

华润资产管理有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

# 跟踪评级报告



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:【新世纪跟踪(2020)100922】

**评级对象:** 华润资产管理有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

19 润资 01

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 30 日

**前次跟踪:** -

**首次评级:** AAA/稳定/AAA/2019 年 4 月 11 日

## 主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位: 人民币亿元			
<b>母公司数据:</b>			
货币资金	0.64	2.57	1.18
刚性债务	20.17	38.54	39.15
所有者权益	35.61	37.50	38.19
<b>合并数据及指标:</b>			
总资产	65.64	92.49	96.92
股东权益	37.15	41.08	43.98
刚性债务	20.17	38.54	39.15
营业收入	3.66	4.94	7.33
净利润	1.94	2.30	2.98
EBITDA	3.03	4.40	5.94
资产负债率(%)	43.41	55.59	54.62
权益资本与刚性债务比率[%]	184.15	106.57	112.36
营业利润率(%)	64.11	49.68	55.43
总资产报酬率(%)	5.25	5.56	6.27
净资产收益率(%)	5.36	5.87	7.00
EBITDA/利息支出[倍]	6.96	3.34	3.22
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.11	0.15

注:根据华润资产 2017-2019 年经审计的财务报表整理、计算。

## 评级观点:

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(以下简称“本评级机构”)对华润资产管理有限公司(以下简称“华润资产”、“该公司”或“公司”)2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)的跟踪评级反映了 2019 年以来华润资产在传统不良资产经营业务和附重组条件类投资业务等方面保持优势,同时也反映了公司在盈利稳定性和流动性管理方面继续面临压力。

## 主要优势:

- **股东支持。**华润金控是华润集团旗下金融板块的综合管理平台,随着华润集团不断推进实业发展及资本运营,金融板块已成为集团多元化经营的核心业务领域之一,华润资产作为集团一级利润中心以及华润金控旗下聚焦于不良资产投资与处置的经营主体,能够在资本补充、流动性和业务协同等方面获得股东方大力支持。
- **业务投资能力持续增强。**近年来依托华润集团产业背景,以及经营团队丰富的特殊资产管理经验,华润资产与商业银行、资产管理公司等建立了良好的合作关系,围绕标的项目的不同投资阶段、资产状态开展传统不良资产经营、附重组条件类投资及资产管理等业务,公司不良资产处置及特殊资产投资能力持续增强。
- **较好的业务发展环境。**随着粤港澳大湾区建设上升为国家级区域发展战略,且依托深圳经济特区全国领先的经济活力、人口净流入、土地政策红利及城市更新现实需求等多项发展优势,华润资产各项投资业务拥有较好的业务发展环境。

## 主要风险:

- **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上行,市场竞争趋于激烈,华润资产作为非持牌金融资产管理公

## 分析师

高飞 gaofei@shxsj.com  
 宫晨 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>

司，其不良资产定价及处置能力面临挑战。

- **业务运作能力有待检验。** 华润资产成立时间较短，市场化不良资产业务尚未经完整业务周期，公司风险管理和不良资产定价及清收处置能力有待检验。
- **区域、行业集中度风险。** 华润资产的业务范围主要辐射粤港澳大湾区，在广东省内集中度较高，受区域经济环境影响较大。同时，公司传统不良资产经营业务的不良债权抵押物多为土地、房产，附重组条件类投资业务也以城市更新类项目为主，与房地产行业关联度较高，受行业政策调整影响亦较大。
- **盈利波动风险及流动性管理压力。** 华润资产营业收入中投资收益占比较高，盈利稳定性受传统不良资产收购及处置进度、附重组条件类投资的资产质量及重组推进情况影响较大。此外，公司资产主要分布于金融资产和长期股权投资，短期变现能力较弱，使公司面临一定的流动性管理压力。

## 评级关注

- 华润资产初始注册资本系由华润集团以其所持润海投资的股权出资，而润海投资旗下作为抵债资产的土地使用权评估增值较大，目前润海投资系公司合营企业，公司对其长期股权投资在总资产中占比较高，相关土地的处置或开发方案对股权价值具有关键影响。
- 根据《重庆渝康资产经营管理有限公司关于公司54%股权公开转让产生受让方的公告》，华润金控已被确定成为重庆渝康54%股权的受让方，在《产权交易合同》签署并生效后，华润金控将成为重庆渝康的控股股东。重庆渝康是重庆市范围内开展金融企业不良资产批量收购处置业务的唯一国有地方资产管理公司。本次股权转让完成后，华润金控将通过控股重庆渝康获得AMC牌照。未来，华润金控对重庆渝康和华润资产的业务行整合互补将影响公司整体营收和利润结构。

## 未来展望

通过对华润资产管理有限公司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强，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

## 华润资产管理有限公司

### 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

# 信用评级报告

## 跟踪评级原因

按照华润资产管理有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(以下简称“19 润资 01”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据华润资产提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据,对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

华润资产于 2019 年 6 月完成 19 润资 01 的发行,公司已发行债券情况见下表。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额(亿元)	期限(年)	发行利率(%)	起息日	本息兑付情况
19 润资 01	14.00	3	3.90	2019-06-20	无异常
19 华润资产 MTN001	14.00	3	3.68	2019-11-07	无异常

资料来源:华润资产

## 公司概况

华润资产管理有限公司(以下简称“华润资产”或“公司”)成立于 2015 年 7 月,初始注册资本为 25 亿元,由华润股份有限公司(以下简称“华润集团”或“集团”)以其持有的珠海市润海投资有限责任公司(以下简称“润海投资”)61.62%的股权作价 25.02 亿元对公司进行出资。2016 年 12 月,华润股份将所持公司股权全部转让予华润金控投资有限公司(以下简称“华润金控”)。同期,华润金控对公司增资 10 亿元,其中 0.50 亿元用于增加注册资本,剩余 9.50 亿元作为资本公积。至此,公司注册资本暨实收资本增至 25.50 亿元。截至 2019 年末,公司注册资本及股权结构未再变更,为华润金控的全资子公司,实际控制人一直为国务院国资委。

