

信用评级公告

联合〔2021〕3223号

联合资信评估股份有限公司通过对中国长城资产管理股份有限公司及其拟发行的 2021 年无固定期限资本债券（债券通）的信用状况进行综合分析和评估，确定中国长城资产管理股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国长城资产管理股份有限公司 2021 年无固定期限资本债券（债券通）（人民币 100 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年九月十四日

中国长城资产管理股份有限公司

2021 年无固定期限资本债券（债券通）信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA
无固定期限资本债券信用等级：AAA
评级展望：稳定

评级时间

2021 年 9 月 14 日

主要财务数据：

| 项 目 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 |
|----------------|---------|---------|---------|
| 资产总额(亿元) | 6651.56 | 6010.16 | 6265.15 |
| 负债总额(亿元) | 6047.94 | 5389.68 | 5627.84 |
| 所有者权益(亿元) | 603.62 | 620.48 | 637.31 |
| 资产负债率(%) | 90.93 | 89.68 | 89.83 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 18.56 | 18.98 | 23.49 |
| 资本充足率(%) | 12.64 | 14.36 | 15.38 |

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 370.05 | 326.69 | 354.01 |
| 利润总额(亿元) | 37.22 | 22.79 | 27.86 |
| 净利润(亿元) | 33.10 | 12.46 | 21.73 |
| EBITDA(亿元) | 283.33 | 239.36 | 198.45 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.16 | 1.12 | 1.13 |
| 平均资产收益率(%) | 0.51 | 0.20 | 0.35 |
| 平均净资产收益率(%) | 5.44 | 2.04 | 3.46 |

注：资本充足率为母公司口径

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

分析师

刘 睿 张哲铭 盛世杰

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国长城资产管理股份有限公司（以下简称“中国长城资产”或“公司”）的评级反映了其作为中国四大资产管理公司之一，在公司治理、协同运营、专业化运作、股东支持、行业地位等方面所具备的优势。近年来，公司持续引入战略投资者进行增资扩股，资本实力得到提升，资本保持充足水平。同时，联合资信也关注到，公司持续推进战略转型回归主业、业务转型过程中盈利水平波动较大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，公司将继续推进业务回归本源，加大不良资产经营主业的发展力度，积极拓展实质性重组业务，综合竞争力有望持续提升。另一方面，公司业务涉及多个金融子行业，多元化经营对整个集团风险管控能力提出挑战；同时受金融监管趋严，叠加新冠疫情影响，公司业务经营面临一定挑战，盈利水平有待提升。

综上，联合资信评估股份有限公司确定中国长城资产管理股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，2021 年无固定期限资本债券（债券通）（人民币 100 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该评级结论反映了中国长城资产管理股份有限公司本次无固定期限资本债券的违约风险极低。

优势

1. 政府支持力度大。作为财政部控股的国有金融资产管理公司之一，公司能够得到中央政府的大力支持；完成股份制改革，引入战投，股权结构得到优化，公司治理水平得到提升。
2. 行业地位显著。公司拥有不良资产管理的专业优势，业务网络广泛，市场竞争力强，行业地位显著。
3. 业务结构持续调整，综合化经营水平高。公

司积极推动业务回归本源，搭建了实质性重组业务，不良资产经营主业核心竞争力有所提升；公司持续推进商业化转型，搭建了涵盖银行、证券、信托、租赁在内的多元化经营平台，综合化经营水平较高，为未来持续发展奠定了基础。

关注

- 1. 多平台业务经营情况需持续关注。**公司业务涉及多个金融子行业，在金融监管趋严以及新冠肺炎疫情影响下，多元化经营对集团风险管控能力提出挑战。
- 2. 盈利能力有待提高。**业务转型过程中，公司营业收入有所波动，加之较大的减值计提力度，整体盈利能力有待提高。
- 3. 公司战略规划推进效果保持关注。**公司以回归不良资产主业为核心，优化布局下设子公司，需持续关注业务转型以及子公司“瘦身提质”的持续推进效果。
- 4. 关注无固定期限债相关条款附带风险。**中国长城资产有权取消全部或部分本次债券派息，且不构成违约事件。根据监管要求，本次债券设置了当无法生存触发事件发生时的减记条款。在相应触发事件发生并获得监管部门批准的前提下，中国长城资产有权在无需获得本次债券投资者同意的情况下对本次债券进行减记。

声 明

一、本报告引用的资料由中国长城资产管理股份有限公司（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、除因本期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、本期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。

中国长城资产管理股份有限公司

2021 年无固定期限资本债券（债券通）信用评级报告

一、主体概况

中国长城资产管理股份有限公司（以下简称“中国长城资产”或“公司”）前身为成立于 1999 年的中国长城资产管理公司，是经国务院批准，为应对亚洲金融危机、化解金融风险、促进国有银行和国有企业改革发展而组建的一家金融资产管理公司，由财政部投资设立。作为四家国有资产管理公司之一，公司成立之初的主要任务是收购、管理和处置国有银行剥离的不良资产。2015 年 8 月，公司根据财政部要求，以 2015 年 6 月 30 日为财务重组基准日进行整体改制，于 2016 年 12 月完成股份制改革，并正式挂牌成立，实现了由政策性金融机构向现代股份制企业的转变。其中，财政部以原中国长城资产管理公司的重估净资产出资 418.56 亿元（包含 100.01 亿元的原始股本与 318.55 亿元的储备转增资本）；全国社会保障基金理事会出资 8.63 亿元；中国人寿保险（集团）公司出资 4.31 亿元。2018 年，公司继续引入全国社会保障基金理事会、中国财产再保险有限责任公司、中国大地财产保险股份有限公司、中国人寿保险（集团）公司 4 家战略投资者，于 2019 年末收到全部募集资金 121.21 亿元，增资后公司注册资本增至 512.34 亿元，资本实力进一步夯实。此外，2019 年 12 月，财政部将其持有的公司 10% 的股权无偿划转给全国社会保障基金理事会，财政部持股比例下降至 73.53%，仍为公司的实际控制人。截至 2020 年末，公司实收资本 512.34 亿元，股东持股情况见表 1。

表 1 2020 年末公司股东持股比例 单位：%

| 股东名称 | 持股比例 |
|----------------|-------|
| 中华人民共和国财政部 | 73.53 |
| 全国社会保障基金理事会 | 18.97 |
| 中国财产再保险股份有限公司 | 3.64 |
| 中国大地财产保险股份有限公司 | 2.86 |

¹ 根据上海联合产权交易所公开资料显示，长生人寿 70% 股权已挂牌待转让，转让方为中国长城资产及其全资子公司长城国富置业。

| | |
|--------------|--------|
| 中国人寿保险（集团）公司 | 1.00 |
| 合 计 | 100.00 |

数据来源：中国长城资产提供资料，联合资信整理

截至 2020 年末，公司在全国 30 个省、自治区、直辖市和香港特别行政区设有 31 家分公司和 1 家业务部；拥有长城国兴金融租赁有限公司（以下简称“长城国兴金融租赁”）、长城国瑞证券有限公司（以下简称“长城国瑞证券”）、长城华西银行股份有限公司（以下简称“长城华西银行”）、长城国富置业有限公司（以下简称“长城国富置业”）、长城国融投资管理有限公司（以下简称“长城国融投资”）、长城融资担保有限公司（以下简称“长城融担”）、长生人寿保险有限公司（以下简称“长生人寿”）¹、长城新盛信托有限公司（以下简称“长城新盛信托”）等 14 家控股公司。

公司注册地址：北京市西城区月坛北街 2 号。

公司法定代表人：沈晓明。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

公司拟发行人民币 100 亿元的无固定期限资本债券，债券的存续期与中国长城资产持续经营存续期一致，具体发行条款以公司与主承销商共同确定并经主管部门审批通过的内容为准。

2. 本次债券性质

本次债券的受偿顺序在一般债权人和处于高于本次债券顺位的次级债务之后，中国长城资产股东持有的所有类别股份之前；本次债券与中国长城资产其他偿还顺序相同的其他一级资本工具同顺位受偿。如《中华人民共和国破产

法》后续修订或相关法律法规对发行人适用的债务受偿顺序另行约定的，以相关法律法规规定为准。

本次债券发行设置发行人有条件赎回条款。中国长城资产自发行之日起 5 年后，有权于每年付息日（含发行之日后第 5 年付息日）全部或部分赎回本次债券。在本次债券发行后，如发生不可预计的监管规则变化导致本次债券不再计入其他一级资本，中国长城资产有权全部而非部分的赎回本次债券。

中国长城资产须在得到银保监会批准并满足下述条件的前提下行使赎回权：（1）使用同等或更高质量的资本工具替换被赎回的工具，并且只有在收入能力具备可持续性的条件下才能实施资本工具的替换；（2）或者行使赎回权后的资本水平仍明显高于银保监会规定的监管资本要求。

当无法生存触发事件发生时，中国长城资产有权在无需获得债券持有人同意的情况下，将本次债券的本金进行部分或全部减记。本次债券按照存续票面金额在设有同一触发事件的所有其他一级资本工具存续票面总金额中所占的比例进行减记。无法生存触发事件是指以下两种情形的较早发生者：（1）银保监会认定若不进行减记，发行人将无法生存；（2）相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持，发行人将无法生存。减记部分不可恢复。

触发事件发生日指银保监会或相关部门认为触发事件已发生，并且向中国长城资产发出通知，同时发布公告的日期。

触发事件发生后两个工作日内，中国长城资产将就触发事件的具体情况、本次债券将被减记的金额、减记金额的计算方式、减记的执行日以及减记执行程序予以公告，并通知本次债券持有人。

3. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金在扣除发行费用后，将严格按照适用法律法规和监管部门许可等相关

规定，用于补充公司其他一级资本。

联合资信认为，无固定期限资本债券是监管机构所认可的其他一级资本工具，可以用于补充商业银行其他一级资本。无固定期限资本债券设有持续经营触发和无法生存触发双重减记条款，目的是保证本次债券具有更强的资本属性和吸收损失的能力，这也决定了无固定期限资本债券风险高于长期次级债券、二级资本债券和混合资本债券；另一方面，一旦触发减记条款，任何条件下不再被恢复为无固定期限资本债券，无固定期限资本债券的投资者将面临较大的损失。但是，无固定期限资本债券减记触发事件不易发生。

三、营运环境

1. 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，新冠肺炎疫情的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。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%²，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 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策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。

经济持续稳定修复。2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29% 和 6.12%，均已经高于疫情前 2019

² 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10% 和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半

年 7.2% 的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 2 2018—2021 年上半年中国主要经济数据

| 指标名称 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年上半年 (括号内为两年平均增速) |
|------------------|--------|--------|--------|---------------------------|
| GDP（万亿元） | 91.93 | 98.65 | 101.60 | 53.22 |
| GDP 增速（%） | 6.75 | 6.00 | 2.30 | 12.70（5.31） |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.20 | 5.70 | 2.80 | 15.90（6.95） |
| 固定资产投资增速（%） | 5.90 | 5.40 | 2.90 | 12.60（4.40） |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 8.98 | 8.00 | -3.90 | 23.00（4.39） |
| 出口增速（%） | 9.87 | 0.51 | 3.63 | 38.60 |
| 进口增速（%） | 15.83 | -2.68 | -0.64 | 36.00 |
| CPI 同比（%） | 2.10 | 2.90 | 2.50 | 0.50 |
| PPI 同比（%） | 3.50 | -0.30 | -1.80 | 5.10 |
| 城镇调查失业率（%） | 4.90 | 5.20 | 5.20 | 5.00 |
| 城镇居民人均可支配收入增速（%） | 5.60 | 5.00 | 1.20 | 10.70 |
| 公共财政收入增速（%） | 6.20 | 3.80 | -3.90 | 21.80 |
| 公共财政支出增速（%） | 8.70 | 8.10 | 2.80 | 4.50 |

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；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，其余指标增速均为名义增长率；4. 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

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国

工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。

上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

（2）宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做

好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

2. 行业分析

公司主营不良资产管理业务，并通过其下属子公司开展包括银行、证券、金融租赁等在内的金融服务行业业务。

（1）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）特指专业承接、处置不良资产的资产管理公司，其业务还可以由此延伸到投资、资产管理、信托、租赁、银行、投行等全金融覆盖。联合资信将主要从事不良资产经营业务的机构均视为不良资产管理公司范畴。

