资产总额	209.65	100.00	205.65	100.00	211.73	100.00
受限资产	6.05	2.89	11.85	5.76	13.95	6.59

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年末，流动资产较年初下降 11.65%，主要系其他流动资产减少（主要是收益权及债权投资、信托投资减少）所致。

截至 2020 年末，货币资金同比增长 44.42%，主要系银行存款增加所致；货币资金主要为银行存款，无受限资金，无存放境外的货币资金。

截至 2020 年末，其他应收款同比下降 5.01%；其他应收款项全部为往来款；其他应收款项共计提坏账准备 0.81 亿元，总计提比例 11.91%；前六大欠款方应收账款账面余额 3.44 亿元，计提减值准备 0.54 亿元，其中最大欠款方为当代集团，账面余额 1.27 亿元。

截至 2020 年末，公司其他流动资产 50.33 亿元，较上年末下降 18.90%，主要系收益权及债权、信托计划规模下降所致，其中收益权及债权占比 93.17%、信托计划占比 5.23%；其他流动资产已计提的减值准备余额 1.27 亿元，均系对收益权及

债权计提的减值准备，减值准备占账面余额的 2.46%

截至 2020 年末，非流动资产同比增长 11.11%，主要系收益权及债权投资、预付长期资产款和信托计划增加综合所致。

截至 2020 年末，可供出售金融资产较年初增长 11.76%，主要系按成本计量的权益工具规模增加所致；可供出售金融资产中按成本计量的权益工具（主要是持有的股权）占比 97.56%、按公允价值计量的股票及股权收益权占比 2.37%，其余为少量基金；可供出售金融资产共计提减值准备 0.12 亿元，总计提比例 0.33%。

截至 2020 年末，公司长期股权投资同比下降 8.45%，主要系减少对联营企业投资所致；长期股权投资中主要是对重庆当代砾石实业发展有限公司（占比 46.32%）、国创资本（占比 28.89%）和武汉天融企业管理中心（有限合伙）（占比

11.20%)的投资；公司长期股权投资未计提减值准备。

截至2020年末，公司其他非流动资产同比增长23.64%，主要系收益权及债权投资、预付长期资产款和信托计划增加所致；其中，收益权及债权占比76.40%、预付股权投资款占比2.16%、预

(2) 资本结构

2020年以来，公司整体负债规模增长较快，负债结构调整以非流动负债为主，全部债务规模总体较快增长，杠杆水平有所提升但仍处于合理区间，未来两年债务偿还压力较大。

付长期资产款占比11.04%、信托计划占比17.69%等。

截至2021年5月末，合并口径下的受限资产14.02亿元，其中受限的长期股权投资5.15亿元，交易性金融资产2.29亿元（华泰保险），受限投资性房地产6.58亿元。

截至2020年末，公司负债总额较上年末增长33.51%，主要系其他非流动负债、长期借款和应付债券增加所致，公司在2020年发行合计26.79亿元的公司债券和信托永续借款。

表 16 公司期末负债结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	67.75	74.31	85.10	92.69	54.07	44.10
其中：短期借款	5.10	5.59	7.43	8.09	0.00	0.00
预收款项	14.60	16.01	14.34	15.62	14.24	11.62
其他应付款	1.85	2.03	5.06	5.51	14.80	12.07
一年内到期的非流动负债	0.17	0.19	15.15	16.50	6.40	5.22
其他流动负债	43.95	48.21	41.67	45.38	16.44	13.41
其他	2.09	2.29	1.46	1.59	2.19	1.78
非流动负债	23.42	25.69	6.72	7.31	68.52	55.90
其中：长期借款	23.36	25.63	5.55	6.04	16.10	13.13
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	26.79	21.85
其他非流动负债	0.04	0.04	0.42	0.46	24.89	20.30
其他	0.02	0.02	0.74	0.81	0.74	0.61
负债总额	91.16	100.00	91.82	100.00	122.59	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末，公司流动负债较上年末下降36.47%，主要系短期借款、债权及收益权转让与回购、借款下降所致；其中，短期借款为0，其他流动负债较年初减少25.23亿元，主要系债权及收益权转让与回购规模、借款减少综合所致，其他流动负债全部为借款，借款主要为信托、合作机构、外部企业借款。

截至2020年末，公司非流动负债同比增长920.41%，主要系长期借款和应付债券增加所致；长期借款较年初增长190.09%，主要系保证借款增长。

截至2020年末，应付债券26.79亿元，较上年末增加26.79亿元，应付债券为母公司发行的债券“20天盈01”“20天盈02”和“20天盈03”，

本金合计10.00亿元；子公司天乾资管发行的两期债券“20天乾01”和“20天乾02”，本金共15.00亿元；天乾资管借入的信托永续借款2.00亿元，无固定期限。

截至2020年末，其他非流动负债24.89亿元，较上年末增加24.47亿元，主要系债权及收益权转让与回购大幅增加。

有息债务方面，截至2020年末，公司全部债务规模同比增长29.04%，主要系长期债务大幅增加所致。债务结构方面，2018—2020年末，公司整体债务期限从以短期为主调整为以长期债务为主，截至2020年末，长期债务占比74.79%。