华润资产母公司华润金控成立于 2016 年,作为战略业务单元对华润集团旗下金融资产进行整合与管理。华润集团主营业务涵盖大消费、大健康、城市建设与运营、能源服务、科技与金融五大业务领域,下设消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融等七大战略业务单元、十七家一级利润中心。作为华润集团“综合金融”业务中重要的一环,同时作为华润集团一级利润中心,公司能在资本补充、流动性和业务协同等方面获得华润集团的大力支持,为公司的持续稳定发展提供了保障。

华润资产前身为华润集团旗下的特殊资产经营管理部，曾成功实施大型央企中国华源集团、三九企业集团的重组整合，并妥善管理和高效处置了原珠海市商业银行剥离的金融不良资产。成立以来，公司依托集团产业及金融能力，业务方向进一步聚焦于金融不良资产投资经营。目前公司已经形成传统不良资产经营业务、附重组条件类投资业务和资产管理及其他业务三大业务类型。

2019年，根据《重庆渝康资产经营管理有限公司关于公司54%股权公开转让产生受让方的公告》，华润金控已被确定成为重庆渝康资产经营管理有限公司（以下简称“重庆渝康”）54%股权的受让方，在《产权交易合同》签署并生效后，华润金控将成为重庆渝康的控股股东。重庆渝康是重庆市范围内开展金融企业不良资产批量收购处置业务的唯一国有地方资产管理公司。本次股权转让完成后，华润金控将通过控股重庆渝康获得AMC牌照。未来，华润金控对重庆渝康和华润资产进行业务整合互补将影响公司整体营收和利润结构。

## 宏观经济和政策环境

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定

区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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。

## 不良资产经营行业环境

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，由于宏观经济正处于下行周期，不良资产管理需求呈爆发式增长；不良资产供给主体进一步多元化，不良资产管理服务差异化需求开始显现；此外，金融创新不断渗透，不良资产处置方式日趋复杂。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，成长于为帮助各大国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》，从而进一步明确了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。

进入全面商业化时期后，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。一是经济下行周期下，不良资产爆发式增长，金融机构及非金融机构对不良资产管理服务的需求大幅度上升。2012年以来，随着宏观经济增速的持续放缓，我国银行业金融机构信贷资产质量趋于恶化，不良贷款规模和不良贷款率显著上升，拨备覆盖率持续下降。尽管商业银行大幅提高拨备计提规模，但由于新增不良贷款速度较快，拨备覆盖率仍明显下降。银行业资产质量的下行，使得贷款核销需求相应增加，进而带动不良资产供给规模的上升。

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，四大 AMC 难以完全满足该类机构的差异化需求。

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。典型的通道模式包括：不良资产管理机构代持模式、金融同业互持模式和收益权转让模式。以基本的收益权转让模式为例，在该模式中，银行首先将不良资产包转让给不良资产管理机构，不良资产管理机构再将不良资产的收益权转让给特定的信托计划或资产管理计划，并由银行以理财资金对接相应的信托计划或资管计划。与此同时不良资产管理机构将不良资产的委托处置权和管理权转移给第三方或银行分支机构，以实现清收。收益权转让模式中，不良资产管理机构仅作为通道，不承担不良资产处置风险。整体来看，各类通道模式操作方式或有不同，但在上述模式下不良资产实际风险和收益仍由原有金融机构承担。

在上述行业特征的共同作用下，监管层对不良资产管理行业的监督管理也呈现出新思路。一方面，在风险可控的前提下适当放开不良资产管理行业准入门槛，加大不良资产管理服务的供给，满足各类差异化的处置需求。另一方面，不断强化对不良资产管理机构的监管，防范行业风险。

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》，进一步明确了地方资产管理公司（以下简称“地方

AMC”)设立门槛。截至 2019 年末，地方 AMC 作为区域持牌机构其数量达到了 57 家，不良资产管理行业参与主体进一步多元化。与四大资产管理公司相比，地方 AMC 在资本实力、专业人才储备和运营处置经验等方面相对薄弱；但依托于在地优势，地方 AMC 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。

在适当放宽不良资产管理机构准入门槛外，监管层对于资产管理公司的管理趋于严格。2016 年以来，针对不良信贷资产转让中存在的风险，银监会连续发布《中国银监会办公厅关于规范金融资产管理公司不良资产收购业务的通知》和《中国银监会办公厅关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》，着重限制了商业银行通过收益权转让方式将不良资产出表，以防范金融风险。随着地方资产管理公司数量的进一步增加及业务模式的成熟，针对地方资产管理公司的行业性监管规范将会陆续出台。

总体来看，未来一段时间不良资产管理行业仍将处于快速发展期，不良资产管理行业的发展环境将进一步优化，不良资产管理机构之间的差异化竞争将逐步出现。但我们也关注到，不良资产管理行业受监管政策及法律环境变动影响较大，随着监管政策趋于严格，行业未来发展面临一定的不确定性。

## 公司自身素质

### （一）公司产权状况

**华润资产是华润金控全资子公司，间接控股股东为华润集团，实际控制人为国务院国资委，产权结构清晰。公司股东实力雄厚，能够为其提供有力支持。**

华润资产是华润金控全资子公司。华润集团通过华润金控持有公司 100.00% 的股份，实际控制人为国务院国资委。华润金控是华润集团旗下金融板块的综合管理平台，随着华润集团不断推进实业发展及资本运营，金融板块已成为集团多元化经营的核心业务领域之一，公司作为集团一级利润中心以及华润金控旗下聚焦于不良资产投资与处置的经营主体，能够在资本补充、流动性和业务协同等方面获得股东方大力支持。

### （二）公司法人治理结构

**华润资产建立了与自身业务状况相适应的法人治理结构，法人治理结构完善。**

华润资产按照《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。董事会是公司的常设决策机构，由股东任命。公司董事会由 3 名董事构成，均由公司股东委派，董事每届任期三年，任期届满，可以连任。董

事会设董事长 1 人，由股东委派，任期三年，任期届满，可以连任。公司设总经理 1 人，由董事会聘任，董事长可兼任总经理。公司设监事 1 人，由股东委派，每届任期三年，任期届满，可以连任。总体来看，公司法人治理结构较为健全，运行情况良好。

