



不良资产管理公司分析方法

2024年5月

标普信评

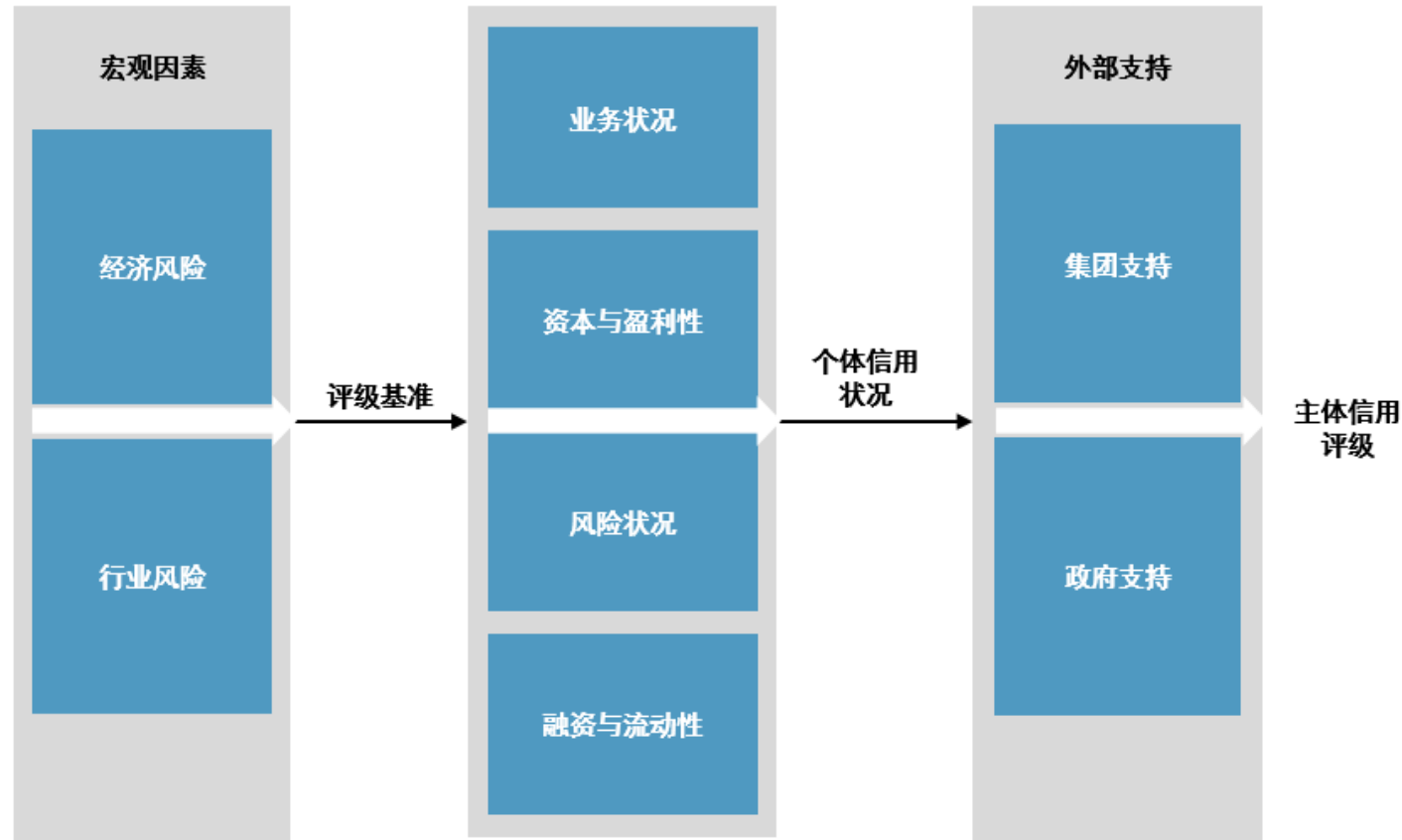
S&P Global

China Ratings

目录

- 概况
- 业务状况
- 资本与盈利性
- 风险状况
- 融资与流动性
- 外部支持
- 附录：机构名单

非银金融机构的评级框架与银行一致



- 根据标普信评金融机构评级方法论，我们通常以一家机构的评级基准作为起点，然后结合受评主体的个体特征，在评级基准的基础上做出调整，得出受评主体的个体信用状况。
- 我们通常会考虑的个体特征包括：业务状况、资本与盈利性、风险状况、融资与流动性等。最后，我们会通过分析企业可能获得的外部支持，包括危机时候潜在的集团或政府影响，得出主体信用等级。
- 金融机构评级方法论适用于银行、非银金融机构，但不适用于保险公司。

评级基准是不同类型金融子行业平均个体信用状况的相对排序

- 评级基准反映了一类金融机构所处的经营环境的优势和挑战，反映的是国内经济风险和行业风险，是确定一家金融机构个体信用状况的起点。评级基准是我们对于具体金融子行业的机构平均个体信用状况的初步判断，通常考虑了监管、融资、市场竞争力等方面的总体情况。
- 我们将银行的评级基准定为“a+”的主要原因是，国内银行业的信用状况应当是国内整体信用市场的反映。由于国内主要工商企业的潜在主体信用质量的中位数在a序列，因此金融机构的评级基准也应该在a序列。
- 对于非银金融机构（包括证券公司和金融公司等），我们会在银行评级基准上进行调整，以考虑银行和非银金融机构之间的行业差异。
- 金融公司指的是以信贷类业务为核心业务的金融业企业。该类机构的投资和信贷业务的资金来源包括资本金、债券发行和银行借款等。主要的客户群包括消费者、企业和商业地产等。典型的金融公司包括租赁公司、消费金融公司、汽车金融公司等，但不包括证券公司。金融公司不包括特殊目的载体或投资基金。



一般情况下，金融公司的评级基准比银行的评级基准低三个子级，
证券公司的评级基准比银行的评级基准低两个子级。

鉴于目前的银行评级基准为“a+”，金融公司的初步评级基准则为“bbb+”

相对于银行而言，金融公司的额外行业和经济风险通常包括：

- 金融公司通常无法吸收公共存款，需依赖批发资金，从而面临更高的流动性风险和融资风险。
- 金融公司通常缺乏央行的直接流动性支持，因此面临更高的流动性风险和融资风险。
- 一些金融公司受到的监管程度不及银行，投资者对该类机构的信心不及银行。
- 由于银行的融资成本更低，往往构成对金融公司的有力竞争。
- 由于进入壁垒较低，金融公司业务状况波动性可能更强，或呈现碎片化的市场竞争格局，金融公司相对银行面临更高的竞争压力。

鉴于四大金融资产管理公司是受国家金融监督管理总局严格监管的银行业金融机构，因此评级基准为“a-”；地方不良资产管理公司并非银行业金融机构，监管力度弱于四大金融资产管理公司，无法在银行间市场作为同业融资，因此适用“bbb+”的评级基准。

标普信评

S&P Global
China Ratings

相较于银行而言，如果我们认为部分金融公司面临的额外风险低于初步评级基准，我们可能会缩小金融公司与银行评级基准之间的差距。我们可能缩小行业间评级基准的差距的情况主要包括：

- 金融公司受到强金融监管，金融公司的行业监管提高了行业进入壁垒，有利于保持机构的竞争地位，降低了竞争风险；
- 金融公司的融资状况优于我们对于的金融公司的融资状况的一般性假设（比如，可以从央行直接融资或者能够在银行间市场进行同业拆借）。

鉴于以上原因，对于受国家金融监督管理总局严格监管的持牌金融公司，我们通常采用的最终评级基准为“a-”，而非“bbb+”，主要是因为（1）其严格的监管环境，以及（2）其拥有在银行间市场同业拆借的资格。

由于融资和监管方面的优势，四大金融资产管理公司的评级基准高于地方不良资产管理公司

- 我们将直接受国家金融监督管理总局强监管，能够进入银行间市场进行同业拆借的，属于银行业金融机构的全国性四大金融资产管理公司的评级基准定为“a-”，将地方不良资产管理公司的评级基准定为“bbb+”。

机构类型	融资	监管	评级基准	附注
四大金融资产管理公司	能够进入银行间市场进行同业拆借	作为银行业金融机构，受到国家金融监督管理总局的强监管	a-	该基准适用于各类受到国家金融监督管理总局强监管，能够在银行间市场进行同业拆借的非银金融机构
地方不良资产管理公司	不能够进入银行间市场进行同业拆借	不是银行业金融机构，主要受地方政府的直接监管	bbb+	该基准适用于各类不受国家金融监督管理总局现场检查等强监管措施约束，不能够在银行间市场进行同业拆借的非银金融机构

注：四大金融资产管理公司包括中国中信金融资产管理股份有限公司（原中国华融资产管理股份有限公司）、中国信达资产管理股份有限公司、中国东方资产管理股份有限公司、中国长城资产管理股份有限公司。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

不同金融子行业的评级基准

评级基准	典型的金融子行业
a+	商业银行
a-	证券公司，汽车金融公司，金融租赁公司，企业集团财务公司，消费金融公司，持牌资产投资公司、 四大金融资产管理公司 等由国家金融监督管理总局或证监会颁发金融牌照并受到严格金融监管的金融公司
bbb+	融资租赁公司，小额贷款公司，融资担保公司，保理公司， 地方性不良资产管理公司 ，以及其他非持牌金融公司

资料来源：标普信评。

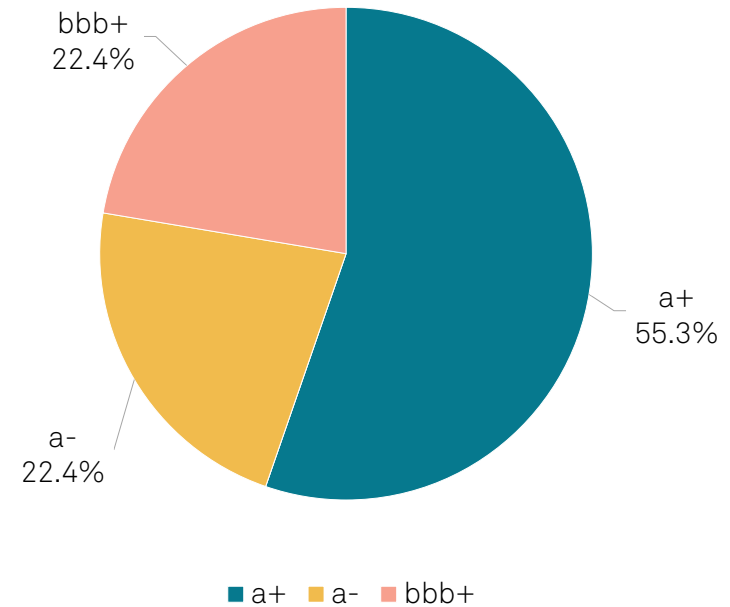
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

标普信评

S&P Global

China Ratings

600家主要国内金融机构评级基准分布



资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在评级基准的基础上，我们通过四项个体信用分析要素进行调整，得出机构的个体信用状况

- 机构的个体信用状况反映了具体金融机构自身独特的信用优势和挑战。对四项个体分析要素的评估可能会导致机构的个体信用状况高于或低于评级基准。

1. 业务状况		2. 资本与盈利性		3. 风险状况	
得分	子级调整	得分	子级调整	得分	子级调整
1	+2	1	+2	1	+2
2	+1	2	+1	2	+1
3	0	3	0	3	0
4	-1	4	-1	4	-1
5	-2	5	-2	5	-2
6	-3	6	-3	6	-3
		7	-4	7	-4
		8	-5	8	-5

4. 融资与流动性子级调整					
融资	流动性				
	1	2	3	4	5
高于平均水平	+2/+1	+1/0	-1	-2	-3
平均水平	0	0	-1	-2	-3
低于平均水平	-1	-1	-1	-2	-3

评级基准是如何影响每项个体分析要素评估的	
业务状况	我们评估业务状况时，通常会将一家机构的竞争优势和业务稳定性与具有相似评级基准的同业机构进行比较。
资本与盈利性	如果一家机构在资本与盈利性方面无子级调整，表明该机构的资本与盈利状况对于其个体信用状况的影响是中性的，符合我们在评级基准中对于资本能够充分满足监管最低要求的基本假设。
风险状况	评估风险状况时，我们将一家机构的风险偏好和风险状况与相似评级基准的同业机构的情况进行比较。
融资与流动性	行业的融资与流动性状况通常反映在行业的评级基准部分。比如，证券公司和金融公司的评级基准反映了其没有存款融资的情况，非持牌金融公司的评级基准反映了其无法在银行间市场进行同业拆借的情况。如果一家机构具体的融资和流动性状况未在评级基准部分得到充分的体现，我们会在其融资和流动性评估中进行调整。
补充调整	同业比较是我们进行补充调整的主要依据之一。同业比较组通常来自于同一行业或者有类似的业务活动，具有相同或相似的评级基准。

注：在个别极端情况下，如果我们认为“-3”的子级调整不足以充分反映机构非常严重的流动性风险，我们可能有更多的融资与流动性子级减扣。

资料来源：标普信评。

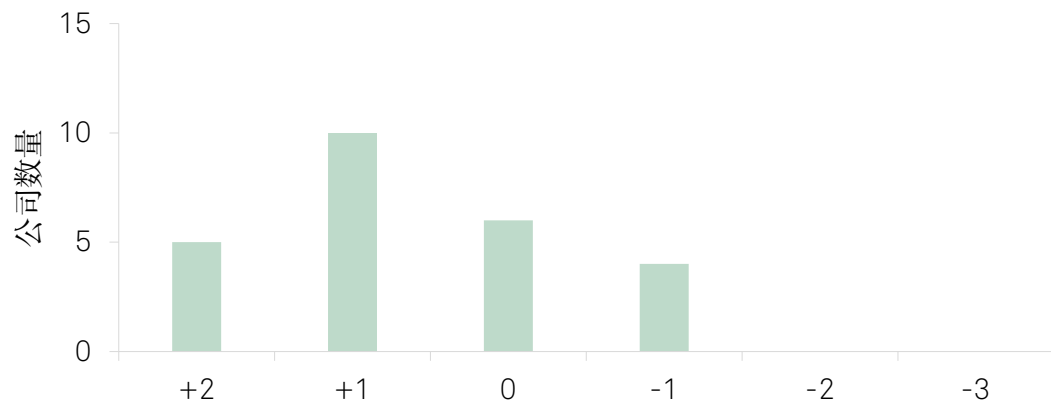
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

资料来源：标普信评。

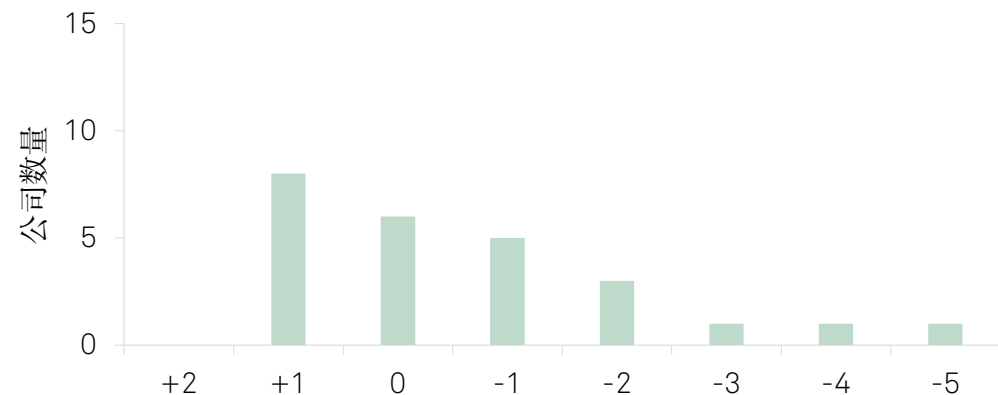
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