杠杆水平方面，截至2020年末，公司资产负债率57.90%，同比增加13.25个百分点；全部债务

资本化比率呈上升趋势，受债务结构变化的影响，标仍处于合理范围。
长期债务资本化比率波动上升；公司主要杠杆指

表 17 公司期末债务和杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
全部债务	72.61	70.22	90.62
其中：短期债务	49.22	64.25	22.84
长期债务	23.40	5.97	67.78
短期债务占比	67.78	91.50	25.21
资产负债率	43.48	44.65	57.90
全部债务资本化比率	38.00	38.15	50.41
长期债务资本化比率	16.49	4.98	43.19

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年一季度末，公司全部债务偿还期限较为均匀，其中2021年剩余月份、2022年合计需要偿还41.51亿元，需要关注公司未来的流动性情况。

表 18 截至 2021 年一季度末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元、%）

到期年份	金额	占比
2021 年	23.30	26.54
2022 年	18.21	20.74
2023 年	34.38	39.16
2024 年及以后	11.91	13.57
合计	87.80	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020年以来，受合并范围变化导致少数股东权益减少的影响，公司所有者权益呈下降趋势；公司权益中少数股东权益占比较大，权益稳定性一般。

截至2020年末，公司所有者权益同比减少21.69%，主要系少数股东权益减少所致，少数股东权益减少系本年度2家子公司当代瑞通、汉银投资出表所致；公司所有者权益中，实收资本和少数股东权益占比较大，少数股东权益占比大系

公司对天乾资管、正隆保险经纪持股比例较低，以及私募投资基金板块对并表的私募基金持股比例很低所致，公司对子公司的控制力一般，随着2020年少数股东权益的减少，少数股东权益占比有所下降，权益稳定性有所提升。利润留存方面，2020年公司未对2019年净利润进行分红，2020年度股东会决定不对2020年净利润进行分红。

表 19 公司期末所有者权益结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
归属于母公司所有者权益	41.05	34.65	61.68	54.19	62.25	69.83
其中：实收资本	34.16	28.83	52.83	46.42	52.83	59.27
资本公积	5.02	4.23	6.37	5.59	6.67	7.48
其他	1.87	1.58	2.48	2.18	2.75	3.08
少数股东权益	77.43	65.35	52.15	45.81	26.89	30.17
所有者权益合计	118.48	100.00	113.83	100.00	89.14	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(3) 盈利能力

2020年以来,公司利润规模和盈利指标同比下降,经营业绩下滑;公司整体盈利能力指标表现偏弱。

从盈利规模来看,2020年,公司营业利润和

净利润分别同比下降14.55%和21.90%,主要系投资收益和公允价值变动损益下降所致。2020年,归属于母公司所有者净利润同比减少0.37亿元,归属于母公司所有者的净利润仅占净利润的11.39%,占比同比减少11.37个百分点。

表 20 公司盈利构成 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入-营业总成本	3.19	73.99	0.47	11.94	3.39	99.64
其中: 营业总收入	16.23	376.31	11.58	291.21	15.66	460.94
营业总成本	13.04	302.32	11.10	279.27	12.27	361.30
投资收益	1.81	42.00	1.31	33.02	0.59	17.38
公允价值变动损益	-0.05	-1.26	2.95	74.22	0.07	2.13
各类减值损失 (损失为“-”)	-0.83	-19.18	-1.16	-29.18	-0.81	-23.73
其他	0.19	4.45	0.40	10.00	0.16	4.58
营业利润	4.31	100.00	3.98	100.00	3.40	100.00
净利润	3.34	--	2.70	--	2.11	--
归属于母公司所有者的净利润	1.36	--	0.61	--	0.24	--

注: 资产减值损失原在营业总成本项下列报, 2019 年公司根据财政部规定调整报表格式, 资产减值损失自营业总成本调出, 2018 年比较数据同步调整

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

2020年, 公司营业总收入同比上升35.26%, 主要系不良资产业务收入增长所致; 公司营业总成本同比增长10.55%, 公司营业总成本主要由营业成本和期间费用构成, 其中营业成本主要是不

良资产、保险经纪和其他投资业务的成本; 期间费用主要是财务费用和职工薪酬, 2020年期间费用中财务费用占比38.75%、管理费用占比46.75%、销售费用占比14.50%。

表 21 公司营业总成本构成 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业成本	8.20	62.90	5.84	52.59	6.45	52.57
期间费用	4.72	36.22	5.16	46.45	5.73	46.69
其他	0.11	0.87	0.11	0.96	0.09	0.74
营业总成本	13.04	100.00	11.10	100.00	12.27	100.00

注: 资产减值损失原在营业总成本项下列报, 2019 年公司根据财政部规定调整报表格式, 资产减值损失自营业总成本调出, 2018 年比较数据同步调整

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

2020年, 公司投资收益同比下降55.03%, 主要系权益法确认的收益下降、处置长期股权投资确认的收益下降较多所致; 投资收益主要由权益法确认的收益和可供出售金融资产在持有期间的投资收益构成。