### （三）公司管理水平

**华润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管理制度和流程，管理体系运行情况良好。**

华润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。在战略决策层面，华润资产由董事会决定公司经营计划和投资方案。公司董事会对公司股东负责。

在经营决策层面，华润资产设立总经理办公会对公司日常经营管理中的重要事项进行决策；设立业务决策委员会负责公司日常经营业务的审核、审批，具体包括投资类项目的立项申请、可行性研究报告或实施方案、资产处置类项目的处置实施方案等。总经理办公会是公司经营管理的最高决策机构，业务决策委员会是由总经理办公会授权的业务决策机构。总经理办公会由公司全体高级管理层参加，业务决策委员会由公司管理层及风险管理部、法律合规部、财务部、业务部门负责人组成。

在业务执行层面，华润资产根据自身发展需要，建立了与其业务开展相适应的组织架构。公司围绕三大业务板块设立四个业务部门，同时设立了风险管理部、法律合规部、财务部、人力资源部、综合管理部、党群工作部等中后台职能部门，以支持业务发展。

业务管理制度方面，华润资产结合公司实际，制定了《不良资产收购业务操作规程》、《传统不良资产投资类项目处置操作规程》、《附重组条件投资类业务规程》、《市场化项目尽职调查管理办法》、《附重组条件类项目投后管理实施细则》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。

风险管理制度方面，华润资产制定了《风险管理手册总册》及财务分册、法律部分册、行政综合管理分册、人力资源分册，《投资类项目风险管理政策指引》、《市场化项目审查审批流程》、《项目风险监测实施办法（试行）》、《内部控制指引》等诸多与风险控制相关的管理制度，以规范公司风险管理流程，提升风险管理工作水平。公司从组织层面建立了风险管理的“三道防线”。公司第一道防线由业务部门、各职能部门共同组成，负责业务及各部门职责相关的日常风险管理；第二道防线由公司业务决策委员会、风险管理职能部门组成，负责组织、推动、协调各项风险管理工作及项目风险审查与决策；第三道防线由公司内审部门（岗位）组成，负责内控与审计。针对不同项目公司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。

财务管理制度方面，华润资产为实现战略目标、规范财务行为、完善财务管理体系，公司根据《华润集团财务管理基本制度》相关规定，结合实际情况，制

定《华润资产管理有限公司财务管理基本制度》。根据自身特点，公司制定了《财务支付管理办法》，明确了财务支出的审批标准、审批权限，提高了财务风险管理要求，同时也提高了审批效率；制定了《资金管理办法》，明确了资金集中管理，公司整体资金集中到公司总部，由公司总部统一调度、管理和运用，提高了整体资金周转效率、降低资金风险；制定了《税务管理办法》，规范税务管理，有效防范了税务风险；制定了《费用报销管理办法》，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；制定了《全面预算管理办法》，建立了科学高效、规范有序的全面预算管理体系，强化了预算约束；制定了《不良债权资产估值审核管理办法》，规范不良债权资产估值审核管理流程，提高了不良债权资产收购和处置定价的科学性和合理性。

#### （四）公司经营状况

华润资产主要从事传统不良资产经营、附重组条件类投资和资产管理及其他业务。成立以来，依托于华润集团产业背景及丰富的特殊资产管理经验，公司一方面与资产管理公司合作开展传统金融不良资产经营业务，着重挖掘具有较大价值提升空间的单户重组项目；另一方面关注困境资产的投资机会，联合另类投资机构、信托机构等专业机构投资者主要服务于城市更新、旧城改造类项目的纾困需求。公司通常作为劣后级投资者，通过结构化产品设计引入其他合作方并扩大业务规模，近年来资产管理规模迅速增长，不良资产处置及特殊资产投资能力持续增强。

华润资产前身是华润集团旗下的特殊资产经营管理部。随华润集团及华润金控战略调整，公司逐步聚焦于传统不良资产经营业务、附重组条件类投资业务、资产管理及其他业务。成立之初，公司通过与外部资金方合作设立重整基金的方式开展业务投资。公司立足深圳，深耕粤港澳大湾区，在上海、北京、广州设置业务分部，积极开拓业务版图；同时加强内部产融协同，服务集团产业。依托于华润集团产业背景，公司各项业务规模均快速增长。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司资产管理规模分别为 156.33 亿元、310.05 亿元、397.31 亿元和 388.89 亿元。

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，华润资产积极参与不良资产收购处置及与华润集团产业相协同的附重组条件类投资业务，各项业务已初具规模。2017-2019 年及 2020 年一季度，公司营业收入总体呈现逐年增长的趋势，分别为 3.66 亿元、4.94 亿元、7.33 亿元和 1.76 亿元，同期分别实现营业利润 2.34 亿元、2.45 亿元、4.06 亿元和 1.10 亿元。

图表 2. 华润资产资产管理规模情况（单位：亿元，%）

收入来源	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统不良资产经营业务	23.31	14.91	39.83	12.85	91.67	23.07	91.13	23.43
附重组条件类投资业务	83.57	53.45	118.22	38.13	124.64	31.37	117.76	30.28
资产管理及其他业务	49.45	31.63	152.00	49.02	180.99	45.55	180.00	46.29
合计	156.33	100.00	310.05	100.00	397.31	100.00	388.89	100.00

资料来源：华润资产

## 1. 传统不良资产经营业务

华润资产的传统不良资产经营业务系基于自身资源整合及价值挖掘优势，投资收购金融机构不良资产包，针对融、投、管、退各环节设计最优项目方案；针对不良资产包中有价值提升空间的单户项目，公司将通过与金融机构合作，利用华润集团产业资源，通过债务重组、债转股、资产重组等方式进行资产重组，全面提升资产价值。

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，华润资产传统不良资产经营业务持续发展。公司市场化业务转型阶段已取得显著成效，不良资产评估、处置能力持续增强，资产包处置效率也逐步提升。

从业务模式看，根据在业务中所承担风险以及收益分配方式的不同，华润资产传统不良资产经营业务分为“自行清收”、“合作清收”和“委托清收”三种模式。自行清收是指公司自行评估、收购、处置不良资产包，承担不良资产全部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；合作清收指公司与持牌金融资产管理公司共同参与资产包竞价，以和合作方共同成立工作小组的形式对不良资产包进行处置，承担出资额对应的不良资产实际清收处置责任和风险，并按出资额享有不良资产处置溢价的不良资产收购处置业务模式；委托清收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。目前公司自主清收和合作清收业务占比相对较高。

