

本报记者 樊红敏 北京报道

在多家评级机构将中国华融列入负面观察名单的同时，“华融系”曾控股的地方AMC——华融晋商资产管理股份有限公司（以下简称“华融晋商资管”），也再次被联合资信列入评级观察名单。

此前，2020年底，华融晋商资管已被联合资信调整评级至“信用观察名单”。根据联合资信公告，华融晋商资管被列入“信用观察名单”主要原因是，其涉及与宁夏远高实业集团有限公司（以下简称“宁夏远高集团”）及其关联公司相关的重大债务诉讼纠纷，涉案金额规模达16.7亿元。

从本质上来说，地方AMC的定位，是资产处置、盘活，但《中国经营报》记者注意到，华融晋商资管在经营中转型为类信贷、权益类市场等，整体和不良资产的定位较为偏离，导致目前垃圾资产众多，潜藏风险敞口逐步暴露。

“假不良，真融资”

据了解，华融晋商资管主要通过信托委托贷款向宁夏远高集团及其关联公司提供资金。

根据公开资料，华融晋商资管分别于2017年9月、2019年1月、2019年8月、2019年9月，通过单一信托计划向闻喜县刘庄冶宏远铜业有限公司、垣曲县毛家康顺铜业有限公司、宁夏远高集团、闻喜县炬鑫矿业有限公司发放4亿元、5.5亿元、3亿元、3.5亿元信托贷款。

此外，华融晋商资管还以收购宁夏远高集团与关联企业之间的非金融不良债权形式，为宁夏远高集团提供资金。华融晋商资管2020年度第一期短期融资券募集说明书（以下简称“说明书”）显示，华融晋商资管曾收购重组项目中包括宁夏远高新能源科技有限公司对宁夏远高集团持有的3.24亿元非金融不良债权项目，收购成本2.5亿元。

实际上，发放信托委托贷款、以收购非金不良名义变相为企业提供融资，是华融晋商资管开展类信贷业务的主要形式。

“公司债权类投资主要包括信托产品和委托贷款等固定收益类资产。”华融晋商资管债券评级报告提到，“截至2019年末，公司债权类投资业务余额105.70亿元，主要为信托产品和委托贷款。”

华融晋商资管债券评级报告显示，2017~2020年9月份，华融晋商资管营业收入结

构中，债权投资业务占比分别为79.23%、96.58%、74.18%、52.13%；股权投资业务占比为2.42%、-23.21%、4.13%、13.26%；不良资产收购业务占比分别为5.65%、16%、19.09%、32.32%。

值得关注的是，华融晋商资管非金融不良债权类业务，收购成本较高，甚至以原值进行收购，存在“假非金，真融资”之嫌。

关于非金融类不良资产收购业务，华融晋商资管债券评级报告提到，“公司主要选取有成长性、核心竞争力和可产生持续现金流但暂时陷入流动性困境的企业，采取延长还款期限、免除部分利息等方式进行债务重组，帮助企业缓解流动性压力，实现脱困重组。”

“此类业务与信贷业务相似。”针对地方AMC收购非金机构不良资产并进行债务重组，一位从事不良资产业务的人士曾向记者如是分析。

此外，记者注意到，华融晋商资管开展非金融机构不良资产处置业务过程中，存在债权收购成本较高，甚至以原值收购不良债权，并且收购债权中存在大量关联企业之间产生的债权。

如，说明书显示，截至2020年6月末，华融晋商资管的非金融机构不良债权账面价值为27.57亿元，客户主要分布于山西、云南和陕西地区。

记者还注意到，其中列出的10个收购项目中，有6个项目是以原值进行收购的，另外还有2个项目是以接近原值进行收购的。例如，华融晋商资管收购重组山西煤炭进出口集团有限公司对草垛沟煤业持有的29477.6万元非金融不良债权项目，收购成本29477.6万元；收购重组云南玉溪铝箔纸厂对云南新兴仁恒包装材料有限公司持有的2.55亿元非金不良债权项目，收购成本2.5亿元。

数据显示，截至2019年末，华融晋商资管累计收购非金融类不良债权项目9笔，收购债权金额合计50.51亿元，累计收购成本47.25亿元。按此计算，华融晋商资管非金不良债权收购折扣率为93.54%。

高杠杆运作

华融晋商资管开展类信贷业务的商业逻辑显而易见。

说明书提到，“截至2020年6月30日发行人有息负债均为信用借款，融资成本集中在4.50%~7.00%之间。”

华融晋商资管债券评级报告提到，“公司债权类投资经营方式灵活，收益率水平相对较高，在10%~11%之间，期限平均2~3年。2019年公司债权类投资实现业务收入12.51亿元。”

而如何拓展融资渠道则成为类信贷业务能否持续的关键。

据了解，主要融资渠道包括股东借款、银行借款、债券融资、资产证券化、永续债融资等。

说明书显示，截至2020年6月末，公司合并口径授信总额为220.20亿元，其中已使用授信额度123.51亿元，未使用授信余额96.69亿元；同时，公司有中国华融流动性支持额度12亿元。

债券融资也是华融晋商资管频繁使用的融资工具。

公开资料显示，华融晋商资管2017年发行永续债券合计募集资金7亿元。2018年，分两期发行定向债务融资工具共计融资规模20亿元，均为3年期。2019年发行一期短期公司债券，融资10亿元，期限为1年。2020年发行一期非公开发行公司债券，融资10.5亿元，期限为5年；一期短期融资券，发行规模10亿元，期限为1年；两期超短期融资券，发行规模均为5亿元，债务融资规模期限270天。

