

浙江省浙商资产管理有限公司

2018 年公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪债评(2018)010794】

**评级对象:** 浙江省浙商资产管理有限公司 2018 年公开发行公司债券(第一期)(本期债券)

**主体信用等级:** AAA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AAA(未安排增级)

**评级时间:** 2018 年 8 月 24 日

**发行规模:** 不超过 20 亿元(含 20 亿元)

**发行目的:** 偿还存量债务、补充运营资金和不良资产购买

**存续期限:** 品种一: 3+2(年)

**偿还方式:** 每年付息一次, 到期一次还本

品种二: 5(年)

**增级安排:** 无

## 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	11.56	3.43	24.49	36.82
刚性债务	121.22	108.92	176.77	207.75
所有者权益	34.59	36.73	36.72	37.80
经营性现金净流入量	-22.85	10.98	-18.74	-5.92
<b>合并口径数据:</b>				
总资产	195.84	190.81	304.67	364.37
总负债	149.41	137.59	251.63	306.24
刚性债务	129.05	119.44	197.42	189.06
所有者权益	46.43	53.22	53.04	58.12
营业总收入	20.60	14.82	20.69	12.30
净利润	3.04	4.38	4.82	5.08
经营性现金净流入量	-37.46	12.88	-50.07	-10.25
EBITDA	12.98	12.34	16.63	6.12
资产负债率[%]	76.29	72.11	82.59	84.05
权益资本与刚性债务 比率[%]	35.98	44.56	26.87	30.74
流动比率[%]	337.69	319.57	156.23	157.21
现金比率[%]	36.18	16.61	17.48	25.24
净资产收益率[%]	7.92	8.78	9.07	—
利息保障倍数*[倍]	1.49	1.78	1.79	—
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-29.12	8.97	-25.73	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-33.45	6.11	-38.37	—
EBITDA/利息支出*[倍]	1.50	1.79	1.80	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.10	0.10	—

注: 根据浙商资产经审计的 2015-2017 年度财务数据(合并口径)以及未经审计的 2018 年上半年财务数据(合并口径), 整理、计算, 其中, 2016 年度数据取自 2017 年经审计的财务报告追溯数。

### 分析师

艾紫薇 azw@shxsj.com

官晨 gongchen@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

## 评级观点

### 主要优势/机遇:

- **区域市场竞争力。** 浙商资产是浙江省内第一家经省政府批准从事不良资产批量收购处置业务的地方资产管理公司。得益于同省内各级政府及金融机构的良好合作关系及在地化的业务网络, 公司具备较强的区域市场竞争力。
- **股东及政府支持。** 浙商资产控股股东为浙江国贸集团, 实际控制人为浙江省国资委。作为浙江国贸集团金融板块核心子公司, 公司在化解金融风险, 维护区域金融体系稳定等方面发挥着重大作用。未来公司可在政策支持、业务资源、融资和资本补充等方面获得股东与地方政府的支持。
- **资本实力持续增强。** 成立以来, 浙商资产通过股东注入资本、定向增发和引入战略投资者等形式持续补充资本, 公司资本实力不断增强。

### 主要劣势/风险:

- **市场竞争压力。** 近年来不良资产市场交投活跃, 不良资产包的转让价格快速上浮。激烈的市场竞争环境对浙商资产的不良资产定价及处置能力提出了更高的要求。
- **业务运作能力有待检验。** 浙商资产成立时间较短, 不良资产自行清收业务尚未经历完整业务周期, 不良资产定价及清收处置能力将面临持续考验。
- **流动性管理压力上升。** 近年来, 随着业务规模的持续扩张, 浙商资产的杠杆经营水平相应上升, 已处于较高水平。公司债务结构以刚性债务为主, 且短期刚性债务占比上升较快, 负债渠道较为单一, 对公司的流动性管控能力提出

较高要求。

### ➤ 未来展望

通过对浙商资产及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为本期债券还本付息安全性极高,并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

# 浙江省浙商资产管理有限公司

## 2018年公开发行公司债券（第一期）

### 信用评级报告

#### 一、公司概况

浙江省浙商资产管理有限公司（以下简称“浙商资产”、“该公司”或“公司”）成立于2013年8月，初始注册资本为10.00亿元，由浙江省国际贸易集团有限公司<sup>1</sup>（以下简称“浙江国贸集团”）以货币形式出资。公司是浙江省内第一家经浙江省人民政府批准设立，以不良资产批量清收处置为主业，受地方省级政府金融办公室监管的国有地方性资产管理公司（以下简称“地方AMC”）。

成立以来，浙商资产经多次股权变更和增资，资本实力得到较大增强。2013年12月，浙江国贸集团以其持有的浙江国贸集团金信资产管理有限公司（以下简称“金信资产”）100%股权<sup>2</sup>对公司进行增资，并将其持有的公司30%股权，无偿划转给浙江省综合资产经营有限公司<sup>3</sup>。公司实收资本增至15.18亿元，浙江国贸集团与浙江省综合资产经营有限公司分别持有公司70%和30%股权。2015年11月，公司股东按原持股比例合计增资12亿元，公司实收资本增至27.18亿元。2016年2月，浙江省国有资本运营有限公司将其持有的公司30%股权无偿划转给浙江国贸集团。2018年4月3日，公司通过在浙江产权交易所挂牌，引入财通证券股份有限公司全资子公司浙江财通创新投资有限公司（以下简称“财通创新”）和远东国际租赁有限公司旗下子公司宏信远展企业管理有限公司（以下简称“宏信远展”），财通创新出资20.37亿元认购8.18亿元注册资本，宏信远展出资9.81亿元认购3.94亿元注册资本。2018年8月6日，上述两笔增资款项已全部到账，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）出具了验资报告（天职业字[2018]18723号），工商变更登记尚在办理中。截至本评级报告出具日，公司注册资本为人民币27.18亿元，此次增资完成后，公司注册资本和实收资本将增至39.30亿元。浙江省国贸集团持有公司69.16%，保持对公司的控股地位，公司实际控制

<sup>1</sup>浙江国贸集团由浙江省国资委100%控股。

<sup>2</sup>截至2013年末，金信资产注册资本为5.18亿元，评估价值为17.05亿元。

<sup>3</sup>2015年4月，“浙江省综合资产经营有限公司”更名为“浙江省国有资本运营有限公司”。

人为浙江省国资委。公司股权结构见附录一。

**图表 1. 浙商资产 2018 年增资情况**

增资前		增资后	
股东名称	持股比例	股东名称	持股比例
浙江国贸集团	100.00%	浙江国贸集团	69.16%
		财通创新	20.81%
		宏信远展	10.03%
合计	100.00%	合计	100.00%

资料来源：浙商资产

浙商资产是根据《金融企业不良资产批量转让管理办法》的规定，经浙江省人民政府批准设立，参与浙江省内不良资产批量转让业务的全资国有资产管理公司。公司经营范围包括：参与省内金融企业不良资产的批量转让业务（凭浙江省人民政府文件经营），资产管理，资产投资及资产管理相关的重组、兼并、投资管理咨询服务，企业管理、财务咨询及服务。目前公司通过与浙江省内各地市及县级政府合作，与台州、绍兴、义乌、萧山、湖州、金华等 6 个地方政府合资或独资组建和设立地方资产管理公司，同时在杭州、温州、宁波设有三大区域业务总部。目前公司业务已实现浙江省全省布局。除不良资产收购处置业务外，公司还通过下属子公司涉足房地产<sup>4</sup>、商业保理等多个业务领域。公司主要子公司情况见附录三。

截至 2017 年末，浙商资产经审计的合并口径资产总额为 304.67 亿元，负债总额为 251.63 亿元，所有者权益为 53.04 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 45.44 亿元）；当年实现营业总收入 20.69 亿元，净利润 4.82 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 4.16 亿元）。

## 二、债项概况

### （一）本次债券概况

经浙商资产第一届董事会第一百零九次会议决议通过，公司拟申请公开发行总额度不超过 20 亿元（含）的公司债券，拟分期发行。债券期限不超过 5 年（含）。

<sup>4</sup>房地产开发业务均为浙商资产成立前或将子公司纳入合并报表范围前子公司已经存续的房地产开发项目，公司存续期内无新增房地产开发项目。

图表 2. 本次拟发行公司债券概况

债券名称:	浙江省浙商资产管理有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）
发行规模:	本次债券发行规模不超过 20 亿元（含）
债券期限:	品种一：3+2（年） 品种二：5（年）
债券类型:	公开发行公司债券
债券利率:	固定利率，详见募集说明书
付息方式:	单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付
担保方式:	无担保

资料来源：浙江省浙商资产管理有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）募集说明书

截至本评级报告出具日，浙商资产无待偿还公司债。

图表 3. 浙商资产已发债券情况（单位：亿元）

证券名称	发行规模 (亿)	当前余额 (亿)	期限(年)	当期票面 利率(%)	到期日期
15 浙资 02	8.00	-	3	5.90	已于 2018/8/21 兑付
15 浙资 01	12.00	-	3	5.35	已于 2018/7/3 兑付