根据不良资产的流向，可以将不良资产管

理的产业链大体分为上游不良资产来源、中游接收处置以及下游投资三个环节，不良资产管理公司在产业链中发挥不良资产接收和处置的作用，是产业链中最主要的参与者。

不良资产的上游来源主要包括银行、非银金融机构、非金融机构（企业）以及财政不良资产。银行不良资产主要是不良贷款，随着近年国内宏观经济低位运行和结构调整的深化，国内商业银行不良贷款率持续攀升，风险化解需求增加。银保监会数据显示，近年受宏观经济下行及金融“去杠杆”的加剧的影响，截至2020年末，我国商业银行不良贷款余额升至2.70万亿元，较上年末增长11.93%，不良贷款率1.84%，较上年末降低0.02个百分点。非银金融机构主要包括信托、金融租赁、证券等机构，近年非银金融机构类信贷业务规模的快速增长为不良资产管理行业的发展提供了较大空间。非金融机构不良资产主要是企业形成的各类坏账，如企业被拖欠的各种货款、工程款等，非金融机构的不良资产总体规模庞大，但分布非常分散，其中规模以上企业是不良资产的主要来源，企业的不良资产质量一般低于金融机构，其不良资产的处置以债务重组为主；近年来非金融机构应收账款规模不断攀升，回收周期不断延长，逐步沉淀形成的坏账对资产及债务重组的需求日益高涨。国家统计局数据显示，截至2019年末，我国工业企业应收票据及应收账款17.40万亿元，较上年末增长4.48%，截至2020年12月末，我国工业企业应收票据及应收账款16.41万亿元，较上年末下降5.68%，系十几年以来首次出现回落。

中游的不良资产管理公司在接收不良资产后进行处置并从中获取收益，不良资产本身的不良属性意味着更大的固有风险和更高的经营专业性要求，不良资产供给的逆周期性和不良资产处置的顺周期性叠加，意味着 AMC 业务模式的一般逻辑是在经济下行时期布局资产、经济上升时期处置资产，这决定了其业务周期很长、盈利体现很慢，因此不良资产经营处置的专业能力是衡量 AMC 核心竞争力的重要标准。同时 AMC 企业自身对经济周期的把控和应对

显得更加重要，预期之外的经济周期单边延长或变化会加大其经营风险并带来较大资金压力。

下游投资者是不良资产的最终购买方，主要包括各类投资机构、工商企业及个人等；下游投资者通过购买、协议受让、参加法院拍卖等获得不良资产，发挥自身的专业优势，对债权、股权及实物资产进行最终消化处置并实现投资回报。

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

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

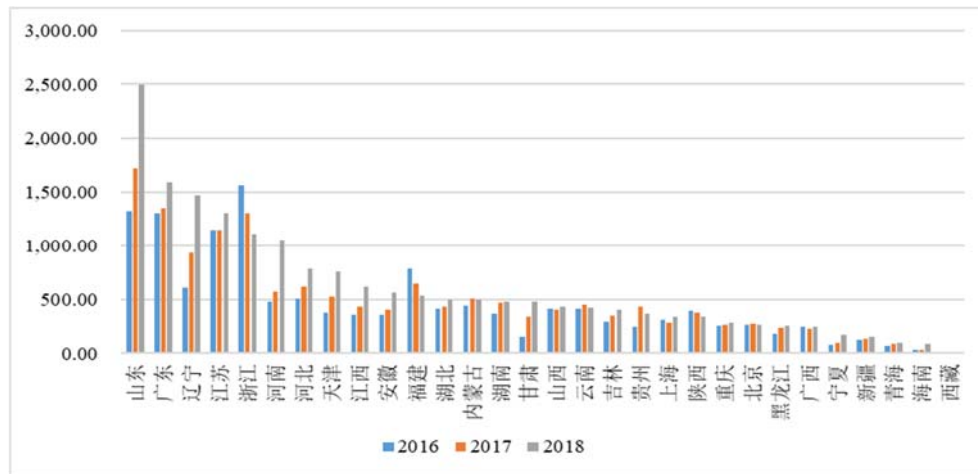
联合资信根据《中国地方资产管理行业白皮书》的资料整理，截至2021年2月末，地方AMC数量为58家，其中浙江、山东、福建、广东因包含计划单列市各有3家地方AMC企业；其余省级行政区中，除吉林、陕西、河北、贵州、云南、青海、新疆、西藏只有一家地方AMC企业外，其余省份均已设立两家地方AMC企业。按照不良贷款余额排序，可以看到商业银行不良贷款余额规模靠前的山东、广东、浙江三省都相继成立了第三家地方AMC企业来消化当地的不良资产，不良贷款余额第三大的辽宁省正在筹备第三家地方AMC企业；云南、吉林、贵州、陕西、青海、新疆、西藏等只设立了1家地方AMC企业的省份，其省内商业银行不良资产的规模也相对不大；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，其是否属于金融机构一直没有明确说法。因存在监管主体不明确、监管措施不完善等问题，地方 AMC 行业发展在业务模式探索中的“伪创新”层出不穷，行业乱象也暴露出监管缺位的问题。2019 年 7 月，银保监会发布的《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》（银保监办发〔2019〕153 号）（以下简称“153 号文”）明确了目前由银保监会负责制定地方 AMC 的监管规则，各省（区、市）人民政府履行监管责任，各地方金融监管部门具体负责对本区域地方 AMC 的日常监管，包括机构设立、变更、终止、风险防范和处置等。

监管政策方面，行业整体仍处于发展初期，监管环境较为宽松，但 2019 年以来有所趋严。153 号文针对地方 AMC 的一些高风险甚至违规经营行为，强调严格监管，对地方 AMC 资产端相关业务规模有所缩减，强调风险防范和违规处置，重点围绕各种乱象纠偏；出表通道类业务

以及投机炒作等“挣快钱”的方式难以为继，行业在牌照端的竞争壁垒弱化，逐渐转向差异化、专业化能力的竞争，要求地方 AMC 构建起不良资产买入环节的估值定价能力，经营环节的运作、服务和价值提升能力，处置环节的多元化手段等一系列专业化经营能力。

地方性政策方面，除个别省份外，大多数地区未有较为详细的指引。近年来江西省、山东省地方金融监管部门先后已发布了地方性的 AMC 监管办法，明确建立风险管控为本的审慎监管，对银保监会划定的地方 AMC 准入门槛进行了细化，对资本充足率要求不低于 12.5%，与《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》保持一致。可见，随着金融监管导向趋严，银保监会对五大 AMC 的监管政策对地方 AMC 监管有一定的风向传导作用。2020 年 4 月，北京市地方金融监督管理局出台了《北京市地方资产管理公司监督管理指引（试行）》，其他省市的地方 AMC 管理办法也有望陆续出台，有利于地方不良资产处置监管更加规范。

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

2020年以来，在新冠肺炎疫情的持续影响下，不良资产领域的业务发展机会显著增加。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营业务，从而弱化地方 AMC 化解区域风险的属性。在前期的发展中，部分资产管理公司已经形成了以投资业务、类信贷业务等为主的业务特点，不良资产业务收入占比较低；在当前地方 AMC 行业逐步回归主业的背景下，部分地方 AMC 企业的

投资业务仍占比较高，且部分投资资产在经济下行期间爆发了一定的信用风险事件，从而加大相关企业业务结构转型的压力。

（2）银行业

商业银行资产规模增速放缓，资产结构进一步优化。2020 年，在新冠肺炎疫情的影响下，监管引导金融机构加大对实体企业的信贷支持力度以推动企业复工复产，鼓励银行对符合条件的中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息，贷款规模的强劲增长驱动资产总额较快增长；2021 年上半年，商业银行资产规模保持增长，但随着经济运行稳定恢复叠加房地产和城投平台融资环境收紧，贷款增速带动整体资产增速略有放缓。从资产结构来看，全国性大型银行资产端各项资产占比基本保持稳定，而中小银行在政策引导下，贷款占比持续上升，资产结构有所优化。截至 2021 年 6 月末，我国商业银行资产总额 281.29 万亿元，较上年末增长 5.83%；负债总额 258.84 万亿元，较上年末增长 5.85%（见表 3）。

表 3 商业银行主要财务数据

单位：万亿元、%

| 项 目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年上半年 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 资产总额 | 196.78 | 209.96 | 239.49 | 265.79 | 281.29 |
| 负债总额 | 182.06 | 193.49 | 220.05 | 244.54 | 258.84 |
| 不良贷款额 | 1.71 | 2.03 | 2.41 | 2.70 | 2.79 |
| 不良贷款率 | 1.74 | 1.83 | 1.86 | 1.84 | 1.76 |
| 拨备覆盖率 | 181.42 | 186.31 | 186.08 | 184.47 | 193.23 |
| 净息差 | 2.10 | 2.18 | 2.20 | 2.10 | 2.06 |
| 净利润 | 1.75 | 1.83 | 1.99 | 1.94 | 1.14 |
| 资产利润率 | 0.92 | 0.90 | 0.87 | 0.77 | 0.83 |
| 资本利润率 | 12.56 | 11.73 | 10.96 | 9.48 | 10.39 |
| 存贷比 | 70.55 | 74.34 | 75.40 | 76.81 | 78.08 |
| 流动性比例 | 50.03 | 55.31 | 58.46 | 58.41 | 57.62 |
| 资本充足率 | 13.65 | 14.20 | 14.64 | 14.70 | 14.48 |
| 一级资本充足率 | 11.35 | 11.58 | 11.95 | 12.04 | 11.91 |
| 核心一级资本充足率 | 10.75 | 11.03 | 10.92 | 10.72 | 10.50 |

数据来源：中国银行保险监督管理委员会，联合资信整理

商业银行信贷资产质量趋于改善，拨备覆盖率有所提升。2021 年上半年，随着企业有序复工复产恢复经营，叠加不良贷款处置力度的

加大，商业银行不良贷款规模增幅明显减小，关注类贷款规模有所下降，且随着贷款总额的较快增长，商业银行不良贷款率以及关注类贷款

占比较上年末均有所下降，信贷资产质量趋于改善，面临的信用风险可控。截至 2021 年 6 月末，商业银行不良贷款率为 1.76%，关注类贷款占比 2.36%，分别较上年末下降 0.08 和 0.21 个百分点。但另一方面，疫情以来，监管部门多次鼓励金融机构通过展期和续贷等方式加大对企业的支持，由于不良贷款率指标具有一定的滞后性，需持续关注未来商业银行的信贷资产质量变动情况。2021 年 3 月 29 日，中国人民银行、银保监会、财政部、发展改革委以及工业和信息化部联合发布《关于进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策实施期限有关事宜的通知》【银发（2021）81 号】（以下简称“81 号文”），明确进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策至 2021 年 12 月 31 日，并对 2021 年 4 月 1 日至 12 月 31 日期间到期的普惠小微企业贷款，由银行和企业自主协商确定，继续实施阶段性延期还本付息。从拨备情况来看，2021 年上半年，商业银行仍保持较大的贷款减值准备计提力度，拨备覆盖率有所上升。截至 2021 年 6 月末，商业银行拨备覆盖率 193.23%，较上年末上升 8.76 个百分点。

非信贷类资产面临的信用风险有所上升，相关资产质量变化情况值得关注。随着“包商事件”打破同业刚兑，商业银行同业资产面临的信用风险有所上升。另一方面，商业银行投资资产中配置了一定比例的信托及资管计划等非标投资，且部分为底层资金投向制造业、房地产和批发及零售业等行业的类信贷资产，随着宏观经济增速放缓叠加新冠疫情的爆发，该类企业抗风险能力和经营状况出现不同程度的恶化，导致部分非标资产形成逾期；同时，债券市场违约率上升亦对商业银行投资风险带来一定压力，商业银行投资资产质量变化情况需持续关注。

净息差进一步收窄，但随着资产质量改善，净利润同比增速回升，整体盈利水平略有提升。2021 年 6 月，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别为 3.85% 和 4.65%，均与上年 12 月持平，但随着

