

国内不良资产管理行业 信用质量研究

2022年4月

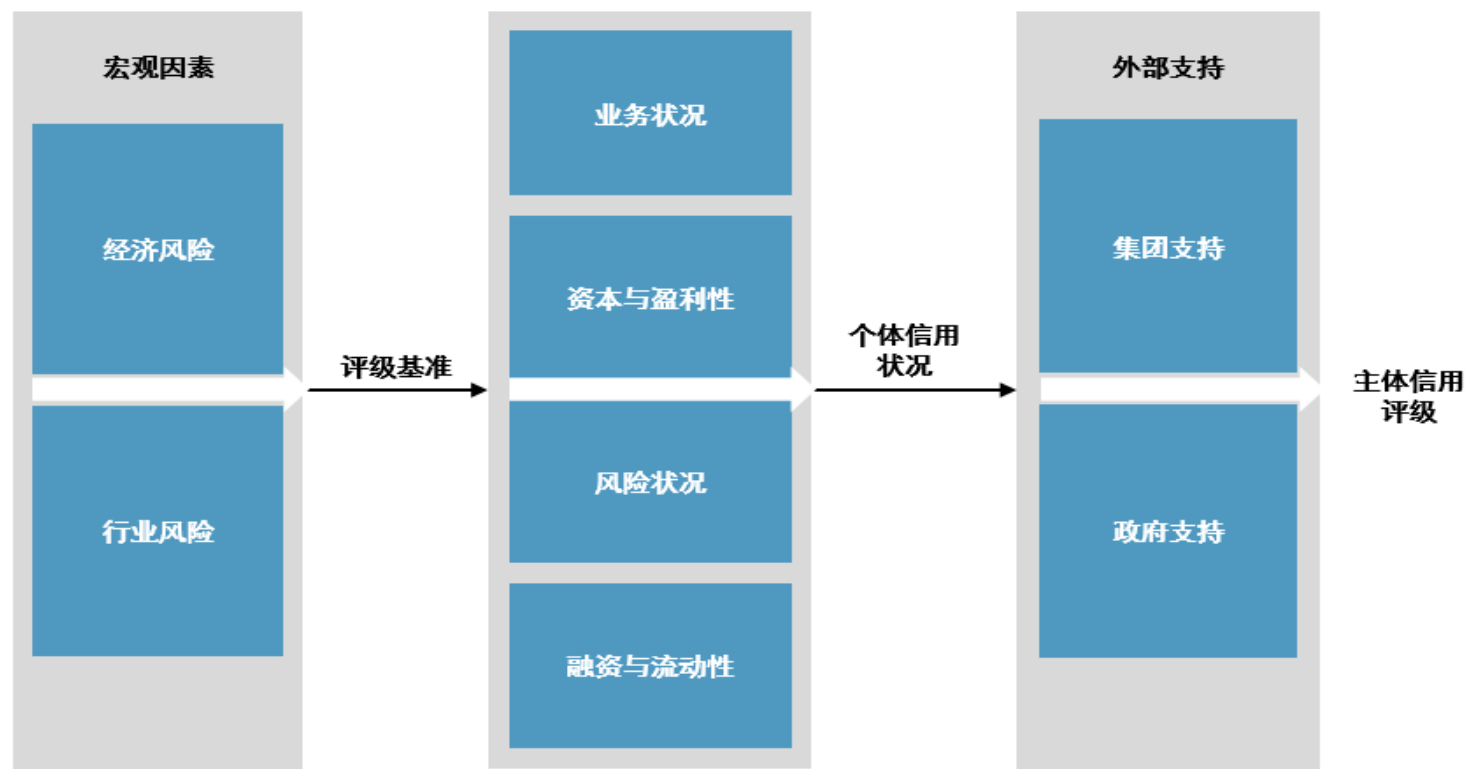


标普信评

S&P Global
China Ratings

目录

- 评级基准
- 业务状况
- 资本与盈利性
- 风险状况
- 融资与流动性
- 个体信用质量
- 外部支持以及主体信用质量



注：在分析受评主体的个体特征后，我们还会将其信用质量做一个整体的评估，并与同业进行对比分析，以此判断是否需要对其级别做出补充调整，从而得出最终的个体信用状况。

资料来源：标普信评。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



评级基准

由于融资和监管方面的不同，四大AMC的平均个体信用质量优于地方AMC

- 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。
- 我们将直接受银保监会强监管，能够进入银行间市场进行同业拆借的全国性AMC的评级基准定为bbb-，将其他AMC的评级基准定为bb+。

机构类型	融资	监管	评级基准	附注
四大AMC	能够进入银行间市场进行同业拆借	作为银行业金融机构，受到银保监会的强监管	bbb-	该基准适用于各类受到银保监会强监管，能够在银行间市场进行同业拆借的非银金融机构
地方AMC	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，主要受地方政府相关职能部门的直接监管	bb+	该基准适用于各类不受银保监会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

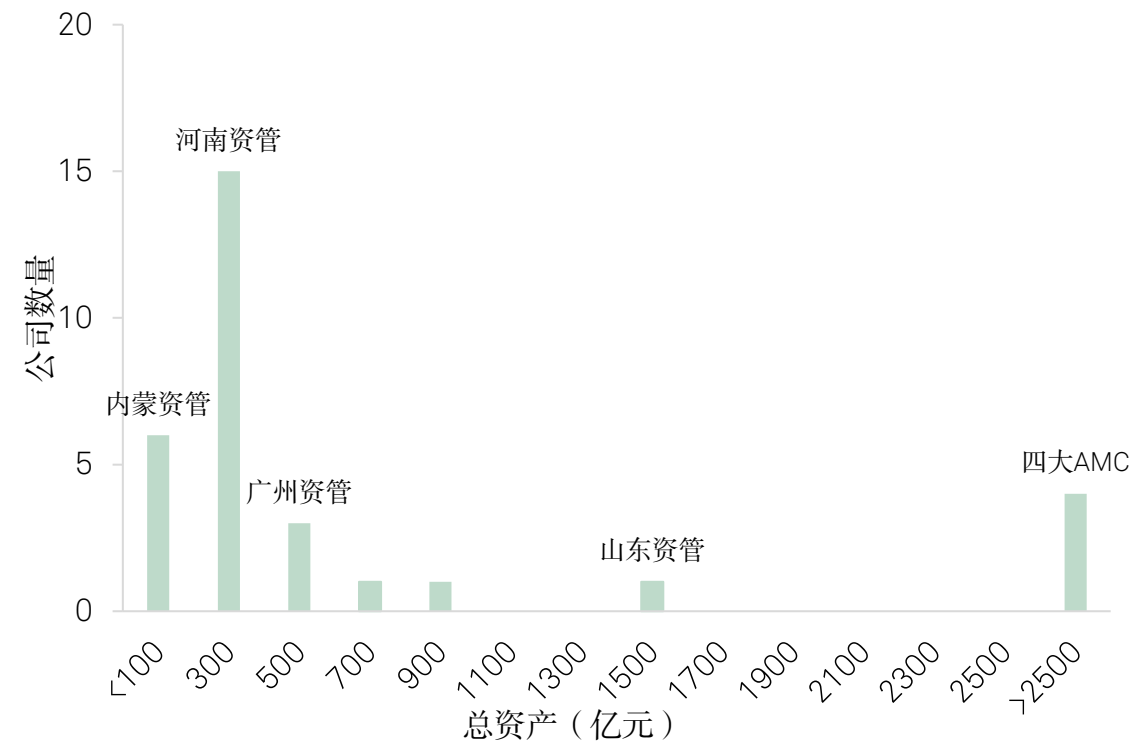
注：四大AMC包括中国华融资产管理股份有限公司、中国信达资产管理股份有限公司、中国东方资产管理股份有限公司、中国长城资产管理股份有限公司。
资料来源：标普信评收。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



业务状况

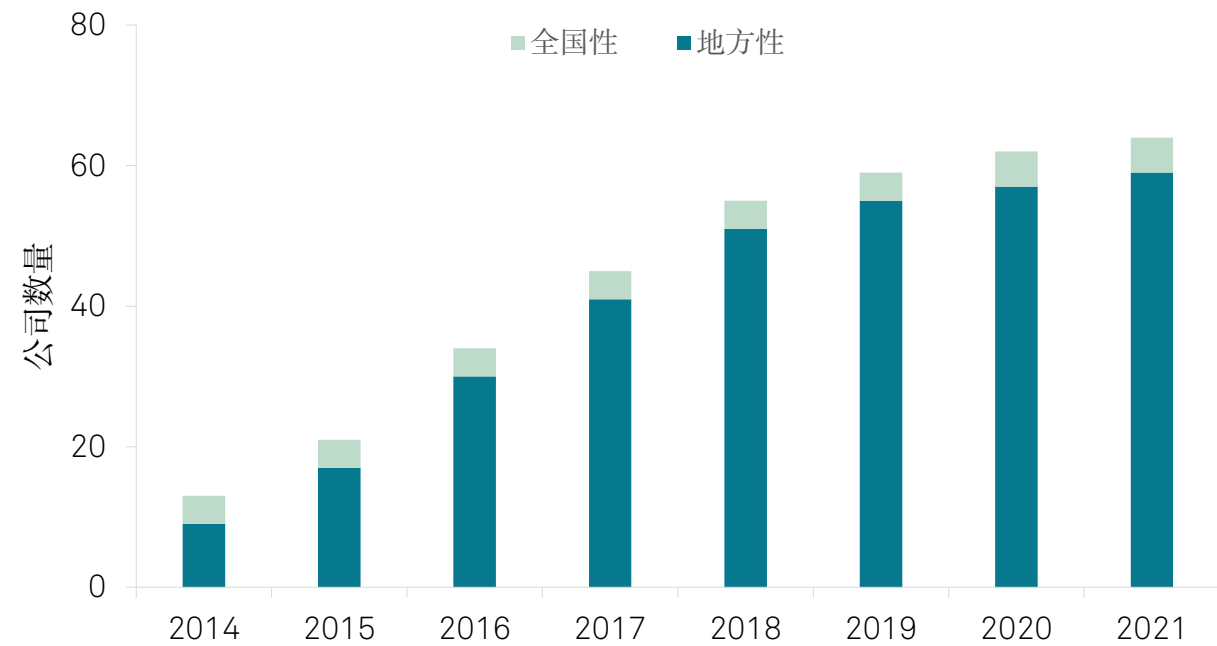
四大AMC和地方AMC的资产和业务规模差异显著

截至2020年末主要不良资产管理公司母公司口径
资产规模分布



资料来源：Wind，公司公开数据，经标普信评收集及调整。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

获得批量收购资质的不良资产管理公司数量

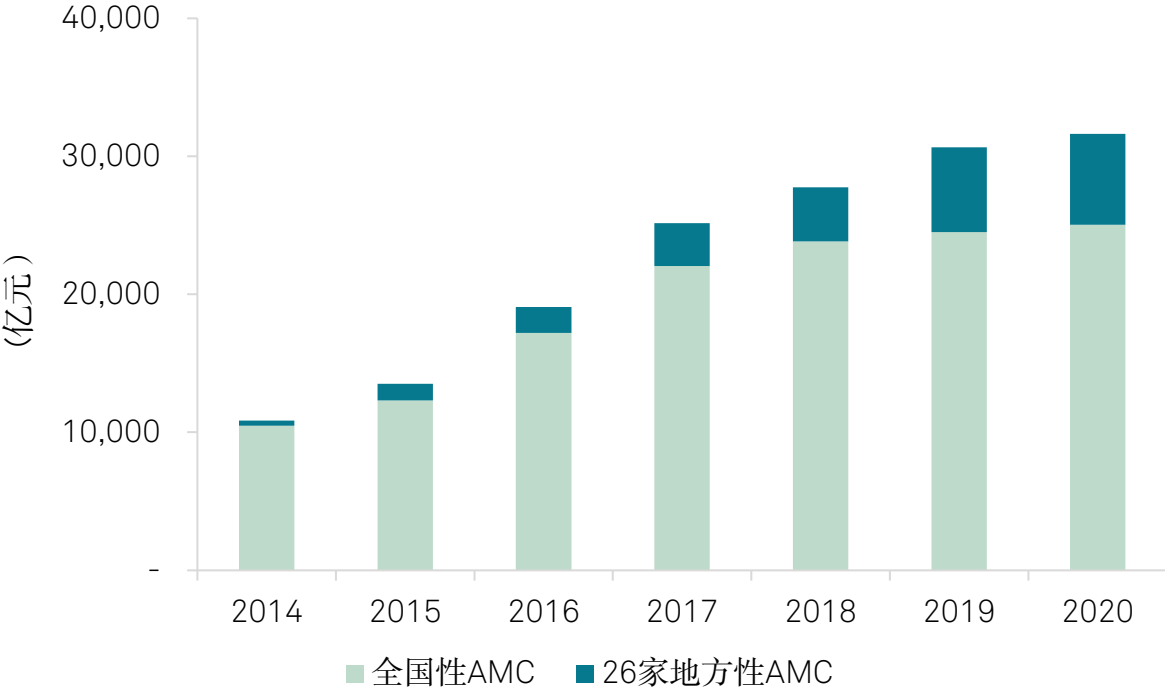


资料来源：银保监会，公司公开数据，经标普信评收集及调整。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

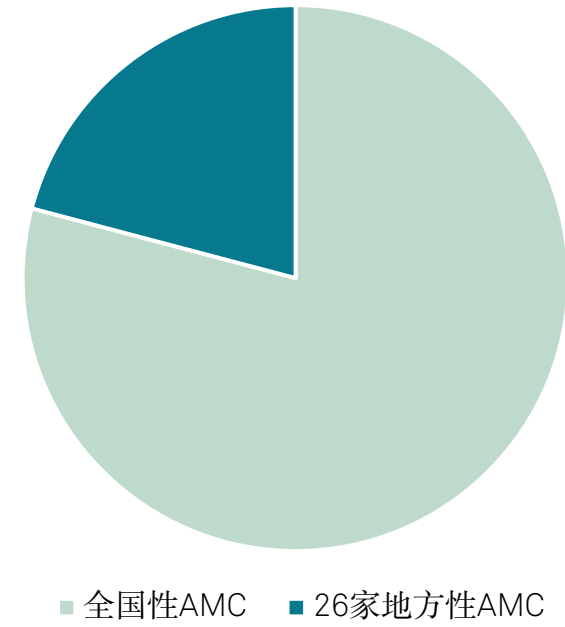
地方AMC在过去几年数量增长迅速，行业竞争加剧；但目前仍由4大AMC占据了大部分市场份额

2014年以来，拥有不良资产批量收购处置资质的持牌地方性AMC数量快速增长，在各地的金融机构风险化解中发挥了越来越重要的作用。截至2022年3月，全国共有59家地方性AMC，5家全国性AMC（中国华融、中国信达、中国东方、中国长城、中国银河）。

主要不良资产管理公司总资产变化



截至2020年末不良资产管理公司母公司口径资产占比



资料来源：Wind，公司公开数据，经标普信评收集及调整。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

资料来源：Wind，公司公开数据，经标普信评收集及调整。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

虽然竞争加剧，四大AMC在中短期内将保持业务规模优势

从中长期来看，四大AMC、中国银河资产管理公司和各省1-3家持牌地方AMC将是不良市场的主力；不具有批量收购不良资质的小型AMC在不良处置市场的竞争力会很弱。

地区	地方AMC牌照数量	地区	地方AMC牌照数量
山东	3	河南	2
浙江	3	海南	2
福建	3	湖北	2
辽宁	3	湖南	2
上海	2	甘肃	2
内蒙古	2	重庆	2
北京	2	黑龙江	2
四川	2	云南	1
天津	2	吉林	1
宁夏	2	新疆	1
安徽	2	河北	1
山西	2	深圳	1
广东	2	西藏	1
广西	2	贵州	1
江苏	2	陕西	1
江西	2	青海	1