资料来源：浙商资产（截至本评级报告出具日）

## （二）本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金主要用于归还浙商资产存量负债（不低于募集资金规模的 80%），其余用于补充公司运营资金和购买不良资产。

## 三、宏观经济和政策环境

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国宏观经济企稳向好。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸

易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人



人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## 四、区域经济与行业环境

### （一）区域经济

浙江省地理位置优越，整体经济发展水平居全国前列，民营经济发达。2017年，浙江省经济运行稳中向好，三大需求平稳增长，产业结构不断优化，供给侧结构性改革持续显效。银行业运行方面，全省银行业资产规模扩张放缓，资产质量有所好转。

浙江省地处中国经济最为发达和活跃的长江三角洲，紧临我国经济中心上海，是我国重要的出海口和通商口岸。依托优越的地理位置，浙江省经济较为发达，各主要经济指标处于全国各省（自治区）前列。

浙江省产业结构较为均衡。2017年浙江省三次产业结构占比为3.9:43.4:52.7，第三产业占比进一步提升。浙江省第二产业以纺织服装、化工和设备制造业为支柱产业，国民经济行业分类中各大类行业总产值占比均不超过10%，行业分散度较高；第三产业以批发和零售业、金融业、房地产业和交通运输、仓储和邮政业等为主。

浙江省财政综合财力雄厚，综合财力处于全国前列。2017年全省实现一般公共预算收入5803亿元，其中收入中税收占比为85.1%，一般公共预算收入稳定性强。从经济运行看，全省经济运行稳中向好，三大需求平稳增长，产业结构不断优化，供给侧结构性改革持续显效。一是固定资产投资增速有所放缓，投资结构持续优化。固定资产投资同比增长8.6%，同比回落2.3个百分点。二是消费市场平稳运行，新兴消费较快发展。社会消费品零售额增长10.6%，同比回落0.4个百分点；网络零售额、省内居民网络消费额和跨境网络零售出口额分别同比增长29.4%、29%和37.2%。三是外贸回暖态势明显。其中，出口总额为2868.9亿美元，同比上升7.1%；进口总额为910亿美元，同比上升32.4%；进出口顺差同比小幅下降1.7%；引进外资稳步提升。四是工业经济稳中向好。规模以上工业增加值、销售产值和企业利润分别同比增长8.3%、14.6%和16.6%，比上年分别提高2.1个、10.1个和0.5个百分点；装备制造、战略性新兴产业、高新技术等产业增加值分别同比增长12.8%、12.2%和11.2%，增速均高于规模以上工业。五是信息服务业引领作用明显。随着电子商务、互联网金融、智慧物流、物联网、云计算、大数据等信息服务业的快速发展，信息经济成为经济发展的新动能和新引擎。规模以上信息经济核心产业中，1588家信息经济服务业企业营业收入和利润总额分别增长33.0%和21.8%。六是“三去一降一补”取得新进展。全省共处置僵尸企业404家，淘汰落后产能企业2690家，整治“脏乱差”企业4.7万家；年末新建商品房库存去化周期比年初减少5.2个月；规模以上工业企业资产负债率同比下降1.1个百分点；规模以上工业企业每百元主营业务收入中的业务成本低于全国1.2元；预计研发经费支出占生产总值的比重为2.43%，规模以上工业科技活动经费支出增长22.3%。

浙江省是我国民营经济活力最盛的省份，从工业增加值看，小微企业、私营企业占比均高于全国水平。2017年，全省银行业资产规模扩张放缓，本外币资产和负债总额分别同比增长6.0%和5.3%，增幅同比回落5.7和6.4个百分点。银行业资产质量好转，不良贷款余额和不良贷款率继续保持“双降”态势，年末不良贷款余额1478.2亿元

比年初减少 298.7 亿元，不良贷款率为 1.64%，较年初下降 0.5 个百分点，全年共处置不良贷款 1850.8 亿元，同比减少 30.5%。

## （二）行业环境

经过十多年的发展，我国不良资产管理行业经历了从政策性向全面商业化的转变。目前，受供需关系影响，不良资产的价格较初期有较大幅度上升，未来行业竞争的重点将转移到不良资产的处置能力，而非不良资产包的转移能力，这对 AMC 在核心竞争力的培养提出了极高的要求。此外，由于政策松绑，地方 AMC 发展势头迅猛，数量与业务规模呈现较快增长，但也面临缺乏牌照、融资困难，经营受地域限制，监管体系不完善等问题。随着不良资产管理机构的多元化以及行业监管的逐步完善，未来我国不良资产管理行业市场化程度将进一步提升，竞争也将进一步加剧。

不良资产管理公司是特指专业承接、处置不良债务的资产管理公司。从国际经验来看，不良资产管理机构及不良资产管理行业对于化解金融风险、修复市场功能具有重大意义。与欧美国家不良资产管理行业发展路径有所不同，作为转型经济体，我国不良资产管理行业的产生与发展除受经济周期、债务周期影响外，还受到金融体系市场化改革等政策性因素的支配。总体而言，国内不良资产管理行业经历了由政策性逐步走向商业化、市场化的转变。

我国不良资产管理行业发端于 20 世纪末，成长于为帮助各大有银行脱困而进行的两轮大规模不良贷款剥离期间。第一轮大规模不良贷款剥离发生于 1999 年，当时为应对亚洲金融危机、化解金融风险，财政部出资成立了信达、长城、东方和华融四大金融资产管理公司（以下简称“四大 AMC”），分别对口接收、管理和处置来自中国建设银行及国家开发银行、中国农业银行、中国银行和中国工商银行剥离的政策性不良贷款 1.4 万亿元。第二次大规模剥离发生于 2004-2005 年，在第一次不良贷款剥离的基础上，为配合国有银行股改上市，四大 AMC 以接收委托处置和竞标收购的方式承接了中国银行、中国建设银行、中国工商银行及中国交通银行等银行合计 0.78 万亿元的不良贷款。

在行业发展初期，不良资产管理行业市场化程度相对较低，不良资产管理机构的政策性特征较为明显。以第一轮大规模不良贷款剥离为例，一方面，四大 AMC 均按照账面价值收购贷款本金和应计利息，不

不良资产管理机构在风险定价等方面的专业性并未得到体现；另一方面，收购不良贷款的资金全部来自于人民银行再贷款及四大 AMC 向对口银行发行的金融债券，最终由财政部兜底，不良贷款处置回收结果并不对不良资产管理机构的盈利和偿债产生影响。

随着第一轮不良贷款剥离处置工作的逐步完成，不良资产管理机构商业化转型开始启动。2004 年，四大 AMC 先后与财政部签署资产回收率和现金费用率承包责任状，并以第二轮不良贷款剥离为契机，开始尝试在不良贷款收购上引入商业化因素。2005-2006 年，财政部、银监会等有关部门讨论并出台了《关于金融资产管理公司改革发展的意见》，从而进一步明确金融资产管理公司向现代金融服务业转型的基本原则、条件和方向。

不良资产管理公司的商业化转型，主要体现在两个方面。一方面，是考核机制的商业化。根据财政部要求，自 2006 年末起，四大 AMC 开始将政策性和商业化业务实行分账管理，商业化收购处置不良资产的收益或损失由四大资产管理公司自行享有或承担并实行资本利得考核。另一方面，是业务模式的商业化。2005 年之后，银行和四大 AMC 开始探索按照商业化原则出售和收购不良资产，不良贷款的主要供给方也由大型国有银行变为股份制商业银行和城市商业银行；2007 年之后收购范围更陆续拓宽至农商行、信用社以及证券公司、信托、金融租赁公司等非银行金融机构。

在商业化转型过程中，四大 AMC 还接受监管机构的委托，对出现财务问题或经营问题的证券公司、信托公司等金融机构进行托管、清算和重组，并通过发起设立或收购相关公司，开始多元化金融布局，逐步发展成为综合金融服务平台。2010 年及 2012 年，中国信达和中国华融先后完成股份制改造，转变为股份制金融机构，标志着中国不良资产管理行业开始向全面商业化迈进。

在宏观经济及金融体系改革发展的大背景之下，不良资产管理行业发展呈现出几个较为明显的特征。一是不良资产规模虽持续增长，但不良资产供给侧在出售不良资产时变得审慎，部分地区的不良资产数量不断下降也使得市场供给减少；市场需求方面，2017 年，不良资产处置行业已经出现大量投资者涌进的情况下，不良资产市场的竞争将更加激烈。根据《中国地方资产管理行业白皮书（2017）》，不良资产的处置价格从行业最开始的 3-4 折上涨到近期的 6 折左右，部分流动性较强的地区（如长三角地区）不良资产包价格已经上涨到 7-8 折甚至 9 折的情

况，还有数量较大但额度较小的不良包通过原价出售。考虑到现阶段部分资产包已经上浮到 6-7 折的价格，未来行业竞争的重点将转移到不良资产的处置能力，而非不良资产包的转移能力，这对 AMC 在核心竞争力的培养提出了极高的要求。

