

四大 AMC 压力重重，恐难全力发挥金融救助职能

国有背景确保了四大 AMC 融资稳定

2024 年 5 月 20 日

四大 AMC 信用质量一览

业务状况 资本和资产质量压力限制了四大 AMC 新增不良业务的能力；2023 年不良业务资产规模明显下降；我们预计该趋势在未来 12 个月会持续。

资本与盈利性 四大 AMC 盈利能力和盈利质量弱化，部分公司发生严重亏损，导致资本严重承压；个别公司急需注资。

由于 2024 年房地产业继续探底，我们预计未来 12 个月四大 AMC 盈利性继续承压。

风险状况 在本轮经济下行周期，四大 AMC 资产质量恶化；拨备对问题债权资产的覆盖明显不足。

融资与流动性 四大 AMC 融资很稳定，由于投资人对其得到政府支持的预期很强，导致四大 AMC 的融资和流动性对其资本、盈利和资产质量的恶化并不敏感。

政府支持 我们预计未来 12 个月四大 AMC 得到政府支持的可能性保持稳定，因此主体信用质量保持稳定。

关注点 中国长城未来 12 个月的资本补充情况。
中信金融资产未来 12 个月盈利的可持续性。
2025 年中国房地产业的恢复情况。

分析师

邹雪飞, CPA

北京

eric.zou@spgchinaratings.cn

李迎, CFA, FRM

北京

ying.li@spgchinaratings.cn

政府和监管要求四大 AMC（中国信达、中国东方、中信金融资产（原中国华融）、中国长城）在金融风险化解中发挥重要作用。2024 年 5 月，国家金融监督管理总局非银机构监管司在《严控风险发挥特色功能推动非银机构更好服务高质量发展》一文中指出，要充分发挥金融资产管理公司逆周期工具和金融救助功能，做经济金融体系的“稳定器”、金融风险的“防火墙”和金融危机的“救火队”。

我们认为四大 AMC 会根据监管要求努力履行其金融救助职能，但由于自身资本、盈利和资产质量显著承压，在本轮经济下行期能够发挥的救助作用有限，部分机构自身已成为被救助的对象。2023 年四大 AMC 的不良资产业务收缩。截至 2023 年末，四大 AMC 的不良资产业务规模为 1.22 万亿元，同比下降 9%。具体来看，截至 2023 年末，中国信达、中国东方、中信金融资产和中国长城的不良资产业务规模分别同比下降 9.9%、4.9%、10.7%和 9.1%；不良业务资产/母公司口径总资产分别为 42%、49%、50%和 72%，占比分别下降 1.8、3.7、10.4 和 4.6 个百分点。

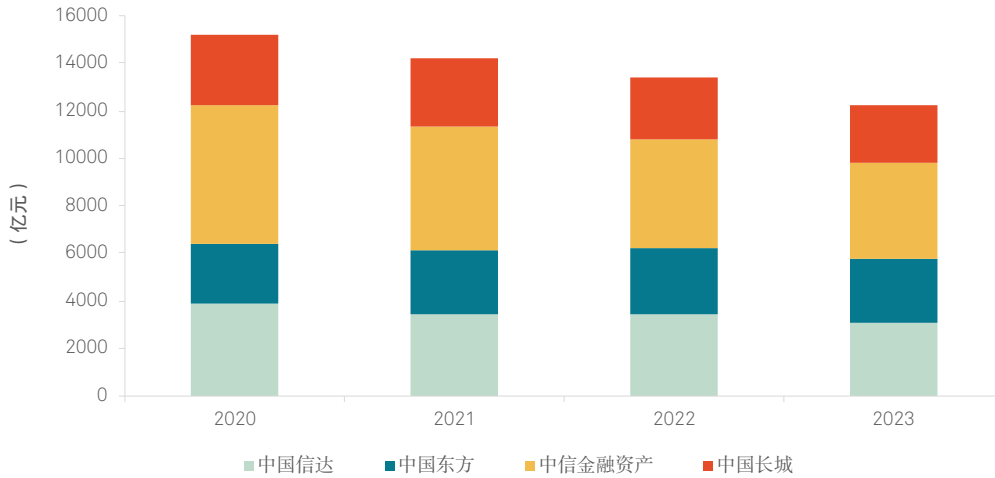
四大 AMC 会按照监管要求积极参与房地产风险化解，但因为自身面临资产质量和资本压力，再考虑到一些房地产纾困项目的巨大风险，所以 AMC 对房地产的纾困能力和意愿有限。举例来讲，为支持五大 AMC 积极参与地产纾困，央行于 2023 年 1 月设立了总额度为 800 亿元的房企纾困专项再贷款，定向给予五大 AMC，利率仅为 1.75%。根据央行近日披露的结构性货币政策工具情况表，截至 2024 年第一季度，贷款仅落地了 209 亿元。我们认为落地占比低的原因主要有两方面：首先，AMC 自身资产质量和资本严重承压，限制了其参与其他机构风险化解的能力。其次，AMC 需遵守自主决策、

