

信用评级公告

联合〔2021〕4939号

联合资信评估股份有限公司通过对山西金融投资控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山西金融投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 晋金 01”“20 晋金 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年 〇 月 〇 日

山西金融投资控股集团有限公司 公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
山西金融投资控股集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋金 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 晋金 02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
20 晋金 01	20 亿元	20 亿元	2025/7/28
21 晋金 02	10 亿元	10 亿元	2025/11/2

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券。

评级时间：2021 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
		调整因素和理由		
公司股东山西省财政厅，股东背景很强，能够给予公司较大的支持				+2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果。

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“山西金控”或“公司”）的跟踪评级反映了其作为山西省内唯一的国有大型全牌照金融控股平台，区域地位显著，股东背景很强，公司发展能够获得较大省内资源及政策支持。2020 年，公司金融业务板块运营良好，各类金融板块运营主体在山西省内仍保持较强的区域竞争力。截至 2020 年末公司资产规模大且资产质量较好，资本实力很强，母公司杠杆率低。

同时，联合资信也关注到公司主要业务板块均受经济周期变化、国内证券市场波动以及相关监管政策变化等因素影响较大，并且公司杠杆率整体呈增长趋势，债务结构偏短期等因素可能对公司经营带来的不利影响。

未来随着公司战略的持续推进，主要子公司有望获得较好发展，公司整体竞争实力将进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 晋金 01”“20 晋金 02”的债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 股东背景很强，综合实力及区域竞争力很强。公司是山西省内唯一的全牌照金融控股平台，控股股东和实际控制人为山西省财政厅，股东背景很强，区域地位显著；公司旗下金融牌照资源丰富，在区域内及行业内具有较强的竞争优势和综合实力。
2. 业务多元化发展，山西证券仍具有较强行业竞争力。公司业务覆盖证券、保险、信托、再担保、金融租赁、基金、期货、房地产等多个领域；子公司山西证券为全国性的综合类上市证券公司，2020 年净利润同比大幅增长；信托、金融租赁、保险、再担保等业务 2020 年经营状况良好，上述运营主体在山西省仍保持竞争优势。

分析师：陈凝 董日新

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

3. 财务表现较好。2020 年末公司资产规模大且资产质量较好，资本实力很强，母公司杠杆率低。

关注

1. 公司业务易受经营环境变化影响。公司主要业务板块与证券市场高度关联，经济周期变化、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响。
2. 杠杆率整有所增长且债务期限偏短带来流动性管理压力。2020 年末公司杠杆水平有所上升且债务期限偏短，需对偿债能力和流动性状况保持关注。
3. 子公司较多，面临内控管理压力。公司子公司较多且涉及多个领域，加之近年来金融行业监管趋严，对公司内控管理能力提出较高要求。

主要财务数据：

公司合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	895.87	914.43	1002.23
所有者权益（亿元）	284.56	298.46	315.45
长期债务（亿元）	64.09	76.86	125.92
全部债务（亿元）	402.94	362.83	396.48
资产负债率（%）	68.24	67.36	68.53
营业收入（亿元）	98.22	81.45	56.33
净利润（亿元）	7.32	7.62	4.86
EBITDA（亿元）	30.32	29.54	25.74
经营性净现金流（亿元）	-38.65	33.10	-30.43
营业利润率（%）	8.92	12.23	15.20
净资产收益率（%）	2.57	2.61	1.58
全部债务资本化比率（%）	58.61	54.87	55.69
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.66	1.71
全部债务/EBITDA（倍）	13.29	12.28	15.40
公司本部（母公司）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	131.12	206.41	219.74
所有者权益（亿元）	125.76	195.84	180.26
全部债务（亿元）	2.00	7.60	37.95
营业收入（亿元）	5.25	5.09	-1.25
投资收益（亿元）	4.99	4.91	-1.02
利润总额（亿元）	4.59	4.54	-2.17
净资产收益率（%）	3.71	2.82	-1.15
资产负债率（%）	4.09	5.12	17.97
全部债务资本化比率（%）	1.57	3.74	17.39

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均指合并口径

资料来源：公司审计报告

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 晋金 02	AAA	AAA	稳定	2020/10/20	陈凝 张晨露	(原联合信用评级有限公司) 工商企业信用评级方法总论	阅读全文
20 晋金 01	AAA	AAA	稳定	2020/07/21	陈凝 张晨露	(原联合信用评级有限公司) 工商企业信用评级方法总论	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

陈东辉



联合资信评估股份有限公司

山西金融投资控股集团有限公司

公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“山西金控”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

山西金控成立于 2015 年 12 月，是根据山西省人民政府办公厅于 2015 年 11 月印发的《关于印发山西金融投资控股集团有限公司筹组方案的通知》（晋政办发〔2015〕114 号）（以下简称“筹组方案”）及山西省人民政府于 2015 年 12 月印发的《关于成立山西金融投资控股集团有限公司的通知》（晋政函〔2015〕111 号）设立，由山西省人民政府（以下简称“省政府”）授权山西省财政厅作为出资人履行出资人职责的国有金融资本投资平台，初始注册资本 106.47 亿元。

期间多次子公司股权划转及增资。截至 2016 年末，公司实收资本为 115.97 亿元，注册资本仍为 106.47 亿元。2019 年，山西省财政厅拨付专项资金人民币 6.17 亿元，专项用于增加山西省再担保注册资本金；山西省财政厅和山西省国资委将山西省国有资本投资运营有限公司所持山西省产权交易市场有限责任公司股权划转至公司，公司以山西省产权交易市场有限责任公司股权经评估调整后的净资产为基础增加实收资本人民币 0.57 亿元；山西省财政厅拨付政府引导资金 1.50 亿元，其中 0.25 亿元用于增加实收资本。截至 2019 年末，公司实收资本为 122.96 亿元，注册资本仍为 106.47 亿元。

2020 年山西省财政厅陆续对公司增资 13.60 亿元，截至 2021 年 3 月末，公司实收资本为 136.56 亿元，注册资本仍为 106.47 亿元；公司控股股东和实际控制人为山西省财政厅，持有公司 100.00% 的股权。

截至 2021 年 3 月末，公司股权不存在被股东质押或其他争议的情况。

公司经营范围：投资和管理金融业，包括银行、证券、保险、基金、信托、期货、租赁；资产管理；投资和管理非金融业。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2020 年末，公司拥有一级子公司 11 家，包括山西国信投资集团有限公司（以下简称“山西国信”）、山西证券股份有限公司（以下简称“山西证券”）、山西信托股份有限公司（以下简称“山西信托”）、中煤财产保险股份有限公司（以下简称“中煤保险”）、山西省融资再担保集团有限公司（以下简称“山西再担保”）、山西金融租赁有限公司（以下简称“山西金租”）、山西省产权交易中心股份有限公司（以下简称“山西产权交易中心”）、山西股权交易中心有限公司（以下简称“山西股权交易中心”）、山西省金融资产交易中心（以下简称“晋金所”）、山西金控资本管理有限公司和山西太行产业投资基金管理有限公司（以下简称“太行基金”）。截至 2020 末，公司本部在册员工 70 人；设置有党委工作部、群团工作部、审计部、战略协同部、综合管理部、金融投资部、实业投资部、资本运营部、资产管理部、人力资源部、财务管理部、风控合规部等部门。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 1002.23 亿元，负债总额 686.78 亿元，所有者权益合计 315.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益 183.45 亿元；2020 年，公司实现营业收入 56.33 亿元，利润总额 9.00 亿元，净利润 4.86 亿元，其中归属母公司所有者利润-1.00 亿元，经营活动现金流净额-30.43 亿元，现金及现金等价物净增加额 32.07 亿元。

注册地址：太原市杏花岭区府西街 69 号（山西国际贸易中心西塔楼）；法定代表人：张炯威。

三、 债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券见下表，目前“20 晋金 01”“20 晋金 02”募集资金均已使用完毕，且与募集说明书约定保持一致，“20 晋金 01”“20 晋金 02”均未到首个付息日。

表 1 截至 2021 年 3 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 晋金 01	20.00	20.00	2020/7/28	(3+2) 年
20 晋金 02	10.00	10.00	2020/11/2	(3+2) 年

资料来源：联合资信整理

四、 宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节

力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年 平均增速) 平均值
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。

2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算

收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策

有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济分析

1. 证券行业分析

证券业务为公司核心业务，主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等。

（1）证券行业概况

近年来股票市场波动较大，债券市场规模保持增长；2020 年，股指全年表现强势，交易活跃度大幅回升，市场利率出现大幅波动，债券违约向国企蔓延。

近年来，股票市场震荡加剧，2018 年，经济下行压力叠加不利外部环境，沪深指数跌幅

较大，投资交易量进一步萎缩；2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，股票市场一季度大幅上涨，贡献全年大部分涨幅，市场成交量亦大幅增长；2020年，股票市场全年表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局，市场交易额大幅提升。根据交易所公布的数据，截至2020年底，上交所和深交所上市的公司合计4154家；股票市场总市值为79.72万亿元，较2019年底增长34.46%；平均市盈率为25.64倍，较2019年增长5.29个倍数。2020年全部A股成交额为206.02万亿元，日均成交额为0.85万亿元，同比增长63.05%。截至2020年底，市场融资融券余额为1.62万亿元，较2019年底增长58.84%，其中融资余额占比为91.54%，融券余额占比为8.46%。股票一级市场发行方面，2020年，上交所和深交所共实际募集资金1.67万亿元，同比增长8.20%，共完成IPO为396家、增发362家、配股18家、优先股8家，可转债和可交债分别为206家和41家。

债券市场方面，近年来，在宽松货币政策和金融严监管双向影响下，债券市场规模不断增加，整体利率水平波动下降，信用债市场有所分化，高等级债券受到追捧。2017年，在严

监管和“降杠杆”政策下，债券市场有所调整；2018年下半年以来，定向降准配合积极财政政策使债市出现分化，地方债和高等级债券认购资金充裕，同时资金链断裂导致的违约事件不断发生；2019年，债券市场违约常态化，货币市场利率延续下降趋势，国债收益率保持平稳；2020年，债券市场规模逐年增长，受疫情影响以及货币政策逐步退出，市场利率出现大幅波动，5月份利率探底后逐步回升，中债信用债净价指数总体平稳，但债券违约向国企蔓延。根据Wind统计，截至2020年底，债券余额为114.30万亿元，较2019年底增长17.72%。债券发行方面，2020年境内共发行各类债券5.03万只，发行额达56.89万亿元，同比增长25.90%。2020年境内债券交易总金额为1282.19万亿元。其中，现券交易成交金额为241.09万亿元，回购交易成交金额为893.97万亿元，同业拆借147.13万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2020年全国期货市场累计成交额为437.53万亿元，同比增长50.56%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为115.44万亿元，同比增长65.80%，占全国市场份额26.38%。

图1 股票市场指数和成交额情况（单位：点、亿元）

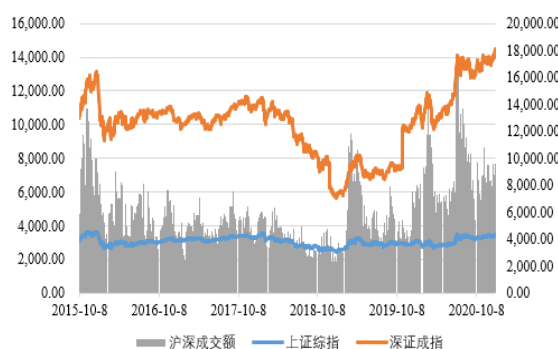
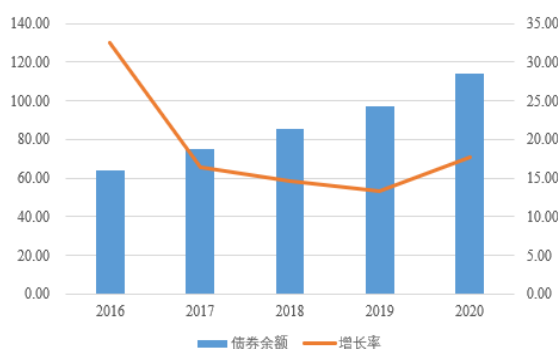


图2 债券市场余额和增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

多层次资本市场已初步建立并不断完善。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》指出“积极培育

公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率”，同时明确提出“深化创业板、

新三板改革”“支持战略性新兴产业发展”等要求。2019年6月，证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板；7月22日，科创板首批公司上市交易，中国资本市场迎来了一个全新板块。2020年6月，证监会发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，加强多层次资本市场的有机联系。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长，盈利水平受市场行情及政策影响

较大；2020年，证券公司业绩大幅增长。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2016—2020年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大，2019年以来增幅较大；盈利能力呈现U型走势，2018年受中美贸易战带来的股市下跌冲击的影响证券行业盈利水平大幅下降；2019年和2020年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩大幅改善。从目前收入结构来看，证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务以及自营业务为主，营业收入水平较易受到市场行情的影响，未来转型压力较大。

表3 证券行业概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
证券公司家数（家）	129	131	131	133	139
盈利家数（家）	124	120	106	120	127
盈利家数占比（%）	96.12	91.60	80.92	90.23	91.37
营业收入（亿元）	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79
净利润（亿元）	1234.45	1129.95	666.20	1230.95	1575.34
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	7.26	8.90
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	2.02	2.31
净资本（万亿元）	1.47	1.58	1.57	1.62	1.82

资料来源：中国证券业协会

2020年，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。2020年，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020年以来涉及证券公司的罚单超过150张，远高于上年罚单数量，多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚。从业务表现看，2020年证券公司经营业绩大幅提升，各业务板块收入均实现不同程度增长；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，经纪和投行业务占比较2019年有所

提升。截至2020年底，139家证券公司总资产为8.90万亿元，较2019年底增长22.50%；净资产为2.31万亿元，较2019年底增长14.10%，净资本为1.82万亿元，较2019年底增长12.35%。2020年，139家证券公司实现营业收入4484.79亿元，实现净利润1575.34亿元，分别同比增长24.41%和27.98%，经营业绩同比大幅增长，其中有127家公司实现盈利。