不良资产管理公司个体信用分析要素子级调整测试结果分布

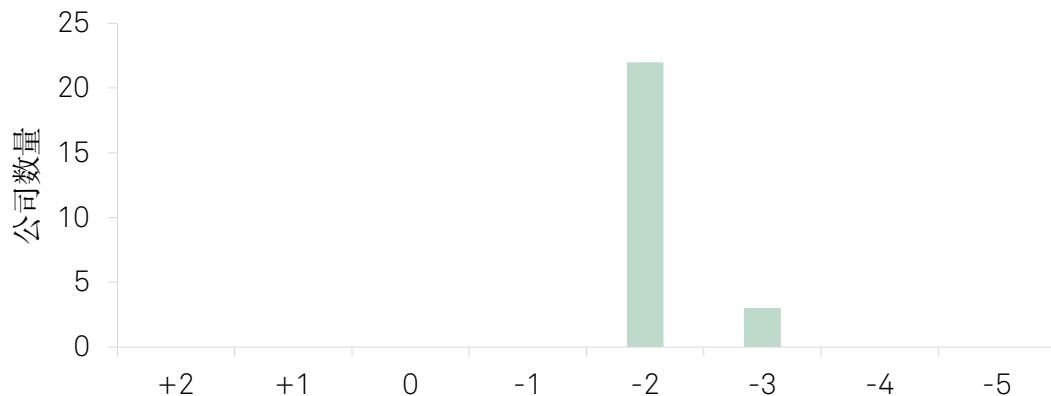
25家主要不良资产管理公司业务状况子级调整分布



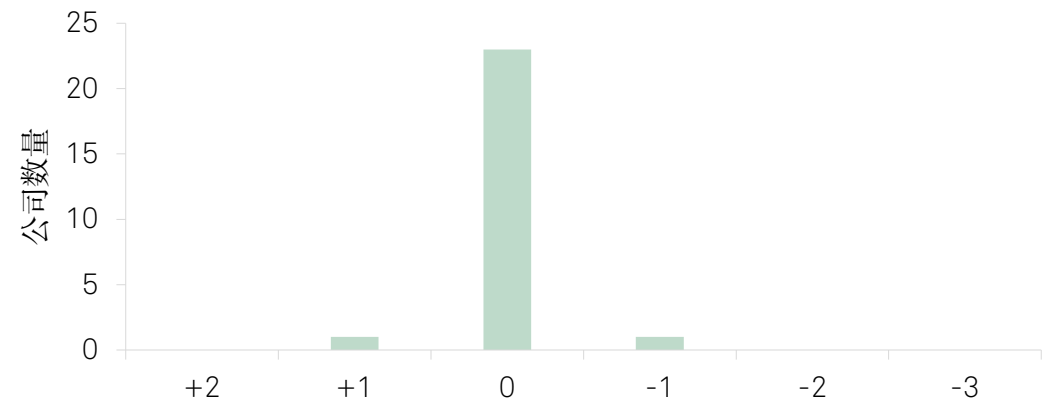
25家主要不良资产管理公司资本与盈利性子级调整分布



25家主要不良资产管理公司风险状况子级调整分布



25家主要不良资产管理公司融资与流动性子级调整分布



注1：图中所示的子级调整是在机构评级基准基础上进行的子级调整。

注2：本报告中所呈现的子级调整分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何机构（委托评级机构除外）进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的信用质量分布结果。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构或其债券最终评级结果的表示。

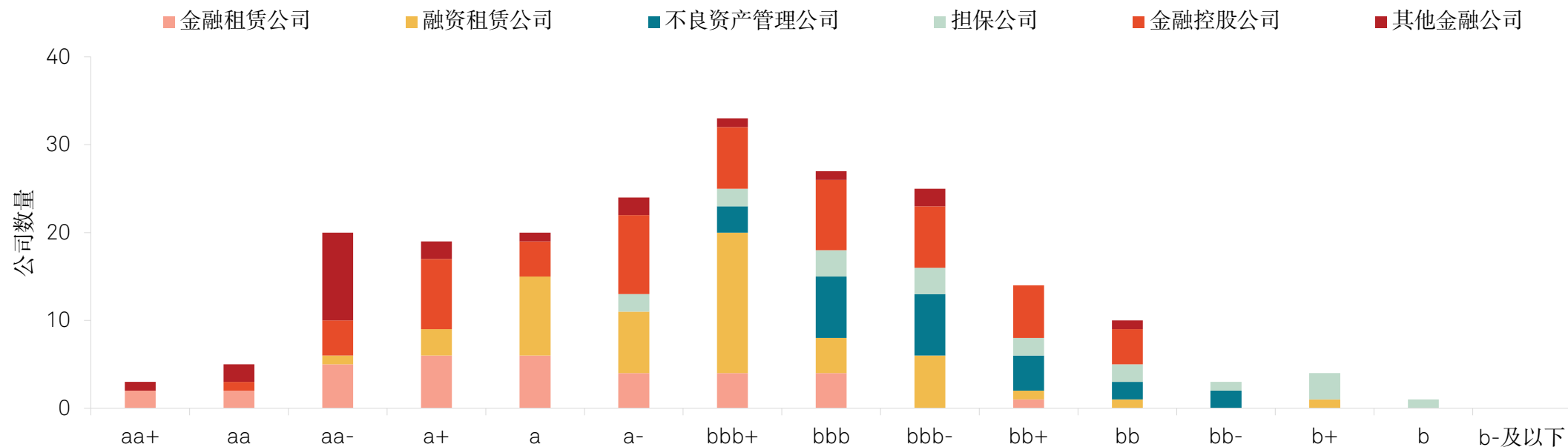
资料来源：标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在非持牌金融公司中，发债不良资产管理公司的个体信用质量处于相对偏弱位置

- 我们对200家金融公司进行了测试，其中包括25家不良资产管理公司。
- 个体信用质量没有考虑危机情况下集团或政府支持的可能性，但考虑日常经营中的集团或政府支持。

200家金融公司个体信用质量测试结果分布（不包括危机情况下外部支持）



注1：个体信用质量评估没有考虑危机情况下集团或政府支持的可能性，但考虑日常经营中的集团或政府支持。

注2：本报告中所呈现的信用质量测试结果分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于风险因素评估的初步观点。标普信评未与任何机构（委托评级项目除外）进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的信用质量测试结果分布结果。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构最终评级结果的表示。

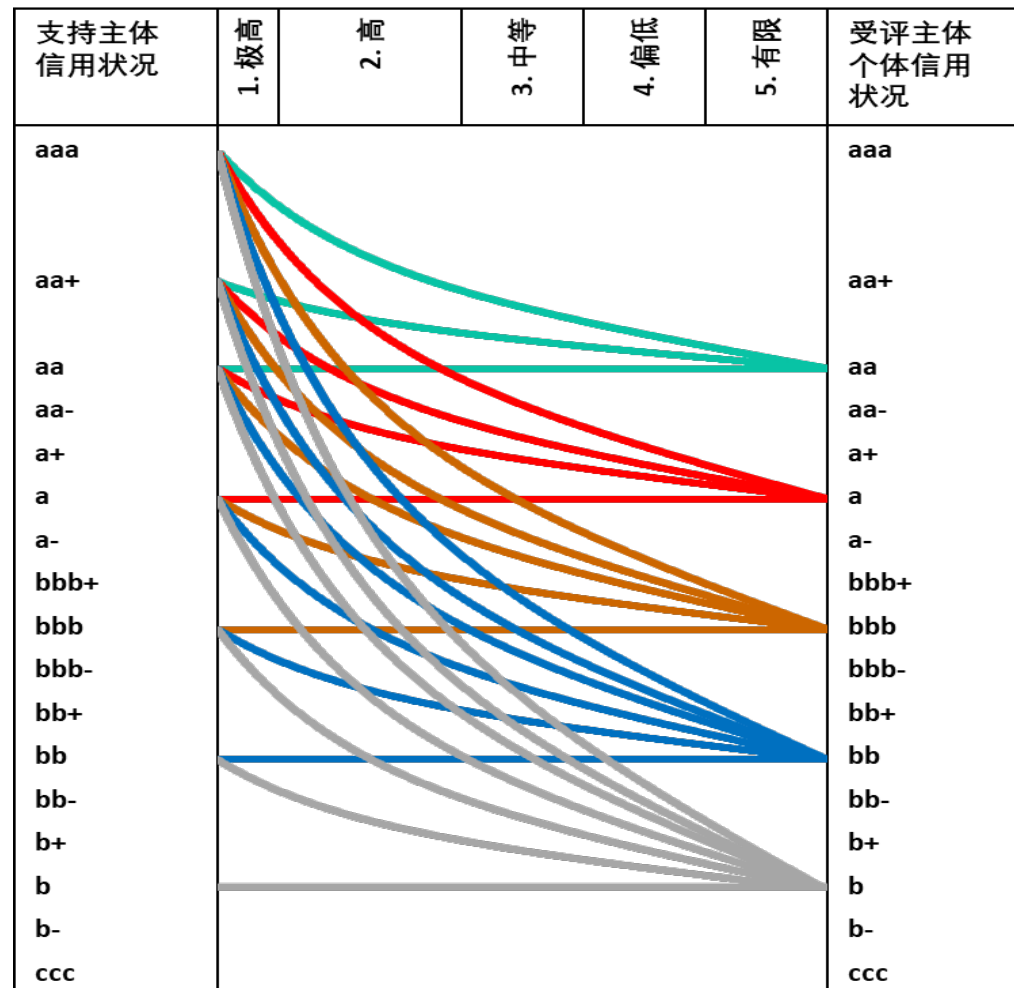
资料来源：标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

外部支持分析框架

- 集团支持和政府支持均适用该支持框架进行分析。
- 确定外部支持时，我们考虑三个主要要素：1. 支持方的信用质量；2. 受评主体个体信用质量；3. 受评主体对支持方的重要性。因此，考虑了外部支持以后的主体信用质量会综合反映以下要素：1. 受评主体的个体信用质量；2. 支持方的支持能力；3. 支持方的支持意愿。
- 我们认为政府支持是有选择性的。在政府支持下，国内金融行业的整体信用状况保持稳定，但我们认为，政府支持并不等同于政府隐性担保。政府和监管部门致力于在维护金融稳定和防范道德风险之间保持有效平衡，因此，部分资本实力很弱、风险管理不善的金融机构也可能给其债权人带来信用损失风险。

外部支持



注：在特殊情况下，如果有充足合理的原因，我们最终得出的主体信用质量结果可能并不一定落在曲线上。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们评估不良资产管理公司的方法与其他金融机构一致，确保了跨行业的可比性

评级要素	分析方法
评级基准	不良资产管理公司的评级基准与其他非持牌非银金融机构一样，比银行的评级基准低三个子级，反映出银行业与非持牌非银金融机构在平均信用质量上的差异。但对于在全国开展业务的四大金融资产管理公司，我们将其评级基准评定为“a-”。
业务状况	我们分析不良资产管理公司的业务状况时，侧重于在评级基准为“bbb+”或“a-”的金融公司中进行比较，特别是不良资产管理公司同业之间的比较。
资本与盈利性	对于没有监管资本充足率计量的非银金融机构（包括不良资产管理公司），我们通常使用杠杆率指标（调整后总债务/所有者权益）来衡量资本。
风险状况	风险状况评估旨在反映资本与盈利性评估中没有得到充分体现的风险。由于杠杆率指标对风险不敏感，公司面临的信用风险主要在风险状况部分反映。我们通常将非银金融机构的风险状况与银行业金融机构的平均情况相对比。
融资与流动性	不良资产管理公司的融资与流动性评估与其他非持牌非银金融机构一致。我们将不良资产管理公司的融资稳定性与其他评级基准为“bbb+”的金融公司进行比较。流动性方面，我们会通过绝对值分析来观测公司所承受的流动性压力的程度。
外部影响	我们评估不良资产管理公司外部影响的方法与评估其他企业的方法一致。

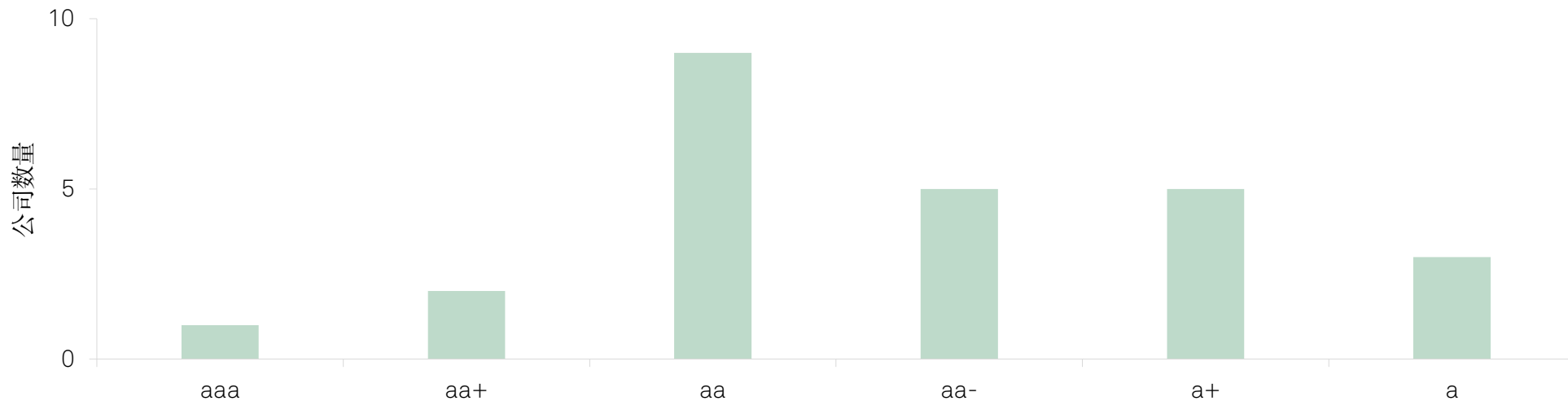
资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

不良资产管理公司主体信用质量测试结果

- 主体信用质量=个体信用质量+危机情况下的集团/政府支持。
- 由于资产质量弱，高个体信用质量的不良资产管理公司不多。
- 由于发债的主要不良资产管理公司与政府关系密切，得到政府支持的可能性高，未来12个月高违约风险的不良资产管理公司不多。

主要25家不良资产管理公司主体信用质量测试结果分布（包括危机情况下外部支持）



注：以上所呈现的标普信评主体信用质量测试结果分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业（委托评级机构除外）进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的信用质量分布。标普信评主体信用质量测试结果分布所表达的观点不可也不应被表述为标普信评或标普全球的信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

地方不良资产管理公司违约案例复盘

- 国厚资产管理股份有限公司在2024年1月2日发出公告违约，是国内第一家出现违约的持牌不良资产管理公司。
- 由于该公司为民营金融公司，其违约对国有不良资产管理公司并无明显信用影响。该公司的违约体现了民营金融公司在融资上的脆弱性。

国厚资产违约前信用状况回溯

业务状况 (-1)	公司资产规模在不良资产管理行业中偏小，且业务战略在近年来发生重大变化。国厚资产管理股份有限公司成立于2014年，在2017年后业务规模达到120亿以上的稳定水平。2022年公司资产结构发生较大变化，公司计划以100亿元收购上海浦创企业管理咨询有限公司，以此实现对安徽古井集团有限责任公司（以下简称“古井集团”）30%股权的收购，截至2022年末对上海浦创的股权投资达到50亿元，其长期股权投资由2021年末的17.76亿元增长至2022年末的68.01亿元，公司不良资产余额由2021年的87.84亿元下降至2022年末的42.63亿元。
资本与盈利性 (-3)	公司在2022年权益投资大幅增加，资本消耗大幅增加，且大量处置不良资产产生亏损，资本状况很弱。截至2022年末，公司长期股权68亿元，是其净资产的1.37倍，股权类投资对资本消耗严重。在盈利性方面，由于公司在2022年短时间内大量处置不良资产，2022年度不良资产经营业务产生亏损1.68亿元（2021年为盈利10.25亿元），公司2022年整体净亏损3.29亿元。
风险状况 (-2)	综合考虑公司权益投资市场风险和不良资产业务固有风险，公司资产质量很弱。公司2022年末分类为债权投资的不良资产33.4亿元，其中70%划入阶段二，4%划入阶段三。另外公司持有大量股权类投资，且底层主要为上市公司股权，公司面临较大的市场风险。
融资与流动性 (-2)	公司在股权投资转型的过程中行事激进，流动性脆弱。公司原计划以100亿元购买安徽古井集团30%股权，截至2022年末，公司已完成出资49.5%，还有较大出资敞口不能及时覆盖，公司2022年末账面货币资金4.34亿元，截至2023年3月末，公司获得银行、信托等金融机构授信额度共19.14亿元，其中未使用额度仅剩0.03亿元，公司付息债务66亿元，考虑到公司资产以流动性较差的股权投资和不良资产为主，公司存在明显流动性缺口。
个体信用质量 (b-)	在其“bbb+”的评级基准基础上，我们共下调8个子级。因此，依照我们的分析方法，其2022年-2023年的个体信用质量为“b-”。
主体信用质量 (b-)	公司无控股股东；自然人李厚文与刘洋为公司的共同实际控制人，持股比例合计52.23%。作为民营不良资产管理公司，公司获得外部支持的不确定性很大，主体信用质量等同于个体信用质量。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



业务状况

业务状况评估分档

- 业务状况是我们评估金融机构个体信用状况的第一个调整因素，业务状况通常反映的是金融机构的业务经营实力。
- 业务状况打分分为6档，通常有6种子级调整的可能，最优可能上调两个子级；最差可能下调三个子级；无子级调整表明我们对公司的业务状况持中性的观点。

分数	子级调整	典型特征
1	+2	金融机构承受经营压力的能力显著高于评级基准中的基本假设。
2	+1	金融机构承受经营压力的能力高于评级基准中的基本假设。
3	0	金融机构承受经营压力的能力与评级基准中的基本假设一致。
4	-1	金融机构承受经营压力的能力弱于评级基准中的基本假设。
5	-2	金融机构承受经营压力的能力显著弱于评级基准中的基本假设。
6	-3	业务稳定性极弱，金融机构的评级基准无法反映其经营脆弱性。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务状况评估的子因素



业务状况评估分为“1”至“6”六档，对应六种不同的子级调整结果

子级调整	典型特征
+2	金融公司承受经营压力的能力显著高于评级基准中的基本假设。
+1	金融公司承受经营压力的能力高于评级基准中的基本假设。
0	金融公司承受经营压力的能力与评级基准中的基本假设一致。
-1	金融公司承受经营压力的能力弱于评级基准中的基本假设。
-2	金融公司承受经营压力的能力显著弱于评级基准中的基本假设。
-3	业务稳定性极弱，金融公司的评级基准完全无法反映其经营的脆弱性。