二是随着金融市场改革深化的推进，股份制银行，地方性城商行、农商行在银行体系中的重要性有所提升，不良资产供给主体进一步多样化，不同供给主体对不良资产管理服务的需求呈现明显的差异。近年来，随着国内银行业市场化改革的持续深入，银行业竞争格局有所改变。除大型国有银行和全国性股份制银行外，地方性城商行及农村金融机构由于在各自经营区域内具备一定竞争力与市场地位，业务占比有所上升。由于城商行和农商行业务区域集中度和行业集中度一般较高，更易受到宏观经济和区域经济波动的影响；加之相较于国有大行和股份行，城商行、农商行风险管理能力相对较弱，其不良贷款率及不良贷款增速显著高于银行业平均水平。城商行、农商行不良资产供给增速较快，但由于其规模普遍较小，不良资产更为碎片化。

三是金融创新持续对不良资产管理行业的渗透速度加快，不良资产管理机构参与不良资产处置的方式等趋于多样化和复杂化。近年来，随着金融创新速度的加快，不良资产管理机构除通过传统的“买断—处置”模式参与银行不良贷款处置外，也作为不良资产处置的通道，帮助商业银行实现不良资产的出表。2018 年 4 月，一行两会一局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”），要求消除多层嵌套和通道业务。资管新规的出台将对金融市场产生颠覆性的影响，间接影响到 AMC 的业务领域。新的监管环境下，目前占比较大的通道业务将逐步停止。

近年来，随着我国经济步入“新常态”和增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期的叠加时期，区域性、局部性风险暴露增多，商业银行不良贷款增速加快，金融风险进一步暴露。同时，随着企业盈利水平下降，部分企业面临负债率偏高、应收账款周转率偏低的困境，无论是金融机构抑或是非金融机构，不良资产风险都面临着进一步加大的可能。同时，在非银行金融机构快速发展的背景下，信托公司、企业集团财务公司、消费金融公司等非银行业金融机构也存在处置不良资产的客观需要。不良资产规模的迅速扩张和系统性风险的酝酿，已不是四大 AMC 所能应对的，地方资产管理公司（以下简称“地方 AMC”）由此顺势而生。

2012年，财政部和中国银监会出台了《金融企业不良资产批量转让管理办法》，允许除四大资产管理公司外，各省级政府原则上可设立或授权一家资产管理或经营公司参与本省（区、市）范围内不良资产的批量转让工作。其后，银监会发布《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》，进一步明确了设立门槛。2016年10月，经国务院同意，银监会下发了《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》，调整了地方AMC相关政策，对地方AMC管制进行松绑。一是放开地方AMC牌照，原来的“四大资管”寡头市场逐步分化为“4+2+N+银行系”的多元化格局。二是在不良资产业务方面，允许AMC收购的不良资产对外转让，对外转让的受让主体不受地域限制。监管政策的放松，使地方资产公司产生新的生力军，带来活力，但也使得AMC行业竞争逐渐激烈，变相提高了AMC在不良资产价值评估、处置预期、议价能力等方面的要求，如何对收购的资产进行良好的处置成了新环境下AMC核心竞争力培养的重要一环。

截至2017年末，除四大AMC外，目前国内已设立了57家持牌地方AMC和部分未持牌AMC。在公司数量、业务规模和业务模式创新上，AMC行业都取得了长足发展和进步。地方AMC及未持牌AMC的发展促使AMC行业不断壮大，但在资产规模和利润总额上，四大AMC仍占据绝对优势地位。截至2017年末，国内AMC行业总资产已经超过了5万亿规模，四大AMC总资产占比在90%以上，地方AMC及未持牌AMC占比不足10%；AMC行业年度净利润总额规模达600亿元，其中，四大AMC占比约90%，地方AMC及未持牌AMC占比约10%。

目前，地方AMC发展势头迅猛，数量与业务规模呈现较快增长，但可能存在以下问题。一是缺乏金融牌照，运营受多维制约。现阶段国内需要审批的金融经营许可证主要包括银行、保险、信托、证券等，相关业务经营必须得到相应牌照后方可进行。而地方AMC目前只拥有资产管理的资质认可，没有获得金融牌照，融资渠道、业务拓展和业务收益均受到限制。二是融资难度大，融资渠道不够畅通。目前地方AMC除注册资本金外，运营资金来源主要还是银行贷款等，债券发行、地方产业基金、结构化和证券化产品等在初步尝试之中。融资难、融资贵、担保难，共同推高了地方AMC融资规模和融资成本，限制了不良资产收购处置规模。三是部分地方AMC受地域限制，不良资产来源空间小。现阶段地方AMC依旧只能参与本省范围内的一级交易市场的不良资产收购，部分地区本身不良率较低，不良资产市场不能满足本地AMC的

需求。随着各地方 AMC 发展差异逐渐扩大，将会产生部分地区可购不良资产量少，而部分地区不良资产堆积的不平衡现象。四是监管体系不完善，经营行为亟需规范。四大 AMC 是银监会直接监管的非银行金融机构，其外部监管体系相对完善。而对于地方 AMC，目前只明确了由财政部和银监会对其资产收购工作进行监督和管理，尚未建立完善的监督管理办法，也未明确具体监管措施，由于监管未能及时跟进，加之市场竞争激烈，一些地方 AMC 存在业务不规范现象。

在面临经营困境的同时，地方 AMC 依托于在地优势，在区域内具备较强的信息优势和政府资源优势，处置过程中能有效把控风险，在地方性金融机构不良贷款处置方面具备比较优势。此外，地方 AMC 公司政策性定位较为突出，在防范金融风险，维护区域金融体系稳定性等方面发挥着重大作用，因而与地方政府关系较为密切，相较四大 AMC 而言，也更易得到地方政府的支持。

## 五、公司自身素质

### （一）公司产权状况

**浙商资产控股股东为浙江国贸集团，实际控制人为浙江省国资委，股权结构清晰；公司股东背景较好，对公司支持力度较大。**

浙商资产控股股东为浙江省国际贸易集团有限公司。浙江国贸集团成立于 2008 年，是浙江省政府投资设立的国有独资公司，并由浙江省国资委代行出资人职能，经营范围涵盖商贸流通、金融服务和医药健康三大业务板块。截至 2017 年末，浙江国贸集团合并口径资产总额为 764.70 亿元，所有者权益合计 204.35 亿元；当年实现营业收入 384.41 亿元，利润总额 17.39 亿元，净利润 11.34 亿元。

浙商资产是浙江国贸集团旗下重要金融子公司，且在化解金融风险，维护区域金融稳定等方面发挥着重大作用，未来公司可在政策支持、业务资源、融资渠道和资本补充等方面获得股东及各级地方政府的支持。

### （二）公司法人治理结构

**浙商资产设有董事会和监事会，董事会和监事会主要成员由浙江国贸集团任命，公司法人治理结构较为健全。**

浙商资产按照《公司法》及《公司章程》等相关法律、法规及规范性文件要求设立了董事会及监事会等决策和监督机构。董事会是公司的常设决策机构，由股东任命。目前公司董事会由 5 名董事构成，除职工董事 1 人由职工代表大会选举产生外，其余 4 人均由公司股东委派。董事会设董事长 1 名，由全体董事过半数选举产生或罢免，任期 3 年，可连选连任。公司监事会由 4 名监事组成，其中 2 名为职工代表大会选举产生。总体看，公司法人治理结构较为健全，运行情况良好。

本次增资完成后，浙商资产将改组董事会，公司董事会由 7 名董事组成，其中董事长 1 人，候选人由浙江国贸集团从其推荐的董事中指定；浙江国贸集团推荐董事 4 名，财通创新推荐董事 1 名，宏信远展推荐董事 1 名，职工董事 1 名。

### （三）公司管理水平

**浙商资产已建立了较为完整的管理架构，制定了相对健全的内部控制制度和流程，管理体系运行情况良好。**

浙商资产建立了较为完备的分层决策机制并形成了与之配套的管理架构和规章制度。公司通过股东对董事会、董事会对董事长和经营管理层等的分级授权管理。

在战略决策层面，浙商资产根据授权体系边界划分，由股东、董事会、总经理办公会负责战略性事项、超出经营层权限的对外投资、不良资产收购及处置等事项的相应决策。

在经营决策层面，浙商资产设立了风险预审委员会、业务决策委员会（以下简称“业决会”），其中，风险预审委员会对公司具体项目进行风险审核，出具风险审核意见，为公司业务决策委员会提供决策参考；业决会负责对公司主营业务内的不良资产收购（含商业化、结构化业务）、不良资产处置业务、企业托管业务、投行服务等主营业务范围内的业务，以及对主营业务范围外的各项业务进行审议决策。

在业务执行层面，浙商资产于总部设立了风控中心和运管中心，其中风控中心下辖资产监管部、风险管理部、法律合规部和业务稽核部；运管中心下辖营销管理部、运营管理部 and 评估评级部。另设有金融市场部、资产经营部、基金管理部、投资银行总部、综合办公室、战略发展与投资部、人力资源部、财务管理部、资金运营部和信息技术部等职能



部门。并按业务区域设立了杭州、宁波和温州 3 个业务总部；还于台州、绍兴、义乌、萧山、湖州、金华等 6 个地方政府合资或独资组建和设立地方资产管理公司，以加强同省内各级地方政府的联系及业务在地化程度。