（2）证券行业政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续；2020年多项利好政策密集出台，新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，对相关评价指标结合行业实际和监管需要进行了优化，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，在风险可控的基础上，鼓励券商回归主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强。

2018年4月，中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），基本延续了征求意见稿中打破刚兑、消除多层嵌套等规定，最大程度上消除监管套利空间，避免资金脱实向虚；同时，对投资非标限制有一定放开，《指导意见》规定公募资管产品在期限匹配前提下，可适当投资非标产品，为非标业务发展留下一定政策空间。

2018年11月，证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理，符合特定情况的业务需转为私募产品。

2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》，并重启内资证券公司设立审批。该规定制定了设立证券公司的股东背景方面门槛，从股东总资产和净资产规模、长期战略协调一致性等方面进行规范并对证券公司股东提出要求，要将有实力的、优质的股东引入券商，也对于证券公司行业整体发展起到正向作用。

2019年10月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》松绑并购重组业务、新三板全面深化改革启动。2020年1月，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》，提出根据业务风险特征合理调整计算标准、推动差异化监管等。

2020年2月，《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》等再融资新规颁布，为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力，助力上市公司抗击疫情，国内经济全面修复。

2020年3月，新《证券法》正式实施，加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革正式落地。2020年6月，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件发布，创业板试点注册制。

2020年5月，《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》发布，次级债公开发行放开，拓宽证券公司融资渠道，有助于证券公司降本增效。

2020年7月，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，此次修订进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型券商，但总体上大型券商仍保有优势地位。2020年8月，证监会发布了最新证券公司分类结果，参选的98家证券公司中，32家券商评级上调，25家券商评级下降，39家评级与2019年持平。从评价结果来看，2020年分类评级结果较上年有所提升，中小型券商被评为A级数量较2019年有所增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

2021年3月，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定，修改证券公司主要股东定义，适当降低主要股东资质要求，落实新《证券法》并简化股权相关审批事项等，进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求。

（3）证券业务分析

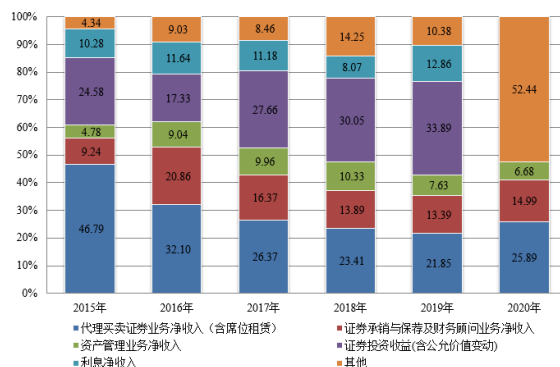
我国证券公司业务结构以经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用业务和自营业务为主；2020年证券公司盈利水平显著上升，

服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升。

经纪业务、自营业务和投行业务是我国证券公司主要的业务收入构成，近年来证券公司不断加大创新业务开拓力度，同时经纪业务佣金率水平逐年下探，经纪业务收入占比不断下降，但收入占比仍保持 20% 以上。证券公司各业务板块收入受市场行情影响较大。2018 年，受证券市场震荡下行、交投活跃度不高以及股权融资低迷等因素影响，证券公司各板块收入

均有所下滑，自营业务收入占比升至 30% 以上，投行和经纪业务收入占比下降。2019 年，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，以自营为主的投资收益和以信用业务为主的利息净收入占比均有明显提升；经纪业务收入占比较为稳定。2020 年，经纪业务收入占比连续多年下降后有所回升，投行业务占比小幅提升，证券行业服务实体经济能力和服务市场投资理财需求能力持续提升，财富管理转型初见成效。

图 3 我国证券行业业务收入结构图



注：证券业协会未披露 2020 年全行业证券投资收益（含公允价值变动）和利息净收入的数据，2020 年其他包括证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入和其他收入
资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务是证券公司传统业务，易受市场交易量和佣金率的影响，具有较大的波动性。

近年来，竞争加剧使佣金率下行，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降；同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战。近年来，证券公司加大经纪业务向财富管理转型力度，经纪业务也从传统的股票交易业务转为逐步开展多金融产品交叉营销。同时，重塑经纪条线组织架构、增员投顾人员、提升服务专业化水平等措施将为经纪业务带来新的增长动力。

收入规模方面，经纪业务与股票市场景气度呈强相关性，具有较大的波动性。2018 年，随着中美贸易战的持续以及部分创新型上市

公司违规经营，股票市场投资热情减退，成交量有所下降；受此影响，2018 年 131 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入 623.42 亿元，同比减少 24.06%。2019 年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长。2019 年，133 家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63 亿元，同比增长 26.34%。2020 年，股票市场指数于二季度快速上涨，下半年随着货币政策逐步退出，市场指数横盘调整，全年交易量大幅增长，证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1161.10 亿元，同比增长 47.42%。

投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性；投资银行业务以证券承销与保荐业务为主，再融资、并购重组政策松绑以及科创

板开板、创业板注册制落地等利好政策将为投行业务带来增量。

目前证券公司的投资银行业务以证券承销与保荐业务为主。随着近年来证券市场融资产品的日趋多样化，企业融资需求不断增加，债市市场融资规模也快速扩大。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性，2019年以来，受益于IPO审核常态化、科创板落地、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；年末再融资、并购重组政策松绑为2020年投行业务增长蓄力。2020年以来，A股IPO审核家数及过会率明显提升，2020年，发审委审核IPO家数634家，其中605家通过审核，过会率达95.43%，远高于2019年全年277家审核家数、247家通过家数及89.17%的通过率。2020年，IPO发行规模合计4699.63亿元，发行家数396家，分别同比增长85.57%和95.07%。受再融资新规利好政策影响，2020年，再融资规模8854.34亿元，同比增长26.10%，扭转下降趋势。科创板方面，2020年共有229家科创类公司提交上交所上市委审核，218家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模2262.60亿元。债券市场方面，2020年，证券公司积极促成疫情防控领域企业发行公司债券进行融资，2020年证券公司承销各类债券金额10.05万亿元，同比增长32.09%。基于上述因素，2020年，全行业实现投资银行业务净收入672.11亿元，同比增长39.26%。

就市场格局来看，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，显示该业务集中度较高。2020年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为52.83%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为43.94%。

在诸多利好政策为证券公司投行业务带来增量的同时，创业板注册制落地更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；新证券法等纲领性文件出台，强化中介机构“看门人”的责任，促使证券公司提升专业服务能力，投行业务快速发展的背景下，合规风控成为证券公司核心竞争力。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，该业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险。

自营业务主要包括权益类投资和固定收益类投资，2012年券商创新大会带来证券公司投资范围和方式的放开以及另类投资子公司设立的政策，意味着券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。2018年，股票市场跌幅较大，其中权重股持续下跌，创业板指数由涨转跌。在定向降准等利好政策下，中债新综合净价指数全年上涨4.00%，债券投资收益减缓了自营业务降幅，但债券市场出现集中违约；2018年债券市场新增43家违约主体，较2017年的9家大幅增加，违约金额达1154.50亿元，系2017年违约金额的3.42倍，违约主体以民企和上市公司居多。2019年，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，市场成交量亦大幅增长；资金市场利率延续2018年下降趋势，证券公司自营投资收入大幅增长；同时，2019年债券市场违约呈常态化，需关注相关投资风险。2020年，股票市场指数大幅上涨，其中深证成指上涨36.02%；债券市场违约向国企蔓延，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔。2019年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1221.60亿元，同比大幅增长52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020年前三季度，证券公司投资收益（含公允价值变动）1013.63亿元，同比基本持平。

证券公司资产管理规模较小，主动管理业务是其发展方向。

目前,证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。2013年以来,证监会鼓励证券公司加强业务创新,发展资产管理业务,推动资产管理业务模式从目前单一产品管理向全面的客户资产配置的转型。2018年4月,中国人民银行等多部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,控制资管产品杠杆水平,并限制通道类业务,促使证券公司提升主动管理能力。2018年11月,证监会发布的《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》要求证券公司存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理,符合特定情况的业务需转为私募产品。近年来,证券公司资产管理业务发展趋势为由通道转主动型管理,定向资管产品仍是主要部分,但其占比有所下降;受资管新规及资管“去通道”等政策影响,证券公司资管业务规模呈下降趋势。证券公司资管业务向主动管理转型,对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升,资管业务有望成为证券公司收入增长点。截至2020年末,证券公司资产管理业务规模为10.51万亿元,较2019年末下降14.48%;2020年,证券公司实现资产管理业务净收入299.60亿元,同比增长8.88%。

近年来证券公司信用业务发展速度较快,但该类业务面临较高市场风险和信用风险;2020年融资融券业务大幅增长且风险可控,股票质押业务规模继续压缩,风险继续化解。

近年来证券公司信用业务发展速度较快,为券商业绩形成一定贡献。融资融券业务自2010年3月31日开展以来,在业务规模上呈数量级的攀升,融资融券余额与股票市场具有较高相关性。根据沪深交易所公布的数据显示,截至2020年末,融资融券余额1.62万亿元,较2019年末增长58.84%,融资融券业务规模

大幅增长且总体风险可控。股票质押业务方面,2018年以来因市场下跌而导致质押风险暴露,证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模以化解风险;同时,随着质押品市值回升以及纾困资金逐步到位,股质押业务风险有所缓解。截至2020年末,全市场质押股份市值占总市值的比重为5.42%,较年初下降0.79个百分点;控股股东(按第一大股东口径统计,下同)持股质押比例超过80%的上市公司家数亦持续下降,高比例质押风险继续化解。但目前质押规模仍然较大,未来依然要谨慎关注政策推进情况、市场行情变化以及个股“黑天鹅”事件。2019年,证券公司实现利息净收入463.66亿元,同比大幅增长115.81%。2020年前三季度,证券公司利息净收入445.60亿元,同比增长31.72%。

(4) 证券行业市场竞争

近年来,随着监管理念及市场环境的变化,证券行业竞争越来越激烈,并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化和专业化竞争演变。

随着以净资本为核心的监管体系的建立以及资本中介业务的开展,净资本规模成为制约证券公司竞争力的重要因素。2019年11月,证监会明确提出要推动打造航母级证券公司,推动证券行业做大做强。2020年7月,证监会提出,鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段。2020年3月,中信证券完成对广州证券股份有限公司100%股权的并购,进一步稳固了其龙头券商的地位;4月,天风证券已基本完成对恒泰证券29.99%股权的收购;10月,国联证券和国金证券因合并过程中为就核心条款未达成一致意见,宣布终止并购,成为继6月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此,证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显,市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位,弥补自身业务短板,实现跨区域的资源调配。

近年来，证券公司扎堆补充净资本，2019年，国内有红塔证券、华林证券等2家证券公司实现上市，2020年以来，湘财证券和英大证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际、中泰证券、国联证券、中金公司、财达证券已实现A股上市，首创证券、信达证券、万联证券、国开证券等证券公司已处于IPO辅导期或已过会阶段。2020年，共计16家上市证券公司完成增发和配股，其中海通证券和国信证券分别增发募资200.00亿元和150.00亿元，招商证券完成配股募资126.83亿元，资本金规模大幅提升，行业内头部效应有所加强。区域竞争方面，部分证券公司在特定地域、特定业务类型等方面形成了比较竞争优势，比如西南证券在重庆等西南区域具备较强竞争优势等。

2019年10月，证监会宣布，自2020年4月1日起，取消证券公司外资股比限制。截至2020年12月末，中国内地外资控股证券公司已达8家，其中四家为新设立合资证券公司（野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司），另外4家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司（瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券有限公司、高盛高华证券有限责任公司）。此外，证监会批准新设金圆统一证券和甬兴证券2

家国内券商，行业竞争进一步加剧。短期来看，国内券商拥有网点布局和客户资源等绝对领先优势，证券行业对外开放对本土证券公司冲击有限；长期来看，随着证券行业进一步开放，外资证券公司在产品创设和财富管理等创新类业务方面的优势将使国内券商面临挑战，放宽券商外资准入将成为国内金融机构转变经营理念、规范业务发展的一个重要契机，有利于证券行业整体优化。

2019年11月，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”，同时《证券公司股权管理规定》及配套政策的出台将进一步加剧证券公司分化局面，具有强大股东实力的证券公司在业务发展、风险防范、盈利表现、资本实力以及信用水平等方面明显优于弱股东证券公司，也将引导证券公司实现差异化和专业化发展，重塑证券公司竞争格局。

随着行业的发展和证券公司的兼并重组，证券公司行业市场集中度大幅提高。按2020年末证券公司所有者权益排序，2020年前十大证券公司实现营业收入合计2994.25亿元，净利润995.85亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为66.76%和63.21%。截至2020年底，前十大证券公司资产总额为5.85万亿元，占全行业总资产的65.70%。前十大证券公司上述财务指标占比均超过60%，行业集中度较高。

表4 截至2020年末/2020年主要证券公司财务数据（单位：亿元）

序号	证券公司	所有者权益	资产总额	营业收入	净利润
1	中信证券	1858.83	10529.62	543.83	155.17
2	海通证券	1681.26	6940.73	382.20	120.37
3	国泰君安	1462.38	7028.99	352.00	117.37
4	华泰证券	1323.12	7167.51	314.45	108.70
5	招商证券	1058.25	4997.27	242.78	95.04
6	广发证券	1022.74	4574.64	291.53	107.71
7	申万宏源证券	827.32	4537.33	205.53	79.57
8	中国银河	820.08	4457.30	237.49	73.12
9	国信证券	809.24	3027.56	187.84	66.18
10	中金公司	718.15	5216.20	236.60	72.62
合计		11581.37	58477.15	2994.25	995.85

资料来源：Wind

（5）证券行业风险因素

市场风险是证券公司面临的最主要风险，主要集中在股票价格风险和利率风险方面。

市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或采取风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

证券公司面临的信用风险主要来自债券投资业务以及融资类业务中的客户违约风险。

融资类业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其信用风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资业务方面，证券公司主要通过对债券发行人和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来管理债券投资的信用风险。2018 年以来，债券市场违约常态化，2020 年部分国企违约超预期，债券市场分化加剧，证券公司面临信用风险加大。