资料来源：标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务稳定性评估举例

业务稳定性好的正面例子

客户黏性强，大部分收入为通过长期客户关系产生的收入，有力的证据表明，客户在经济困难时期很可能还会维持与公司的业务合作

与同业相比，公司更少通过低价竞争来赢得客户

即使市场对公司的信用质量有负面观点，公司收入不会受到显著影响

有利的合同条款，比如在与客户和交易对手方的合同中设置了更多的有利于自身的，与对方信用质量相关的终止事件或触发事件

机构在满足客户的各种需求方面具有技术优势，例如具有可持续的自动化全流程业务执行能力

业务稳定性差的负面例子

客户与金融公司的关系多为一次性交易，缺乏长期稳定的业务合作关系

终端客户与金融公司之间鲜有或者没有直接联系，依靠第三方提供业务量

来自长期客户的经常性手续费收入或利息收入占总收入的比例低于行业平均水平

市场对于公司信用质量的负面观点会显著影响公司收入水平，公司对市场观点的敏感度高于行业平均水平

客户转投竞争对手的可能性高（比如，由于监管要求变化，公司业务拓展能力减弱）

与同业相比，公司更加依赖定价来吸引和保留客户

不利的业务合同条款，例如相较于同一评级基准下的同业，在进行同类型交易时，在财务约定、信用触发事件以及保证金要求等方面有更多的对自己不利的条款

标普信评

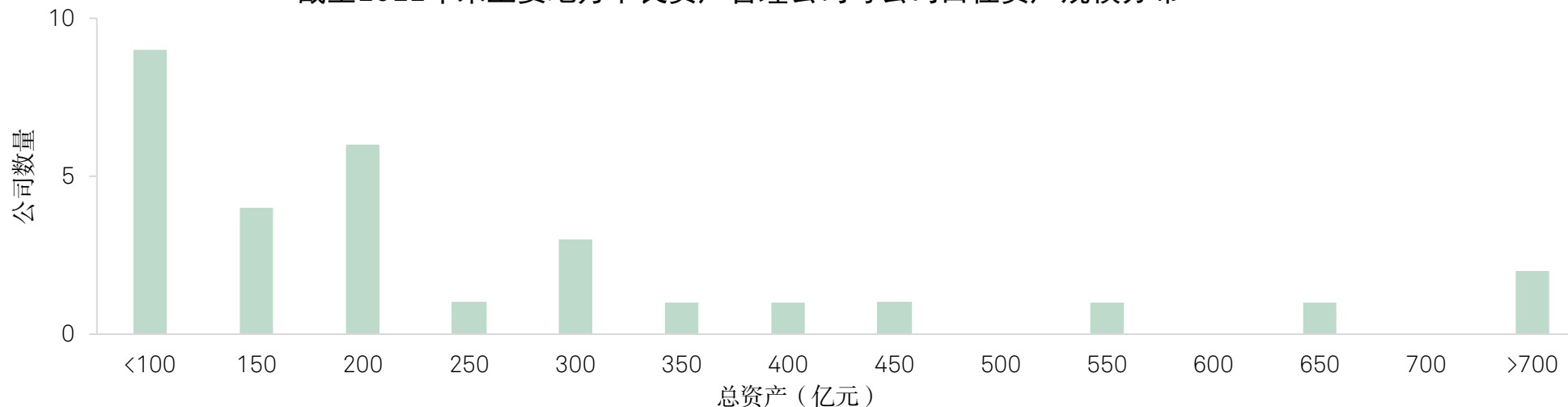
S&P Global

China Ratings

不良资产管理公司的资产和业务规模差异显著

- ❑ 截至目前，获得批量收购不良资产资质的不良资产管理公司共65家，包括5家全国性资产管理公司和60家地方资产管理公司。另外，国内还有数家无批量收购不良资产资质的不良资产管理公司。
- ❑ 在我们测试的25家不良资产管理公司中，4家为全国性金融资产管理公司，18家为具有批量收购不良资格的地方不良资产管理公司，3家为无批量收购不良资格的地方不良资产管理公司。
- ❑ 原银监会于2013年发布《关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》，确定了开展金融企业不良资产批量收购、处置业务的资质认可条件。我们认为有批量收购资格的地方不良资产管理公司在业务稳定性上较无资格的机构有明显优势。
- ❑ 不良资产管理公司资产规模差异显著，四大金融资产管理公司截至2022年末的平均总资产规模约为1.1万亿元左右，发债地方不良资产管理公司的平均总资产规模仅为265亿元。
- ❑ 通常情况下，不良资产管理公司的母公司开展核心不良业务，子公司往往开展其他细分金融业务。

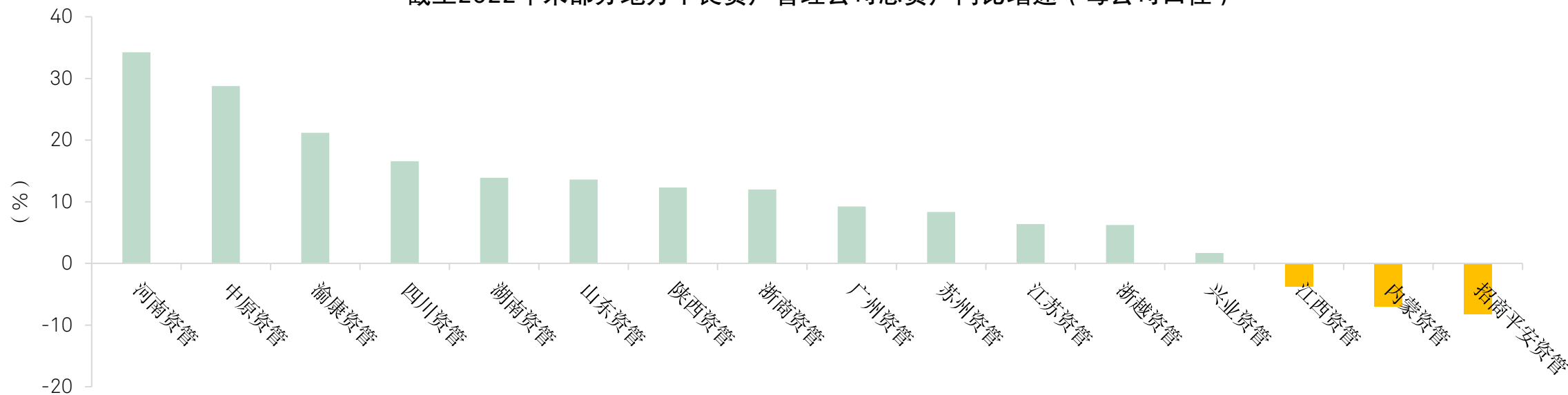
截至2022年末主要地方不良资产管理公司母公司口径资产规模分布



全国性和地方不良资产管理公司增速差异分化

- ❑ 四大金融资产公司资产质量压力和资本压力近年来加大，公司业务增速放缓。截至2022年末，信达、华融（现为中信金融资产）和东方持有不良资产总额同比变化分别为-2%，-11%和3%。2023年上半年，不良资产业务持续收缩，信达、华融持有的不良资产总额均同比下降5.5%。
- ❑ 地方不良资产管理公司由于处于不同的发展阶段，资产增速差异较大。部分公司因为参与地方银行的风险化解导致业务规模增速很快。
- ❑ 房地产开发行业违约高企，不良资产管理公司的业务机会增加。总体来看，我们认为目前房地产危机对不良资产管理公司的负面影响高于正面影响。坏账对存量资产质量和资本造成的压力使得不良资产管理公司大规模收购房地产不良的能力有限。

截至2022年末部分地方不良资产管理公司总资产同比增速（母公司口径）



中小金融机构风险化解和房地产纾困是未来不良资产管理公司的主要业务增长机会

- 2022年原银保监会发布《关于引导金融资产管理公司聚焦主业积极参与中小金融机构改革化险的指导意见》（以下简称“62号文”），62号文进一步扩大了中小金融机构不良贷款批量转让范围，在新的指导意见下，银行尚未划入不良的资产项目可提前进行处置，金融机构可以将以下风险资产转让给资产管理公司：涉及债委会的项目；债务人已进入破产程序；本金或利息等权益已逾期90天以上；债务人在公开市场发债已违约；因疫情影响延期还本付息后再次出现逾期的资产或相关抵债资产。
- 在62号文之前，银行只能将五级分类为不良类的资产进行出表转让，新的指导意见将中小金融机构的不良资产转让扩围至风险资产。这一政策变化使得不良资产管理公司拥有了更多的批量转让业务机会。
- 2022年11月人行和原银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（以下简称“金融16条”），鼓励金融资产管理公司、地方不良资产管理公司发挥在不良资产处置、风险管理等方面的经验和能力，积极配合做好受困房地产企业风险处置。参与房地产企业纾困，是不良资产管理公司重要业务增长来源之一。

不良资产管理公司业务状况初步打分结果

- 我们评估不良资产管理公司业务稳定性的主要因素包括在不良处置行业的市场份额，是否具有批量收购银行不良的牌照，是否参与到国家或者地方重要的银行风险处置项目，是否在国家或地方的金融风险化解中稳定地发挥作用。
- 我们认为，由于监管和政府要求不良资产管理公司聚焦不良主业，非主业业务对不良资产管理公司业务稳定性的贡献将逐步下降。

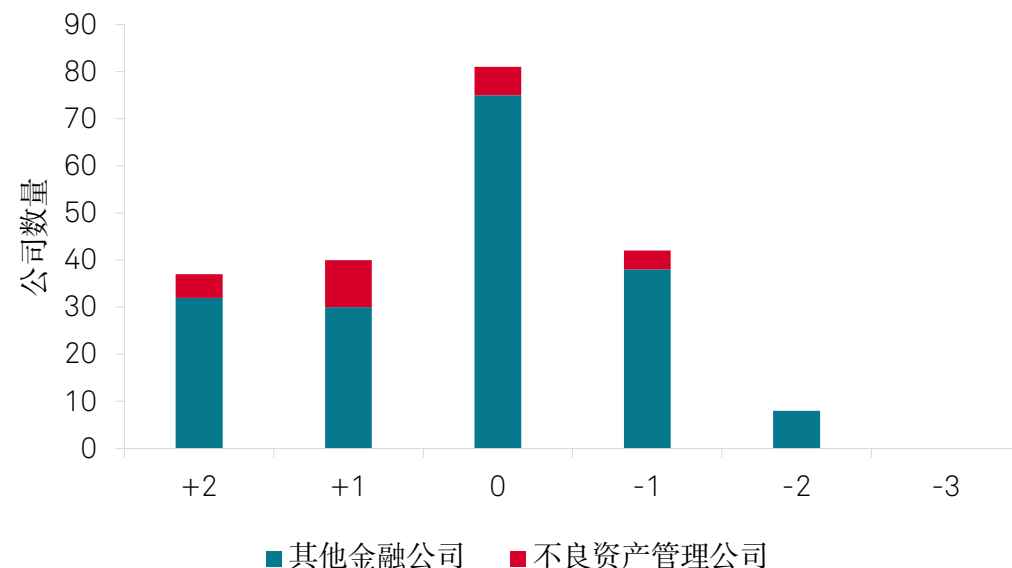
子级调整	典型特征
+2	在全国范围内经营的、规模非常领先的资产管理公司，在不良资产处置市场的市场份额在5%以上，具备良好的地域多样性，在国家金融风险化解方面发挥重要作用。
+1	业务很稳定的区域性资产管理公司，在不良资产处置市场的市场份额在1.5%-5%之间；如果小于1.5%，但拥有从银行批量收购不良的牌照，业务稳定性好，在地方金融风险化解中发挥重要作用。
0	中等规模区域性资产管理公司，在不良资产处置市场的市场份额在0.5%-1.5%之间；如果小于0.5%，但拥有从银行批量收购不良的牌照，在地方金融风险化解中发挥一定作用。
-1	规模偏小的资产管理公司，业务稳定性偏弱，在不良资产处置市场的市场份额在0.1%-0.5%之间，往往不具有从银行批量收购不良的资质。
-2	小型资产管理公司，业务稳定性弱，在不良资产处置市场的市场份额在0.1%以下，往往不具有从银行批量收购不良的资质。
-3	公司的业务运营风险显著高于同等规模的其他公司。此类别仅适用于危机下的特殊情况。

注：测试中所使用的阈值只是打分的起点，在此基础上我们还会考虑其他定性和定量因素，因此我们最终的子级调整结论和从阈值分析得出的初步结论可能不同。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。


25家主要不良资产管理公司业务状况子级调整测试结果分布



注：本报告中所呈现的信用质量测试结果分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于潜在主体信用质量分布的初步观点。标普信评未与任何机构（委托评级机构除外）进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的信用质量测试结果分布结果。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



资本与盈利性

资本与盈利性评估分档

- 资本与盈利性是我们评估金融机构个体信用状况的第二个调整因素，评估的是金融机构资本在压力环境下吸收损失的能力。
- 资本与盈利性打分分为8档，有8种子级调整的可能，最优可能上调两个子级；最差可能下调五个子级；无子级调整表明我们对公司的资本与盈利性持中性的观点。

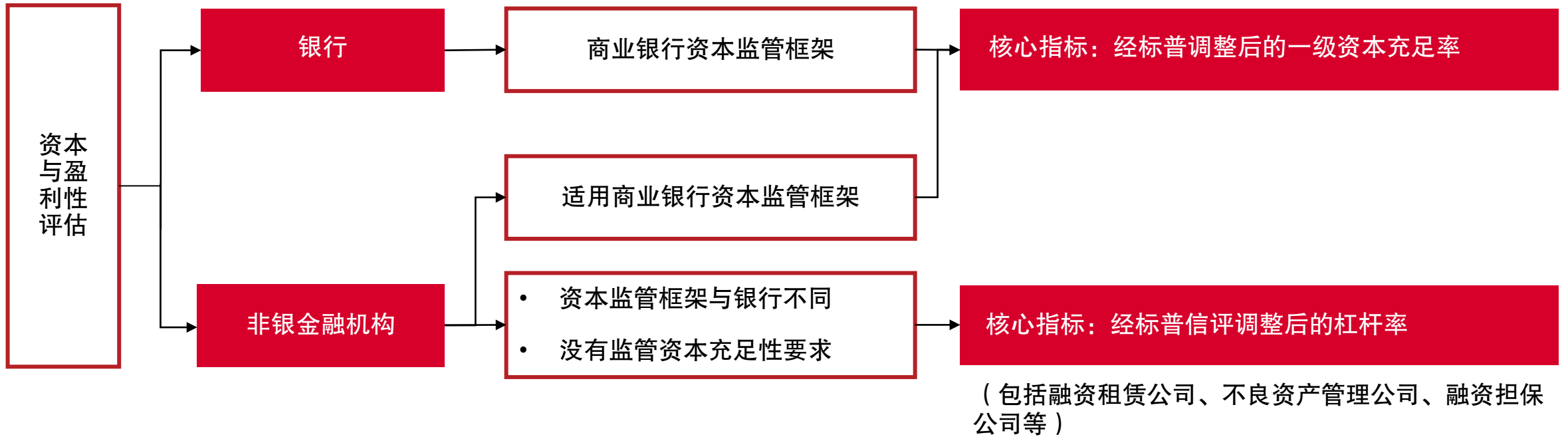
分数	子级调整	典型特征
1	+2	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有显著正面影响。
2	+1	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有正面影响。
3	0	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况的影响为中性。
4	-1	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况略有负面影响。
5	-2	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有负面影响。
6	-3	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有明显负面影响。
7	-4	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有严重负面影响。
8	-5	我们认为资本与盈利性对金融机构的个体信用状况有非常严重负面影响。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

资本与盈利性评估方法的两种方法

- 我们有两种不同的方法来评估非银金融机构的资本与盈利性。对于资本监管框架与银行相同的非银金融机构，我们采用与银行相同的评估方法。在这种情况下，我们采用的核心资本指标是经标普调整后的一级资本充足率。
- 对于资本监管框架与银行不同，以及没有监管资本充足要求的非银金融机构，我们通常以杠杆率作为核心资本指标。