自担风险的原则开展再贷款工作，目前房地产项目的高风险也限制了其大量新增房地产纾困项目的意愿。

图1

本轮经济下行周期中四大 AMC 不良业务规模下降，逆周期工具职能的发挥并不明显

四大 AMC 不良资产总额变化



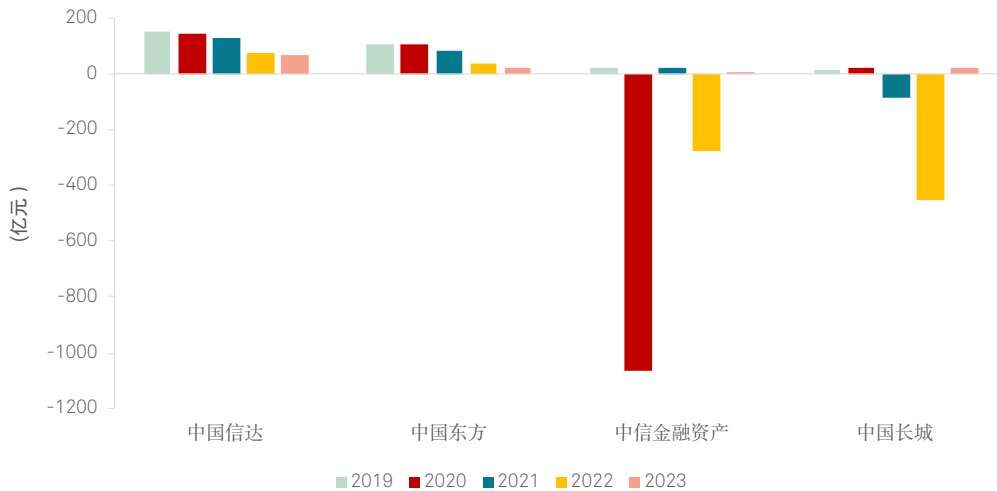
资料来源：公司公开信息，标普信评。
 版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

四大 AMC 主营业务盈利能力下降。中国长城和中信金融资产近年营业亏损严重。亏损原因主要包括：1、业务性质决定了 AMC 的资产质量弱，加之 AMC 房地产敞口大，在目前经济环境下资产减值和估值下降的压力远大于其他金融机构；2、AMC 的杠杆较高，高杠杆放大了经济下行期的亏损规模。从具体数据来看，盈利下降的具体原因包括：不良资产业务收入显著下降、存量不良资产估值下降、存量不良资产信用风险损失大幅上升以及投资业务亏损。

图2

高杠杆和高风险资产导致 AMC 容易在经济下行期发生重大亏损

四大 AMC 过去五年盈利情况



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

表1

公司	2022-2023 年盈利情况
中国信达	2022 年实现净利润 72 亿元，同比下降 44%。 2023 年实现净利润 70 亿元；平均净资产回报率 3.29%。
中国东方	2022 年实现净利润 35 亿元，同比下降 59%。 2023 年实现净利润 24 亿元，同比下降 32%；平均净资产回报率 1.51%。 2024 年一季度实现净利润 2.44 亿元，同比下降 55%，且其归属于母公司所有者的净利润出现了 3.01 亿元的亏损。
中信金融资产	2022 年净亏损 278 亿元，占其 2022 年期初净资产的 26%。 2023 年实现净利润 2 亿元，平均净资产回报率为 0.43%。
中国长城	2022 年发生净亏损 454 亿元，占其 2022 年期初净资产的 70%。 2023 年实现净利润 18 亿元。 2024 年一季度，实现净利润 1.4 亿元，同比下降 79%。