图表 3. 不良资产清收业务模式对比

项目	自行清收业务	合作清收业务	委托清收业务
业务模式	自行评估、收购、处置不良资产包，并全额享有不良资产处置溢价	同合作公司共同出资购买不良资产包并共同成立工作小组进行处置，按出资额享有不良资产处置溢价	根据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	华润资产	根据出资比例分配	第三方机构
是否承担风险	承担不良资产全部清收处置责任和风险	根据出资比例分配	不承担或承担极少的不良资产清收风险
盈利模式	清收回款超过收购成本及资金成本的部分	清收回款超过收购成本及资金成本的部分	资金占用费及管理费
处置手段	债权转让、司法诉讼、债务重组	债权转让、司法诉讼、债务重组	第三方设法处置

资料来源：华润资产

目前华润资产以自主清收和合作清收业务模式收购的不良资产包主要位于深圳市及广东省内的其他地区，公司主要以委托清收业务模式开展省外不良资产收购业务。公司传统不良资产经营业务所购买的不良资产包主要为银行对深圳市及广东省内的其他地区所属企业的银行不良债权，主要来自于四大金融资产管理公司及地方金融资产管理公司。在地方金融资产管理公司扩容的背景下，市场竞争进一步加剧，公司仍需强化估值管理并注重提升自身的不良资产处置清收能力。

图表 4. 华润资产传统不良资产经营业务项目情况（单位：亿元）

项目	主要区域	投资日期	资产原值	收购成本	公司出资额	账面余额
资产包 A	深圳	2015 年 9 月	22.90	9.70	2.60	2.60
资产包 F	江苏	2018 年 5 月	10.07	6.61	1.32	1.34

资产包 G	江苏	2018 年 10 月	4.57	2.06	0.41	0.42
资产包 H	广东	2019 年 3 月	2.74	1.71	1.71	1.89
资产包 J	广东	2019 年 6 月	3.78	1.10	0.70	0.46
资产包 K	广东	2019 年 6 月	3.32	3.32	3.32	3.51
资产包 L	广东	2019 年 6 月	9.91	4.03	3.22	3.10
资产包 M	广东	2019 年 6 月	1.26	0.74	0.34	0.35
资产包 N	江苏	2019 年 6 月	9.57	1.15	0.23	0.25
资产包 P	广东	2019 年 8 月	0.30	0.22	0.15	0.16
资产包 Q	浙江	2019 年 9 月	-	20.90	2.60	2.61
资产包 R	浙江、四川、广东等	2019 年 12 月	89.89	12.82	3.85	3.88
资产包 S	广东	2019 年 12 月	0.90	0.32	0.21	0.21
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>159.21</b>	<b>64.68</b>	<b>20.67</b>	<b>20.85</b>
单户 A	广东	2017 年 11 月	8.11	8.96	3.63	3.65
单户 B	广东	2018 年 2 月	0.99	0.94	0.47	0.55
单户 C	河南	2019 年 12 月	-	-	0.21	0.20
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>9.10</b>	<b>9.90</b>	<b>4.31</b>	<b>4.40</b>

资料来源：华润资产（截至 2020 年 3 月末）

注：单户 C 为股权投资项目，无资产原值和收购成本。账面余额为该项投资投放后截至 2020 年 3 月末剩余资产的公允价值。

华润资产根据债权类型、增信措施、司法进程以及是否具备长期经营价值等要素设计处置方式，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。针对不同资产特点，公司在自行清收过程中采取差异化处置模式。对于收购的银行不良资产，公司主要通过诉讼追偿、债务重组、债权转让等方式进行处置清收。其中，针对价值提升空间较大的不良资产，采取债务重组、资产重组、债转股等方式进行单户重组，后通过股权转让、债务承接和债务清偿等方式实现退出；针对价值提升空间较小或处置难度较大的不良资产，公司主要通过债权转让保障周转效率。

## 2. 附重组条件类投资业务

华润资产凭借集团产业经验，发挥专业专长，在市场中发掘具备价值提升潜力的压力项目以及银行关注类资产，采取债务重组、提供流动性支持、输入先进管理、解决历史遗留问题、引入战略合作伙伴等有效措施，对项目进行重组整合，改善项目财务状况，盘活资产，挖掘项目潜在价值。

截至 2020 年 3 月末，华润资产附重组条件类投资业务在投项目共 11 个，合计账面金额为 19.67 亿，包括 8 个债权投资项目及 3 个股权投资项目。债权投资项目中 6 个为在深圳及广东省内其他城市的城市更新类项目。从城市更新类项目投资策略来看，公司主要投资位于粤港澳大湾区的拆除重建类城市更新项目，通常在改造方案获批、拆迁工作取得一定进展、但尚未完成专项规划方案审批阶段，开展附重组条件的债权投资，退出渠道包括项目公司在专项规划方案获批后的再融资、其他大开发商介入项目公司股权融资或房地产开发后期预售回笼资金，公司根据不同的退出方式设计差异化的投资期限。根据“轻资产”发展战略，公司附重组条件类投资业务主要与外部投资机构通过设立结构化信托或有限合伙企业的方式共同投资。在公司持有劣后级份额的情况下，公司的收益分配顺序在优先

级投资者之后。目前与公司合作投资附重组条件类项目的外部投资机构以另类投资机构、信托机构等专业机构投资者为主。

综合来看，华润资产附重组条件类投资项目区域集中在粤港澳大湾区，该区域全国领先的经济活力、人口净流入优势以及地方土地政策红利为公司提供了较好的业务发展环境；但同时，公司投资项目行业集中度高，较易受房地产行业监管政策及市场景气度影响；且随着金融监管强化及资管新规的落地，公司与金融机构的合作或将受限，需进一步拓宽资金渠道、创新业务模式。