资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

非银金融机构资本与盈利性评估方法总结（1/2）

步骤	内容	要点
第一步	是否能够满足资本/杠杆方面的监管要求	确定机构是否已经违反或者有可能违反监管对于资本的最低要求，进而可能影响其持续经营和发展（如适用）。当机构的监管口径资本指标非常接近监管最低要求时，可能会影响其管理资本的灵活性以及业务的增长。因此，如果一家非银金融机构可能违反或者已经违反了监管要求，我们在资本与盈利性方面中很可能会给出负面的评估。
第二步	评估核心资本指标，得出资本与盈利性的初步评估结果	
2.1	确定核心资本指标	我们有两种不同的方法来评估非银金融机构的资本与盈利性。对于受到与银行相同的监管资本评估框架约束的非银金融机构，我们用与银行相同的方法。在这种情况下，我们采用的核心资本指标为经标普调整后的一级资本充足率。 对于监管资本框架与银行不同的非银金融机构以及没有监管资本充足要求的非银金融机构，我们通常以杠杆率作为核心资本指标。
2.2	计算杠杆率	我们可能对债务或净资产进行调整，以确保杠杆率能合理地反映机构的实际资本情况。调整后债务可能包括表内债务和表外或有债务（比如融资担保），在我们认为合适的情况下，还可能包括我们认为机构为了维持市场信心有刚兑可能的其它金融债务，比如非银金融机构发行的未纳入表内的资产支持证券产品。如果我们认为披露口径资本虚高，实际资本可能因为信用损失计提不足出现拨备缺口而遭到侵蚀，我们也可能对资本进行负面调整，从所有者权益中扣除拨备不足的部分。
2.3	通过杠杆率阈值给出资本与盈利性的初步评估结果	对于不同风险偏好的非银金融机构，我们有两套杠杆率阈值进行选择。当一家非银金融机构资产的风险明显高于银行平均水平时，我们可能采用更加严格的阈值以反映更脆弱的内在资本状况。当一家非银金融机构资产的风险与银行平均水平相似，或者低于银行平均水平时，我们可能采用更加宽松的阈值以反映其更坚实的内在资本状况。

标普信评

S&P Global

China Ratings

非银金融机构资本与盈利性评估方法总结（2/2）

步骤	内容	要点
第三步	评估资本质量、盈利能力和盈利质量，调整第二步中得出的初步评估结果，得出最终评估结果	
3.1	评估资本质量	我们分析资本质量、资本管理及财务灵活性时可能包括以下的因素：（1）混合资本工具在资本总额中所占比例；（2）拨备水平以及拨备能否显著增强或降低企业损失吸收能力；（3）管理层及股东采用的资本管理方式；（4）财务灵活性；（5）双重杠杆率；（6）资本在集团成员之间是否能够自由流动。
3.2	评估盈利能力	我们在评估机构盈利能力时会考虑一系列指标，包括体现机构内生资本能力的定量和定性指标，从而判断公司盈利能够在何种程度上支持业务发展和吸收损失。我们主要考虑过去三到五年（或者更长时间）的盈利表现，并对平均总资产回报率、净息差、生息资产拨备、利息净收入对营业收入占比等关键性指标进行前瞻性评估。
3.3	评估盈利质量	在评估盈利质量时，我们考虑的因素包括来自稳定的经常性来源的收入占比、盈利波动性、非经常性收入和支出的频率等。我们也考虑盈利覆盖标准化损失的能力。标准化损失是我们对机构在整个信用周期内平均信用损失的估计。
3.4	调整资本与盈利性的初步评估结果	当一家非银金融机构的杠杆率接近资本与盈利性初步评估结果的阈值时，我们对其资本质量、盈利能力和质量的评估可能会对其资本与盈利性的最终评估结果产生更大的影响。我们重点考虑的因素包括：（1）盈利实力和稳定性，这可能增强或削弱企业在信用周期内吸收损失的能力；（2）企业是否能够在杠杆没有显著上升的情况下产生足够的盈利来支持其资产负债表的增长；（3）受评主体通过留存盈利积累资本的能力和意愿。

标普信评

注：考虑到杠杆率并非风险敏感型指标，我们会通过个体信用状况评估中的第三个因素“风险状况”评估来调整我们对于机构实际具体风险的看法，尤其是进一步细化对非银金融机构和银行业平均信贷准入标准之间的比较。

S&P Global

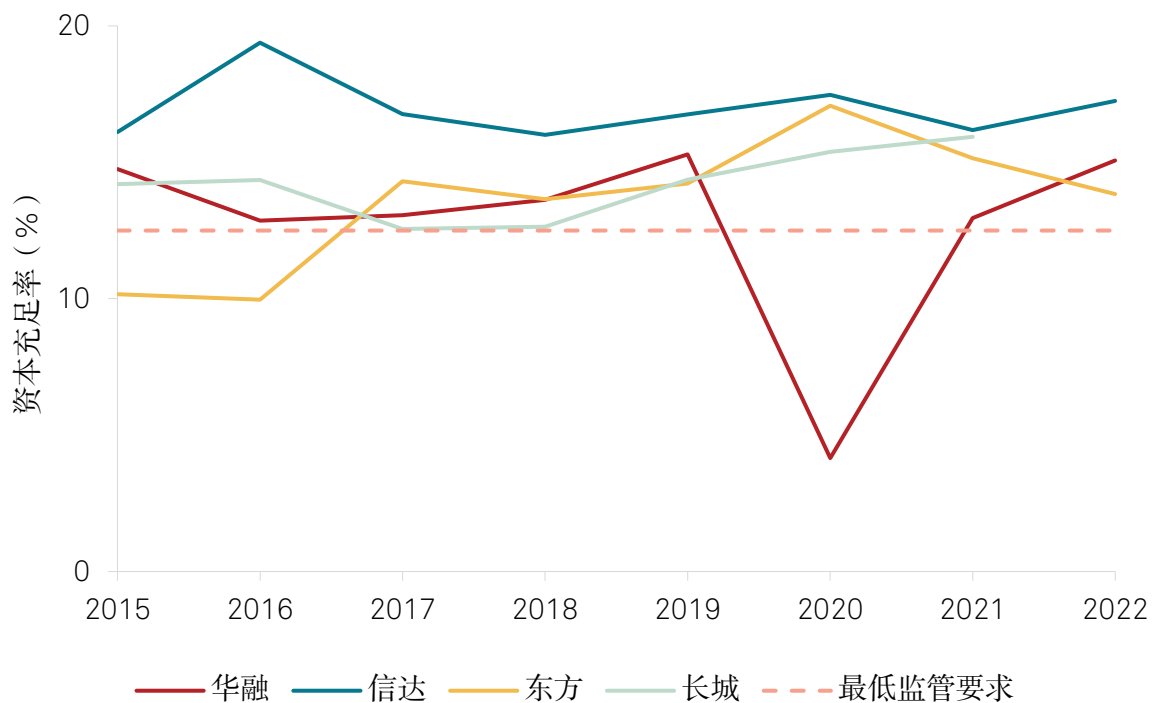
资料来源：标普信评。

China Ratings

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

监管对资本充足率的要求限制了四大资产管理公司的总体杠杆率水平

四大金融资产管理机构监管资本充足率



资料来源：国家金融监督管理总局，公司公开信息，标普信评收集及整理。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

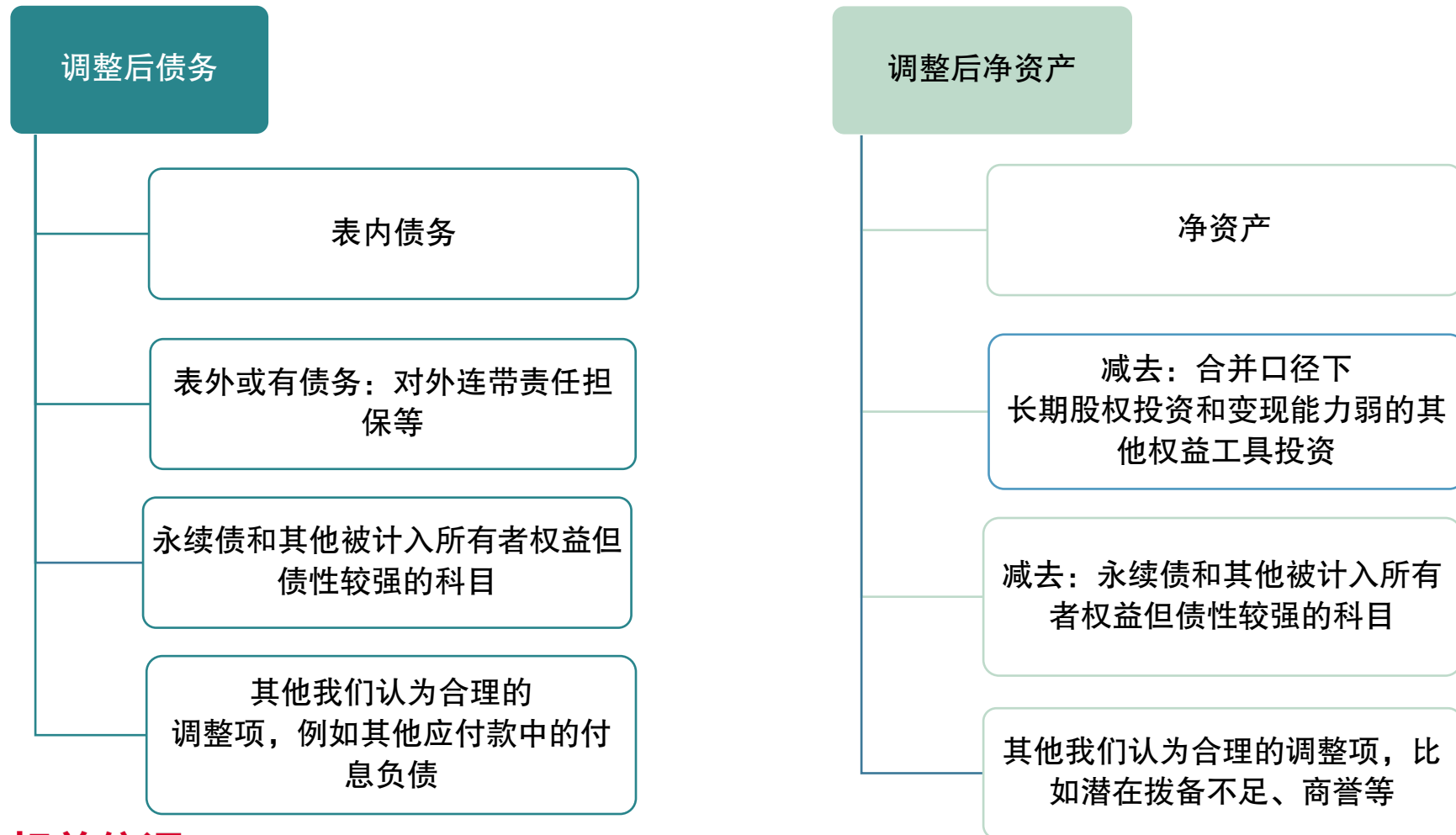
- ❑ 不良资产管理公司的监管资本框架对不良债权的权重只有50%，对其他债权是100%，更多地体现了监管对金融资产管理机构专注主业的导向，而不是资产本身的信用质量。
- ❑ 由于金融资产管理部门的资本监管办法不同于商业银行，我们分析金融资产管理部门资本的核心指标并不是监管口径资本充足率，而是杠杆率。

不良资产管理公司监管资本框架下的风险权重规定举例

资产类型	风险权重
批量收购金融不良资产形成的债权	50%
其他形式收购金融不良资产形成的债权	75%
其他对一般企（事）业单位和个人的债权	150%
因政策性原因形成的对工商企业的股权投资	100%
围绕不良资产开展的追加投资	150%
市场化债转股	150%

资料来源：国家金融监督管理总局，标普信评收集及整理。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在计算杠杆率时，我们对债务和净资产进行调整，以确保杠杆率能合理地反映机构的实际资本情况和资本在压力情景下吸收损失的能力



- 我们认为金融公司发行的永续债的债权属性高，因此我们通常将其作为债务处理，而不是净资产。
- 合并口径下长期股权投资和变现能力弱的其他权益工具投资可能对公司资本的消耗很大，因此我们可能会从净资产中将该部分减扣，以得出能够实际支持公司其他主营业务的净资产水平。
- 如果我们能准确评估拨备不足风险，我们也会在净资产调整中进行相应量化调整；但如果拨备不足风险难以量化，我们会在风险状况评估中考虑。

资本质量、资本管理以及财务灵活性的分析因素

混合资本工具占比	不受严格的资本监管要求约束的非银金融机构一般没有发行混合资本工具，因此这方面考虑对其资本质量造成负面影响的情况少。
拨备水平	是否显著增强或削弱机构的损失吸收能力。
资本管理方式	管理层和股东采用的资本管理方式。如果在第二步中评估的杠杆率会在更长的一段时间内会发生重大变化，我们的评估需要超越初步评估时采用的预测期。
财务灵活性	我们认为机构通过不会严重损害其业务、盈利能力或投资者信心的方式来切实提高其资本的能力。
双重杠杆率	双重杠杆率高是激进资本管理的一种表现，可能会降低金融机构的资本质量。一般情况下，我们认为120%或者以上即为高双重杠杆率。
实质性约束	任何可能导致资本在集团成员间流动受限的实质性约束。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

金融公司杠杆率阈值

- 对于没有银行子公司的不良资产管理公司，我们以合并口径杠杆倍数作为评估其资产的核心指标；对于并表银行子公司的不良资产管理公司，我们会以合并口径（剔除银行）杠杆倍数为其核心指标；另单独考虑银行子公司的资本充足情况。
- 四大金融资产管理公司杠杆较高。截至2023年6月末，华融（现为中信金融资产管理）、信达、东方的总债务/所有者权益倍数（剔除银行子公司）分别为22、6和4倍，截至2022年6月末，长城的总债务/所有者权益倍数（剔除银行子公司）为8倍。由于资产中坏账占比高，不良资产管理公司的实际资本压力大于简单杠杆倍数反映的情况。
- 部分不良资产管理公司发生亏损，对资本的侵蚀明显。华融在2020年、2022年和2023年上半年分别亏损1063亿元、278亿元和60亿，分别占当年期初净资产的65%、27%和12%。长城2021年亏损82亿元，占期初净资产的13%。
- 四大金融资产管理公司的拨备水平远弱于商业银行，未来拨备压力大，影响其盈利质量和资本韧性。截至2023年6月末，信达的债权投资拨备对二三阶段资产的占比为38%，相比之下，国有四大行的拨备对二三阶段贷款的平均覆盖接近100%。

子级调整	杠杆率 (调整后债务/调整后净资产) (倍数)
+2	≤ 1
+1	>1 和 ≤ 3
0	>3 和 ≤ 5
-1	>5 和 ≤ 7
-2	>7 和 ≤ 9
-3	>9 和 ≤ 12
-4	>12 和 ≤ 15
-5	>15

注：阈值运用只是我们评估的起点。我们还考虑了其他定性和定量因素，因此最终结论可能与我们的初步分析得出的结果会有所不同。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

四大金融资产管理公司的资本充足性对债权投资资产的信用损失的敏感性很高

华融债权投资资产的信用损失对净资产影响敏感性分析

债权投资资产预期损失/母公司口径所有者权益 (%)	母公司口径债权投资资产二阶段+三阶段比例						
	45%	50%	55%	60%	65%	70%	
母公司口径债权投资问题资产损失率	35%	-6%	-12%	-18%	-24%	-30%	-36%
	40%	-28%	-36%	-45%	-53%	-62%	-70%
	45%	-39%	-49%	-58%	-68%	-78%	-87%
	50%	-50%	-61%	-72%	-82%	-93%	-104%
	55%	-61%	-73%	-85%	-97%	-109%	-121%
	60%	-72%	-85%	-98%	-111%	-125%	-138%

信达债权投资资产的信用损失对净资产影响敏感性分析

债权投资资产预期损失/母公司口径所有者权益 (%)	母公司口径债权投资资产二阶段+三阶段比例						
	35%	40%	45%	50%	55%	60%	
母公司口径债权投资问题资产损失率	25%	-6%	-8%	-11%	-13%	-16%	-18%
	35%	-8%	-11%	-14%	-17%	-19%	-22%
	40%	-11%	-14%	-17%	-20%	-23%	-27%
	45%	-13%	-17%	-20%	-24%	-27%	-31%
	50%	-16%	-19%	-23%	-27%	-31%	-35%
	55%	-18%	-22%	-27%	-31%	-35%	-39%

东方债权投资资产的信用损失对净资产影响敏感性分析

债权投资资产预期损失/母公司口径所有者权益 (%)	母公司口径债权投资资产二阶段+三阶段比例						
	45%	50%	55%	60%	65%	70%	
母公司口径债权投资问题资产损失率	35%	-3%	-5%	-8%	-10%	-13%	-15%
	40%	-6%	-9%	-12%	-15%	-18%	-21%
	45%	-9%	-13%	-16%	-19%	-22%	-26%
	50%	-13%	-16%	-20%	-23%	-27%	-31%
	55%	-16%	-20%	-24%	-28%	-32%	-36%
	60%	-19%	-23%	-28%	-32%	-37%	-41%

长城债权投资资产的信用损失对净资产影响敏感性分析

债权投资资产预期损失/母公司口径所有者权益 (%)	母公司口径债权投资资产二阶段+三阶段比例						
	65%	70%	75%	80%	85%	90%	
母公司口径债权投资问题资产损失率	35%	-4%	-8%	-12%	-16%	-20%	-24%
	40%	-12%	-16%	-21%	-26%	-30%	-35%
	45%	-19%	-24%	-30%	-35%	-40%	-45%
	50%	-27%	-32%	-38%	-44%	-50%	-56%
	55%	-34%	-41%	-47%	-53%	-60%	-66%
	60%	-42%	-49%	-56%	-62%	-69%	-76%

