

不良资产管理行业

卖方格局渐成，处置能力成为核心竞争力

● 历史视角：发轫于政策，走向市场化，处置手段全面丰富

自 1999 年四大 AMC 成立以来，我国不良资产处置行业从无到有、从小到大，经历了政策性阶段、商业化转型和全面商业化阶段。进入全面商业化阶段以来，各类 AMC 公司不断涌现，处置手法也在不断丰富，如传统处置、资产重组、债转股、资产证券化等。

● 产业链视角：市场空间较大，行业格局卖方占优

上游供给端：行业格局卖方占优，原因：1) 买方竞争加剧，且一级市场参与门槛下降；2) 卖方主动权提升，低价处置意愿减弱。

中游处置端：“4+2+N”格局。1) 四大 AMC 从国家救火队的角色转型成为大型金控平台，各具特色继续维持资管市场的“霸主地位”；2) 国家相继批复地方开设 2 家 AMC，相比四大 AMC，地方 AMC 在处置体量小、数量多、且分散的不良资产更具优势，处理方式更加灵活且有针对性，和当地政府、司法部门的协作优势提高了处置效率，目前地方 AMC 已达 55 家；3) N 主要有两种类型，一是专司债转股业务的银行系资产管理公司，二是机制灵活专司非牌照业务的民营类不良资产处置服务公司。未来，主动管理能力重要程度凸显。

下游投资端：国内和国际不良资产买家跃跃欲试，交投活跃。二级市场方面，国内和国际不良资产买家跃跃欲试，交投活跃程度区域分化较大；借助各类衍生服务平台，个人投资者除了参与到以不良资产为基础资产的各类基金、资管计划中，也更多的直接参与到不良资产的投资。

● 盈利视角：一门越来越依仗专业能力的好生意

不良资产处置行业具有周期属性，在经济景气周期，利好处置但不利收购，在经济非景气周期，利好收购但不利处置。正是这一兼具顺逆周期的属性，拉长一点时间看，不良处置业务盈利较为稳定，华融、信达不良处置业务 IRR 长期稳定在 15%-20%。但随着行业格局卖方占优以及经济由高速增长阶段向高质量增长阶段转变，不良处置的垄断红利和市场红利将逐渐式微，灵活的经营体制和专业的处置能力将成为行业的核心竞争力。

● 产业链相关上市公司

1) 四大 AMC 中的港股上市公司中国信达、中国华融；2) 机制灵活的民营类非持牌 AMC 吉艾科技。公司传统业务部分为油服业务，受国际油价低迷影响，公司于 2016 年底引进 AMC 团队。2017Q3 AMC 板块实现收入 1.1 亿元，占营收比例 72%。目前公司暂未持牌，通过支付少量通道费、与持牌四大、地方 AMC 合作等方式获取不良资产包，以较低的成本突破了牌照限制。

● 风险提示

宏观经济增速大幅下滑，行业政策低于预期等风险。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2018-01-23

相对市场表现



分析师：陈福 S0260517050001

0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

分析师：屈俊 S0260515030005

0755-88286915

qujun@gf.com.cn

相关研究：

飞机租赁：中国市场发力可期	2017-08-23
信托行业报告：转型主动管理，行业的方向与机遇	2017-08-18
沐浴改革春风，金控产业扬帆起航	2017-05-25
退出渠道扩容，创投迎来美好时光	2017-04-18

联系人：陈卉 0755-82535901

gfchenh@gf.com.cn

王雯 0755-8826 1286

wangwen@gf.com.cn

目录索引

不良资产历史：发端政策性，走向市场化	5
回顾小结：双刃之剑，周期轮回	6
不良资产处置手段丰富，创新模式涌现	7
传统处置类业务	7
重组类业务	8
债转股：重新挖掘、提升企业价值	9
不良资产证券化：重启处置新篇章	12
产业链解析：业务空间大、处置端形成 4+2+N 格局	13
上游：万亿级别的“荆棘花”	13
中游：四大资管转型金控平台，地方 AMC 方兴未艾	20
下游：逆经济周期的投资品类	27
未来展望：不良资产处置能力成为核心竞争力	28
收包价格持续上升，市场格局卖方占优	30
牌照供给增多，行业竞争加剧	31
处置能力成为制胜关键	31
不良资产投资有望迎来活跃期	31
产业链相关上市公司	31
四大 AMC：不良资管业务稳健，发展综合金融服务	32
非持牌 AMC：多家公司转型 AMC，显著受益于行业增长	35
风险提示	36

图表索引

图 1: 国有四大行不良贷款率走势 (1996-2000 年)	5
图 2: AMC 运营模式	7
图 3: 传统类处置业务流程图	7
图 4: 中国华融与中国信达传统类业务内部收益率对比	8
图 5: 重组类业务流程 (以中国信达为例)	8
图 6: 中国华融重组类行业不良资产分布	9
图 7: 中国信达重组类行不良资产业分布	9
图 8: 中国信达, 中国华融重组类业务月均年化收益率对比	9
图 9: 债转股的处置模式示意	10
图 10: 先股后债处置模式示意图	11
图 11: 2016 年债转股交易结构图	11
图 12: 不良资产处置产业链解析	13
图 13: 不良资产深层次来源	14
图 14: 不良资产深层次来源	15
图 15: 不良贷款类别及所占比例	15
图 16: 各类银行的不良资产比例	15
图 17: 部分行业 2011-2015 年不良贷款率	16
图 18: 关注类贷款余额及增速	16
图 19: 基金、证券资管业务规模 (万亿)	17
图 20: 小额贷款公司贷款余额 (亿元)	17
图 21: 融资租赁合同余额 (亿元)	17
图 22: 委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票 (万亿元)	17
图 23: P2P 贷款余额	18
图 24: 中央和地方国企的资产总额 (万亿元)	19
图 25: 非金融民营上市公司资产总额 (亿元、%)	19
图 26: 中国信达营业收入利润同比	32
图 27: 中国信达资产总计净资产同比	32
图 28: 中国信达分业务营业收入(亿元、%)	33
图 29: 中国信达分业务营业收入结构百分比 (%)	33
图 30: 中国信达 P/E,P/B	33
图 31: 中国信达 ROE,ROA	33
图 32: 中国华融营业收入利润 (亿元、%)	34
图 33: 中国华融净资产 (亿元、%)	34
图 34: 中国华融分业务营业收入 (亿元、%)	34
图 35: 中国华融分业务营业收入 (%)	34
图 36: 中国华融 P/E,P/B	35
图 37: 中国华融 ROE,ROA	35

表 1: 不良资产行业发展历程	6
表 2: 1999 年资产管理公司转股情况	10
表 3: 历史上四支不良资产 ABS 产品	12
表 4: 影子银行+相关非银机构的贷款相关业务	17
表 5: 四大 AMC 财务数据对比 (亿元、%)	20
表 6: 四大 AMC 综合金融布局情况	21
表 7: 地方不良资产余额比较	22
表 8: 地方 AMC 完整版梳理 (亿元)	23
表 9: 银行系 AMC 布局	27
表 10: 债券资产风险资产权重表	29
表 11: 股权投资风险资产权重表	29
表 12: A 股中涉足 AMC 行业的公司经营情况	32

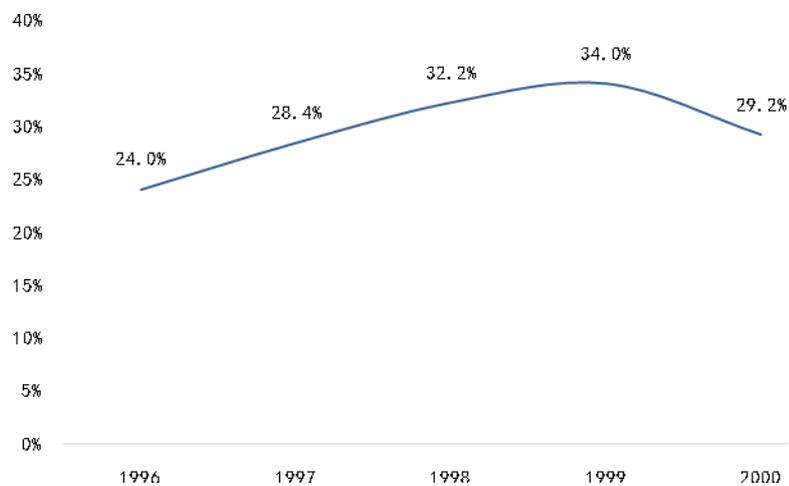
不良资产历史：发端政策性，走向市场化

不良资产泛指实际价值低于账面价值的资产。2002年1月1日起，根据《贷款风险分类指导原则》，中国人民银行对银行贷款质量，采用以风险为基础的分类方法把贷款分为正常、关注、次级、可疑和损失五类；后三类合称为不良资产。按照我们的理解，不良资产不仅来源于银行坏账，非银行金融机构、非金融企业、个人等各类主体在对外借贷、业务经营、担保租赁等各类经济行为中都可能产生不良资产。不良资产行业有着兼具顺逆经济周期、进入壁垒较高等特点。

我国不良资产管理行业的发展分为三个阶段，**政策性阶段、商业化转型阶段和全面商业化阶段**。

政策性阶段（1999年-2006年），政策性任务为主：1998年和1999年国有商业银行不良贷款率分别高达33%和41%。四大资产管理公司（资产管理公司：AMC）设立，当时被规定为存续期十年，分别对口四大国有商业银行，目的是为国有商业银行剥离不良资产（第一次不良资产剥离）。四大资管公司的资金来源于国家拨款和发行债券筹集到的1.39万亿资金。（包括财政部为每家银行提供的100亿元资金、中国人民银行提供的5700亿元的贷款，以及各自对口商业银行以及国开行发行的8200亿元的金融债券），四大资管公司以账面原值收购不良资产。

图1：国有四大行不良贷款率走势（1996-2000年）



数据来源：《国有商业银行账面不良贷款、调整因素和严重程度》、广发证券发展研究中心

此阶段的主要特点有二：1）四大资产管理公司以账面原值收购，而这些不良资产多是计划经济转型阵痛中国企坏账留下的历史包袱，不良资产质量不佳，资管公司处于严重亏损状态；2）被收购对象局限于银行的不良资产。四大资产管理公司在处理不良贷款上的现金回收率只有约20%，要偿还财政部、银行的款项非常艰难。

商业化转型阶段（2004年-2008年），探索新路径：

此阶段，银行的不良资产以折价的形式卖给四大资管公司。第二次不良资产剥离：

信达与东方等资管公司收购中行和建行5400亿不良资产。本次不良资产剥离的主要目的是为了国有商业银行的上市而美化其资产负债表，因为第二次剥离的不良资产形成的时间短，贷款决策的商业化程度较高，贷款分类标准更明确，贷款手续也相对规范。第三次不良资产剥离也发生在商业化转型阶段，2005年，工商银行4500亿元可疑类贷款分作35个资产包，按逐包报价原则出售给四大资管公司。

本阶段的主要特点是折价出售，四大资管公司逐渐向市场化转型。业务也不再局限于银行不良资产，开始向非银行金融机构的不良资产发展。

全面商业化阶段（2010-至今），全面开花，蓬勃发展：

2010年和2012年，信达和华融分别完成股改，标志着我国不良资产行业进入全面商业化阶段。四大资管公司逐渐发展成为全牌照的大型金控集团，发展方向各具特色。国务院批准资管公司开展非金融企业不良资产管理业务，地方性资产管理公司、小型民间资管公司及各类资管服务业态纷纷出现。

表1：不良资产行业发展历程

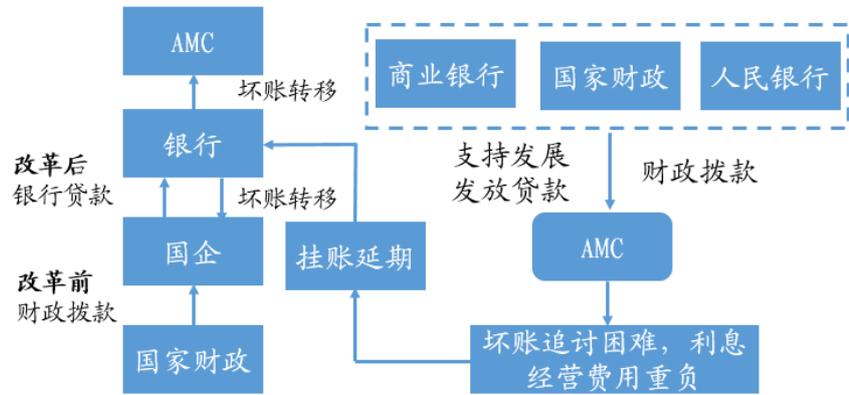
时间	事件	发展阶段
1997年	亚洲金融危机爆发，国有商业银行不良贷款激增	
1999年	第九届全国人大《政府工作报告》：建立四大金融资产管理公司信达、长城、东方、华融对口接收建行、农行、中行、工行的不良贷款	政策性阶段
2000年	四大资产管理公司对不良资产的接受工作基本完成。	
2004年	财政部对四大资产管理公司不良资产处置实施考核责任制，允许四大资管公司开启商业化业务的探索，四大行第二次大型不良资产剥离	
2005年	不良资产市场进一步市场运营，银行按照市场规则出售不良资产，资管公司自负盈亏。第三次不良资产剥离。	商业化转型阶段
2005年	信达首先完成考核责任制的考核目标	
2006年	华融、长城、东方相继完成考核目标，政策阶段接近尾声	
2007-2008年	四大资管商业化业务和政策性业务分账核算，商业化业务自负盈亏，四大资管公司将不良贷款逐步拓宽至非银金融机构不良资产；开始布局多元化业务平台。	
2010年	信达股改，标志着不良资产管理行业进入全面商业化阶段。国务院批准信达开展非金融类不良资产的收购业务。	全面商业化阶段
2012年4月	信达获得社保资本、瑞银、中信资本、渣打银行四家战略投资者的投资	
2012年10月	华融完成股改。	
2014年7月	银监会公布地方金融资管公司名单，民间从事不良资产的非金融资产管理公司增多	

