

信用等级公告

联合〔2020〕2333 号

山西金融投资控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对山西金融投资控股集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

山西金融投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

山西金融投资控股集团有限公司拟发行的 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年七月二十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

山西金融投资控股集团有限公司2020年 面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 30.00 亿元（含）

债券期限：5（3+2）年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 7 月 21 日

主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	808.26	895.87	914.43
所有者权益（亿元）	285.81	284.56	298.46
长期债务（亿元）	40.30	64.09	76.86
全部债务（亿元）	288.14	402.94	362.83
资产负债率（%）	64.64	68.24	67.36
资产负债率（母公司口径）（%）	7.28	4.09	7.24
营业收入（亿元）	68.10	98.22	81.45
净利润（亿元）	6.16	7.32	7.62
EBITDA（亿元）	26.35	30.32	29.54
经营性净现金流（亿元）	16.09	-38.65	33.10
营业利润率（%）	13.26	8.92	12.23
净资产收益率（%）	1.95	2.57	2.61
归母净资产收益率（%）	1.86	3.22	2.32
全部债务资本化比率（%）	50.20	58.61	54.87
EBITDA 利息倍数（倍）	1.62	1.52	1.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.08	0.08
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.88	1.01	0.98

注：本报告中部分合计数与各相加数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

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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”）的信用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，对公司发展提供资源及政策支持。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。子公司山西证券为全国性的综合类上市证券公司，业务资质齐全，资产流动性较好，资本充足性较高，在行业内具有较强竞争优势；信托、金融租赁、保险、再担保等业务运营主体在山西省具有竞争优势；公司整体具备很强的综合实力。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，联合评级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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

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；子公司山西证券是全国性综合类上市证券公司，业务资质齐全，资产质量较好，资本充足性较高；山西再担保为省级政策性融资担保机构，在山西省具有较强区域竞争优势。

3. 财务表现较好。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. 杠杆率整体呈增长趋势且债务期限偏短带来流动性管理压力。近年来公司杠杆率呈增长趋势且债务期限偏短，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。

分析师

陈 凝 （登记编号 R0040215040001）

张晨露 （登记编号 R0040216120003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-8517 2818

传真：010-8517 1273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


陈莹 张磊
联合信用评级有限公司

一、主体概况

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”），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。

根据筹组方案和山西省财政厅印发的《关于将所持有的国信投资集团有限公司股权无偿划转金融投资控股集团有限公司的批复》（晋财金〔2015〕118 号），山西国信投资集团有限公司（以下简称“山西国信”）通过股权划转成为公司的全资一级子公司，原山西国信持有的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”）、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有限公司（以下简称“晋金所”）的股权被剥离，之后无偿划转至公司直接持股。同期，原山西省国资委持有的山西省投资集团有限公司（以下简称“山投集团”）和原山西国际电力集团有限公司全资持有的山西金融租赁有限公司（以下简称“山西金租”）划转成为公司的全资一级子公司；山西省煤炭工业社会保险中心持有的中煤财产保险股份有限公司（以下简称“中煤保险”）的全部股份划转至公司；山西省财政厅持有的晋商银行股份有限公司（以下简称“晋商银行”）的 4.80 亿元以无偿划转的方式全部划转至公司。同期，山西省财政厅委托山西国信管理的产业基金、创投基金、农业基金中的政府引导资金 20.00 亿元转增公司的注册资本；上述股权划转已于 2016 年完成，根据筹组方案的规定，上述国有股权按原投资额直接划转，公司按照所划转股权的原投资额确认长期股权投资的初始投资成本及实收资本。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；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 2020 年 3 月末，公司股权不存在被质押的情况。

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 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共计 92 家，其中一级子公司 10 家，包括山西国信、山西证券、山西信托、中煤财险、山西再担保、山西金租、山西产权交易中心、山西股权交易中心、晋金所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 2019 末，公司本部在册员工 72 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 2019 年末，公司合并资产总额 914.43 亿元，负债总额 615.96 亿元，所有者权益合计 298.46 亿元，其中归属于母公司所有者权益 198.05 亿元；2019 年，公司实现营业收入 81.45 亿元，净利润

7.62 亿元，其中归属母公司所有者利润 4.48 亿元，经营活动现金流净额 33.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.96 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。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“山西金融投资控股集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”，本期发行规模不超过 30 亿元（含）。本期债券的期限为 5 年期，附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资人回售选择权。本期债券票面利率通过簿记建档方式确定。本期债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利，到期一次还本。本期债券利息每年支付一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券所募集资金将用于偿还山西金控本部及子公司债务、补充山西金控本部及子公司的流动性。

三、行业分析

公司主要经营区域位于山西省，业务涉及证券、财险、信托、担保、酒店及房地产等行业，其中证券业务、财险业务对公司收入、利润影响较大，并且山西省区域经济情况对公司经营有较大影响，因此本报告重点分析证券行业、财险行业及山西省区域经济。