标普信评

S&P Global
China Ratings

注1：预期损失以负号表示。该敏感度分析已考虑了之前已计提拨备的水平；但是未考虑盈利对资本的保护。

注2：四大金融资产管理公司母公司口径的债权投资主要为重组类不良资产。

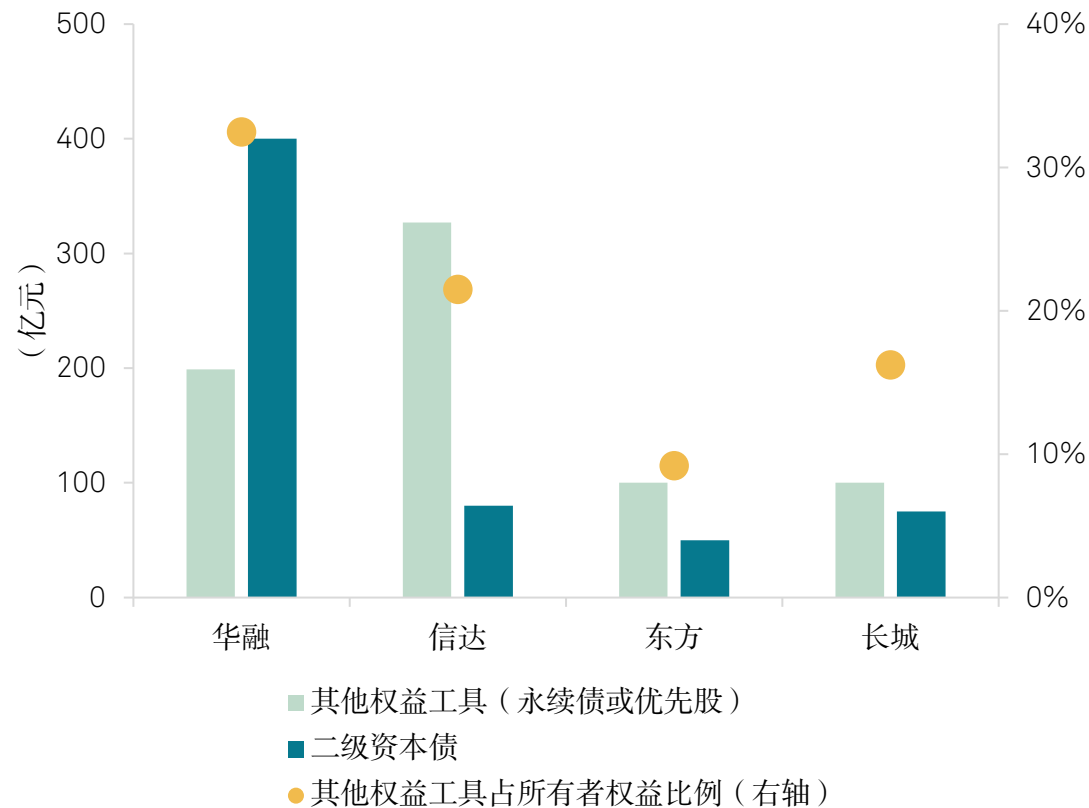
资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于机构资本韧性不足，四大金融资产管理公司的混合资本债的信用质量对政府支持很依赖

- 部分不良资产管理公司的资本质量较弱。虽然永续债和优先股被算入所有者权益，但其股权属性更弱，在危机时候吸收损失的能力弱于股权。以华融（现为中信金融资产管理）为例，截至2022年末，其永续债/优先股占其所有者权益的32%（母公司口径）。
- 混合资本债赎回方面，华融（现为中信金融资产管理）、信达和东方分别在2021年和2022年在二级资本债在第五年期后提前赎回了债券，长城也在2023年赎回了其2018年发行的二级资本债。从赎回情况来看，不良资产管理公司二级资本债券的债权属性高于股权属性，并没有对不良资产管理公司的资本起到显著的补充作用。
- 四大金融资产管理公司在国内发行的永续债，其条款基本与商业银行永续债相似，通常包括：次级条款、跳息条款、减记或转股条款。由于机构资本韧性不足，永续债的信用质量显著承压，政府支持对其永续债是否能够赎回起到了至关重要的作用。

截至2022年末四大金融资产管理公司母公司口径资本补充债余额

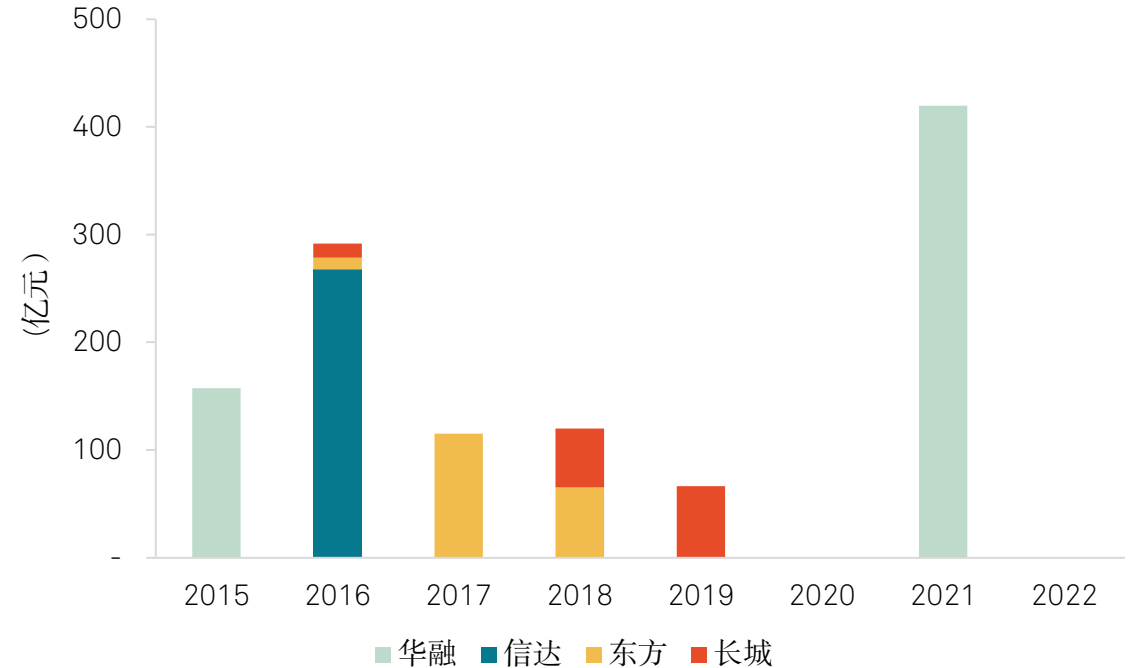


注：长城未披露2022年财务数据，我们采用其2021年末数据作为计算口径。
资料来源：Wind，公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计未来一段时间政府安排下的增资仍会是四大金融资产管理公司补充资本韧性的主要手段

- 2020年以来，四大金融资产管理公司几乎没有纯市场化的增资扩股。
- 2021年对华融（现为中信金融资产管理）的增资主要体现了政府对华融的救助。
- 华融为补充资本满足监管要求，于2021年通过内资股和H股的非公开发行进行增资，募集资金共420亿元，发行对象包括中国中信集团有限公司、中保融信私募基金有限公司、中国信达资产管理股份有限公司、中国人寿保险（集团）公司和工银金融资产投资有限公司。
- 华融完成增资后，财政部逐步减少了其持股比例，中信集团成为华融第一大股东。2023年11月中国华融已更名为中国中信金融资产管理股份有限公司。

四大金融资产管理公司近年来增资情况

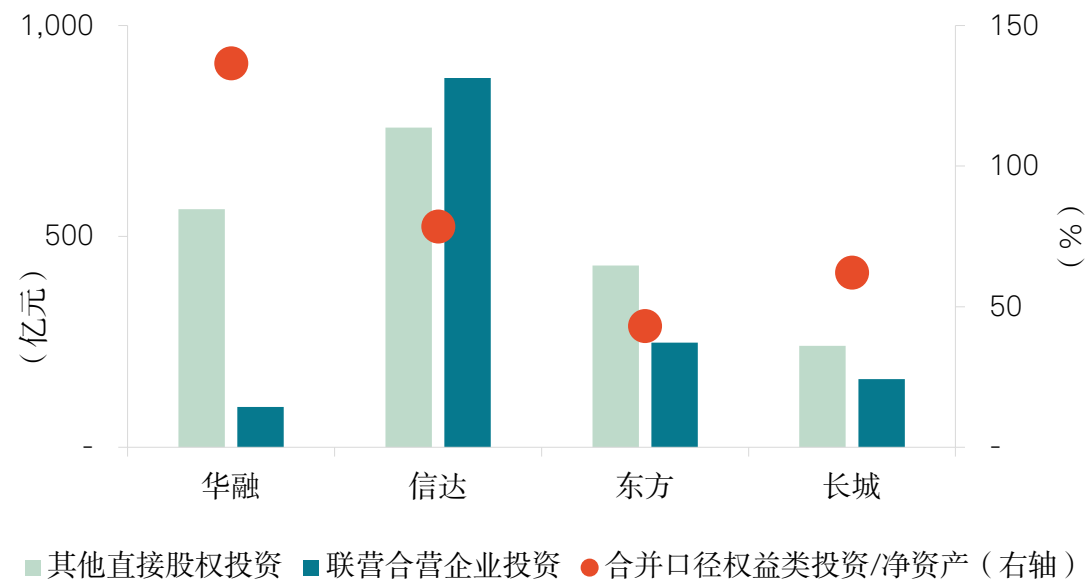


资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

部分不良资产管理公司的股权类投资敞口较大，对资本的消耗大

- 由于长期股权投资的退出难度更大，变现周期长，还可能面临较大市场风险，长期股权投资资产很难及时变现用于缓解公司偿债压力，我们认为长期股权投资对公司的资本消耗更大。
- 四大金融资产管理公司的长期股权投资敞口较大。截至2022年末华融（现为中信金融资产管理）、信达、东方合并口径对联营合营企业投资/净资产的比例分别为20%、42%和16%，长城2021年末占比为24%。
- 近年来部分地方不良资产管理公司也增加了股权投资，对资本消耗明显。举例来讲，山东省金融资产管理股份有限公司在2019年出资360亿元增资恒丰银行，参与恒丰银行救助，2024年2月又受让中央汇金公司持有的150亿股恒丰银行股份，成为恒丰银行第一大股东。
- 债转股是不良资产处置的主要方式之一，也是不良资产管理公司股权投资占比高的原因之一。
- 虽然部分不良资产管理公司积极发展轻资本的投行化业务模式，但实际落地的挑战会很大，需要找到愿意提供资金的合适投资人。

2022年末四大金融资产管理公司股权投资规模比较（合并口径）



注1：长城为2021年末数据。

注2：其他直接股权投资包括交易性金融资产和其他权益工具投资中的股权投资。

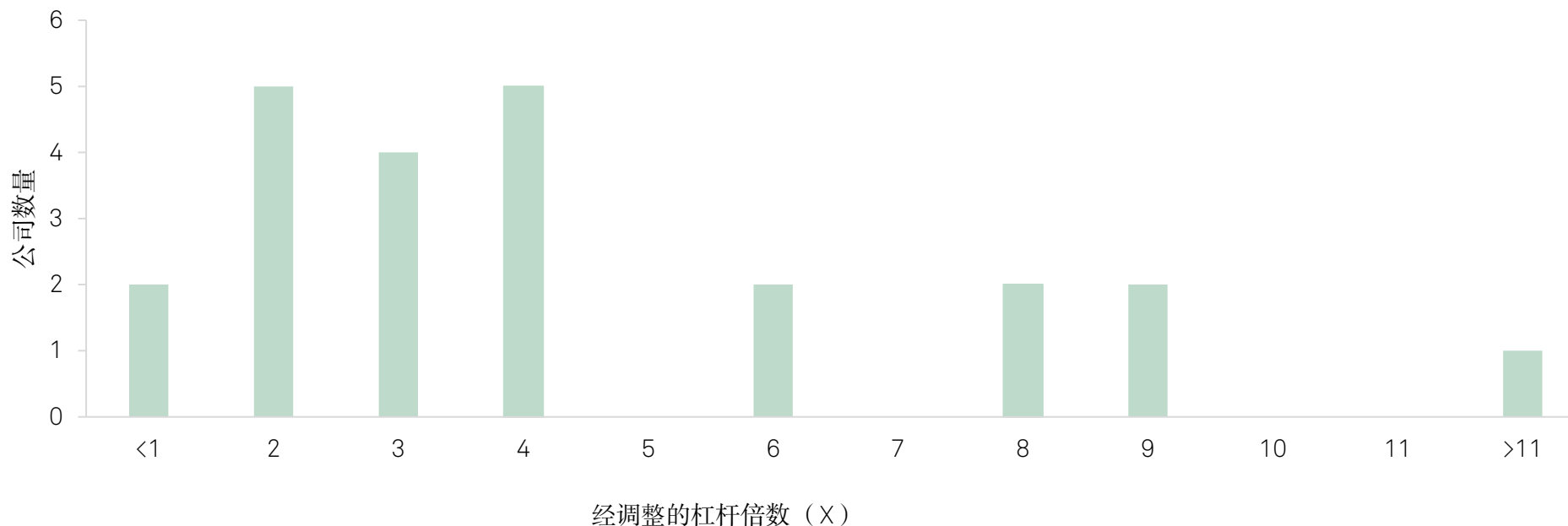
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

地方性不良资产管理公司杠杆倍数差异很大

□ 除表内杠杆之外，大量的股权投资的资本消耗也是部分地方不良资产管理公司调整后杠杆率偏高的主要原因。

截至2022年末主要地方不良资产管理公司经调整杠杆倍数分布



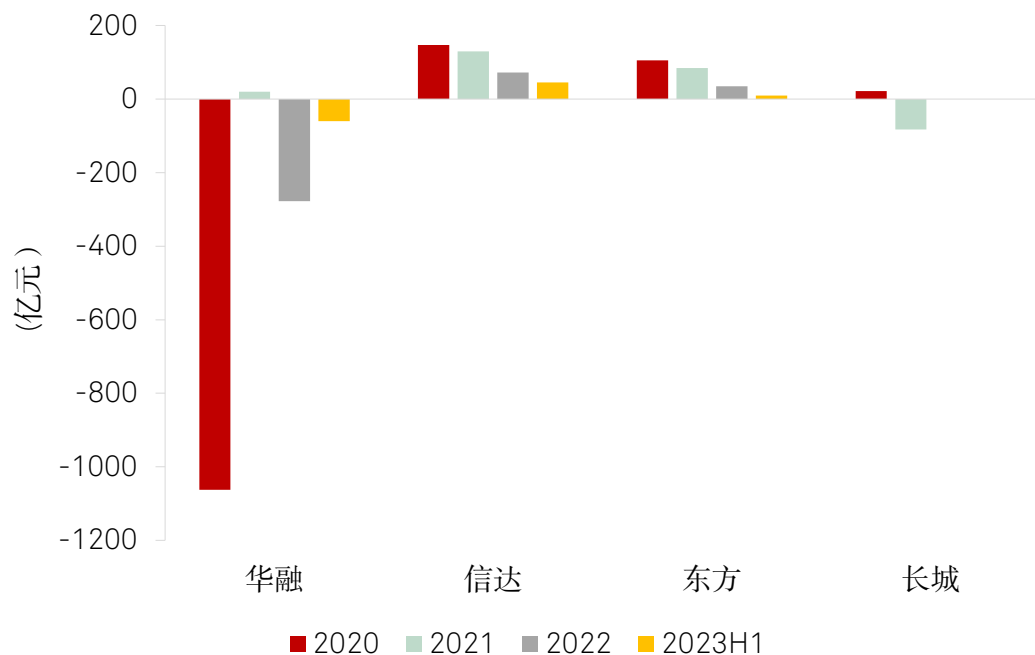
注：杠杆倍数=经调整后的总债务/经调整后的净资产。在测算时，将永续债和优先股调整为债务，并在净资产调整中减扣了商誉和长期股权投资；但未对拨备不足风险进行调整。
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

受宏观经济增速放缓及房地产行业危机影响，不良资产管理公司的盈利能力会下降

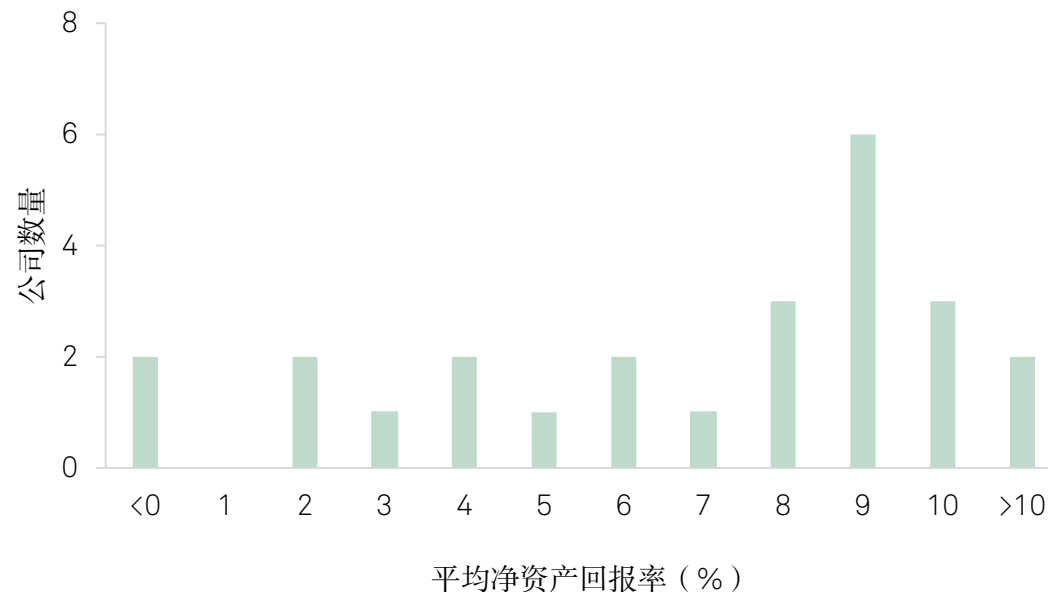
- 部分不良资产管理公司发生亏损，对资本的侵蚀明显。不良资产管理公司杠杆高，一旦发生亏损，亏损对资本的侵蚀较大。
- 受房地产市场行情影响，我们预计不良资产管理公司的盈利会明显承压。