数据来源：银监会、四大AMC官网等、广发证券发展研究中心

回顾小结：双刃之剑，周期轮回

从我国不良资产行业发展历史来看，四大资管公司的诞生与发展对我国经济有着重大的意义。1) 四大资管公司解决了国有商业银行近3.1万亿的坏账，为国有商业银行摆脱历史包袱，成功转型上市，成为国际巨无霸企业奠定了坚实的基础；2) 四大资管公司管理运作国有企业产生的不良资产，通过债转股等方式化解风险，减轻了国有企业的经营负担。

图2: AMC运营模式



数据来源: 信达公司公告、广发证券发展研究中心

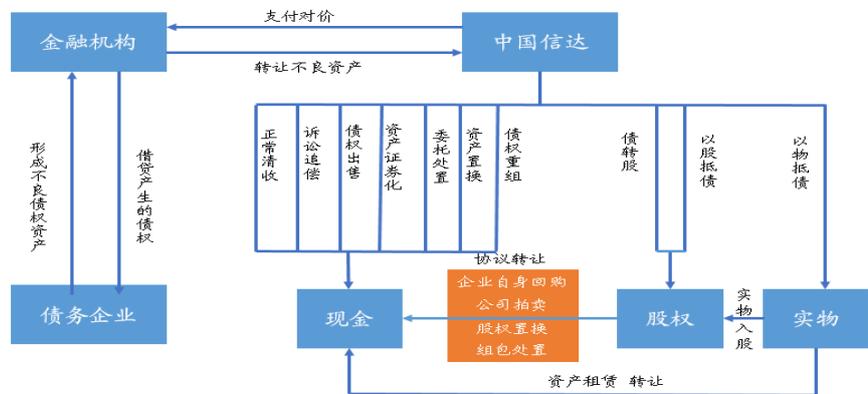
不良资产处置手段丰富, 创新模式涌现

我们对常见的不良资产处置方式进行了梳理总结, 主要包括诉讼追偿(债权人端)、传统处置(AMC端)、债务重组、债转股、不良资产证券化等。

传统处置类业务

传统类业务是指不良资产管理公司直接继承原有的债权债务关系, 收益主要来自于最终实际收回的现金流与债权收购成本之间的差额。传统类业务在收购时并没有确认处置方式及未来的现金流, 因此处置的灵活性和弹性更大。实现收益的方式包括到期正常收回债务、债务重组(若以债转股、以股抵债、追加股权投资等形式进行债务重组则转化为投资类业务)、债权转让或发生进一步违约时的诉讼追偿等, 该类业务的处置周期一般为 2-3 年。

图3: 传统类处置业务流程图

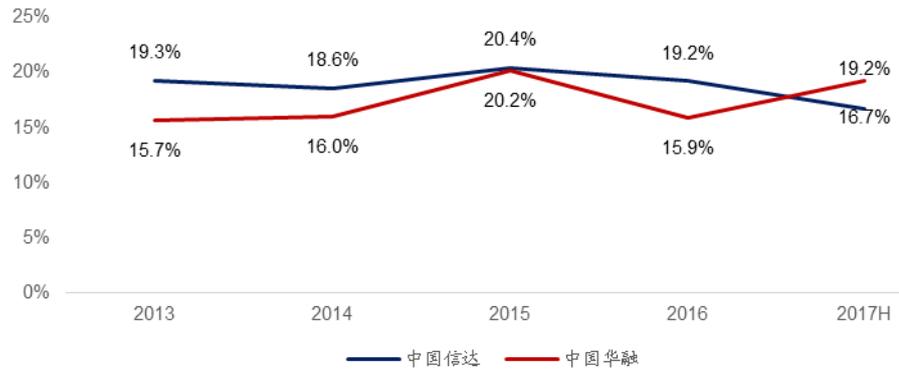


数据来源: 中国信达招股说明书、广发证券发展研究中心

截止 2017 年上半年中国信达与中国华融处置传统类业务的内部收益率分别为 16.7%、19.2%。该类业务的内部收益率近两年始终维持在 15%-20%之间, 我们

预计未来 IRR 有望继续保持该收益率水平。

图4：中国华融与中国信达传统类业务内部收益率对比

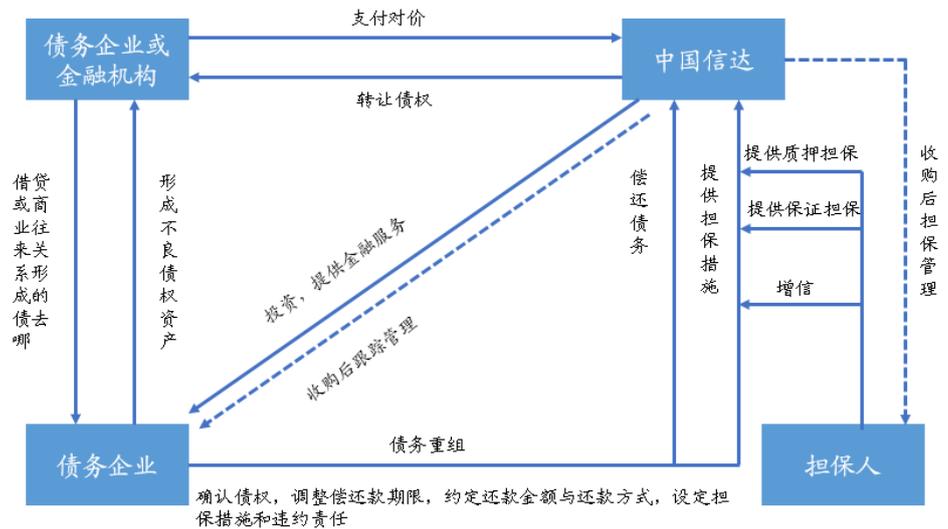


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

重组类业务

重组类业务是指不良资产管理公司在收购不良资产时就已经通过协商与原有的债权人与债务人达成债务重组方案，因此未来的处置方式、现金流都相对可以确定。实现收益的重点就是重组方案的具体推进情况和现金流实际回收情况，重组类业务的处置周期一般为 1-2 年。

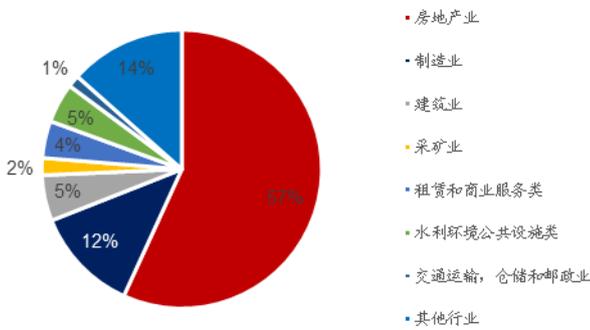
图5：重组类业务流程（以中国信达为例）



数据来源：中国信达招股说明书、广发证券发展研究中心

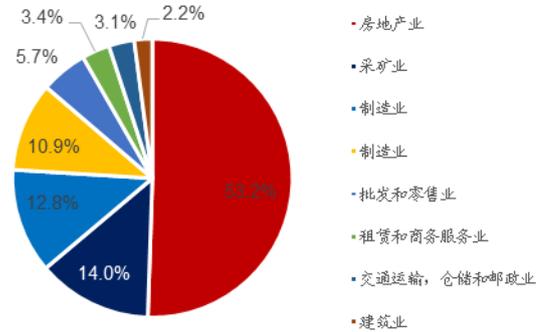
重组类业务的不良资产供应方主要为非金融类企业，截止 2017 年 6 月，中国信达与中国华融重组类业务的存量不良资产中按行业分最主要的债务方均为房地产业。重组类业务因为未来处置方式与现金流相对确定、绝大部分有担保机构提供担保因此收购成本相对较高。

图6: 中国华融重组类行业不良资产分布



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

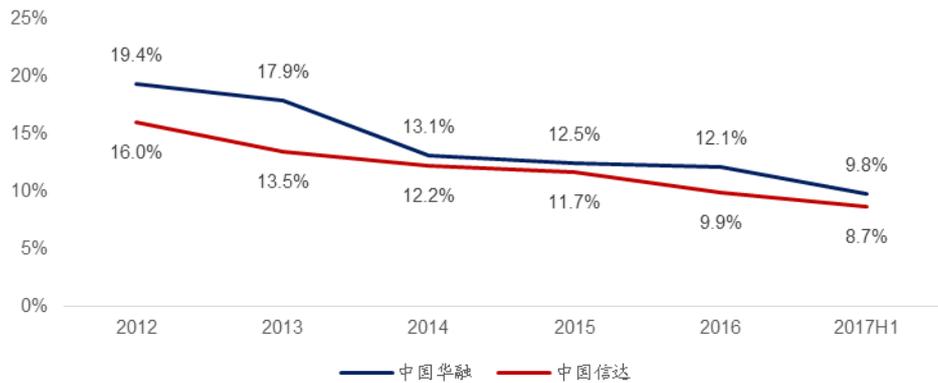
图7: 中国信达重组类行不良资产产业分布



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

2017年上半年中国信达与中国华融重组类业务的月均年化收益率分别为 9.8%、8.7%。我们观察到中国信达与中国华融重组类业务的月均年化收益率 2012 年以来均呈现出不断下滑的趋势, 表明不良资产管理公司都在不断下调重组方案的预期收益率。我们认为主要与经济增速下滑导致减值率有所上升、迫使不良资产管理公司更加注重该类业务的风险控制有关, 另外也与非房地产企业项目占比升高有关。

图8: 中国信达, 中国华融重组类业务月均年化收益率对比



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

债转股: 重新挖掘、提升企业价值

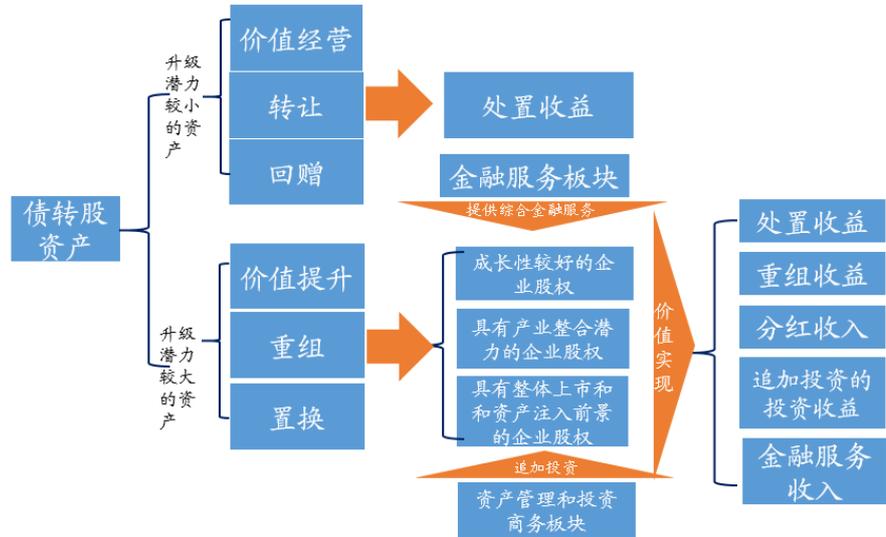
债转股是指通过一定的程序将特定国有企业对银行的债务, 转化为该企业的股权的行为。

债转股的优点: 重新挖掘企业价值, 债转股公司实现自身价值的提升; 而破产清算等方式回收的资产资不抵债, 造成银行的亏损, 债转股有利于挽回银行损失。

债转股的缺点: 1) 若企业并无竞争力, 债转股之后依旧只能选择破产, 参与债转股

的银行已经失去了优先追偿权，造成银行更大的损失；2) 债转股后银行将无需确认处置损失，可能隐藏银行真实的不良资产风险；3) 债转股制度的道德风险——即濒临破产、但不具有竞争力的企业也加入债转股行列，债转股企业的识别和选择存在一定困难；4) 大权旁落，资管公司注资以后董事长、总经理等高级管理人员的任免权，企业的经营决策权和财务决策权等，将归属于拥有这些股权的利益主体。

图9：债转股的处置模式示意



数据来源：中国华融招股说明书、广发证券发展研究中心

表2：1999年资产管理公司转股情况

公司名称	转股企业数量	转股总金额（亿元）
中国信达资产管理公司	356	1,759
中国华融资产管理公司	400	1095
中国东方资产管理公司	192	603
中国长城资产管理公司	不详	117

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

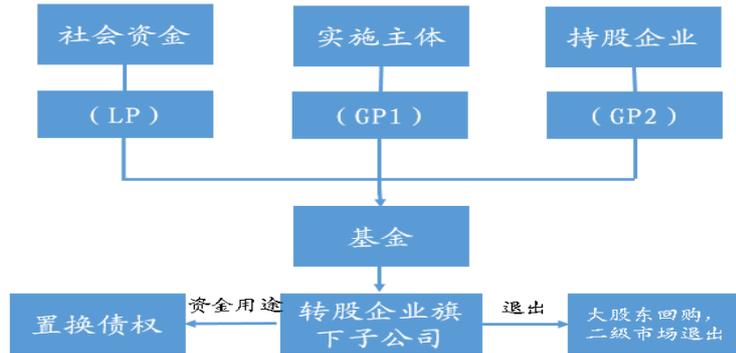
2016年10月10日，国务院印发《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，正式提出市场化、法制化债转股。本轮债转股既可以转不良类贷款，也可以转正常类、关注类贷款。前者直接处置已变成不良的贷款，降低商业银行不良率；后者主要解决账面上仍正常，可能变成不良的贷款，化解潜在不良压力。