LPR 改革潜力持续释放，引导实际贷款利率稳中有降，金融机构贷款加权平均利率降至 4.93%，创有统计以来新低；同时负债成本基本保持稳定，导致商业银行净息差仍呈收窄态势。2021 年二季度，全国商业银行净息差 2.06%，较 2020 年四季度下降 0.04 个百分点；2021 年上半年，全国商业银行实现净利润 11409 亿元，同比增长 11.11%，增速明显回升，主要是由于资产质量改善叠加 2020 年同期基数较低所致。2021 年 6 月 21 日，市场利率定价自律机制优化了存款利率自律上限的确定方式，有利于促进银行负债成本的降低，净息差收窄压力或将得到一定缓解；但未来何时会退出延迟还本付息政策目前尚不明朗，信贷资产质量变化可能带来的拨备计提压力亦将侵蚀利润空间，整体盈利能力变动情况值得关注。

商业银行各项流动性指标均保持在合理水平，但部分中小银行面临流动性管理压力。中国人民银行坚持稳健的货币政策，综合运用中期借贷便利（MLF）、公开市场操作等多种货币政策工具投放流动性，2021 年 7 月 15 日，中国人民银行全面下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的机构），释放长期资金约 1 万亿元，通过流动性管理优化金融机构的资金结构。因此，未来商业银行在监管政策引导、央行货币政策支持等多方面因素的影响下，整体流动性水平将保持合理充裕。截至 2021 年 6 月末，商业银行流动性相关指标保持在较好水平。但随着市场竞争和信用分层加剧，部分区域中小银行吸收存款和同业负债的难度将有所上升，不排除部分银行可能会主动选择缩表以缓解自身的流动性压力。

资本充足水平略有下降，商业银行整体面临一定的资本补充压力。2021 年以来，中国人民银行以每月一次的频率稳定开展央行票据互换（CBS）操作，对于提升银行永续债的二级市场流动性和支持中小银行发行永续债补充资本发挥了积极作用；但另一方面，信贷投放规模的增长以及资管新规过渡期表外资产的加速回表在一定程度上加大了商业银行资本消耗，商业

银行各级资本充足率指标均略有下降，但资本仍保持充足水平。此外，2020 年，国务院批准 2000 亿元专项债券用于地方支持化解中小银行风险，专项债的成功发行一定程度上拓宽了中小银行补充资本的渠道，但其并非资本补充的常态化措施，且部分资金计入负债，在资本补充形式及补充结果上存在一定限制。2021 年 4 月，中国人民银行、银保监会联合发布《系统重要性银行附加监管规定（试行）（征求意见稿）》，我国系统重要性银行监管的制度建设进一步完善，国内系统重要性银行（D-SIBs）名单或将加速公布，这意味着被纳入名单的部分银行面临的补充资本压力将有所加大；此外，考虑到部分中小银行抵御风险的能力相对较弱，资产端信用风险管理压力较大，亦会导致其面临一定的资本补充需求，联合资信认为商业银行整体面临着一定的资本补充压力。

监管机构及各级政府在推动化解金融风险的同时引导银行规范经营。近年来，监管部门及各级政府在打好防范化解重大金融风险攻坚战方面取得许多成果，例如对包商银行、恒丰银行、锦州银行等分类实施，有序化解了重大风险；亦出台监管制度和办法逐步加强对金融机构公司治理监管力度。与此同时，在经济下行叠加新冠肺炎疫情冲击的影响下，监管部门不断引导商业银行加强对实体经济的支持力度，进一步提高了小微、民营企业融资和制造业融资在 MPA 考核中的权重；将股份制银行定向降准资金使用情况纳入 MPA 考核，要求股份制银行进一步增加对普惠金融领域的贷款投放。2020 年末，央行、银保监会发布了《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，要求建立“房地产贷款集中度管理制度”，分 5 档设置银行房地产贷款余额占比、个人住房贷款余额占比两个上限，引导商业银行优化贷款投向。

随着我国经济运行持续稳定恢复，生产需求继续回升，银行业整体保持平稳发展态势，且在监管、政府的支持下，商业银行未来补充资本的渠道将不断拓宽，能够具备较好的风险缓释

能力；综上所述，联合资信认为商业银行行业整体信用风险展望为稳定。

（3）证券行业

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020 年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅较大，投资交易量进一步萎缩；2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020 年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2017 年，在严监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018 年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生；2019 年，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020 年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5 月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。**随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响较大；2020 年，证券公司业绩大幅增长。**

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020 年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019 年以来增幅较大；盈利能力呈现 U 型走势，2018 年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019 年和 2020 年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较

易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表 4 证券行业概况

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 证券公司家数（家） | 129 | 131 | 131 | 133 | 139 |
| 盈利家数（家） | 124 | 120 | 106 | 120 | 127 |
| 盈利家数占比（%） | 96.12 | 91.60 | 80.92 | 90.23 | 91.37 |
| 营业收入（亿元） | 3279.94 | 3113.28 | 2662.87 | 3604.83 | 4484.79 |
| 净利润（亿元） | 1234.45 | 1129.95 | 666.20 | 1230.95 | 1575.34 |
| 总资产（万亿元） | 5.79 | 6.14 | 6.26 | 7.26 | 8.90 |
| 净资产（万亿元） | 1.64 | 1.85 | 1.89 | 2.02 | 2.31 |
| 净资本（万亿元） | 1.47 | 1.58 | 1.57 | 1.62 | 1.82 |

数据来源：中国证券业协会

我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2020 年证券公司盈利水平显著上升，服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持 20%以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。近年来，随着监管理念及市场环境的变化，证券行业竞争越来越激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

2019 年 10 月，证监会宣布，自 2020 年 4 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

证券公司业务转型压力加大，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显，专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019 年以来，证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长，业务转型压力仍较大，行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是，2019 年以来多家证券公司牵手互联网巨头，同时，多家证券公司先后在金融科技领域加大投入，并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于 2019 年明确表态要打造“航母级证券公司”，于 2020 年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019 年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

（4）金融租赁行业

融资租赁是与银行信贷、直接融资、信托、保险并列的五大金融形式之一，在拉动社会投资、加速技术进步、促进消费增长以及在完善金融市场、优化融资结构、降低金融风险方面具有自己的特点和优势，在国际上已发展成为仅次于资本市场、银行信贷的第三大融资方式。

目前我国有两类融资租赁公司：一类是由银保监会批准成立的金融租赁公司，按出资人不同，可分为银行系金融租赁公司和非银行系金融租赁公司，属于非银行金融机构。另一类是由商务部批准成立的租赁公司，主要是由非金融机构设立。

新冠疫情以及监管趋严使得全国融资租赁合同余额出现近年来的首次负增长。2020年，受新冠疫情影响，全社会经济发展受到冲击，一季度企业停工停产，二三季度随着国家支持企业复工复产，鼓励银行支持中小微企业、减费让利，银行授信下沉且贷款利率下行，加之发债融资窗口的开放，使得企业对于租赁的需求减弱，租赁公司展业困难；此外，行业监管趋严，整肃出清，也促使行业业务规模的下降。截至2020年末，全国融资租赁合同余额约为6.50万亿元，较上年末减少约1500亿元，是中国租赁业再度复兴后的首次负增长。

融资租赁市场容量大，金融租赁公司仍有较大发展空间。2020年我国融资租赁业务总量约占全球的23.7%。市场渗透率方面，根据世界租赁年鉴统计，发达国家融资租赁的市场渗透率一般在15~30%，2019年我国融资租赁市场渗透率为12.07%，较发达国家仍有提升空间。

随着我国疫情的有效防控、经济的逐步复苏以及各类政策的持续推进，融资租赁行业将恢复发展业态，发展前景较好。从短期来看，随着我国疫情逐步得到控制，经济逐步复苏，融资租赁行业也将恢复发展。从长期来看，融资租赁与实体经济产业关系密切，在业务发展中金融租赁公司可以充分发挥“融资+融物”的特性，横跨产业和金融，更好地服务实体经济。随着我国“供给侧改革”的持续推进，“一带一路”“中国制造2025”等导向型政策的持续深入，产业结构调整、技术革新带动大量固定资产投资需求，融资租赁将在产业结构转型升级和中国企业“走出去”的道路上发挥重要作用。此外，随着监管环境的持续改善和国家政策红利的逐步释放，融资租赁行业仍拥有较好的发展前景。

金融租赁公司在强监管的态势下整体运营相对稳健，但需关注股东经营情况及支持能力变化对金融租赁公司经营产生的影响。近年来，金融租赁公司在强监管态势下，整体运营相对稳健。同时，2020年银保监会发布的《中国银保监会非银行金融机构行政许可事项实施办法》以及《金融租赁公司监管评级办法（试行）》对金融租赁公司在公司治理等方面提出新的要求，且对于金融租赁公司的具体经营表现监管力度加强，更有利于行业整体的良性发展。考虑到监管对于金融租赁公司股东的要求及约束加强，部分民营股东背景的金融租赁公司，股东支持能力较弱且部分自身存在一定经营风险，需关注股东经营情况及支持能力变化对金融租赁公司经营带来的影响。

金融租赁公司未来持续面临中长期融资渠道探索、租赁资产质量管理以及风险管控压力。另一方面，由于金融租赁公司业务多集中在大资产类行业，资金需求较大，虽然可以通过发行金融债券等渠道融资，但目前主要业务资金仍来源于银行借款。考虑到融资租赁业务中长期项目占比较多，银行短期信贷融资与融资租赁业务存在一定的期限错配，金融租赁公司未来持续面临中长期融资渠道探索以及流动性风险管控压力。金融租赁公司之前年度业务快速拓展，资产规模及业务规模快速扩张。在近年来宏观经济增速放缓、产业结构调整、新冠疫情及市场整体信用风险恶化的情况下，金融租赁公司资产质量的问题也逐步显现，风险防控压力加大，未来将持续面临加强风险防控及租赁资产管理的压力。

四、公司治理与内部控制

1. 公司治理

近年来，公司完成股份制改革并引入战略投资者，股权结构得到优化，不断完善“三会一层”的组织架构，公司治理机制完备。公司是经国务院批准，为应对亚洲金融危机、化解金融风险、促进国有银行和国有企业改革发展而组建

的四家国有金融资产管理公司之一。根据国务院要求和部署，四大国有金融资产管理公司在完成阶段性目标后，进行了由政策性向市场化经营的转型。2015年8月，公司转型改制实施方案获批，于2016年12月6日改制为股份有限公司，并持续引入全国社会保障基金理事会、中国人寿保险（集团）公司、中国财产再保险有限责任公司、中国大地财产保险股份有限公司等战略投资者，截至2020年末公司实收资本增至512.34亿元。

公司按照《公司法》及《金融资产管理公司条例》等法律法规规定，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层构成的“三会一层”法人治理架构，并积极推动科学决策和有效监督机制的建设，提升公司治理水平。

截至本报告出具日，公司董事会共有6名董事，包括执行董事1名、非执行董事4名、独立董事1名。公司董事长沈晓明先生，曾任中国人民银行佛山市分行副行长、中葡土地小组基金秘书处基金投资部主任、澳门特区政府土地基金秘书处调研员兼投资部主任、中国人民银行银行一司建行监管处处长、银行管理司副司长、原银监会银行监管一部副主任、宁夏监管局党委书记与局长、银行监管四部主任、公司副董事长等职务。监事会共有监事4名，其中职工监事2名。监事长胡永康先生，曾任中国人民银行总行干部；中国人民银行总行会计司会计制度处副主任科员、主任科员、副处长；中国银行业监督管理委员会财务会计部财务管理处处长；财务会计部副主任、副主任（主持工作）、主任。公司高级管理层根据董事会授权，决定其权限范围内的经营管理与决策事项，并接受董事会的考核和监事会的监督检查。公司高级管理层由7名成员组成，其中包括党委书记1名、董事长1名、监事长1名、纪委书记1名、副总裁2名、总裁助理1名，原公司总裁梁强先生因职位调动已辞去公司执行董事兼总裁职位，目前总裁职位尚缺。