四大金融资产管理公司净利润变化



资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2022年主要不良资产管理公司平均净资产回报率分布



注：平均净资产回报率=年度净利润/[(年初净资产+年末净资产)/2]。
资料来源：Wind，公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

不良资产管理公司资本与盈利性初步评估结果

□ 由于资产质量差，部分不良资产管理公司资本韧性很弱。

子级调整	典型特征	杠杆率阈值 (X)
+2	我们预计至少在未来12个月内经标普信评调整后的杠杆率将非常低。且盈利能力能够维持当前杠杆水平。	≤ 1
+1	我们预计至少在未来12个月内经标普信评调整后的杠杆率将处于低位。盈利能力能够维持当前杠杆水平。	>1 和 ≤ 3
0	我们预计至少在未来12个月内经标普信评调整后的杠杆率将处于中等水平，在压力情况也能满足监管对杠杆率的要求。盈利能力能够维持当前杠杆水平。	>3 和 ≤ 5
-1	我们预计至少在未来12个月内经标普信评调整后的杠杆率较高，在压力情景下可能无法满足监管对杠杆率的要求，且盈利性无法完全抵消杠杆率劣势。	>5 和 ≤ 7
-2	我们预计至少在未来12个月内经标普信评调整后的杠杆率高，在压力情景下可能无法满足监管对杠杆率的要求，且盈利性无法有效抵消杠杆率劣势。	>7 和 ≤ 9
-3	我们预计至少在未来12个月内经标普信评调整后的杠杆率很高，在压力情景下很可能无法满足监管对杠杆率的要求，可能存在明显的坏账侵蚀资本的情况。	>9 和 ≤ 12
-4	我们预计至少在未来12个月内经标普信评调整后的杠杆率非常高，可能存在明显的坏账侵蚀资本的情况，在正常情景下也可能无法满足监管对杠杆率的要求。	>12 和 ≤ 15
-5	坏账对资本有非常严重的侵蚀，导致公司存在非常严重的资本短缺问题，如果不及时补充资本，公司运营很可能无法持续。	>15

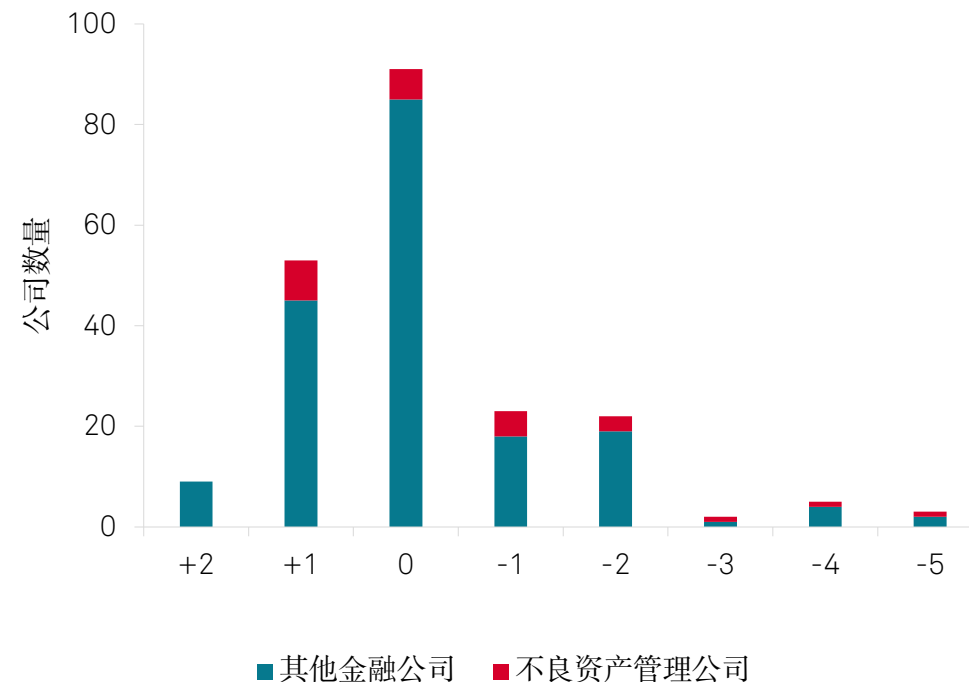
注1：测试中所使用的阈值只是打分的起点，在此基础上我们还会考虑其他定性和定量因素，因此我们最终的子级调整结论和从阈值分析得出的初步结论可能不同。

注2：经调整杠杆倍数=经调整后的总债务/经调整后的净资产。

资料来源：标普信评

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

25家主要不良资产管理公司资本与盈利性子级调整测试结果分布



注：本报告中所呈现的信用质量测试结果分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于潜在主体信用质量分布的初步观点。标普信评未与任何机构（委托评级机构除外）进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的信用质量测试结果分布结果。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



风险状况

风险状况评估分档

- 风险状况是我们评估个体信用状况的第三项因素。风险状况通常作为资本与盈利性分析的补充。
- 风险状况打分分为8档，有8种子级调整的可能，最优可能上调两个子级；最差可能下调五个子级；无子级调整表明我们对公司的风险状况持中性的观点。

分数	子级调整	典型特征
1	+2	金融机构承受经济压力的能力显著高于资本与盈利性评估结论。
2	+1	金融机构承受经济压力的能力高于资本与盈利性评估结论。
3	0	金融机构承受经济压力的能力与资本与盈利性评估结论一致。
4	-1	金融机构承受经济压力的能力略弱于资本与盈利性评估结论。
5	-2	金融机构承受经济压力的能力弱于资本与盈利性评估结论。
6	-3	金融机构承受经济压力的能力明显弱于资本与盈利性评估结论。
7	-4	金融机构承受经济压力的能力显著弱于资本与盈利性评估结论。
8	-5	金融机构承受经济压力的能力严重弱于资本与盈利性评估结论。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

风险状况评估框架

- 我们主要评估那些在资本与盈利性分析中未能充分体现的信用因素，如资产质量、其他风险敞口、风险管理能力、风险偏好等。
- 我们对这些因素并未预设固定的权重，而是采取整体综合评估的方法，主要考虑因素如下表所示：

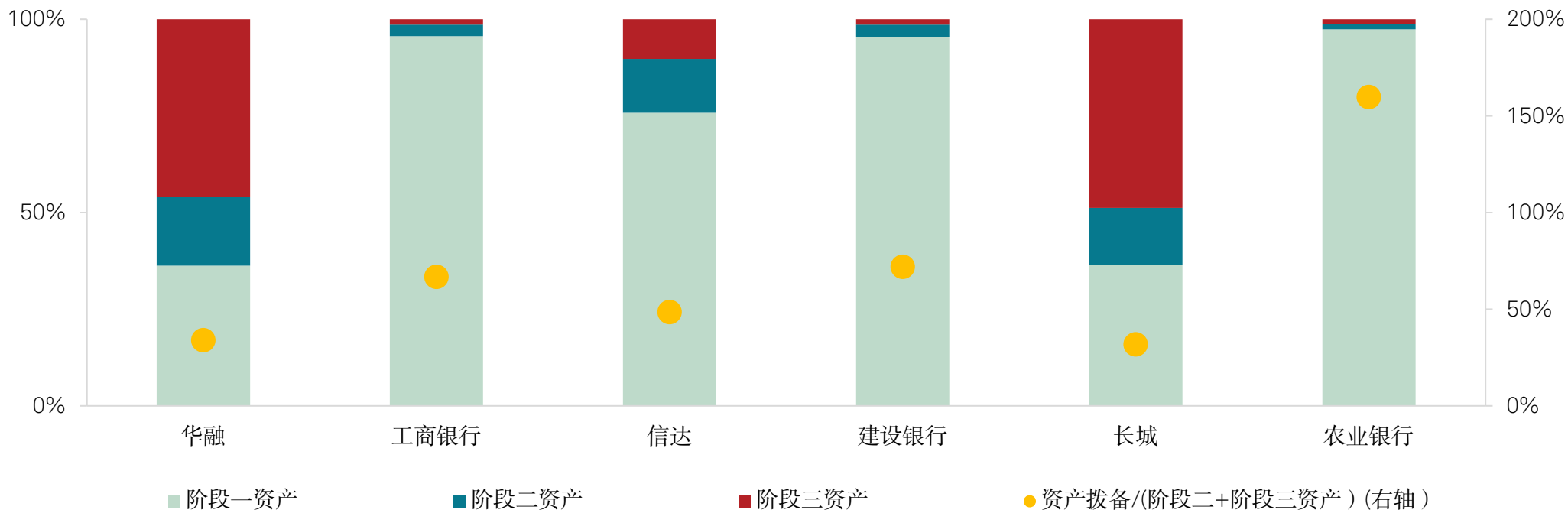
主要因素	主要考量因素
风险偏好	包括风险敞口的增加和变化。我们通常将此作为风险状况评估部分的主要驱动因素。
历史损失及预期	将当前业务组合的历史损失和预期损失与同业的损失及过去经济衰退期间的损失经验进行比较。大于平均水平的损失可能表明风险状况较弱。
集中度	风险集中度或风险分散度的影响。
复杂度	复杂性的上升如何影响风险。
其它重大风险	资本与盈利性评估部分没有充分反映的其他风险。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于不良资产管理公司业务内在高风险特性，资产管理公司的资产质量显著弱于银行业平均水平

不良资产管理公司与银行主营业务资产三阶段划分以及准备金覆盖对比



注1：根据IFRS9准则规定，阶段一资产是指自初始确认后信用风险未显著增加的金融工具。阶段二资产是指自初始确认起信用风险显著增加，但尚无客观减值证据的金融工具。阶段三资产是指在资产负债表日存在客观减值证据的金融工具。

注2：工商银行和建设银行的资产组合是其以摊余成本计量的发放贷款及垫款以及以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的发放贷款及垫款；华融（现为中信金融资产管理）的资产组合是以摊余成本计量的金融资产组合；信达的资产组合是其以摊余成本计量的金融资产中的不良资产投资组合。

注3：长城为2021年12月末数据，信达、华融、工商银行、建设银行和农业银行为2022年末数据。

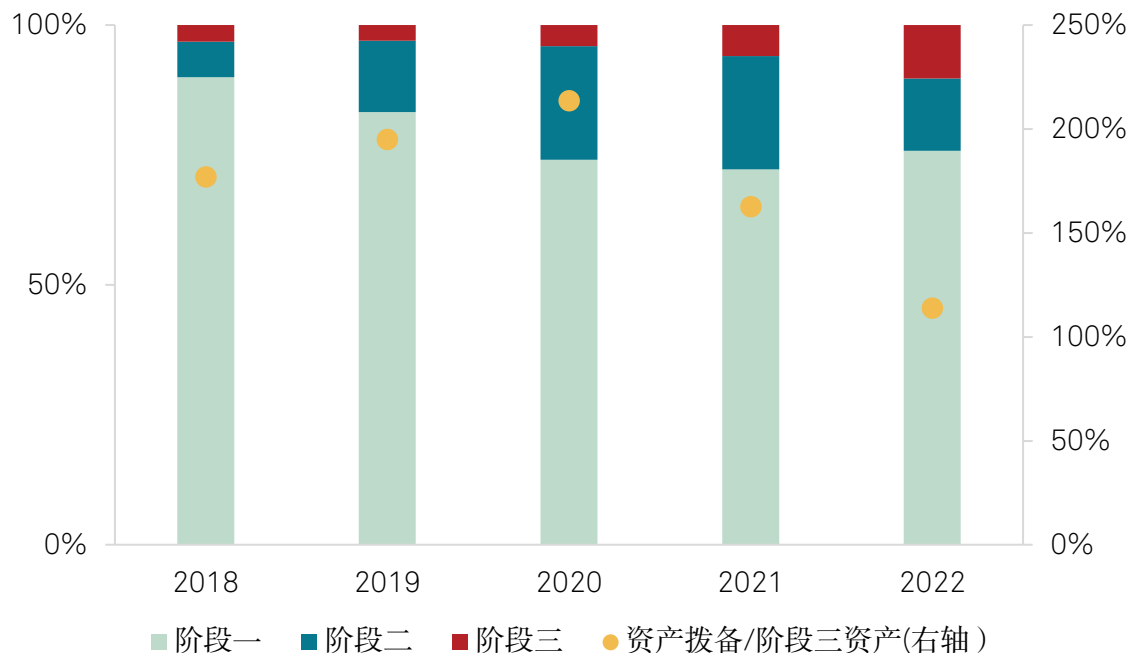
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

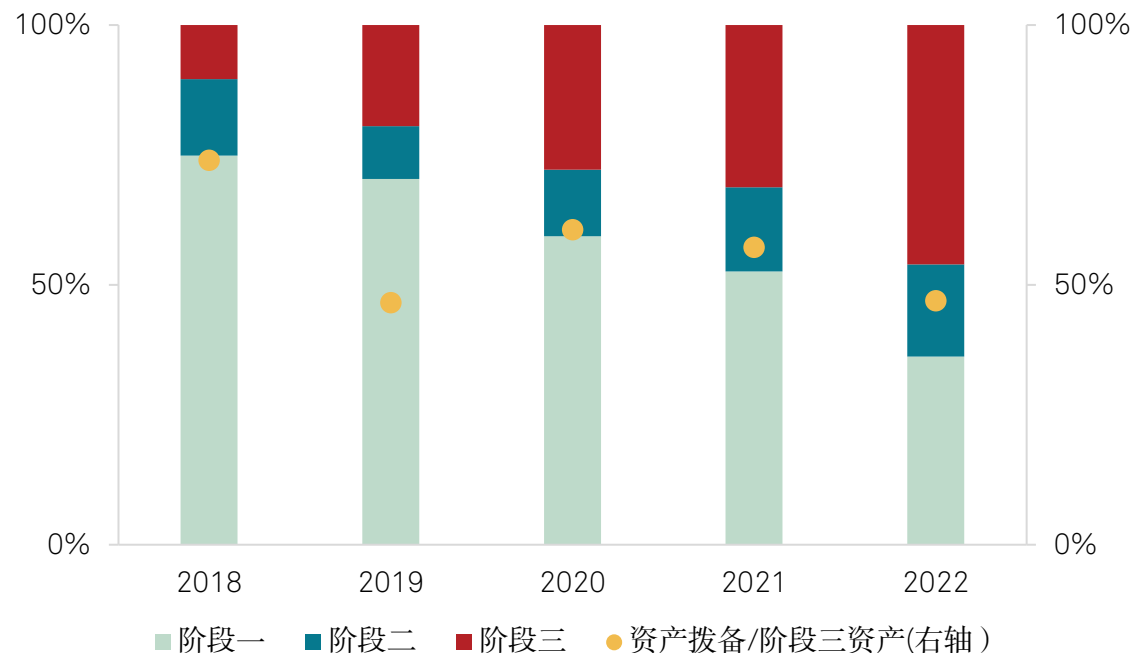
近年来不良资产管理公司资产质量承压，拨备对坏账的覆盖下降

- 截至2022年末，信达不良债权投资资产的二阶段资产占比为14%，三阶段占比10%，较年初二阶段占比22%；华融（现为中信金融资产）债权投资资产的二阶段资产占比为18%，三阶段占比46%；截至2021年末，长城债权投资资产的二阶段资产占比为15%，三阶段占比49%。

中国信达不良债权投资资产质量变化



中国华融债权投资资产质量变化



注：根据IFRS9准则规定，阶段一资产是指自初始确认后信用风险未显著增加的金融工具。阶段二资产是指自初始确认起信用风险显著增加，但尚无客观减值证据的金融工具。阶段三资产是指在资产负债表日存在客观减值证据的金融工具。

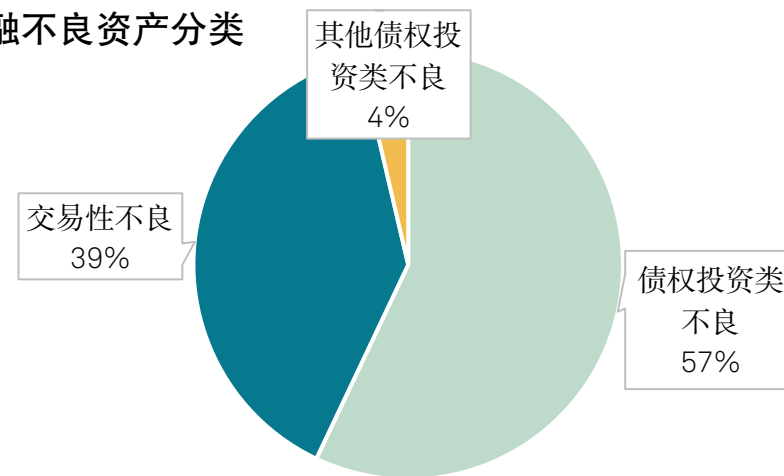
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