本轮债转股强调对债转股企业的选择市场化，资金，定价，投后管理，退出市场化。主要目的是降低企业杠杆率，减轻企业债务负担，同时降低银行的不良压力。所以各级政府干预较少。

当前，主要采用的是先股后债的基金模式和华融常用的发股还债模式。1) 先股后债

模式下比较有代表性的是基金模式，即由银行实施主体、转股企业、社会资金成立基金，然后以基金形式入股企业，置换出企业债权。目前银行实施债转股大部分采用的基金模式。基金模式的优点在于：第一、由于是直接置换出企业债权，出售债权时不需要打折，同时减少了道德风险、操作风险等；第二、本轮债转股特点为市场化，公募操作符合市场化流程。**2) 发股还债模式：**便捷有效、实施成本低。流程是企业参与定增后，定增募资用来还贷，发定增需要符合上市公司、证监会章程，风险有效降低。目前已有南钢股份等案例。

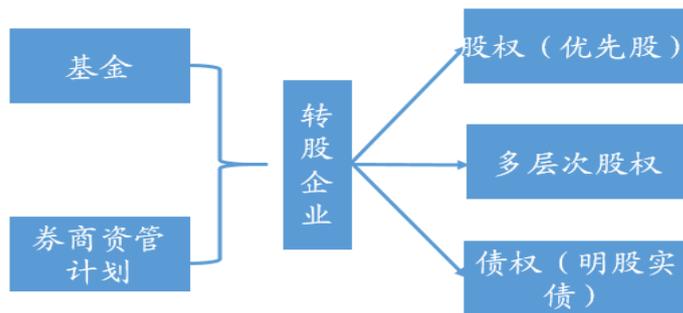
图10：先股后债处置模式示意图



数据来源：《2017：中国金融不良资产市场调查报告》、广发证券发展研究中心

根据东方资产管理公司，《2017：中国金融不良资产市场调查报告》，资金投入后，大致有三种投资方式：一种是真实股权投资，真实股权投资指银行除了争取董事会监事会地位以保障股东权益外，另外会有对赌协议，对转股企业的业绩，杠杆率，上市预期做出要求；另一种是债权投资，即债转股本质仍是债权；第三种即介于股权和债权之间。本轮债转股并无固定模式，企业可以根据自己情况选择方式。

图11：2016年债转股交易结构图



数据来源：《2017：中国金融不良资产市场调查报告》、广发证券发展研究中心

实施状况：根据《2017：中国金融不良资产市场调查报告》，截至2017年6月9日，本轮债转股共签约56个项目，涉及45家企业，签约规模7095亿元，单个签约规模为100亿左右为主。除五大行之外，兴业银行、浦发银行、中信银行、北京银行等股份

制银行以及兴业国际信托、中国人寿、地方资产管理公司陕西金资等金融机构也都加入债转股行列。

不良资产证券化：重启处置新篇章

资产证券化始于美国，不良资产证券化比例极高。美国早在1968年就成立政府国民抵押贷款协会，并以此为支持推出了住房抵押贷款证券，这是最早的资产证券化（ABS）产品。此后资产证券化蓬勃发展，各类贷款支持证券、资产支持证券曾占到美国债券市场总额的34%。资产证券化在帮助美国的储蓄机构盘活资产方面功不可没，但也最终酝酿了次级住房抵押贷款证券化危机，即次贷危机。因此，不良资产证券化到底是雪中送炭还是乱上添乱，成为争议的焦点，2009年我国不良资产证券化也因此叫停。

我国不良资产证券化已有先例。2005年，央行、银监会颁布实施了《信贷资产证券化试点工作管理办法》，并开始不良资产证券化试点，曾推出四支不良资产支持证券（及证券化信托）：东元2006-1重整资产支持证券，信元2006-1重整资产支持证券，信元2008-1重整资产支持证券和建元2008-1重整资产证券化信托。从试点经验来看，这四支不良资产支持证券全部顺利兑付，未表现出任何风险和危机。后来，受美国次贷危机的启示，我国暂时停止了不良资产证券化。

表3：历史上四支不良资产ABS产品

产品名称	发行规模	基础资产	优先级	次级
东元 2006-1	7 亿元，资产池未偿本金余额 60.2 亿元，折扣率约为 11.62%	资产池共有 1,525 户，2,114 笔不良资产，本金总余额为 60.20 亿元。	人民币 70,000 万元，信用等级 AAA，票面利率簿记确定，票面期限三年，票息 3.7%	人民币 35,000 万元，不设票面利率
信元 2006-1	48 亿元，资产池未偿本金余额 210.38 亿元，折扣率约 22.82%	“资产池”本息合计为 314.28 亿元。	信用等级 AAA，占比 62.50%，票息 3.80%	未予评级，占比 37.5%，不设票面利率
信元 2008-1	20 亿元，资产池未偿本金余额 150 亿元，折扣率约 13.33%	资产池共涉及中行、交行、建行/开行 3 类可疑类资产，本息合计为人民币 273 百万元。	信用等级 AAA	未予评级，不设票面利率
建元 2008-1	21.5 亿元，资产池未偿本金余额 95.5 亿元，折扣率约 22.51%	“资产池”本息合计为 113.49 亿元人民币。	信用等级 AAA 票息 6.08	未予评级，不设票面利率

数据来源：产品公告、广发证券发展研究中心

资产证券化本质上是流动性管理工具，可大幅提高不良资产处置效率。根据我们的理解，资产证券化的本质是流动性管理工具，银行通过将不良资产证券化把暂时不能收回的钱转变成可用现金，降低资产负债期限结构不匹配带来的风险。银行的不良资产盘活，意味着社会的贷款供给得到增加。

工行、农行、中行、建行、交行和招行六家银行被确定作为首批试点机构，试点总额度500亿。2016年5月，中国银行、招商银行分别发行了3.01亿、2.33亿元不良资产支持证券，这也意味着暂停的银行不良资产证券化正式重启。根据《中国资产证券化白皮书（2017）》，2016年全年银行间市场共计发行了14单不良资产证券化产

品，累计发行规模达156.1亿元，累计处置银行不良资产本息510.22亿元。

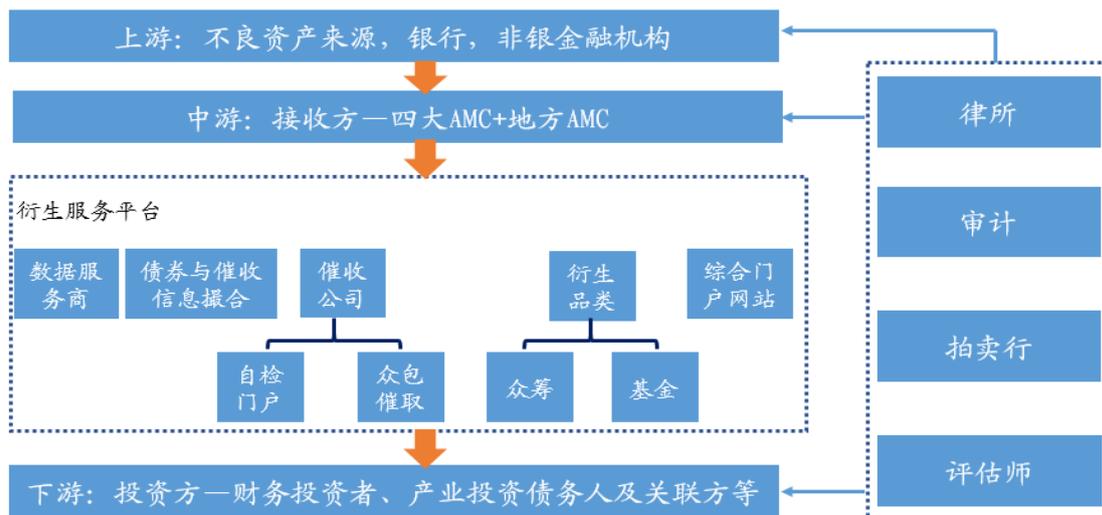
2017年，不良资产证券化试点范围进一步扩大，国开行、中信银行、光大银行、华夏银行、民生银行、兴业银行、平安银行、浦发银行、浙商银行、北京银行、江苏银行和杭州银行共12家银行入围第二批试点名单，总发行额度仍为500亿元。试点扩大后，发起机构类型更加多元化。截止2017年上半年，已发行16单不良资产证券化产品。2017年4月银监会颁发的4号文明确提出，“多种渠道盘活信贷资源，加快处置不良资产”，体现了监管层积极的态度。

产业链解析：业务空间大、处置端形成 4+2+N 格局

我们追溯不良资产的流向，将产业链分为上、中、下游，分别对应不良资产的来源、接收和投资。1) **上游：不良资产的来源**。我们从交易对象上界定，主要包括各类银行，非银行金融机构和非金融企业等。2) **中游：资产管理机构整批接收不良资产**。最早是四大资产管理机构，随着国家政策宽松，资产管理牌照下放，省级地方AMC陆续进入市场；3) **下游：不良资产投资者**。类型较为广泛，可分类为财务投资者、产业投资者（上下游）、债务人及关联方，常见的投资者包括外资投行、房地产投资基金、民营资产管理公司等。同时，衍生的互联网服务平台，律所、评估机构、拍卖行等专业服务机构也在产业链中扮演承上启下，提供服务。

需要注意的有三点：1) 不良资产的最终可能由投资者、资管公司、政府、其他第三方等多种主体处理，这里我们未加深入剖析。2) 资产管理机构有可能同时扮演不良资产接收、投资和处置的角色。3) **资产管理机构是不良资产管理领域的“投资银行”**。不良资产行业的一级市场是不良资产转移给资管机构的过程；二级市场是经过资管机构的处置后，各类投资机构参与投资和最终处置的过程。

图12：不良资产处置产业链解析



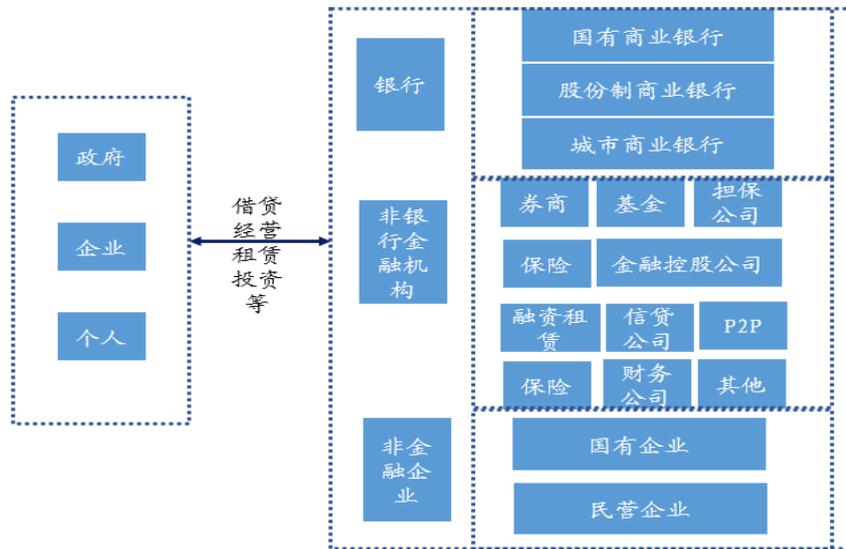
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心整理

上游：万亿级别的“荆棘花”

不良资产主要来自于银行（国有商业银行、股份制商业银行、城商行、农商行等），

非银行金融机构（券商、保险、融资租赁、P2P等）、非金融机构（国有企业、民营企业）以及财政不良资产构成。对不良资产的来源进一步追溯，可以发现任何人、任何机构因借贷、经营、租赁和投资等原因发生资金往来，都可能成为不良资产的源头。

图13：不良资产深层次来源



数据来源：广发证券发展研究中心整理

商业银行：不良资产余额仍处高位

商业银行贷款分正常类、关注类和不良贷款三类。我们对2002年以来商业银行不良资产的总额，比例、构成和变化进行了梳理：1) 根据银监会数据显示，2002年末，不良资产余额22793亿元，不良资产比例近20%，尽管相对1998、1999年已经明显降低，但绝对数额仍较大。2) 商业银行不良资产余额在2004年、2005年和2008年有三次骤降，前两次分别对应商业银行第二次和第三次不良资产剥离，2008年末的骤降原因是农业银行股改上市前夕剥离8157亿元不良资产。3) 从2002年到2011年三季度，不良资产比例总体下降趋势，2011年9月达到0.9%的历史低点，自2012年一季度之后连续19个季度保持上升，季度复合增长率达3.36%。4) 不良资产生成率缓慢下降，不良资产余额缓慢上升。2016年末，根据我们对上市银行不良资产生成率的观察，加速度呈缓慢下降趋势，不良资产率至2016年末开始保持1.74%的比例，银行整体不良率延续改善趋势。