2020年, 公司公允价值变动损益变动较大, 同比下降97.55%, 主要系上一年度子公司天乾资

管收购的地产类不良资产项目而新增投资性房地产并以公允价值计量, 导致2019年确认公允价值变动损益2.91亿元所致。

2020年, 资产减值损失-0.81亿元, 主要系坏账损失和长期股权投资减值损失导致。

从盈利指标来看, 2020 年, 公司主要盈利指标均呈下降趋势, 盈利能力指标表现偏弱。

表 22 公司盈利指标 (单位: %)

项目	2018 年	2019 年	2019 年 (调整后)	2020 年
营业利润率	26.57	34.34	34.34	21.69
总资产收益率	1.68	1.30	1.36	1.01
净资产收益率	2.71	2.32	2.54	2.08
归母净资产收益率	3.19	1.19	1.48	0.39

注: 1. 本报告中天盈投资的营业利润率指标按营业利润/营业总收入×100%计算; 总资产收益率=净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%; 归母净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属于母公司所有者权益+期末归属于母公司所有者权益)/2]×100%; 2. 2019 年调整后指标系剔除 12 月收到 20.00 亿元增资款影响后的指标;
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从同行业对比来看, 在类似金融控股平台类企业中, 与下表样本企业相比, 公司盈利指标弱, 杠杆水平处于平均水平。

表 23 公司与类似金融控股平台类企业的 2020 年财务指标比较 (单位: %)

项目	总资产收益率	净资产收益率	归母净资产收益率	资产负债率
中国万向控股有限公司	1.91	13.74	11.23	86.72
江西省金融控股集团有限公司	3.87	3.53	3.89	68.65
湖南财信金融控股集团有限公司	3.33	4.20	4.20	20.39
上述样本企业平均值	3.04	7.16	6.44	58.59
天盈投资	1.01	2.08	0.39	57.90

资料来源: 公司财务报告、公开资料, 联合资信整理

(4) 现金流

2020 年, 经营活动现金流保持净流入状态, 投资活动现金净流出规模较大, 筹资活动现金流保持净流入状态; 2020 年, 整体现金流表现正常, 但公司较为依赖筹资活动补充现金流。

经营活动方面, 2020 年, 经营活动现金流入同比下降 5.89%, 经营活动流出金额同比增长 28.94%, 主要系支付其他与经营活动有关的现金快速增长。受此影响, 公司经营活动现金流呈净流入状态, 但净流入规模有所下降。

投资活动方面, 2020 年, 公司投资活动现金流呈持续净流出状态, 投资活动现金流入和流出

金额均大幅增长, 主要系不良资产收购与处置业务、债权投资业务增加所致。

2020 年, 筹资活动前现金流量净额为负值, 投资业务资金需求较大, 经营活动现金无法满足投资需求, 需要通过筹资活动补充资金。

筹资活动方面, 2020 年, 公司筹资活动现金流呈净流入状态, 2020 年筹资活动现金流入同比上升 99.33%, 主要系公司和子公司发行债券所致, 流出规模均同比上升 59.65%, 主要系公司偿还债务所致。

截至 2020 年末, 期末现金及现金等价物余额 4.67 亿元, 整体规模一般。

表 24 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流量净额	4.76	12.43	7.08
投资活动现金流量净额	-11.78	-29.68	-36.26
筹资活动前现金流量净额	-7.02	-17.24	-29.18
筹资活动现金流量净额	2.12	10.25	30.62
现金及现金等价物净增加额	-4.90	-7.00	1.44
期末现金及现金等价物余额	10.23	3.23	4.67

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

3. 母公司报表分析

(1) 资产负债表分析

2020年以来,母公司口径资产规模同比增长,以长期股权投资和可供出售金融资产为主,同时存在一定关联占款情况,资产流动性一般;母公司债务规模和杠杆水平同比上升,权益稳定性好。

截至2020年末,母公司口径资产总额同比增长14.45%,主要系其他应收款和可供出售金融资产增加,叠加其他非流动资产减少综合所致。母公司资产构成方面,截至2020年末,非流动资产占比80.17%。

截至2020年末,母公司其他应收款较年初增长31.87%,主要系天津天盈、当代集团等应收关联方款项增加所致,其他应收款项已计提的坏账准备余额共0.60亿元,计提比例6.91%;其他流动资产较年初增长12.67%,母公司其他流动资产主要为资产收益权、借款与信托计划等债权类投资业务;可供出售金融资产较年初增长159.83%至

32.51亿元(其中,股权投资大幅增长至30.71亿元,另有基金投资1.8亿元),可供出售金融资产尚未计提的减值准备;长期股权投资较年初变化不大,其中对子公司的投资占比56.00%、对联营企业投资占比44.00%,其中对联营企业重庆当代砾石实业发展有限公司的投资余额占长期股权投资总余额的43.49%,长期股权投资未计提减值准备;其他非流动资产9.24亿元,较年初减少13.09亿元,主要系大额预付股权款于2020年转为可供出售金融资产科目核算所致,截至2020年末,母公司其他非流动资产主要为预付股权款,其中预付某银行股权款5.99亿元,预付某人寿股权款1.22亿元。