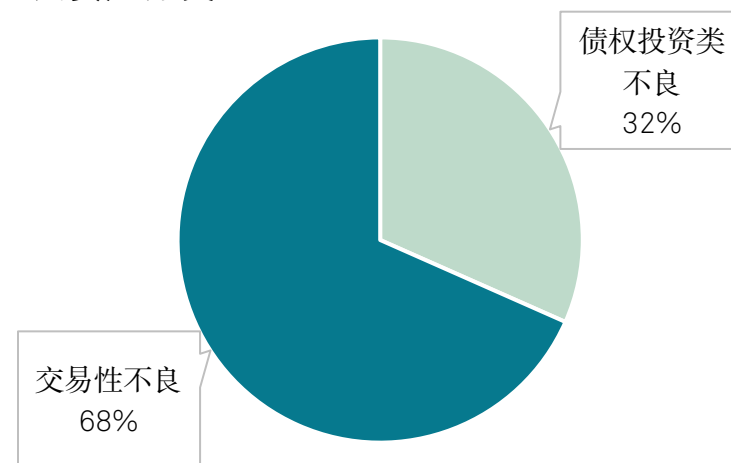
不良资产管理公司不良资产的估值下调风险增大，进一步加大了盈利压力

- ❑ 不良资产管理公司经营的不良资产通常在业务性质上分类为收购重组类和收购处置类。
- ❑ 收购重组类不良资产，通过债务重组方式，延长债务人还款期限、修改还款金额、重定还款利率等方式进行，该类业务的特征往往表现为利率高，风险和不确定性大。在会计处理上通常放到债权投资科目。
- ❑ 收购处置类不良资产，往往以较低的折扣率从金融机构或者其他债权人手中购入，最终通过处置抵债资产的方式进行盈利，处置周期通常在1-3年。在会计处理上通常放到交易性金融资产科目。
- ❑ 交易性不良资产的资产质量变化不是通过减值损失来反映，而是通过估值/变现来反映。该部分资产的透明度对于外部投资者和分析师有限。
- ❑ 长城2021年交易性金融资产公允价值变动损失56亿元，其交易性金融资产中69%为不良债权投资。

2022年末华融不良资产分类



2022年末信达不良资产分类

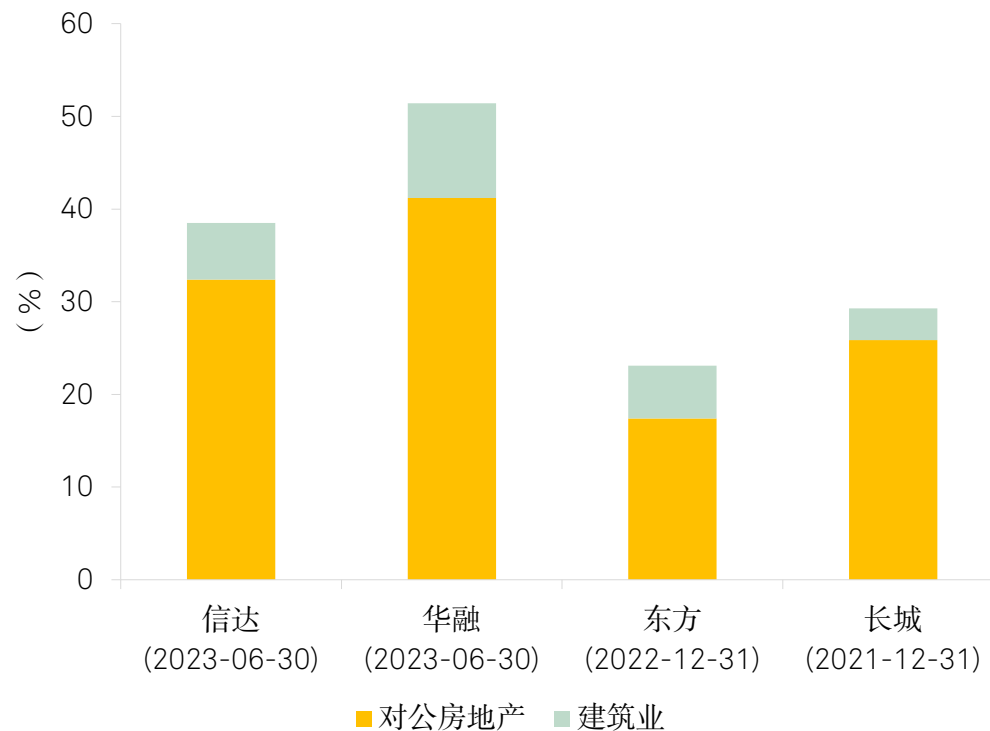


资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

不良资产管理公司的房地产行业敞口面临很大的资产质量压力

- ❑ 四大金融资产管理公司有很高的房地产业敞口。截至2023年6月末，信达的债权投资、其他债权投资和发放贷款及垫款中对公房地产敞口为32%；华融（现为中信金融资产管理）的债权投资和其他债权投资中对公房地产敞口为41%。东方和长城未单独披露不良资产的房地产敞口，其合并口径债权投资、其他债权投资及发放贷款及垫款业务中房地产行业敞口（不含票据、债券、融出资金和个人贷款业务）占比分别为17%（东方为2022年末数据）和26%（长城为2021年末数据）。相比之下，商业银行的对公房地产敞口仅占贷款组合的7%不到。
- ❑ 近年来房地产开发行业违约风险激增，对不良资产管理公司的房地产业务，尤其是不良重组类房地产业务带来的资产质量压力显著提升。
- ❑ 以房地产开发商为债务人的债权回收难度加大，以房地产为抵押物的债权的抵押物变现难度加大。需关注房地产市场挑战是否会扩大为不良资产管理公司的流动性挑战。

四大金融资产管理公司合并口径房地产敞口占比



注：敞口占比为贷款、债权投资、其他债权投资中的对公房地产或建筑业敞口/（贷款+债权投资+其他债权投资总额）。敞口数据是基于各公司财报中信用风险披露，各公司口径可能有差异。华融（现为中信金融资产管理）2022年出售了华融湘江银行，故其口径不含贷款。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

不良资产管理公司行业的监管趋严，合规风险和内控风险较之前年度收敛

- ❑ 2019年之前，部分不良资产管理公司发展中存在风险管理和内控严重失效等问题。例如赖小民事件中，涉事人通过职务便利，非法侵占公共资源，滥用职权进行非法利益输送，最终给华融（现为中信金融资产管理）造成巨大的损失。
- ❑ 2019年以来，监管机构对于地方资产管理公司的监管明显加强。央行发布《地方金融机构监督管理条例（征求意见稿）》，明确了地方资产管理公司业务经营地区、公司监管检查、风险报告等方面的职责。国家金融监督管理总局接连发布《关于加强地方资产管理公司监督工作通知》、《地方资产管理公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》等相关政策，明确要求地方不良资产管理公司要专注金融不良主业，控制经营风险和融资杠杆。
- ❑ 国家金融监督管理总局发布的《关于加强地方资产管理公司监督工作通知》明确禁止虚假出表和以收购不良资产名义进行融资、利益输送等。
- ❑ 2022年11月，中国国家金融监督管理总局发布《银行保险机构公司治理监管评估办法》，金融资产管理公司也被包括在内，监管部门会更加全面地评估金融资产管理公司公司治理。
- ❑ 除了央行和国家金融监督管理总局的发文以外，各省市地方金融监督管理部门也出台了更加具体的政策，加强地方不良资产管理公司的风险管理。
- ❑ 监管部门也加大了对不良资产管理公司的合规处罚力度。2023年12月，中国信达被罚1340万元，涉及的主要违法违规事实共有十一项，包括违规向房地产企业提供融资等业务和内控问题；中国东方被罚1810万，主要涉及违法违规事实有十四项，包括大客户授信不审慎导致重大风险等事项。2024年中国长城上海分公司因涉及不良资产违规收购的违法违规事实，被监管罚款340万元。
- ❑ 中央审计署也加强了对不良资产管理公司的审计工作。2022年6月，中央审计署在《关于2021年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出20多家地方资产管理公司存在偏离主业违规对外融资、治理结构不完善的问题。

不良资产管理公司风险状况初步评估结果

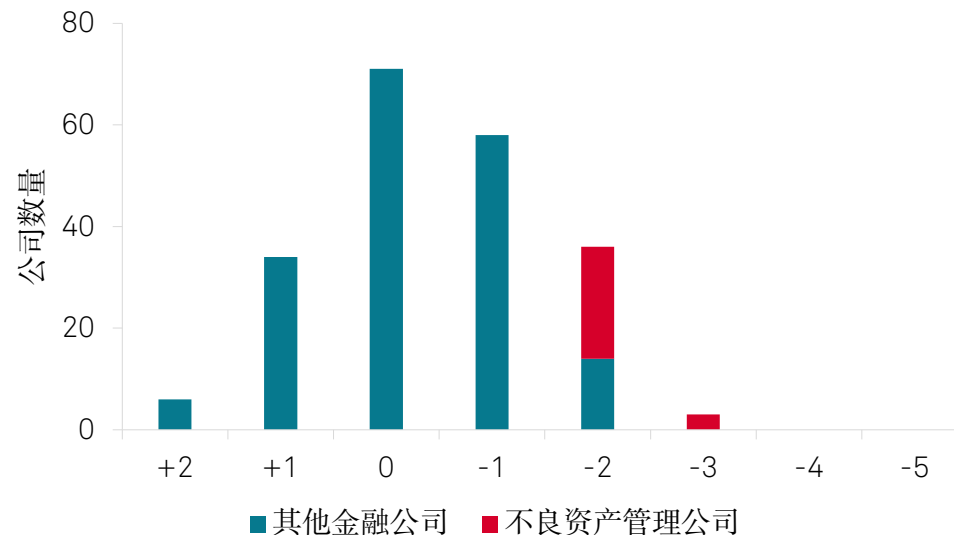
- 我们评估不良资产管理公司风险状况的方式与评估其他非银金融机构的方式一致，主要评估不良资产管理公司的风险状况与银行业平均风险的差异。
- 不良资产管理业务性质决定了不良资产管理公司的风险状况会显著弱于银行业金融机构平均情况。

子级调整	典型特征
+2	风险偏好明显低于银行业平均水平，或业务集中在风险非常低的行业；资产质量对中国经济周期基本不敏感。
+1	风险偏好低于银行业平均水平，信贷业务准入标准较银行业平均水平更加审慎，或业务集中在低风险行业；资产质量表现在整个经济周期中优于银行业平均水平。
0	风险管理能力、信贷业务准入标准和资产质量表现与银行业平均水平总体一致。
-1	风险管理能力和资产质量表现略弱于银行业平均水平；或信贷业务准入标准较银行业平均水平略宽松，或业务集中在高风险或强周期性行业。
-2	风险管理能力和资产质量表现弱于银行业平均水平，或信贷业务准入标准较银行业平均水平更加激进。
-3	风险管理能力和资产质量表现明显弱于银行业平均水平。
-4	风险管理能力和资产质量表现显著弱于银行业平均水平，可能存在严重的内控缺陷。由于资产风险高，我们在资本与盈利性中使用的基本假设可能不再适用。
-5	风险管理能力和资产质量表现严重弱于银行业平均水平，很可能存在严重的内控缺陷。由于资产风险非常高，我们在资本与盈利性中使用的基本假设很可能不再适用。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。


25家主要不良资产管理公司风险状况子级调整测试结果分布



注1：本报告中所呈现的信用质量测试结果分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于潜在主体信用质量分布的初步观点。标普信评未与任何机构（委托评级机构除外）进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的信用质量测试结果分布结果。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



融资与流动性

融资与流动性评估矩阵

评估**融资**，主要考虑：

- 金融机构**融资渠道**的稳定性，以及
- 为存量资产和新增资产**获得长期融资**的可能性。

评估**流动性**，主要考虑：

- 金融机构在困难时期满足潜在**流动性流出需求**的能力

融资与流动性子级调整规则

融资	流动性				
	1	2	3	4	5
优于平均	+2/+1	+1/0	-1	-2	-3
平均	0	0	-1	-2	-3
劣于平均	-1	-1	-1	-2	-3

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

融资评估

□ 评估融资时，我们重点关注：

融资渠道的稳定性和多样性

资金来源与资产的匹配程度

在负面环境下（既包括负面的总体市场环境，也包括机构个体遇到的特殊负面情况），机构为存量资产和新增资产获得长期稳定融资的可能性和融资水平

□ 我们结合定量指标和定性因素来多维度评估金融公司的融资能力。我们分“优于平均”、“平均”和“劣于平均”三档来评估金融公司的融资稳定性。

融资评估

描述	通常含义
优于平均	我们认为，综合考虑公司的资产、业务和市场，金融公司拥有非常充裕且稳定的长期融资渠道来满足自身的融资需求。融资与资产的期限匹配良好，融资类型（有抵押和无抵押融资）和债权人多元化。机构有能力定期通过无抵押债券市场获得融资，且无抵押债务到期日分散度良好。
平均	我们认为，综合考虑公司的资产、业务和市场，金融公司拥有充裕且稳定的长期融资渠道来满足自身的融资需求。融资与资产的期限匹配度合理，融资类型和债权人合理分散。通常情况下，该机构可以稳定地通过无抵押债券市场获得融资，或者可以通过多种信贷工具从多个资金提供方获得稳健的抵押融资。无抵押债务到期日合理分散。我们预期该公司能够继续拥有多个抵押和无抵押融资渠道。
劣于平均	我们认为机构融资风险高，公司大量低流动性长期资产的融资来源不稳定，增加了出现资金缺口的可能性。融资期限可能明显短于资产期限，或融资类型和债权人集中度高。机构进入无抵押债券市场的渠道有限，或者我们认为其在未来一年难以保持融资的稳定性。

标普信评

S&P Global

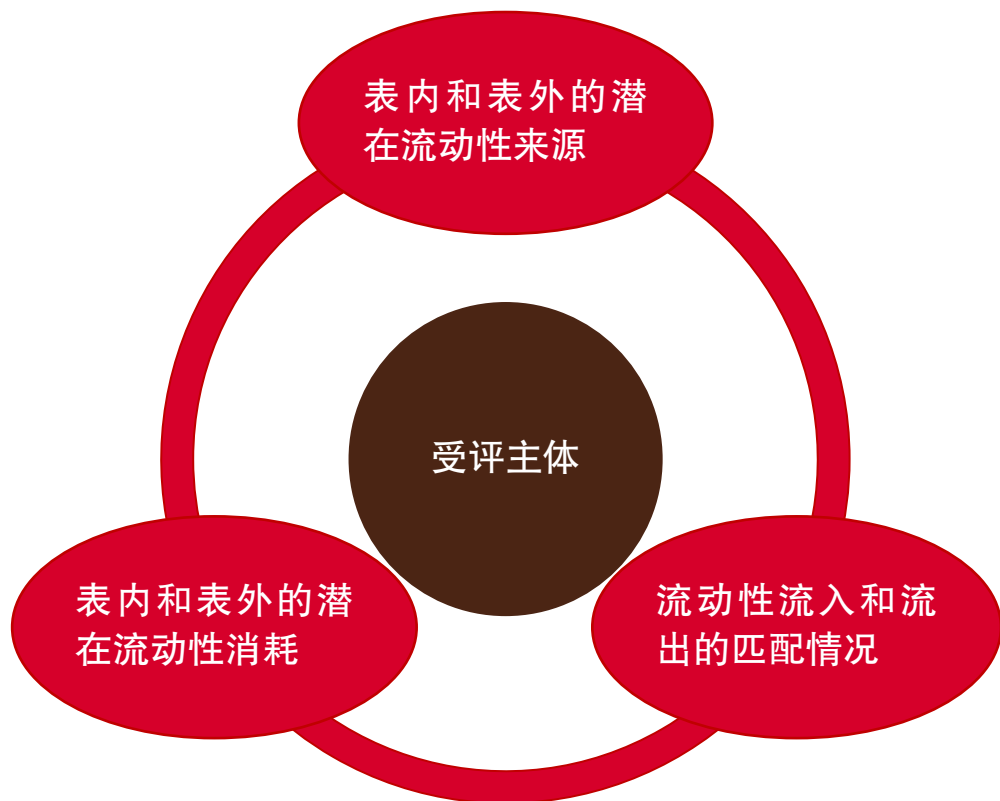
China Ratings

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

流动性评估

在分析流动性时，我们重点关注的是：在不利的市场条件下，金融机构在未来12个月承受流动性压力的能力。



我们按照“1”至“5”五档对流动性进行评估。

银行流动性评估

分数	通常含义
1	我们认为，金融公司可以利用表内流动性资源应对全部或大部分流动性压力。
2	我们认为，金融公司能够成功应对流动性压力情景的可能性很大，但我们对其流动性评估信心略低于流动性评估得分为1的机构。金融公司在某些不利条件下可能需要借助其他流动性资源。
3	我们认为，金融公司成功应对流动性压力情景的可能性低于流动性评估得分为2的机构，且利用其他或紧急流动性资源的可能性更高。
4	在不大量使用紧急流动性资源的情况下，我们对金融公司成功应对流动性压力情景的信心有限。
5	再融资能力受损，且资产流动性不足，导致流动性状况明显弱化且不具有可预测性。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