标普信评 资料来源：公司公开数据，经标普信评收集及调整。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

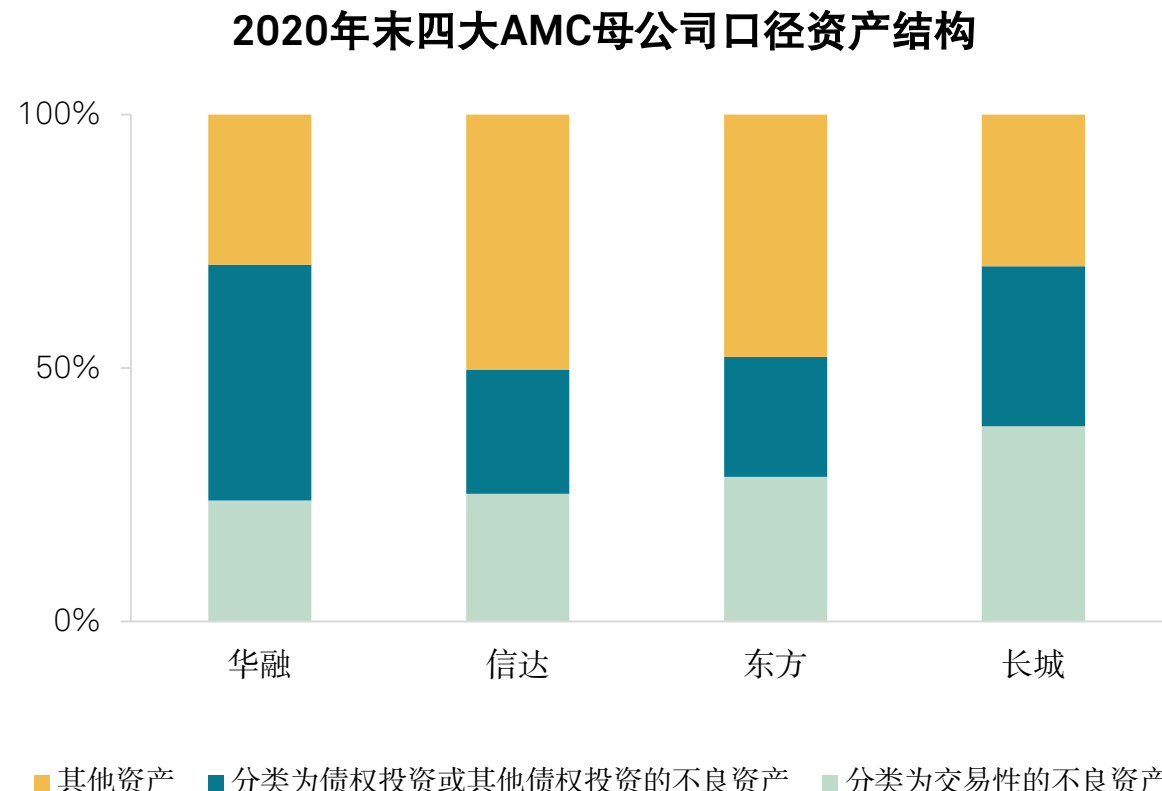
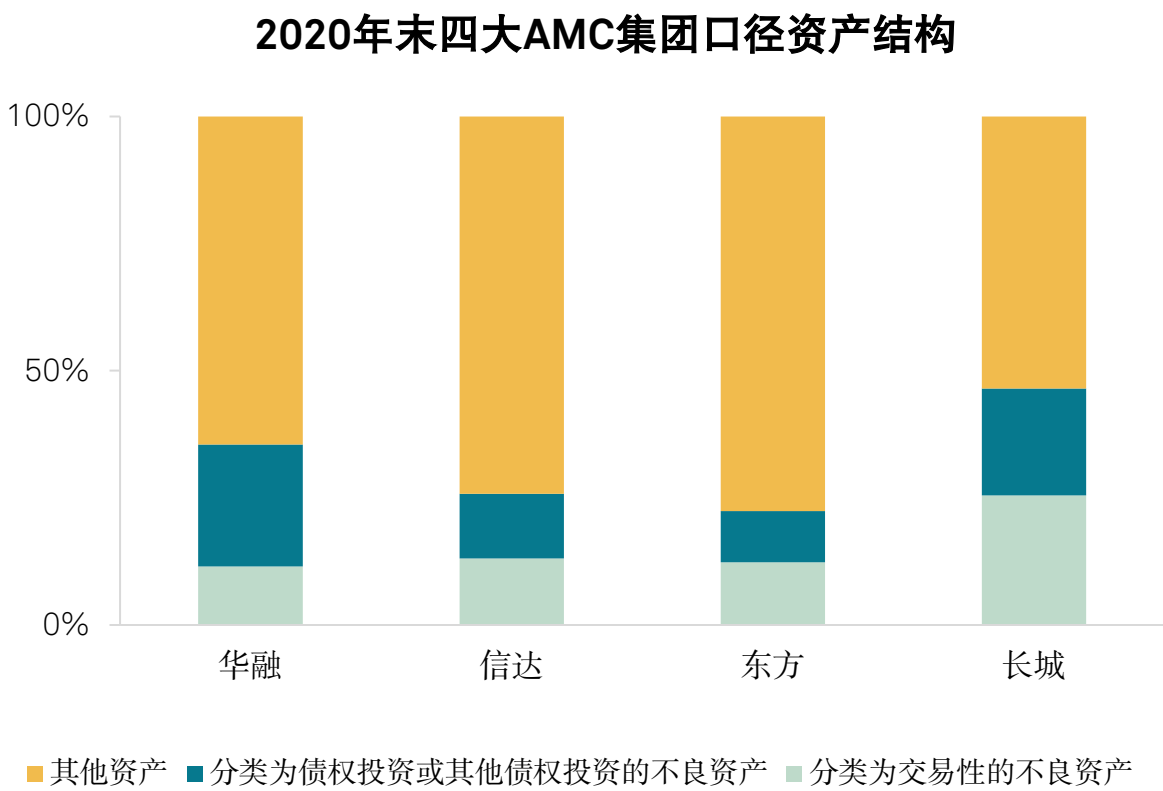
S&P Global
China Ratings

公司名称	2020年末母公司口径资产规模（亿元）	2020年末母公司口径资产市场份额（%）
中国信达资产管理股份有限公司	7,906	25
中国华融资产管理股份有限公司	7,834	25
中国东方资产管理股份有限公司	4,921	16
中国长城资产管理股份有限公司	4,158	13
山东省金融资产管理股份有限公司	1,432	5
上海国有资产经营有限公司	785	2
浙江省浙商资产管理有限公司	518	2
中原资产管理有限公司	422	1
广州资产管理有限公司	350	1
陕西金融资产管理股份有限公司	300	1
兴业资产管理有限公司	231	1
华融晋商资产管理股份有限公司	207	1
河南资产管理有限公司	206	1
江苏资产管理有限公司	162	1

注：母公司口径市场份额=公司未合并财务报表资产总额/市场公开主要资产管理公司未合并资产总额。
资料来源：Wind，公司公开数据，经标普信评收集。及调整。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计四大AMC将继续回归主业

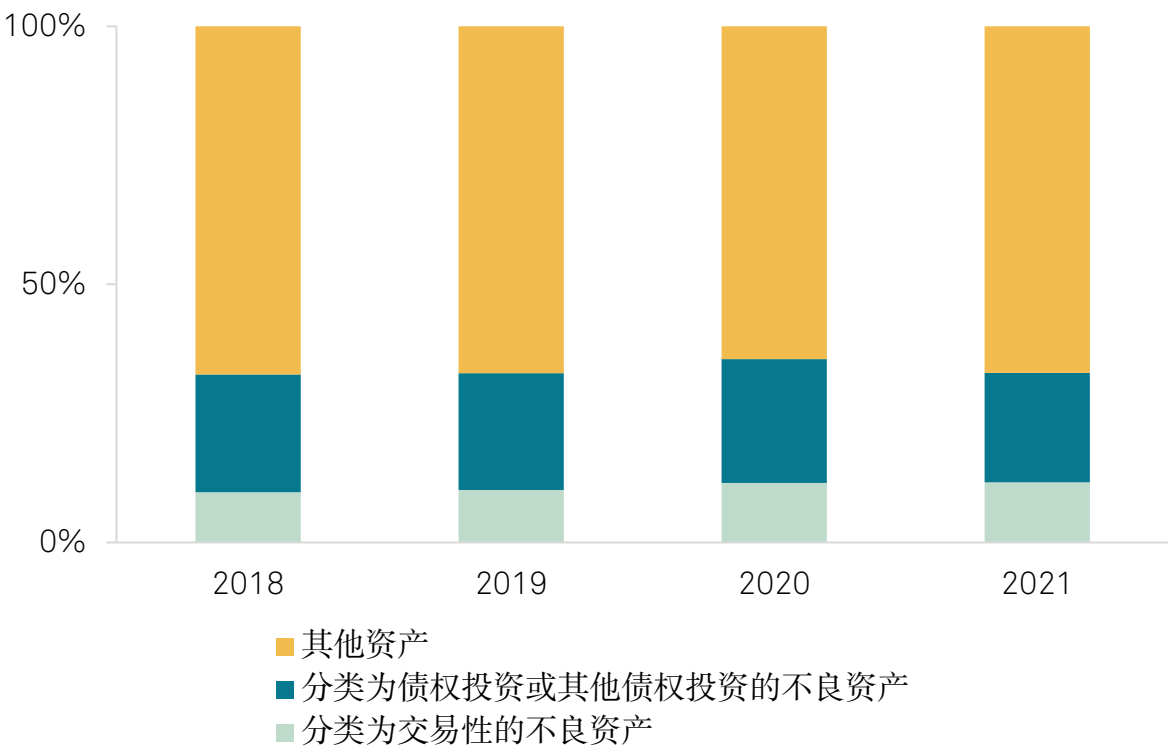
由于早些年发展金融控股公司的战略，四大AMC目前拥有包括银行、保险、证券、租赁等多种金融牌照，不良资产占其合并口径总资产的比例均不超过50%。四大AMC的不良资产业务主要集中在母公司层面，其他金融业务主要通过子公司开展。



四大AMC进一步回归主业的空间很大

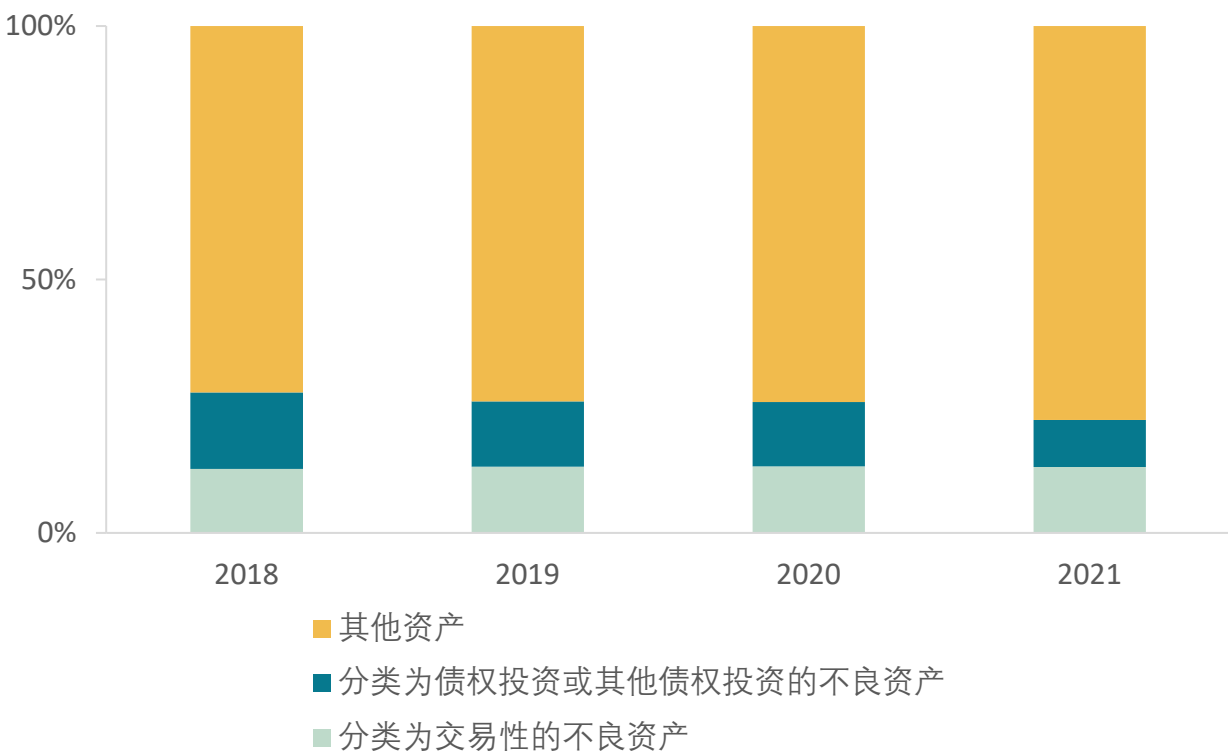
进一步回归主业可能需要压缩在非不良业务子公司的投资，处置部分非核心子公司。

中国华融集团口径资产结构变化



资料来源：公司公开数据，经标普信评收集及调整。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

中国信达集团口径资产结构变化



资料来源：公司公开数据，经标普信评收集及调整。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

AMC业务状况打分规则以及初步打分结果

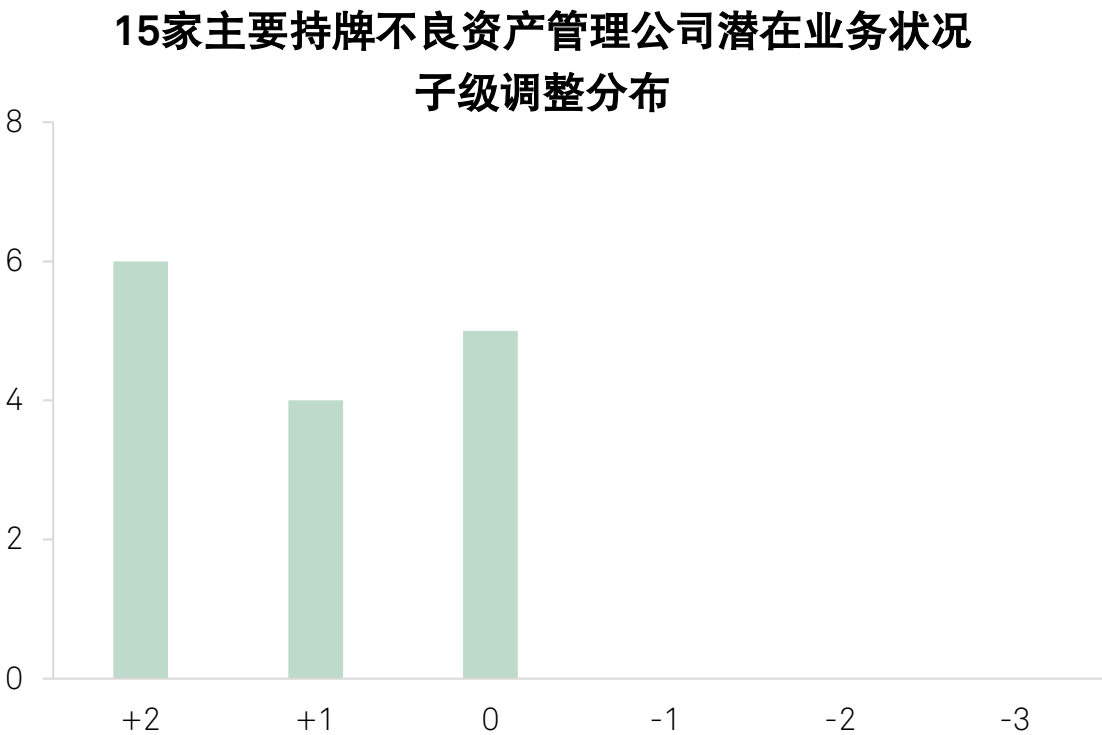
- ❑ 我们评估AMC业务稳定性的主要因素包括在不良处置行业的市场份额，是否具有批量收购银行不良的牌照，是否参与到国家或者地方重要的风险处置项目，是否在国家或地方的金融风险化解中稳定地发挥作用。
- ❑ 我们认为，由于监管和政府要求AMC聚焦不良主业，非主营业务对AMC业务稳定性的贡献将逐步下降。