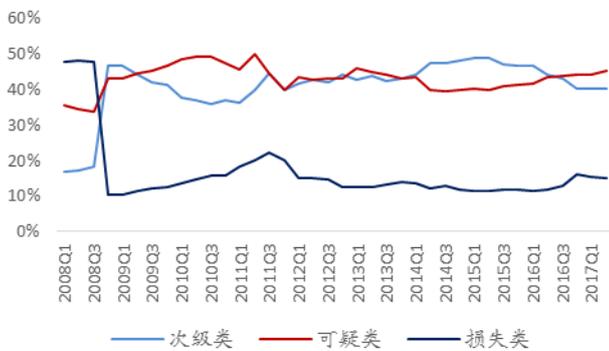
图14：不良资产深层次来源



数据来源：银监会，广发证券发展研究中心整理

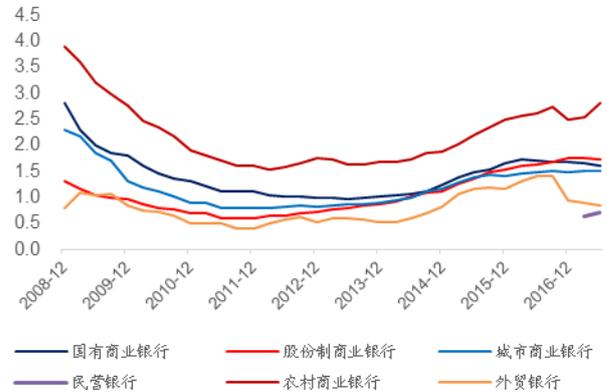
农商行不良率最高，次级贷款比例上升。不良资产比例由高到低依次是农商行、国有银行、城商行、股份制银行和外资银行，我们认为其原因主要是风控能力和服务对象的差异：农商行主要服务对象为地区中小企业和农民，而外资行房贷注重细节，风控更加严格。在三类不良贷款中，2010年以来次级贷款呈上升趋势，2016年开始略有下降，次级贷的上升表明借款人的还款能力出现问题，无法依靠正常营业收入足额偿还贷款本息，同样反映出企业经营更加困难的局面。

图15：不良贷款类别及所占比例



数据来源：银监会、广发证券发展研究中心

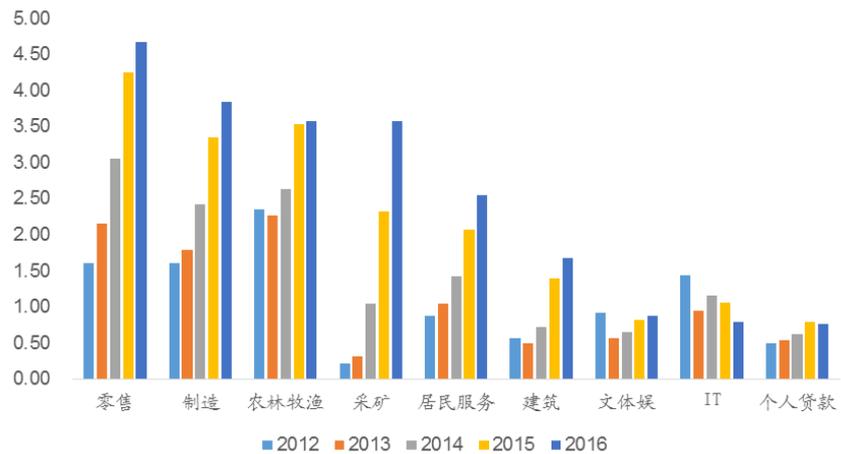
图16：各类银行的不良资产比例



数据来源：银监会、广发证券发展研究中心

从具体行业来看，制造业和批发零售业在2012-2016年间不良贷款率攀升明显，分别达到3.85%和4.68%。国家产业结构调整、过剩产能出清给制造业带来的经营压力可见一斑，而电子商务的发展或是批发零售行业承压的主因。我们预计在国家去产能、去杠杆的前提下，行业不良余额应继续维持高位。

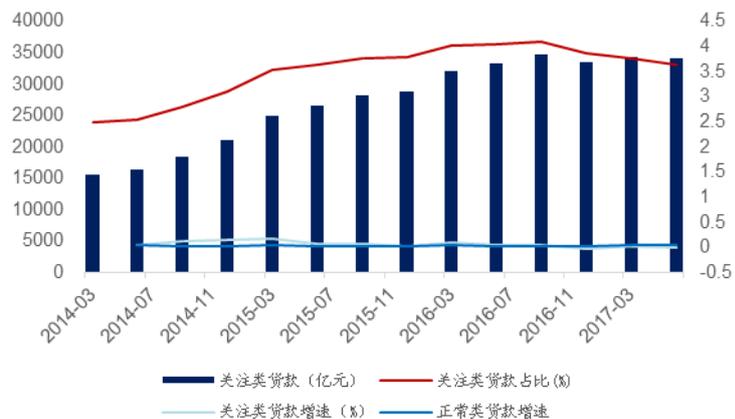
图17: 部分行业2011-2016年不良贷款率



数据来源: 银监会、广发证券发展研究中心

截至2017年6月末, 关注类贷款余额达34161万亿, 增速略有向下但仍处高位。我们对2015年、2016年关注类贷款和正常类贷款增速进行比较, 同期正常类贷款增长13.68%, 关注类贷款增长16.18%, 这意味着可能有部分坏账藏匿在关注类贷款科目下。虽然2017H1和上年同期相比, 关注类贷款增速拐头向下至2.9%, 但是余额仍然维持高位。关注类贷款在未来有很大可能转变为不良贷款。

图18: 关注类贷款余额及增速



数据来源: 银监会、广发证券发展研究中心

由于缺乏坏账率数据, 出于谨慎原则, 其他不良资产来源板块我们仅列举信贷规模。

影子银行: 体量较大暗藏风险, P2P成新的坏账来源

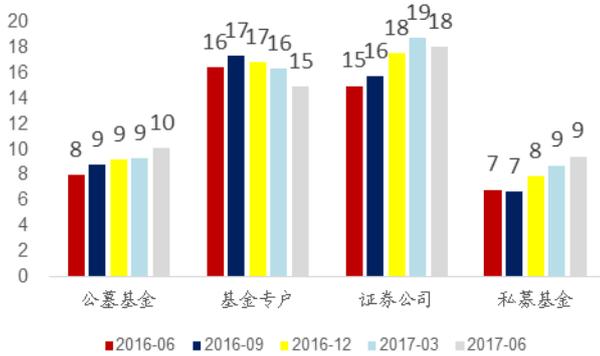
当前各界对影子银行的定义莫衷一是, 中国人民银行调查统计司司长盛松成认为: 影子银行是在传统的金融体系以外从事信贷、资金融通等机构和业务。我们梳理发现, 商业银行以外的借贷业务是不良资产的另一重要来源, 其中绝大部分属于影子银行范畴。尽管根据银监会年报的提法, 纳入监管的信托和银行理财不属于影子银行。这里我们将各类影子银行业务和非银行金融机构的业务统一统计。

表 4: 影子银行+相关非银机构的贷款相关业务

手段	背景和内涵
信托公司贷款或租赁	信托公司章程灵活, 可将将委托人存入的资金, 按其指定的对象、用途、期限、利率与金额等发放贷款
委托贷款	通过银行或金融公司作为中介、代表大企业进行的贷款
银行承兑汇票	在承兑银行开立存款账户的存款人出票, 向开户银行申请并经银行审查同意承兑的, 保证在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或持票人的票据
小额信贷公司	单独监管的金融公司, 拥有小额贷款授权, 旨在鼓励小型企业和农村借款人使用信贷
财务公司	为企业技术改造、新产品开发及产品销售提供金融服务, 以中长期金融业务为主的非银行机构, 共 224 家。
金融租赁	指由出租人根据承租人的请求, 按双方的事先合同约定, 向承租人指定的出卖人, 购买承租人指定的固定资产, 在出租人拥有该固定资产所有权的前提下, 以承租人支付所有租金为条件, 将一个时期的该固定资产的占有、使用和收益权让渡给承租人
担保	很多担保公司的业务扩展到直接贷款
典当行	典当行对一些家庭和小型企业而言是非常重要的放贷人
信托受益权	信托合同中规定的关系人享受信托财产经过管理或处理后的收益权利。也包括信托合同结束时, 合同中规定的关系人可享受信托财产本身利益的权利。
财富管理产品	银行或信托公司、证券公司的资产管理业务, 典型的基础资产是一笔单独的、大型的贷款, 或者一个贷款池。
银行间市场交易	许多参与者是大型公司的下属金融子公司, 可以用类似存款的形式借钱给银行, 但不受最高利率的限制, 也不会使银行承担很多存款监管成本
P2P	指个人与个人间的小额借贷交易, 一般需要借助电子商务专业网络平台

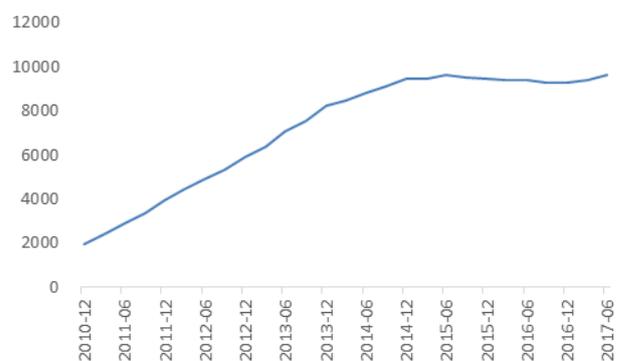
数据来源: 《Shadow banking in China: A primer》、复旦发展研究院、广发证券发展研究中心

图 19: 基金、证券资管业务规模 (万亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 20: 小额贷款公司贷款余额 (亿元)

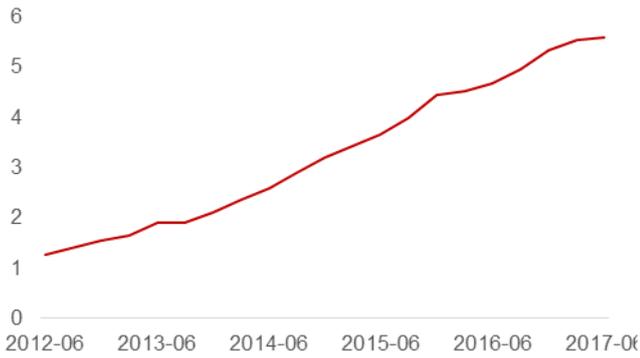


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

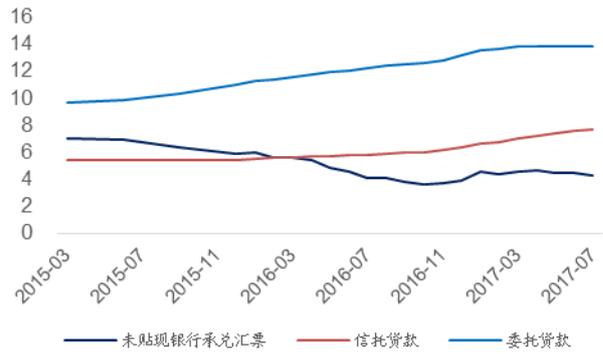
我们梳理了各个板块的规模和成长前景: 1) 2017年6月末, 小额贷款公司贷款余额9608亿元, 在过去2年中基本保持稳定; 2) 2017年6月末, 融资租赁合同余额5.6亿元, 在2011-2014年间CAGR达34%; 3) 2015年-2017年, 银行承兑汇票规模有所下降, 2017年6月余额4.47万亿; 信托贷款稳健增长, 截至6月末为7.57万亿; 委托贷款较去年同比增长了14.34%, 达到13.9万亿。4) 财务公司属于企业“内部银行”, 为了避免与后文非金融机构坏账统计重叠, 我们在此暂且不计。

图 21: 融资租赁合同余额 (亿元)

图 22: 委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票 (万亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

以上可统计的影子银行信贷规模已达到**32.5万亿元**。且仍有相当规模未计算的部分:截至2017年6月末,基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模约**52.8万亿元**,资管业务总规模呈上升趋势,部分资金投向信贷类基础资产,具体比例难以测算。担保、典当、银行间市场交易等形式未进行精确统计。我们估计,影子银行信贷(暂不计算P2P部分)的总体规模将高达**30-40万亿**。

P2P网贷余额突破万亿元,且仍在快速增长。根据wind数据显示,2017年6月底P2P行业贷款余额达到**10,450亿元**,首次突破万亿元大关,环比上月底增加了**6.91%**,是去年同期的**1.7倍**。尽管P2P热度有所下降,但成交量仍然在千亿以上,每月贷款余额以数百亿的规模增长,参照今年环比增速,2017年末P2P贷款余额可达**1.2万亿**规模。

图23: P2P贷款余额

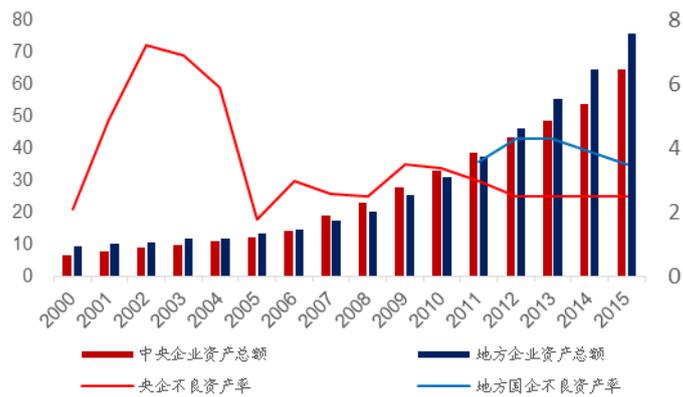


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

非金融机构: 格局分散

非金融机构的不良资产在处置上与金融机构并无明显差别,但是: 1) 从不良资产成因上看,非金融机构在经营上的规范性较差,非金融机构的形成原因更加多样化; 2) 从资产质量上,非金融机构的不良资产质量一般低于金融机构; 3) 非金融机构不良资产的处置以债务重组为主。4) 尽管企业部门资产总体规模庞大,但分布非常分散,其中的规模以上企业是不良资产处置的主要来源。

图24：中央和地方国企的资产总额（万亿元）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

国企不良资产余额达3.6万亿。根据Wind统计，截至2015年，非金融央企资产总额达64.8万亿，地方国企55.5万亿。根据国资委披露的不良资产比率，央企的不良资产比例保持在2.5%，地方国有企业约3.5%。