市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响将产生流动性风险。

证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回

购和短期融资债券等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。

证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作流程来控制操作风险；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。在强监管以及空前加大的执法力度下，如今的证券市场对照证券公司的风险控制能力，尤其是操作风险控制能力提出了越来越高的要求。

法律及政策风险也是证券公司面临的主要风险。

我国证券公司面临的法律及政策风险主要反映在两方面：一方面我国证券市场受法律及政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场行情影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

（6）证券行业未来动向

监管力度加强，证券行业严监管态势将延续；需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

2020 年 7 月，广发证券及 14 名高管因康美药业造假事件被处于“史上最严”的监管措施，同月新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，监管事件频发，处罚力度很大，预计严监管态势将延续。同时，中央经济工作会议针对 2021 年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为 2021 年的一

个工作重点,因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点,对于证券公司相关风险事件的发生仍需保持关注。

证券公司业务转型压力加大,证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显,专业化、特色化发展或成中小证券公司转型方向,兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题。

2019 年以来,证券公司业绩改善主要受益于行情回暖带来的收入增长,业务转型压力仍较大,行业同质化竞争态势并未改善。值得注意的是,2019 年以来多家证券公司牵手互联网巨头,如中金公司将与腾讯控股成立一家合资技术公司;财通证券宣布联合蚂蚁金服、阿里云正式建立金融科技全面战略合作伙伴关系;东方证券与华为在云计算领域、与阿里云在场景应用领域展开深度合作。同时,多家证券公司先后在金融科技领域加大投入,并希望借助智能科技搭建新型财富管理业务模式;如平安证券、招商证券等。大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力,在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外,证监会于 2019 年明确表态要打造“航母级证券公司”,于 2020 年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生,这将有助于大型证券公司巩固市场地位,实现优势互补及自身快速发展,亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。2019 年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策也将引导证券公司实现差异化和专业化发展,中小证券公司面临竞争将愈加激烈,走特色化、专业化之路或为其转型方向,谋求新股东亦或是其发展路径之一,未来中小证券公司股权变更或增加。

2. 财产险行业发展概况

(1) 行业概况

2020 年以来,受新冠疫情的冲击,居民消费意愿持续下降,国内新车销量较去年同期有

所下滑,车险保费收入规模增幅较小造成财产险保费收入增幅进一步下滑;健康险、责任保险、农业保险等非车险险种保费收入的快速增长,对财产险公司保费收入规模的贡献度持续提升。

2020 年以来,在新冠疫情的冲击下,居民消费意愿持续下降,国内新车销量较去年同期有所下滑,车险保费收入规模增幅较小,造成财产险保费收入增幅进一步下滑。2020 年,财产险业务保费收入 1.35 万亿元,同比增长 4.36%,增幅比上年下降 3.80 个百分点。产品结构方面,商业车险仍然是财产保险中占比最高的险种;但 2020 年以来,在车险保费收入增长乏力的背景下,短期健康险、责任保险、农业保险等非车险险种保费收入的快速增长,对财产险公司保费收入规模的贡献度持续提升。2020 年,全国车险保费收入 8245 亿元,同比增长 0.70%;健康险保费收入 1114 亿元,同比增长 32.62%,已成为财产险公司的第二大险种;与国计民生密切相关农业保险业务继续保持较快增长,实现原保险保费收入 815 亿元,同比增长 21.28%。资产方面,2020 年末财险公司总资产 23423 亿元,较年初增长 2.11%。

从财险市场竞争格局来看,市场集中度略有下降但仍保持高水平,同时部分主体市场占有率排名有所变化。截至 2020 年末,根据 wind 数据统计,在 88 家财产险公司(中资公司 65 家,外资公司 23 家)中,原保险保费收入前 10 的财产险公司市场份额合计占比保持在 85%左右,其中前 3 大财产险公司市场占比保持在 64%左右,市场集中度高。2020 年,天安财险因触发保险法接管条件被依法接管后其市场份额较上年明显下滑;得益于平台的持续建设、灵活的定价水平、较好的营销策略和相应的产品开发,互联网保险公司众安在线市场份额明显提升。此外,2020 年外资公司市场份额较 2019 年增长 0.63 个百分点至 2.56%,由于外资财产险公司车险经营处于劣势,市场占有率

仍处于较低水平。

表 5 财险公司市场集中度（单位：%）

排名	2018 年		2019 年		2020 年	
	公司	市场占比	公司	市场占比	公司	市场占比
1	人保股份	33.01	人保股份	33.17	人保股份	31.80
2	平安财险	21.05	平安财险	20.82	平安财险	21.04
3	太保财险	9.98	太保财险	10.16	太保财险	10.80
4	国寿财险	5.88	国寿财险	5.92	国寿财险	6.36
5	大地财险	3.61	中华联合	3.73	中华联合	3.88
6	中华联合	3.59	大地财险	3.72	大地财险	3.52
7	阳光财险	3.08	阳光财险	3.04	阳光财险	2.74
8	太平保险	2.06	太平保险	2.07	太平保险	2.07
9	出口信用	1.66	天安财险	1.20	众安在线	1.23
10	天安财险	1.28	出口信用	1.13	出口信用	1.21
合计		85.21	合计	84.94	合计	84.66

资料来源：2018 年数据来自银保监会网站，2019 年、2020 年数据来自 wind，联合资信整理

（2）盈利水平

保险公司承保利润发展空间有限，且人身险和财产险公司的分化明显；另一方面，保险公司可运用资产规模稳步增长，资金收益水平持续改善，推动了保险行业盈利水平的提升。

从保费收入来看，保险业原保险保费收入增速虽有所下滑，但在新冠肺炎疫情对于国内外经济及环境产生重创的背景下已超预期；分行业来看人身险公司的保费收入增速更高。2020 年，保险公司实现原保险保费收入 4.5 万亿元，同比增长 6.1%，其中，财产险公司保费 1.2 万亿元，同比增长 2.4%；人身险公司保费 3.3 万亿元，同比增长 7.5%。

从赔付支出来看，2020 年以来，鉴于此次新冠病毒感染的死亡率较低，从实际结果来看保险公司最终的身故赔付金额相对不高，新冠疫情肺炎对寿险业务的赔付支出影响不大，但医疗费用的索赔使得健康险业务赔付支出压力加大；财产险方面，由于经济下行且频繁踩雷，保险公司保证信用等险种的赔付支出规模较大，承保亏损规模较大，此外车险综合改革的推进亦压缩了传统财险第一大险种车险业务的利润空间。2020 年，保险公司累计赔付支

出 1.39 万亿元，同比增长 7.86%；其中，财产险业务累计赔付支出 6955 亿元，同比增长 6.97%；人身险业务累计赔付支出 6952 亿元，同比增长 8.76%，从细分业务来看，寿险业务赔付支出 3715 亿元，同比下降 0.75%；健康险业务赔付支出 2921 亿元，同比增长 24.23%；意外险业务赔付支出 316 亿元，同比增长 6.17%。在全年原保险保费收入增速小于赔付支出增速的情形下，保险公司承保利润空间被进一步挤压。

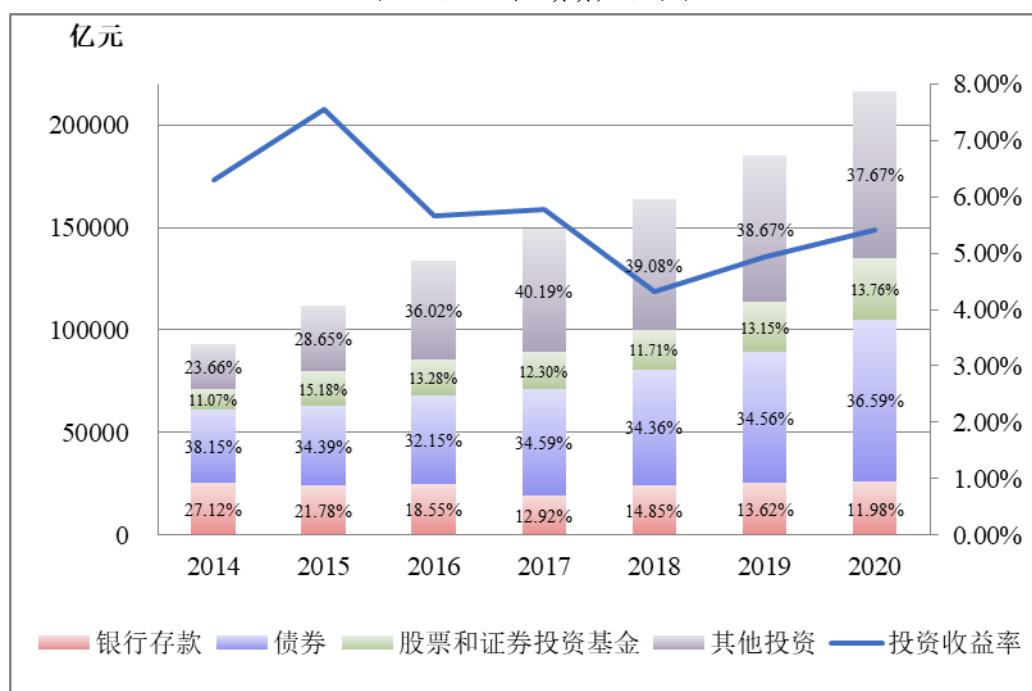
投资收益方面，2020 年以来，新冠肺炎疫情短期内加剧了非标资产供给不足的问题，同时随着信用风险暴露的逐步加剧，保险公司亦加大了对非标项目的风险排查力度，非标资产配置比例进一步下降；另一方面，随着 2020 年 4 月疫情逐步控制后货币政策的收紧，利率水平重回上升通道，叠加 2020 年地方政府专项债、抗疫特别国债发行量的显著增长，长久期资产供给的增多亦使得保险公司债券配置力度相应增加。此外，在 2019—2020 年国内股票市场持续回暖的情况下，保险公司权益类投资规模和收益水平不断提升。截至 2020 年末，国内保险资金运用余额 21.68 万亿元，较上年

末增长 17.02%。从投资资产结构来看，截至 2020 年末，保险公司银行存款与债券投资合计占总资金运用金额的比例为 48.57%，较 2019 年末上升 0.39 个百分点；股票和证券投资基金占比 13.76%，上升 0.60 个百分点；其他投资占比 37.67%，下降 1.00 个百分点。从投资收益情况来看，2020 年保险公司投资收益水平明显提升，全年实现投资收益 9570.94 亿元，同比增长 40.81%，投资收益率为 5.41%，较 2019 年末提升其中证券投资基金和股票是

投资收益率最高的两类资产，投资收益率分别为 12.19%和 10.87%。

在承保利润增长受限的情况下，投资收益率的大幅提升带动保险公司利润规模的的增长，2020 年保险公司利润预计超过 3400 亿元，同比增长 9.5%。另一方面，财产险公司和人身险公司的盈利能力分化程度很高，财产险公司利润 70 亿元，同比下降 88.96%；人身险公司利润 2772 亿元，同比增长 15.68%。

图 4 保险公司投资资产结构图



资料来源：银保监会网站，联合资信整理

（3）偿付能力

财产险公司整体偿付能力保持在充足水平，且高于人身险行业，但需关注业务的快速发展对保险公司资本的消耗及偿付能力充足性的影响。

“偿二代”正式实施以来，行业整体偿付能力充足水平稳定，但呈下降趋势。2021 年 1 月，银保监会发布《保险公司偿付能力管理规定》，将于 2021 年 3 月 1 日起施行，根据该规定，保险公司偿付能力达标须同时符合以下三项监管要求：核心偿付能力充足

率 $\geq 50\%$ 、综合偿付能力充足率 $\geq 100\%$ 、风险综合评级 $\geq B$ 类，不符合上述任意一项要求的为偿付能力不达标公司，不达标者会被停新业务限薪，追回薪酬甚至被接管等。此外，核心偿付能力充足率 $< 60\%$ 或综合偿付能力充足率 $< 120\%$ 的也将被重点核查。

与人身险公司相比，财产险公司的偿付能力充足率水平整体更高。根据银保监会披露的保险业偿付能力状况表，截至 2020 年 4 季度末，财产险公司的平均综合偿付能力充足率为 277.9%，平均核心偿付能力充足率为

248.9%，整体行业偿付能力水平相较于上季度末有所上升，偿付能力充足。

根据已发布 2020 年第四季度财产险公司偿付能力报告的数据显示，截至 2020 年 4 季度末，除安心保险核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率均为负外，其余所有财产险公司的核心偿付能力充足率均高于 50%，综合偿付能力充足率均高于 100%。从统计结果看，有 37 家财产险公司综合偿付能力充足率高于 300%；29 家财产险公司在 200% 至 300% 之间；浙商财险、渤海财险和安心保险综合偿付能力充足率低于 150%，长安责任和安心保险的核心偿付能力充足率低于 100%。

业务规模的快速发展、资本市场的波动以及监管力度的加大对保险公司偿付能力带来不利影响，资本补充需求较大。保险公司资本补充力度逐年加大，主要通过股东增资、发行资本补充债券等方式补充资本。2020 年，财产险公司资本补充债发行数量较上年增加 1 只，规模明显上升，全年财产险行业发行资本补充债 127.5 亿元。总体看，虽然保险行业偿付能力保持充足水平，但部分财产险公司补充资本的需求仍然存在，另外，银保监会也不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道将进一步丰富。

（4）行业监管与政策支持

监管政策不断细化推动保险行业监管制度体系不断完善，并更加强调保险产品的保障功能及消费者权益保护，险资运用范围扩大的同时提升运用规范要求，整体延续风险管控趋严的政策基调。逐步健全的监管体系、加大对外开放力度、严格的监管政策以及相关支持政策均有助于国内保险公司持续稳健地经营和发展。

2020 年，银保监会继续保持强监管态势并加快完善保险行业监管制度体系，进一步引导保险行业发挥服务社会保障体系的重

要功能。2020 年新冠肺炎疫情对保险行业展业方面造成一定冲击，但监管力度并未因此而下降。相较于 2019 年，银保监会在保险行业处罚力度方面有所加大，处罚涉及主体数量、处罚金额和处罚措施均有所增加，处罚所涉及方面也更广。