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；如果略小于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；如果略小于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©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



注：本报告中所呈现的潜在信用质量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潜在信用质量分布结果。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最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

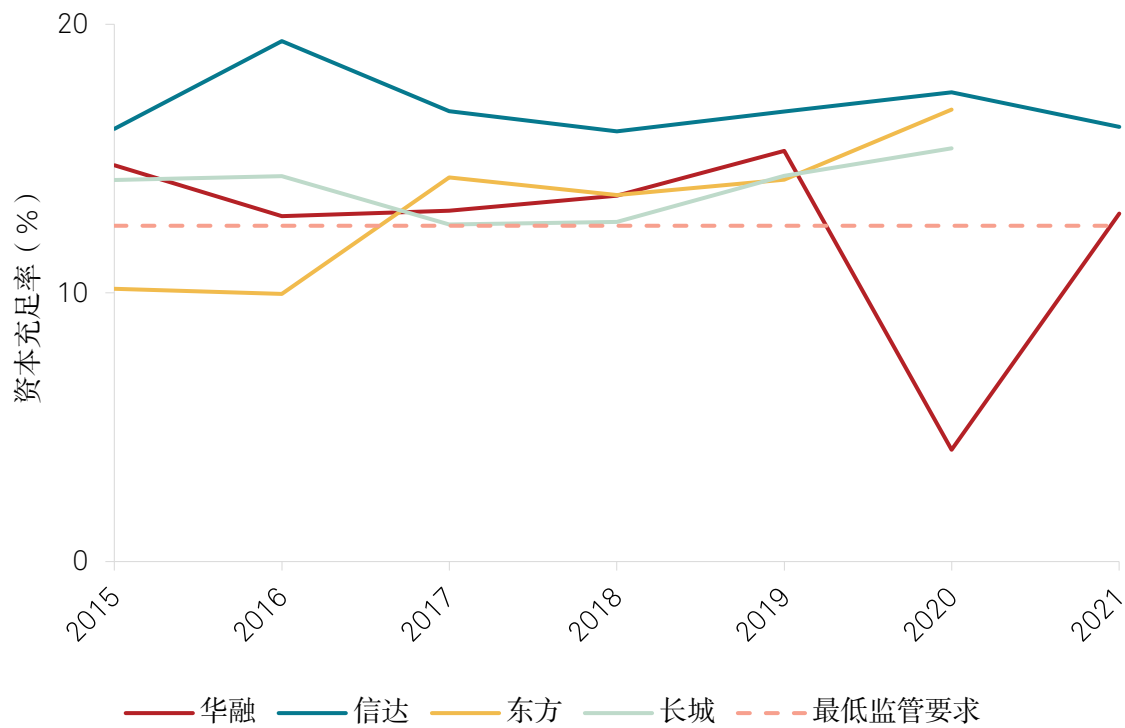


资本与盈利性

监管资本充足率的要求对资产管理公司的总体杠杆率水平进行了限制

2017年12月，中国银监会关于印发《金融资产管理公司资本管理办法》，加强了对AMC的资本监管。

四大AMC监管资本充足率（母公司口径）



注：金融资产管理公司需在2020年底前满足12.50%的最低资本充足率要求。
资料来源：银保监会，公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

不良资产管理公司监管资本框架下的风险权重规定举例

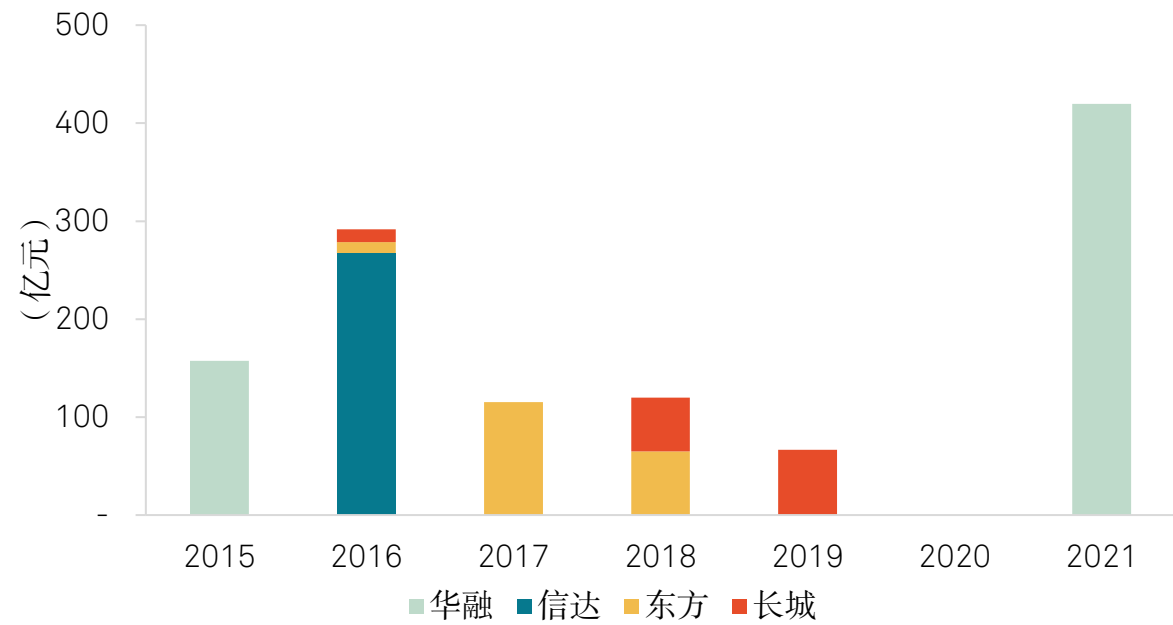
资产类型	风险权重
批量收购金融不良资产形成的债权	50%
其他形式收购金融不良资产形成的债权	75%
其他对一般企（事）业单位和个人的债权	150%
因政策性原因形成的对工商企业的股权投资	100%
围绕不良资产开展的追加投资	150%
市场化债转股	150%

AMC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AMC专注主业的导向。因此，该指标对衡量AMC的实际风险资本情况的分析价值有限。

增资扩股和发行混合资本债都是AMC补充资本的重要方式

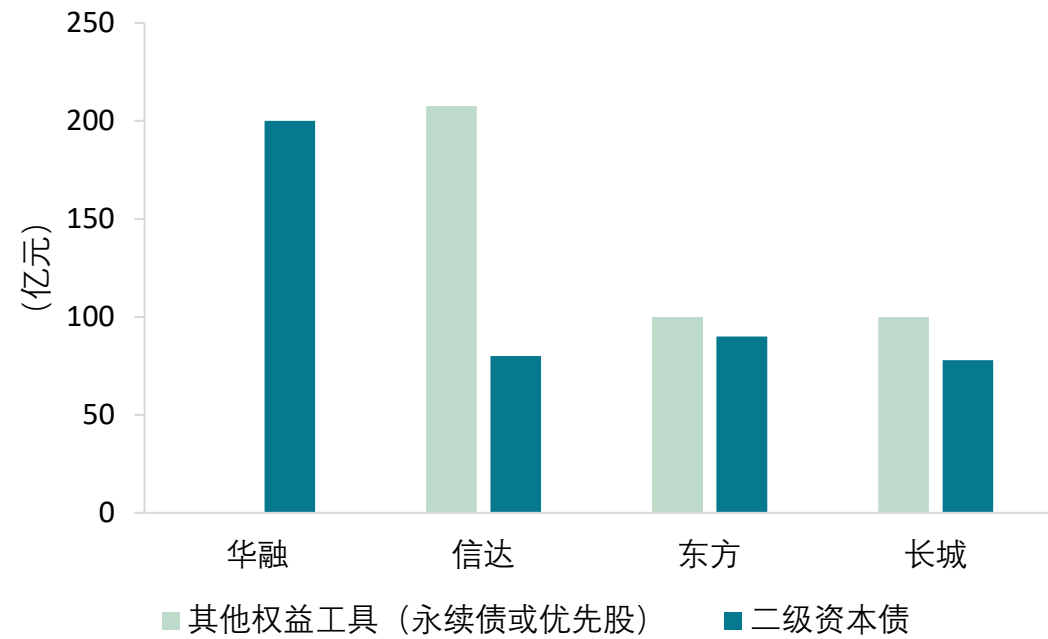
- ❑ 中国华融为补充资本满足监管要求，于2021年通过内资股和H股的非公开发行进行增资，募集资金共420亿元，发行对象包括中国中信集团有限公司、中保融信私募基金有限公司、中国信达资产管理股份有限公司、中国人寿保险（集团）公司和工银金融资产投资有限公司。中国华融目前已划转至中信集团管理。
- ❑ 发行混合资本债也是近年来AMC补充资本的重要方式。

四大AMC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©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

截至2021年末四大AMC母公司口径资本补充债

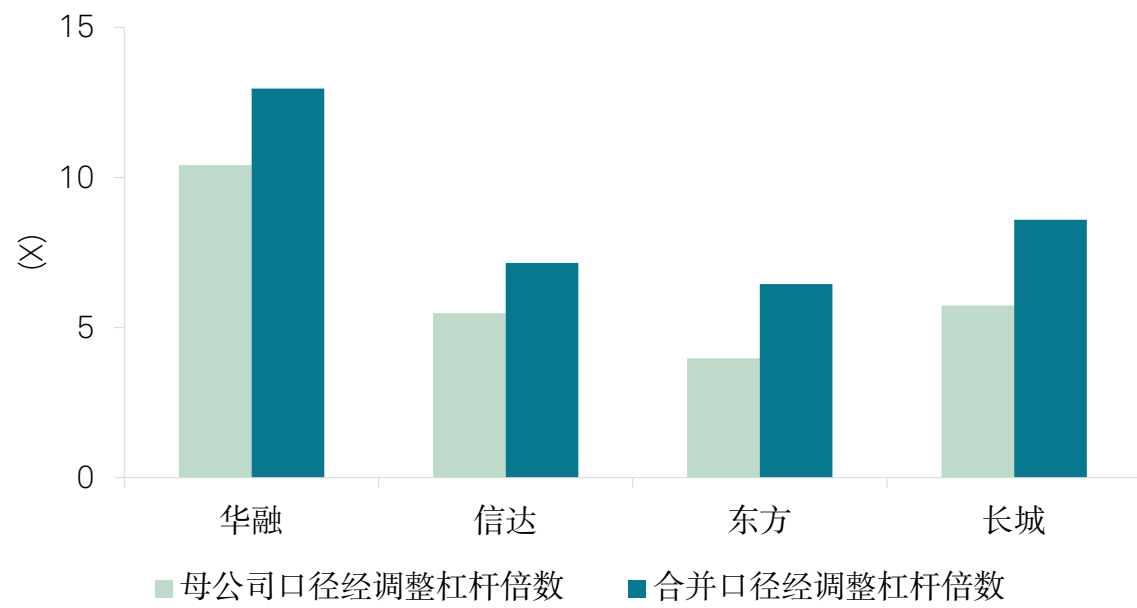


资料来源：Wind，公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于之前坏账对资本的侵蚀，中国华融的杠杆水平很高

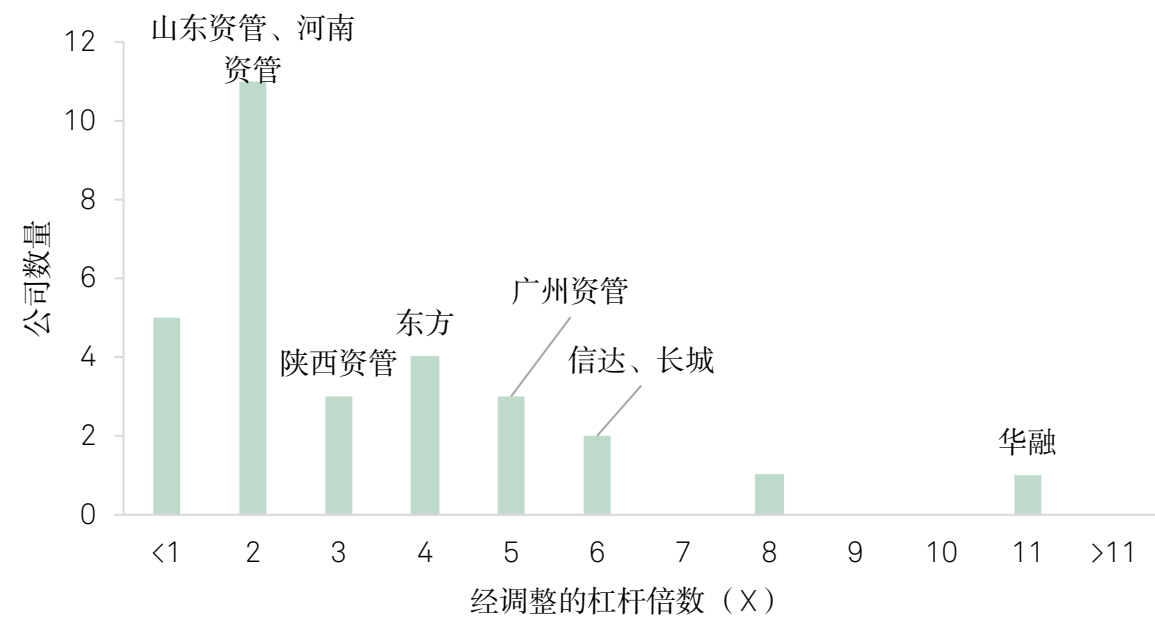
- 对于没有银行子公司的AMC，我们以合并口径杠杆倍数作为评估其资产的核心指标；对于并表银行子公司的AMC，我们会以合并口径（剔除银行）杠杆倍数作为其核心指标；另单独考虑银行子公司的资本充足情况。
- 其他三大AMC的杠杆率远低于中国华融，总体处于适中水平。与四大AMC相比，大部分地方性AMC杠杆倍数明显更低。

四大AMC杠杆倍数比较



注1：华融和信达的杠杆数据为2021年末，东方和长城的杠杆数据为2021年9月末。
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。在测算时，将永续债和优先股调整为债务；但并未对潜在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©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