截至2021年5月末,母公司口径受限资产11.69亿元,其中受限交易性金融资产2.29亿元(持有的华泰保险股权),受限的长期股权投资9.40亿元。

表 25 母公司口径期末资产结构(单位:亿元、%)

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	22.05	34.06	13.37	16.85	18.02	19.83
其中:其他应收款	14.68	22.66	6.72	8.46	8.86	9.75
其他流动资产	6.90	10.66	6.47	8.15	7.29	8.03
其他	0.48	0.73	0.18	0.23	1.87	2.05
非流动资产	42.70	65.94	65.99	83.15	72.82	80.17
其中:可供出售金融资产	11.21	17.31	12.51	15.77	32.51	35.79
长期股权投资	30.91	47.73	31.03	39.10	30.91	34.03
其他非流动资产	0.25	0.39	22.33	28.14	9.24	10.18
其他	0.33	0.51	0.12	0.15	0.16	0.17
资产总额	64.76	100.00	79.36	100.00	90.84	100.00

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

截至2020年末,母公司负债总额较上年末增长57.90%,主要系新增发行“20天盈01”“20天盈02”“20天盈03”导致应付债券增加所致,随着应付债券的增加,流动负债占比有所下降,但

负债构成仍以流动负债为主。

截至2020年末,母公司预收款项14.13亿元,主要系预收福建龙净环保股份有限公司14.12亿元,由于合同未完成导致预收款尚未结转。

表 26 母公司口径期末负债结构(单位:亿元、%)

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	24.66	98.80	18.51	100.00	19.33	66.11
其中:预收款项	14.12	56.56	14.12	76.25	14.13	48.33

其他应付款	0.02	0.10	0.53	2.86	0.86	2.94
其他流动负债	10.43	41.78	3.76	20.29	4.24	14.52
其他	0.09	0.36	0.11	0.59	0.09	0.32
非流动负债	0.30	1.20	0.00	0.00	9.91	33.89
其中：长期借款	0.30	1.20	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	9.91	33.89
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	24.96	100.00	18.51	100.00	29.23	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末，母公司全部债务较上年末增长276.67%，长短期债务均有增长，主要系长期债务增加较多所致，长期债务占比大幅提升至70.01%，短期债务占比降至29.99%，短期集中偿

还压力有所缓和，但仍需持续加强流动性管理；随着债务的增加，杠杆指标均有所升高，但仍处于一般水平。

表 27 母公司口径期末债务和杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
全部债务	10.73	3.76	14.15
其中：短期债务	10.43	3.76	4.24
长期债务	0.30	0.00	9.91
短期债务占比	97.20	100.00	29.99
资产负债率	38.55	23.33	32.18
全部债务资本化比率	21.24	5.81	18.68
长期债务资本化比率	0.75	0.00	13.85

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末，母公司所有者权益较上年末基本持平，权益结构变化不大，其中，实收资本

占比85.76%，基本没有变化；资本公积占比10.78%，基本没变，母公司所有者权益稳定性好。

表 28 母公司口径期末所有者权益构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	34.16	85.85	52.83	86.83	52.83	85.76
资本公积	5.31	13.35	6.64	10.92	6.64	10.78
其他	0.32	0.80	1.37	2.26	2.13	3.45
所有者权益	39.79	100.00	60.85	100.00	61.60	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（2）利润表分析

母公司盈利主要来自本部咨询及债权投资业务产生的营业收入和长期股权投资贡献的投资收益，2020年经营业绩受新冠肺炎疫情及停工影响大幅下降，母公司盈利能力指标表现偏弱。

公司本部除主要作为控股平台外，还经营少量财务咨询及投资业务，母公司利润主要来自于营业收入和投资收益。母公司营业收入和营业成本主要是财务咨询及债权投资业务产生，2020年，

营业收入同比下降74.49%，主要系母公司聚焦主业，积极开展股权投资业务，相关收益计入投资收益所致；营业成本同比下降60.90%。

2020年，期间费用增长124.76%（主要系本部对外融资增加导致财务费用大幅增加所致，同期管理费用下降12.89%）。

2020年，母公司口径投资收益同比增长23.14%，主要系可供出售金融资产持有期间的投资收益增加所致。

2020年，母公司口径营业利润和净利润均同比下降，分别下降35.79%和28.65%，主要系新冠

肺炎疫情及长时间停工导致业务受影响所致。

表 29 母公司口径盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	0.71	0.97	0.25
减：营业成本	0.93	0.78	0.30
期间费用	0.31	0.20	0.45
投资收益	1.04	1.08	1.33
营业利润	0.26	1.04	0.67
净利润	0.33	1.05	0.75
总资产收益率	0.53	1.46	0.88
净资产收益率	0.79	2.10	1.23