2020 年全国保险监管系统累计公布了 1705 张监管处罚的罚单，罚单总金额高达 2.36 亿元，涉及 342 家保险机构。从受罚机构类型上看，人身险、财险公司及其分支机构、保险中介机构依旧是主要受罚对象，其中以财险公司占比较高；从处罚原因方面来看，2020 年监管处罚原因中涉及到公司治理、股东违法违规行为、编制虚假材料、业务操作违规等方面，处罚更加突出整治保险行业乱象与维护消费者合法权益的监管意图；处罚方式包括罚款、吊销营业执照、公布违法违规名单和依法接管等。

在政策制定方面，2020 年全年银保监会累计发布各类政策 71 项，其中，人身险方面 21 项，财产险方面 19 项，中介方面 9 项，资管方面 9 项，其他 13 项。人身险方面，健康险作为人身险的重要组成部分依旧是监管规范的重点，2020 年银保监会就健康险业务从产品开发、销售管理等多方面出台监管政策，2020 年 1 月发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知（征求意见稿）》、2 月发布《关于进一步规范健康保障委托管理业务有关事项的通知》等等，相关政策的出台进一步规范健康险业务的同时也为今后一段时间健康险业务增长划定方向。与此同时，政策进一步规范人身险公司在销售环节、市场风险监测、投保作业和产品回访等方面的具体行为。

财产险方面，车险综合改革成为 2020 年财产险政策变化的重点，2020 年 9 月，出台的《实施车险综合改革指导意见》预计将进一步推动市场化条款费率形成机制的建立，

变革有望进一步推动财产险公司优化业务结构、提升服务质量，利好车险消费者，对今后一段时间车险行业将产生较为深远的影响；非车险业务方面，出台信用保险和保证保险业务监管办法提升了融资性信保业务门槛，同时进一步明确农险业务的经营条件。

在中介渠道方面，2020 年银保监会出台了保险代理人监管规定、互联网保险业务监管办法等政策，政策在坚持持牌经营的原则下，进一步理顺各业务主体的责任与关系。

资金运用方面，通过出台保险资管产品新规及配套规则、发布保险资金投资银行资本补充债券及参与金融衍生产品、国债期货和股指期货交易有关政策，在进一步扩大险资运用范围的同时也对其风险防范与资金使用提出了更高要求。

2021 年 1 月，银保监会发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》，并指出短期健康保险产品应当以提升人民群众的健康保障水平，满足多层次、多样化的健康保障需求为目标，不断扩大健康保障与健康管理服务覆盖面，通知同时对保险公司经营短期健康险所涉及到的合同条款、产品定价、人员管理和销售等方面做出要求，规范各保险公司短期健康保险业务经营管理行为，切实保护保险消费者合法权益。

3. 山西省区域经济分析

山西省能源丰富，产业结构持续优化，经济发展稳定。

山西省煤矿资源丰富，能源消耗以煤为主，产业结构和经济发展方式进一步优化

2020 年全省实现地区生产总值 17026.68 亿元，按不变价格计算，比上年增长 6.2%。2020 年全省地区生产总值为 17651.93 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%，增速有所放缓。工业生产稳步回升，全年规模以上工业增加值增长 5.7%，比全国快 2.9 个百分点，较年初

(1~2 月份，下同)回升 14.6 个百分点。投资增速逐月加快。全省固定资产投资增速逐月加快，全年增长 10.6%，比全国快 7.7 个百分点，较年初回升 20.9 个百分点。全年全省一般公共预算收入 2296.5 亿元，下降 2.2%，降幅较年初收窄 24.4 个百分点；其中，占比 70.8%的税收收入下降 8.8%，收窄 18.3 个百分点。2020 年全省规模以上原煤产量 106306.8 万吨，增长 8.2%；焦炭产量 10493.7 万吨，增长 5.6%；发电量 3366.9 亿千瓦小时，增长 2.1%；非常规天然气产量 85.2 亿立方米。2020 年，人民银行太原中心支行灵活运用多种货币政策工具，引导金融机构支持疫情防控和企业复工复产、实体经济快速复苏取得明显成效，全省金融机构本外币各项贷款余额 3.06 万亿元，同比增长 9%。2020 年，山西省累计发行非金融企业债务融资工具 2543.6 亿元，同比增长 29.09%，位列全国第 8 位。此外，对实体经济发放的本外币贷款占社会融资规模增量的 54.4%，金融支持实体经济的针对性和有效性显著增强。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，山西省财政厅陆续对公司增资 13.60 亿元，公司实收资本有所增加。截至 2021 年 3 月末，公司实收资本为 136.56 亿元，注册资本为 106.47 亿元；公司控股股东和实际控制人未发生变化，控股股东仍为山西省财政厅，持有公司 100.00% 的股权。

2. 企业规模及竞争力

公司是山西省内唯一的全牌照金融控股平台，股东背景很强，区域地位突出，金融板块多元化发展；2020 年，子公司山西证券在行业内仍保持很强竞争力，旗下山西信托、山西金租、中煤保险、山西再担保等金融机构亦在山西省仍具有区域竞争优势；整体综合实力仍很强。

公司是山西省内唯一的全牌照金融控股平台，公司控股股东和实际控制人为山西省财政厅，股东背景很强，能够对公司发展提供资源及政策支持。公司成立初衷即为山西经济发展提供全方位的金融服务，区域地位突出，在获取省内优质金融资产方面具备政府支持的优势条件，为旗下机构把握政策机遇、实现产融结合发展创造良好条件。

目前，公司已覆盖证券、保险、信托、再担保、金融租赁、基金、期货、房地产等多个领域，拥有众多金融牌照资源。截至2020年末，公司合并资产总额1002.23亿元，所有者权益合计315.45亿元；2020年，公司实现营业收入56.33亿元，净利润4.86亿元，整体具备很强综合实力。

具体业务方面，公司证券业务的运营主体山西证券是全国综合性上市证券公司之一，其主要业务排名行业中游或中游偏上水平，2017—2020年证监会分类结果分别为B级、A级、BBB级和A级，整体保持很强竞争优势；2020年7月，山西证券完成配股，资本实力进一步增强。信托业务运营主体山西信托为山西省唯一信托机构；金融租赁运营主体山西金租业务发展稳定；担保业务运营主体山西再担保，是山西省政府为促进小微企业和“三农”发展而成立的省级政策性融资担保机构，于2019年9月获得国家融担基金40亿元再担保业务授信，在山西省仍具有较强区域竞争优势。

3. 外部支持

公司在省内仍保持重要的战略地位，可获得政府较大的支持。

公司作为山西省财政厅全资控股的企业，在省内仍保持重要的战略地位，是山西省内唯一的金控集团，成立的主要目的即为山西经济发展提供全方位的金融服务，因

此公司在获取省内优质金融资产方面具备明显股东和政府支持的优势条件，为旗下机构把握政策机遇、实现产融结合发展创造了良好条件。

4. 企业信用记录

根据公司本部提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91140000MA0GRMHM7C），截至2021年5月19日，公司无未结清和已结清的关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2020年末，公司合并口径授信总额851.54亿元，已使用177.92亿元，剩余未使用授信余额为673.62亿元。公司间接融资渠道畅通。

七、 管理分析

2020年公司主要制度未进行修订，高级管理人员发生一定变化，但对公司日常经营未产生重大不利影响。

2020年，公司主要制度未进行修订。公司建立了完善的劳动、人事、工资及社保等人事管理制度和人事管理部门，并独立履行人事管理职责。公司的董事、监事和高级管理人员均严格按照《公司法》《公司章程》等法律、法规和制度产生。公司设立了独立的财务会计部门，配备了专职的财务会计人员，建立了独立的会计核算体系和财务管理制度，严格执行《企业会计准则》等法律法规，独立做出财务决策。

高级管理人员变动方面，2020年，杨小勇不再担任公司副董事长、董事职务；韩良会不再担任山西金控副总经理职务。目前上述职位仍空缺。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年受证券及期货业务收入下降、酒店及房地产业务收入下降及华融晋商出现亏损的综合影响，公司营业收入同比大幅下降，证券及期货业务收入占比下降，保险业务收入占比有所上升；同时，联合资信关注公司收入受证券市场行情波动影响较大，存在一定波动性。

公司是山西省内唯一的全牌照金融控股平台，覆盖证券、保险、信托、金融租赁、再担保、酒店及房地产、基金等诸多业务板块。2020 年，公司实现营业收入 56.33 亿元，同比下降 25.12%，主要系证券及期货业务收入下降、酒店及房地产业务收入下降及华融晋商出现亏损的综合影响所致，实现利润总额 9.00 亿元，同比下降 10.83%。

从收入构成来看，公司最大收入来源为证券及期货业务收入，2020 年公司证券及期货业务实现营业收入 33.42 亿元，同比下降 34.50%，

主要系山西证券收缩仓单业务规模所致，2020 年占比为 59.55%，较上年下降 3.31 个百分点；信托业务实现营业收入 3.37 亿元，同比增长 77.46%，主要系山西信托处置其持有的部分可供出售金融资产，使得收入大幅上涨所致，2020 年占比为 5.98%，较上年上升 3.62 个百分点；保险业务实现营业收入 10.70 亿元，较上年小幅增长，2020 年占比为 18.99%；担保业务实现营业收入 1.37 亿元，同比增长 38.38%，主要系山西担保收到的保费补贴及降费奖补资金上涨所致，收入占比为 2.44%；酒店及房地产业务和金融租赁业务实现收入规模较小，占比较低，其中 2020 年酒店及房地产业务收入同比下降 78.36%，一方面系 2020 年受新冠疫情影响导致，另一方面由于房地产业务销售周期较长，2020 年房地产未达到收入确认条件，未结转成本所致；总部及其他实现营业收入 9.56 亿元，同比下降 28.37%，主要系按权益法核算的华融晋商资产管理股份有限公司（以下简称“华融晋商”）出现亏损所致，2020 年占比为 16.98%。整体看 2020 年公司营业收入构成变化不大。

表 6 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券及期货业务	68.51	69.75	51.02	62.64	33.42	59.33
信托业务	3.01	3.07	1.92	2.36	3.37	5.98
保险业务	9.63	9.80	10.45	12.83	10.70	18.99
担保业务	0.91	0.93	0.99	1.21	1.37	2.44
酒店及房地产业务	5.89	5.99	5.13	6.30	1.11	1.97
金融租赁业务	0.91	0.93	0.83	1.01	1.00	1.78
总部及其他	11.37	11.58	13.35	16.39	9.56	16.98
分部间抵销	-2.01	-2.05	-2.25	-2.76	-4.21	-7.47
营业收入合计	98.22	100.00	81.45	100.00	56.33	100.00

资料来源：公司提供

2. 证券及期货业务

2020 年受大宗商品交易及风险管理业务收入下降影响，山西证券营业收入同比大幅下降，财富管理业务、自营业务和投资银行业务收入占比上升明显。

公司证券及期货业务由山西证券负责运

营。山西证券成立于 1988 年 7 月，于 2010 年首次公开发行 28.29 亿股并于当年在深圳证券交易所上市。2020 年 7 月，山西证券完成配股，新增上市股份 7.61 亿股，募集资金总额 38.05 亿元，本次配股发行后，股本增加至 35.90 亿元，山西证券资本实力进一步提升。截至 2020 年末，山西证券注册资本及实收资本均为 35.90

亿元，公司持有公司 31.77% 的股权。截至 2020 年末，山西证券资产总额 624.52 亿元，负债总额 450.01 亿元，所有者权益 174.51 亿元，母公司口径净资产 123.31 亿元；2020 年实现营业收入 33.42 亿元，同比下降 34.50%，净利润 7.62 亿元，同比增长 46.62%，主要系扣除掉利润率水平较低的仓单业务影响，山西证券经纪业务、投资银行业务及自营投资业务均同比有所增长所致。

2020 年，山西证券实现营业收入 33.42 亿元，同比下降 34.50%，主要是大宗商品交易及风险

管理业务收入大幅下降所致。从收入结构来看，得益于证券市场的回暖，财富管理业务占比大幅提升至 27.63%；自营投资业务占比上升至 37.62%，为山西证券营业收入的主要来源；投资银行业务收入稳定增长，占比为 14.55%，资产管理业务、期货经纪业务收入整体占比不高；大宗商品交易及风险管理业务收入在 2020 年降幅明显，但考虑到其利润水平偏低，因此收入下降对利润影响较小。

表 7 山西证券营业收入情况（单位：亿元、%）

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
财富管理业务	6.30	9.20	6.99	13.70	9.24	27.63
自营业务	4.14	6.05	9.00	17.64	12.57	37.62
资产管理业务	1.47	2.15	1.74	3.40	1.58	4.73
投资银行业务	3.66	5.35	4.28	8.39	4.86	14.55
期货经纪业务	2.53	3.69	1.93	3.79	2.24	6.70
大宗商品交易及风险管理业务	51.15	74.66	26.56	52.05	4.38	13.10
其他	-0.75	-1.10	0.53	1.04	-1.45	-4.33
合计	68.51	100.00	51.02	100.00	33.42	100.00

资料来源：山西证券审计报告，联合资信整理

2020 年受证券市场持续回暖影响，山西证券代理买卖证券交易额同比增长，且在山西省维持较强网点优势；同时，需要关注经纪业务受市场波动影响较大，收入具有不稳定性。

山西证券经纪业务经营范围主要包括代理买卖证券（债券、股票、基金等）和代销金融产品。2020 年，山西证券新设 2 家营业部，撤销 4 家营业部；截至 2020 年末，山西证券拥有 142 家分支机构（包括 16 家分公司和 126 营业部）；其中 62 家营业部集中在山西省，形

成了以国内主要城市为前沿，重点城市为中心，覆盖山西、面向全国的业务发展框架，并在山西省维持较强网点优势。2020 年，山西证券经纪业务手续费净收入 5.20 亿元，同比增长 49.69%。2020 年得益于证券市场的持续回暖，山西证券代理买卖证券交易额为 15713.83 亿元，同比增长 49.78%；其中股票交易额为 15093.88 亿元，市场份额为 0.36%，市场份额较上年有所下降。2020 年，山西证券代理买卖证券佣金率为 0.31%，较上年有所下降，处于行业平均水平。