资料来源：公司公开信息，标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

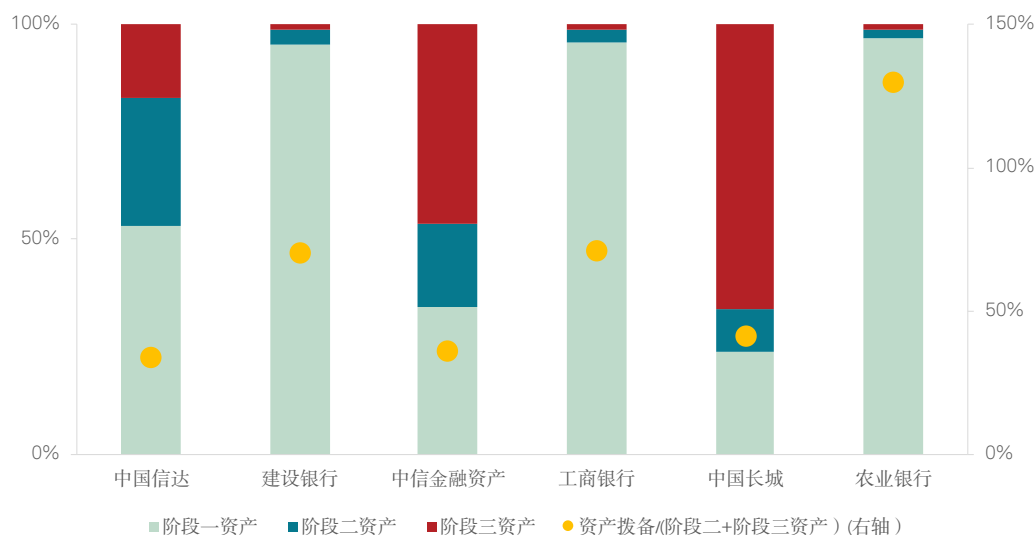
部分 AMC 盈利质量弱。中信金融资产 2023 年的盈利主要靠营业外收入支撑，不具有可持续性。中信金融资产 2023 年虽然净利润为 2 亿元，在扣除营业外收支后的营业亏损为 404 亿元，占 2023 年初净资产的 80%。

我们预计四大 AMC 盈利和资本压力在未来 12 个月会持续。一方面，我们预计 2024 年房地产市场很难实现非常显著的好转，AMC 的资产质量会继续承压；另一方面，AMC 目前对问题资产的拨备计提比例较低，未来拨备压力会继续。四大 AMC 目前的拨备对二、三阶段资产的覆盖远低于商业银行平均水平，拨备不足风险远大于银行业金融机构平均水平，导致盈利质量弱。截至 2023 年末，中国信达、中信金融资产和中国长城的拨备对二、三阶段资产的覆盖率分别为 33%、36%和 41%（二三阶段统计口径上中国信达是分类为债权投资的不良债权资产、中信金融资产和中国长城是分类为债权投资的金融资产），同期四大行拨备对二三阶段贷款的覆盖率为 86%。假设上述三家公司将其对二三阶段资产的拨备覆盖提高到 70%，分别需要 120 亿元、1,161 亿元和 294 亿元，分别是其 2023 年末净资产的 6%、242%和 151%。

图3

四大 AMC 的资产质量和拨备覆盖水平显著弱于银行业

截至 2023 年末 AMC 与国有大型商业银行资产质量及拨备覆盖情况



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、建设银行和农业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；中信金融资产和中国长城的资产组合是分类为债权投资的金融资产；中国信达的资产组合是分类为债权投资的不良债权资产。