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（3）现金流

2020年，母公司经营活动现金流净额为正，投资活动支出较多，呈净流出状态，整体现金流偏紧。

2020年，母公司口径经营活动现金流量净额为正，金额较小，主要系聚焦投资业务、其他经营收支减少所致。

2020年，母公司口径投资活动现金流量净额为净流出状态，系新增对外投资所致。

2020年，母公司口径筹资活动现金流量净额为净流入状态，系发行公司债所致。

截至2020年末，期末现金及现金等价物余额大幅增长。但仍属较低水平。

表 30 母公司口径现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流量净额	-5.55	8.28	0.10
投资活动现金流量净额	9.41	-28.28	-8.58
筹资活动前现金流量净额	3.86	-20.00	-8.49
筹资活动现金流量净额	-4.52	19.70	9.41
现金及现金等价物净增加额	-0.66	-0.30	0.92
期末现金及现金等价物余额	0.47	0.17	1.10

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

4. 公司偿债能力分析

2020年以来，公司偿债指标表现一般；但考虑到公司资本实力较强，具备一定综合竞争力及股东支持力度较大等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2020年，公司合并和母公司口径短期偿债指标均有所提升，整体表现一般。

长期偿债指标方面，合并口径和母公司口径的长期偿债指标整体一般。2020年，合并口径EBITDA同比增长3.98%；EBITDA以利润总额

为主，2020年利润总额占比56.78%、利息支出占比41.74%。合并口径EBITDA利息倍数有所下降，能对利息保持较好的覆盖程度；全部债务/EBITDA有所上升，对全部债务的覆盖程度弱。

母公司指标方面，2020年，母公司EBITDA呈同比下降8.57%，主要系母公司利润总额下降所致；母公司EBITDA以利润总额为主，2020年利润总额占比73.58%。母公司口径EBITDA对利息的覆盖程度很好、对全部债务的覆盖程度弱。

表 31 公司偿债能力指标 (单位: %、倍、亿元)

项目	合并			母公司		
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
流动比率	146.15	86.51	120.29	89.43	72.21	93.22
期末现金及现金等价物余额/短期债务	0.21	0.05	0.20	0.05	0.05	0.26
EBITDA	5.90	5.78	6.01	0.37	1.05	0.96
EBITDA 利息倍数	4.16	3.33	2.40	7.12	2503.06	3.88
全部债务/EBITDA	12.31	12.16	15.08	28.86	3.57	14.71

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至 2021 年 5 月末, 公司合并口径在银行的授信额度为 18.90 亿元, 已经使用 17.60 亿元, 间接融资空间有限。

截至 2021 年 5 月末, 公司有 3 笔对外担保, 系对控股股东当代集团的连带责任担保 4.00 亿元、对联营企业国创资本及其子公司深圳国创金丰商业保理有限公司的连带责任担保共 4.50 亿元 (担保期均至 2023 年 9 月)。

重大未决诉讼、仲裁方面, 截至 2021 年 5 月末, 公司本部无涉及金额超过 1000 万元的重大未决诉讼、仲裁案件; 天乾资管所涉及诉讼均为在处理不良资产过程中作为原告、申请执行人进行的诉讼、仲裁。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年末, 本年度剩余应到期债券金额为0, 公司对存续期内债券偿还能力尚可, 但考虑到公司资本实力和业务规模较大, 加之股东背景较好, 联合资信认为公司对存续期内债券的偿还能力很强。

截至2020年末, 公司存续境内债券余额合计10.00亿元。其中, 本年度剩余应到期债券金额为0, 未来待偿债券本金峰值8.50亿元。

截至2020年末, 经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障程度较好; 经营活动现金流净额对未来待偿债券本金峰值保障程度一般; EBITDA对未来待偿债券本金峰值保障能力一般; 公司对存续债券保障情况如下表:

表 32 公司存续债券保障情况
(单位: 亿元、倍)

项 目	比 例
本年度剩余应到期债券金额 (亿元)	0.00
未来待偿债券本金峰值	8.50
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额 (倍)	/
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值 (倍)	2.85
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值 (倍)	0.83
EBITDA/未来待偿债券本金峰值 (倍)	0.71

注: 1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额; 2. 现金类资产使用2020年末财务数据, 已剔除受限资金; 3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用2020年度数据

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

十一、债权保护条款分析

1. 担保条款

本期债券由当代集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 担保范围为本期债券本金、利息及逾期利息, 以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用和其他依法应支付的费用, 担保期限为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

2. 担保人信用分析

(1) 当代集团概况

当代集团原名武汉市洪山当代生化技术研究所, 是经武汉市洪山区科学技术委员会洪科(88)84号批准成立的民办集体所有制企业。2001年11月23日, 经湖北省人民政府鄂政股函(2001)47号文件同意, 公司进行股份制改造, 企业类型变更为股份有限公司, 改制后当代集团名称变更为“武汉当代科技投资股份有限公

司”，并增加股本至1亿元。2004年8月2日，当代集团名称变更为现名。后经多次增资、转股，截至2021年3月底，当代集团注册资本和实收资本均为55.00亿元；武汉当代科技投资有限公司（以下简称“当代投资”）为当代集团控股股东，艾路明先生为实际控制人。