**图表 5. 华润资产附重组条件类投资业务情况（单位：亿元、月）**

项目	项目类型	区域	投资日期	公司出资额	账面余额	期限
项目 1	债权投资	深圳	2016 年 11 月	4.00	5.51	36+24
项目 2	债权投资	深圳	2017 年 6 月	1.25	1.27	51
项目 5	债权投资	深圳	2018 年 7 月	2.40	2.44	36+24
项目 7	债权投资	中山	2018 年 8 月	0.23	0.25	24+12
项目 8	债权投资	上海	2018 年 9 月	1.65	1.33	12
项目 1	股权投资	温州	2018 年 11 月	3.51	2.66	60
项目 2	股权投资	石家庄	2019 年 2 月	1.98	0.19	36+12
项目 12	债权投资	清远	2019 年 5 月	1.00	1.01	18
项目 13	债权投资	深圳	2019 年 7 月	2.50	2.50	24
项目 3	股权投资	温州	2019 年 12 月	2.01	2.01	36+12
项目 14	债权投资	上海	2020 年 3 月	0.50	0.50	24
<b>合计</b>	-	-	-	<b>21.03</b>	<b>19.67</b>	-

资料来源：华润资产（截至 2020 年 3 月末）

在投后管理方面，华润资产设立了专门的投后管理团队，通过资金财务监管、现场监管、非现场监管等监管方式对项目经营活动进行动态管理，落实投后管理方案和风控措施，以保证项目正常退出。公司在各个执行要点，如对项目资金进入到退出的全流程资金监管，交易对手公司治理及行政管理情况，项目开发计划、项目全面预算管理、资金使用计划等多方面实行管控。同时，投后管理团队定期进行现场查勘，每月出具投后管理报告就项目情况向公司管理层进行汇报，发生风险预警事项时出具风险预警报告将项目情况上报公司管理层。

总体而言，华润资产附重组条件类投资业务具备较大的市场空间，整体发展前景较好。但短期来看，由于国内房地产市场不确定性因素仍然较多，政策调控较为频繁，公司该类业务投资管理仍将面临一定的挑战。

### 3. 资产管理及其他业务

华润资产资产管理及其他业务包括基金管理业务、受托管理及顾问服务等，其中基金管理业务系公司融合华润集团综合产业能力及自身资产运营重组经验，转化为特有的项目判断、管理及运作能力，为合作伙伴寻找和筛选投资标的，设计资产配置方案，提供价值实现渠道，保障基金获得良好收益；受托管理及顾问服务指公司为客户寻找和筛选有发展潜力及有投资并购价值的目标企业，提供交易结构和方案设计等专业服务；接受委托，对问题或危机企业进行清理、清算，提供相关咨询服务。

具体来看，华润资产通过与外部资金方合作设立重整基金的方式开展基金管理类业务，作为基金管理人为基金提供不良资产清收处置或资产配置服务。目前已落地基金包括善鑫壹号、善鑫贰号和善鑫叁号，合计管理基金规模 198.13 亿元，在投规模 87.95 亿元，实缴金额 3.63 亿元，基金管理人为公司下属子公司。但受资管新规影响，已落地基金规模将不再增长，同时随项目到期将逐步缩减基金规模。收益分配方面，公司作为管理人一方面对该类基金收取固定费率的管理费，其中针对善鑫壹号还享有一定比例的超额收益分配权；此外，公司作为部分基金的有限合伙人享有投资收益的分配权。

**图表 6. 华润资产基金管理类业务已落地基金情况**

基金简称	设立时间	存续期	基金总规模 (亿元)	基金在投规模 (亿元)	公司实缴金额 (亿元)	投资范围
善鑫壹号	2015 年 12 月	3+2 年	10.12	5.60	2.60	定向投资不良资产包
善鑫贰号	2016 年 5 月	5+2 年	88.01	31.01	0.005	1.传统不良资产收购；2.附重组条件类投资业务；3.上市公司债权重组类业务；4.其他双方共同认可的业务。
善鑫叁号	2017 年 7 月	5+2 年	100.00	51.35	1.02	

资料来源：华润资产（截至 2020 年 3 月末）

除了基金管理业务之外，华润资产还接受华润集团等关联方委托对集团产业内的特殊资产进行处置清理以及对集团托管资产和暂持有业务进行运营管理。在发展初期，公司设立了 3 支虚拟基金，受托管理集团内部特殊资产。公司根据受托管理资产的实际处置价格与初始评估价值的差额向委托人收取一定比例的绩效管理费。经过多年清收处置，公司受托管理的集团特殊资产已全部实现清收退出。

## （五）公司财务质量

大华会计师事务所（特殊普通合伙）及安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）分别对华润资产的 2015-2017 年财务报表和 2018-2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2019 年末，华润资产经审计的合并口径资产总额为 96.92 亿元，所有者权益为 43.98 亿元；当年实现营业收入 7.33 亿元，净利润 2.98 亿元。

## 公司财务分析

### （一）公司盈利能力

得益于传统不良资产经营业务和附重组条件类投资业务规模的扩大及项目收益的逐步释放，华润资产收入结构持续优化，盈利能力持续增强。在宏观经济增速放缓和资产价格处于下行周期的环境下，公司不良资产处置能力将持续受到挑战，存量不良资产包面临的减值压力或将有所加大，附重组条件类投资项目的信用风险也有所上升，未来盈利稳定性仍待检验。

随着华润资产业务规模的不断扩大及项目收益的逐步释放，公司营业收入和投资收益规模持续增长。2017-2019 年，公司营业收入总体呈现递增趋势，分别为

3.66 亿元、4.94 亿元和 7.33 亿元，同期分别实现营业利润 2.34 亿元、2.45 亿元和 4.06 亿元。

从收入结构来看，得益于传统不良资产经营业务和附重组条件类投资业务规模持续增长，华润资产营业收入中投资收益逐年增长。公司自行清收和合作清收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。随着公司业务规模的持续扩大，公司整体盈利水平和盈利稳定性更依赖自身资产价值判断、不良资产处置及项目投后管理等综合能力。