关联交易方面，公司建立了关联交易事前识别、事中控制、事后监督的管理体系，通过持

续加强关联交易管理，防范关联交易风险。同时，公司围绕关联交易必要性、合规性、公允性持续完善关联交易审批制度，并对关联交易限额进行持续跟踪和管理。截至2020年末，公司发生关联交易的关联方主要为公司控股股东和实际控制人，以及受同一控股股东控制的企业，2020年公司持有国债余额64.79亿元，关联方同业存放款项余额5.37亿元，关联方存放同业款项余额6.18亿元，发生关联交易利息收入3.69亿元，关联交易利息支出0.12亿元，关联交易风险相对可控。

2. 内部控制

公司根据监管要求不断加强内部控制体系建设，公司内控制度和审计体系逐步完善，综合化管理水平稳步提升；但由于公司业务综合化经营程度高，需持续完善内部控制管理体系以防范风险。

近年来，公司按照“加强前台、巩固中台、精简后台”的原则对组织架构进行调整，并进一步加强公司总部对各分支机构和控股子公司的管控职能，使总部成为公司的战略规划、业务引领、资金财务、人力资源、审计监督与风险控制中心，组织架构图见附录1。

近年来，公司不断完善内部控制管理体系，加强对各类风险的管理，为公司的业务发展提供了有效保证。公司根据监管部门相关规定和公司自身内控管理的需要，不断完善内部控制环境，完善各类风险管理体系；加强对风险识别、评估与控制，并完善各类内部控制措施；建立健全信息交流和反馈机制，加强公司内部监督、评价与纠正机制。

公司持续优化审计理念，在对接外部监管检查的同时，以问题为导向，开展各项业务审计与管理审计，深化了内部审计由点到面、由业务到管理、由具体风险评价到整体风险筛查的转变；同时在审计方式、审计方法和审计思路实现创新和突破，对公司经营管理的合规性、风险性、效益性等方面进行监督与评价。近年来，公司以业务经营重点工作开展审计工作，加大内

生不良风险化解审计，从全流程的角度进行责任界定与划分；针对子公司经营管理方面，公司独立组织实施了资产风险分类审计、子公司清理审计、经营管理审计等五项审计，并针对性提出了审计建议；此外公司持续开展内控管理审计，按照“业务审计和管理审计并重、经营单位审计和平行管理部门审计并重”的思路，开展了内部交易审计、内部控制检查评价、扶贫资金审计、反洗钱审计等管理审计，不断加强内部审计的效力。

3. 发展战略

公司结合当前市场环境变化、自身定位以及国家和监管对于回归不良资产主业的要求，制定了阶段性的发展战略规划及目标。目前公司各项经营活动有序展开，随着股改的完成和战略规划的不断推进，综合实力有望不断提升，但需关注业务转型以及子公司“瘦身提质”的持续推进，对公司回归不良主业实际成效以及公司盈利能力的变化情况。

作为中国四大金融资产管理公司之一，公司成立之初的主要任务是收购、管理和处置国有银行剥离的不良资产。自成立以来，公司通过收购、管理和处置了各类商业银行剥离的不良资产，在化解金融风险，支持国有银行和国有企业改革和发展等方面发挥了积极作用。未来，公司将持续以“维护金融安全稳定、防范化解金融风险、服务实体经济发展”为使命，专门从事不良资产收购、管理和处置，盘活存量、化解风险，发挥金融救助和逆周期供给功能，在确保国家经济安全中发挥更加积极主动的作用。

公司制定了“五年两步走”发展规划：第一步，用三年时间（2017—2019年）“强根基、谋上市”；第二步，用两年时间（2020—2021年）“聚合力、促升级”。在不良资产收购处置业务方面，公司将持续加大金融不良资产收购业务的资本配置，建立“边收购边处置边盈利”的业务模式，做实尽调，准确合理定价，提高收购质量，降低收购成本，确保盈利可期；将资产分类管理嵌入资产管理系统，通过系统参数设置实现快速处

置类、择机处置类、重点资源类和并购重组类四类资产的分类，并将各类资产的后期管理要求系统化和流程化；增强“成本效益”“资金有价”以及“货币时间价值”观念，正确处理好精耕细作提升价值、加快处置回收现金、最大化实现盈利三者之间的关系。对于收购重组类业务，公司将严格按照监管提出的“正式、合法、有效、洁净、不良”的原则，选择客户及非金融不良资产收购标的资产；以存量收购处置类资产为切入点，以问题企业和问题资产入手，以市场化原则实施企业兼并重组。在符合国家以及监管相关管理规定和要求下，公司将以不良资产收购为前提，开展不良资产追加投资业务，通过投资进一步提升不良资产回收价值；在符合新业务风险管理相关规定的前提下，探索参与违约债券、资管计划的收购和风险化解，并制定公司相关业务认定标准和业务操作规程；探索基于财政部地方隐性债务清单范围内的地方融资平台的债务实质性重组业务。未来3—5年，公司在坚持不良资产主业为核心不动摇的同时，保留金融类子公司和非金子公司要以优化主业、做精主业、协同发展、提升自主经营能力为发展目标，对于旗下子公司总体计划优化板块布局、分布分类推进差异化、市场化发展；响应回归主业要求，2020年以来开展子公司“瘦身提质”，将旗下主要平台分为发展类、挖潜类和退出类，发展类子公司主要是主业协同和服务能力突出的金融类子公司，将适时考虑通过资本充实、股权和机制优化等手段重点加大支持力度、推进市场化发展，打造出有品牌、有市场竞争优势的系統内核心子公司；对挖潜类逐步撬动外部资源、打破发展瓶颈、激活经营潜力，促进子公司进入良性发展轨道；退出协同效果低下、发展负担重、风险高、同质化的子公司，包括部分金融牌照；目前各项工作也在按计划推进中。

五、主要业务经营分析

1. 经营概况

公司主营不良资产收购处置业务，并通过

自身以及下属子公司开展以不良资产业务为中心的多元平台综合金融服务业务。其中，不良资产收购处置业务是公司的传统优势业务，近年来公司积极回归业务本源，业务竞争力不断增强。同时，在国家以及监管对于金融资产管理公司回归本源要求的持续推进、以及公司自身在提升整体经营效率的需要下，公司持续推进子公司“瘦身提质”工作，以进一步提升不良资产经营处置能力为核心，优化子公司行业布局，退出协同效果低下、发展负担重、风险高、同质化的子公司，提升子公司与不良主业的协同效应以及集团经营效应。

2. 业务经营分析

(1) 不良资产经营管理业务

公司积极调整业务结构，回归不良资产业务主业，并按照监管业务回归本源的要求，搭建了实质性重组业务条线，不断提升主业核心竞争力；2020年以来新冠疫情对宏观经济的影响，加剧存量不良资产处置周期以及收益的不确定性，需持续关注不良资产主业对营业收入的贡献度以及对公司整体盈利能力提升带来的影响。不良资产经营管理业务是公司的核心业务，公司针对不良资产细分市场，通过差异化的经营管理模式开展不良资产的资产经营管理业务。公司的不良资产经营管理业务包括不良资产收购和处置、不良资产经营及问题企业救助等服务。凭借其专业技术优势、丰富的资本运作经验和客户资源优势，公司逐步形成了符合自身业务特点的资产管理定价方法和风险管控体系。按照业务类型划分，公司不良资产经营管理业务划分为收购处置类和收购重组类，收购处置类业务指按账面原值的一定折扣收购不良债权资产，在收购后以实现不良资产价值最大化为目标。收购重组业务指在不良资产收购环节，根据不良资产风险程度确定实施债务或资产重组的手段，并于债务人及相关方达成重组协议的业务。近年来，公司处置不良资产收入占营业收入比重出现波动，2020年不良资产处置收益及对营业收入贡献度较上年下降系新冠疫情防

控使得资本市场内相关资产估值下降、市场避险情绪上升的不利影响，进而导致不良资产处置收益下降所致。2018—2020年，公司合并口径分别实现不良资产处置净收益158.62亿元、192.20亿元和148.80亿元，占营业收入的比例分别为42.86%、58.83%和42.03%。

不良资产收购和处置是公司的传统核心业务。公司根据市场化原则收购各类金融机构和非金融机构转让的不良资产，并对收购资产进行经营、管理和处置，在有效化解金融风险、促进经济健康发展的同时，通过提升资产价值为公司获取市场收益。公司按照不良资产来源将不良资产收购处置业务分为金融类不良资产收购处置和非金融类不良资产收购处置业务。

公司金融类不良资产收购渠道主要来源于银行业金融机构，并持续向金融租赁、信托、证券、保险、财务公司、私募股权等非银机构业务渠道进行拓展。近年来，公司持续做强传统资产包收购业务，精细尽调、做优做强传统资产包收购业务，坚持以盈利为目标，精细尽调、理性定价，逢包必调、适包必竞，探索建立更加有效的跨区域资产包和重大项目收购组织模式；加快推进单户对公不良贷款收购业务，以重组重整思维，主动发掘具备价值提升空间的单户资产，并持续探索开展个人不良贷款批量收购业务；积极开展业务创新研究，围绕法拍物权资产、银行理财回表、股票质押融资、违约债券等领域，探索开展不良资产（违约标的）收购；加强与监管机构、地方政府的沟通，参与问题金融机构风险救助、属地中小银行资本补充和不良资产处置工作。金融类不良资产处置方面，公司结合相关资产特点，针对性地采取清收、转让、诉讼、重组等手段，提升资产价值，提升处置收益；对金融不良资产处置周期主要集中在3~4年。

公司非金融类不良收购处置业务收购重点集中在房地产风险化解、实体企业纾困、地方平台风险化解、国有企业等业务方向，交易对手（债务人）一般为综合实力较强的企业。从收购区域分布看，公司非金融类不良资产主要分布在长三角、京津冀、粤港澳、成渝等地区。处置

方面，公司对于非金融类不良资产处置方式主要为收购重组，资金回收安排主要为按照合同约定收本收息，重组期限主要集中在三年。

不良资产经营是公司对于不良资产实施精细化经营处置，以专业的“价值发现、估值定价、价值提升和价值实现”能力为依托，通过资产置换、并购重组、债转股、追加投资、财务顾问、等多种金融服务手段，延伸资产经营价值链，最大限度地提升资产价值。主要业务产品包括：债权资产收购重组、债权资产收购+债转股+债务重组、债权资产收益权管理、债权资产收购+中小企业财务顾问、债权资产收购+反委托与合作处置、债权资产转股权等。在不良资产经营管理过程中，中国长城资产受国家有关部门、地方政府和债权人委托，对出现财务困难或经营危机的问题金融机构或问题企业提供托管救助服务，充分发挥不良资产收购功能和投资投行优势，综合运用“债务重组、资产重组、财务重组、企业重组、市场化债转股”等专业技术手段，帮助问题机构或企业摆脱困境、盘活资产、重焕生机。

按照回归主业的监管要求，公司搭建了实质性重组业务。实质性重组业务是公司业务的重要组成部分，是不良资产处置、风险化解和提升资产价值的重要手段，已成为公司独具特色和竞争力的业务模式。公司坚持面向市场、贴近客户，围绕问题资源实施并购重组品牌战略，把实质性重组业务作为不良资产处置和风险化解的重要手段，不断提升主业核心竞争力。公司实质性重组业务围绕地方政府融资平台、上市公司违约债、问题金融机构救助、国企主辅剥离资产，以财务顾问服务为切入点，以问题资产收购、综合金融服务为手段，从企业资产重组、债务重组、主业聚焦、公司治理完善、技术支持、盈利模式重构等综合金融服务手段，帮助企业走出困境、恢复正常，进而发展壮大。

公司实质性重组业务建立“主抓+总协调”机制，实施中国中铁市场化债转股，服务供给侧结构性改革；围绕风险企业开展纾困救助业务，推进中图 IPO 等重点项目；参与救助锦州银行等问题金融机构，发挥金融救助和逆周期工具

功能；通过对中国铁物实施债务重组、资产重组以及企业上市等在内的一揽子重组方案顺利实施，实现中国铁物重组上市，为化解金融风险、服务实体经济作出了积极贡献。

（2）多元平台综合金融服务业务

公司搭建了多元化经营平台，银行、证券、信托、租赁等业务主要由子（孙）公司独立开展，多元化经营为公司回归不良主业形成较好的业务协同；考虑到公司“瘦身提质”的持续推进，需持续关注后续子公司布局变化情况以及对不良主业发展带来的实际成效。