资料来源：公司公开信息，标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

表2

公司	盈利/资本质量以及拨备压力分析
中国信达	<p>我们认为公司的拨备缺口可控，且不会对资本造成严重压力。中国信达是四大 AMC 中盈利质量最稳健，资本压力最小的公司。</p> <p>截至 2023 年末，中国信达分类为债权投资的不良债权资产的拨备对二三阶段资产的覆盖率为 33.3%，较 2022 年下降 15.1 个百分点。若将拨备覆盖率提升到 70%，还需补提 120 亿元，是其 2023 年末净资产的 6%。</p> <p>另外，中国信达的商誉资产占比较高。截至 2023 年末，中国信达商誉占其净资产的 11%。公司商誉主要是 2016 年收购南洋商业银行产生。</p>
中国东方	<p>中国东方未披露债权投资二三阶段数据。</p> <p>截至 2023 年末，中国东方债权投资资产总额 2,481 亿元，同比下降 12.4%，公司已发生逾期的债权投资 654 亿元，占其债权投资资产总额的 26%；债权投资信用损失准备 265 亿元，较 2022 年同比下降了 11.6%，拨备对逾期资产的覆盖率为 40.6%。若将拨备对逾期资产的覆盖率提升到 70%，还需补提 193 亿元，是其 2023 年末净资产的 12%。</p> <p>2023 年母公司口径利润主要依靠减值回拨实现。公司单体口径下 2023 年信用减值转回 19.18 亿元（2022 年为计提拨备 25.3 亿元），拨回的信用减值损失占母公司口径税前利润的 80%。</p>
中信金融资产	<p>公司的潜在拨备缺口对资本造成严重压力；2023 年实现的营业外收入不具有可持续性。</p> <p>截至 2023 年末，中信金融资产分类为债权投资资产的拨备对二三阶段资产的覆盖率为 35.5%，较 2022 年上升 1.6 个百分点。若将拨备覆盖率提升到 70%，还需补提 1,161 亿元，是其 2023 年末净资产的 242%。</p> <p>公司资本质量弱。截至 2023 年末，公司所有者权益中其他资本工具 199 亿元，占所有者权益的 41%。</p> <p>中信金融资产 2023 年虽然净利润为 2 亿元，在扣除营业外收支后的营业亏损为 404 亿元，占 2023 年初净资产的 80%。公司最终净利润为正，主要是因为对中信股份和光大银行长期股权投资入账价值调整产生的营业外收入 416 亿元。该笔长期股权投资入账调整是一次性的，不具有可持续性。</p> <p>公司分别持有中信股份和光大银行 5.01% 和 7.08% 的股份，账面价值分别为 346 亿元和 324 亿元。中信股份和光大银行均为上市公司，截至 2023 年 12 月 31 日，中信金融资产所持两家公司股份的市值分别为 103 亿元和 121 亿元，显著低于其账面价值。假设中信金融资产按照目前的市场价格将这两家公司的股权投资变现，会产生 400 亿元左右的亏损。</p> <p>由于公司以权益法计量对中信股份和光大银行的股权投资，其以后年度能依据所持股份份额和两家公司净利润确认投资收益。中信股份和光大银行 2023 年实现归属于母公司所有者的净利润分别为 575.94 亿元和 407.92 亿元，若两家公司保持盈利性稳定，按中信金融资产所持股份份额计算 2024 年可获得约 58 亿元的账面浮盈。</p> <p>现金流方面，公司获得来自中信股份和光大银行的股利分红，中信股份和光大银行近三年的平均股利支付率均为 25% 左右；也就是说，两家公司在维持当前盈利水平和分红比例稳定的情况下，中信金融资产 2024 年能够从这两笔投资中获得的现金分红约为 15 亿元。</p>
中国长城	<p>由于近年来发生的巨额亏损，公司的资本薄弱。</p> <p>截至 2023 年末，中国长城分类为债权投资资产的拨备对二三阶段资产的覆盖率为 40.8%，较 2022 年上升 0.5 个百分点。若将拨备覆盖率提升到 70%，还需补提 294 亿元，是其 2023 年末净资产的 151%。</p> <p>公司资本质量弱。截至 2023 年末，公司所有者权益中其他资本工具 100 亿元，占所有者权益的 51%。</p>

资料来源：公司公开信息，标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

中信金融资产和中国长城的重大营业亏损对其资本侵蚀严重，杠杆率显著提高。截至 2023 年末，中国信达、中国东方、中信金融资产和中国长城剔除银行子公司后的杠杆倍数（经调整总债务/净资产）分别为 5.8、4.4、18.4 和 39.5 倍。中信金融资产和中国长城的杠杆很高，主要是近年来的严重亏损导致。

我们预计政府会对资本严重不足的 AMC 安排增资。中信金融资产在 2020 年巨额亏损后，资本受到严重侵蚀；2021 年，中央政府安排了包括中信集团在内的多家金融机构对其进行注资，补充了其资本。市场预计中国长城目前的资本缺口会通过政府支持得到解决。

四大 AMC 债权投资资产质量继续承压。截至 2023 年末，中国信达分类为债权投资的不良债权资产中阶段二+阶段三的占比合计 47%，同比增长 22.6 个百分点；中信金融资产和中国长城分类为债权投资资产中阶段二+阶段三的占比分别为 66%和 76%，同比分别增长 2.1 和 7.1 百分点；中国东方逾期的债权投资占债权投资总额的 26.4%，较 2022 年增长 3.6 个百分点。