**图表 7. 华润资产收入构成情况（单位：万元，%）**

收入科目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
利息收入	802.62	2.20	1475.53	2.99	3653.81	4.99
手续费及佣金收入	12877.62	35.22	5844.94	11.84	5890.83	8.04
投资收益	22872.64	62.56	47722.66	96.64	64761.02	88.40
其他收益	274.00	0.75	985.05	1.99	1119.66	1.53
公允价值变动收益	-574.87	-1.57	-716.51	-1.45	443.85	0.61
汇兑收益	241.41	0.66	-6006.12	-12.16	-2688.36	-3.67
其他业务收入	69.53	0.19	74.87	0.15	76.56	0.10
<b>合计</b>	<b>36562.96</b>	<b>100.00</b>	<b>49380.42</b>	<b>100.00</b>	<b>73257.38</b>	<b>100.00</b>

资料来源：华润资产

华润资产营业成本主要为利息支出和业务及管理费，2019 年两者占公司营业支出的比重分别为 56.45% 和 30.18%。随着传统不良资产经营业务和附重组条件类投资业务快速扩张，公司外部融资规模不断扩大，利息支出快速增长。2017-2019 年，公司利息支出分别为 0.44 亿元、1.32 亿元和 1.84 亿元。2019 年，公司净利润为 2.98 亿元，净资产收益率为 7.00%，盈利水平较前期明显增长。由于不良资产业务存在逆周期特点，经济下行将给华润资产带来业务机会，但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。

整体来看，传统不良资产经营业务和附重组条件类投资业务的快速发展带动华润资产营业收入和投资收益增长。后续随着各项业务的持续推进，公司盈利水平有望进一步提升。但公司不良资产业务处置周期较长，盈利情况易受宏观经济环境及自身处置能力等因素影响，后续资产处置情况及本金回收情况有待观察。同时，由于不良资产业务存在逆周期特点，经济下行将给华润资产带来业务机会，但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。

## （二）公司偿债能力

随着业务规模的持续扩张，华润资产资产负债率逐步上升。公司资产主要集中于金融资产和长期股权投资，其中金融资产来自传统不良资产经营业务及附重组条件类投资业务，流动性较弱；长期股权投资主要为公司持有的润海投资股权，相关

土地资产的开发处置方案对股权价值具有关键影响。

## 1. 债务分析

### A. 债务结构

2017-2019 年末，华润资产所有者权益分别为 37.15 亿元、41.08 亿元和 43.98 亿元，得益于股东增资以及自身经营利润积累，公司资本实力持续得到提升。从所有者权益构成看，截至 2019 年末，公司实收资本、未分配利润及资本公积占比分别为 57.98%、19.56%和 21.63%，公司资本结构的稳定性较好。

华润资产主要开展传统不良资产经营业务和附重组条件类投资业务。随着业务规模的扩张，公司外部融资需求亦相应上升。2017-2019 年末，公司负债总额分别为 28.49 亿元、51.41 亿元和 52.94 亿元；同期末资产负债率分别为 43.41%、55.59%和 54.62%。

从负债结构来看，华润资产负债主要分布于长期借款、应付债券和其他负债。具体来看，2019 年末公司刚性债务合计 39.15 亿元，占负债总额的比重为 73.95%，包括长期借款 10.83 亿元和应付债券 28.32 亿元。其中，长期借款年利率为 3.05%-3.70%；应付债券分别为 19 润资 01 和 19 华润资产 MTN001，票面利率分别为 3.90%和 3.68%。2019 年末公司其他负债余额为 11.49 亿元，主要包括应付关联方款项 10.66 亿元，主要系来自华润资产管理（深圳）有限公司的往来款项及润海投资的关联资金往来。

得益于较强的股东背景以及同银行保持良好的合作关系，华润资产银行授信规模较为充足，截至 2020 年 3 月末，公司金融机构授信合计 132.00 亿元，其中已使用授信额度为 10.00 亿元，未使用授信额度 122.00 亿元，充足的银行授信额度可为公司业务发展及短期债务偿付提供一定支撑。

### B. 或有负债

截至 2019 年末，华润资产无或有负债。

### C. 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、华润资产提供的信息，公司不存在违约记录。

根据华润资产 2020 年 4 月 21 日的《企业信用报告》，公司经营正常，无债务违约情况发生。

## 2. 现金流分析

华润资产经营活动现金流入主要来自于资产管理及其他业务产生的基金管理费及咨询服务收入，流出主要为业务拓展及职工薪酬支出。近年来经营性活动现金净流入规模随着公司资产管理及其他业务及关联资金往来活动出现一定波动，2017-2019 年的经营活动产生的现金流量净额分别为 3.43 亿元、4.47 亿元和 2.49 亿元。

2017-2019 年，华润资产投资活动产生的现金流量净额分别为-21.82 亿元、

-19.36 亿元和-1.67 亿元。公司投资活动现金流入主要来自于不良资产包处置清收及附重组条件类项目的利息收入及退出本金，流出主要来自公司不良资产包收购和附重组条件类投资业务新增投资。

华润资产现金流缺口主要依靠筹资活动满足，2017-2019 年，公司筹资性现金净流量分别为 9.91 亿元、16.42 亿元和-1.50 亿元。2019 年公司筹资性现金净流量为负主要系公司新发债券偿还银行借款。

2017-2019 年，华润资产 EBITDA 分别为 3.03 亿元、4.40 亿元和 5.94 亿元，同期 EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 0.15 倍、0.11 倍和 0.15 倍，公司盈利对利息支出的覆盖程度较高，但对刚性债务的覆盖程度较低。

**图表 8. 华润资产 EBITDA 和经营性净现金流对债务的覆盖情况**

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	6.96	3.34	3.22
EBITDA/刚性债务(倍)	0.15	0.11	0.15
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	-85.59	-37.28	1.58

资料来源：华润资产

### 3. 资产质量分析

2017-2019 年末，华润资产资产总额分别为 65.64 亿元、92.49 亿元和 96.92 亿元。公司资产主要分布于货币资金、金融投资、长期股权投资和其他资产，2019 年末分别占资产总额的 2.05%、66.82%、28.93%和 2.12%。具体来看，当年年末公司货币资金余额为 1.99 亿元，其中 0.54 亿元为远期结售汇交易保证金；交易性金融资产和债权投资余额分别为 59.10 亿元和 5.66 亿元，主要为公司传统不良资产经营业务和附重组条件类投资业务产生的资产；长期股权投资余额为 28.04 亿元，主要为公司业务需要对合营企业的投资，主要为润海投资的股权；其他资产余额为 2.06 亿元，系由应收公司联营企业横琴润弘壹号投资基金（有限合伙）等关联方款项构成。