公司多元平台综合金融服务业务是公司不良资产收购处置及资产管理业务的重要延伸。公司提供银行、证券、金融租赁、信托、国际业务等多种金融服务，为包括问题企业在内的各类企业提供全方位、综合化的金融服务。公司持续优化板块布局，通过开展“瘦身提质”工作，退出协同效果低下、发展负担重、风险高、同质化的子公司以及部分金融牌照，加强子公司板块与不良主业的协同效应，提升公司整体运行效率。

长城华西银行前身为德阳市商业银行股份有限公司，成立于 1998 年 10 月，是在原德阳市区 6 家城市信用社和 2 家城区农村信用合作社基础上组建而成的地方性股份制商业银行，截至 2020 年末，公司持股比例为 40.92%。截至 2020 年末，长城华西银行注册资本 23.04 亿元，下辖德阳地区 8 家管理支行（营业部），以及 7 家异地分行共 50 余家营业机构，发起成立什邡思源村镇银行。长城华西银行作为德阳地区唯一一家地方性法人股份制商业银行，具有在主城区营业网点数量多、经营历史长、客户基础广泛等优势，公司存贷款业务在德阳地区具有较强的竞争力。截至 2020 年末，长城华西银行资产总额 1135.77 亿元，所有者权益 86.58 亿元；2020 年实现营业收入 26.62 亿元，净利润 3.59 亿元。

长城国瑞证券是公司在收购原厦门证券的基础上组建的子公司，公司持股比例为 67.00%，2020 年末注册资本为 33.50 亿元。截至 2020 年

末,长城国瑞证券设立 42 家分支机构,包括 19 家证券分公司和 23 家证券营业部,覆盖全国 20 个省份,长城国瑞证券经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、与证券交易及证券投资活动有关的财务顾问、证券投资基金代销、代销金融产品、证券资产管理、证券自营、融资融券、证券承销与保荐等。近年来,长城国瑞证券持续优化业务布局,构建全方位综合化金融服务能力,围绕客户需求,通过聚焦市场、客户、产品,力争实现细分市场精准定位、优质客户综合开发和产品体系特色布局。截至 2020 年末,长城国瑞证券资产总额 126.63 亿元,所有者权益 40.35 亿元;2020 年实现营业收入 6.41 亿元,净利润 0.54 亿元。

长城新盛信托是经原银监会批准,由中国长城资产、新疆生产建设兵团国有资产经营公司等重组原伊犁哈萨克自治州信托投资公司基础上设立的,公司合计持股比例为 62.00%,注册资本为 3.00 亿元,主要业务为债权信托、股权信托、标品信托、同业信托、财产信托、资产证券化、公益(慈善)信托、事务信托等八大类信托业务。近年来,长城新盛信托在监管政策日益趋严的形势下,以风险防控和合规建设为重点,强化内部管理,夯实发展基础;持续发挥信托制度优势,加强与集团业务协同。截至 2020 年末,长城新盛信托资产总额 13.06 亿元,所有者权益 10.48 亿元,信托资产规模 103.84 亿元;2020 年实现营业收入 1.74 亿元,净亏损 0.98 亿元。

长城国兴金融租赁是公司在重组原新疆金融租赁有限公司的基础上组建的全资子公司,公司持股比例为 100.00%,注册资本为 40.00 亿元,主要业务为融资租赁、经营性租赁、售后回租、杠杆租赁、分成租赁、委托租赁、结构共享租赁等各类租赁业务。近年来,长城国兴金融租赁依托公司网络资源优势,围绕金融租赁主业,大力拓展租赁市场,业务规模保持较快增长。截至 2020 年末,长城国兴金融租赁资产总额 604.09 亿元,其中应收融资租赁款净额 534.02 亿元,应收融资租赁款不良率为 1.69%,拨备覆

盖率为 288.02%;所有者权益 66.67 亿元;2020 年实现营业收入 36.80 亿元,净利润 7.72 亿元。

长城国富置业是公司旗下以化解系统内不良资产中涉房类项目风险以房地产开发经营为主业的子公司,成立于 1995 年,注册资本为 10 亿元人民币。主要业务为房地产开发与经营、实业投资、资产管理与经营、租赁等。长城国富置业在上海、银川、湘潭、贵阳、安徽、沈阳等地投资建设和改造办公楼、商场、星级酒店、住宅小区以及参与旧区改造等 10 多个项目。未来,长城国富置业将积极落实公司“坚持回归本源、聚焦主业、做精专业”的战略导向,坚定以系统内不良资产处置“工具箱”为定位,主动加强系统业务协同,通过“二收二出”(收资产、收债权、出资金、出服务),深入实践公司发展路径,全力服务集团公司房地产金融业务风险化解,发挥化解存量风险、盘活资产及提升资产价值的作用。截至 2020 年末,长城国富置业资产总额为 80.01 亿元,所有者权益为 40.10 亿元;2020 年,长城国富置业实现净利润 6.14 亿元。

长城投资基金是公司专门从事股权投资和基金管理的子公司,注册资本为 2 亿元人民币,主要业务为受托管理股权投资企业、投资管理及相关咨询服务等。目前长城投资基金已获得中国证券投资基金协会的私募投资基金资质。2020 年,长城投资基金管理规模 640 亿元,管理 SPV60 个,其中合伙企业 52 个,契约型 8 个,涵盖了证券、股权、债权投资等类型。

六、风险管理分析

公司建立了覆盖各个业务条线、分公司、子公司的全面风险管理制度,贯穿决策、执行和监督全部管理环节,全面风险管理体系逐步完善;随着业务转型和多元化经营的持续推进,公司风险管理水平需进一步提升。

公司建立组织架构健全、职责边界清晰的风险治理架构,建立多层次、相互衔接、有效制衡的运行机制。董事会下设风险管理委员会履行其全面风险管理的部分职责,下设战略发展

委员会履行新产品、新业务风险管理、重大机构重组等职责。经营层下设风险管理委员会，审议审批经营层的有关风险事项。

公司董事会承担全面风险管理的最终责任，监事会承担全面风险管理的监督责任，高级管理层承担全面风险管理的实施责任；公司业务条线承担风险管理的直接责任；风险管理条线承担制定政策和流程，监测和管理风险的责任；内审部门承担业务部门和风险管理部门履职情况的审计责任。总部风险管理部承担制定全面风险管理政策和流程、监测和管理风险的责任，并牵头履行全面风险管理的日常管理；各分公司、子公司承担本单位风险管理的主体责任。各部门、各经营单位责任明确，相互制约，形成高效运转、有效制衡的监督约束机制。各部门、各单位分工明确，各司其责，形成覆盖各个业务条线、分公司、子公司的全面风险管理体系，贯穿决策、执行和监督全部管理环节。

公司按照分层管理的原则建立风险管理政策制度体系，按性质分为风险管理基本政策类、风险管理制度类、风险管理细则类三个层级；实现集团和法人层面，对各分公司、子公司、业务条线，对表内和表外、境内和境外、本币和外币业务涉及的各类风险，进行识别、计量、评估、监测、报告、控制或缓释。

1. 信用风险

公司建立了适合自身业务发展的信用风险管理制度，并不断完善信用风险管理体系，受新冠肺炎疫情影响不良资产经营处置难度加大，子公司业务经营亦受到一定负面影响，信用风险管理压力上升。

公司信用风险主要涉及不良资产收购和其他金融业务过程中形成的金融资产。

公司制定信用风险相关管理制度和政策，对信用风险的评估与监测手段等进行了规定。公司制定了《客户授信审核工作指引》《客户信用评级工作规程》，对客户信用质量开展评价和授信管理，并建立内部“分级制”。针对项目立项、尽职调查与业务审核方面，公司建立了《金

融不良资产收购、管理与处置业务管理规程》

《非金融机构不良资产业务实施细则》《业务审核规程》等制度文件，从源头上加强对项目信用风险的识别。公司建立《项目后期管理办法》等制度文件，从源头上加强对投后项目信用风险的监测、计量、控制或缓释。此外，公司按照原银监会非银部《关于加强资产管理公司资产风险分类管理的通知》有关规定，制定了《资产质量分类管理办法》，定期对具有信用风险的金融资产开展资产风险五级分类，并通过加大对次级类及以下不良资产的管理力度，进一步加强风险化解督导，严控不良率；公司制定了《资产减值管理规范》，按照新金融工具准则要求，定期对纳入减值测试范围的金融资产进行减值“三阶段”划分，并采用预期信用损失模型合理估计预期损失，保持充足的拨备水平；建立了《集中度风险管理办法》，对法人和集团口径的单一、集团客户业务集中度指标进行监测和计量，确保将客户集中度风险控制在公司的损失承受能力和客户的债务承受能力范围内。公司建立了风险管理信息系统，可实现项目逾期信息的实时监测、预警和报告、定期开展资产质量风险分类与减值测试、逾期率测算和报告等功能，及时掌握公司信用风险状况，提升信用风险量化管理水平。

2. 市场风险

公司建立并完善市场风险管理体系，加强市场风险偏好与限额双向监控，确保公司在合理的市场风险水平之下稳健经营。市场风险是市场价格（利率、汇率、股票价格和商品价格）的不利变化而使公司表内业务和表外业务发生损失的风险，公司市场风险主要涉及权益类投资业务、传统收购处置类业务、股票、基金、债券等。

公司已制定《市场风险管理办法（试行）》，以识别、计量、监测、控制公司交易和非交易业务中的市场风险；建立了董事会及其下设的风险管理委员会、监事会、高级管理层及其下设的经营层风险管理委员会、总部风险管理部、涉及

市场风险的相关部门和各经营单位组成的市场风险管理组织架构；制定了市场风险限额管理体系架构，加强市场风险偏好与限额双向监控；同时公司逐步建立基于风险暴露的不同层次和维度的市场风险评估指标体系，采用不同的方法或模型计量非交易账簿和交易账簿中不同类别的市场风险，合理估计潜在损失；此外，公司明确市场风险报告管理体系与内容，及时、准确反映公司承担的市场风险状况。

3. 流动性风险

公司不断完善流动性管理体系，流动性风险管理能够满足公司流动性风险防范的需求。

公司流动性风险的潜在来源主要包括项目回收资金进度滞后于预期、融资能力不能满足业务发展需求、资产负债期限结构不匹配、流动性储备不足等。

为进一步提升风险管理水平，公司制定了《集团流动性管理办法（试行）》，建立了集团统一的流动性风险管理政策和制度，对总部各部门、各分公司、各子公司在流动性风险管理中的职责和权限进行了规范，对于流动性风险指标计算、流动性风险监测和报告流程制定了标准和要求，同时规定了集团流动性管理的各项具体措施，包括：母公司资金统一管理、持续完善资产负债期限结构、持有适度的优质流动性资产、开拓多元化融资格局、完善日间流动性管理和监测流动性风险指标状况、进行流动性风险压力测试和应急演练等方面。同时对于子公司的流动性管理提出了具体管理要求，并规范了子公司向母公司申请流动性支持的审批流程。

4. 操作风险

公司持续建立健全操作风险管理体系，公司面临操作风险相对可控。操作风险是指由于不完善或有问题的内部操作过程、人员、系统或外部事件而导致的直接或间接损失的风险。公司主要通过以下方式加强和细化操作风险管理：一是推动产品标准化管理。公司以市场需求为导向，以“可复制、可推广、可持续”为

标准，从业务流程、交易结构、定价标准、风险控制等方面进行规范，积极推动产品标准化。二是加强法律事务管理。公司通过建立与完善项目法律审查、合同管理、授权管理、诉讼案件管理等方面的制度，有效防范法律风险和操作风险，维护公司合法权益。三是完善业务审核制度。公司实行审管分开，构建包括初审、专业审核、综合审核等流程的审批管理模式，进一步优化业务审核审批流程、提高业务审核质量和效率。公司建立业务审核评价体系，提高业务审核标准的科学性，切实履行审核职责，以有效支持和保障公司科学决策。四是完善项目后期管理制度。公司建立有效的项目后期管理政策和程序，以明确管理主体、落实管理责任、细化管理要求、健全问责机制。五是制定适当的信息科技政策和程序。公司充分识别、评估、监测和管理信息科技风险；建立完备的信息科技基础设施，以满足当前和未来业务需要，确保系统安全运行、数据完整可靠，为全面风险管理体系建设提供技术支持。六是完善采购业务管理规范。完善采购业务管理规范。公司对采购业务进行评估、管理和监测，并与服务提供商签署全面的合同和服务协议，明确规定双方责任。