2020年，当代集团经营范围较上年无变化。

截至2021年3月底，当代集团合并范围内拥有一级子公司17家。其中，直接控股子公司人福医药集团股份公司（股票代码“600079.SH”，股票简称“人福医药”，以下简称“人福医药”）和间接控股子公司武汉三特索道集团股份有限公司（股票代码“002159.SZ”，股票简称“三特索道”，以下简称“三特索道”）分别在上海和深圳证券交易所上市。当代集团所持有的上市公司股份质押比例较高，具体情况如下表所示。

截至2020年底，当代集团资产总额为945.66亿元，所有者权益合计302.21亿元（含少数股东权益177.89亿元）；2020年，当代集团实现营业收入271.44亿元，利润总额27.93亿元。

截至2021年3月底，当代集团资产总额为958.48亿元，所有者权益合计309.69亿元（含少数股东权益184.34亿元）；2021年1—3月，当代集团实现营业总收入65.77亿元，利润总额7.78亿元。

（2）当代集团经营分析

跟踪期内，由于当代集团与武汉当代文化教育产业投资有限公司（以下简称“当代文投”）控股股东新星汉宜于2020年5月31日出表，当代集团不再经营影视文化体育业务。2020年下半年起，当代集团主业由医药、房地产和旅游业务构成。

2020年，受新冠肺炎疫情和合并范围变动影响，当代集团实现营业收入271.44亿元，同比下降9.48%。其中，医药业务收入同比下降6.55%，主要系人福医药上半年生产经营受疫情影响较大，并落实“归核聚焦”工作，先后出售所持有的乐福思集团、四川人福等公司股权所致。房地产业务收入同比增长8.37%，主要来自当代云谷

等在售项目。受疫情对游客接待量的影响，公司旅游业务收入同比下降41.30%。其他业务主要包括金融投资业务、石油制品贸易、矿产品、热力环保等，2020年收入同比保持稳定。

毛利率方面，由于医药和房地产业务毛利率同比增长且收入占比提升，当代集团综合毛利率同比提升3.40个百分点。其中，医药业务毛利率同比提升2.96个百分点，主要系医药制造业务收入同比增长且占比提高所致。房地产业务毛利率同比提升12.90个百分点，主要受当期结转项目情况影响。同期，受疫情影响，旅游业务毛利率同比下降15.92个百分点。

2021年一季度，当代集团实现营业收入65.77亿元，同比增长16.22%，综合毛利率同比提升4.96个百分点。其中，医药业务业绩同比小幅提升；房地产业务收入和毛利率同比增幅较大，主要系结转项目中当代云谷项目土地成本较低所致。旅游板块收入增幅较大，毛利率同比转正。

（3）当代集团财务分析

当代集团提供了2020年度财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。当代集团提供的2021年一季度财务数据未经审计。

2020年，公司新设1家子公司，另有3家子公司不再纳入公司合并范围，其中注销1家；转让2家，包括2020年5月以16.55亿元转让当代文体的控股股东武汉新星汉宜化工有限公司100%股权，对财务数据可比性有一定影响。2021年一季度，当代集团合并范围未发生变化。

截至2020年底，当代集团（合并）资产总额为945.66亿元，所有者权益合计302.21亿元（含少数股东权益177.89亿元）。2020年，当代集团实现营业总收入271.44亿元，利润总额27.93亿元。

截至2021年3月底，当代集团（合并）资产总额为958.48亿元，所有者权益合计309.69亿元（含少数股东权益184.34亿元）。2021年1—3月，当代集团实现营业总收入65.77亿元，利润总额7.78亿元。

截至2020年底，当代集团流动资产为517.80亿元，较上年底增长16.09%，主要系存货增加所致。截至2020年底，当代集团流动资产主要由货币资金91.44亿元（占17.66%）、应收账款61.59亿元（占11.89%）、存货254.14亿元（占49.08%）和其他流动资产51.36亿元（占9.92%）构成。

截至2020年底，当代集团货币资金为91.44亿元，较上年底增长12.44%，主要系收回当期及前期处置子公司股权款所致。当代集团货币资金主要由银行存款（占83.80%）和其他货币资金（占16.15%）构成。

截至2020年底，当代集团负债总额为643.45亿元，较上年底保持稳定。截至2020年底，当代集团负债总额中流动负债占60.67%，非流动负债占39.33%。

从短期偿债指标看，2020年底，当代集团流动比率为132.65%，同比增加20.41个百分点；受存货规模增加影响，速动比率为67.54%，同比减少7.59个百分点。2020年，当代集团经营现金流动负债比为10.19%，同比减少1.00个百分点。截至2020年底，当代集团现金类资产（剔除使用受限货币资金）为95.35亿元，为短期债务的0.41倍。当代集团短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债指标看，2020年，当代集团EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为2.31倍和7.19倍，同比分别减少0.22个百分点和0.47个百分点。当代集团长期偿债能力指标表现尚可。