浙商资产建立了覆盖各个业务流程的较为完整的管理制度。业务管理制度方面，公司根据自身业务实践，制定了《金融不良资产配资业务指引》、《远期不良资产收购内部估值指引》、《远期不良资产收购业务管理办法》、《省外不良资产业务实施意见》等覆盖公司主要业务类型的规范指导性文件，以保障业务有序开展，防范操作风险。

风险管理制度方面，浙商资产制定了《浙商资产业务流程》、《风险预审会议事规则》。确立了以业务经营部门为主体的第一道风险防控线，以风险管理部等中台部门为第二道风险防控线和以内部审计部门为第三道风险防控线的风险管理体系。针对不同项目的信用风险和操作风险详细制定了相应风险认定标准、风险识别方法和风险防控措施。公司在参照《金融资产管理公司条例》、《金融资产管理公司并表监管指引（试行）》、《商业银行资本管理办法（试行）》基础上，主动制定了《资本管理办法》。

财务管理制度方面，浙商资产针对自身特点制定了《财务支出管理办法》，明确了财务支出的审批标准、审批权限，并区分事务性付款审批流程和业务性付款审批流程，提高了不同业务风险管理要求，同时也提高了审批效率；制定了《公司费用管理办法》，明确了费用列支标准，实现了费用支出有依据，杜绝不合理费用支出；特别针对业务招待费和汽车费等实行刚性预算管理，明确规定年度预算不得突破；制定了《关于分设银行账户进行资金管理的规定》，明确了资金预算化管理，同时针对下属公司较多特点，明确了全资子公司、控股子公司和参股子公司之间资金往来要求和结算标准，做到资金有偿使用，提升资金使用效率；另外，为发挥资金对业务的引导作用，针对不同类别业务，公司实行差异化的资金模拟考核成本，有助于引导资金向公司鼓励业务方向流动。

#### （四） 公司经营状况

浙商资产是经浙江省政府授权成立的地方不良资产管理公司，主要从事批量不良资产收购处置业务，并围绕不良资产管理主业开展企业托管、基金管理类等投行业务。此外，公司也通过下属全资子公司涉足房地产开发销售、商业保理等领域。近年来，公司不良资产收购处置业务

发展较快，处置能力持续增强；企业托管数量显著提升，社会效益和经济效益逐步显现。近年来公司顺应监管形势委托清收类不良资产管理业务占比逐步压降，并将业务重心回归至自主清收类不良资产管理业务。

浙商资产是浙江省内第一家由省政府授权进行批量不良贷款清收业务的地方 AMC，主要从事不良资产收购处置业务。此外公司也围绕不良资产管理开展企业托管等类投行业务，与主业形成协同。成立以来，依托于地方 AMC 牌照优势及省内各级政府的大力支持，公司逐步形成了覆盖全省的业务网络。除于杭州、宁波和温州等地设立业务区域总部外，公司通过与地方政府合资成立地方子公司不断深化同各级地方政府的合作，“1+N”的地市级资产管理公司布局初步成型。截至 2017 年末，公司已分别同台州、绍兴、义乌、萧山、湖州、金华等 6 个地方政府合资或独资组建和设立地方资产管理公司，在协助地方政府化解区域金融风险的同时，进一步推动各项业务的属地化发展。

除不良资产管理及类投行业务外，浙商资产也通过全资子公司金信资产及其下属公司开展商品销售、房地产等传统业务。

整体来看，浙商资产围绕“不良资产+投行”的主业经营模式成效显著，随着不良资产收购处置业务的逐渐成熟，公司的不良资产清收收入逐年提升；以托管重组和财务顾问为主的投行服务对营业收入的贡献快速增长。近年来，在宏观经济及金融体系改革发展的大背景之下，市场上不良资产规模持续增长，公司通过深耕浙江省内市场，积极参与不良资产收购处置，2015-2017 年末，公司营业收入逐年提升，分别为 12.42 亿元、14.62 亿元和 20.69 亿元，其中不良资产清收收入占比分别为 58.99%、88.92%和 89.31%，配套金融服务收入占比分别为 4.89%、4.68%和 5.96%。

图 4. 浙商资产营业收入构成情况（单位：亿元，%）

营业收入	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年上半年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不良资产清收	12.15	58.99	13.00	88.92	18.48	89.31	10.71	87.09
金融服务	1.01	4.89	0.68	4.68	1.23	5.96	1.28	10.38
房地产销售	2.51	12.21	0.26	1.80	0.42	2.05	0.02	0.18
其他	4.93	23.92	0.67	4.60	0.55	2.67	0.29	2.34
合计	20.60	100.00	14.62	100.00	20.69	100.00	12.30	100.00

资料来源：浙商资产

注：2016 年数据未并表子公司浙商保理

## 1. 不良资产收购处置

随着银行业信用风险持续暴露、金融机构不良资产处置力度持续加大,浙商资产不良资产收购处置业务规模不断提升。2015-2017 年和 2018 年上半年,公司收购不良资产包原值分别为 431.66 亿元、253.22 亿元、484.18 亿元和 239.48 亿元,同期分别实现不良资产处置收入 12.15 亿元、13.00 亿元、18.48 亿元和 10.71 亿元。公司不良资产收购处置规模及处置收益均位居各省地方 AMC 前列。

图表 5. 浙商资产不良资产收购处置业务总体情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
不良资产清收收入 (亿元)	12.15	13.00	18.48	10.71
当期收购资产原值 (亿元)	431.66	253.22	484.18	239.48
当期收购成本 (亿元)	228.30	102.51	289.29	126.25
当期收回现金 (亿元)	195.84	118.37	230.90	115.92
当期处置购入成本 (亿元)	186.00	104.94	215.05	105.20
累计收回现金/累计购入成本 (%)	63.78	72.92	75.42	78.60
当期收回现金/当期处置购入成本 (%)	105.29	112.80	107.37	110.18

资料来源:浙商资产

目前浙商资产批量收购的不良资产包主要位于浙江省内,主要分布在杭州、绍兴、金华、义乌、宁波、台州等地,公司还尝试通过建设办事处将不良资产包收购范围拓展到江苏,福建,川渝,山东等地。截至 2018 年 6 月末,公司省外业务投资规模 56.84 亿元,其中投向上海、江苏和福建地区占比合计 75.89%;省外不良资产包收购价格约为 3.3 折。

从业务模式看,根据在业务中所承担风险以及收益形成方式的不同,浙商资产不良资产收购处置业务分为“自行清收业务”和“委托清收业务”两个方面。自行清收业务是指公司通过竞价或协议受让资产包,自行清收享有资产包清收的全部收益并承担全部风险的业务;委托清收业务指公司一般不作为清收主体,按合同约定收取资产包清收收益且不承担或承担极小比例的资产包清收风险的业务模式,主要包括委托银行清收、委托第三方清收以及全额受托收购。成立初期,公司委托清收业务占比相对较高,但 2016 年以来,公司为顺应银监会[2016]56 号文对商业银行不良资产名义出表业务的限制,加之自身不良资产定价和处置经验的积累,公司自行清收业务占比快速增加,已成为不良资产处置业务的主要发展方向。

**图表 6. 不良资产清收业务模式对比**

项目	自行清收业务	委托清收业务
业务模式	通过自行评估、购买不良资产包并进行处置,并全额享有不良资产处置溢价	根据银行或第三方机构要求购买不良资产包,按合同约定收取资产包清收收益
业务发起方及清收处置主体	浙商资产	银行或第三方机构
是否承担风险	承担不良资产实际清收处置责任和风险	不承担或承担极少的不良资产清收风险,
盈利模式	清收回款超过购买成本及资金成本的部分	收入资金使用费及管理费(通道费)
处置手段	催收、和解、司法诉讼、不良资产债权和收益权转让	银行或第三方设法处置

资料来源:浙商资产

### (1) 自行清收业务

浙商资产自行清收业务是指通过自行评估、购买不良资产包并进行处置,承担不良资产实际清收处置责任和风险,并全额享有不良资产处置溢价的不良资产收购处置业务模式。近年来,公司逐步回归不良资产处置业务本源,依托自身不良资产清收处置经验积累,公司自行清收业务规模及收入显著提升。

**图表 7. 浙商资产商业化不良资产自行清收业务基本情况**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
不良资产自行清收业务收入(亿元)	3.47	7.13	14.57	9.29
当期收购资产原值(亿元)	134.82	141.32	303.22	184.00
当期收购成本(亿元)	45.73	47.25	179.88	85.59
当期收回现金(亿元)	38.27	36.02	90.44	77.03
当期收购成本/当期收购资产原值(%)	33.92	33.43	59.32	46.52
累计收回现金/累计收购成本(%)	51.61	55.67	52.32	62.17

资料来源:浙商资产

浙商资产的自行清收业务所购买的不良资产包中主要为银行对浙江当地中小民营制造业及商贸企业的银行不良债权,主要来自于浙江省内大型国有银行及股份制银行的一级支行。2017 年大量资本涌入市场,资产价格逐步攀升,公司参与竞价的批量资产包折扣率从 2016 年的 3-4 折上涨到 2017 年的近 6 折。近期浙江省经济筑底企稳,银行业资产质量好转,不良贷款余额和不良贷款率继续保持“双降”态势,不良资产供给侧在出售不良资产时变得审慎,预计后续区域市场不良资产供给将有所收缩。后续公司在市场激烈竞争过程中,需强化估值管理,坚持理