七、财务分析

公司提供了 2018—2020 年合并财务报表，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018—2019 年合并财务报表进行了审计，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对 2020 年合并财务报表进行了审计，上述年度财务报表均由相应审计机构出具了标准无保留意见的审计报告。2020 年公司财务报表合并范围包括长城国兴金融租赁、长生人寿、长城国瑞证券、长城华西银行等 14 家控股公司。此外，2019 年公司对 2018 年财务数据进行会计差错更正和会计政策变更，对财务数据进行了追溯调整，本报告中 2018 年度财务数据采用重述之后的数据。

1. 资产质量

近年来，公司积极回归资产管理业务本源，调整资产结构配置，非主业以及非标类投资资产规模有所减少，资产规模出现波动。截至 2020

年末，公司合并口径资产总额为 6265.15 亿元；从资产结构来看，以投资资产和发放贷款和垫款为主，资产结构基本保持稳定（见表 5）。

表5 资产构成情况

单位：亿元、%

| 项 目 | 金额 | | | 占比 | | |
|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 |
| 现金类资产 | 440.32 | 319.85 | 297.81 | 6.62 | 5.32 | 4.75 |
| 同业资产 | 303.24 | 87.18 | 152.63 | 4.56 | 1.45 | 2.44 |
| 发放贷款和垫款 | 1088.22 | 1074.25 | 1212.76 | 16.36 | 17.87 | 19.36 |
| 投资资产 | 4487.46 | 4194.31 | 4255.40 | 67.46 | 69.79 | 67.92 |
| 其他类资产 | 332.33 | 334.56 | 346.54 | 5.00 | 5.57 | 5.53 |
| 合 计 | 6651.56 | 6010.16 | 6265.15 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

公司现金类资产由货币资金和存放中央银行款项构成。近年来，公司现金类资产规模和占资产总额的比重持续下降。截至 2020 年末，公司现金类资产总额 297.81 亿元，占资产总额的 4.75%；受限货币资金余额 3.31 亿元，规模小。

近年来，公司同业资产规模有所波动。其中，2019 年受买入返售金融资产和拆出资金规模下降的影响，公司同业资产规模较上年末有所下降；2020 年由于买入返售金融资产规模的上升，公司同业资产规模较上年末有所增长。截至 2020 年末，公司同业资产净额 152.63 亿元，占资产总额的 2.44%，占资产总额的比重仍保持在较低水平。其中，拆出资金净额 20.77 亿元，买入返售金融资产余额 131.86 亿元，质押标的以债券为主，另有部分股票和票据；同业资产共计提减值准备 4.57 亿元。

公司贷款和垫款主要由应收融资租赁款以及发放贷款和垫款组成，另有部分委托贷款、融出资金和保户质押贷款。近年来，公司发放贷款和垫款规模有所波动，占资产总额的比重略有上升。截至 2020 年末，公司发放贷款和垫款净额 1212.76 亿元，占资产总额的 19.36%。其中，公司以摊余成本计量的公司贷款和个人贷款余额分别为 416.41 亿元和 127.44 亿元；公司对包括以摊余成本计量的企业贷款和垫款、以摊余成本计量的个人贷款和垫款、应收融资租赁款、

委托贷款、融出资金、保户质押贷款在内的以摊余成本计量的贷款计提减值准备合计 102.62 亿元。公司发放应收融资租赁款余额 596.67 亿元，主要来源于长城国兴金融租赁业务款项，公司对应收融资租赁款计提减值准备 51.12 亿元，年末公司受限的应收融资租赁款为 146.75 亿元。

投资资产为公司最主要资产，近年来投资资产规模及占比出现小幅波动。从资产结构看，公司不良债权资产为投资资产的主要组成部分，另有部分债券、基金和股权投资资产，其余投资品种占投资资产总额比重相对较低。近年来，随着公司对存量不良债权的持续处置以及持续开展对不良债权资产的收购工作，年末不良债权余额呈波动态势；债券、基金、股权投资、债权融资计划规模及占投资资产总额的比重呈上升趋势；资管计划、资产支持证券、信托产品和信托计划规模及占投资资产总额比重呈下降趋势（见表 6）。2019 年，公司采用新的金融工具准则对持有的投资资产进行分类和计量。公司投资资产包括交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、长期股权投资和投资性房地产。截至 2020 年末，公司投资资产净额为 4255.40 亿元，其中交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益投资分别占投资资产净额的 55.76%、33.46%、6.32%和 0.27%。从会计科目划分看，截至 2020 年末，公司将不

良债权资产按持有目的及处置方式的不同，分别计入交易性金融资产和债权投资中。此外，交易性金融资产主要包括基金、股权投资、资管计

划等资产，债权投资包括债券、信托产品、结构化债权安排和债券融资计划等资产，其他债权投资全部为债券资产。

表6 投资资产构成情况

单位：亿元、%

| 项 目 | 金额 | | | 占比 | | |
|-----------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 |
| 不良债权 | 3075.68 | 2892.39 | 2913.75 | 66.28 | 65.29 | 64.44 |
| 债券 | 397.23 | 433.69 | 475.31 | 8.56 | 9.79 | 10.51 |
| 基金 | 242.15 | 247.08 | 336.59 | 5.22 | 5.58 | 7.44 |
| 股权投资 | 218.14 | 258.79 | 293.53 | 4.70 | 5.84 | 6.49 |
| 资管计划 | 183.81 | 169.10 | 79.38 | 3.96 | 3.82 | 1.76 |
| 资产支持证券 | 18.19 | 11.92 | 1.20 | 0.39 | 0.27 | 0.03 |
| 同业存单 | 0.00 | 11.87 | 12.31 | 0.00 | 0.27 | 0.27 |
| 委托贷款 | 8.80 | 20.85 | 20.34 | 0.19 | 0.47 | 0.45 |
| 信托产品和信托计划 | 208.11 | 108.46 | 79.75 | 4.48 | 2.45 | 1.76 |
| 理财产品 | 4.22 | 5.51 | 4.24 | 0.09 | 0.12 | 0.09 |
| 结构化债权安排 | 54.22 | 75.15 | 68.88 | 1.17 | 1.70 | 1.52 |
| 债权融资计划 | 0.00 | 15.23 | 35.66 | 0.00 | 0.34 | 0.79 |
| 长期股权投资 | 158.79 | 154.46 | 155.35 | 3.42 | 3.49 | 3.44 |
| 投资性房地产 | 69.48 | 25.42 | 22.57 | 1.50 | 0.57 | 0.50 |
| 转贴现 | 1.34 | 0.00 | 0.00 | 0.03 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 0.12 | 0.01 | 22.73 | 0.00 | 0.00 | 0.50 |
| 投资资产总额 | 4640.29 | 4429.92 | 4521.59 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 减：减值准备 | 152.83 | 235.61 | 266.19 | -- | -- | -- |
| 投资资产净额 | 4487.46 | 4194.31 | 4255.40 | -- | -- | -- |

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

公司其他类资产主要包括应收款项、固定资产、抵债资产、递延所得税资产和其他资产等。近年来，公司其他类资产规模和占比基本保持稳定。截至 2020 年末，公司其他类资产余额 346.54 亿元。其中，应收款项余额 48.53 亿元；抵债资产 83.87 亿元，以房屋及建筑物为主；递延所得税资产 82.29 亿元；其他资产 85.04 亿元，主要为房地产开发产品和其他应收款；固定资产 31.16 亿元；另有部分商誉和应收利息等。

从集团受限资产情况来看，截至 2020 年末，公司由于借款抵质押的贷款及垫款账面价值 146.75 亿元；用于卖出回购业务抵质押的资产账面价值合计 98.52 亿元，公司整体受限资产占比不高。

从母公司的资产情况来看，近年来，中国长

城资产母公司资产规模有所波动，从资产结构来看，中国长城资产母公司积极回归主业，主动调整资产结构，压缩非主业资产。截至 2020 年末，中国长城资产母公司资产总额 4158.15 亿元，其中现金类资产占总资产的 1.68%，投资类资产占 84.93%，投资类资产中大部分为不良债权资产，其他资产占 10.67%。截至 2020 年末，母公司投资资产净额 3531.34 亿元，其中，交易性金融资产余额 1976.80 亿元，债权投资净额 1248.15 亿元；长期股权投资余额 289.53 亿元。

2. 资本与杠杆水平

公司融资渠道丰富，融资能力强，中长期负债占负债总额比重较高，杠杆水平较为稳定；近年来，公司负债规模整体呈下降趋势，负债结构

有所调整；增资到位后，公司资本实力进一步提升，资本充足。截至 2020 年末，公司负债总额

5627.84 亿元，以借款、吸收存款和应付债券为主，同业负债占比较低（见表 7）。

表 7 负债结构

单位：亿元、%

| 项 目 | 金 额 | | | 占 比 | | |
|-------------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 |
| 同业负债 | 92.15 | 128.43 | 282.93 | 1.52 | 2.38 | 5.03 |
| 客户存款 | 625.93 | 678.37 | 781.32 | 10.35 | 12.59 | 13.88 |
| 应付债券 | 596.86 | 874.21 | 764.82 | 9.87 | 16.22 | 13.59 |
| 借款 | 4321.34 | 3332.30 | 3457.22 | 71.45 | 61.83 | 61.43 |
| 其他类负债 | 411.67 | 376.36 | 341.54 | 6.81 | 6.98 | 6.07 |
| 其中：合并结构化主体其他所有者权益 | 146.19 | 71.10 | 32.93 | 2.62 | 1.32 | 0.59 |
| 合 计 | 6047.94 | 5389.68 | 5627.84 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

近年来，公司同业负债余额呈增长趋势。截至 2020 年末，公司同业负债余额 282.93 亿元，占负债总额的 5.03%，其中，卖出回购金融资产款余额 96.91 亿元；拆入资金余额 186.02 亿元。

公司客户存款主要来自长城华西银行吸收的存款，得益于较好的存款业务拓展，公司吸收存款规模有所增长。截至 2020 年末，公司客户存款余额 781.32 亿元，占负债总额的 13.88%。

近年来，随着中国长城资产及其下属公司债券的成功发行，公司应付债券规模呈快速增长态势，但随着 2020 年母公司以及集团内下属子公司发行的部分同业存单、金融债券、美元债券到期兑付，应付债券余额较上年末有所下降。截至 2020 年末，公司应付债券余额 764.82 亿元，占负债总额的 13.59%。其中应付金融债券余额 604.84 亿元，包含中国长城资产母公司发行的金融债券、长城国际在香港与境外发行的债券以及长城国兴金融租赁发行的金融债券；应付同业存单余额为 49.55 亿元，为长城华西银行未偿付的同业存单；应付二级资本债券余额 103.37 亿元，包含长城国兴金融租赁发行的二级资本债券面值 10.00 亿元，中国长城资产母公司发行面值为 75.00 亿元二级资本债券等。

近年来，公司长期借款规模有所压缩，使得 2019 年末借款余额较上年末明显下降，而 2020 年以来随着市场融资成本的下降，公司按照自身需求加大短期借款融资力度，年末借款余额

较上年有所增长。此外，近年来，公司借款余额占负债总额比重呈下降趋势。截至 2020 年末，公司借款余额 3457.22 亿元，占负债总额的 61.43%。其中，短期借款余额 1767.32 亿元，占负债总额的 31.40%；长期借款余额 1689.90 亿元，占负债总额的 30.03%。

公司其他类负债主要包括中央银行借款、应付款项和其他负债。近年来，受应付合并结构化主体其他所有者权益规模下降的影响，公司其他类负债余额持续下降。截至 2020 年末，公司其他类负债总额 341.54 亿元。其中，向中央银行借款余额 57.76 亿元；应付款项余额 56.97 亿元；其他负债余额 137.33 亿元，其中合并结构化主体其他所有者权益余额 71.10 亿元。