民营企业不良资产在1-1.3万亿左右。民营企业的资产数据可获得性较差，我们对A股民营上市公司（剔除金融行业后）进行研究，其总资产达12.37万亿。2016年，民营企业500强资产总额为23.4万亿元。我们估计，全部民营企业总资产规模在40-50万亿万亿。

图25：非金融民营上市公司资产总额（亿元、%）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

我们的研究表明，2010年以来商业银行次级贷款比例上升，制造业贷款不良率显著提高，折射出宏观经济增速放缓造成的传统企业经营困局。我们认为，在经济增速换挡、产业结构转型的宏观背景下，传统行业去产能、去杠杆为大部分企业毛利率修复带来了机会，但是与此同时，小企业受到冲击更易形成不良资产。在两方面的平衡下，现在银行不良资产增速有所放缓与改善，但是不良资产余额依然居高不下。未来几年不良资产供给将继续保持充足。

中游：四大资管转型金控平台，地方 AMC 方兴未艾

目前，中游的资产管理公司形成“4+2”格局，即四大资产管理公司和一批地方资产管理公司。

四大资管：从国家救火队到大型金控平台

开山鼻祖，先发优势。四大资管公司是最早开始不良资产处置业务的公司，独特的政策优势帮助四大AMC垄断不良资产处置市场，上承一级市场，下接二级市场。四大资管公司和政府、大型机构的深度合作关系、获取不良资产的能力、获取资金低成本优势、多年积累的品牌客户网络和品牌优势、领先的不良资产运作和处置能力、以及人才优势都是其他机构难以比拟的。

救火队长，成绩斐然。四大资产管理公司成立于1999年，信达、华融、长城、东方成立的初衷是担任救火队的角色，分别对应中国银行、工商银行、农业银行和建设银行，为四大国有商业银行解决历史坏账包袱。据银监会数据显示，截止2015年，四大资产管理公司累积收购不良资产规模达到 50531 亿元，其中政策性不良资产达到14323亿元，商业化不良资产达到36210亿元。四大AMC出色地完成了任务，为提高商业银行风险应对能力，化解金融风险，维护宏观经济稳定，支持国有企业改革、推动产业化结构调整做出了极大的贡献。

凤凰涅槃，利润可观。四大资产管理公司在完成不良资产剥离任务的同时，遗留下了难以偿还的巨额贷款，最后被迫挂账延期，并剥离至与财政部共管账户。摊子大、任务重、激励体系不健全、企业内部运行效率低等问题导致四大AMC面临着困境。随着从政策性向商业化的全面转型，四大AMC拓展业务体量和业务边际，实施股改并引入战略投资者，四大AMC盈利能力大幅提升，华融、信达、长城的净利润可达上百亿元，东方净利润也在80亿元以上。

表5：四大AMC财务数据对比（亿元、%）

2016	华融	信达	东方	长城
总资产	14120	11745	8055	7000
营业收入	952	916		
净利润	196	160	82	155
ROE	18%	13%	16%	20%
不良资产管理业务 ROE	14%	10%		
不良资产管理业务营业收入	506	320		
不良资产管理业务税前利润	159	144	净利润约 45	
不良资产管理业务资产总额	6287	4576	约 3000	
不良资产管理业务净资产	839	763		
2017H	华融	信达	东方	长城

总资产	16581	12955	8834	7887
营业收入	608	606		
净利润	134	89	62	83
年化 ROE	22%	12%		21%
不良资产管理业务营业收入	352	176		
不良资产管理业务税前利润	146	56		
不良资产管理业务资产总额	8076	5315		

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

混业经营，向全牌照拓展。混业经营改变了原来四大AMC单一业务模式，四大AMC开始全方位布局信托、基金、保险、银行等行业，增添了新的利润增长点。金融全牌照有利于公司发挥内部协同效应，为客户、政府提供一揽子服务，金融服务能力显著提升。2015年12月18日，信达与中银香港达成收购南洋商业银行股权协议，信达拥有了四大AMC中最全的牌照。

表6：四大 AMC 综合金融布局情况

	华融	信达	东方	长城
上市时间	2015年10月H股上市，A股上市已获证监会反馈，预计2018A股上市	2013年12月H股上市	2017年底-2018年拟上市	2017年底-2018年拟上市
银行	华融湘江银行	南洋商业银行	大连银行	长城华西银行
证券	华融证券	信达证券	东兴证券	长城国瑞证券
保险	信达财险	幸福人寿 信达财险	中华联合保险 中华联合财险	长生人寿保险
期货	华融期货	信达期货	东兴期货	
信托	华融国际信托	金谷国际信托	大业信托	长城新盛信托
租赁	华融金融租赁	信达金融租赁	中国外贸金融租赁	长城金融租赁
股权投资	华融天择投资 华融渝富股权投资	华建国际投资 信达资本 信达投资 汉石投资 中润发展	东方邦信创意投资 东兴投资 东方邦信投资	长城国融投资
资管	华融融德资管 华融汇通资管	信达新兴财富 信达资管	邦信资管 东方前海	长城宁夏资管
基金		信达澳银	东富（天津）股权投资基金管理	长城投资基金
地产	华融置业	信达地产		长城国富置业

信贷	华融消费金融	东方邦信金融科技		
		东方邦信融通控		
信用评级		东方金诚		
咨询		浙江融达企业管理	长城金桥咨询	
融资担保		长城融资担保		
海外综合金融	华融国际控股	信达国际	东方国际控股	长城国际控股
		信达香港	东银控股	

数据来源：四大资管年报、广发证券发展研究中心

地方AMC：资管行业的新兴正规军

随着近几年银行不良资产规模的攀升，以及地方政府债务的节节增加，国家相继批复试点**地方性资产管理公司**。相比四大AMC，地方AMC在处置体量小、数量多、且分散的不良资产更具优势，处理方式更加灵活且有针对性，和当地政府、司法部门的协作优势提高了处置效率。地方版AMC的成立有利于**缓解地方不良资产压力，加速化解地方政府不良债务风险**。

四批地方版AMC的成立

第一批：2014年7月，银监会批准江苏、浙江、安徽、广东和上海五省市参与本省（市）范围内不良资产批量转让工作，集中在不良资产风险较高的长三角和珠三角地区。组建江苏资产管理公司、浙商资产管理公司、安徽国厚资产管理公司、广东粤财资产管理有限公司、上海国有资产经营有限公司。其中，仅安徽国厚资产管理有限公司有民营资本参与。

第二批：2014年11月，银监会批复北京、天津、重庆、福建、辽宁五省市成立地方版AMC。组建北京国通资产管理有限公司、天津津融投资服务集团有限公司、重庆渝富资产经营管理集团、福建省闽投资产管理有限公司、辽宁国有资产经营有限公司。此次地方版AMC试点兼顾中西部和东部地区，也是饱受不良资产困扰的地区。

第三批：2015年7月，银监会公布山东、湖北、宁夏、吉林、广西被允许在本省范围内开展金融不良资产批量收购业务。组建山东金融资产管理有限公司、湖北资产管理公司、宁夏顺亿资产管理公司、吉林金融资产管理有限公司、广西金控资产管理公司。与前10家地方AMC中只有安徽国厚资管有民营资本参与不同，此次批复的5家地方AMC多为今年新设企业，**且多有民企参股情况**。

第四批：2016年10月，银监会发布《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》，允许各省增设一家AMC，同时也放开了不良资产转让主体的地域限制。随后监管部门开始陆续批复各省设立第二家地方AMC的申请，截至2017年8月，加上正在筹建的地方AMC，省级地方AMC已扩容至55家。

表7：地方不良资产余额比较

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
浙江	279.09	236.48	198	259.5	334.2	319.7	387.2	790.5	1035.7	1219.9	1600.7
广东	2193.5	1772.86	1383.6	569	540.8	582.4	561.9	521.2	541.9	802.2	1151.5

江苏	646.2	562.49	478.5	311.4	293.8	326.8	360.2	528.9	717.5	848	1104.4
山东	749.77	753.75	738.6	287.1	262.9	267.5	280.5	346.2	426.7	716.8	1081.1
福建	259.35	229.37	198.8	120.3	105.5	90.4	98.4	135.8	246.3	454.1	719.2
总行	171.48	330.42	356.2	210.6	210.9	341.1	325.6	383.2	416.5	418.3	605.9
四川	515.53	538.96	555	497.3	302.7	259.4	214.1	194.9	173	319.8	573.4
辽宁	871.54	827.47	763.6	248.8	197.7	174	190.7	208.8	233.1	362.6	444.3
内蒙古	204.79	184.03	181.5	66.3	44.7	42.5	38.1	52	78.3	221.2	441.1
上海	474.46	432.81	366.2	237.1	230.5	209.7	179.7	237.8	313.1	370.7	397.3
北京	539.24	490.75	387.3	226.6	190.4	209.3	208.1	173.6	176.9	293	366.3
安徽	258.59	356.79	367	82.8	74.8	72.6	89.6	114.9	147.1	219.1	362.3
湖北	506.4	447.71	448.8	101.4	106.6	106.8	120.3	116.6	161.1	236.7	341.2
陕西	343.54	355.22	346.3	113.9	111.6	92.5	89.9	75.3	77.7	143.1	319.7
河南	798.1	829.93	878.4	150.2	127.2	124.8	123.5	119.5	127.9	178.5	316.8
山西	291.38	267.94	361.9	161.8	138.7	105.3	106.4	91.5	107.2	196.4	315.1
天津	214.21	227.83	232.7	115	108.6	128.7	107.9	97.6	121.8	190.6	304
湖南	454.45	434.92	437.5	114.9	105.7	112	100.8	97.5	122.3	166.8	287.6
云南	253.62	235.6	256.2	93	88.1	92.4	94	64.6	58.2	107.8	273.6
河北	595.89	566.04	578.2	187	149.3	119.3	103.3	94.5	108	146.2	272.3
江西	263.26	274.15	285.6	82.8	68.2	66.4	64.8	92.1	116.7	158.3	268.3
广西	221.34	211.35	253.7	84.9	67.1	54.4	52.7	46.4	61.1	113.8	246.9
重庆	223.27	188.22	160.2	65.9	54.7	84.4	68.5	58.4	51.7	75.9	180.3
贵州	154.83	150.93	142.2	60.4	50.7	46.4	40.9	41.4	44.9	82	165.6
吉林	359.85	346.71	346.1	99.6	76.8	59.2	48.4	47.2	58.9	93.3	140.2
黑龙江	567.8	579.69	556.9	103.2	75.5	51	52.9	48.3	53.2	110	138.5
甘肃	175.3	165.1	187.8	55.7	46.4	36.8	33.3	24.7	23.4	25.3	85.8
新疆	271.44	248.04	260.9	58.4	51.6	41	37.5	50.1	46.7	60	83
青海	75.26	76.11	70.6	20.9	20.2	27.7	24.7	21.5	21.7	25.3	57.4
宁夏	57.78	55.6	58.7	8.2	6.2	9.1	17.4	14.9	22.1	37.5	54.5
海南	152.12	144.07	137.1	19	15.1	10.9	11.4	9.4	10.3	14.2	21.9
西藏	28.37	28.29	35.9	8.4	7.5	12	7.6	4.3	4.5	3.5	4.3
境外分行	17.80	23.70	93.50	44.80	38.30	24.90	15.80	14.80	19.70		

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 8: 地方 AMC 完整版梳理 (亿元)

公司名称	成立时间	注册 资本	股权性质	主要控股股东
上海国有资产经营有限公司	1999 年 10 月	55	国有全资	上海国际集团 100%
海南联合资产管理有限公司	2003 年 7 月	10.34	国有全资	海南省人民政府 100%
北京市国通资产管理有限责任 公司	2005 年 2 月	10	国有全资	北京市国有资产经营有限责任公司【国有独资】100%
辽宁省国有资产经营有限公司	2006 年 3 月	10	国有全资	辽宁省国资委 100%
广东粤财资产管理有限公司	2006 年 9 月	30	国有全资	广东粤财投资控股公司 100%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