润海投资成立于 2009 年，由华润股份有限公司和珠海市海融资产管理有限公司共同出资组建，注册资本为 24.34 亿元，其中华润股份有限公司以货币出资 15 亿元，持股 61.62%；珠海市海融资产管理有限公司以货币出资 9.34 亿元，持股 38.38%。2009 年，原珠海市商业银行股份有限公司在珠海市政府和华润集团的主导下进行重组，润海投资成立即为负责原珠海市商业银行不良资产的处置工作，同时受让抵债资产珠海市横琴白沙栏 28 万平方米商住用地（粤房地证字第 C0052654 号、粤房地证字第 C0052620 号，容积率为 2.5）。2015 年，华润股份有限公司将所持润海投资股权按评估价值 25.02 亿元以出资方式转让给华润资产，润海投资所持前述土地评估价值 29.13 亿元。珠海市作为经济特区、广东省域副中心城市、珠江三角洲中心城市和粤港澳大湾区节点城市之一，地理位置较好，区域竞争力较强，润海投资所持土地资产增值空间较大，相关土地的开发或处置方案对公司股权投资价值的实现具有关键影响。

整体来看，华润资产资产主要集中于业务产生的交易性金融资产和长期股权投资，近年来随着业务规模的扩大，公司持有各项不良资产保规模持续增加，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。

## 公司抗风险能力/外部支持

### （一）自身抗风险能力

#### 1. 业务投资能力持续增强

近年来依托华润集团产业背景，以及经营团队丰富的特殊资产管理经验，华润资产与商业银行、资产管理公司等建立了良好的合作关系，围绕标的项目的不同投资阶段、资产状态开展传统不良资产经营、附重组条件类投资及资产管理等业务，公司不良资产处置及特殊资产投资能力持续增强。

#### 2. 较好的业务发展环境

随着粤港澳大湾区建设上升为国家级区域发展战略，且依托深圳经济特区全国领先的经济活力、人口净流入、土地政策红利及城市更新现实需求等多项发展优势，华润资产附重组条件类投资业务面临较好的业务发展环境。

### （二）外部支持

华润资产控股股东华润金控成立于 2016 年，作为战略业务单元对华润集团旗下金融资产进行整合与管理。截至 2019 年末，华润金控经审计的合并口径资产总额为 127.32 亿元，负债总额为 54.46 亿元，所有者权益为 72.86 亿元；2019 年公司实现营业总收入 11.03 亿元，净利润 3.36 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 2.79 亿元）。华润金控拥有 7 个业务单元，业务范围覆盖银行、信托、资产管理、融资租赁、保险经纪、公募基金、股权投资等领域。

华润集团总部位于香港，借助香港成熟的资本市场和内地的经济腾飞，集团保持了连续多年的快速增长，形成了较为雄厚的多元化产业基础和资本市场影响力。华润集团前身最早可追溯至 1938 年在香港成立的联合行，后通过改组扩大，业务逐步转向自营贸易和实业化发展，2000 年以来华润集团划归中央管理，由国务院国资委监管，是国务院国资委直接监管和领导的国有重点骨干企业之一。目前华润集团主营业务涵盖大消费、大健康、城市建设与运营、能源服务、科技与金融五大业务领域，下设消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融等七大战略业务单元，旗下共有华润电力、华润置地、华润啤酒、华润水泥、华润燃气、华润医药和华润医疗等 7 家香港上市公司。

华润集团“十三五”战略规划中，将“实业”引擎作为集团收入与利润的主力渠道，将“资本”引擎作为集团长期发展的新型资金来源和商业模式优化的方式。在金融业务发展规划方面，集团将通过产融结合、融融结合，充分发挥协同效应。华润资产作为集团一级利润中心，并作为集团旗下聚焦于不良资产投资与处置的公司，公司能够在资本补充、流动性和业务协同等方面获得股东方大力支持。

## 跟踪评级结论

华润资产经营团队具备多年特殊资产经营管理经验，公司主要从事传统不良资产经营业务、附重组条件类投资业务和资产管理及其他业务。公司是华润金控全资子公司，间接控股股东为华润集团，实际控制人为国务院国资委。华润金控是华润集团旗下金融板块的综合管理平台，随着华润集团不断推进实业发展及资本运营，金融板块已成为集团多元化经营的核心业务领域之一，公司作为集团一级利润中心以及华润金控旗下聚焦于不良资产投资与处置的经营主体，能够在资本补充、流动性和业务协同等方面获得股东方大力支持。