从母公司负债结构来看，2019 年，中国长城资产母公司发行了 300.00 亿元金融债券，同时顺应资金市场调整压缩了长期借款规模，负债结构有所调整。截至 2020 年末，中国长城资产母公司负债总额为 3545.70 亿元，其中借款余额 2960.33 亿元，占负债总额的 83.49%，全部为信用借款，其中短期借款余额 1350.53 亿元，占负债总额的 38.09%，短期借款年利率区间为 2.05%~4.45%；长期借款余额 1609.80 亿元，占负债总额的 45.40%，长期借款利率范围为 2.30%~7.30%，长期借款占负债总额的比重有所下降；应付债券余额 385.68 亿元，占负债总额的 10.88%。此外，截至 2020 年末，公司长期借

款和应付债券总额之和的比重占负债总额的56.28%，较高比重长周期负债能够提升资产端不良资产投资周期的匹配度。

2018年，公司引入全国社会保障基金理事会、中国财产再保险有限责任公司、中国大地财产保险股份有限公司、中国人寿保险（集团）公司4家战略投资者，2019年末121.21亿元募集资金全部到账，其中80.83亿元计入股本，40.38亿元股本溢价计入资本公积。2019年和2020年，公司分别分配现金股利6.20亿元和1.26亿元，2019年现金分红占当年净利润水平较高，对当年利润留存造成一定影响。此外，2019年，公司对以往年度的会计差错进行更正，同时公司采用新的金融工具准则和预期信用损失模型计提减值损失，调整其他综合收益和未分配利润，导致2019年初调整后和年末的未分配利润为负；2020年末未分配利润亏损规模有所收缩。截至2020年末，公司股东权益合计为637.31亿元，其中股本512.34亿元，资本公积46.23亿元，盈余公积2.69亿元，其他综合收益-13.01亿元，一般风险准备55.97亿元，未分配利润-46.41亿元。近年来，公司杠杆水平保持稳定，2020年末资产负债率为89.83%（见表8）。

表8 资本实力及杠杆水平 单位：亿元、%

| 项 目 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 |
|------------|------------|------------|------------|
| 归属于母公司股东权益 | 523.60 | 541.62 | 557.80 |
| 归属于少数股东权益 | 80.02 | 78.86 | 79.51 |
| 股东权益合计 | 603.62 | 620.48 | 637.31 |
| 资产负债率 | 90.93 | 89.68 | 89.83 |

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

近年来，中国长城资产母公司口径的股东

权益合计规模稳步增长，2020年末为612.45亿元，其中股本512.34亿元，资本公积46.21亿元，未分配利润5.64亿元。近年来，公司资本充足率均满足监管要求，资本保持充足水平（见表9）。

表9 母公司主要财务指标 单位：亿元、%、倍

| 项 目 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 |
|-------------|------------|------------|------------|
| 资产总额 | 4565.68 | 4036.81 | 4158.15 |
| 股东权益 | 569.00 | 603.95 | 612.45 |
| 资产负债率 | 87.54 | 85.04 | 85.27 |
| 全部债务 | 3959.48 | 3394.30 | 3503.77 |
| 全部债务资本化比率 | 87.44 | 84.89 | 85.12 |
| 资本充足率 | 12.64 | 14.36 | 15.38 |
| 一级资本充足率 | 10.39 | 11.24 | 12.13 |
| 核心一级资本充足率 | 10.39 | 11.24 | 12.13 |
| 项 目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
| 营业收入 | 257.42 | 237.29 | 200.61 |
| 营业支出 | 227.61 | 211.59 | 193.71 |
| 净利润 | 26.51 | 20.59 | 6.26 |
| EBITDA利息倍数 | 1.18 | 1.18 | 1.07 |
| 全部债务/EBITDA | 19.36 | 19.13 | 27.42 |

数据来源：公司审计报告及提供数据，联合资信整理

3. 盈利能力

近年来，公司积极回归业务本源，但受不良资产经营处置期间不确定因素的影响导致不良资产净收益水平的波动，合并口径盈利水平出现波动，母公司盈利能力有所下降，需持续关注后续不良资产经营处置期间的不确定性对公司盈利能力带来的不利影响。近年来，公司营业收入有所波动，整体营业收入水平有所下降，系主营业务收入、投资收益和公允价值变动收益波动所致。2020年，公司实现营业收入354.01亿元。

表10 主要盈利指标

单位：亿元、%

| 项 目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|------------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 370.05 | 326.69 | 354.01 |
| 其中：主营业务净收入 | 200.63 | 232.91 | 198.27 |
| 中间业务净收入 | 1.62 | 3.23 | -2.95 |
| 投资收益 | 97.67 | 54.50 | 72.39 |
| 公允价值变动收益 | 52.75 | 22.52 | 43.34 |

| | | | |
|----------|--------|--------|--------|
| 营业支出 | 333.40 | 303.58 | 326.21 |
| 其中：税金及附加 | 3.29 | 3.39 | 8.03 |
| 业务及管理费 | 41.61 | 45.81 | 39.35 |
| 资产减值损失 | 64.99 | -- | -- |
| 信用减值损失 | -- | 70.51 | 115.19 |
| 保险业务支出 | 21.55 | 10.63 | 2.42 |
| 其他业务成本 | 201.96 | 172.44 | 153.98 |
| 净利润 | 33.10 | 12.46 | 21.73 |
| 平均资产收益率 | 0.51 | 0.20 | 0.35 |
| 平均净资产收益率 | 5.44 | 2.04 | 3.46 |

数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

公司营业收入主要来源于主营业务净收入、投资收益和公允价值变动损益。其中，公司主营业务净收入以不良资产处置净收益、银行及租赁业务利息净收入和已赚保费为主。近年来，公司银行及租赁业务利息净收入水平呈持续增长态势，已赚保费收入有所波动，对主营业务收入影响较大的主要为不良资产净收益的变化情况。近年来，公司持续推进业务回归本源进程，传统不良资产业务净收入有所上升，另一方面加大了收购重组类业务的处置力度，使得 2019 年不良资产经营处置净收益水平较上年明显增长；但 2020 年以来受疫情对经济的冲击下，公司不良资产经营处置周期较预期延长，经营处置收益水平较预期压缩的影响，当年不良资产处置净收益水平较上年有所下降，进而导致当年主营业务净收入水平较上年下降。2020 年，公司实现主营业务净收入 198.27 亿元，占营业收入的 56.01%，其中不良资产净收益占主营业务净收入的 75.05%。

公司中间业务收入包括资产管理业务、咨询业务、银行受托业务和基金管理等业务收入。近年来，公司中间业务收入整体呈下降趋势，2020 年，公司中间业务净亏损 2.95 亿元，当年手续费及佣金净收入为负，主要系不良资产处置期间产生的委托代理业务支出上升和保险业务手续费支出上升所致。公司投资收益主要来源于交易性金融资产和长期股权投资产生的收益。2019 年以来，公司投资收益受投资资产规模下降及回归主业的结构调整等因素影响，加之采用新的金融工具准则，公司投资收益和公

允价值变动损益均较上年有所下降；2020 年以来交易性金融资产和处置部分长期股权投资产生的投资收益增长，当年投资收益水平有所上升，公司持有的股票公允价值上升使得当年公允价值变动收益水平较上年亦有所增长，对当年营业收入水平贡献度有所提升，进而导致营业收入水平较上年有所增长。2020 年，公司实现投资收益 72.39 亿元，实现公允价值变动损益 43.34 亿元。

公司营业支出主要由业务及管理费、减值损失、保险业务支出和其他业务成本构成。近年来，受减值损失的持续增长以及其他业务成本下降的双重影响，公司营业支出水平有所波动，2019 年以来，公司采用预期信用损失模型计提减值损失，加之 2020 年以来公司通过加大减值准备计提力度以提升疫情期间风险防控能力，使得近年来减值损失计提力度持续上升，2020 年全年公司计提信用减值损失 115.19 亿元，其中债权投资减值损失和贷款和垫款减值损失分别为 68.10 亿元和 35.23 亿元。2020 年，公司发生业务及管理费 39.35 亿元；保险业务支出 2.42 亿元，主要来源于长生人寿保险业务支出；其他业务成本 153.98 亿元，主要为资产管理公司的利息净支出。

近年来，随着营业收入和营业支出水平的波动，公司净利润水平以及资产和净资产收益率均发生波动，2020 年实现净利润 21.73 亿元；平均资产收益率与平均净资产收益率分别为 0.35% 和 3.46%，盈利水平有待提高。

近年来，中国长城资产母公司营业收入水

平有所下降，主营业务收入水平整体呈波动趋势。2020 年，中国长城资产母公司实现营业收入 200.61 亿元，其中不良资产处置净收益 136.37 亿元，占营业收入的 67.98%；投资收益 45.24 亿元，占营业收入的 22.55%；公允价值变动损益 18.20 亿元。近年来，中国长城资产母公司计入其他业务成本的利息净支出水平持续下降，使得公司营业支出整体呈下降趋势。2020 年，中国长城资产母公司营业支出 193.71 亿元，其中业务及管理费 22.28 亿元；信用减值损失 46.65 亿元；其他业务成本 119.63 亿元，主要为利息净支出。2020 年，中国长城资产母公司实现净利润 6.26 亿元，当年净利润水平较上年大幅下降系在新冠疫情下，不良资产处置净收入较上年下降导致营业收入下降所致。

4. 现金流分析

公司现金流有所波动，但保持充裕水平。

近年来，公司经营活动现金流量净额由净流出转为净流入主要系经营期间借款收到的现金上升以及偿还借款支付的现金下降所致；投资活动现金流量净额由负转正，且净流入规模扩大主要系对外投资支付资金下降以及收回投资现金上升所致；筹资活动现金净流量波动系近年来集团内子公司发行债券吸收到的现金规模波动所致。由于上述现金流的变化，公司期末现金及现金等价物余额有所波动。考虑到公司极强的融资能力，以及期末较大规模的现金及现金等价物，公司现金流保持充裕。

表 11 合并现金流量净额 单位：亿元

| 项 目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|--------------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流量净额 | -2.93 | -579.10 | 58.89 |
| 投资活动现金流量净额 | -95.44 | 149.97 | 201.85 |
| 筹资活动现金流量净额 | -15.31 | 157.30 | -191.65 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -113.07 | -271.76 | 66.64 |
| 现金及现金等价物余额 | 576.26 | 304.50 | 371.14 |

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

5. 偿债能力

考虑到公司融资渠道较为广泛，公司整体偿付能力极强。近年来，公司资产负债率基本保

持稳定，2020 年末资产负债率 89.83%，杠杆水平较高。截至 2020 年末，公司 EBITDA 利息倍数为 1.13 倍，公司盈利情况对利息支出的保障程度一般；全部债务/EBITDA 为 23.49 倍，公司盈利情况对债务本金的保障程度一般（见表 12）。考虑到公司具有极强的筹资能力和资产变现能力，其整体偿付能力极强。

表 12 主要偿债能力指标 单位：%、倍

| 项 目 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 |
|-------------|---------|---------|---------|
| EBITDA 利息倍数 | 1.16 | 1.12 | 1.13 |
| 全部债务/EBITDA | 18.56 | 18.98 | 23.49 |
| 资产负债率 | 90.93 | 89.68 | 89.83 |

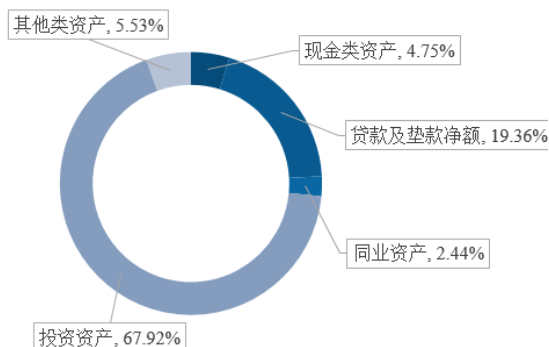
数据来源：中国长城资产审计报告，联合资信整理

八、债券偿付能力分析

中国长城资产此次拟发行 100 亿元无固定期限资本债券，假若中国长城资产进行破产清算，本次无固定期限资本债券的清偿顺序应在一般债权人和处于高于本次债券顺位的次级债务之后，中国长城资产股东持有的所有类别股份之前，与中国长城资产其他偿还顺序相同的其他一级资本工具同顺位受偿。此外，本次债券设置减记条款：当无法生存触发事件发生时，中国长城资产有权在无需获得债券持有人同意的情况下，将本次债券的本金进行全部减记。当债券本金被减记后，债券即被永久性注销，并在任何条件下不再被恢复。