截至2020年末主要不良资产管理公司经调整杠杆倍数分布

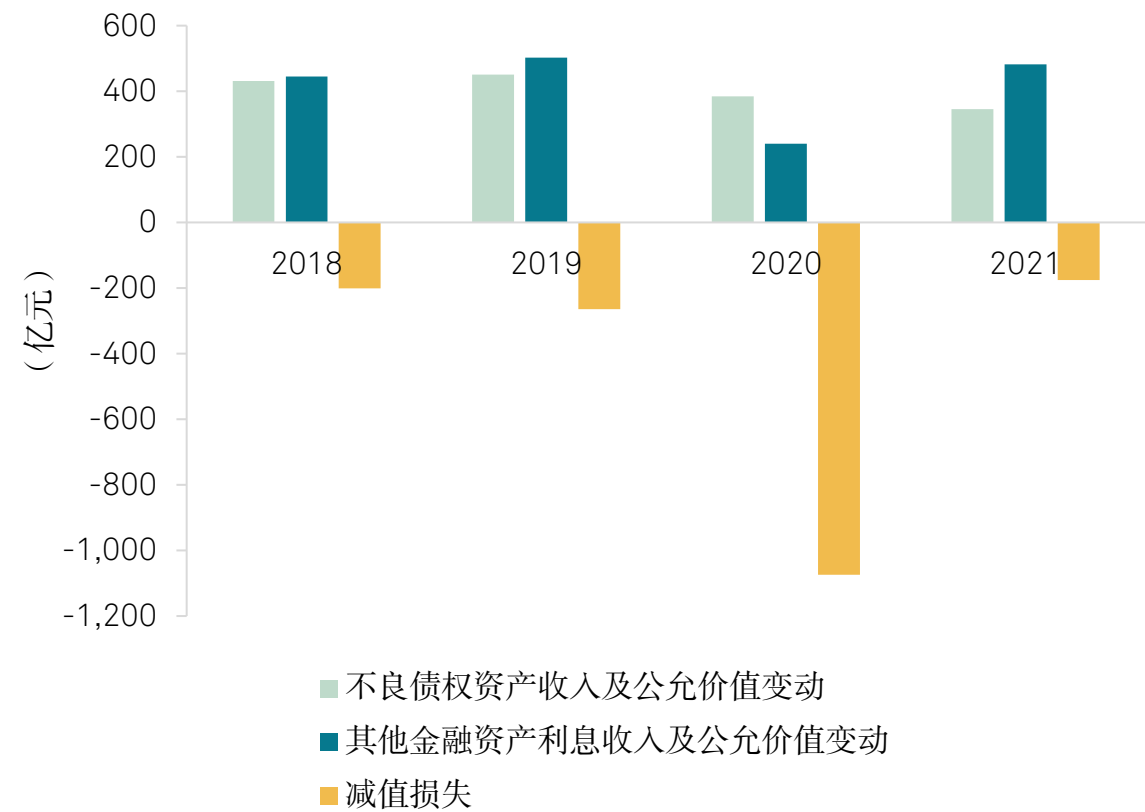


注1：华融和信达的杠杆数据为2021年末，东方和长城的杠杆数据为2021年9月末。
注2：经调整杠杆倍数=经调整后的总债务/经调整后的净资产。在测算时，将永续债和优先股调整为债务；但并未对潜在拨备不足风险进行调整。
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

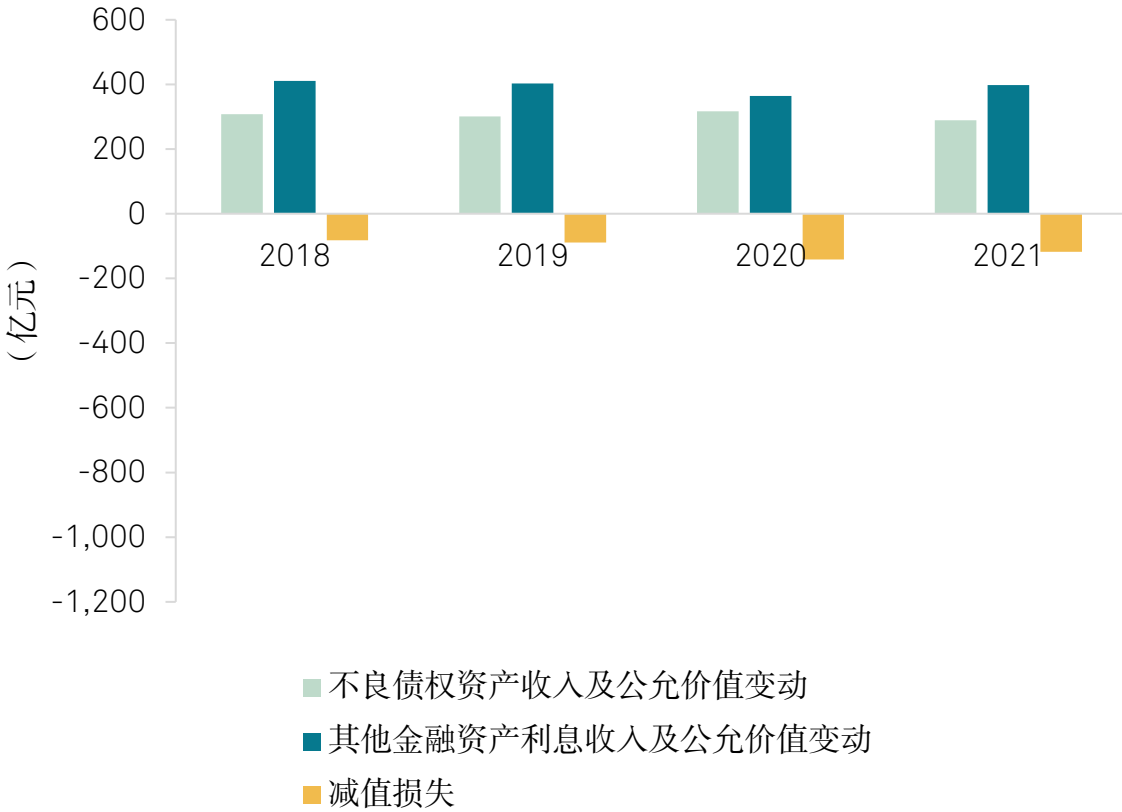
资产质量严重恶化，发生巨额信用减值损失是中国华融2020年亏损的主要原因

其他不良资产管理公司的减值损失在2020年也有承压，但风险可控。

中国华融主要金融资产盈亏情况



中国信达主要金融资产盈亏情况



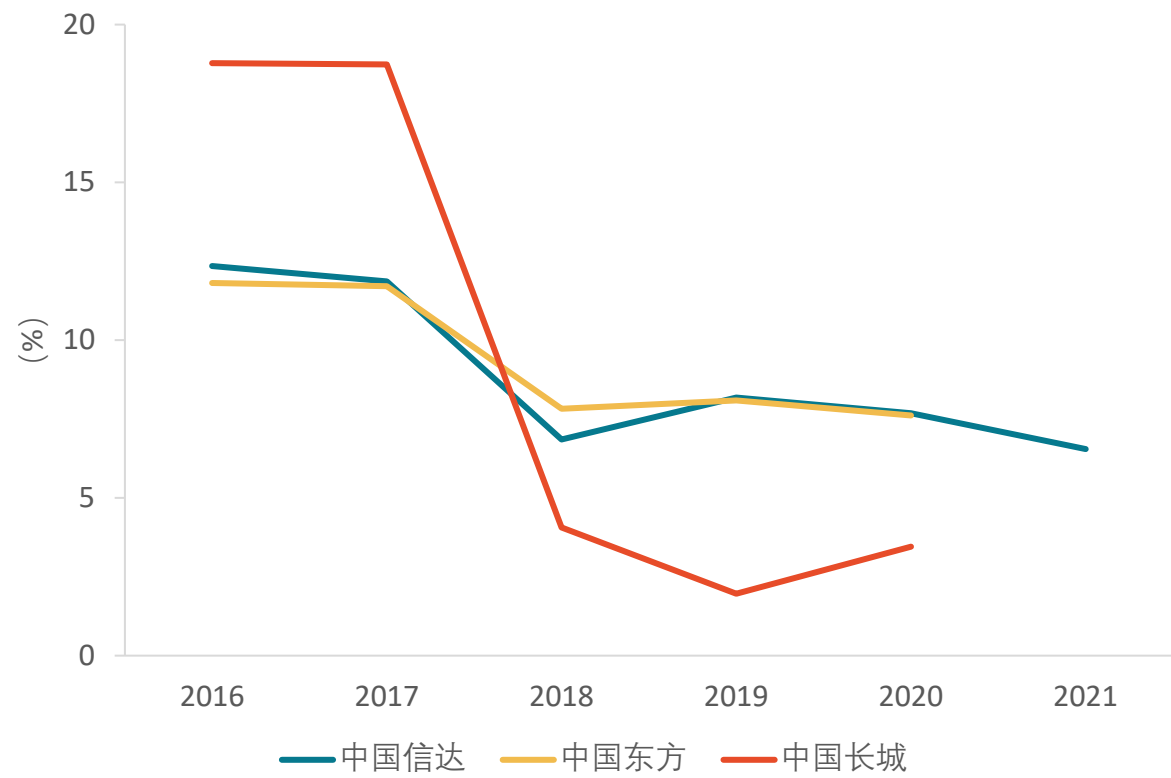
注：审计师对中国华融2020年年报的经营成果及现金流量无法表示意见，对2021年年报的合并经营成果和合并现金流量数据与对应数据的可比性发表保留意见。
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

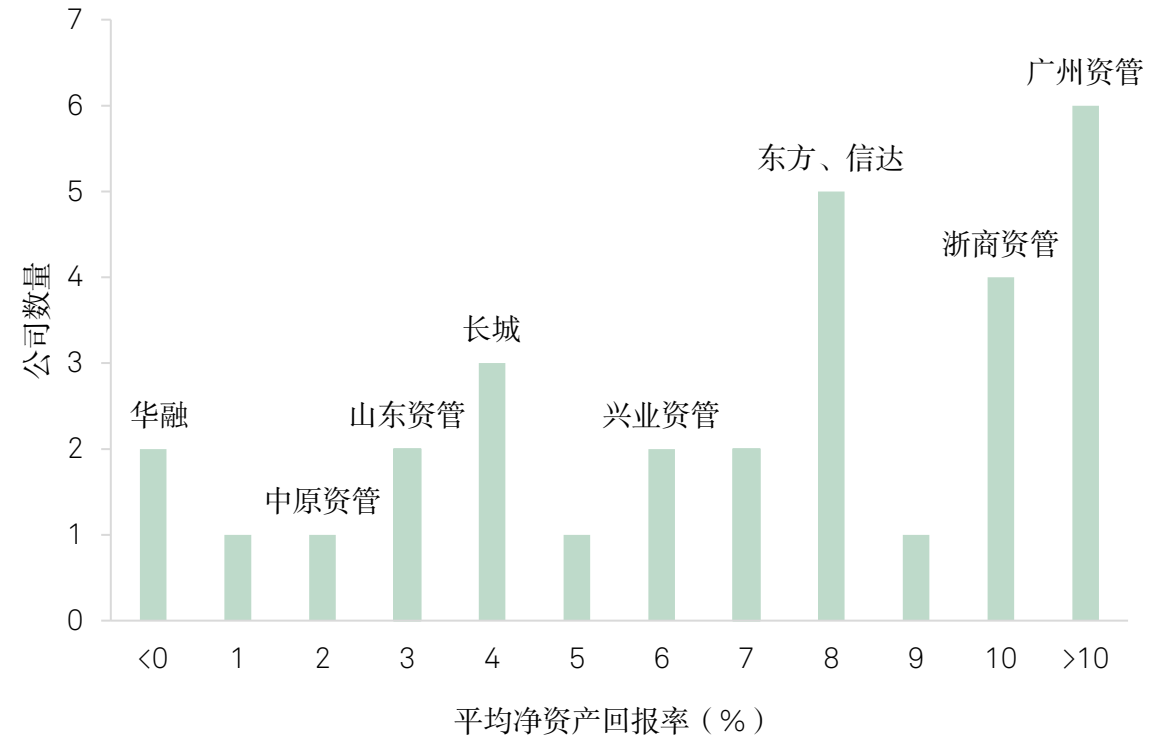
由于信用成本提高，四大AMC近年来盈利水平显著下降

由于盈利性的潜在波动性大，对于杠杆较高的AMC，我们认为其盈利能力对资本的保护有限。中国华融在2020年发生巨额亏损，净亏损1,063亿元，是公司当年年初净资产的65%，亏损对华融的资本造成严重侵蚀，导致公司净资产从2020年初的1,635亿元下降到年末的643亿元。中国华融最终在2021年通过增资缓解了资本不足。

部分全国性AMC平均净资产回报率



2020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©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

AMC资本与盈利性打分规则以及初步打分结果

- 我们评估AMC杠杆的方法与评估其他非银金融机构的方法是一致的。我们以杠杆倍数作为判断资本的核心指标。
- 对于杠杆倍数小于3倍的AMC，可能有正面的资本与盈利性子级调整；对于杠杆倍数处于3-5倍之间的，可能没有子级调整；对于杠杆倍数超过5倍的，可能有负面的子级调整。资本有两至三个负面子级调整的公司往往存在资本被坏账侵蚀的情况。

子级调整	典型特征	核心指标阈值： 杠杆倍数 (X)
+2	我们认为资本与盈利性对机构的个体信用状况有显著正面影响。我们预计至少在未来12个月该机构经标普信评调整后的杠杆倍数将处于很低水平。	≤ 1
+1	我们认为资本与盈利性对机构的个体信用状况有正面影响。我们预计至少在未来12个月该机构经标普信评调整后的杠杆倍数将处于低水平。	> 1 和 ≤ 3
0	我们认为资本与盈利性对机构的个体信用状况的影响为中性。我们预计至少在未来12个月该机构经标普信评调整后的杠杆倍数将处于适中水平，而且该机构即使在压力情景下也可充分满足监管对资本充足性的要求。	> 3 和 ≤ 5
-1	我们认为资本与盈利性对机构的个体信用状况有偏负面的影响。我们预计未来12个月该机构经标普信评调整后的杠杆倍数将处于较高水平。	> 5 和 ≤ 7
-2	我们认为资本与盈利性对机构的个体信用状况有负面影响。我们预计未来12个月该机构经标普信评调整后的杠杆倍数将处于高水平。	> 7 和 ≤ 12
-3	我们认为资本与盈利性对机构的个体信用状况有显著负面影响。我们预计未来12个月该机构经标普信评调整后的杠杆倍数将处于很高水平。该机构在正常情景下也很可能违反监管的最低资本要求。	> 12

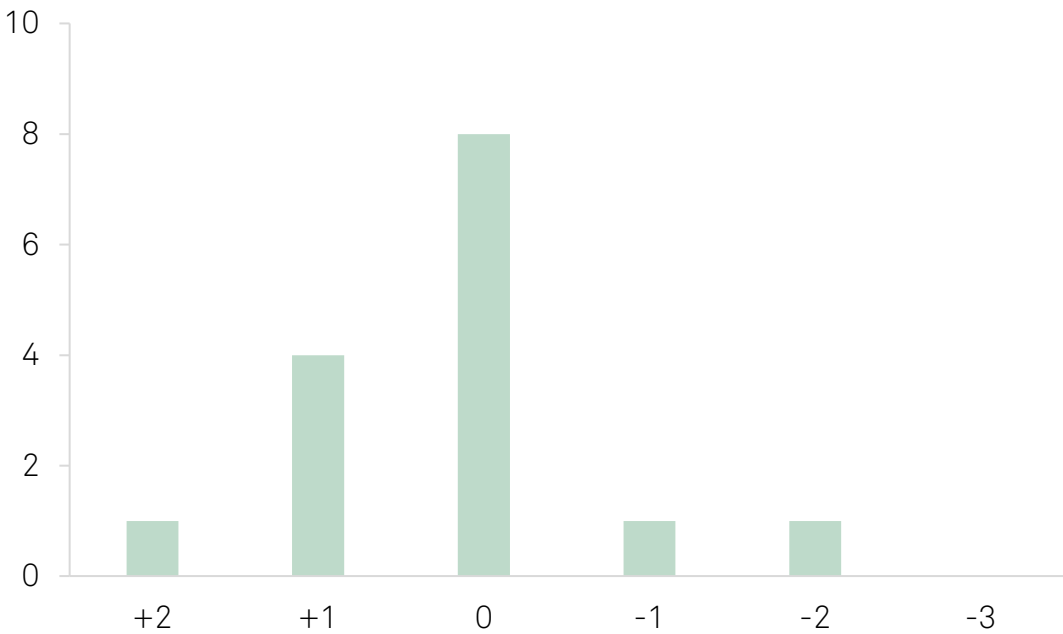
注1：测试中所使用的阈值只是打分的起点，在此基础上我们还会考虑其他定性和定量因素，因此我们最终的子级调整结论和从阈值分析得出的初步结论可能不同。