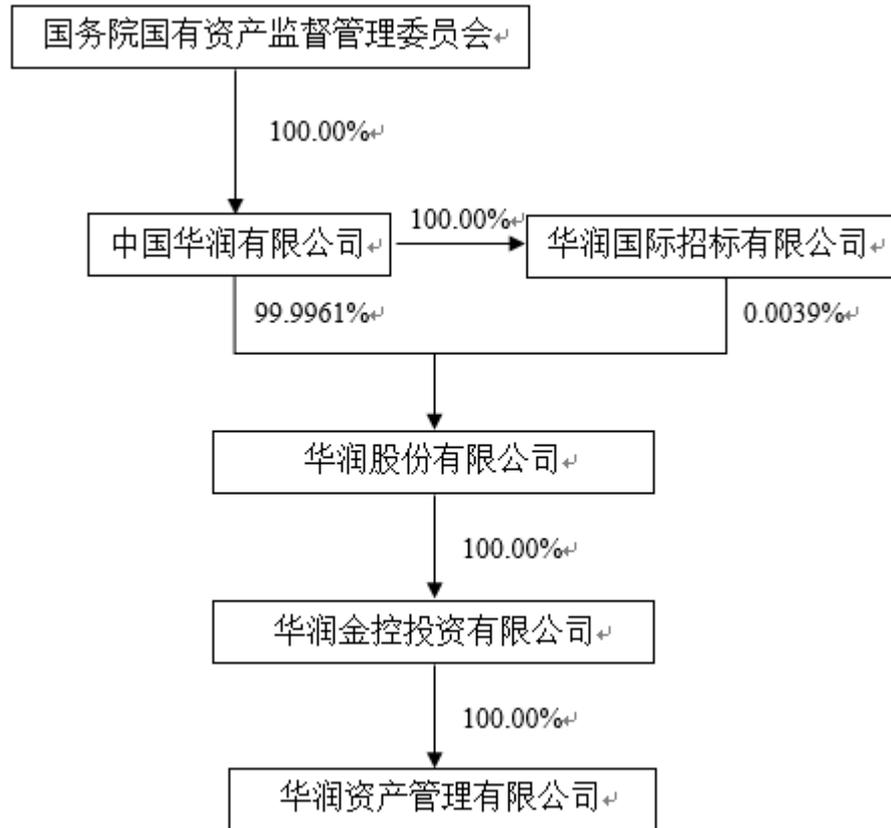
华润资产成立以来，依托于华润集团产业背景及丰富的特殊资产管理经验，公司一方面与资产管理公司合作开展传统金融不良资产经营业务，着重挖掘具有较大价值提升空间的单户重组项目；另一方面关注困境资产的投资机会，联合另类投资机构、信托机构等专业机构投资者主要服务于城市更新、旧城改造类项目的纾困需求。公司通常作为劣后级投资者，通过结构化产品设计引入其他合作方并扩大业务规模，近年来资产管理规模迅速扩大，不良资产处置及特殊资产投资能力持续增强。

依托于华润集团产业背景，得益于各项业务规模的持续扩大，华润资产收入结构持续优化，盈利能力持续增强。随着业务规模的持续扩大，公司资产负债率逐步上升，但在行业中仍处于相对较低的水平，后续融资空间较大。公司资产主要集中于金融资产和长期股权投资，其中金融资产来自传统不良资产经营业务及附重组条件类投资业务，流动性较弱；长期股权投资主要为公司持有的润海投资股权，相关土地资产的开发处置方案对股权价值具有关键影响。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司传统不良资产经营业务的资产清收处置情况；（2）公司单户重组资产的重组进度；（3）公司广东省外附重组条件类投资业务经营情况；（4）公司整体负债情况及偿债资金情况。

附录一：

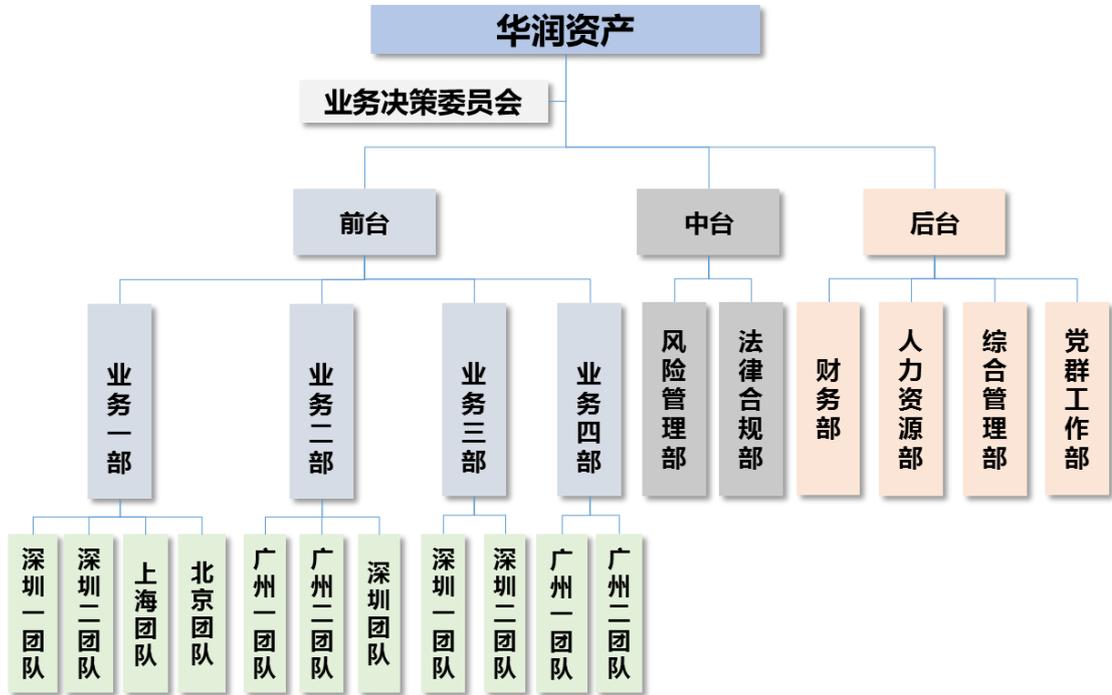
### 公司产权结构图



资料来源：华润资产（截至2020年3月末）

附录二：

### 公司组织结构图



资料来源：华润资产（截至2020年3月末）

附录三：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	65.64	92.49	96.92
货币资金 [亿元]	0.85	2.66	1.99
刚性债务[亿元]	20.17	38.54	39.15
所有者权益 [亿元]	37.15	41.08	43.98
营业收入[亿元]	3.66	4.94	7.33
净利润 [亿元]	1.94	2.30	2.98
EBITDA[亿元]	3.03	4.40	5.94
经营性现金净流入量[亿元]	3.43	4.47	2.49
投资性现金净流入量[亿元]	-21.82	-19.36	-1.67
资产负债率[%]	43.41	55.59	54.62
权益资本与刚性债务比率[%]	184.15	106.57	112.36
营业利润率[%]	64.11	49.68	55.43
总资产报酬率[%]	5.25	5.56	6.27
净资产收益率[%]	5.36	5.87	7.00
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-85.59	-37.28	1.58
EBITDA/利息支出[倍]	6.96	3.34	3.22
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.11	0.15

注：表中数据依据华润资产经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算。

附录四:

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%
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%
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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(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

## 附录五：

### 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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行人不能偿还债务

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。

## 评级声明

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）》（发布于 2019 年 8 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。