针对金融公司，我们还会考量以下定性因素

- ❑ 流动性管理系统的有效性；
- ❑ 流动性压力测试的有效性；
- ❑ 资产或负债的集中度；
- ❑ 或有负债；
- ❑ 融资安排中的触发条款，例如保证金协议中的追加要求或借款合同中的加速到期条款；
- ❑ 受限资金情况，以及难以变现的证券规模；
- ❑ 对银行融资的依赖度（特别是在压力情景下）；
- ❑ 市场信号是否提示无抵押融资能力受限；
- ❑ 流动性触发事件，例如流动性支持条款；
- ❑ 市场信号是否提示资产流动性减弱；
- ❑ 未来12到24个月是否存在大规模或异常流动性流出需求；
- ❑ 如果金融公司面临借款加速到期，大量未使用授信被取消，很可能因加速到期事件的触发导致很多借款立即到期，同时再融资困难，而引起很高的违约风险，可能会将流动性评估分数下调至“5”。

业务性质决定了不良资产管理公司的表内流动性弱

- ❑ 不良资产管理公司的负债端对短期债务很依赖。
- ❑ 资产和负债端的期限特点导致其资产负债期限错配严重，如果融资稳定性不佳，公司发生违约的可能性大。
- ❑ 目前发债的不良资产管理公司主要为国有企业，与地方政府或中央政府有密切的股权关系。国企身份是其保持融资稳定性的主要原因。

截至2022年	资产端			负债端			
	公司名称	一年内到期 (%)	一年以上到期 (%)	无期限 (%)	一年内到期 (%)	一年以上到期 (%)	无期限 (%)
	信达	31.13	27.16	41.72	55.72	44.28	0.00
	华融 (现中信金融资产公司)	26.62	25.00	48.38	50.88	47.86	1.25
	东方	44.08	36.29	19.63	70.89	29.11	0.00
	长城	41.85	24.68	33.47	64.23	32.36	3.41

注：无期限包括已逾期资产负债，一年内到期包括即期资产负债。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集整理。

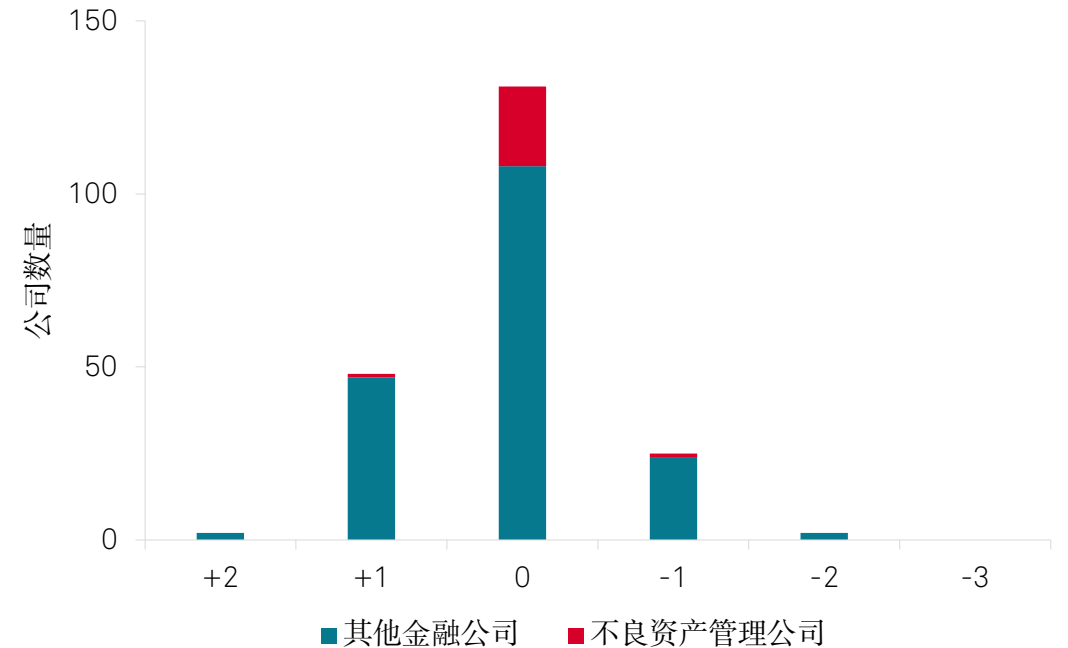
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

不良资产管理公司融资与流动性初步评估结果


我们认为绝大部分大中型不良资产管理公司的融资与流动性风险可控。与中央或地方政府密切相关的股权背景，是大中型不良资产管理公司能够保持稳定的融资与流动性的主要原因。

子级调整	典型特征
+2	压力情景下，现金流预测未表现出劣势，能够确切认定现金流将满足未来12个月及以后的资金需求。即使不考虑母公司支持，该公司的融资与流动性风险也非常低。
+1	压力情景下，现金流预测未表现出劣势，能够确切认定现金流将满足未来12个月及以后的资金需求。该公司通常能够稳定、便利地从批发融资市场中获取资金，并从流动性表现良好的母公司获取稳定且持续的流动性支持。
0	压力情景下，预测表明现金流应该能够满足未来12个月的资金需求。该公司通常拥有稳定的渠道获取批发融资和银行授信。
-1	基础情景下，现金流预测表现相对较好，但在压力情景下，公司能否满足未来12个月的资金需求存在轻微的不确定性，且能否在批发融资市场或银行获取资金存在轻微的不确定性。
-2	基础情景下，现金流预测表现相对较好，但在压力情景下，公司能否满足未来12个月的资金需求存在不确定性，且能否在批发融资市场或银行获取资金存在不确定性。
-3	基础情景下，公司现金流可能无法满足未来12个月的资金需求。市场对其信用状况的信心已经严重受损，导致其流动性状况具有很大不确定性。

25家主要不良资产管理公司融资与流动性子级调整测试结果分布



注：本报告中所呈现的信用质量测试结果分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于潜在主体信用质量分布的初步观点。标普信评未与任何机构（委托评级机构除外）进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评级委员会加以审核与处理本报告所呈现的信用质量测试结果分布结果。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构最终评级结果的表示。



外部支持

政府向金融机构提供的支持有多种类型，不同的支持会反映在不同的评级因素中

在我们的评级框架中，政府支持类型通常包括以下三种：

1、针对金融行业的系统性支持

政府向金融体系所有相关机构提供的支持，系统性支持一般会包括在评级基准评估中，我们将其作为行业风险评估的一部分；

2、针对具体机构的日常直接支持

政府向特定机构提供的具有针对性的支持。此类支持一般体现在具体机构四项个体分析要素的评估中，但并不反映在评级基准中；

3、危机情况下针对具体机构的潜在特殊支持

政府向危机状况下的机构提供特殊支持的可能性，该项支持不包括在评级基准中，也不包括在个体信用状况中，但是是主体信用评级的重要组成部分。

在机构处于危机状况、正在得到政府救助的过程中，第2类和第3类支持会有重合、交织的情况。

外部支持是支撑不良资产管理公司信用质量的主要考虑因素

- 我们确定外部支持的子级调整时，首先会考虑以下因素：1. 支持主体的信用状况； 2. 公司的个体信用状况； 3. 公司对支持主体的重要性等级的评估。
- 大部分不良资产管理公司能够得到中央或地方政府支持，还有部分能够得到集团支持。
- 在目前的房地产市场环境下，不良资产管理公司面临很大的资产质量和资本挑战，市场化经营的挑战很大。在个体信用质量显著承压的情况下，政府的支持意愿和支持能力对于不良资产管理公司偿债能力至关重要。

与其他金融行业相比，不良资产管理公司个体信用质量更弱，对政府特殊支持的依赖更高

行业信用质量测试结果	个体信用质量中位数	外部支持子级调整中位数	主体信用质量中位数
商业银行	bbb+	+2	a+
证券公司	bbb+	+3	aa
保险公司	a+	+3	aaa
不良资产管理公司	bbb-	+6	a+
融资担保公司	bb+	+5	a

注：本报告中所呈现的信用质量测试结果分布是我们根据公开信息，通过案头分析得出对于潜在主体信用质量分布的初步观点。标普信评未与任何机构（委托评级机构除外）进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的信用质量测试结果分布结果。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何机构最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

中央政府支持是支撑四大金融资产管理公司信用质量的主要因素

- 根据国家金融监督管理总局发布的《非银行金融机构行政许可事项实施办法》要求，金融资产管理公司应在公司章程中载明，主要股东应当在必要时向金融资产管理公司补充资本。
- 我们认为中央政府对于四大金融资产管理公司的支持力度不变。中国华融划入中信集团并完成更名后，其余三家金融资产管理公司（分别为中国信达、中国东方、长城资产）也传出消息可能并入中国投资有限责任公司（国务院独资控股，以下简称“中投公司”）。中投公司为中国的 sovereign 财富基金，考虑到中投公司的背景，如果其股权由财政部转入中投公司，我们依然从中央政府支持的角度考虑外部支持。
- 考虑到股权关系，四大金融资产管理公司在金融风险化解中的特殊地位，以及政府之前对中国华融的支持行动，我们通常认为四大金融资产管理公司对中央政府的重要性高，能够得到中央政府特殊支持的可能性大。

截至2023年末四大金融资产管理公司股权结构

	第一大股东（持股比例）	第二大股东（持股比例）	第三大股东（持股比例）
信达	财政部（58%）	社保基金（12.81%）	Oversea Lucky（5%）
中信金融资产	中信集团（26.46%）	财政部（24.76%）	中保融信（18.08%）
东方	财政部（71.55%）	社保基金（16.39%）	中国电信（5.64%）
长城	财政部（73.53%）	社保基金（18.97%）	中国财产再保险（3.64%）

资料来源：公司公开信息，标普信评收集整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

地方不良资产管理公司在股权结构上往往和地方政府有密切关系

地方政府对地方不良资产公司的持股比例通常高于地方性银行。

主要不良资产管理公司第一大股东及实控人情况

公司名称	2022年末第一大股东	持股比例（%）	实际控制人
广州资产管理有限公司	广州越秀金融控股集团股份有限公司	67.41	广州市国资委
山东省金融资产管理股份有限公司	山东省鲁信投资控股集团有限公司	82.29	山东省人民政府
浙江省浙商资产管理股份有限公司	浙江省国际贸易集团有限公司	58.64	浙江省国资委
陕西金融资产管理股份有限公司	陕西延长石油资本控股有限公司	14.53	陕西省人民政府
内蒙古金融资产管理有限公司	内蒙古自治区财政厅	59.68	内蒙古自治区财政厅
中原资产管理有限公司	河南投资集团有限公司	50.00	河南省财政厅
湖南省财信资产管理有限公司	湖南财信投资控股有限责任公司	100.00	湖南省人民政府
四川发展资产管理有限公司	四川金融控股集团有限公司	85.00	四川省财政厅
兴业资产管理有限公司	兴业国信资产管理有限公司	100.00	兴业银行股份有限公司
河南资产管理有限公司	河南投资集团有限公司	40.00	河南省财政厅
浙越资产管理有限公司	绍兴市金融控股有限公司	60.00	绍兴市财政局
苏州资产管理有限公司	苏州市财政局	22.50	苏州市财政局

地方不良资产管理公司在当地银行不良资产化解的过程中发挥了重要作用

公司名称

部分地方不良资产管理公司对当地银行不良处置的参与案例

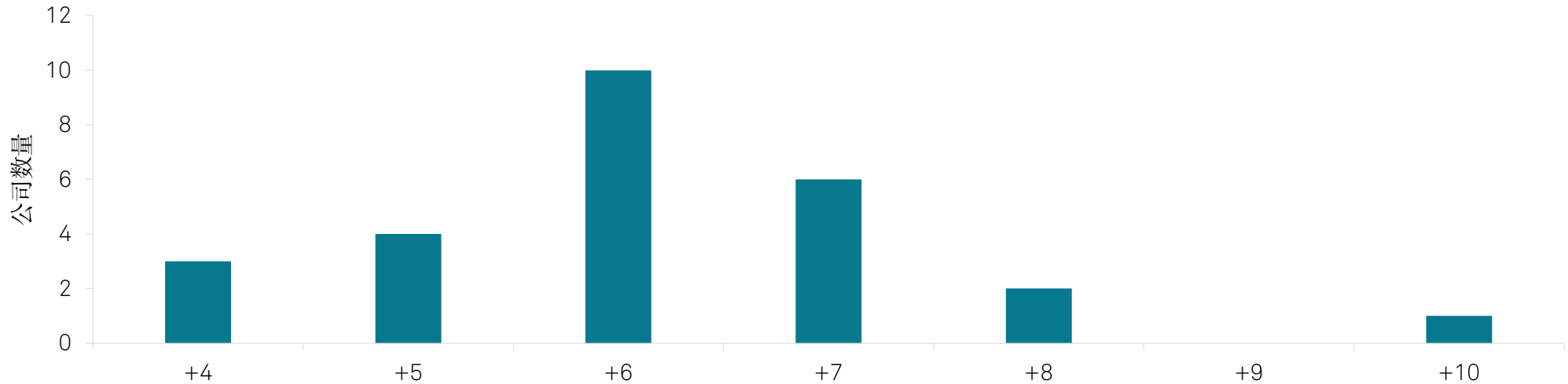
山东省金融资产管理有限公司	公司曾在2019年出资360亿元，参股救助恒丰银行。此外，2022年末，公司向股东山东省鲁信投资控股集团有限公司和山东省财金投资集团有限公司非公开发行C类股股份，这两个股东按照1.35亿元每股合计认购120.58亿股。公司有大量的专项应付款，该款项是对恒丰银行的应付款，是购买恒丰银行不良资产而产生，并且专项应付款将随着恒丰银行不良资产回收偿还，公司的杠杆率将逐步降低。截至2022年末，公司针对恒丰银行的专项应付款余额300亿元，较上年减少100亿元。
中原资产管理有限公司	公司2022年4月参与了中原银行、洛阳银行及平顶山银行的不良资产转让，交易金额共计201.85亿元，不良资产原值438.49亿元。
河南资产管理有限公司	公司2021年以来公司按照河南省委政府关于城商行改革重组的工作部署，参与中原银行吸收合并洛阳银行、焦作中旅银行、平顶山银行过程中的不良资产收购处置工作，公司以154亿元的对价收购以上三家被合并银行原值303亿元的不良资产。
四川发展资产管理有限公司	公司在2020年配合四川银行组建，受托收购了凉山和攀枝花银行63亿元的不良资产。
辽宁资产管理有限公司	2023年9月盛京银行发布公告称，拟出售减值前本息账面价值1837亿元的信贷资产包，购买方为辽宁资产管理有限公司。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

地方政府支持是支撑地方不良资产管理公司信用质量的主要考虑因素

- 考虑到股权关系，以及地方不良资产管理公司在当地金融风险化解中的特殊地位，我们通常认为地方不良资产管理公司对地方政府的重要性高，能够得到地方政府支持的可能性大。
- 在地方政府协调下，一些地方不良资产管理公司接受了大量当地银行的不良资产，或对一些当地机构进行重大股权投资，会对公司的资本实力往往构成重大挑战。地方不良资产管理公司在个体信用质量承压的同时，由于承担了更多的政策性作用，得到地方政府支持的可能性提高。
- 部分地方政府财政情况承压，未来支持地方金融机构的能力可能下降；但未来12个月国有不良资产管理公司发生违约的可能性仍然可控。

不良资产管理公司外部支持子级调整测试结果分布



附录：标普信评进行信用质量评估的不良资产管理公司名单

公司名称	公司名称	公司名称
中国信达资产管理股份有限公司	四川发展资产管理有限公司	湖南省财信资产管理有限公司
中国中信金融资产管理股份有限公司	山东省金融资产管理股份有限公司	苏州资产管理有限公司
中国东方资产管理股份有限公司	广州资产管理有限公司	成都益航资产管理有限公司
中原资产管理有限公司	江苏资产管理有限公司	厦门资产管理有限公司
兴业资产管理有限公司	江西省金融资产管理股份有限公司	新疆金投资产管理股份有限公司
内蒙古金融资产管理有限公司	河南资产管理有限公司	甘肃资产管理有限公司
华润渝康资产管理有限公司	浙江省浙商资产管理股份有限公司	陕西金融资产管理股份有限公司
华润资产管理有限公司	浙越资产管理有限公司	湖南省财信资产管理有限公司
南京紫金资产管理有限公司	深圳市招商平安资产管理有限责任公司	苏州资产管理有限公司

资料来源：标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

分析师联系方式

李迎, CFA, FRM

- 北京
- Ying.Li@spgchinaratings.cn

邹雪飞, CPA

- 北京
- Eric.Zou@spgchinaratings.cn

©版权所有2024标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上www.spgchinaratings.cn并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。