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©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

15家主要持牌不良资产管理公司潜在资本与盈利性子级调整分布



注：本报告中所呈现的潜在信用质量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潜在信用质量分布结果。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最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

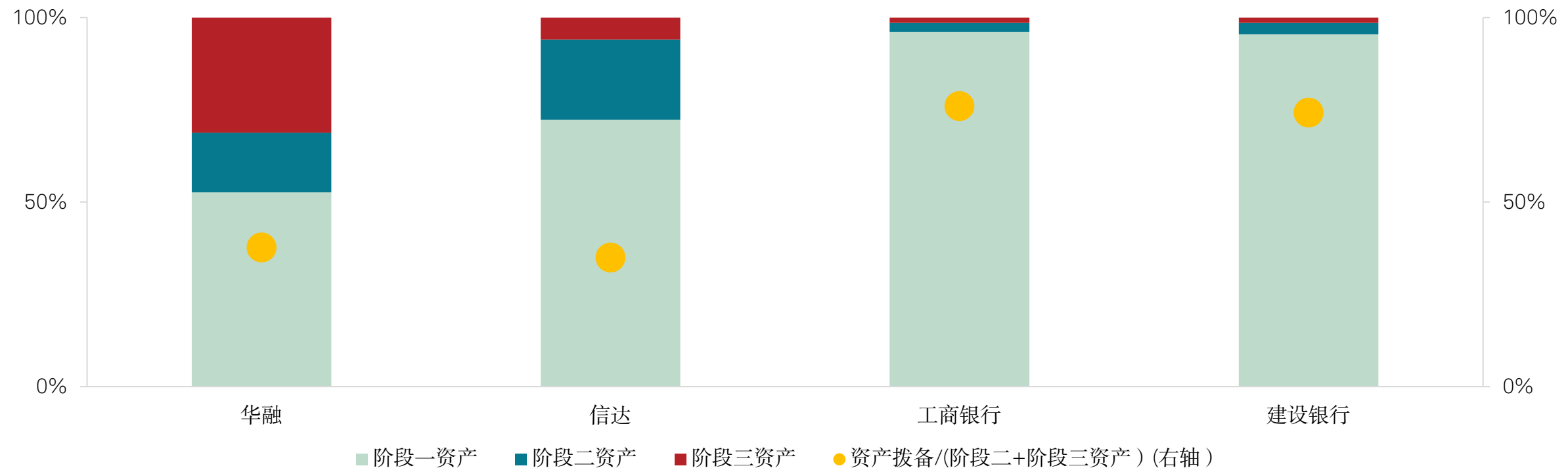
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。



风险状况

由于不良资产收购业务的内在高风险特性，资产管理公司的资产质量弱于银行业的平均水平

部分AMC与银行截至2021年末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。

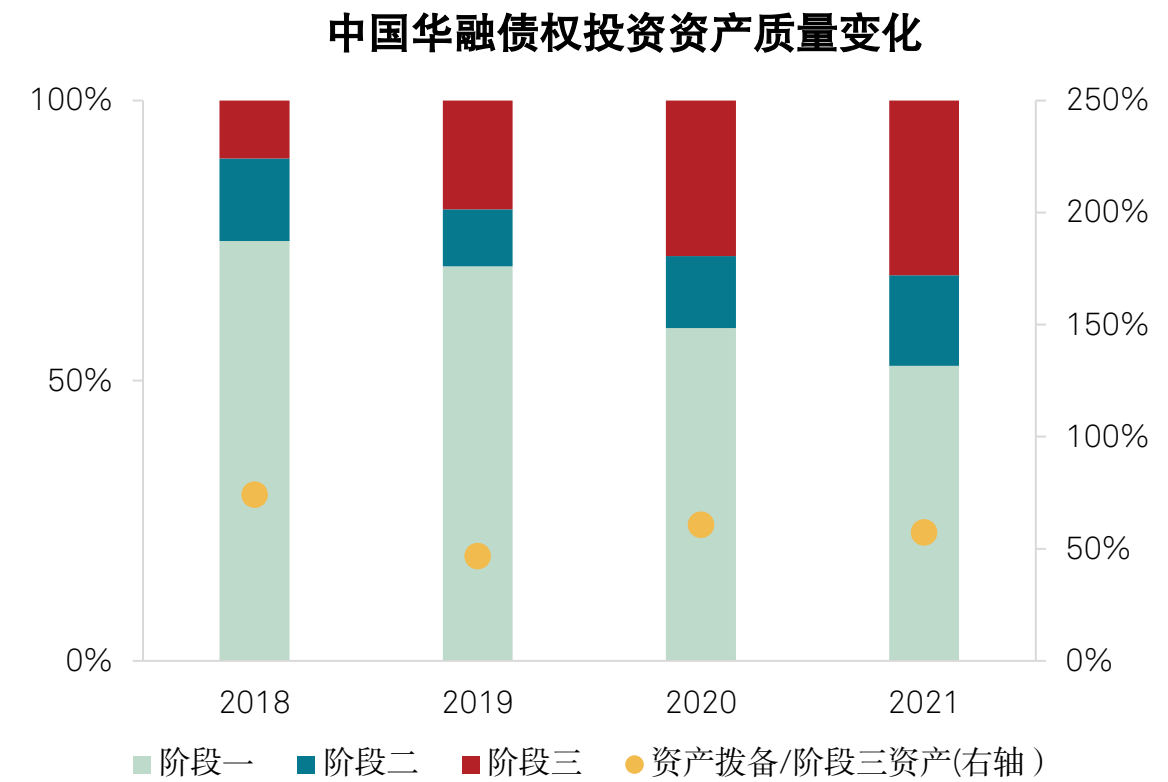
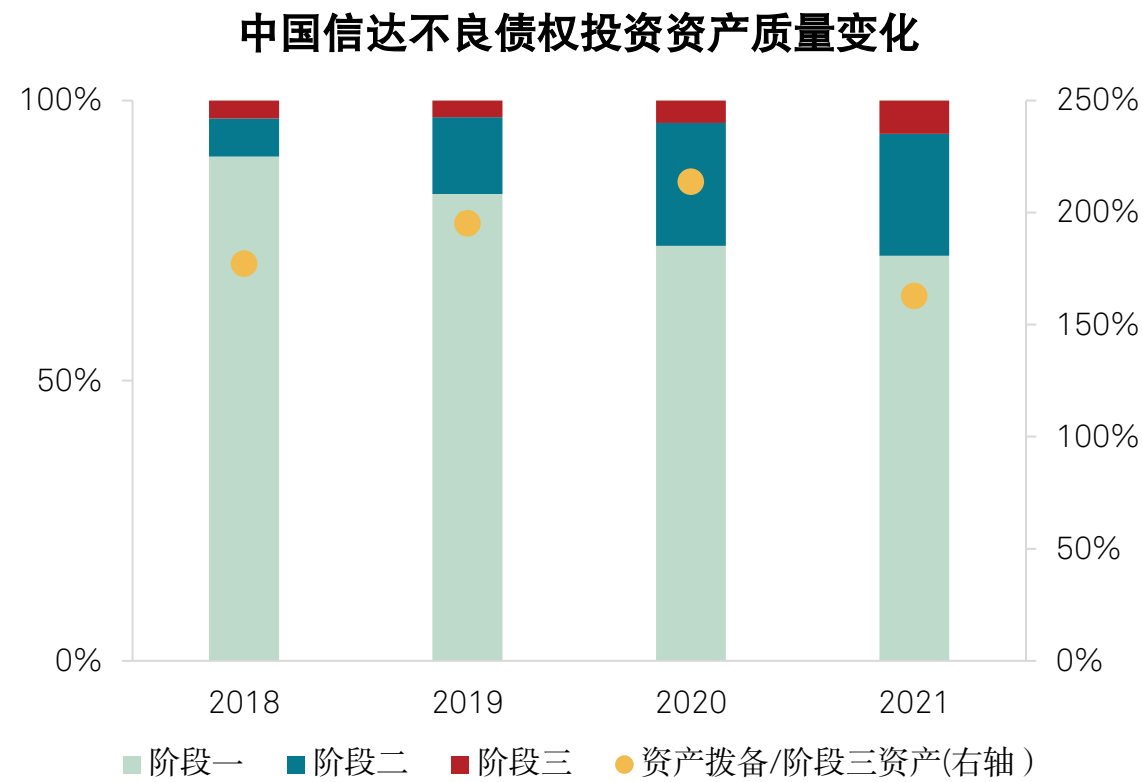
注2：工商银行和建设银行的资产组合是其以摊余成本计量的发放贷款及垫款以及以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的发放贷款及垫款；华融的资产组合是以摊余成本计量的金融资产组合；信达的资产组合是其以摊余成本计量的金融资产中的不良资产投资组合。

资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

近年来AMC资产质量承压，问题资产占比显著上升

- 虽然资产质量承压，中国信达对问题资产仍然保持了合理的拨备水平。
- 中国华融近年来资产质量持续恶化，截至2021年末，对于三阶段资产的拨备覆盖在50%左右，未来拨备压力仍然较大。



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。

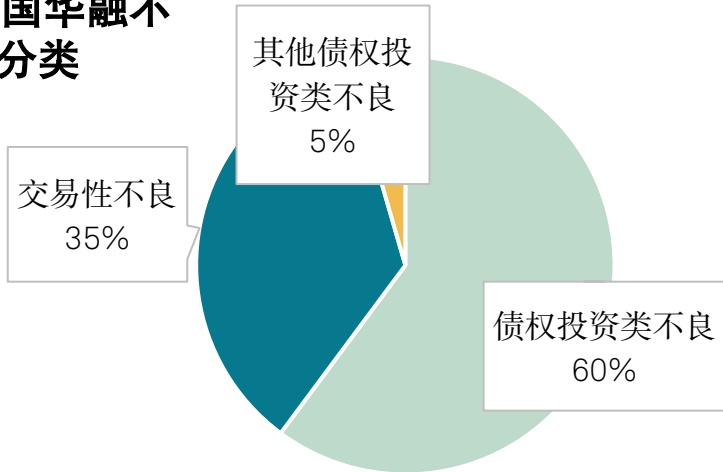
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

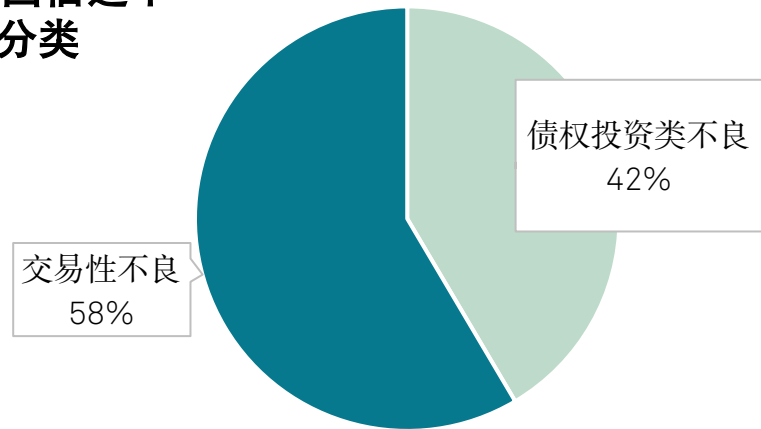
目前AMC的资产质量压力主要来自于收购重组类不良

- ❑ 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。但从中国华融近年情况来看，该部分的损失并不显著。

2021年末中国华融不良资产分类



2021年末中国信达不良资产分类

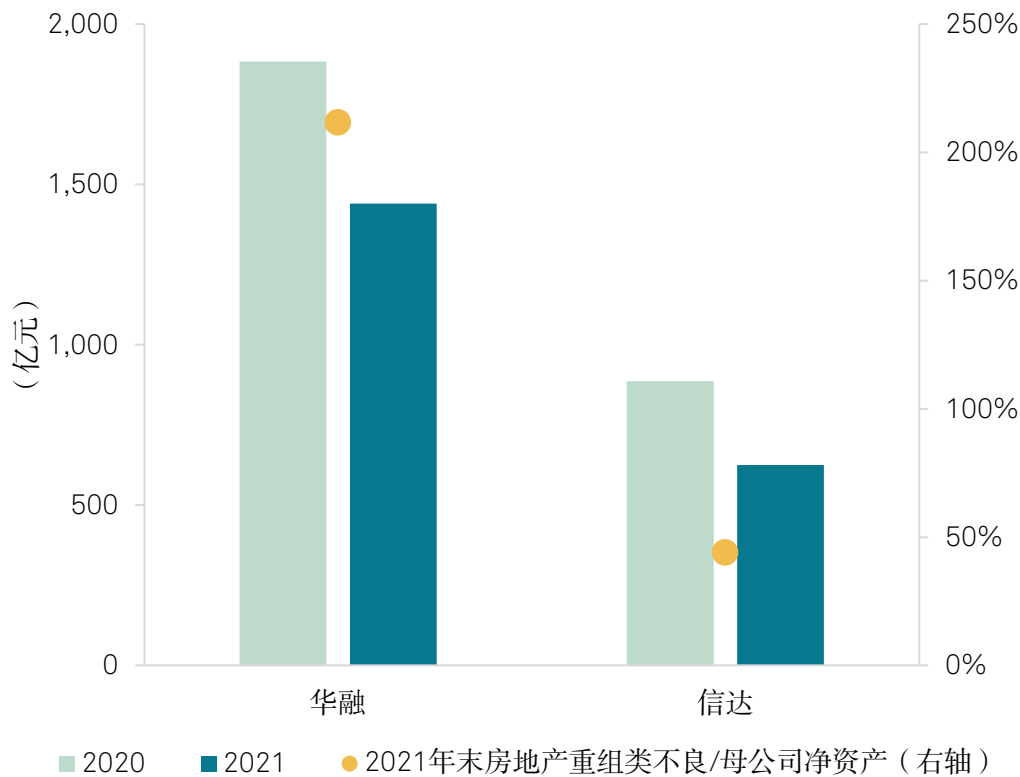


资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

AMC的房地产行业敞口可能在2022年带来更大的资产质量压力

- ❑ 不良资产业务对房地产行业敞口很大。截至2021年末，中国华融收购重组类不良资产余额有近半与房地产相关，相关敞口是母公司净资产的2倍以上；中国信达也有较大的房地产敞口，相关敞口是母公司净资产的44%；中国信达重组类房地产业务的绝对规模也更加可控，仅为中国华融的43%。截至2020年末，中国东方和中国长城债权投资、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24%和33%。
- ❑ 2021年以来房地产开发行业违约风险激增，对AMC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。如中国华融子公司华融融德2021年净亏损6.6亿元，主要是由于部分房地产企业客户经营及财务情况恶化，履约能力下降，华融融德当期确认了较大信用减值损失。
- ❑ 同时，房地产开发行业违约高企，AMC的业务机会也增加，能够参与到房地产企业的不良处置，如中国东方在2022年一季度获批100亿专项债用于地产纾困。目前房地产行业的状况对于AMC是一把双刃剑：既可能带来新的业务机会；也可能影响存量资产的质量。