截至2021年3月底，当代集团获得的银行及其他金融机构授信额度为325.40亿元，尚未使用额度为83.69亿元，间接融资渠道有待拓宽。此外，当代集团下属人福医药及三特索道为上市公司，具备直接融资渠道。

截至2021年3月底，当代集团对外担保金额为54.20亿元，主要系当代集团为当代文体提供的连带责任保证担保，当代集团存在一定代偿风险。

（4）本次跟踪债券保护效果

本次跟踪债券由当代集团进行担保，截至2020年末，当代集团偿债能力指标表现一般，但其相关指标对本次跟踪债券保护效果良好（见下表）；考虑到当代集团司医药主业行业地位突出、经营规模较大、现金类资产较为充裕、融资渠道畅通等因素，整体偿债能力仍属很强，其担保对本次跟踪债券信用状况具有显著的积极影响，因此本次跟踪债券到期不能偿还的风险很低。

表 33 本次跟踪债券保护效果指标（单位：倍）

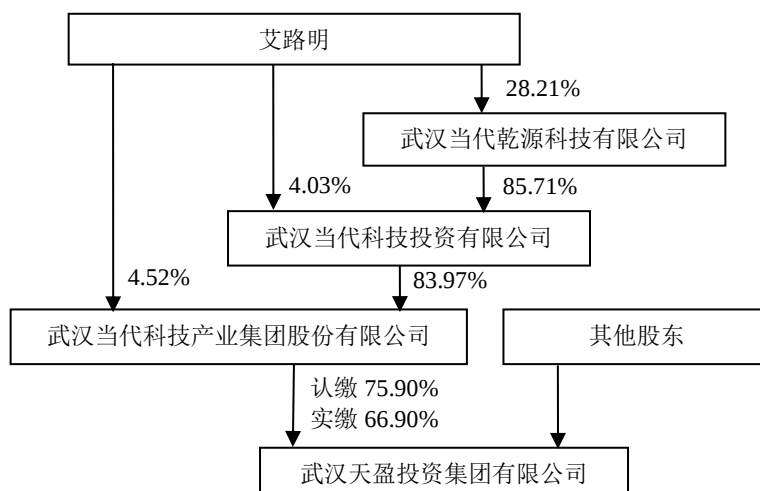
项目	2018 年	2019 年	2020 年
净资产（母公司口径）/本次跟踪债券本金	34.40	33.54	30.22
净利润/本次跟踪债券本金	-0.39	1.59	2.09
经营活动现金流量净额/本次跟踪债券本金	2.70	3.65	3.98

资料来源：当代集团财务报告，联合资信整理

十二、 结论

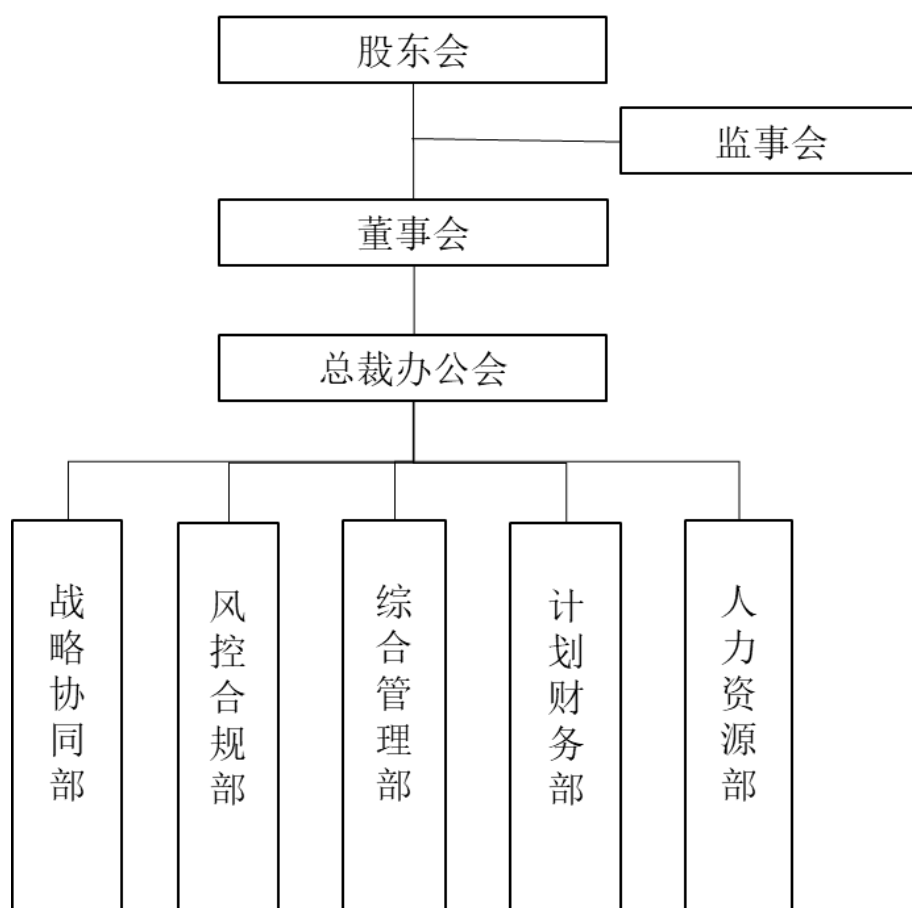
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“20天盈01”“20天盈02”“20天盈03”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1 武汉天盈投资集团有限公司
股权结构图（截至 2021 年一季度末）