整体来看，华融晋商资管债券融资规模不断攀升，融资期限逐渐缩短。

颇值得一提的是，华融晋商资管通过信托发放委托贷款形成的底层资产之后，又通过资产证券化的方式实现了提前回款。

公开资料显示，华融晋商资管2018年曾发行18华融ABN001，该产品发行规模15.62亿元，底层资产为5笔信托贷款债权，借款人分别为：宁夏远高集团、闻喜县刘庄冶宏远铜业有限公司、山煤投资集团有限公司、山西晋煤天源化工有限公司、山西山安蓝天节能科技有限公司，发行利率在5.5%~6.7%之间。据CNABS统计，这是首单由地方AMC成功发行的资产证券化产品。

此外，有消息显示，华融晋商资管曾与某金交所签署协议，计划通过该金交所发行短融产品，融资10亿元，融资期限则为60天。

连续通过不同渠道进行大规模融资，也使得华融晋商资管负债率高企。

据统计，2019年华融晋商资管、山东金管、浙商资产、陕西金资对应的资产负债率分别为77.78%、70.32%、77.59%、62.49%。华融晋商资管资产负债率在这几家

省级地方AMC中排在了第一位。

公开数据显示，截至2020年6月末，华融晋商资管有息负债本金合计155.81亿元，其中短期限借款29.90亿元，长期借款86.91亿元，债券融资39亿元；资产负债率达78.87%。

受累“华融系”？

公开信息显示，华融晋商资管成立于2016年2月4日，是由中国华融资产管理股份有限公司和山西省政府共同发起创立，经银监会备案的地方资产管理公司。公司初始注册资本30亿元，其中中国华融通过附属企业出资15.3亿元，控股51%；山西省内8家国企共同出资14.7亿元，占股49%。

作为山西省地方AMC,华融晋商资管精准踩雷民营企业宁夏远高集团是何逻辑？

本报记者注意到，在2017年华融晋商资管通过信托委托贷款形式为宁夏远高集团及其下属公司提供资金之前，2016年8月，宁夏远高集团就将旗下两家公司的股权分别质押给华融西部开发投资股份有限公司。2018年2月，宁夏远高集团再次将旗下公司一笔股权质押给华融西部开发投资股份有限公司。

无独有偶，从华融晋商资管获得十几亿债权转让资金的云南“奥斯迪”系，与华融系也早有交集。

说明书显示，截至2020年6月末，华融晋商资管收购的非金融机构不良债权项目中，包括收购重组云南奥斯迪伯爵房地产开发有限公司（以下简称“奥斯迪房地产”）对奥斯迪（昆明）电子商务交易产业园有限公司非金融不良债权项目，规模为4.5亿元，收购成本4.5亿元；收购重组云南俊发水晶置业有限公司对云南中望置业有限责任公司持有的5亿元非金融不良债权项目，收购成本5亿元；收购重组奥斯迪（昆明）电子商务交易产业园有限公司对云南奥斯迪实业有限公司（以下简称“奥斯迪实业”）持有的8000万元非金融不良债权项目，收购成本8000万元；收购重组奥斯迪实业对奥斯迪房地产持有的3.9亿元非金融不良债权项目，收购成本3.9亿元等。

天眼查显示，上述公司均为奥斯迪实业的关联公司。2015年1月，奥斯迪实业的股权曾被质押给中国华融资产管理股份有限公司云南省分公司（以下简称“中国华融云南分公司”），直到2020年11月，奥斯迪房地产的股权还被质押给中国华融云南分公司。

此外，一家名为云南金兔房地产开发经营的公司，其股权于2019年8月份被质押给

华融晋商资管，前者公司股权曾在2015年1月份被质押给中国华融云南分公司。

说明书显示，包括华融晋商资管前董事长张心智，副总经理、风险总监赵识群等在内的多位华融晋商资管高管，此前均曾在中国华融云南分公司任职。

记者注意到，除了踩雷“华融系”旗下公司早已介入的宁夏远高集团之外，华融晋商资管云南相关业务的风险也已显现。

公开数据显示，截至2020年6月末，华融晋商资管信托贷款和委托贷款中关注类7笔，次级类1笔。其中关注类资产涉及5家客户的7个项目，项目余额合计19.55亿元，其中包括云南省项目余额6.48亿元。

值得关注的是，2020年8月份，业内有消息称，华融考虑出售华融晋商资管股权，正在与部分意向机构洽谈。

此前，2019年12月，华融晋商资管原股东之一的山西金融投资控股集团增资1.3亿股，注册资本增至31.30亿元，中国华融的持股比例随之下降至48.88%。2020年4月，山西省股东签署《一致行动人协议》，山西金控及其一致行动人合计持有华融晋商资管51.12%的股份。目前，山西省股东和中国华融均未将公司纳入合并范围，也不能主导公司的财务和经营政策，公司无控股股东和实际控制人。

华融晋商资管与中国华融业务交集中潜藏的风险，以及中国华融战略规划调整对华融晋商资管又将带来怎样的影响？

就相关问题，记者致电、致函华融晋商资管方面，该公司相关人员回复称，公司所有采访须经集团批准，另外，公司年报尚在披露准备期，目前无法接受采访。