房地产相关收购重组类不良资产余额以及在
母公司净资产中的占比



资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

子公司和其它结构化主体损失是2020年中国华融大额亏损的主要来源

- ❑ 中国华融在2020年度母公司层面营业亏损近1000亿元，其亏损主要来自于并表的子公司或结构化主体的信用减值损失。
- ❑ 华融证券和华融国际信托在2020年亏损严重。
- ❑ 中国华融将持续处置其子公司，其中华融证券已经出售给中国国新，对最大子公司华融湘江银行也启动了股权转让计划。
- ❑ 我们认为，在子公司的风险很高的情况下，业务多样性并不能带来风险分散的效果。

中国华融部分子公司2020年财务情况

（金额单位：亿元）	2020年末总资产	在集团总资产中的占比	2020年税前利润
华融湘江银行	4,059.76	25%	36.71
华融金融租赁	1,382.80	8%	20.46
华融证券	618.30	4%	-81.54
华融融德	243.56	1%	5.76
华融国际信托	199.11	1%	-59.62

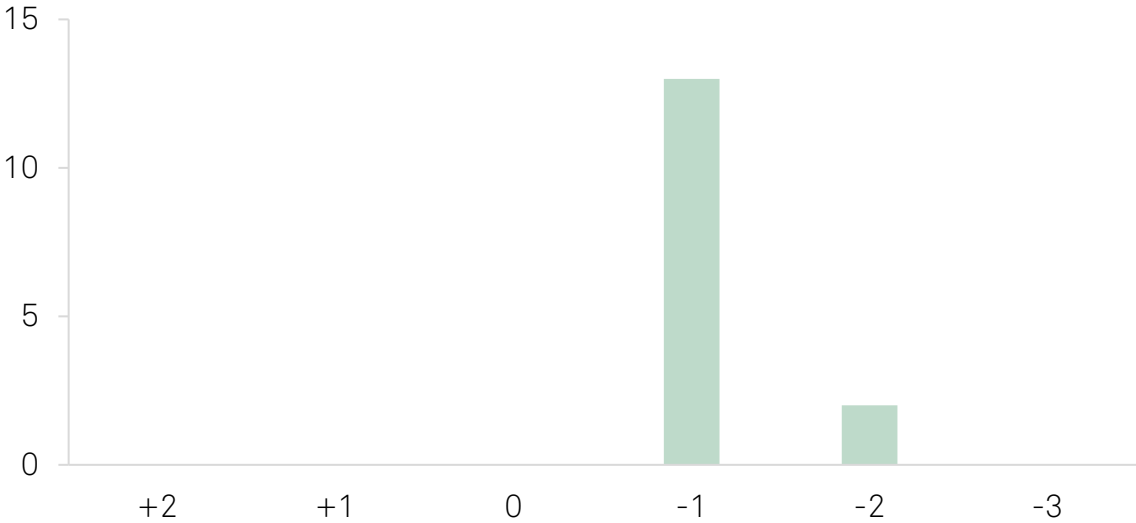
AMC风险状况打分规则以及初步打分结果

- ❑ 我们评估AMC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AMC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AMC的风险状况会弱于银行业金融机构平均情况，所以大部分AMC的风险状况子级调整会是减一个子级；对于自身发生严重操作风险，内控失效，资产质量比AMC平均情况差的公司，我们可能会减两个或三个子级。

子级调整	典型特征
+2	风险偏好远低于银行业平均水平，或业务集中在风险非常低的行业，在整个经济周期中资产质量表现远优于银行业平均水平。
+1	信贷审批标准比银行业平均水平更审慎，或业务集中在低风险领域，在整个经济周期中资产质量表现一般优于银行业平均水平。
0	风险管理能力、信贷审批标准以及资产质量处于银行业平均水平。
-1	风险管理能力或资产质量略低于银行业平均水平。信贷审批标准的审慎程度略低于银行业平均水平，或业务集中在高风险或周期性较强的行业。
-2	风险管理能力或资产质量低于银行业平均水平。信贷审批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显著低于银行业平均水平，内部控制或风险治理可能存在严重缺陷。因为风险显著较高，我们对资本和盈利性的评估的基本假设可能不再适用。

资料来源：标普信评。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

15家主要持牌不良资产管理公司潜在风险状况子级调整分布



注1：本报告中所呈现的潜在信用质量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潜在信用质量分布结果。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最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

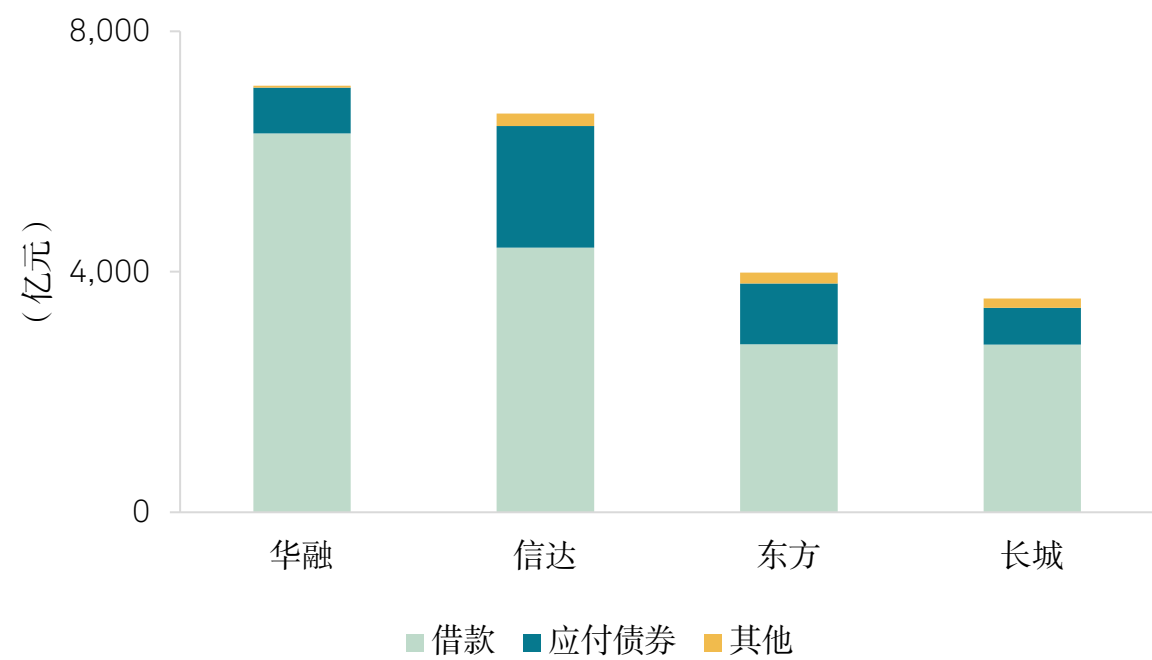


融资与流动性

四大AMC不良业务的融资主要来源为银行借款和债券融资

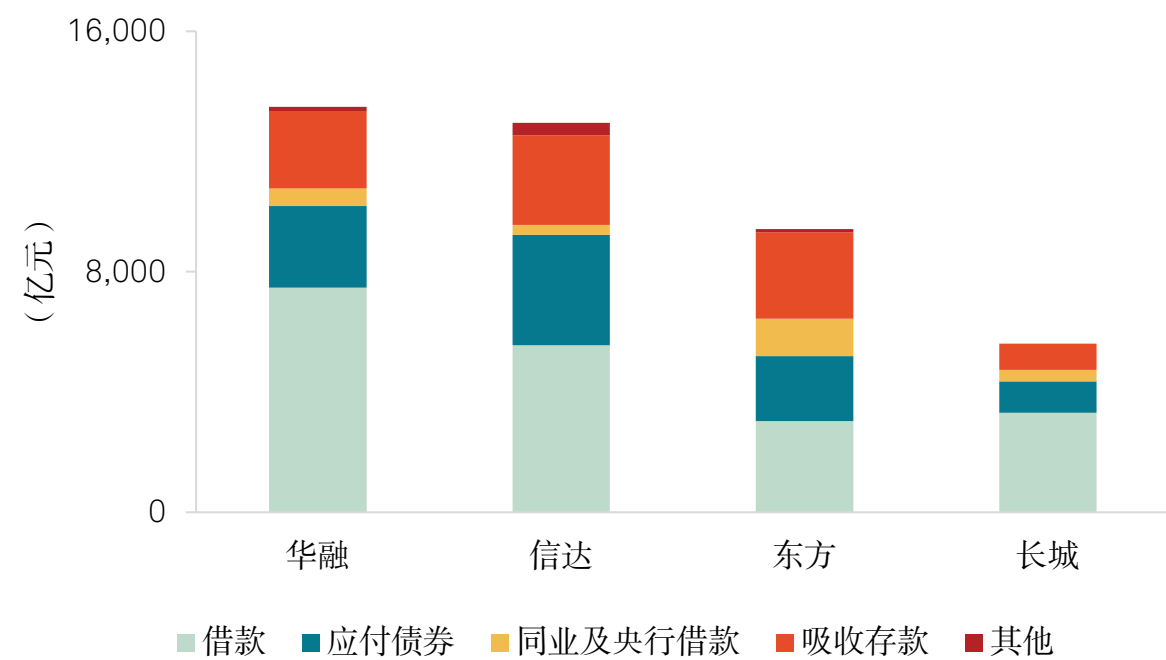
- 四大AMC母公司层面债务主要来源于银行借款和债券发行。
- 虽然四大AMC均有银行子公司，但由于关联交易方面的限制，银行子公司不能用于支撑不良资产业务的融资。

四大AMC母公司口径债务结构



注：华融和信达债务数据为截至2021年末，东方和长城债务数据为截至2021年9月末。
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

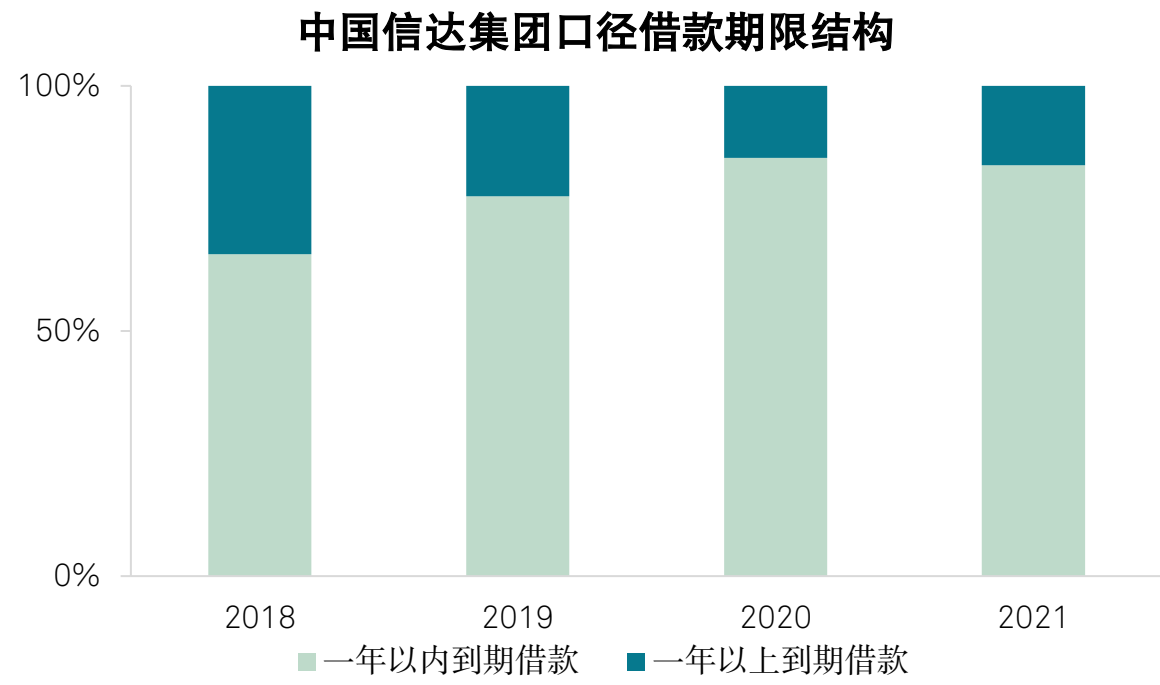
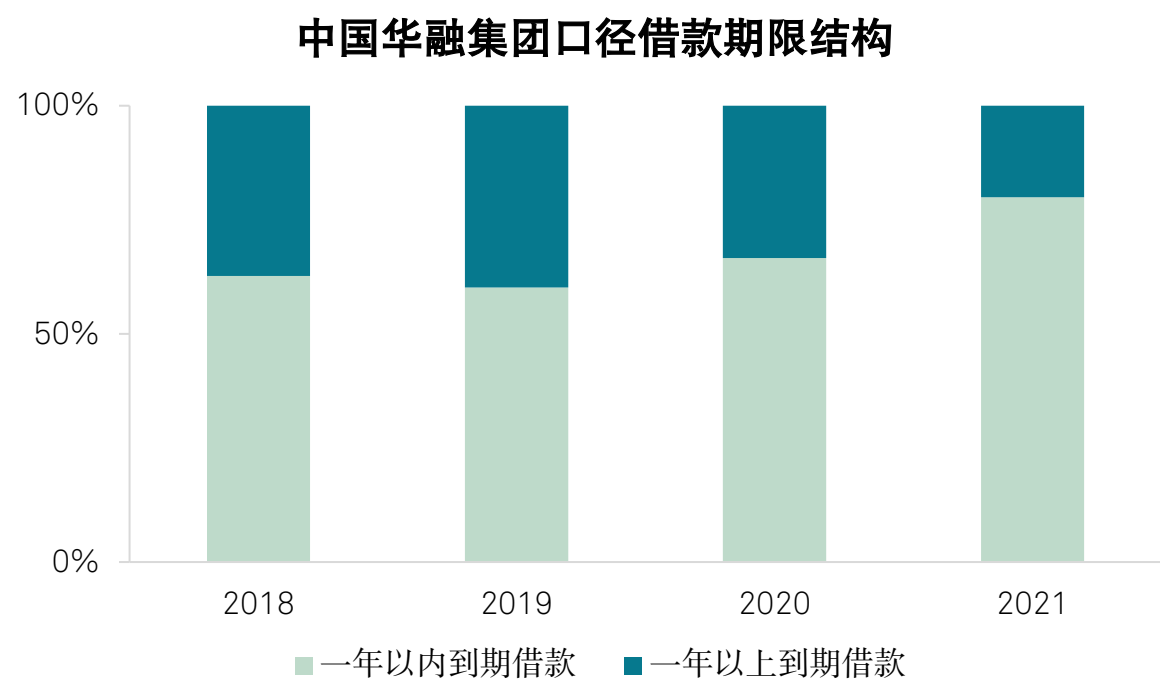
四大AMC集团口径债务结构



注：华融和信达债务数据为截至2021年末，东方和长城债务数据为截至2021年9月末。
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