性报价并注重提升自身的不良资产处置清收能力。

浙商资产根据债权类型、增信措施、司法进程以及是否具备长期经营价值等要素对不良资产的自行清收业务柔性设置处置期限，并根据资产规模制定分期处置目标，但由于不良资产业务的复杂性，实际处置周期不确定性较大。公司以季度为单位，按资产包处置进度对业务团队进行考核。随着不良资产处置业务日渐成熟，公司不良资产处置回款进度趋于稳定，2015-2017年，公司累计清收现金占累计收购成本的比重维持在50%以上。

针对不同资产特点，浙商资产在自行清收过程中采取差异化处置模式。对于批量收购的银行不良资产，公司主要通过传统的诉讼追偿、债务重组、债权转让等方式进行处置清收；对于区域内危重企业，公司和地方政府合作搭建资管公司，围绕地方政府维护区域金融稳定的需求，采取企业托管、债务和资产重组等方式，隔离重点企业担保链风险，帮助地方政府化解地方重点企业联保互保风险；针对有发展前景的企业，公司在不良资产的处置过程中，组建并购基金对企业进行重组，促进企业转型升级，发展壮大后通过股权转让或IPO方式实现退出。2017年，浙商资产通过司法处置实现清收的比重约16.55%，通过收益权转让方式实现资产清收的比重为83.45%。在不良资产转让过程中，对于受让方存在短期资金周转需求的，公司通过关联公司般若理财发行的资管产品，以配资的方式给予受让方资金支持，并获取优先级资金利息收入，2017年，公司配资规模为24.36亿元。成立以来，公司累计托管伟海集团、和合集团等11家危困企业，企业涉及债务约282亿元，配合滨江区、萧山区等政府部门，通过和解、转让等方式累计完成对振邦水电等40多家企业风险化解工作，涉及债权本金规模金超60亿元；通过天安砂石矿重组、宁国共益债、明士达债转股以及诸暨市和萧山区特殊机遇投资基金设立等多个项目，成功救助地方危困企业，防范和化解区域经济风险。

从存量自行清收业务资产质量来看，浙商资产每年末以组合加单项计提的方式对自行清收不良资产进行减值测试。对于单项减值，公司根据年底预估的单户债权可回收现金净额折现值同原入账成本比较，如可收回金额低于账面成本，则计提减值准备。截至2017年末，公司因自行清收业务而产生的其他流动资产原值合计208.02亿元，其中计提减值准备6.62亿元。整体看，公司其他流动资产增长较快，占总资产比重较高，在宏观经济形势尚未出现实质性好转的背景之下，不良资产包处置

难度依然较大，公司存量商业化业务资产仍存在较大的减值压力。

## (2) 委托清收业务

浙商资产委托清收业务主要指在不良资产收购清收过程中，通过交易结构的设计，公司不承担或承担极少的不良资产清收风险，同时获取相对稳定收益的不良资产收购处置模式。成立初期，公司委托清收业务占业务总规模和营业收入的比例相对较高。2016年以来，为顺应监管形势，加之自身不良资产定价和处置经验的积累，公司逐步压降委托清收业务规模，委托业务清收收入逐年下降。

图表 8. 浙商资产委托清收业务基本情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
委托清收业务清收收入	8.68	5.87	3.91	1.42
当期收购资产原值	296.84	111.89	180.96	55.48
当期收购成本	182.58	55.26	109.41	40.66
当年收回现金	157.56	82.35	140.47	38.89
当期收购成本/当期收购资产原值 (%)	61.51	49.39	60.46	73.29
累计收回现金/累计收购成本 (%)	66.81	77.63	88.49	89.93

资料来源：浙商资产

按承担风险程度划分，浙商资产委托清收业务可以进一步细分为单一创新业务和结构化创新业务，其中单一创新业务占比相对较高。

浙商资产所从事的单一创新业务是指通过结构化安排后，公司完全不承担商业风险的不良资产收购处置业务，主要包括委托金融机构清收模式以及全额受托收购业务模式。

在委托金融机构清收模式中，浙商资产参与招标、拍卖或公开竞价等公开竞争方式或与资产转让方金融机构个别协商方式收购金融不良资产并反委托银行进行清收。公司根据一定的预期收益率设定清收目标，清收目标以内的收益归公司所有，超过清收目标的部分归银行所有。

在全额受托收购的业务模式中，浙商资产接受第三方委托，并在收到的第三方全额保证金后，根据第三方指定的价格，以自身名义参与招标、拍卖或公开竞价等公开竞争方式或与资产转让方个别协商方式收购不良资产。完成不良资产收购后，并将收购的不良资产（或收益权）转让给第三方的业务，公司按双方约定获取受托收入（委托报酬收入）或转让溢价收益。

图表 9. 主要单一创新业务模式对比

项目	委托金融机构清收	全额受托收购
主导方	银行	非银行第三方
收购价格	由银行主导确定	由第三方指定
资金来源	公司自筹	由委托方全额提供
收费方式	信贷额度占用费/资金使用费+年度管理费	管理费
收费频率	按协议约定收取	一次性收取

资料来源：浙商资产

浙商资产单一创新业务以委托金融机构清收模式为主，业务风险相对可控，利润空间也较为稳定。然而 2016 年以来，监管部门加强了对该类业务的监管力度，监管政策变动对公司该类业务规模及收益稳定性将产生负面影响。

除单一创新业务外，浙商资产还开展结构化创新业务，通过与第三方进行结构化安排，在锁定风险的同时，获取相对较高的固定收益。公司结构化创新业务主要为委托第三方清收债权模式。

委托第三方清收是指浙商资产接受第三方委托，在取得部分保证金的前提下，以公司为主体参与招标、拍卖或公开竞价等公开竞争方式或与资产转让方个别协商方式收购不良资产并委托第三方进行清收的业务。在委托第三方清收模式下，浙商资产作为优先级向第三方配资，收取相对较高固定收益及部分清收溢价；第三方作为劣后方，在向优先方支付管理费和资金使用成本后，享受不良资产清收的大部分超额溢价。目前公司合作的第三方机构多为浙江省内知名律师事务所、会计师事务所或具备一定实力的民间资产管理公司。

在业务流程和风控机制上，浙商资产委托清收业务与自行清收业务基本一致，但由于承担风险相对较小，因而在尽职调查和业务审批环节相对简化。此外，公司对于委托金融机构清收业务形成的资产原则上不计提资产减值损失。

## 2. 其他业务

除不良资产收购处置业务外，浙商资产也协同不良资产主业开展企业托管等类投行业务，并通过下属子公司涉足房地产开发销售、商业保理等业务。目前公司企业托管业务持续增长；传统业务逐步收缩，重要性有所下降。

浙商资产托管业务主要为在地方政府及浙江国贸集团支持和推动

下，公司作为托管方，对浙江省内出现重大财务危机、资不抵债的企业进行托管。公司依托自身在不良资产收购处置等方面的专业能力，通过市场、行政和司法等手段，帮助托管企业有序完成债务重组，进而化解区域性金融风险。公司通过收取托管费及资产处置费的形式获得收益。成立以来，公司累计托管 11 家企业。在此基础上，公司也尝试同地方政府合作设立重组基金，以更好推动进区域内高风险企业托管重组工作。此外，公司也通过关联企业浙江般若理财服务中心有限公司（以下简称“般若理财”）开展第三方理财服务，为公司开展不良资产收益权转让和融资。在为受让方提供资金支持的同时，促进自身不良资产多元化处置、拓宽资金来源渠道。截止 2017 年末，公司投资般若理财发行的资管计划和信托计划优先级合计 24.36 亿元，最终标的均为自身的不良资产处置业务。

浙商资产的房地产业务经营主体为金信资产下属台州市台信房地产有限公司。公司正逐步退出房地产业务，2014 年以来已无新开工项目，销售收入均来自于存量待售楼盘。2015-2017 年，公司分别实现房地产销售收入 2.51 亿元、0.26 亿元和 0.42 亿元，同期末房地产存货成本 0.52 亿元、0.44 亿元和 0.17 亿元。

#### （五）公司财务质量

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对浙商资产的 2015-2016 年财务报表进行了审计，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年度财务数据进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

截至 2017 年末，浙商资产经审计的合并口径资产总额为 304.67 亿元，所有者权益为 53.04 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 45.44 亿元）；当年度实现营业收入 20.69 亿元，净利润 4.82 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 4.16 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 -50.07 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -24.61 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 93.37 亿元。

截至 2017 年末，浙商资产纳入合并范围的二级子公司共有 9 家（详细情况见附录三），另有参股公司 3 家。



## 六、公司盈利能力及偿债能力

### （一）公司盈利能力

得益于不良资产收购处置业务规模的扩大，浙商资产收入结构持续优化，盈利能力得到一定增强。受宏观经济增速下行和资产价格处于下行周期，公司不良资产处置能力将持续受到挑战，存量不良资产包面临的减值压力也将有所加大，未来盈利稳定性仍待检验。