资料来源：公司提供

附件 2 武汉天盈投资集团有限公司
组织机构图（截至 2021 年一季度末）



资料来源：公司提供

附件 3-1 武汉天盈投资集团有限公司

主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	209.65	205.65	211.73
负债总额（亿元）	91.16	91.82	122.59
所有者权益（亿元）	118.48	113.83	89.14
归属于母公司所有者权益（亿元）	41.05	61.68	62.25
全部债务（亿元）	72.61	70.22	90.62
短期债务（亿元）	49.22	64.25	22.84
长期债务（亿元）	23.40	5.97	67.78
营业总收入（亿元）	16.23	11.58	15.66
投资收益（亿元）	1.81	1.31	0.59
净利润（亿元）	3.34	2.70	2.11
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-7.02	-17.24	-29.18
资产负债率（%）	43.48	44.65	57.90
全部债务资本化比率（%）	38.00	38.15	50.41
长期债务资本化比率（%）	16.49	4.98	43.19
营业利润率（%）	26.57	34.34	21.69
总资产收益率（%）	1.68	1.30	1.01
净资产收益率（%）	2.71	2.32	2.08
归母净资产收益率（%）	3.19	1.19	0.39
流动比率（%）	146.15	86.51	120.29
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.21	0.05	0.20
EBITDA（亿元）	5.90	5.78	6.01
EBITDA 利息倍数（倍）	4.16	3.33	2.40
全部债务/EBITDA（倍）	12.31	12.16	15.08

资料来源：公司提供

附件 3-2 武汉天盈投资集团有限公司
主要财务指标（母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	64.76	79.36	90.84
负债总额（亿元）	24.96	18.51	29.23
所有者权益（亿元）	39.79	60.85	61.60
全部债务（亿元）	10.73	3.76	14.15
短期债务（亿元）	10.43	3.76	4.24
长期债务（亿元）	0.30	0.00	9.91
营业收入（亿元）	0.71	0.97	0.25
投资收益（亿元）	1.04	1.08	1.33
净利润（亿元）	0.33	1.05	0.75
筹资活动前现金流量净额（亿元）	3.86	-20.00	-8.49
资产负债率（%）	38.55	23.33	32.18
全部债务资本化比率（%）	21.24	5.81	18.68
长期债务资本化比率（%）	0.75	0.00	13.85
总资产收益率（%）	0.53	1.46	0.88
净资产收益率（%）	0.79	2.10	1.23
流动比率（%）	89.43	72.21	93.22
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.05	0.05	0.26
EBITDA（亿元）	0.37	1.05	0.96
EBITDA 利息倍数（倍）	7.12	2,503.06	3.88
全部债务/EBITDA（倍）	28.86	3.57	14.71

资料来源：公司提供

附件 4 武汉当代科技产业集团股份有限公司 主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	905.30	979.10	
所有者权益（亿元）	343.98	335.35	
短期债务（亿元）	227.19	236.53	
长期债务（亿元）	185.97	230.87	
全部债务（亿元）	413.16	467.41	
营业收入（亿元）	277.24	299.87	
净利润（亿元）	-3.86	15.92	
EBITDA（亿元）	34.94	60.96	
经营性净现金流（亿元）	26.98	36.53	
应收账款周转次数（次）	3.31	3.27	
存货周转次数（次）	2.13	1.60	
总资产周转次数（次）	0.33	0.32	
现金收入比率（%）	100.98	110.33	
总资本收益率（%）	1.99	4.78	
总资产报酬率（%）	2.67	4.73	
净资产收益率（%）	-1.10	4.69	
营业利润率（%）	35.33	34.42	
费用收入比（%）	30.17	31.11	
资产负债率（%）	62.00	65.75	
全部债务资本化比率（%）	54.57	58.23	
长期债务资本化比率（%）	35.09	40.77	
EBITDA 利息倍数（倍）	1.78	2.53	
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.13	
流动比率（倍）	1.13	1.12	
速动比率（倍）	0.87	0.75	
现金短期债务比（倍）	0.43	0.38	
经营现金流动负债比率（%）	7.42	9.19	

资料来源：公司提供

附件 5 有关计算指标的计算公式

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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/ [(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/ [(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
总资产收益率	净利润/ [(期初资产总额+期末资产总额) /2]×100%
净资产收益率	净利润/ [(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
薪酬收入比	职工薪酬/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×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%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
负债权益比率	负债总额/所有者权益总额
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 全部债务=短期债务+长期债务

短期债务=短期借款+拆入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债 (扣除一年内到期的长期应付款) +应付短期债券+其他科目里的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他科目里的长期有息债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=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

附件 6-1 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 6-2 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 6-3 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。