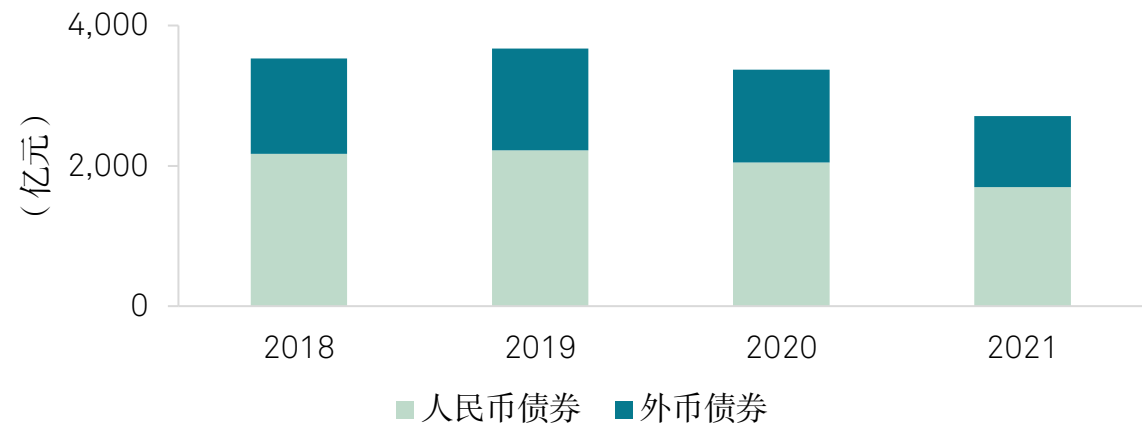
四大AMC的短期债务占比很高，增加了再融资风险

- ❑ 多年来，四大AMC一方面从银行获得低成本的短期贷款资金，另一方面投资于高收益的不良资产业务和其他投资业务，这使得其能够赚取较高的息差，同时也增加了再融资风险。
- ❑ 不良资产处置的业务特征决定了其资产端的流动性较弱。如果大量使用短期债务去支撑不良资产业务，资产负债的期限匹配差。但由于全国性AMC的股权背景和政府支持，保证了再融资的畅通，仍然能保持充足的流动性。

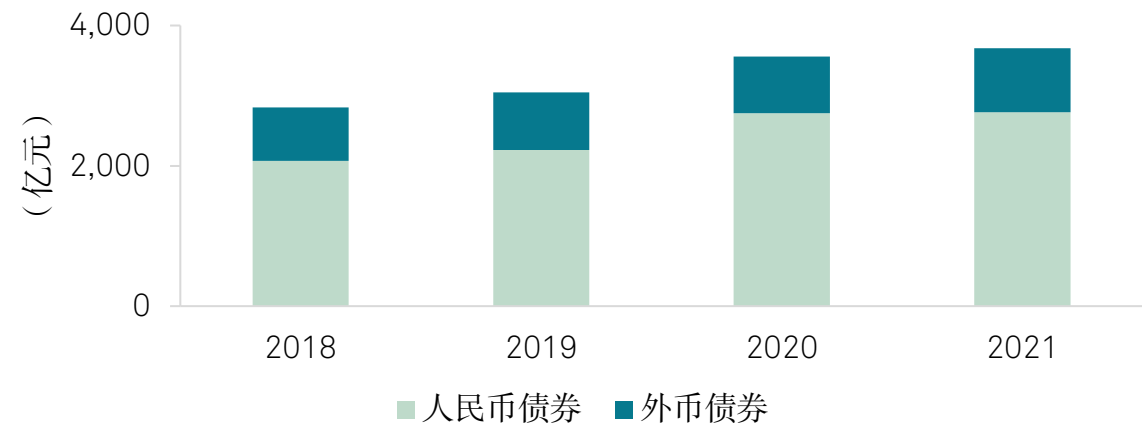


四大AMC的再融资风险涉及国内金融市场和海外债券市场两方面

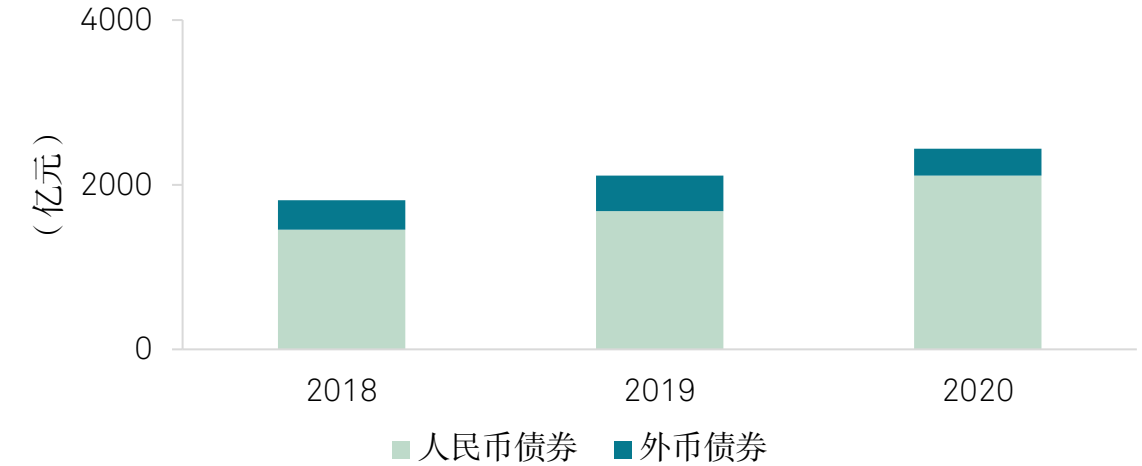
中国华融债券融资结构（按币种划分）



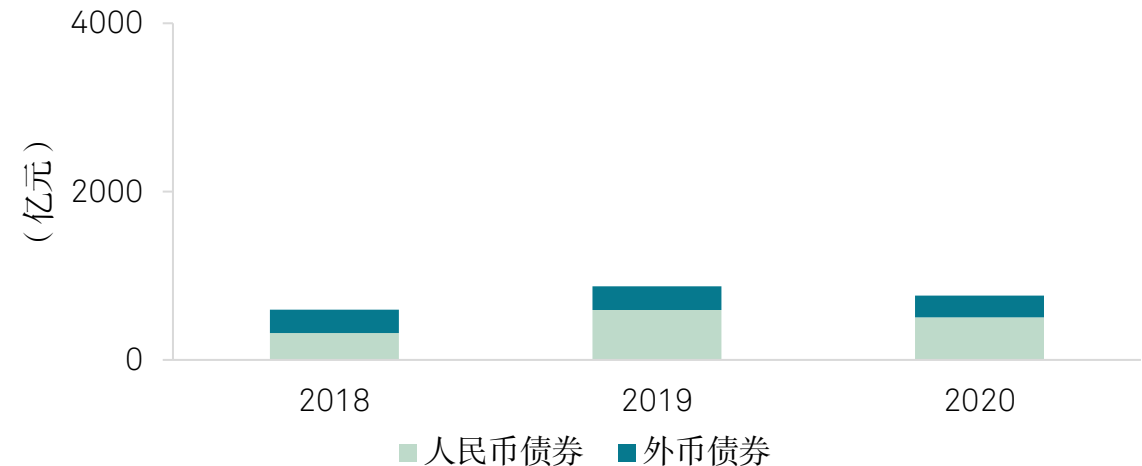
中国信达债券融资结构（按币种划分）



中国东方债券融资结构（按币种划分）



中国长城债券融资结构（按币种划分）



资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

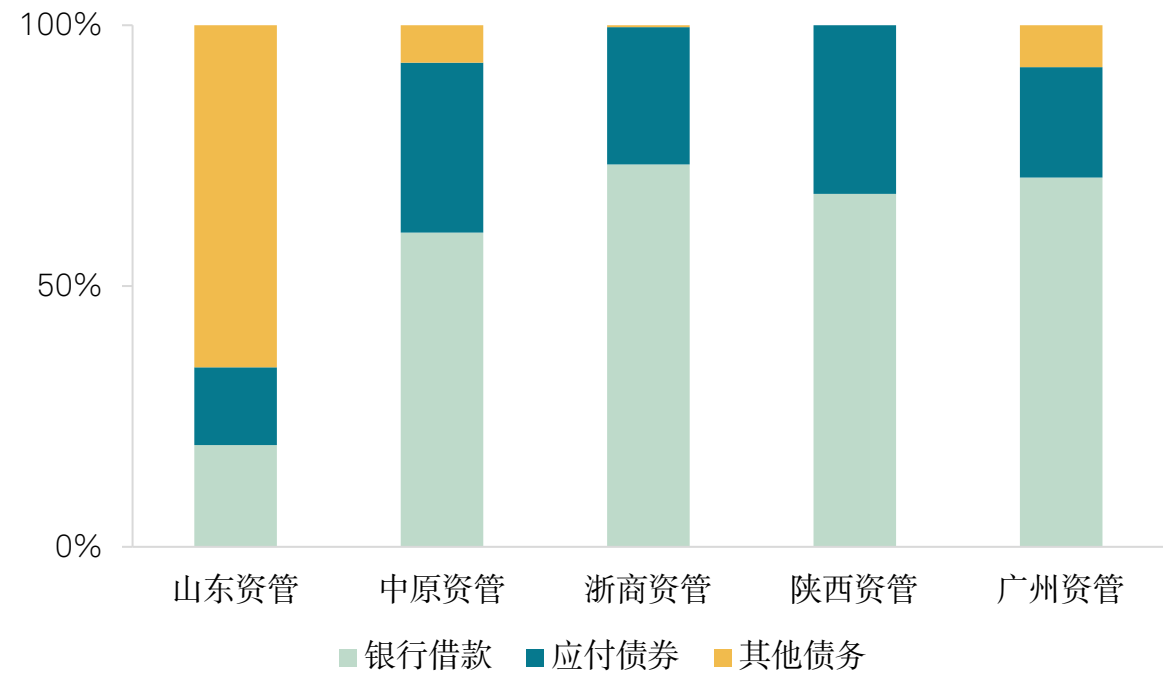
华融事件以后，四大AMC的再融资对市场信心的敏感度提升

- ❑ 在华融事件之前，作为财政部直接控股的特殊金融机构，多年来四大AMC金融市场融资渠道通畅。但华融风险事件以后，行业在短期内受到一定冲击。
- ❑ 华融事件以后，投资者对于四大AMC的信用分析会更加聚焦其自身资本和坏账情况。我们认为，未来投资者会更加重视对该行业的基本面信用分析，AMC融资对市场信心更加敏感。
- ❑ 由于不良处置业务的现金流不确定性很高，AMC的短债偿还主要依赖于自身表内的现金、配置的高流动性投资资产，尤其依赖再融资。
- ❑ 考虑到其目前的股权结构，我们认为四大AMC在正常情景下能够维持正常的再融资；但是由于其短债占比高，资产端高流动性资产有限，对批发市场再融资非常依赖，在压力情景下不排除出现流动性紧张的可能。

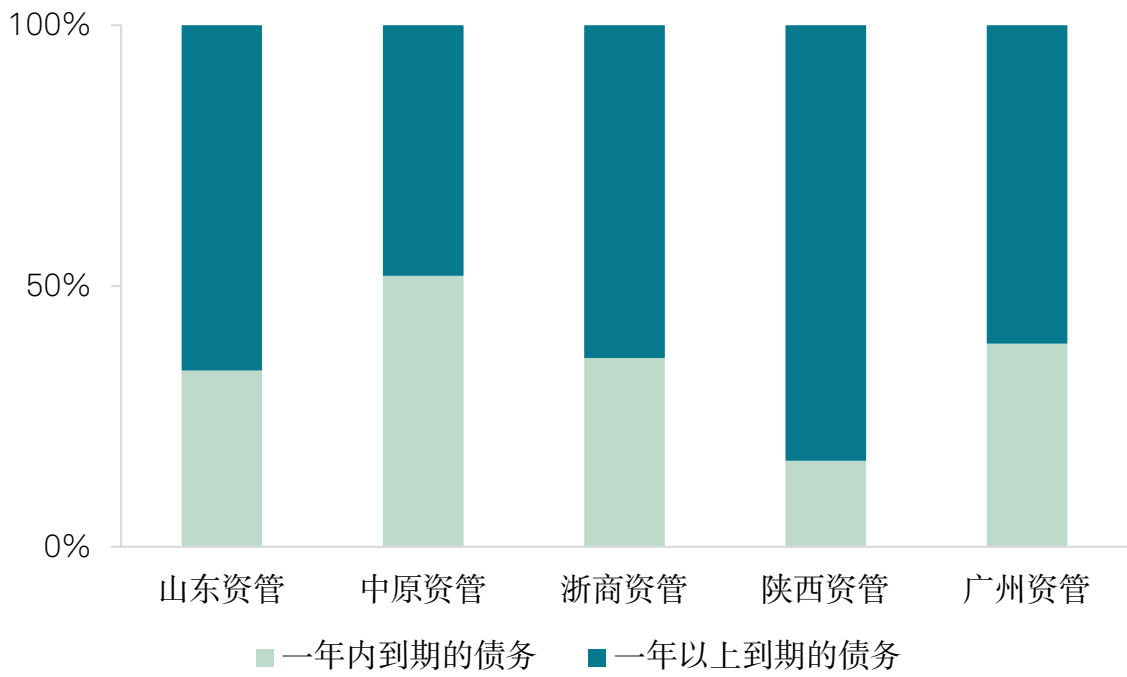
地方AMC的融资主要依靠银行借款和债券市场

在期限结构上，相比于四大AMC，地方AMC的长期债务占比更高，短期流动性压力总体可控。

截至2020年末部分地方不良资产管理公司债务结构



截至2020年末部分地方不良资产管理公司债务期限结构



注：其他债务包括非金融机构借款（如山东资管有600亿其他债务是恒丰银行项目相关的专项应付款）、应付利息、卖出回购金融资产款等。
资料来源：标普信评。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

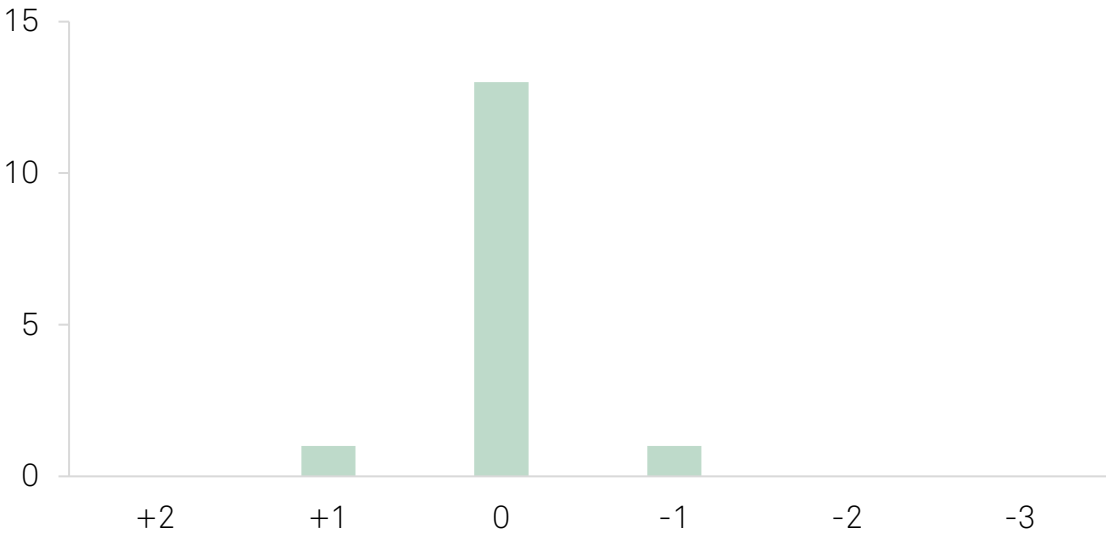
AMC融资与流动性打分规则以及初步打分结果

我们认为绝大部分大中型AMC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AMC能够保持稳定的融资与流动性的重要原因。个别AMC由于母公司很强的日常支持，我们对其融资与流动性可能上调子级；另有个别AMC由于坏账过高，资产流动性严重恶化，加之再融资风险上升，我们对融资与流动性可能下调子级。

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。

资料来源：标普信评。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

15家主要持牌不良资产管理公司潜在融资与流动性子级调整分布



注：本报告中所呈现的潜在信用质量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潜在信用质量分布结果。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最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