福建省闽投资产管理有限公司	2008年11月	15	国有全资	福建省投资开发集团有限公司【国有独资】100%
江苏资产管理有限公司	2013年5月	50	国有全资	无锡市国联发展(集团)有限公司【国有控股】90%，无锡市太湖新城发展集团【国有独资】10%
广西金控资产管理有限公司	2013年6月	100	国有控股	广西金融投资集团【国有独资】80%，华能贵诚信托10%，国寿财富10%
天津津融投资服务集团有限公司	2013年7月	29.16		天津市国资委66.72%，天津市泰达国际控股34.28%
浙江省浙商资产管理有限公司	2013年8月	27.18	国有全资	浙江省国际贸易集团有限公司100%
安徽国厚金融资产管理有限公司	2014年4月	19.5	民营控股	合肥博雅商贸有限公司、杭州文心复兴股权投资基金合伙企业(有限合伙)、深圳市朗润集团有限公司、上海东兴投资控股发展有限公司(中国东方资产管理公司的全资子公司)13.95%、芜湖厚实商贸有限公司、上海梦元投资管理中心(有限合伙)
山东省金融资产管理股份有限公司	2014年12月	101.1	国有控股	鲁信集团【国有控股】30.86%、山东省财政厅9.89%、济南财金9.89%、山东省社保基金理事会4.95%、山东信托4.95%、中油资产、幸福人寿、青岛城建、国泰租赁、威海国资运营公司。
四川发展资产管理有限公司	2015年1月	10	国有全资	四川发展控股【国有独资】75%、四川省国有经营投资管理20%、四川富润企业重组投资有限公司【国有控股】5%
湖北省资产管理有限公司	2015年2月	10	国有控股	湖北宏泰国有资本投资运营集团公司【国有独资】45%、武汉市都市产业投资发展【国土资源规划局】19%、利和集团3.33%、义乌商埠创智投中心10%、华闻传媒投资集团22.67%
吉林省金融资产管理有限公司	2015年2月	10	民营控股	宏运集团(持股比例80%)、东北亚国际金融投资集团【国有控股】(持股比例20%)
宁夏顺亿资产管理有限公司	2015年4月	10	民营控股	碧晨创业投资合伙企业44.12%、宁波梅山保税港区六鑫木股权投资合伙企业44.12%、宁夏金旭实业7.84%、东兴投资【东子资管公司全资子公司】1.96%
上海睿银盛嘉资产管理有限公司	2015年6月	10	国有控股	上海市嘉定区国有资产经营集团有限公司20%、上海国安环境开发集团有限公司19%、上海淘派国际贸易有限公司18%、中企融信(北京)投资有限公司16%、深圳市鹏城和君科技有限公司15%、上海希宝实业有限公司12%
内蒙古金融资产管理有限公司	2015年8月	26.3	国有控股	内蒙古自治区财政厅、包头市财政局、包头市住房发展建设集团有限公司、呼和浩特市财政局、赤峰市财政局、鄂尔多斯市财政局、阿拉善盟财政局、通辽市财政局、锡林郭勒盟财政局、乌兰察布市财政局、巴彦淖尔市财政局、兴安盟财政局、乌海市财政局、内蒙古水务投资(集团)有限公司、呼伦贝尔市财政局、巴彦淖尔市五原县财政局
中原资产管理有限公司(河南)	2015年8月	30	国有控股	河南省财政厅20%、深圳华强资产管理集团有限责任公司、重庆康达环保产业(集团)有限公司15%、河南省农业综合开发有限公司【国有独资】15%、郑州发展投资集团有限公司【国有独资】15%、百瑞信托有限责任公司10%、河南省豫资城乡投资发展有限公司、信达投资有限公司3.33%
青岛市资产管理有限责任公司(山东青岛)	2015年9月	30	国有控股	青岛国际投资有限公司【国有控股】33.33%、招商证券投资有限公司30%、青岛港(集团)有限公司、青岛地铁投资发展有限公司16.67%

河北省资产管理有限公司	2015年11月	10	混合所有制	河北建设投资集团有限责任公司【国有独资】65.3%、华夏幸福基业控股股份有限公司 27.2%、河北港口集团有限公司【国有独资】7%、河北金融资产管理交易所有限责任 0.5%
厦门资产管理有限公司	2015年12月	10	国有全资	厦门金圆投资集团【国有独资】9%、厦门金圆金控 91%【国有独资】
光大金瓯资产管理有限公司 (浙江温州)	2015年12月	10	国有全资	中国光大集团【国有独资】20%、中国光大投资管理有限责任公司 35%、温州市金融投资集团有限公司、温州市工业投资集团有限公司 10%
湖南省资产管理有限公司	2015年12月	10	国有全资	湖南财信金融控股集团有限公司
华融晋商资产管理股份有限公司 (山西)	2016年2月	30	国有全资	山西金控【国有独资】23.33%、中国华融资产管理公司(北京华融晋商投资中心【平安大华基金下全资子公司】) 51%、山西经济建设投资集团【国有独资】10%
江西省金融资产管理股份有限公司	2016年2月	13	混合所有制	江西省金融控股集团有限公司【国有独资】30%、兴铁资本投资管理有限公司 23%、江西中投电力设备有限公司 15%、南昌百树教育集团 21%、江西光明投资有限公司 11%
甘肃资产管理有限公司	2016年3月	20	国有控股	甘肃省国有资产投资集团有限公司【国有独资】54%、甘肃省光迅投资有限公司、甘肃省煤炭资源开发投资有限责任公司、华龙证券股份有限公司 5%、甘肃省城乡发展投资集团有限公司【国有独资】15%、甘肃省金融资本管理有限公司
天津津融资产管理有限公司	2016年4月	10	国有全资	天津津融投资服务集团有限公司
苏州资产管理有限公司	2016年5月	12	国有控股	苏州市国资委及下属国有企业 21.67%、苏州国际发展集团【国有独资】、东吴人寿保险股份有限公司 8.33%、东吴证券股份有限公司 20%、苏州历史文化名城发展集团有限公司、苏州广电传媒集团有限公司【国有独资】
华融昆仑青海资产管理股份有限公司	2016年6月	10	国有全资	中国华融资产管理公司 75%、青海泉沅投资管理有限公司【国有控股】20%、格尔木投资控股有限公司【国有独资】5%
黑龙江省嘉实龙昇金融资产管理有限公司	2016年6月	10	混合所有制	嘉实资本管理有限公司 50%、中晟合银资产管理(北京)有限公司 20%、黑龙江文化产业投资控股集团有限公司【国有控股】10%、深圳市尚瑞投资发展有限公司 10%、嘉创投资管理有限公司 10%
重庆渝康资产经营管理有限公司	2016年6月	50	国有全资	重庆渝富集团【国有独资】25%、重庆市水务资产公司 25%、重庆市城投集团 25%、重庆市地产集团 25%
海德资产管理有限公司	2016年7月	10	民营控股	海德实业股份有限公司 100%
吉林省吉盛资产管理有限公司	2016年8月	100	国有全资	吉林省国有资产监督管理委员会 100%
陕西金融资产管理股份有限公司	2016年8月	45	混合所有制	陕西省国资委 26.66%、延长石油 17.74%、中信证券 13.31%、西安城投、西安经开城投、陕国投
广西广投资产管理有限公司	2016年10月	10	混合所有制	广西投资集团金控【国有独资】20%、广西奥马电器【上市公司】10%
上海睿银盛嘉资产管理有限公司	2016年11月	10	混合所有制	睿银金控, 上海地方国企
天津滨海正信资产管理有限公司	2016年11月	10	民营控股	天津正信集团 20%; 天津合盈资管 18%; 天津市闰兆投资发展公司 15%
云南省资产管理有限公司	2016年12月	10	国有全资	云南省投资控股集团【国有独资】100%持股
湖北天乾资产管理有限公司	2016年12月	20	民营控股	武汉当代金融控股集团 23.5%、卓尔控股 15%、宁波穿石投资合伙 15%、湖北合伙投资集团有限公司【湖北省供销合作社】10%

泰合资产管理有限公司(山东)	2017年1月	100	国有控股	中国民生投资股份 46%，山东国资投资控股【国有控股】25%，山东发展投资控股集团【国有控股】15%
兴业资产管理股份有限公司(福建)	2017年2月	30	民营控股	兴业国信资产管理【兴业银行控股兴业国际信托全资子公司】65%，福建欣福地金控【国有独资集团下全资子公司】35%
宁波金融资产管理股份有限公司	2017年2月	10	国有控股	宁波金控【国有独资】40%，邦信资产管理[东方资产管理公司全资子公司]34%；宁波开发投资集团[国有独资]13%，昆仑信托 13%；
深圳市招商平安资产管理有限公司	2017年3月	30	国有控股	深圳市招融投资控股【国有独资】一招商局集团全资子公司 10 司 51%；平安人寿 39%；深圳市投资控股【国有独资】8%，
重庆富城资产管理有限公司	2017年3月	15	民营控股	麦启投资(上海)35%；重庆协信科技 35%；重庆金交所[平安保险集团控股]20%，重庆江北嘴中央商务区投资集团【国有独资】10%
广州资产管理有限公司	2017年4月	30	民营控股	越秀金控【上市公司】38%，广东民营投资股份有限公司 22%，广东恒建投资股份有限公司【国有独资】20%，广东省粤科金融集团有限公司【国有独资】20%
辽宁富安金融资产管理有限公司	2017年5月	10	民营控股	瀚华金控与沈阳恒信国资等企业共同发起成立，其中瀚华金控持股 40%，瀚华资本管理公司 15%，沈阳恒信国资经营集团【国有独资控股】20%，大连汇能投资控股集团 15%，辽宁东立实业集团 10%
贵州省资产管理股份有限公司	2017年6月	10	国有控股	贵州省金融控股【国有独资】50%，贵州贵安金融投资【国有控股】；贵州产业并购投资中心【华能贵成信托股份】20%，贵州高速公路投资股份有限公司【国有独资】10%
安徽省中安金融资产管理股份有限公司	2017年6月	40	国有控股	安徽省投资集团【国有独资】77.5%，中润经济发展有限公司(信达资产控股子公司)12.5%，安徽新力金融 10%
榆林金融资产管理有限责任公司	2017年7月	5	国有控股	国有控股，官方口径为陕西省首家地市级金融资产管理公司榆林市国有资本运营管理有限责任公司；陕西金融资产管理股份有限公司
河北金融资产管理股份公司	2017年8月	10	国有控股	股份总额为 10 亿股，中信资本占 35%；河北省有资产控股运营有限公司占股比例为 20%；雅戈尔集团股份有限公司占股比例为 20%，曹妃甸金融控股集团有限公司占股 15%；中国信达占股 10%
甘肃长达资产管理股份有限公司	2017年8月	/	混合所有制	中国长城资管、甘肃金融控股集团有限公司、甘肃盛达集团股份有限公司等企业共同发起组建(筹建，股份比例未定)
宁夏金融资产有限公司	2017年8月	10	国有控股	宁夏国有资产投资控股集团有限公司 51%，中国长城 34%，宁夏旅游集团 10%，中国中铁 5%
河南资产管理有限公司	2017年8月	50	国有控股	河南投资集团有限公司、大河传媒投资有限公司、国投资产管理公司、河南中原高速公路股份有限公司、中原信托有限公司、河南颐城控股有限公司、建业住宅集团(中国)有限公司、河南省农村信用社
新疆金投资资产管理股份有限公司	2017年8月	10	民营控股	新疆金投、申万宏源、新疆能源、中信国安葡萄酒、天津骏盟作为发起人

数据来源：《中国地方资产管理行业白皮书(2016)》、公司官网、新闻报道等、广发证券发展研究中心

根据银监会公布的数据，从按照地区划分的不良资产余额来看，第一批、第二批地方版AMC基本符合2014年不良贷款余额重灾区的排序。分地区的不良资产余额数据同样符合宏观不良贷款余额在2010-2011年之前递减，之后持续增长的规律。

地方AMC的运营模式与四大AMC运营模式类似：地方筹措资金，通过承接债务债权并处置的方式获得利差，其优势在于一省2家的规定保证了牌照的天然垄断优势，相较四大AMC更有针对性。地方版AMC也存在一些不利因素：1) 只能批量打包接收不良资产；2) 地方AMC对购入的不良资产应采取债务重组、对外转让的方式进行处置，处置模式的相对单一也增加了公司的运营难度。3) 风险还在于地方政府的潜在的行政干预，容易造成处置效果、经济效益不佳。

银行系AMC：主营债转股

《关于市场化银行债权转股的指导意见》中，国务院政策鼓励AMC、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等，支持银行下属机构，鼓励实施机构引入社会资本。在实施方式上，支持银行通过所属机构交叉债转股。五大行均拟设定银行系AMC，其中第一家银行系AMC兴业资产管理股份有限公司已经设立。建信金融资产投资有限公司和农银金融资产投资有限公司已于2017年4月获银监会批筹。

表9：银行系AMC布局

上市银行	不良资产处置领域布局
工商银行	工银资产管理有限公司（筹建） 债转股专营子公司，注册资本拟定 120 亿
建设银行	建信金融资产投资有限公司（筹建） 债转股专营子公司，注册资本拟定 120 亿，2017 年 4 月 11 日取得银监会批筹
中国银行	中国银行资产管理有限公司（筹建） 债转股专营子公司，注册资本拟定 100 亿
农业银行	农银金融资产投资有限公司（筹建） 债转股专营子公司，注册资本拟定 100 亿，2017 年 4 月 14 日取得银监会批筹
交通银行	交银资产管理有限公司（筹建） 债转股专营子公司，注册资本拟定 100 亿
招商银行	拟与长城资管共同设立资产管理子公司
民生银行	
兴业银行	兴业资产管理股份有限公司 首家银行系 AMC，注册资本 30 亿，福建省第二家 AMC；

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

银行成立主司债转股业务的全资子公司形式具有多种优势：一、银行对于转股项目具有信息优势，有利于提高的债权划转的效率；二、银行有能力成立全资子公司，这将确保不良处置的损益内化，最大限度将处置收益留存于银行体系内；三、子公司的形式有利于与母公司实现风险隔离，实现从银行表内真正转出。

下游：逆经济周期的投资品类

产业链的下游是不良资产的投资者，主要包括财务投资者和产业投资者，财务投资者在AMC购置不良资产产品，通过处置增值后卖出获得利润；产业投资者购置不良资产，以契合自身的战略发展需求。我们按照机构类投资者和个人投资者分别对不良资产投资价值进行分析。

机构投资者：秃鹫的盛宴

外资巨头闻风而动

近年，外资巨头们纷纷在中国设立不良资产业务，东方国际和KKR联合发起设立2.5亿美元的大中华区特殊机会投资基金；信达与橡树资本合作；华融引入多家外资投行；高盛等金融机构也纷纷开始投资不良资产。

产业投资+PE，新组合新增长

产业投资人和PE的投资目的一个是拓展自身产业链，一个是通过出售退出来实现回报。这两种投资目的组合在一起会产生怎样的效果呢？随着市场交易流程的复杂化和交易违约的增多，只有对市场深挖细分才能对交易有所把握。私募在资金方面具有优势，产业投资人在对行业的把握上更胜一筹。互补合力将为不良资产投资带来新的机遇。