表 8 山西证券代理买卖证券情况（单位：亿元、%）

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	7305.17	0.40	10232.04	0.40	15093.88	0.36
基金	1109.43	0.54	218.89	0.12	303.88	0.11
债券	18.12	/	40.48	/	316.08	0.08

合计	8421.71	--	10491.41	--	15713.83	--
佣金率(‰)	0.35		0.34		0.31	

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020 年山西证券投资银行业务收入稳定增长，山西证券投资银行业务具有较强行业竞争力，项目储备充足；但投资银行业务受监管政策影响较大，需关注行业政策的影响。

投资银行业务方面，山西证券投资银行业务包括 IPO、再融资业务、财务顾问及并购重组、新三板、债券分销及承销业务，山西证券通过子公司中德证券有限责任公司开展投资银行业务。2020 年，山西证券投资银行手续费净收入为 6.52 亿元，同比增长 13.85%。

从股权融资来看，2020 年，山西证券股权融资项目有所上升，主要系监管红利及市场行

情好转所致；2020 年，其完成股权融资项目 14 个，包括 6 个 IPO 项目和 8 个再融资项目，涉及金额合计 74.91 亿元。

从债权融资项目来看，2020 年，山西证券债券承销项目数量及承销金额均较上年有所增长；2020 年完成债券承销业务 155 个，承销金额 656.62 亿元。

从投行项目储备来看，截至 2020 年末，山西证券在审项目 16 个（含 IPO 项目 2 个、债券项目 9 个、再融资项目 2 个、新三板精选层项目 1 个、重大资产重组项目 2 个）；已拿批文未实施项目 33 个（含债券项目 27 个、再融资项目 5 个、IPO 项目 1 个），山西证券投行项目储备充足，有利于保障其未来收入。

表 9 山西证券投行业务情况表（单位：个、亿元）

项目		2018 年		2019 年		2020 年	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额
股权	IPO	2	9.72	3	17.49	6	24.59
	再融资	5	56.09	1	3.20	8	50.32
	小计	7	65.81	4	20.69	14	74.91
债券承销		36	169.64	95	472.04	155	656.62
财务顾问		44	/	40	/	43	/
合计		87	235.45	139	492.73	212	731.53

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020 年末自营业务投资规模小幅下降，仍以债券投资为主；受债权类项目投资收益增加影响，证券投资收入同比增长。山西证券债券自营业务存在违约情况，需关注自营信用风险及风险项目处置情况。

山西证券的自营投资业务主要包括股票、债券、基金、衍生品等投资。2020 年，山西证券实现自营收入 12.57 亿元，同比增长 39.70%，主要系债权类项目投资收益增加所致。

截至 2020 年末，山西证券投资规模为 213.75 亿元，较上年末小幅下降 1.33%，主要

是山西证券减少股票投资规模所致。从投资结构来看，2020 年末山西证券投资资产以债券（含票据）投资为主，占比为 86.41%，票据投资主要是银行承兑汇票，信用债主体级别集中于 AA 及以上。从违约情况来看，截至 2020 年末，山西证券持有违约债券面额总计 0.90 亿元，涉及 2 只债券，已累计计提减值准备 0.73 亿元。

截至 2020 年末，山西证券自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 11.44%，自营非权益类证券及证券衍生品/净资本为 135.48%，均符合监管标准。

表 10 山西证券（母公司口径）证券投资情况及相关监管指标（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票	14.88	5.51	15.65	7.22	10.36	4.85
基金	2.93	1.09	5.38	2.48	7.12	3.33
债券（含票据）	244.04	90.37	183.84	84.87	184.71	86.41
其他	8.20	3.04	11.77	5.43	11.56	5.41
合计	270.05	100.00	216.63	100.00	213.75	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资本	17.38		22.08		11.44	
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	282.11		198.84		135.48	

注：2019 年末的净资本及各项风险控制指标已根据中国证监会公告：〔2020〕10 号《证券公司风险控制指标计算标准规定》进行重述

资料来源：公司提供，联合资信整理

受监管政策影响，2020 年末山西证券资产管理业务规模较上年末有所下降，以集合资产管理业务为主；资产管理业务手续费净收入同比有所下降。

山西证券资产管理业务品种包括集合资产管理业务、定向资产管理业务、专项资产管理业务和公募基金业务。2020 年，

山西证券资产管理业务手续费净收入 0.78 亿元，同比下降 13.99%，主要系规模下降所致。

受资管新规及“去通道”等监管政策影响，截至 2020 年末，山西证券资产管理规模为 406.84 亿元，较上年末下降 9.35%，主要系定向资产管理计划规模下降所致，资管业务结构以集合资产管理为主，占比为 29.86%。

表 11 山西证券资产管理业务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	业务规模	占比	业务规模	占比	业务规模	占比
集合资产管理	48.25	10.97	102.02	22.73	121.47	29.86
定向资产管理	269.18	61.23	183.56	40.90	102.90	25.29
专项资产管理	87.61	19.93	92.41	20.59	93.77	23.05
公募基金管理	34.61	7.87	70.83	15.78	88.70	21.80
合计	439.65	100.00	448.82	100.00	406.84	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2020 年山西证券融资融券业务规模随市场交投活跃度上升而有所增长，利息收入随之增长；为控制风险，山西证券主动控制股票质押业务规模，股票质押业务存在违约情况，需对其处置追偿情况保持关注。

山西证券信用交易业务主要包括融资融券业务、股票质押业务和约定购回业务。

融资融券业务方面，截至 2020 年末，山西证券融资融券余额为 67.92 亿元，较上年末增长 35.95%，主要是市场行情好转交投活跃度提升带来规模增加。2020 年，融资融券利息收入为 4.34 亿元，同比增长 16.35%。

股票质押回购业务方面，山西证券为控制风险主动降低股票质押业务规模，截至 2020 年末，股票质押业务余额为 8.29 亿元，较上年末下降 5.69%。2020 年，股票质押业务利息收入为 0.55 亿元，同比大幅下降 43.88%，主要系 2020 年日均规模及利率水平下降影响所致。

从风险情况来看，截至 2020 年末，山西证券融资融券业务低于维保比例的项目金额为 916.43 万元（本金 828.93 万元）；股票质押业务违约项目 1 个，涉及本金 7465.10 万元，已计提减值准备 970.84 万元。

表 12 信用交易业务情况表 (单位: 户、亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
融资融券账户数目	47336	48571	49916
融资融券余额	42.30	49.96	67.92
融资融券利息收入	3.63	3.73	4.34
股票质押业务回购余额	15.78	8.79	8.29
股票质押业务利息收入	1.64	0.98	0.55

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

山西证券通过旗下子公司开展期货、私募股权投资、另类投资、国际业务等, 2020 年期货子公司、私募股权投资子公司均出现了亏损, 未对公司利润形成补充。

山西证券通过全资子公司格林大华期货有限公司 (以下简称“格林大华”) 开展境内期货经纪业务, 格林大华期货拥有上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所及中国金融期货交易所交易结算会员席位。格林大华期货经营范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询, 资产管理。截至 2020 年末, 格林大华总资产 70.66 亿元, 净资产 8.61 亿元, 2020 年实现营业收入 5.53 亿元, 净利润-0.39 亿元。

山西证券通过全资子公司山证投资有限责任公司 (以下简称“山证投资”) 开展公司的私募股权投资业务, 主要以增资扩股或者股权转让方式进行投资。截至 2020 年末, 山证投资总资产 13.29 亿元, 净资产 11.58 亿元, 2020 年实现营业收入 330.89 万元, 净利润-0.26 亿元。

2018 年 12 月, 山西证券成立全资子公司山证创新投资有限公司 (以下简称“山证创新”), 主要为配合投资银行子公司中德证券科创板首次发行保荐项目开展另类投资业务。2020 年 12 月, 山西证券经过董事会审议, 同意向山证创新增资 5.00 亿元, 山证创新注册资本增至 15.00 亿元, 2021 年 3 月, 山证创新完成工商变更登记并换领营业执照。

山西证券通过下属子公司山证国际资产管理有限公司 (以下简称“山证国际”) 开展国际业务, 山证国际业务涵盖了证券、期货、资产管理、投资银行、债券投资、商品贸易金融等多个领域, 能够提供境外投融资一站式服务。2020 年 12 月, 山证国际由山西证券 95.00% 持股, 变更为山西证券 100.00% 持股。

3. 保险业务

2020 年受保费收入规模增长影响, 中煤保险营业收入同比增长; 保险业务结构以车险、农业保险及责任险为主; 2020 年末投资资产规模有所增长, 投资结构以债券投资为主。

公司保险业务由子公司中煤保险负责运营。中煤保险成立于 2008 年 10 月, 初始注册资本为 5.00 亿元; 截至 2019 年末, 中煤保险注册资本及实收资本均为 9.00 亿元, 2020 年 6 月, 中煤保险新增注册资本 3.20 亿元, 由长治市南烨实业集团有限公司认缴, 截至 2020 年末, 中煤保险注册资本及实收资本增至 12.20 亿元; 公司持有其 32.78% 股权。截至 2020 年末, 中煤保险拥有山西、河北等 8 家省级分公司, 26 家中心支公司, 108 家县支公司和 1 家全资子公司。截至 2020 年末, 中煤保险资产总额 35.20 亿元, 负债总额 28.35 亿元, 所有者权益 6.85 亿元; 2020 年实现营业收入 15.75 亿元, 净利润 0.03 亿元。

2020 年, 中煤保险实现营业收入 15.74 亿元, 同比增长 20.37%, 主要系保费收入增长所致; 从收入构成来看, 中煤保险营业收

入以已赚保费和投资收益（含公允价值变动损益）为主，2020 年上述两项占比分别为 93.65%和 4.81%。中煤保险保险业务收入主要来自原保险业务。

从保险业务来看，中煤保险保险产品主要包括机动车辆及第三者责任险、农业保险、责任险、意外伤害险、企业财产险等产品种

类。从产品结构来看，中煤保险保险收入主要来自于机动车辆及第三者责任险、农业保险和责任险，2020 年上述三类收入占比分别为 64.33%、13.76%和 11.24%；其中农业保险和责任险收入及占比均较上年有所增长，主要是中煤保险大力拓展煤炭险、农险等传统优势非车险业务所致。

表 13 中煤保险原保险业务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机动车辆及第三者责任险	10.68	73.92	11.02	71.99	12.13	64.33
农业保险	1.16	8.06	1.46	9.57	2.59	13.76
责任险	0.93	6.47	1.22	7.99	2.12	11.24
意外伤害险	0.94	6.53	0.74	4.87	1.01	5.36
企业财产险	0.56	3.90	0.50	3.26	0.57	3.02
其他	0.16	1.13	0.36	2.32	0.43	2.29
合计	14.45	100.00	15.30	100.00	18.85	100.00

资料来源：中煤保险年报，联合资信整理

从投资业务来看，截至 2020 年末，中煤保险投资资产总额为 18.21 亿元，较上年末增长 28.03%，主要系债券、资管及资产支持证券、债权投资规模增加所致。从投资资产标的来看，中煤财险投资品种主要为债券、资管产品及资产支持证券、股权投资计划，2020 年末上述三类资产占比分别为 59.90%、19.37%和 5.71%。

2020 年，实现投资收益（含公允价值变动收益）0.87 亿元，同比小幅增长 1.76%。截至 2020 年末，中煤保险参与的中国保险产业扶贫投资基金（第一期）账面持有成本 157.28 万元，计提减值 9.65 万元，主要系该基金投资项目出现违约所致。

表 14 中煤保险投资资产情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	9.87	65.82	9.94	69.85	10.91	59.90
资管及资产支持证券	1.15	7.66	1.53	10.78	3.53	19.37
股权投资计划	1.66	11.07	1.57	11.05	1.04	5.71
债权投资	0.40	2.67	0.40	2.81	0.40	2.20
其他	1.92	12.78	0.78	5.51	2.33	12.82
合计	14.99	100.00	14.22	100.00	18.21	100.00

注：上表数据涉及可供出售金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、持有至到期投资、应收款项类投资科目
资料来源：中煤保险年报，联合资信整理

4. 其他业务

山西信托是山西省唯一一家信托机构，2020 受出售股票取得收益影响，营业收入同比大幅增长，但固有业务仍存在较大规模风

险资产需关注其资产质量变化及风险资产处置回收情况。

山西信托前身为成立于 1985 年的山西省经济开发投资公司，后经历次股权变动，截至

2020 年末，山西信托注册资本和实收资本均为 13.57 亿元，公司持有其 90.70% 股权，山西省唯一一家信托机构。截至 2020 年末，山西信托资产总额 34.49 亿元，所有者权益合计 18.02 亿元。

山西信托营业收入主要来源于手续费及佣金净收入和投资收益。2020 年，山西信托实现营业收入 3.37 亿元，同比大幅增长 75.43%，主要系固有业务出售股票导致投资收益有所增加。

信托业务方面，2020 年山西信托加大主动管理型信托业务规模，截至 2020 年末，山西信托信托资产规模为 401.61 亿元，较上年末增长 4.78%。从管理方式来看，信托资产以被动管理为主，但 2020 年末其占比下降至 57.26%，主动管理能力不断提升。从信托资产投向来看，主要投向贷款、持有至到期投资和其他资产，2020 年末占比分别为 66.70%、11.12% 和 7.25%，其他资产主要包括财产权类资产、收益权类资产等。从行业分布来看，主要投向实业，2020 年末占比为 88.15%。

表 15 山西信托信托业务情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
集合	138.43	30.57	97.23	25.37	143.48	35.73
单一	288.10	63.62	261.65	68.27	245.04	61.02
财产权	26.34	5.82	24.40	6.37	13.08	3.26
合计	452.87	100.00	383.28	100.00	401.61	100.00
主动管理	80.79	17.84	118.19	30.84	171.63	42.74
被动管理	372.08	82.16	265.08	69.16	229.98	57.26