1. 证券行业

（1）行业概况

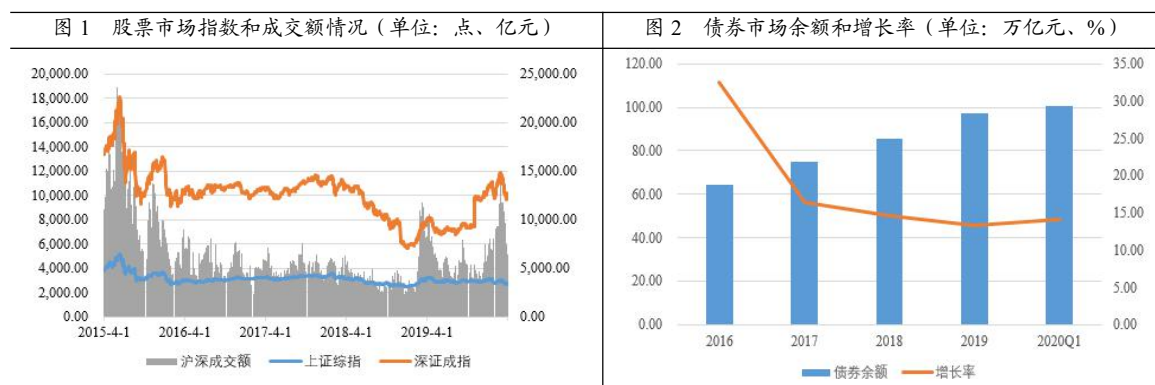
股票市场规模和交易活跃度大幅回升，债券市场保持规模增长但违约事件不断发生。

近年来，股票市场震荡加剧，2017 年出现结构性行情，权重股大幅上涨，沪深交易额小幅下降，降幅收窄；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 年一季度，受新冠疫情及经济下滑影响，股票市场振幅加剧，沪深指数有所下行，沪深交易额稳中有升。根据交易所公布的数据，截至 2019 年底，上交所和深交所上市的公司合计 3,777 家；股票市场总市值为 59.29 万亿元，较 2018 年底增长 36.33%；平均市盈率为 20.35 倍，较 2018 年增长 4.13 个倍数。2019 年全部 A 股成交额为 127.36 万亿元，日均成交额为 0.52 万亿元，同比增长 44.81%。截至 2019 年底，市场融资融券余额为 1.02 万亿元，较 2018 年底增长 34.88%，其中融资余额占比为 98.65%，融券余额占比为 1.35%。股票一级市场发行方面，2019 年，上交所和深交所共实际募集资金 1.53 万亿元，同比增长 26.57%，共完成 IPO 为 203 家、增发 248 家、配股 9 家、优先股 6 家，可转债和可交债分别 106 家和 62 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。2016 年，受益于降准降息的政策，债市呈现牛市行情；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年以来，债券市场违约常态化，利率延续下降趋势，债券市场规模逐年增长。根据 WIND 数据，截至 2019 年底，债券余额为 97.11 万亿元，较 2018 年底增加 13.25%。债券发行方面，2019 年境内共发行各类债券 4.38 万只，发行额达 45.18 万亿元，同比增长 3.06%。2019 年境内债券交易总金额为 1,418.69 万亿元。其中，现券交易成交金额为 213.49 万亿元，回购交易成交金额为 1,054.15 万亿元，同业拆借 151.06 万亿元。

衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2019 年全国期货市场累计成交额为 290.61 万亿元，同比增长 37.85%。其中，中国金融期货交易所的交易金额为 69.62 万亿元，同比增长 166.52%，占全国市场份额 23.96%。



资料来源: WIND, 联合评级整理

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 3 月，新证券法正式实施，加大了资本市场违法违规成本，有利于构建透明、公开、健康的资本市场环境；全面推行注册制，公司债、企业债注册制已全面实施，创业板注册制改革也已正式落地，进一步扩大了证券市场规模。

随着资本市场建设力度的加大，证券市场规模逐步扩大；证券公司经营受市场及政策影响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2015—2019 年，证券公司净资产规模逐年扩大，总资产规模波动增长，2019 年增幅较大；盈利能力呈现倒 U 型走势，2016 年受股灾冲击的影响证券行业盈利水平腰斩，2017 年证券公司盈利水平小幅下降，2018 年盈利水平进一步大幅下降；2019 年，受市场行情和政策等因素影响，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 1 证券行业概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
证券公司家数 (家)	125	129	131	131	133
盈利家数 (家)	124	124	120	106	120
盈利家数占比 (%)	99.20	96.12	91.60	80.92	90.23