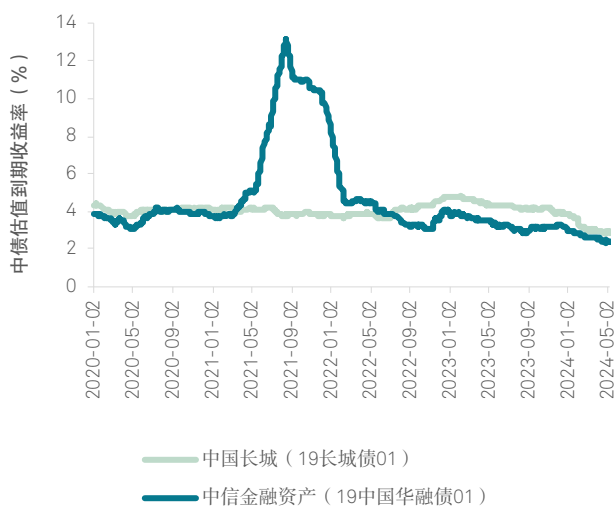
较大的房地产敞口拖累不良资产管理公司资产质量。近年来，房地产市场下行导致不良资产管理公司存量房地产相关业务资产质量下行压力大。截至 2023 年末，四大 AMC 合并口径房地产及建筑业平均敞口占比为 33%；相比之下，四大行合并口径房地产及建筑业平均敞口占比仅为 7%。以中国信达为例，截至 2023 年末，该公司母公司口径不良债权资产房地产行业敞口 444 亿元，同比下降了 17%，占不良债权资产的 64%。

四大 AMC 估值资产的资产质量不乐观。四大 AMC 有较大一部分不良资产分类为交易性金融资产，该部分资产持有期间的风险以估值来进行计量，无二三阶段划分。2023 年度，中国信达、中国东方、中信金融资产和中国长城交易性金融资产公允价值变动损益分别为-59 亿元、-17 亿元、-53 亿元和 33 亿元，只有中国长城实现了公允价值变动估盈，但 2022 年度中国长城交易性金融资产公允价值变动亏损 235 亿元。

虽然资本、盈利和资产质量承压明显，由于其股权结构背景，四大 AMC 的融资仍然稳定，我们预计在未来 12 个月并无流动性紧张风险。中国华融 2020 年亏损 1,063 亿元，得到政府及时救助，并未发生违约；至此以后，四大 AMC 的债券估值对其资本、盈利和资产质量情况不再敏感。投资人对中央政府会救助 AMC 有很强的预期。

图4

中信金融资产及中国长城高级债中债估值变化



中信金融资产在 2021 年 8 月公布的 2020 年年报显示其 2020 年出现巨额净亏损 1063 亿元，当时其债券在资本市场出现了打折抛售的情况，以“19 中国华融债 01”为例，其中债估值到期收益率在 2021 年 8 月大幅上跳到了 13%左右，后续随着注资和引进中信等新股东等一系列风险化解方案，该债券估值又快速回归正常区间。2024 年 4 月 30 日中国长城公布其 2022 年巨额亏损，但资本市场对其债券估值不再有显著反映，以“19 长城债 01”为例，其在 2024 年 5 月 6 日的中债估值到期收益率为 2.9%。

注：两只债券久期上有所区别，19 长城债 01 到期日为 2029 年 4 月 1 日，19 中国华融债 01 到期日为 2024 年 11 月 14 日。

资料来源：Wind、标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

虽然股权结构近期变化显著，但我们认为四大 AMC 与中央政府的关系仍然很紧密，未来 12 个月不会因为股权关系的变化导致中央政府救助可能性减弱。中国华融在 2021 年曾得到政府的资本金救助。中国华融于 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。中国华融完成增资后，财政部逐步减少了其持股比例，中信集团成为该公司第一大股东。2024 年 1 月，中国华融更名为中国中信金融资产管理股份有限公司。据悉，中国信达、中国东方、长城资产很可能并入中国投资有限责任公司（国务院独资控股）。中投公司为中国的 sovereign 财富基金。

表3

截至 2023 年末四大 AMC 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）
中国信达	财政部（58%）	社保基金（12.81%）	Oversea Lucky（5%）
中国东方	财政部（71.55%）	社保基金（16.39%）	中国电信（5.64%）
中信金融资产	中信集团（26.46%）	财政部（24.76%）	中保融信（18.08%）
中国长城	财政部（73.53%）	社保基金（18.97%）	中国财产再保（3.64%）

资料来源：公司公开信息，标普信评。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

监管要求四大 AMC 的主要股东保证其资本充足。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。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©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）的联属企业。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。