资料来源：山西信托年报，联合资信整理

自营业务方面，截至 2020 年末，投资资产总计为 24.79 亿元，较上年末增长 3.30%。从资产运用来看，主要投资于可供出售金融资产、长期股权投资和其他类资产，2020 年末占比分别为 50.57%、24.92%、14.37%；其他类主要包括固定资产、无形资产等。从行业分布来看，主要投向其他、金融机构，2020 年末占比分别为 78.56% 和 21.12%；其他主要是实业、房地产以及金融产品等，其他主要包括财产权类资产、收益权类资产等。截至 2020 年末，信用风险资产合计 26.64 亿元，不良资产合计 2.14 亿元；不良资产率为 8.05%，不良率较上年末下降 6.57 个百分点，主要系 2020 年山西信托进一步加大风险处置力度，对固有资金投资的金融资产共收回 12.11 亿元的抵债资产，使得不良资产总额减少，不良率下降。截至 2020 年末，山西信托自营业务违约项目 14 个，期末余额为 9.74 亿元，主要通过协商还款或司法拍卖等形式进行处置。

山西再担保为省级政策性融资担保公司，2020 年在山西省仍具有较强区域竞争优势，业务发展稳定，但需关注代偿追偿处置情况。

山西再担保成立于 2000 年 7 月，截至 2020 年末，其注册资本和实收资本均为 25.00 亿元，公司持有其 100.00% 股权。山西再担保是山西省委、省政府为促进小微企业和“三农”发展而成立的省级政策性融资担保机构，开展业务包括直接融资担保业务和再担保业务。2020 年山西再担保实现营业收入 1.37 亿元，同比增长 28.08%，主要系收到财政部的保费补贴及工信部降费奖补所致，实现净利润 0.21 亿元。

2019 年 9 月，国家融担基金批复山西再担保 40 亿元再担保业务授信，山西再担保获得国家融担基金支持，国家融担基金、省再担保集团、省内融资担保机构的三级融资担保体系初步建立，对符合条件的融资担保业务，国家

融担基金承担 20% 风险责任。截至 2021 年 3 月末，山西再担保已完成对省内覆盖 11 个地市 57 家担保机构的体系准入和 13 家担保机构的再担保业务授信，授信额合计 53.50 亿元；已与省内 32 家银行业金融机构签署了 2:8 风险比例分担协议。

2020 年，山西再担保担保业务发生额为 104.00 亿元，其中直保业务 55.38 亿元，再担保业务 48.63 亿元，截至 2020 年末，山西再担保期末担保责任余额为 55.60 亿元，其中直保业务责任余额 38.14 亿元，再担保业务责任余额 17.46 亿元。

从代偿情况来看，2020 年，山西再担保当期代偿金额为 0.43 亿元，截至 2020 年末，累计担保代偿额为 7.69 亿元，当期担保代偿率为 0.56%；累计代偿回收金额为 2.53 亿元，山西再担保业务代偿项目大部分为 100.00% 承担代偿义务的项目。

2020 年山西金租收入规模稳定增长，但客户集中度偏高，资产质量一般。

山西金租成立于 1993 年，是经中国银保监会批准的主营金融租赁业务的非银行金融机构；截至 2020 年末，山西金租注册资本及实收资本均为 7.00 亿元，公司持有其 100.00% 股权。截至 2020 年末，山西金租资产总额 44.72 亿元，所有者权益合计 8.59 亿元。2020 年，山西金租实现营业收入 1.00 亿元，同比增长 21.37%，主要系投放规模增长及息差增加所致，净利润 0.32 亿元。

2020 年，山西金租融资租赁投放额为 17.81 亿元，同比增长 5.57%；截至 2020 年末，山西金租租赁资产余额为 40.38 亿元，以售后回租模式为主。

从客户情况来看，山西金租客户主要以国有实体企业的二、三级子公司为主，并设有国有企业名单制，对纳入名单客户审核流程简化以提高效率。从租赁行业分布来看，山西金租租赁资产主要涉及采矿、制造业、能源企业、租赁及商务服务业等，2020 年末上述行业占比分别为 18.00%、34.36%、17.89% 和 11.76%。

从租赁客户集中度来看，截至 2020 年末，单一最大客户和前十大客户集中度分别为 22.47% 和 189.83%，集中度仍较高；单一最大客户为制造业，租赁物为化工产品生产设备。

从资产质量情况来看，截至 2020 年末，不良资产余额 0.81 亿元，较上年末下降 19.00%，主要系 2020 年末山西金租通过公开挂牌交易将一笔不良资产卖出导致不良资产下降，不良资产率为 2.00%，较上年末下降 0.36 个百分点，涉及客户 6 户。

山西产权中心业务发展较为稳定。

山西产权中心成立于 1999 年 7 月，初始注册资本为 300 万元；截至 2020 年末，山西产权注册资本 2.79 亿元，实收资本 2.79 亿元，公司持有其 61.03% 股份。山西产权主要通过金融资产交易平台、国有产权交易平台、公共资源交易平台、绿色金融交易平台的“四大平台”为企业 提供 产 权、物 权、股 权、债 权 等 各 类 权 益 的 登 记 托 管、交 易、融 资 和 结 算 等 服 务。2020 年 其 营 业 收 入 为 2.53 亿 元，同 比 增 长 116.79%，主 要 系 省 内 国 企 股 权 业 务 需 求 增 加，公 司 增 加 创 新 业 务 收 入，同 时 拓 展 民 营 企 业 市 场 所 致。

山西股权中心业务发展较为稳定。

山西股权中心成立于 2013 年 8 月，是山西省内唯一的区域性股权市场运营机构。截至 2020 年末，其注册资本和实收资本均为 1.00 亿元，公司持有其 70.00% 股权。山西股权中心是山西省中小微企业证券非公开发行、转让及相关活动提供设施与服务的活动场所，主要为非上市公司提供股权、债权的挂牌、登记、托管、转让，为中小微企业改制、重组并购、上市、投资提供业务咨询、信息发布及培训等服务。山西股权中心将企业的挂牌展示进行了分层，设立了三个板块，即展示板、培育板和晋兴板，板块之间是递进关系，企业可以根据发展情况实现内部转板；开展业务包括挂牌展示类业务、股权类业务、融智类业务、融资类业务和转板上市类业务。

晋金所业务发展较为稳定。

晋金所成立于 2013 年 5 月，截至 2020 年

末，其注册资本和实收资本均为 2.00 亿元，公司持有其 97.50% 股权。目前开展的主要业务包括保理、租赁等地方金融监管领域内的金融产品交易业务，机构挂牌业务，不良资产挂牌业务，晋金财富公募基金代销业务和晋金小贷业务等。

太行基金业务发展较为稳定。

太行基金成立于 2017 年 8 月，截至 2020 年末，太行基金注册资本和实收资本均为 2.00 亿元，公司持有其 100% 股权；太行基金是山西省省级政府产业引导基金管理公司，具有私募基金管理人资格；主要从事省级政府投资基金的设立与管理，业务定位为管理省级政府投资母基金，设立并管理直投基金、开展直投基金业务，参与设立各类子基金。

2020 年酒店及房地产开发业务同比有所下降，对公司盈利补充效果有所下降。

公司酒店及房地产业务主要由子公司山西国信及其下属子公司负责运营。山西国信成立于 1986 年，截至 2020 年末注册资本为 18.50 亿元，公司持有其 100.00% 股权。目前山西国信已形成贸易、地产、酒店、文旅、投资等板块为主的多元化业务。2020 年，公司实现酒店及房地产业务收入 1.11 亿元，同比下降 78.34%，对公司盈利补充效果有所下降。

山西金控资本管理有限公司

山西金控资本管理有限公司成立于 2020 年 3 月，注册资本和实收资本均为 30.00 亿元，公司持股 100.00%，公司经营范围为以自有资金对外投资；资产管理（金融类和国家限制的除外）；与不良资产经营相关的权益类、物资类资产管理服务；投资咨询（不含证券、期货、金融咨询及国家法律、行政法规限制内的其他业务）；与投资相关的各类服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

5. 重要联营企业

2020 年公司重要联营企业华融晋商出现亏损，目前晋商银行已经完成划转，华融

晋商未能对公司投资收益形成补充，晋商银行完成划转后，公司投资收益将进一步下降。

截至 2020 年末，公司重要联营企业为华融晋商”，2020 年，公司实现投资收益 17.06 亿元，同比下降 6.84%，主要系按权益法核算的华融晋商出现亏损所致。

华融晋商成立于 2016 年 2 月，截至 2020 年末注册资本为 31.30 亿元，公司持有华融晋商 32.91% 的股权；华融晋商为山西省第一家拥有金融机构不良资产批量收购处置业务资质的省级资产管理公司；主营不良资产收购、处置业务。

2020 年，根据山西省委省政府《关于完善国有金融资本管理的实施意见》（晋发〔2019〕15 号）要求，山西省财政厅出具《关于晋商银行股份有限公司国有股份划转事项的通知》（晋财金〔2020〕25 号），将公司持有的晋商银行国有股份 7.15 亿股全部无偿划转至山西省财政厅名下，由山西省财政厅直接履行出资人职责。截至目前，公司持有的晋商银行股份已划转完毕。晋商银行不再为公司重要联营企业，因此晋商银行所产生的投资收益不再对公司利润产生贡献，对公司利润造成一定的不利影响。

6. 未来发展

公司建立了符合自身发展的规划，但仍需关注未来外部经济环境等因素的变化带来的不确定影响。

公司围绕山西省“十四五”规划和 2035 年远景目标发展方向，聚焦转型综改、“六新”发展、能源革命综改试点、国资国企改革、战略性新兴产业园区建设、民营及中小企业发展、“双创”建设等重点领域，持续深化企业改革，创新投融资模式，有效释放金融产能，有力防控金融风险，全面提升公司综合金融服务能力和市场竞争力，推动旗下 1~3 家公司实现上市，到 2025 年，建设成为具有较强国内影响力的金控集团，为山西省“转型出雏形”提供坚实的金融支撑。未来五年，公司发展实现的主要目

标包括：第一，金融创新能力与内生驱动力显著提升。第二，综合服务优势和品牌竞争力明显增强。优质牌照并购稳步推进，子公司资本化运营道路取得明显突破。第三，金融科技与运营发展深度融合。第四，协同生态发展体系基本形成。基本构建起以战略协同、业务协同、资源协同、管理协同、文化协同为主体的协同发展体系，打造形成以“平台-客户-资产”为核心的金融闭环生态。同时，围绕客户、投研、风控、审计、数据管理等重点领域，建立多层级的协同管理与服务促进机制。第五，内部管理运作体系敏捷高效。第六，绿色金融发展体系建设初见成效。第七，全面风险管理体系基本成型。风险管理组织架构科学合理，管理工具科学有效，管理制度体系日趋完善，管控模式由事后监管向事前、事中全过程管理转变，风险偏好管理体系不断健全，与公司整体战略、治理结构、主业体系、资产规模、企业文化和管理诉求相适应的全面风险管理体系基本成型。第八，人才聚集效应与培育成果进一步凸显。第九，特色企业文化建设取得实效。第十，资质建设与牌照申领工作全面完成。对标《金融控股公司监督管理试行办法》，调整优化股权结构，健全公司治理体系，提升经营管理能力与风险管控能力，健全资本管理机制与关联交易管理体系，全面完成诊断规划、股权整改、管理体系优化、配套能力建设、监管沟通及资质申请等工作。

九、 财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年的合并和母公司财务报告，均经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留的审计意见。

从合并范围来看，2020 年，子公司山西金控资本管理有限公司纳入合并范围，主营投资管理，实收资本为 30.00 亿元，上述子公司变化对公司财务数据的可比性造成了一定的影

响。除此之外，公司合并范围变动整体规模较小，因此 2019—2020 年，公司财务数据可比性尚可。

会计政策调整方面，公司自 2020 年 1 月 1 日开始按照（2020）10 号会计准则的规定，对本年度发生的先关租金减让进行调整，采用上述规定未对公司财务状况和经营成果产生重大影响，公司子公司 2020 年 1 月 1 日采用新收入准则，在新收入准则下，山西证券以控制权转移作为收入确认时点的判断标准，新收入准则的实施未对公司财务报表产生重大影响。2019 年财务数据采用 2020 年审计报告中期初数据。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 1002.23 亿元，负债总额 686.78 亿元，所有者权益合计 315.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益 183.45 亿元；2020 年，公司实现营业收入 56.33 亿元，利润总额 9.00 亿元，净利润 4.86 亿元，其中归属母公司所有者利润-1.00 亿元，经营活动现金流净额-30.43 亿元，现金及现金等价物净增加额 32.07 亿元。

2. 合并报表分析

（1）资产质量

2020年末公司资产规模有所增长，资产结构以金融投资为主，资产流动性较好，整体资产质量较好。但公司存在较大规模的投资资产，需关注相关信用和市场风险情况。

截至 2020 年末，公司资产总额 1002.23 亿元，较上年末增长 9.60%，主要系经纪业务客户资金存款增加、结算备付金增加及投资资产规模增加所致。公司资产构成主要以货币资金（占比为 23.51%）、金融投资（占比为 47.53%）、长期股权投资（占比为 5.12%）和其他资产（占比为 7.63%）为主。2018—2020 年末，公司自有资产持续增长，年均复合增长 4.23%，截至 2020 年末，公司自有资产 850.61 亿元，较上年末增长 9.11%，占总资产的比重为 84.87%，较上年末小幅下降 0.38 个百分点。

表 16 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产总额	895.87	100.00	914.43	100.00	1002.23	100.00
其中：货币资金	194.77	21.74	213.79	23.38	235.66	23.51
金融投资	479.89	53.57	450.45	49.26	476.39	47.53
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	233.82	26.10	18.37	2.01	18.34	1.83
贷款及应收款项	134.82	15.05	140.16	15.33	151.53	15.12
可供出售的金融资产	109.71	12.25	39.49	4.32	34.29	3.42
交易性金融资产	--	--	234.86	25.68	250.76	25.02
长期股权投资	43.93	4.90	68.54	7.50	51.34	5.12
其他资产	51.97	5.80	61.03	6.67	76.48	7.63
自有资产	783.03	87.40	779.59	85.25	850.61	84.87