营业收入（亿元）	5,751.55	3,279.94	3,113.28	2,662.87	3,604.83
净利润（亿元）	2,447.63	1,234.45	1,129.95	666.20	1,230.95
总资产（万亿元）	6.42	5.79	6.14	6.26	7.26
净资产（万亿元）	1.45	1.64	1.85	1.89	2.02
净资本（万亿元）	1.25	1.47	1.58	1.57	1.62

数据来源：中国证券业协会

2019年，国内经济稳中向好，市场预期有所回暖，股票市场先扬后抑，总体呈上涨趋势，债券市场利率水平较平稳，但违约时有发生。2019年，监管层继续强化对证券公司的监管，至少42家证券公司领超过200份罚单，监管层引导证券公司进一步提高合规意识和管控能力，其中涉及问题包括股票质押等业务违规、履职不力和内控治理等。同时，证监会撤销了华信证券的全部业务许可，并进行行政清理，期间委托国泰君安证券对华信证券实施托管。从业务表现看，2019年证券公司收入水平扭转下降趋势，业绩大幅提升，盈利能力大幅改善；业务结构方面，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，以自营业务为主的投资收益为第一大业务收入来源。截至2019年底，133家证券公司总资产为7.26万亿元，较2018年底增加15.97%；净资产为2.02万亿元，较2018年底增加6.88%，净资本为1.62万亿元，较2018年底增加3.18%，资本实力保持稳定。2019年，133家证券公司中，120家公司实现盈利，全年实现营业收入3,604.83亿元和净利润1,230.95亿元，分别同比增长35.37%和84.77%，经营业绩大幅改善。截至2020年3月末，133家证券公司总资产为7.89万亿元，较2019年底增加8.68%；净资产为2.09万亿元，较2019年底增加3.47%，净资本为1.67万亿元，较2019年底增加3.09%，资本实力保持稳定。2020年一季度，133家证券公司中，118家公司实现盈利，一季度实现营业收入983亿元和净利润388.72亿元，分别同比下降3.50%和11.69%，经营业绩有所下滑。

2020年一季度，受新冠疫情全球化扩散影响，各国经济均出现滑坡，国家出台流动性宽松政策修复市场恐慌情绪，A股指数振幅加大，沪深交易额稳中有升，债券市场利率持续下行；其中上证综指跌幅9.83%，深成指跌幅4.49%，沪深交易额同比增长47.61%。截至2020年3月底，133家证券公司总资产为7.89万亿元，较2019年底增加8.68%；净资产为2.09万亿元，较2019年底增加3.47%，净资本为1.67万亿元，较2019年增加3.09%。2020年一季度，133家证券公司中，118家公司实现盈利，实现营业收入983.30亿元，实现净利润388.72亿元，分别同比下降3.50%和11.69%，经营业绩同比有所下滑。

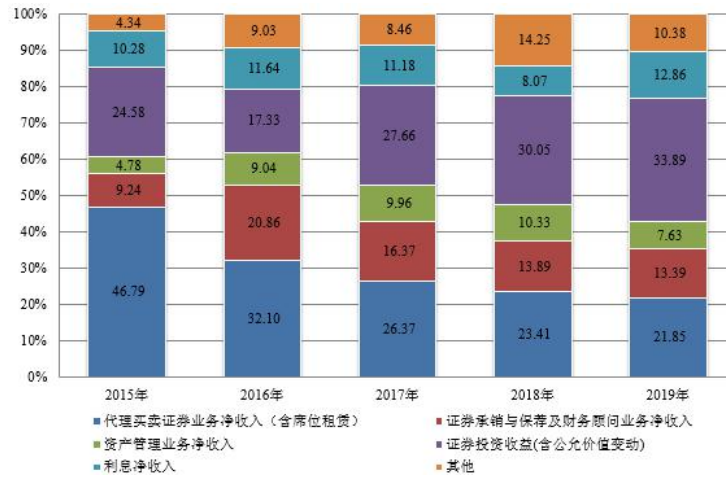
（2）业务分析

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；2019年证券公司盈利水平显著上升，前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投资银行业务。

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。2017年，经纪业务和投行业务收入占比有一定下降，自营业务和资产管理业务收入占比有所提升，自营业务取代经纪业务成为第一大收入来源，资产管理业务保持了较快发展速度，但整体收入规模仍相对较小；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，自营业务收入占比增加至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。

图3 我国证券行业业务收入结构图（单位：%）



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。2017年，股票市场保持震荡走势，但股基成交量进一步下降，131家证券公司实现代理买卖证券业务净收入820.92亿元，同比下降22.04%。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年一季度，133家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）294.67亿元，同比增长33.04%。

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。2019年以来，A股IPO过会率明显提升，截至2019年末，发审委审核IPO家数280家，其中247家通过审核，过会率达88.21%，远高于2018年全年57.51%过会率以及111家通过审核家数。2019年，IPO发行规模合计2,532.48亿元，发行家数203家，分别较去年同期增长83.76%和93.33%。同期，再融资市场依然低迷，再融资规模仅为0.69万亿元，同比下