随着浙商资产业务逐步回归不良资产处置本源，公司近年来收入规模有所波动，但整体收入结构得到一定的优化。2015-2017年，公司分别实现营业收入20.60亿元、14.82亿元和20.69亿元，剔除对联营及合营企业的投资收益后，分别实现营业利润3.34亿元、4.89亿元和6.82亿元。

从收入结构来看，得益于不良资产收购处置业务规模持续增大，浙商资产营业收入中不良资产处置收入占比始终保持较高水平。2017年，公司实现不良资产清收收入18.48亿元，同比增长42.15%，其中自行清收业务实现处置收入14.57亿元，较上年上升104.35%；委托清收业务实现处置收入3.91亿元，较上年下降33.39%。公司自行清收业务处置收益主要来自于不良资产清收回款超过不良资产原值的超额收益，利润空间取决于公司资产处置能力；委托清收业务收益主要来自于资金占用费及管理费，盈利空间相对稳定，但业务开展受监管政策影响较大。后续随着公司业务重心向自行清收处置业务转移，公司不良资产收购处置整体盈利水平和盈利稳定性更依赖自身不良资产处置能力。

浙商资产在不良资产处置主业开展过程中，不断尝试和探索配套托管重组、财务顾问等创新金融服务，近年来公司金融服务收入相应提升，对营业收入形成一定补充。2015-2017年公司实现金融服务收入1.01亿元、0.68亿元和1.23亿元。

浙商资产的房地产销售收入和保理业务占比相对较低，主要来自于下属子公司台州市台信房地产开发有限公司的商品房销售和浙江省浙商商业保理有限公司的企业应收账款保理业务，目前存量地产项目已进入尾盘销售阶段，保理业务主要服务公司债权投资业务客户，规模较小，对营业收入的贡献较为有限。

**图表 10. 浙商资产盈利能力情况 (单位: 亿元, %)**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年
营业收入	20.60	14.82	20.69	12.30
其中: 不良资产清收收入	12.15	13.00	18.48	10.71
营业成本	4.48	0.31	0.35	0.015
期间费用	9.71	8.66	12.05	8.96
其中: 财务费用	7.97	6.71	9.07	6.62
资产减值损失	3.33	1.97	4.07	-0.54
其中: 其他流动资产减值损失	1.75	1.38	3.98	-0.24
投资收益	1.76	1.64	3.10	2.38
其中: 联营企业合营企业投资收益	0.42	0.45	0.37	-
营业利润 (不含联营企业投资收益)	3.34	4.89	6.82	6.12
净利润	3.04	4.38	4.82	5.08
净资产收益率	10.72	8.68	9.07	-

资料来源: 浙商资产

浙商资产投资收益主要来自于联营企业权益法下确认的投资损益、处置可供出售权益类投资产生的投资收益以及资管计划投资收益。资管计划投向均为关联企业般若理财为协同公司不良资产转让业务而发行的理财产品优先级。2017 年公司通过资管计划为不良资产受让方提供配资产生的优先级资金利息收入大幅上升, 投资收益规模大幅提升至 3.10 亿元。后续随着资管新规的推行, 该部分业务及收益稳定性将受到一定影响。

浙商资产营业成本主要为房地产销售成本, 2017 年占公司营业成本的比重为 76.56%。期间费用方面, 公司期间费用主要集中在财务费用, 随着不良资产收购处置业务快速扩张, 公司外部融资规模不断增大, 进而带动借款利息支出及财务费用大幅上升。2015-2017 年公司期间费用分别为 9.71 亿元、8.66 亿元和 12.05 亿元, 占营业总收入的比重分别为 47.14%、58.46%和 58.26%, 其中财务费用分别为 7.97 亿元、6.71 亿元和 9.07 亿元。资产减值损失计提方面, 随着公司不良资产处置业务收入的快速增长, 公司适当加大了对减值准备的计提力度, 以增厚公司账面资产安全垫, 2017 年公司计提减值损失 4.07 亿元, 较上年增长 107.05%。2017 年, 公司净利润为 4.82 亿元, 资本回报率为 9.07%, 整体盈利水平较上年略有增长。

整体来看, 随着浙商资产不良资产收购处置业务的逐渐成熟, 加之配套投行服务的逐步开展, 公司营收结构有所优化, 盈利能力得到一定

增强。但也需关注到，不良资产管理行业受监管政策影响较大，且在宏观经济增速放缓、资产价格下行压力增大的环境下，公司不良资产处置能力将持续受到挑战，存量不良资产包存在减值风险。

## （二）公司偿债能力

随着业务规模的持续扩张，浙商资产的杠杆水平逐年上升，已至较高水平，加之公司刚性债务占比较高，且多为一年以内的流动性负债，债务结构仍有优化空间，融资渠道有待进一步拓宽。公司资产主要为不良资产包收购形成的其他流动资产，随着自行清收业务发展，公司自行清收形成的不良资产包规模有所提升。但在宏观经济下行环境下，资产清收难度相应上升，公司也面临一定的资产质量下行压力。

### 1. 债务分析

#### 1) 债务结构

2015-2017 年末，浙商资产所有者权益分别为 46.43 亿元、53.22 亿元和 53.04 亿元，得益于 2014 年划拨的金信资产、2015 年股东同比例增资 12 亿元以及自身经营积累，公司资本实力得到较大提升。2018 年公司拟通过引入财通创新和宏信远展 2 位战略新股东，计划募集资金 30.18 亿元，实现增资 12.12 亿元，增资完成后公司资本实力将进一步提升。从所有者权益构成看，截至 2017 年末，公司实收资本、未分配利润及资本公积占比分别为 51.24%、31.30% 和 1.63%，预计增资完成后股本和资本公积占比将大幅提升，有助于提升公司资本结构的稳定性。公司的未分配利润规模相对较大，部分系长期股权投资浮盈，资本稳定性偏弱，目前公司尚无明确的利润分配计划，关注增资后新股东对利润分配政策的要求。

浙商资产主要开展不良资产收购处置业务，除自有资金对接外，随着业务规模的扩张，外部融资需求相应上升，公司资产负债率已升至较高水平。2015-2017 年末，公司负债总额分别为 149.41 亿元、137.59 亿元和 251.63 亿元；同期末资产负债率分别为 76.29%、72.11% 和 82.59%。随着此次增资的完成，公司杠杆水平将得到一定压降。

从负债结构来看，浙商资产负债主要分布于刚性债务和其他应付款，2015-2017 年末，二者合计分别占负债总额的 93.66%、93.29% 和 96.31%。具体来看，2017 年末公司刚性债务合计 197.42 亿元，占负债总额的比重为 78.46%，刚性债务期限结构由 2015 年以来的以长期借款和应付债券为主调整至短期借款和一年内到期的长期借款和应付债券，

一定程度上加大了公司的短期债务偿付和再融资压力。2017 年末公司其他应付款余额为 44.93 亿元，占负债总额的 17.86%，主要系与浙江国贸集团等单位往来款项 39.34 亿元和不良资产委托清收业务形成的保证金 4.05 亿元。从期限结构来看，随着公司长期债务的逐步到期偿付，新增债务以短期、流动负债为主，公司流动负债占比快速提升，2015-2017 年末分别为 34.16%、38.27%和 64.37%。

**图表 11. 浙商资产负债结构（单位： %）**

项目	2015 年	2016 年	2017 年
<b>刚性债务占比</b>	<b>85.84</b>	<b>86.81</b>	<b>78.46</b>
其中：短期借款	10.80	13.14	28.82
一年内到期的长期借款和应付债券	11.98	14.77	15.55
长期借款	49.45	44.04	34.08
应付债券	13.61	14.85	-
<b>其他应付款占比</b>	<b>7.83</b>	<b>6.49</b>	<b>17.86</b>
<b>合计</b>	<b>93.66</b>	<b>93.29</b>	<b>96.31</b>

资料来源：浙商资产

得益于较强的股东背景以及同银行保持良好的合作关系，浙商资产银行授信规模较为充足，截至 2017 年末，公司获银行金融机构授信合计 283.10 亿元，其中已使用授信额度为 152.08 亿元，未使用授信额度 131.02 亿元。2015 年 7 月和 8 月公司先后发行非公开公司债券 8 亿元和 12 亿元，利率分别为 5.35%和 5.90%，期限均为 3 年期，截至本评级报告出具日，均已全部到期兑付。2017 年末，公司通过私募债、股东拆借、信托公司等非银行金融机构获得授信额度 105.75 亿元，其中已使用授信额度 64.49 亿元。

## 2) 或有负债

截至 2017 年末，浙商资产或有负债均为子公司台信房地产公司及其联营企业金华通和置业有限公司（以下简称“通和置业”）在房地产开发业务和房地产销售业务过程中形成的诉讼、担保和资金垫付。其中，通和置业对金华市农业局和金华市开发区管委会垫付金额合计 1.33 亿元，款项性质及偿还期限尚不明确，回收存在较大的不确定性；台信房地产公司诉讼争议金额约 0.17 亿元，尚待法院作出判决；台信房地产公司向台信房地产世贸广场 A、B 幢办公楼购房人的房产抵押贷款提供连带责任担保最高额 0.90 亿元，并向世贸广场 A、B 幢个人住房贷款购房人提供最高额 1.60 亿元的连带责任担保，已缴存保证金 100.00 万元。