注：上表中自有资产为资产总额扣除掉代理买卖证券款和第三方结构化主体持有份额
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年末，公司货币资金 235.66 亿元，较上年末增长 10.23%，主要系山西证券客户资金存款规模增加所致，其中客户资金存款 107.53 亿元，较上年末增长 27.10%；自有货币资金 128.13 亿元，较上年末下降 0.82%。公司货币资金中受限资金 14.88 亿元，主要系山西产权交易中心的受限的收益权转让客户资金、中煤财险的意向股东增资款、利息、存出资本保证金等，受限货币资金占比为 6.32%。

截至 2020 年末，金融投资 476.39 亿元，较上年末增长 5.76%，2020 年末公司金融投资以交易性金融资产和贷款及应收款项为主。

2018—2020 年末，公司贷款及应收款项持续增长，年均复合增长 6.02%。截至 2020 年末，公司贷款及应收款项账面价值 151.53 亿元，较上年末增长 8.11%，主要系山西证券两融业务规模增长所致。截至 2020 年末，公司贷款及应收款项中，融出资金占比为 47.76%，应收融资租赁款占比为 25.73%，发放贷款及垫款（主要为山西信托发放贷款）占比为 7.60%，应收账款（主要为山西再担保应收分保账款额和应收代偿款等）占比 11.98%。从减值计提情况来看，截至 2020 年末，公司贷款及应收款项中，融出资金、应收融资租赁款、发放贷款及垫款和应收账款分别计提减值准备 1.40 亿元、1.39 亿元、2.79 亿元和 3.59 亿元，计提比例分别为

1.90%、3.45%、19.51%和 16.49%。

截至 2020 年末，公司交易性金融资产 250.76 亿元，较上年末增长 6.77%，其中，债券投资占比 60.89%、票据投资占比 7.09%、股票投资占比 6.72%、理财产品占比 12.68%，理财产品投资规模增长较快，其余主要为资产管理计划、基金和资产支持证券等。

截至 2020 年末，公司长期股权投资账面价值 51.34 亿元，较上年末下降 25.10%，主要系晋商银行股权划转所致；公司长期股权投资共计计提减值准备 0.33 亿元，计提比例为 0.64%。

截至 2020 年末，公司其他资产 76.48 亿元，较上年末增长 25.33%，主要系交易保证金增加和抵债资产规模增加所致。公司其他资产中，存出保证金占比 42.92%，抵债资产占比为 17.14%，其他主要为应收往来款等。

（2）资本构成

所有者权益

公司所有者权益规模小幅增长，稳定性尚可。

截至 2020 年末，公司所有者权益合计 315.45 亿元，较上年末增长 5.69%，主要系实收资本增加，以及山西证券、中煤保险、山西产权中心少数股东增加导致少数股东权益增长所致。所有者权益中少数股东权益占比较高，

主要是公司对于山西证券、中煤保险等子公司持股比例偏低所致；归属于母公司所有者权益仍以股本和资本公积为主，权益稳定性尚可。2019 年公司上缴国有资本收益 1.21 亿元，占

当年净利润的 15.88%，分红力度较合理，利润留存对资本补充的作用较好。2020 年度利润分配方案尚未确定。

表 17 公司所有者权益结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
归属于母公司所有者权益	187.89	66.03	198.05	66.36	183.45	58.16
其中：股本	115.97	61.72	122.96	62.09	136.56	74.44
资本公积	30.22	16.09	30.02	15.16	4.72	2.57
未分配利润	34.00	18.09	34.93	17.64	31.18	16.99
风险准备	6.55	3.49	7.08	3.58	7.87	4.29
少数股东权益	96.67	33.97	100.41	33.64	132.00	41.84
所有者权益合计	284.56	100.00	298.46	100.00	315.45	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2020年末公司负债规模稳步增长，杠杆水平有所上升，但仍处于合理区间，债务结构有所优化，短期债务占比下降，但仍需对其短期流动性管理保持关注。

截至 2020 年末，公司负债总额 686.78 亿元，较上年末增长 11.50%，主要系拆入资金、代理买卖证券款和应付债券所致。公司负债结构主要以短期借款（占比为 12.26%）、拆入资

金（占比为 15.58%）、代理买卖证券款（占比为 18.66%）、卖出回购金融资产款（占比为 10.46%）、应付债券（占比为 15.56%）和其他负债（占比为 14.56%）。2018—2020 年末，公司自有负债波动增长，年均复合增长 3.62%；2020 年末自有负债占总负债的比例为 77.92%，较上年末下降 0.19 个百分点。

表 18 公司负债结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
负债总额	611.31	100.00	615.96	100.00	686.78	100.00
其中：短期借款	97.01	15.87	80.33	13.04	84.19	12.26
拆入资金	70.30	11.50	61.62	10.00	107.02	15.58
代理买卖证券款	83.76	13.70	100.97	16.39	128.17	18.66
卖出回购金融资产款	153.58	25.12	122.51	19.89	71.84	10.46
应付债券	40.75	6.67	62.52	10.15	106.89	15.56
其他负债	81.35	13.31	106.50	17.29	100.00	14.56
自有负债	498.46	81.54	481.13	78.11	535.16	77.92

注：上表中自有负债为负债总额扣除代理买卖证券款和第三方结构化主体持有份额

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

公司短期借款主要是短期收益凭证和信用借款。截至 2020 年末，短期借款 84.19 亿元，较上年末增长 4.80%，主要系短期收益凭证增加所致。

截至 2020 年末，拆入资金 107.02 亿元，

较上年末大幅增长 73.69%，主要系子公司银行拆入资金规模增加所致。

代理买卖证券款主要由山西证券经纪业务产生。截至 2020 年末，代理买卖证券款 128.17 亿元，较上年末增长 26.95%，主要系山

西证券经纪业务受市场行情影响，代理买卖证券规模增加所致。

截至 2020 年末，卖出回购金融资产款 71.84 亿元，较上年末下降 41.36%，主要系子公司正回购业务规模下降所致。公司卖出回购金融资产款标的物主要以银行承兑汇票（占比 77.90%）和债券（占比 22.10%）为主。

截至 2020 年末，公司应付债券 106.89 亿元，较上年末增长 70.97%。2020 年母公司及子公司山西证券新增发行 4 只债券，分别为“20 晋金 01”“20 晋金 02”“20 山证 01”“20 山证 C1”票面利率分别为 3.75%、3.98%、3.90%和 4.60%。

公司其他负债主要是应付客户交易款项及保证金和应付结构化主体受益人款项。截至 2020 年末，公司其他负债 100.00 亿元，较上年末下降 6.11%，主要系应付结构化主体受益人款项规模下降所致。

有息债务方面，截至 2020 年末，公司全部债务规模 396.48 亿元，较上年末增长 9.27%，主要系拆入资金和应付债券规模加所致。2020 年公司新增债务期限较长，导致短期债务占比下降明显，2020 年末短期债务占比为 68.24%，债务结构有所优化；从债务到期期限结构来看，1 年以内占比为 73.55%，公司短期面临一定集中偿还压力，需持续加强流动性管理。

表 19 公司债务和杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
全部债务	402.94	362.83	396.48
其中：短期债务	338.85	285.97	270.56
长期债务	64.09	76.86	125.92
资产负债率	68.24	67.36	68.53
自有资产负债率	63.66	61.72	62.91
全部债务资本化比率	58.61	54.87	55.69
长期债务资本化比率	18.38	20.48	28.53

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 20 截至 2020 年末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元、%）

到期年份	金额	占比
1 年以内	289.13	73.55
1~5 年	100.78	25.64
5 年以上	3.21	0.82
合计	393.12	100.00

注：上表债务不含非生息部分

资料来源：公司提供，联合资信整理

杠杆水平方面，截至 2020 年末，公司资产负债率 68.53%，自有资产负债率 62.91%，全部债务资本化比率 55.69%，长期债务资本化比率 28.53%，较上年末均有所上升，杠杆水平仍处于合理区间。

（3）子公司资本充足性及偿付能力

2020 年受配股增资完成的影响，山西证券资本充足性有所提升；山西信托资本充足

性仍满足监管要求；中煤保险偿付能力有所上升，符合监管要求。

截至 2020 年末，山西证券净资产 107.81 亿元，较上年末增长 37.38%，主要系 2020 年山西证券完成配股所致；各项风险控制指标持续优于监管预警指标，吸收损失和抵御风险的能力保持良好。

表 21 山西证券（本部口径）风险控制指标表（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	监管标准	预警标准
核心净资本	75.07	72.76	107.81	/	/
附属净资本	14.00	17.00	15.50	/	/
净资本	89.07	89.76	123.31	/	/
净资产	122.73	125.44	170.17	/	/
各项风险资本准备之和	42.30	40.87	40.16	/	/
净资本/净资产	72.58	71.55	72.46	≥20	≥24
风险覆盖率	210.59	215.66	307.05	≥100	≥120
资本杠杆率	16.08	16.56	21.58	≥8	≥9.6
流动性覆盖率	181.25	234.71	213.75	≥100	≥120
净稳定资金率	158.00	176.40	192.22	≥100	≥120

注：2019 年末的净资本及各项风险指标已根据中国证监会公告〔2020〕10 号《证券公司风险控制指标计算标准规定》进行重述

资料来源：山西证券风险控制指标报表

截至 2020 年末，山西信托净资本为 13.42 亿元，较上年末下降 7.06%，主要系净资产规模下降、应收合营企业股利减少以及自有资金受让部分信托项目受益权所致；净

资本/各项风险准备之和为 159.95%，较上年末有所上升，资本充足性指标均符合监管标准。

表 22 山西信托（本部口径）净资本监管指标（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	监管标准
净资本	14.28	14.44	13.42	≥2
各项风险资本之和	8.27	10.05	8.39	--
净资本/各项风险资本之和	172.67	143.68	159.95	≥100
净资本/净资产	74.80	74.82	71.46	≥40

资料来源：山西信托年报，联合资信整理

截至 2020 年末，中煤保险实际资本 6.30 亿元，较上年末大幅增长，主要系股东增资所致，偿付能力溢额 3.37 亿元，偿付能力充

足率为 214.79%，偿付能力大幅较上年末大幅上升，符合监管要求。

表 23 中煤保险偿付能力指标（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
实际资本	3.20	2.94	6.30
其中：核心一级资本	3.20	2.94	6.30
最低资本	2.40	2.33	2.93
核心偿付能力溢额	0.80	0.61	3.37
综合偿付能力溢额	0.80	0.61	3.37
核心偿付能力充足率	133.47	126.03	214.79
综合偿付能力充足率	133.47	126.03	214.79

资料来源：中煤保险年报，联合资信整理

(4) 盈利能力

2020 年公司营业收入及净利润均同比下降，归母净资产收益率为负，公司盈利能力一般。

2020 年实现营业收入 81.45 亿元，同比下降 30.84%。

公司 2020 年发生营业支出 47.77 亿元，同比下降 33.18%。公司 2020 年受其他业务成本大幅下降影响，支出构成有所变化，以业务及

管理费（占比为 62.57%）、赔付支出（占比为 14.43%）和其他业务成本（占比为 14.81%）为主，除其他业务成本大幅下降外，2020 年业务及管理费、赔付支出均同比小幅增长。

2020 年实现利润总额 9.00 亿元，净利润 4.86 亿元，同比分别下降 10.83%和 36.16%；其中归属于母公司所有者的净利润-1.00 亿元，主要系子公司华融晋商出现亏损所致。

表 24 公司收入及利润情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	98.22	81.45	56.33
营业支出	89.46	71.49	47.77
利润总额	8.89	10.09	9.00
净利润	7.32	7.62	4.86

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从盈利指标来看，2020 年公司盈利水平有所下降，2020 年，公司营业利润率、总资产收益率、净资产收益率、净资产收益率和归母

净资产收益率分别为 15.20%、0.51%和 0.60%、1.58%和-0.52%，归母净资产收益率为负，整体盈利水平一般。

表 25 公司盈利指标（单位：%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业利润率	8.92	12.23	15.20
总资产收益率	0.86	0.84	0.51
净资产收益率	1.02	0.97	0.60
净资产收益率	2.57	2.61	1.58
归母净资产收益率	3.22	2.32	-0.52

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从同行业对比来看，在经营同类或类似主业的金融控股平台类企业中，根据下

表数据，与样本企业相比，公司盈利指标相对较低。

表 26 2020 年金融控股平台类企业的财务指标比较（单位：%）

项目	总资产收益率	净资产收益率	归母净资产收益率
湖南财信投资控股有限责任公司	2.67	10.68	10.35
苏州国际发展集团有限公司	1.53	5.43	3.86
珠海华发投资控股集团有限公司	2.49	6.74	6.32
上述样本企业平均值	2.23	6.74	6.32
山西金控	0.51	1.58	-0.52

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

2020年公司经营活动现金流受证券子公司业务规模变化影响，转为净流出；投资活动现金流出规模同比变化不大；受子公司定增资金到位及发行债券规模增加的综合影响，筹资活动现金流入规模大幅增长，整体现金较充裕。

经营活动方面，2020年公司经营活动现金流量净额转为净流出状态，净流出规模为30.43亿元，主要系2020年子公司固定收益业务、回购业务及融资业务规模增加所致。

投资活动方面，2020年公司投资活动现金流持续为净流出状态，净流出规模为20.24亿元，较上年变化不大。

筹资活动方面，2020年公司筹资活动现金流持续为净流入状态，净流入规模大幅增加至83.20亿元，主要系2020年发行债券规模增加以及子公司定向增发募集资金，导致筹资活动现金流入增加。

截至2020年末，公司现金及现金等价物余额为257.49亿元。

表 27 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流量净额	-38.65	33.10	-30.43
投资活动现金流量净额	-1.80	-18.94	-20.24
筹资活动现金流量净额	11.62	2.75	83.20
现金及现金等价物净增加额	-28.45	16.96	32.07
期末现金及现金等价物余额	208.47	225.43	257.49