定制化服务，围绕需求淘金不良

有一种新的运营模式是根据客户提出的需求，例如需要厂房、办公楼等，再从资管、银行的不良资产包里寻找标的资产，再低价购入。这种方式资金回流快、风险更低，有利于实现不良资产的快速变现。

案例分析：美国不良资产最大买主——橡树资本

截止2017年6月，橡树资本管理资管规模为990亿美金，擅长以极低的价格收购困境企业的债券然后通过获取票面利息（企业恢复活力）、通过参与企业运营或破产重组后通过并购等手段获得极高的回报。

橡树资本不良资产业务占总业务金额的18.5%，不良资产债券投资的毛内部收益率高达22%，回收资本乘数达1.7倍。橡树的投资组合中包括企业困境债务、困境企业股权、困境房地产、银行不良贷款、高收益债券等。橡树资本的投资策略是在标的资产市场价值被低估时买入并在市场过热时择机退出，一般投资周期较长，在一个完整的投资周期内，可以为投资者带来成倍的收益。

个人投资者：收益率较高，但存在门槛

目前，从非金融产品来说个人投资者参与拍卖处置的房屋、车辆等；从金融产品来说，个人投资者可以购买不良资产投资基金、信托、资产管理计划产品。我们认为，未来个人投资者将越来越多的参与到不良资产投资。

未来展望：不良资产处置能力成为核心竞争力

通过对不良资产行业格局的研究，我们对行业的未来有如下判断：1)一级市场方面：尽管不良资产余额仍然维持高位，但是收包价格持续上升，逐渐转为卖方占优格局；同时，牌照供给量大增，竞争加剧，55家AMC地方公司加入，银行系AMC也获批设立，四大和地方AMC需要依靠自身的生态布局、业务创新和人才战略取胜。主动管理能力与不良资产处置能力重要程度凸显。2)二级市场方面：国内和国际不良资产买家跃跃欲试，交投活跃程度区域分化较大；借助各类衍生服务平台，个人投资者除了参与到以不良资产为基础资产的各类基金、资管计划中，也更多的直接参与到不良资产的投资。

《金融资产管理公司资本管理办法》：行业监管迈进新篇章

2017年12月29日，中国银监会印发《金融资产管理公司资本管理办法》，加强对四

大AMC的资本监管。这个监管新规于2018年1月1日正式实施。新的《资本管理办法》主要聚焦几方面的内容：

- 1、针对AMC的业务特点，设定新的资本充足性监管标准，明确监管要求和信息披露要求。
- 2、设定差异化的资产风险权重，引导AMC突出不良资产主业。
- 3、对AMC集团内部未受监管但具有投融资功能、杠杆率较高的非金融类子公司提出审慎监管要求，确保资本监管全覆盖。
- 4、将杠杆率监管指标及要求纳入资本管理办法，完善集团财务杠杆率计算方法。
- 5、要求集团母公司及相关子公司将信用风险、市场风险和操作风险纳入资本计量范围。

具体措施包括：

- 1、对AMC集团母公司的最低资本要求为：核心一级资本充足率9%、一级资本充足率10%和资本充足率12.5%，依然高于对商业银行的资本要求（对系统重要性银行要求为2018年底分别达到8.5%、9.5%和11.5%）。
- 2、《资本管理办法》针对AMC的业务更新了对不同类型资产对应的信用风险权重，和过去参照商业银行资本计提权重的方法产生了较大差异，并体现了监管政策鼓励AMC参与传统不良资产处置的思想。根据信用风险权重的差别，AMC自金融机构收购的不良资产可以享受到50%-75%的折算率，会成为AMC资产配置优先考虑的方向。

表10：债券资产风险资产权重表

AMC	风险权重	商业银行	风险权重
对一般企事业单位和个人债权		对一般企业债权	100%
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%		
收购非金融不良资产形成的债权	100%		
其他对一般企事业单位和个人的 债权	150%	\	

数据来源：《资本管理办法》、广发证券发展研究中心

- 3、市场化债转股业务获得了一定的政策倾斜。股权投资资产方面，银监会根据AMC业务的特点进行了差异化的规定，与不良资产相关的股权投资业务享有较低风险权重：市场化债转股资产的风险权重为150%，而对工商企业的一般股权投资为400%。同时，债转股企业和满足条件的附属非金融机构可以不纳入集团资本监管范围。

表11：股权投资风险资产权重表

AMC	风险权重	商业银行	风险权重
因政策性原因形成的对工商企业的股权投资	100%	因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业的股权投资	400%
围绕不良资产开展的追加投资	150%		
市场化债转股	150%		
对工商企业的其他股权投资	400%	对工商企业的其他股权投资	1250%
对有控制权但未并表的工商企业的股权投资	800%		

数据来源：《资本管理办法》、广发证券发展研究中心

4、修订了杠杆率计算要求，纳入表外资产，体现了金融产业去杠杆的监管思路，有利于长期风险控制。母公司杠杆率不得低于6%，集团财务杠杆率不得低于8%。（母公司杠杆率=一级资本净额/（调整后的表内资产余额+衍生产品资产余额+证券融资交易资产余额+调整后的表外项目余额）×100%，集团财务杠杆率=集团合并净资产/（集团表内总资产+集团表外项目+集团表外管理资产-调整项）×100%）

5、对非金融类子公司提出审慎监管要求：对三级以上非金融子公司额外计提资本。附属非金融机构最低资本要求=风险加权资产×资本充足率要求×管理层级难度系数，管理层级难度系数为（100+N）%，附属非金融机构的集团层级不超过三级时N=0，层级为四级时N=10，层级为五级时N=20，以此类推。特殊目的实体和项目公司可不纳入层级计算。

新的《资本管理办法》是银监会首次提出的针对AMC公司的统一监管框架，预期将会对AMC公司的业务开展产生深远的影响，总体而言，主要的影响方向为：1、引导AMC公司专注于不良资产管理主业，风险权重较低的金融企业不良资产收购将成为AMC资产优先配置的方向，但也可能引起金融不良资产批量转让价格的进一步上升。2、针对AMC集团的资本监管要求和更加精细化的杠杆率计算，实现更严格的风险控制，可以提升不良资产管理公司规模扩张的质量，有利于行业的长期发展。

收包价格持续上升，市场格局卖方占优

我们认为，未来几年内虽然不良资产增速放缓，但不良资产供给将持续保持高位，基于三条核心逻辑：1）当前宏观经济仍处于增速换挡，产业结构面临深度调整和转型，新兴产业和服务业尚不足以支撑GDP高速增长，供给侧改革可能导致部分传统行业产能出清而坏账率上行。2）真实的不良率被隐藏，未来将逐步显现。2008-2009年为应对国际金融危机抛出的一揽子刺激计划进一步扩大了过剩产能，企业去产能的过程造成银行资产质量下滑，不良资产已累积良久。目前，银行关注类贷款、表外资产等项目以及影子银行体系隐藏大量难以准确统计识别的不良资产。3）非金融机构不良资产业务放开，供给倍增。2015年8月，财政部正式放开华融、长城和东方三家国有资管公司的业务许可，允许其收购、处置非金融机构不良资产（此前只有

信达可以处置非金融机构的不良资产)。对华融、长城和东方而言,可处置的不良资产标的成倍增加。

卖方格局逐步体现。2015年上半年,四大收购银行不良资产价格尚普遍在2-3折,目前已上升至4-5折。主要原因有三:1)四大AMC回归不良资产处置主业,为提升市占率加速在市场上收包;2)房地产占不良资产抵押物比重大,2016年开始二、三线房地产价值上升导致资产包价格上升;3)地方AMC及资管公司涌入、银行系AMC的成立对供需均有影响。

牌照供给增多,行业竞争加剧

过去行业格局是四大垄断,地方牌照放开后形成“4+2+N”格局,我们判断,在各省AMC陆续成立后,行业参与者将保持稳定。

未来不良资产管理行业的格局将表现为:1)四大在全国范围内领先,省级AMC凭借地方政府资源发展良好,特别是浙江、江苏、广东、山东、上海等不良资产灾情严重的省份,省级AMC机遇更大。2)不良资产的定价和处置对人才要求较高,人才的布局将成为AMC发展的关键,浙江、江苏、上海等人才密集区的AMC更占优势;3)未来地方资管的扩张发展之路可能也是转型金控平台。

处置能力成为制胜关键

收购不良资产包成本增加,降低了企业的盈利空间;竞争加剧的背景下处置不良资产的能力愈发重要。对于AMC和相应资管公司来说,依靠低价批量收包的价格赚取丰富利润及通道费用的时代已经过去,积极寻找因现金流问题而经营困难的优质企业、寻找有相应需求对手方变得更加重要。拥有银行、四大持股背景、与当地政府关系更密切的地方AMC有望脱颖而出。

不良资产投资有望迎来活跃期

我们注意到,近两年海外投资者对中国不良资产表现出浓厚兴趣。2015年5月橡树资本通过与信达的合作,完成了在中国的首笔不良资产投资。对冲基金Shoreline Capital 2015年6月为其中国不良债务投资基金筹集了5亿美元。海岸投资、Clearwater Capital等公司也在捕捉中国不良资产市场的投资机会。

民间资本投资不良资产行业。1)民间资产管理公司也参与到不良资产处置。对于一些规模小的不良资产,四大和地方AMC可能不屑于处置,数百家民间资本管理公司对接这部分需求应运而生。2)个人投资不良资产。分金社等互联网金融平台的出现,为个人投资不良资产提供了更多可能,即通过众筹的方式投资到体量大的不良资产,或参与到规模较小的个人、企业债务的转让之中。

产业链相关上市公司

我们认为,不良资产行业上游不良资产供给充足,中游竞争格局加剧,下游投资活跃。在宏观经济增速下滑的背景下,不良资产作为逆周期的投资品,将收获更多的投资机遇,处置能力成为AMC核心竞争力之一。给予行业“增持”的评级。我们分为两条主线梳理思路:1)四大AMC中的港股上市公司中国信达、中国华融;2)非持牌AMC、积极参与不良资产投资的吉艾科技。

表 12: A 股中涉足 AMC 行业的公司经营情况

	AMC 成立时间	AUM	不良资产管理板块收入	AMC 业务营收占比	不良资产管理板块净利润	AMC 业务净利润占比	备注
中国华融	1999 年	14119.7	507.0	53.20%	109.2	-	
中国信达	1999 年	12894.8	321.0	35.00%	40.0	-	
吉艾科技	2016 年 11 月	累计 110.84 亿元	2.47 亿元	71.00%	7036 万元	220%	2017H 吉艾科技营业收入同比增加 286.48%，净利润同比增加 426.3%，AMC 业务占公司当期总盈利的 71%，AMC 业务帮助公司实现扭亏为盈
海德股份	2016 年 10 月	累计 27 亿元	8374 万元	99.90%	8374 万元	223%	公司成功实现不良资产管理业务转型后，资产管理业务创造的收入和利润大幅增加。2017H 公司收入同比增长 11953.68%，利润同比增加 3164.47%，资产管理收入占比 99.9%。
摩恩电气	2017 年初	\	2338 万元	11.38%	1556 万元	73%	不良资产管理业务稳步开展对公司二季度利润产生了较大的业绩贡献，2017H 净利润同比增长 292.53%，不良资产管理业务贡献净利润占比 72.8%，类金融收入同比增加 67.86%。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

四大 AMC：不良资管业务稳健，发展综合金融服务

中国信达（1359.HK）：投资资管业务大幅度上升，核心业务稳健

资产规模稳健增长，盈利能力强。2017年上半年公司营业收入606亿，同比增长33.2%，净利润89亿，同比增长10.9%。整体收入增长主要得益于传统不良资产处置收益增长以及房地产投资业务、保险银行业务的增长。总体来说公司核心业务增长平稳，综合金融服务有较大发展。中国信达的股息率2014年，2015年，2016年分别4.42、4.53、4.77，可以看出中国信达的股息率保持在较高水平且每年呈上升趋势。

图26: 中国信达营业收入利润同比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图27: 中国信达资产总计净资产同比



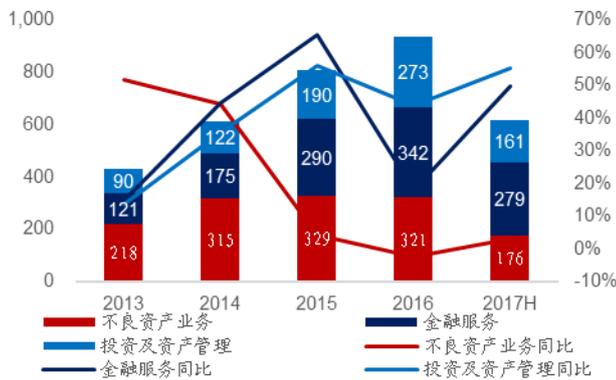
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

以不良资产管理为核心，不良资产业务稳步增长。2017年上半年公司不良资产业务营业收入176亿，同比增长7.2%，占总收入的比重同比减少8.5%。其中传统类不良资产净收益42亿元，同比增加89.6%，主要得益于公司抓住了资产价格回暖的机遇，有效提高了资产处置效率，处置收益较去年同期增长89.6%。附重组类不良资产收入86亿元，同比增加1%，但新增收购资产规模较去年同期有较大增长。

投资与资产管理业务实现快速发展，利润贡献提升。2017年上半年，投资与资产管理业务实现税前利润65.6亿，同比增加275.4%，其中自有资金投资收益增加60.7%，私募基金筹资规模增加11%。投资收入大幅度增长主要来源于房地产投资和开发，2017年上半年房地产投资实现营收57.8亿，同比增长105.7%，这也受益于公司长期在房地产行业的布局。