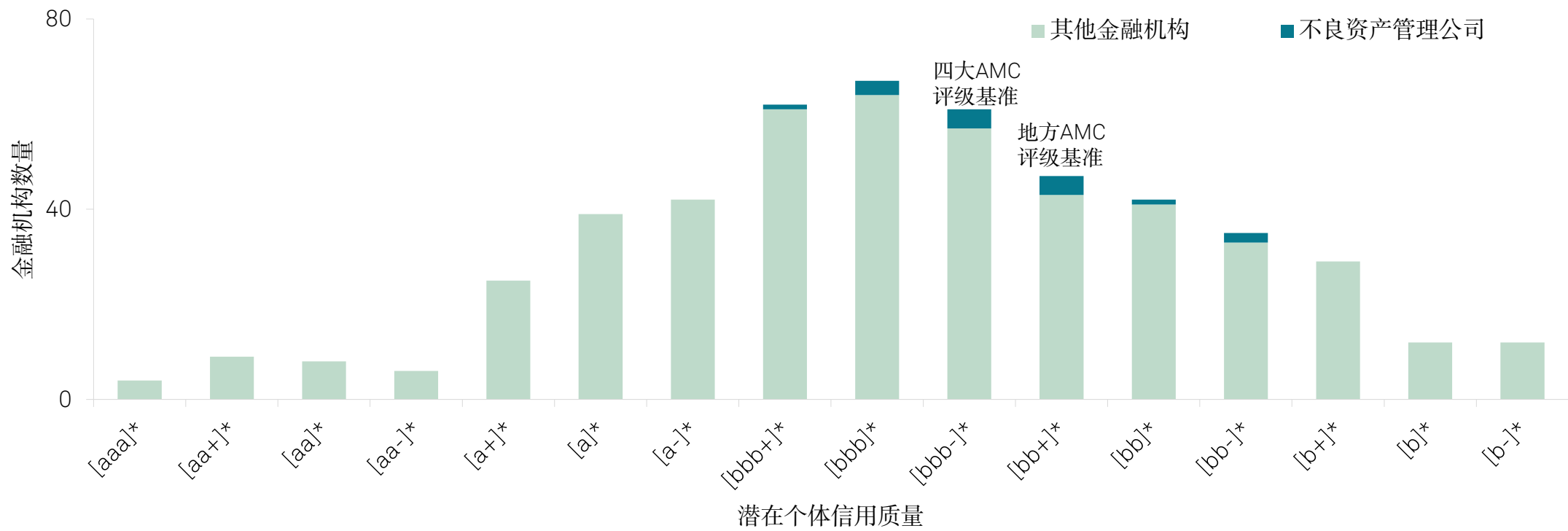


个体信用质量

主要的大中型持牌AMC的个体信用质量一般在bb到bbb的水平

我们对15家全国性和地方性大中型AMC进行了信用质量测试。

500家金融机构潜在个体信用质量分布



注1：我们的潜在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。

注2*：本报告中所呈现的潜在信用质量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潜在信用质量分布结果。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最终评级结果的表示。

注3：我们测试了15家主要的持牌大中型不良资产管理公司。

资料来源：标普信评。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

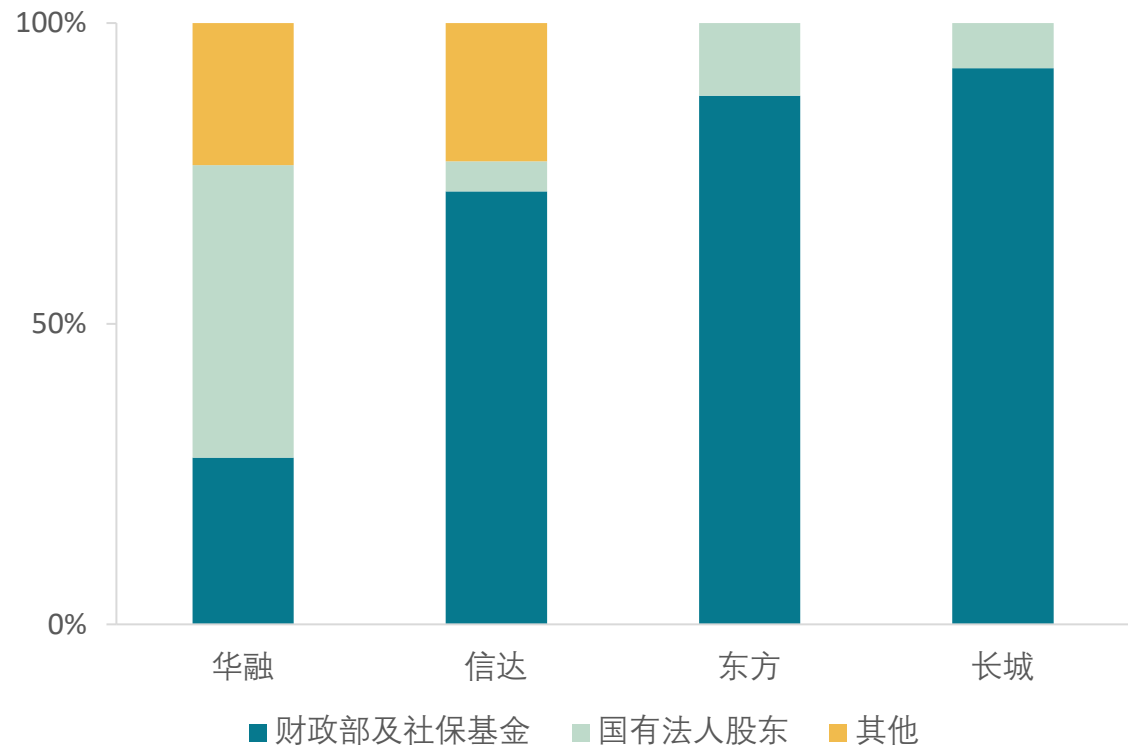


外部支持以及主体信用质量

四大AMC很可能获得中央政府的特殊支持

- ❑ 在华融事件之前，四大AMC的控股股东均为财政部。中央政府的特殊支持一直是支撑四大AMC信用质量的主要因素之一。我们认为四大AMC将继续获得中央政府的特殊支持。
- ❑ 中国华融在2021年完成增资引战后，目前已经划转至中信集团管理。我们认为，中国华融此次大股东变更一方面为其补充了资本，保证了未来公司经营的可持续性，另一方面也实现了中国华融与财政部的相对风险隔离。

四大AMC股权结构



注：华融和信达股权结构是根据2021年年报，东方和长城股权结构是根据2020年年报。
资料来源：公司公开信息，标普信评收集及整理。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

地方AMC很可能得到地方政府的特殊支持

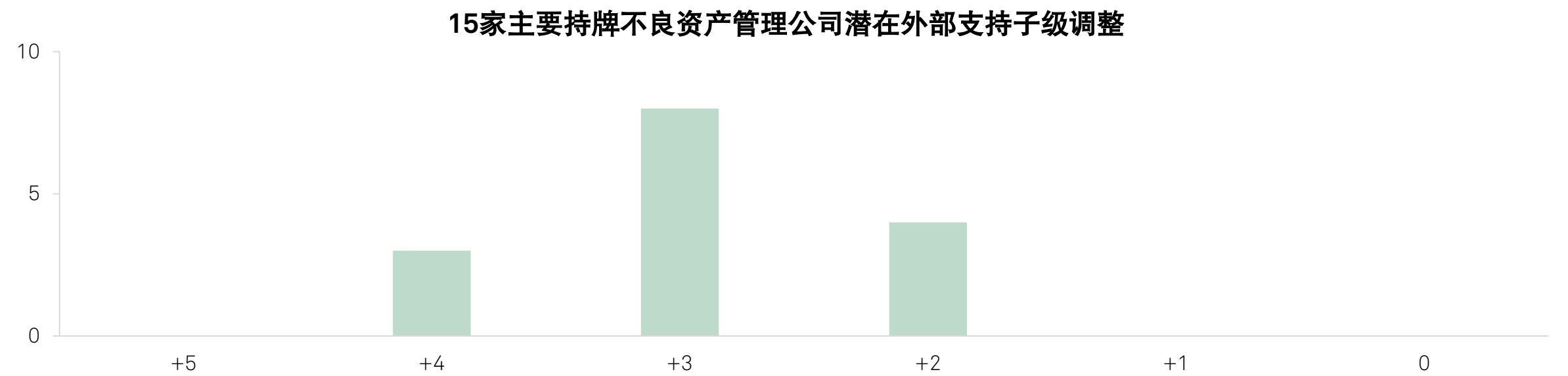
- 地方AMC的股权关系与地方政府关系紧密，地方政府的支持是地方AMC信用质量的主要考虑因素之一。
- 除了政府支持外，部分AMC的大股东为大型集团企业，在危机情况下很可能得到来自集团的特殊支持。根据《中国银保监会非银行金融机构行政许可事项实施办法》要求，金融资产管理公司应在公司章程中载明，主要股东应当在必要时向金融资产管理公司补充资本。因此我们认为，大型集团旗下的金融资产管理公司在危机时获得来自集团的资本支持的可能性高。

部分地方不良资产管理公司第一大股东及实控人情况

公司名称	2020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	64.90	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	82.28	山东省政府
浙江省浙商资产管理有限公司	浙江省国际贸易集团有限公司	69.16	浙江省国资委
陕西金融资产管理股份有限公司	陕西财金投资管理有限责任公司	17.74	陕西国资委
内蒙古金融资产管理有限公司	内蒙古自治区财政厅	59.68	内蒙古自治区政府
中原资产管理有限公司	河南省财政厅	20.00	河南省财政厅
厦门资产管理有限公司	厦门金圆金控股份有限公司	62.50	厦门市财政局
湖南省财信资产管理有限公司	湖南财信金融控股集团有限公司	100.00	湖南省国资委
河南资产管理有限公司	河南投资集团有限公司	40.00	河南省政府
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
华润资产管理有限公司	华润金控投资有限公司	100.00	华润集团

我们认为大部分持牌AMC在未来将继续获得政府的特殊支持

- 持牌AMC在金融体系的风险化解中继续发挥重要作用，国有AMC在防范国有资产发生重大损失方面继续扮演重要角色。
- 大部分持牌AMC在股权关系上与政府有密切关系。
- 华融事件表明，AMC是否坚持政府和监管的政策导向，自身是否能够做到审慎经营，维持良好的公司治理和风险管理，也是决定AMC信用质量的关键因素之一。



注：本报告中所呈现的潜在信用质量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潜在信用质量分布结果。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最终评级结果的表示。

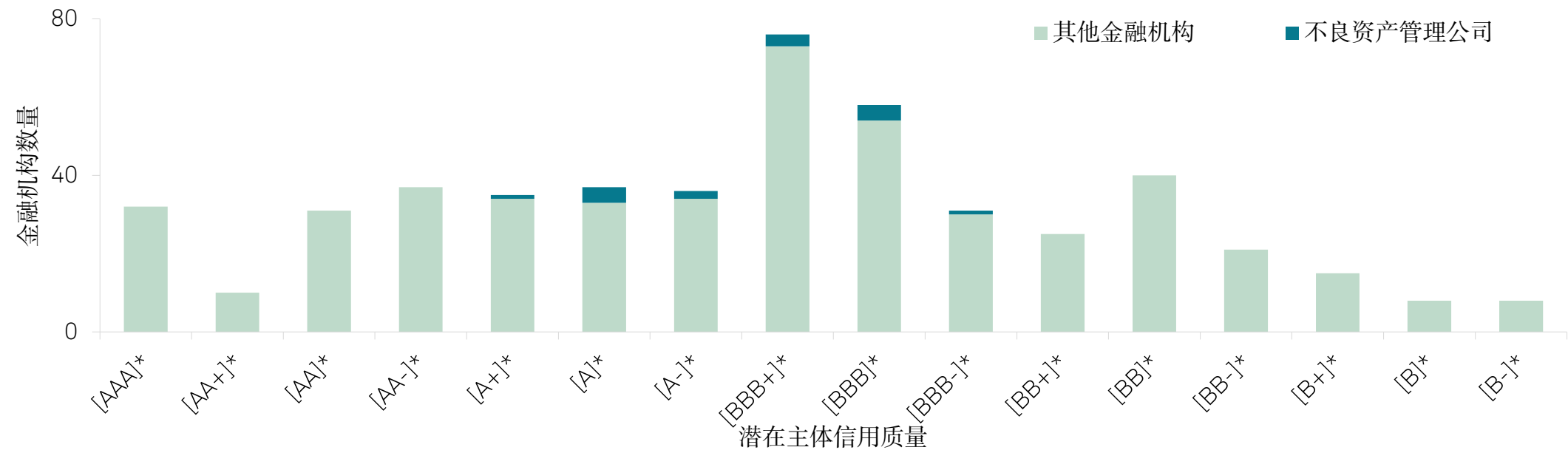
资料来源：标普信评。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

发债的持牌大中型AMC的信用风险总体可控

- 总体来看，虽然不良业务风险较银行业金融机构平均风险更高，但如果保持审慎经营，并将杠杆控制在适中或较低的水平，主要大中型持牌AMC的个体信用质量一般处于bb到bbb的水平。中国华融的极端风险事件的主要原因还是公司内控失效，发生严重贪腐。
- 由于对金融体系维持稳定，防止国有资产重大损失具有特殊作用，加之股权和政府之间的密切关系，我们认为AMC在危机时候很可能得到政府支持。因此，在国内发债的十几家主要持牌AMC的主体信用质量一般分布在BBB到A序列之间。

500家金融机构潜在主体信用质量分布



注1*：本报告中所呈现的潜在信用质量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潜在信用质量分布结果。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最终评级结果的表示。

注2：我们测试了15家主要的持牌大中型不良资产管理公司。

资料来源：标普信评。

版权©2022 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望未来12个月，由于房地产公司的显著信用风险，AMC的信用质量继续承压

分析要素	展望	未来12个月展望
业务状况	中性	地方AMC的业务规模会继续增大，行业竞争进一步加剧；2022年金融体系面临资产质量考验，尤其是2021年下半年以来房地产开发商的违约增加，我们预计2022年AMC具有良好的不良资产业务机会。
资本与盈利性	中性	我们预计除中国华融以外的三大AMC的杠杆水平将维持在适中的水平，而大部分地方性AMC的杠杆水平将保持在较低的水平。考虑到较低的拨备覆盖水平和较大的房地产敞口，中国华融的资本充足性的完全修复可能仍然需要时间。
风险状况	负面	业务特征决定了AMC的资产质量弱于银行业金融机构的平均水平。华融事件以后政府和监管部门加强了对AMC的治理和监管，AMC高风险激进业务扩张的可能性较往年降低，风险有所收敛，但存量业务的风险仍未完全解决。2021年以来房地产开发商的违约给AMC的风险状况带来新挑战。
融资与流动性	中性	AMC的融资依靠批发融资，主要是银行贷款和资本市场发债。不良资产业务的现金流流入的可预测性差。另外，对短期融资的依赖也增加了AMC的再融资风险。但考虑到与政府的密切股权关系，我们预计主要大中型持牌AMC在未来12个月将保持稳定的融资和充足的流动性。但是在华融事件以后，AMC对于市场信心的敏感度提高。
外部支持	中性	AMC将继续获得政府的特殊支持。我们认为，政府会在维护金融稳定和防范道德风险之间保持平衡。投资者应该重点关注AMC自身经营状况和风险状况，避免由于投资者的“刚兑信仰”导致高风险AMC的杠杆不当提升，带来金融系统风险加剧。

分析师联系方式

邹雪飞, CPA

北京

+86-10-6516-6071

Eric.Zou@spgchinaratings.cn

栾小琛, CFA, FRM

北京

+86-10-6516-6069

Collins.Luan@spgchinaratings.cn

李迎, CFA, FRM

北京

+86-10-6516-6061

Ying.Li@spgchinaratings.cn

©版权所有2022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、特殊或后续的伤害、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。