从资产端来看，截至 2020 年末，公司的资产主要由投资资产、发放贷款及垫款构成（见图 2）。其中，投资资产净额占资产总额的 67.92%，以收购的不良债权资产为主，公司较强的不良资产管理水平保证了该类型资产的可变现能力，而其持有的债券、基金等投资为资产流动性提供了进一步的保障；发放贷款和垫款净额占资产总额的 19.36%，主要为长城华西银行发放贷款，截至 2020 年末长城华西银行不良贷款率为 3.55%，贷款大幅减值的可能性不大。整体看，公司资产大幅减值的可能性不大，流动性水平较好。

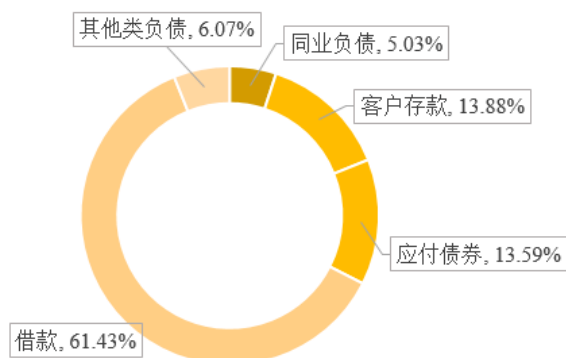
图2 2020年末公司资产结构



数据来源：公司2020年审计报告，联合资信整理

从负债端来看，截至2020年末，公司负债主要由借款、应付债券和吸收存款构成。其中，借款占负债总额的61.43%，期限结构来看长期借款和短期借款占比相对平均；应付债券占比13.59%，整体期限较长；吸收存款占比13.88%，为长城华西银行吸收存款，该部分资金来源相对稳定。考虑到公司主动负债能力极强，负债渠道多元化的优势，负债稳定性较好。

图3 2020年末公司负债结构



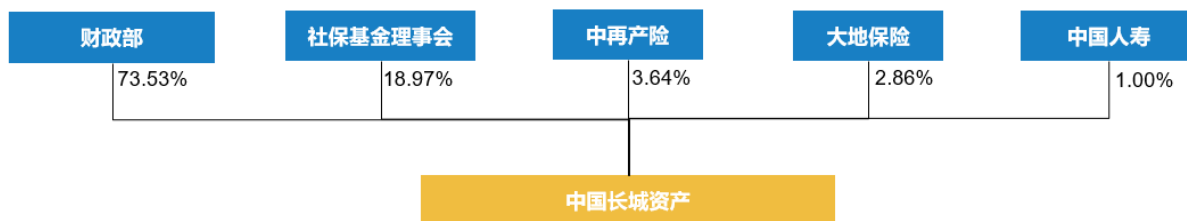
数据来源：公司2020年审计报告，联合资信整理

整体看，联合资信认为中国长城资产未来业务经营能够保持较为稳定，能够为本次无固定期限资本债券提供足额本金和利息，本次债券的偿付能力极强。

九、结论

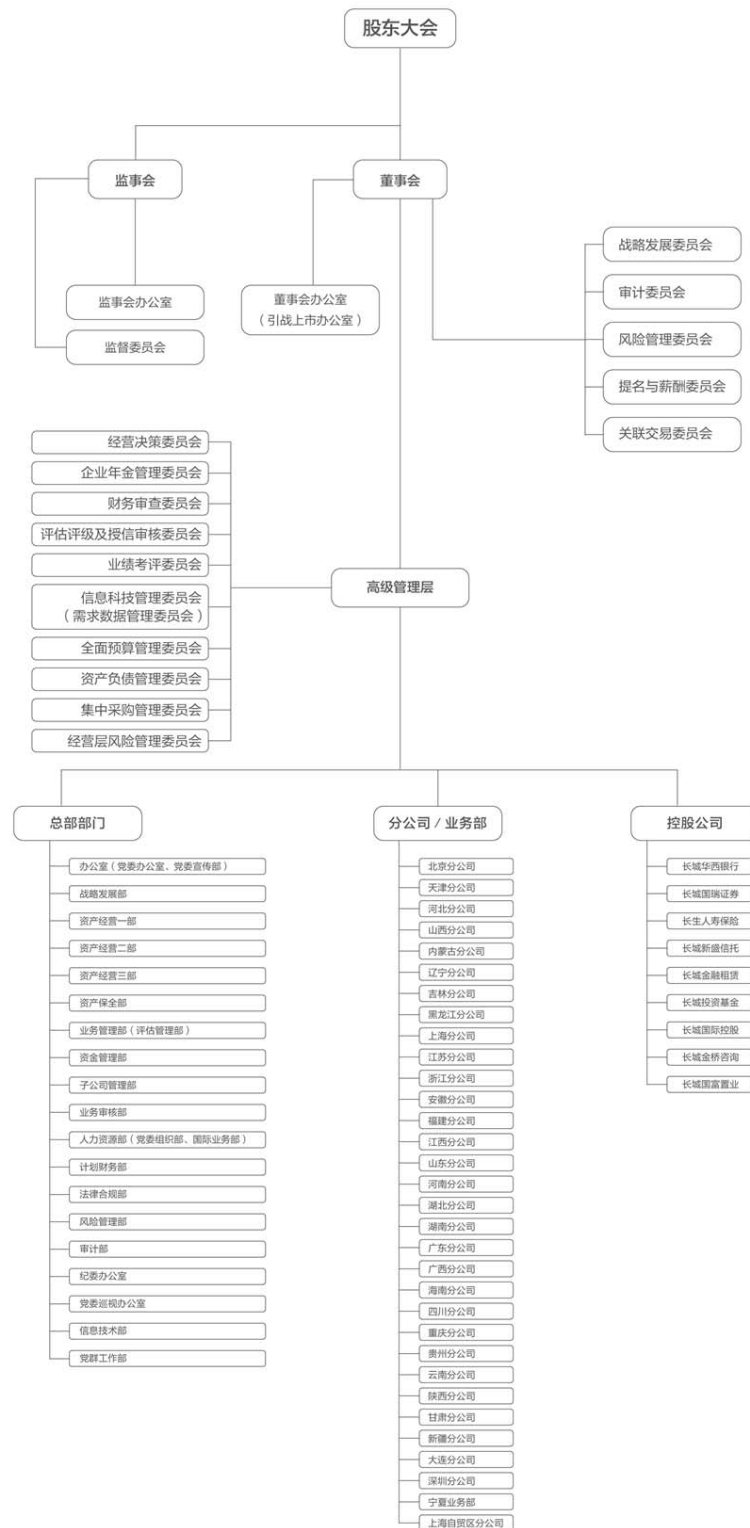
综合上述对公司在公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时期内公司信用状况将保持稳定。

附录 1 2020 年末中国长城资产股权结构图



资料来源：公司提供，联合资信整理

附录 2 2020 年末中国长城资产组织结构图



资料来源：公司提供，联合资信整理

附录 3 2020 年末中国长城资产子公司情况

| 序号 | 子公司名称 | 主营业务 | 注册资本（亿元） | 持股比例（%） |
|----|------------------|---------------|----------|---------|
| 1 | 长城国兴金融租赁有限公司 | 融资租赁 | 40.00 | 100.00 |
| 2 | 长城国瑞证券有限公司 | 证券经纪、投资 | 33.50 | 67.00 |
| 3 | 长城华西银行股份有限公司 | 商业银行 | 23.03 | 40.92 |
| 4 | 长城国富置业有限公司 | 房地产开发与经营 | 10.00 | 100.00 |
| 5 | 长城融资担保有限公司 | 投资担保 | 7.39 | 100.00 |
| 6 | 长城国融投资管理有限公司 | 投资与投资管理 | 3.00 | 100.00 |
| 7 | 长城新盛信托有限责任公司 | 信托 | 3.00 | 62.00 |
| 8 | 中国长城资产(国际)控股有限公司 | 不良债权处置与资产管理 | 3.59 亿港元 | 100.00 |
| 9 | 长城(宁夏)资产经营有限公司 | 不良债权处置与资产管理 | 1.53 | 100.00 |
| 10 | 黑龙江金龙实业股份有限公司 | 汽车销售、租赁 | 1.40 | 62.77 |
| 11 | 德阳市国有资产经营有限公司 | 投资 | 1.00 | 100.00 |
| 12 | 长城金桥金融咨询有限公司 | 金融债权估值，项目评估咨询 | 0.50 | 100.00 |
| 13 | 长生人寿保险有限公司 | 保险业务 | 21.67 | 70.00 |
| 14 | 厦门闽南大酒店有限责任公司 | 旅游饭店 | 1.78 | 100.00 |

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

附录 4 同业对比表

| 2020 年指标 | 东方资管 | 信达资管 | 长城资管 |
|-------------|----------|----------|---------|
| 资产总额(亿元) | 11418.29 | 15180.84 | 6265.15 |
| 负债总额(亿元) | 9948.19 | 13230.41 | 5627.84 |
| 所有者权益(亿元) | 1470.10 | 1950.42 | 637.31 |
| 资产负债率(%) | 78.79 | 87.15 | 89.83 |
| 资本充足率(%) | 16.83 | 17.47 | 15.38 |
| 营业收入(亿元) | 438.09 | 1140.23 | 354.01 |
| 利润总额(亿元) | 136.71 | 201.16 | 27.86 |
| 净利润(亿元) | 105.54 | 147.37 | 21.73 |
| 平均资产收益率(%) | 0.93 | 0.97 | 0.35 |
| 平均净资产收益率(%) | 7.61 | 8.26 | 3.46 |

注：1.“长城资管”为“中国长城资产管理股份有限公司”简称；“东方资管”为“中国东方资产管理股份有限公司”简称；“信达资管”为“中国信达资产管理股份有限公司”简称

数据来源：各公司公开年报、Wind、中国银行保险监督管理委员会

附录 5 主要财务指标计算公式

| 指标 | 计算公式 |
|--------------|---|
| 现金类资产 | 货币资金+结算备付金+存出保证金 |
| 同业资产 | 拆出资金+买入返售金融资产 |
| 同业负债 | 拆入资金+卖出回购金融资产 |
| 投资资产 | 交易性金融资产+衍生金融资产+可供出售金融资产+交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+权益工具投资+长期股权投资+投资性房地产 |
| 可快速变现资产 | (货币资金-客户资金存款)+(结算备付金-客户备付金)+买入返售金融资产+债券+上市公司股权 |
| n 年年均复合增长率 | $(\sqrt[n]{\text{期末余额} / \text{期初余额}} - 1) \times 100\%$ |
| EBITDA | 利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销 |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/利息支出 |
| 全部债务 | 向中央银行借款+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+卖出回购金融资产款+应付债券+借款+应付款项+合并结构化主体其他所有者权益 |
| 全部债务/ EBITDA | 全部债务/ EBITDA |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总额 $\times 100\%$ |
| 平均资产收益率 | 净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/2] $\times 100\%$ |
| 平均净资产收益率 | 净利润/[(期初净资产总额+期末净资产总额)/2] $\times 100\%$ |
| 资本充足率(母公司) | 母公司合格资本/母公司风险加权资产 $\times 100\%$ |

附录 6-1 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 6-2 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 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 |

联合资信评估股份有限公司关于 中国长城资产管理股份有限公司 2021年无固定期限资本债券（债券通）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，联合资信将在本次债券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或不定期跟踪评级。

中国长城资产管理股份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。联合资信将在本次债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

中国长城资产管理股份有限公司或本次债项如发生重大变化，或发生可能对中国长城资产管理股份有限公司或本次债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国长城资产管理股份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中国长城资产管理股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次债项相关信息，如发现中国长城资产管理股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国长城资产管理股份有限公司或本次债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国长城资产管理股份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中国长城资产管理股份有限公司或本次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中国长城资产管理股份有限公司联系，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。

权利与免责声明

1. 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。
2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 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。