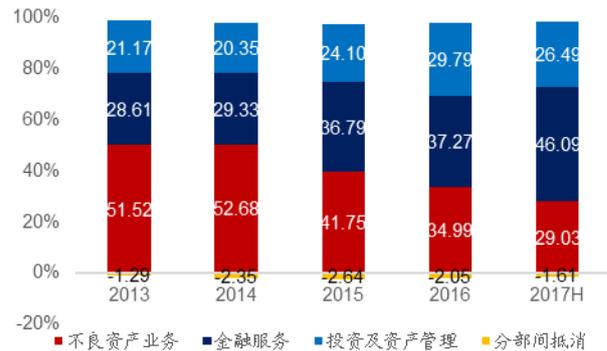
银行业务扩张明显，新金融服务前景好向好。2017年上半年，南商银行资产规模上半年增加到350亿，增长率11.8%，税前净利润增长25.4%。信达大力开展综合金融服务，已经构建了涵盖证券、保险、租赁、银行、期货等多层次金融服务平台。从收入口径来看，公司不良资产管理业务仅占比28%，金融服务占比46%，投资及资产管理业务占比26%。随着公司进一步调整业务结构，优化子公司管控和加强部门协同，预计未来综合金融服务将给公司带来更大利润。

图28: 中国信达分业务营业收入(亿元、%)



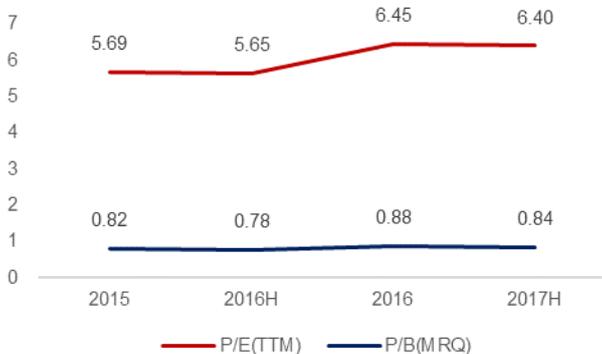
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 中国信达分业务营业收入结构百分比 (%)



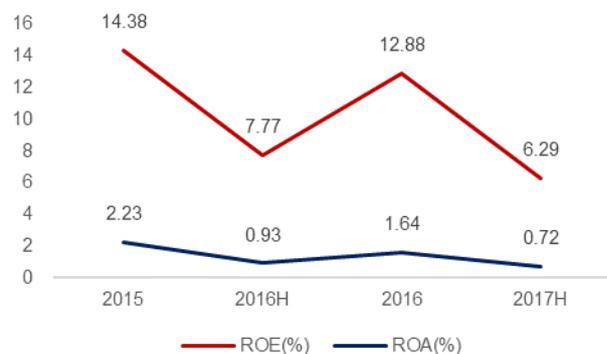
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图30: 中国信达P/E,P/B



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 中国信达ROE,ROA

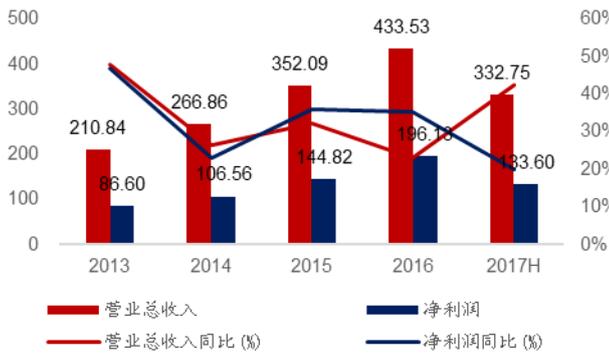


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

中国华融 (2799.HK)：不良资产管理业务为核心，发展综合金融服务

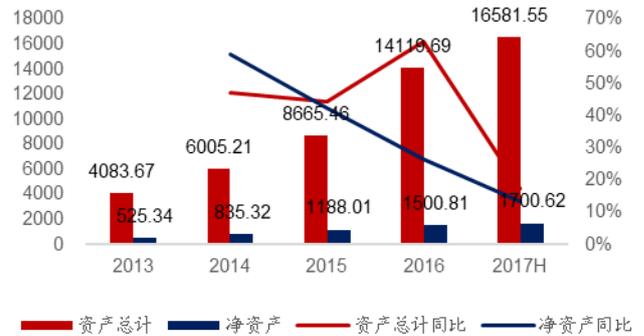
资产规模最大，盈利能力良好。中国华融2017年中报实现营业收入323亿，同比增加42.6%，归属母公司净利润133亿，同比增加20.1%，公司整体盈利状况良好。截至到2016年，中国华融总资产1.4万亿元，占四大资管总资产的35%，在四大资管中第一。净利润196亿，占四大资管总利润33%，排名第一。中国华融2016年的股息率为4.72，与同行业类比较高。

图32: 中国华融营业收入利润 (亿元、%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图33: 中国华融资产净资产 (亿元、%)

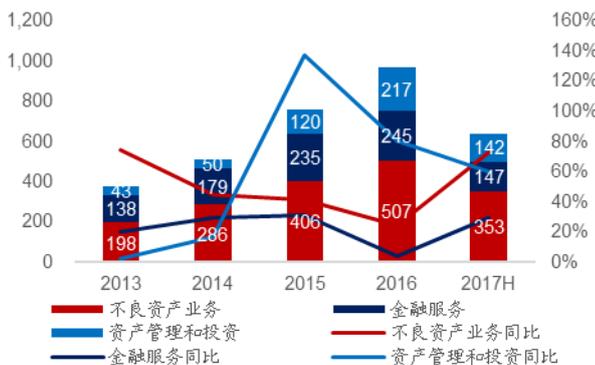


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

不良资产管理业务全国领先，行业前景向好。2017年上半年公司不良资产业务实现营业收入353亿元，同比增加73%。实现利润146亿，同比增长50.4%。中国华融作为不良资产管理领先公司，收购不良资产占比保持行业领先。内部收益率维持在16%左右较高值，目前公司不良资产管理业务仍在持续扩张。

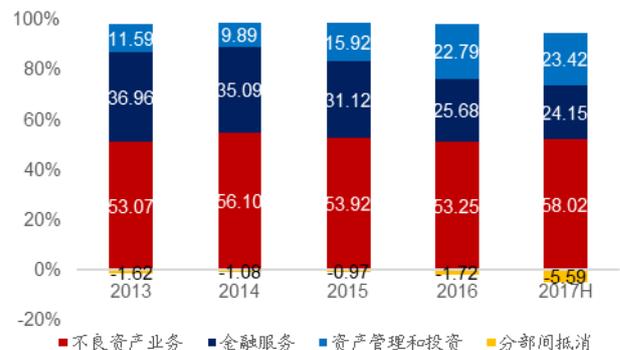
综合金融服务平台，多金融牌照。中国华融的业务主要包括不良资产业务、金融服务业务、资产管理和投资业务，2017年上半年，营业收入分别占比56%、23%、21%，目前中国华融取得了包括证券、租赁、银行、信托在内的多个金融牌照。2017年上半年证券期货、金融租赁、银行利润均超过10亿元，年化平均股权回报率证券期货、金融租赁达到13%，银行业达到18%。公司综合金融业务盈利状况良好，预计将进一步扩展综合金融业务实现转型。

图34: 中国华融分业务营业收入 (亿元、%)



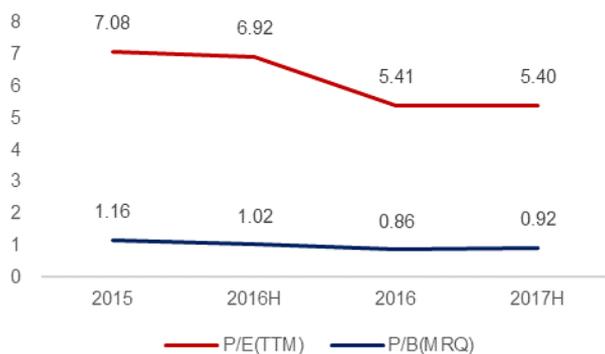
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图35: 中国华融分业务营业收入 (%)



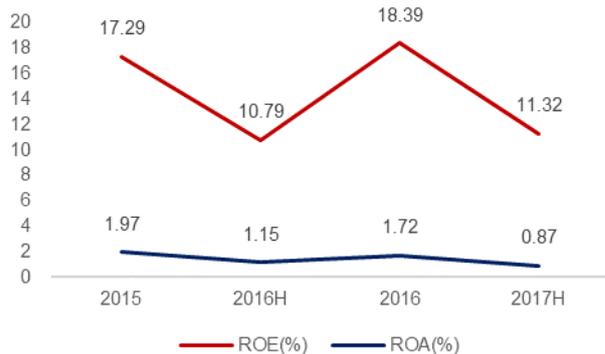
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图36: 中国华融P/E,P/B



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图37: 中国华融ROE,ROA



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

非持牌 AMC: 多家公司转型 AMC, 显著受益于行业增长,

吉艾科技 (300309.SZ): AMC 业务大幅增长, 员工持股凸显信心

传统油服业务低迷, 大力转型AMC业务。公司传统业务部分为石油设备制造及油服业务, 受国际油价低迷影响, 公司于2016年底引进优秀民营AMC团队, 兼营AMC业务。2017年前三季度, 公司实现营收5.87亿元, 同比增长409.3%; 净利润1.05亿元, 同比增长743.2%, 实现扭亏为盈。其中油服板块实现收入1.64亿元, 占比28%; AMC业务板块实现收入4.23亿元, 占比72%。净利润方面, 油服、炼化板块分别产生亏损537.34、60.49万元, AMC业务板块实现净利润11111.3万元。

AMC业务全国多点开花, 合作共赢破解牌照难题。1) 成果: 公司AMC团队经验丰富, 运营灵活。截至2017年12月, 公司直接持有和管理特殊资产累计130.87亿元。2) 新疆吉创资管公司先后成立浙江铭声、广东吉艾现代、苏州吉相、平阳首信, 涉足地区已扩展到上海、北京、浙江、江苏、新疆、陕西、广东、四川、山东、内蒙、云南等地, 公司未来将持续与地方优秀AMC团队合作成立合伙制子公司, 经营地域范围将不断扩大。3) 公司暂未持有AMC牌照, 通过支付少量通道费、与持牌四大、地方AMC合作等方式获取不良资产包, 以较低的成本突破了牌照限制。4) 公司积极寻找战略伙伴, 目前公司与三家金融机构签订了战略合作合同, 分别是民生银行上海分行、上海睿银盛嘉、鲁信资本。民生银行是公司不良资产的重要业务供给方。上海睿银盛嘉拥有上海AMC牌照, 公司可以通过其在大本营低成本获取业务。鲁信资本拥有山东AMC牌照, 公司将与其成立总规模不低于50亿的AMC基金, 携手开展业务。5) 公司积极联合外界有资金实力的公司成立AMC基金处置不良资产, 截止至2017年12月, 公司已经参与创立8家AMC基金。在AMC基金中, 公司担任普通合伙人负责管理基金处置不良资产, 而外界公司则担任有限合伙人提供资金, 8家AMC基金规模合计30.32亿, 公司出资10.77亿。公司依靠自身良好的不良资产处置与管理能力, 通过合伙制AMC基金的特点弥补了自身资金有限的短板。公司已经在两家AMC基金中分别与东方、长城达成合作, 说明公司处置不良资产能力得到行业专家认定。

AMC业务模式清晰, 业务储备丰富。公司AMC业务主要包括处置类、重组类业务, 目前公司重组类业务占比达到8成以上。同时公司将大力拓展不良资产管理类业务, 为其他AMC公司提供专业管理与服务。公司2017年管理规模超过150亿, 预计2018

年、2019年管理规模达到300亿、500亿，按照目前业务开展进度来看完成目标可能性极大。

剥离亏损油服业务，业绩补偿款陆续到位。公司2017年9月收到业绩补偿款1.86亿，9月27日、12月8日陆续收到股权转让款0.81亿、2.33亿，至此公司剥离安埔胜利首期业绩补偿款与股权转让款5亿已经全部到账，剩余3亿股权转让款将在2019年末前收取。公司已经停止了国内油服业务的投资，转让安埔胜利所得资金将用于AMC业务的开展。

员工持股+高管增持，凸显公司对业绩信心。2017年6月5日，公司拟以不超过公司股本总额的10%实行员工持股计划；大股东表示在2017年6月6日至6月15日期间，员工通过二级市场净买入吉艾科技股票且连续持有12个月以上，并在12个月后继续在公司体系任职的，若因增持吉艾科技股票所产生的亏损由公司大股东用赠与等方式予以补偿，如有收益则归员工所有。截止至2018年1月18日，公司已经完成第三期员工持股计划，合计增持股票1323万股，增持总资金2.94亿。2018年1月16日，公司总经理姚庆已经合计持有公司5.93%的股份。公司高管增持和员工持股计划的稳步推进体现了管理层对公司未来发展的坚定信心。

风险提示

宏观经济增速大幅下滑，行业政策低于预期等风险

广发非银行金融行业研究小组

- 陈福: 首席分析师, 经济学硕士, 2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 曹恒乾: 资深分析师, 英国达勒姆大学 (University of Durham) 金融学硕士, 2008年进入广发证券发展研究中心。
- 商田: 分析师, 安徽财经大学金融学硕士, 2014年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄: 分析师, 英国阿伯丁大学 (University of Aberdeen) 金融投资管理硕士, 武汉大学双学士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈卉: 研究助理, 英国布里斯托大学 (University of Bristol) 金融投资专业硕士, 2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨: 研究助理, 香港中文大学经济学硕士, 中山大学学士, 2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司 (以下简称“广发证券”) 具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布, 只有接收客户才可以使用, 且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。