截至 2017 年末，浙商资产通过表外远期增信业务向科力远定增项

目资金或借款方做出远期回购承诺，到期时间 2018 年 11 月，回购金额为 1.51 亿元。

### 3) 公司过往债务履约情况

根据公开市场信息、人行征信系统信息、审计报告披露信息、浙商资产提供的信息，公司不存在违约记录。

根据浙商资产 2018 年 3 月 29 日的《企业信用报告》，公司于 2013 年首次有信贷交易记录，累计共在 31 家金融机构办理过信贷业务，目前在 25 家金融机构的业务仍未结清，当前负债借款余额为 181.64 亿元，无不良和违约记录。

## 2. 现金流分析

浙商资产经营性活动现金流主要由购买不良资产包现金支出和不良资产清收现金回收构成，辅以少量商品销售、房地产销售等传统业务。近年来经营性活动现金净流入规模随着公司不良资产包收购规模和清收处置进度出现一定波动，2015-2017 年分别为-37.46 亿元、12.88 亿元和-50.07 亿元。

2015-2017 年，浙商资产投资活动产生的现金流量净额分别为-5.56 亿元、-4.11 亿元和-24.61 亿元。公司投资活动现金流入主要来自于处置子公司股权及联营企业现金分红，流出主要为对外股权投资。近年来公司发放委托贷款、购买信托产品资管产品规模有所增大，导致投资活动现金净流出量扩大。

浙商资产现金流缺口主要依靠筹资活动满足，2015-2017 年，公司筹资性现金净流量分别为 55.10 亿元、-18.93 亿元和 93.37 亿元。2016 年，受部分银行借款到期偿还的影响，公司筹资性活动现金净流入规模有所波动。2017 年公司银行借款规模快速上升，并加大通过大股东拆借、信托等非银渠道融资力度，筹资性现金净流入规模迅速扩大。

2015-2017 年，浙商资产 EBITDA 分别为 12.98 亿元、12.34 亿元和 16.63 亿元，对刚性债务的保障倍数分别为 0.11 倍、0.10 倍和 0.10 倍，公司盈利对利息支出和刚性债务的覆盖程度较低。

**图表 12. 浙商资产 EBITDA 和经营性净现金流对债务的覆盖情况**

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.50	1.79	1.80
EBITDA/刚性债务(倍)	0.11	0.10	0.10
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-83.58	16.91	-69.59
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	-33.45	6.11	-38.37

资料来源：浙商资产

### 3. 资产质量分析

2015-2017 年末，浙商资产资产总额分别为 195.84 亿元、190.81 亿元和 304.67 亿元。2017 年末公司流动资产和非流动资产分别占总资产的比重为 83.05%和 16.95%，由于公司持有的不良资产包按收购成本计入其他流动资产科目，使得流动资产比重相对较高。2017 年末公司流动比率和速动比率分别为 156.23%和 156.10%。

浙商资产流动资产主要分布于其他流动资产和货币资金，2017 年末分别占资产总额的 68.80%和 9.29%。具体来看，其他流动资产年末余额为 209.60 亿元，主要为不良资产收购处置业务形成的不良资产包及应收收益。其中，由委托清收业务形成的资产包账面净值为 43.97 亿元，自行清收业务形成的资产包净值为 162.88 亿元，因委托清收业务计提的应收收益余额为 0.97 亿元。2017 年末公司货币资金余额为 28.32 亿元，货币资金存量较充裕，可为即期债务偿还提供一定保障。

2017 年末浙商资产非流动资产主要分布于长期股权投资和其他非流动资产，分别占资产总额的 4.61%和 9.66%。其中，长期股权投资余额为 14.05 亿元，均为参股企业，包括浙越资产、浙北资产和金华通和置业有限公司；其他非流动资产余额 29.42 亿元，主要为公司投资的资管计划。

整体来看，浙商资产资产主要集中于不良资产收购业务产生的其他流动资产，近年来随着自行清收业务规模的上升，公司持有的自行清收不良资产保规模持续增大，该类资产变现价值受宏观经济及区域资产价格变动的较大影响，未来需持续关注其潜在减值风险。

## 七、公司抗风险能力/外部支持

### （一）自身抗风险能力

浙商资产在深化不良资产管理主业的同时，主动探索和实践运用各类投行工具经营不良资产，具备较强的资源整合能力。近年公司来盈利实现稳定增长，自身抗风险能力不断增强。

#### 1. 区域市场竞争力

浙商资产是浙江省内第一家从事不良资产批量收购处置业务的地方资产管理公司。得益于同各级政府及金融机构的良好合作关系，以及在地化的业务网络，公司具备较强的区域市场竞争力。

#### 2. 较强的资源整合能力

浙商资产以不良资产管理为基础，将资产处置与资产经营、资本运作和资金业务发展相结合，构建全周期业务格局的发展战略，契合防范和化解区域经济和金融风险的政策目标和市场需要，公司在发展中能够发挥较强的资源整合能力。

#### 3. 持续的盈利积累

浙商资产近几年业务发展相对较稳定，2015-2017 年分别实现净利润 3.04 亿元、4.38 亿元和 4.82 亿元，为本期债券本息偿付提供了较好保障。

### （二）外部支持

浙商资产是浙江国贸集团金融板块核心子公司，且在防范和化解区域金融风险、护航地方经济等方面发挥着重大作用，能够得到股东与地方政府在资本补充和业务协同等方面的大力支持。

浙商资产控股股东浙江国贸集团成立于 2008 年，是浙江省政府投资设立的国有独资公司，并由浙江省国资委代行出资人职能，实际控制人为浙江省国资委。浙江国贸集团经营范围涉及商贸流通、金融服务和医药健康三大产业，拥有上市公司 2 家，分别为浙江东方金融控股股份有限公司（浙江东方，600120.SH）和浙江英特集团股份有限公司（英特集团，000411.SZ）。截至 2017 年末，浙江国贸集团资产总额 764.70

亿元，所有者权益合计 204.35 亿元（其中少数股东权益 73.32 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 384.41 亿元，利润总额 17.39 亿元。

浙商资产是浙江国贸集团旗下重要金融子公司，且在化解金融风险，维护区域金融稳定等方面发挥着重大作用，未来公司可在政策支持、业务资源、融资和资本补充等方面获得股东与地方政府的支持。

## 八、本次债券偿付保障分析

### （一）持续的盈利积累

浙商资产业务发展较为稳定，2015-2017 年度，公司分别实现净利润 3.04 亿元、4.38 亿元和 4.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润分别为 2.29 亿元、3.83 亿元和 4.16 亿元。近年来公司均保持盈利，持续的收入和盈利能力能为其偿还债券本息提供保障。

### （二）充足的授信额度

得益于较强的股东背景以及同银行保持良好的合作关系，浙商资产银行授信规模较为充足。截至 2017 年末，公司获银行金融机构授信合计 283.10 亿元，其中已使用授信额度为 152.08 亿元，未使用授信额度 131.02 亿元；另通过有私募债、股东拆借、信托公司等非银行金融机构授信额度 105.75 亿元，其中已使用授信额度 64.49 亿元。较为畅通的外部融资渠道可为本期债券本息的到期偿付提供缓冲。

## 九、结论

浙商资产是浙江省内第一家获批从事不良资产批量收购处置业务的地方资产管理公司。得益于同各级政府及金融机构的良好合作，公司具备较强的区域市场竞争力。公司控股股东为浙江国贸集团，实际控制人为浙江省国资委。公司是浙江国贸集团旗下重要金融子公司，且在化解金融风险，维护区域金融稳定等方面发挥着重大作用，未来公司可在政策支持、业务资源、融资渠道和资本补充等方面获得股东及各级地方政府的支持。

得益于良好的行业发展环境及较强的业务创新能力，浙商资产不良资产收购处置业务发展较快，处置能力持续提升。随着不良资产收购处置业务规模的扩大，公司收入结构持续优化，盈利能力得到一定增强。



但也需关注到，目前宏观经济仍处于下行期，浙商资产在面临良好发展机遇的同时，其风险管理能力和资产处置能力也将受到考验。公司负债规模和杠杆经营水平快速上升，负债结构以刚性债务为主，且短期刚性债务占比较高，存在一定流动性管理压力。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期债券发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