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

3. 母公司报表分析

(1) 资产负债表分析

2020年末母公司资产总额有所增长；受公司发行债券影响，母公司负债总额大幅增长，杠杆水平有所上升，但仍处于较低水平；2020年末母公司所有者权益受晋商银行股权划转影响有所下降，所有者权益稳定性较好。

资产

截至2020年末，母公司口径资产总额219.74亿元，较上年末增长6.46%。母公司资产构成以长期股权投资（占比74.16%）和其他资产（占比22.89%）为主。长期股权投资主要系对联营企业和子公司的投资，2020年末，母公司长期股权投资162.95亿元，较上年末小幅下降0.18%，主要系晋商银行不再计入长期股权投资，同时公司新设子公司所致。其他资产主要为政府引导基金，截至2020年末，母公司其他资产50.30亿元，较上年末大幅增长51.77%，主要系政府拨付的引导资金增加所致。

负债

截至2020年末，母公司负债总额39.48亿元，较上年末大幅增长273.3%，主要系公司发行债券所致，其中短期借款、长期借款和其他负债分别占比3.80%、15.45%和76.86%。其他负债主要系政府拨入的引导资金，一部分计入负债所致。

债务和杠杆水平

截至2020年末，母公司全部债务37.95亿元，较上年末大幅增长399.28%，其中短期债务占比3.95%，长期债务占比96.50%，母公司债务以长期债务为主。截至2020年末，母公司资产负债率为17.87%，全部债务资本化比率为17.39%，长期债务资本化比率为16.82%，较上年末分别上升12.84个百分点、14.52个百分点和13.65个百分点，母公司杠杆水平有所上升，但仍处于较低水平。

所有者权益

截至2020年末，母公司所有者权益合计180.26亿元，较上年末下降7.96%，主要系公司持有的晋商银行股权划转至省财政厅所致。母公司所有者权益构成始终以股本和资本公

积为主，2020 年末占比分别为 75.76%和 19.17%，所有者权益稳定性好。

(2) 利润表分析

母公司盈利主要依靠子公司贡献的投资收益，盈利能力偏弱且稳定性一般。

从盈利规模来看，因本部主要作为控股平台，仅有少量投资业务；母公司口径基本无经营实现营业收入和营业支出，仅产生少量业务及管理费，收入主要来自于投资收益。2020 年公司实现营业收入-1.25 亿元，主要系参股子公司华融晋商出现亏损所致；同期，母公司盈利能力指标均出现大幅下滑，因无具体业务运营，母公司盈利能力较弱。

(3) 现金流分析

母公司经营活动现金流规模较小，2020 年投资活动现金流出规模大幅增加，公司发行债券，导致母公司筹资活动现金流入规模大幅增加。

2020 年，公司经营活动现金流量净额为-7.80 亿元，为净流出状态，主要系向子公司支付的现金以及向山西省光信地产投资集团有限公司支付毛条厂专项资金所致。2020 年，投资活动现金流量净额为-38.81 亿元，净流出规

模较上年大幅增加，主要系参与山西证券配股支出。2020 年，筹资活动现金流量净额为 42.35 亿元，受公司发行债券影响，净流入规模加大。

截至 2020 年末，母公司期末现金及现金等价物余额 1.77 亿元，较上年末大幅下降。

4. 公司偿债能力分析

公司整体偿债能力指标表现一般；考虑到公司股东背景很强，公司自身资本实力很强，金融板块齐全，具备很强的经营实力，公司整体偿债能力极强。

短期偿债指标方面，截至 2020 年末，合并和母公司口径的期末现金及现金等价物余额/短期债务指标表现均较好；因筹资活动前现金流量净额为负值，相关指标无法形成有效覆盖，总体指标表现一般。

长期偿债指标方面，截至 2020 年末，受利润总额下降，2020 年，合并口径 EBITDA 为 25.74 亿元，主要由利润总额（占比 34.97%）和利息支出（占比 58.02%）构成；母公司口径 2020 年 EBITDA 为-1.78 亿元，由于利润总额为负，母公司口径 EBITDA 无法对利息支出和全部债务形成保障。

表 28 公司偿债能力指标（单位：倍、亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	合并	母公司	合并	母公司	合并	母公司
期末现金及现金等价物余额/短期债务	0.62	3.94	0.79	2.01	0.95	1.18
筹资活动前现金流量净额利息倍数	-2.03	-58.30	0.80	-112.36	-3.39	-121.73
EBITDA	30.32	4.86	29.54	4.65	25.74	-1.78
EBITDA 利息倍数	1.52	18.42	1.66	45.11	1.71	-4.65
全部债务/EBITDA	13.29	0.41	12.28	1.63	15.40	-21.30

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

5. 或有事项

截至 2020 年末，公司不存在担保业务以外的对外担保情况。

截至 2020 年末，公司及主要子公司不存在涉案金额超过 1000 万元，且占公司最近一期经审计净资产绝对值 10.00%以上的重大未决诉讼、仲裁事项。

十、跟踪债券偿还能力分析

合并口径期末现金及现金等价物余额、筹资活动前现金流入量及 EBITDA 可对一年内到期的债券余额、未来待偿债券本金峰值形成保障；母公司各项覆盖指标表现一般；考虑到公司股东背景很强，自身资本实力很

强且融资渠道畅通，旗下证券子公司经营竞争力强等因素，公司对存续债券待偿本金的偿还能力极强。

截至2021年5月末，公司合并口径存续债券本金余额合计105.00亿元，母公司口径存续债券本金余额合计30.00亿元。其中合并口径本年度剩余到期债券余额为20.00亿元，未来待偿债券本金峰值60.00亿元；母公司口径本年度剩余到期债券余额为0.00亿元，未来待偿债券本金峰值30.00亿元。截至2020年

末，公司合并口径期末现金及现金等价物余额/本年度剩余到期债券余额分别为12.87倍，合并口径期末现金及现金等价物余额对本年度剩余到期债券余额保障程度较好；合并口径筹资活动前现金流入量、EBITDA对未来待偿本金峰值保障程度较好，母公司口径筹资活动前现金流入量、EBITDA未能对待偿债券本金峰值形成较好保障，合并口径和母公司口径筹资活动前现金流净额均未能对未来待偿债券本金峰值形成保障。

表29 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年	
	合并口径	母公司口径
本年度剩余到期债券余额	20.00	0.00
未来待偿债券本金峰值	60.00	30.00
期末现金及现金等价物余额/本年度剩余到期债券余额	12.87	0.00
筹资活动前现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.99	0.15
筹资活动前现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.84	-1.55
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.43	-0.06

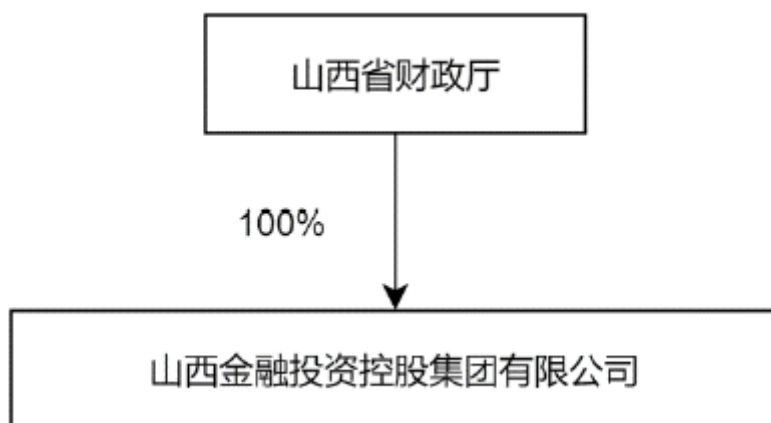
注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 计算本年度剩余到期债券余额和未来待偿债券本金峰值时假设债券在最近一个行权日全额回售或赎回

资料来源：联合资信整理

十一、结论

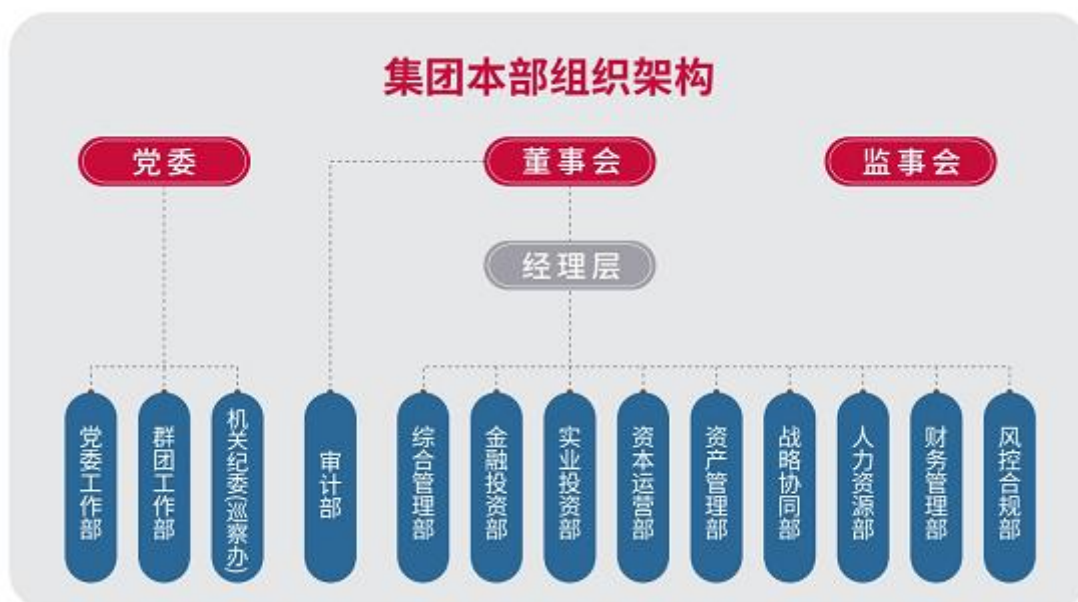
综上，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 晋金 01”“20 晋金 02”的债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末山西金融投资控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年末山西金融投资控股集团有限公司本部组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年末山西金融投资控股集团有限公司一级子公司情况

序号	企业名称	主要业务	实收资本 (亿元)	持股比例 (%)	表决权比 例 (%)
1	山西国信投资集团有限公司	投资管理	19.45	100.00	100.00
2	山西证券股份有限公司	证券	35.90	31.77	31.77
3	山西信托股份有限公司	信托	13.57	90.70	90.70
4	中煤财产保险股份有限公司	保险	12.20	32.78	32.78
5	山西省融资再担保集团有限公司	担保	25.00	100.00	100.00
6	山西金融租赁有限公司	租赁	7.00	100.00	100.00
7	山西省产权交易中心股份有限公司	产权交易中介	2.79	69.04	69.04
8	山西股权交易中心有限公司	托管	1.00	80.00	80.00
9	山西省金融资产交易中心（有限公司）	金融企业国有资产交易 信息咨询	2.00	100.00	100.00
10	山西金控资本管理有限公司	投资管理	30.00	100.00	100.00
11	山西太行产业投资基金管理有限公司	股权类投资业务	2.00	100.00	100.00

资料来源：公司审计报告

附件 2-1 山西金融投资控股集团有限公司

主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
资产总额（亿元）	895.87	914.43	1002.23
所有者权益（亿元）	284.56	298.46	315.45
归属于母公司所有者权益（亿元）	187.89	198.05	183.45
短期债务（亿元）	338.85	285.97	270.56
长期债务（亿元）	64.09	76.86	125.92
全部债务（亿元）	402.94	362.83	396.48
营业总收入（亿元）	98.22	81.45	56.33
投资收益（亿元）	24.67	18.32	17.06
利润总额（亿元）	8.89	10.09	9.00
EBITDA（亿元）	30.32	29.54	25.74
筹资前净现金流（亿元）	-40.46	14.16	-50.67
财务指标			
营业利润率（%）	8.92	12.23	15.20
总资产收益率（%）	0.86	0.84	0.51
净资产收益率（%）	2.57	2.61	1.58
归母净资产收益率（%）	3.22	2.32	-0.52
长期债务资本化比率（%）	18.38	20.48	28.53
全部债务资本化比率（%）	58.61	54.87	55.69
资产负债率（%）	68.24	67.36	68.53
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.62	0.79	0.95
EBITDA 利息倍数（倍）	1.52	1.66	1.71
全部债务/EBITDA（倍）	13.29	12.28	15.40

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 山西金融投资控股集团有限公司

主要财务数据及指标（母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
资产总额（亿元）	131.12	206.41	219.74
所有者权益（亿元）	125.76	195.84	180.26
短期债务（亿元）	2.00	3.00	1.50
长期债务（亿元）	0.00	4.60	36.45
全部债务（亿元）	2.00	7.60	37.95
营业收入（亿元）	5.25	5.09	-1.25
投资收益（亿元）	4.99	4.91	-1.02
利润总额（亿元）	4.59	4.54	-2.17
EBITDA（亿元）	4.86	4.65	1.78
筹资前净现金流（亿元）	-15.40	-12.63	-46.62
财务指标			
营业利润率（%）	86.56	87.97	174.26
总资产收益率（%）	3.50	2.69	-1.02
净资产收益率（%）	3.71	2.82	-1.15
长期债务资本化比率（%）	0.00	2.29	16.82
全部债务资本化比率（%）	1.57	3.74	17.39
资产负债率（%）	4.09	5.12	17.97
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	3.94	2.01	1.18
EBITDA 利息倍数（倍）	18.42	45.11	-4.65
全部债务/EBITDA（倍）	0.41	1.63	-21.30

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	营业利润 / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
自有资产	总资产 - 代理买卖证券款 - 代理承销证券款 - 信用交易代理买卖证券款 - 结构化主体其他份额持有人投资份额
自有负债	总负债 - 代理买卖证券款 - 代理承销证券款 - 信用交易代理买卖证券款 - 结构化主体其他份额持有人投资份额
自有资产负债率	自有负债 / 自有资产 × 100%
自有资产收益率	净利润 / [(期初自有资产 + 期末自有资产) / 2] × 100%
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
全部债务/EBITDA	全部债务 / EBITDA
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。