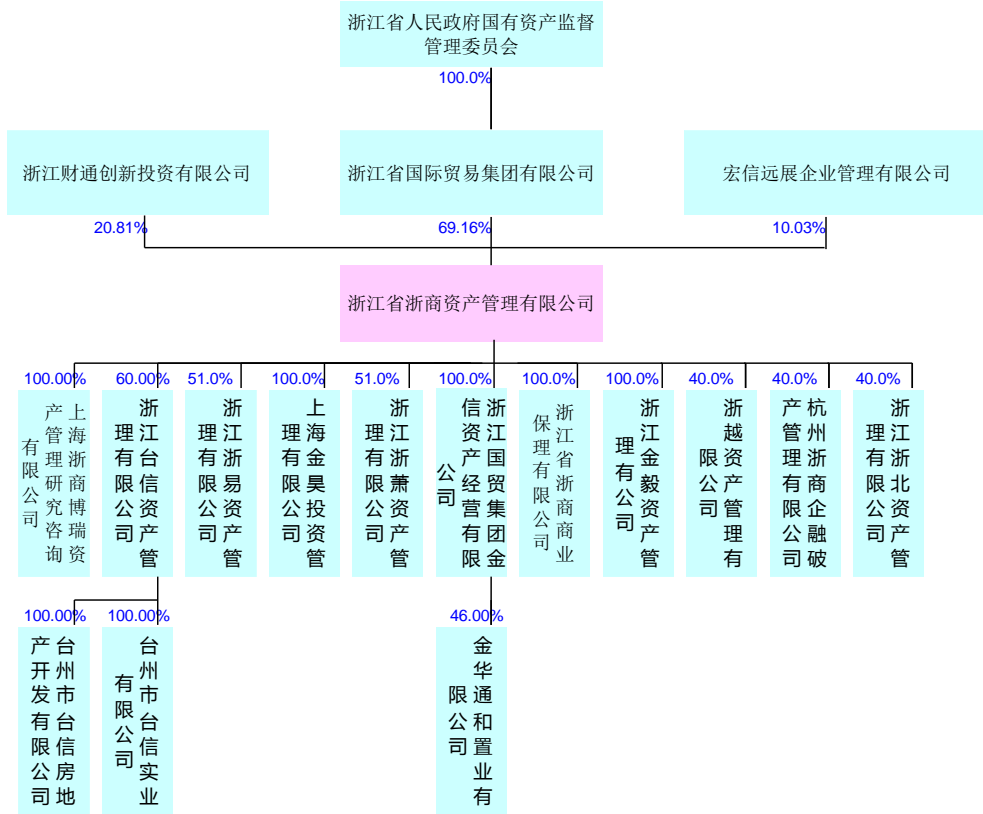
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

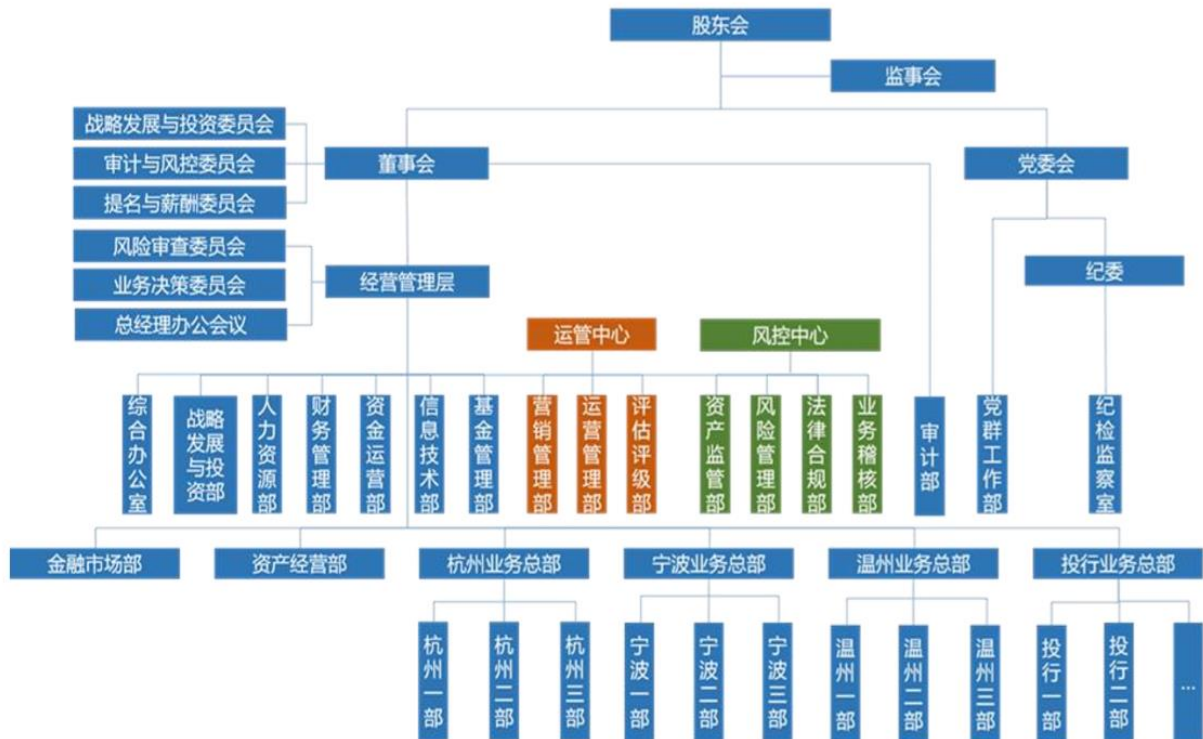
## 公司产权结构图



资料来源：浙商资产（截至本评级报告出具日）

附录二：

## 公司组织结构图



资料来源：浙商资产（截至2017年末）

附录三：

## 公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		控制关系	母公司 持股比例 (%)	注册资本 (万元)	主营业务	成立时间
全称	简称					
浙江国贸集团金信资产经营有限公司	金信资产	子公司	100.00	51800	资产管理及与资产管理相关的咨询业务，实业投资，企业管理咨询及服务	2010
浙江浙萧资产管理有限公司	浙萧资产	子公司	51.00	50000	受托企业资产、资本管理，产业投资、投资咨询管理服务	2015
浙江浙易资产管理有限公司	浙易资产	子公司	51.00	100000	资产管理；实业投资；企业管理服务等	2015
浙江台信资产管理有限公司	台信资产	子公司	60.00	2000	资产管理，实业投资，企业管理服务，财务咨询服务，社会经济咨询	2002
浙江省浙商商业保理有限公司	浙商保理	子公司	100.00	10000	为企业提供贸易融资、销售分户账管理、客户资信调查与评估、应收账款管理与催收、信用风险担保服务	2013
上海金昊投资管理有限公司	金昊投资	子公司	100.00	2000	资产管理，投资管理	2002
浙江金毅资产管理有限公司	金毅资产	子公司	100.00	2000	受托企业资产管理、投资管理	2017
杭州浙商企融破产管理有限公司	浙商企融	子公司	40.00	1000	受托对企业进行破产、清算服务，青叶重组、转让、收购、兼并托管的咨询、策划，企业管理服务，资产评估等	2017
上海浙商博瑞资产管理咨询有限公司	浙商博瑞	子公司	60.00	200	资产管理，投资管理，物业管理，投资咨询，财务咨询等	2014

资料来源：浙商资产

附录四：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 上半年
资产总额 [亿元]	195.84	190.81	304.67	364.37
货币资金 [亿元]	18.47	8.75	28.31	47.71
刚性债务[亿元]	129.05	119.44	197.42	189.06
所有者权益 [亿元]	46.43	53.22	53.04	58.12
营业收入[亿元]	20.60	14.82	20.69	11.90
净利润 [亿元]	3.04	4.38	4.82	5.08
EBITDA[亿元]	12.98	12.34	16.63	—
经营性现金净流入量[亿元]	-37.46	12.88	-50.07	-10.25
投资性现金净流入量[亿元]	-5.56	-4.11	-24.61	-6.28
资产负债率[%]	76.29	72.11	82.59	84.05
长期资本固定化比率[%]	16.22	16.31	36.19	38.29
权益资本与刚性债务比率[%]	35.98	44.56	26.87	30.74
流动比率[%]	337.69	319.57	156.23	157.21
速动比率 [%]	332.75	317.19	156.10	156.68
现金比率[%]	36.18	16.61	17.48	25.24
利息保障倍数[倍]	1.49	1.78	1.79	—
有形净值债务率[%]	321.97	258.91	474.97	527.62
营运资金与非流动负债比率[%]	123.33	136.14	101.56	92.32
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	14.94	29.10	252.49	—
存货周转速度[次]	3.64	0.38	0.74	—
固定资产周转速度[次]	32.68	25.31	38.20	—
总资产周转速度[次]	0.12	0.08	0.08	—
毛利率[%]	78.26	97.91	98.31	99.85
营业利润率[%]	18.24	36.05	34.76	50.44
总资产报酬率[%]	7.18	6.34	6.68	—
净资产收益率[%]	7.92	8.78	9.07	—
净资产收益率*[%]	6.49	8.76	9.14	—
营业收入现金率[%]	64.92	68.81	1245.29	10.77
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-72.77	24.84	-46.66	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-29.12	8.97	-25.73	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-83.58	16.91	-69.59	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-33.45	6.11	-38.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.50	1.79	1.80	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.10	0.10	—

注：表中数据依据浙商资产经审计的2015-2017年度及未经审计的2018年6月数据整理、计算，其中，2016年度数据取自2017年经审计的财务报告追溯数。

**附录五：**

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计)×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数*(倍)	(报告期利润总额+报告期利息支出+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期利息支出+报告期列入财务费用的利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业总收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业总收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业总收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业总收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业总收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的净利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[ (期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2 ]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[ (期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2 ]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业总收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出*[倍]	(EBITDA+报告期利息支出)/( 报告期利息支出+报告期列入财务费用的利息支出) ×100%
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的净利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债务人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级	债务人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级	债务人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	债务人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	债务人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	债务人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级	债务人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级	债务人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级	债务人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息
	C级	不能偿还债券本息

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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