降 10.58%，延续下降走势。科创板方面，自 6 月开板以来共有 116 家科创类公司提交发审委，109 家获得通过，通过率很高，预计募集资金规模 1,027.22 亿元。债券市场方面，受益于货币政策边际宽松下资金市场利率下跌，证券公司债券主承销业务实现大幅增长，2019 年证券公司承销各类债券金额 7.78 万亿元，同比增长 31.92%。基于上述因素，2019 年，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 482.65 亿元，同比增长 30.46%。2020 年一季度，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 110.19 亿元，同比增长 25.67%。

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。2019 年，股权承销金额排名前五的证券公司市场份额为 48.36%；债券承销金额排名前五的证券公司市场份额为 42.42%。

联合评级也关注到，在科创板为证券公司投行业务带来增量的同时，科创板试行的注册制更加考验证券公司股权定价和公司研究等核心竞争力；其“保荐+跟投”机制将占用证券公司净资本且令其面临更大投资风险，或将减弱证券公司盈利稳定性；因此，此类业务的推出利好具有较强资本实力、研究实力及股权定价能力的证券公司。

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。2017 年股票市场行情出现分化，优质蓝筹上涨趋势明显，“中小创”则呈现下跌行情，证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）同比增长 51.46%，成为第一大收入来源。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 9 家大幅增加，违约金额达 1,154.50 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。2019 年，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）1,221.60 亿元，同比大幅增长 52.65%，主要系股票市场回暖所致。2020 年一季度，全行业实现证券投资收益（含公允价值变动）291.92 亿元，同比大幅下降 43.21%，主要系股票投资收益下降所致。

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 2019 年末，证券公司资产管理业务规模为 12.29 万亿元，较 2018 年末下降 12.90%；2019 年，证券公司实现资产管理业务净收入 275.16 亿元，同比基本持平。2020 年一季度，证券公司实现资产管理业务净收入 66.73 亿元，同比增长 16.40%。

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；2019 年股票质押类业务成为监管重点，业务规模有所下降。

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 2019 年末，融资融券余额 1.02 万亿元，较 2018 年末增长 34.88%，系股票市场回暖所致。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。根据深交所数据，截至 2019 年 11 月末，深沪两市股票质押回购融资余额 9,429 亿元，较 2018 年末下降 20.94%；股票质押回购质押股票总市值 1.8 万亿元，占 A 股总市值 3.3%，较 2018 年末下降 1.3 个百分点，较 2017 年底峰值下降 2.90 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%的上市公司为 469 家，较年初减少 117 家，降幅分别为 13.80%和 20.00%。截至 2020 年 2 月末，市场质押总股数 5,705.83 亿股，市场质押股数占总股本的 8.41%，分别较 2019 年末进一步下降 1.73%和 0.17 个百分点；控股股东持股质押比例超过 80%的上市公司为 467 家，较 2019 年末减少 2 家，高比例质押风险有所化解。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 年一季度，证券公司实现利息净收入 129.32 亿元，同比大幅增长 87.31%。

券商股票质押和两融业务受市场风险和信用风险影响较大，一旦发生股价下跌、维保比例下滑，证券公司将面临资金损失的风险。2019 年，已有至少 5 家证券公司因股票质押式回购业务违规受到处罚。对股票质押业务严监管的态势将引导证券公司严格控制业务风险。同时，联合评级也关注到，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。

（3）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、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。目前，已有多家证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模、提升竞争实力。例如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中信证券收购广州证券。2019 年以来，国内有红塔证券、华林证券等 2 家证券公司实现上市，同时，湘财证券通过并购重组方式“曲线上市”，中银国际和中泰证券于 2020 年上市。另外，受新三板流动性等原因的影响，国都证券、华龙证券、开源证券、联讯证券等多家新三板挂牌证券公司依然有奔向 A 股的雄心。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 1 月 1 日起，取消证券公司外资股比限制。证监会已先后核准设立 3 家外资控股证券公司，包括瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券。

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2019年末证券公司所有者权益排序，前十大证券公司实现营业收入合计2,354.94亿元，净利润780.77亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为65.33%和63.43%。截至2019年底，前十大证券公司资产总额为4.51万亿元，占全行业总资产的62.06%。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2 截至2019年末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	1,654.50	7,917.22	431.40	126.48
2	国泰君安	1,460.94	5,593.14	299.49	90.51
3	海通证券	1,411.19	6,367.94	344.29	105.41
4	华泰证券	1,256.55	5,621.81	248.63	90.57
5	广发证券	941.37	3,943.91	228.10	81.10
6	招商证券	851.28	3,817.72	187.08	73.13
7	申万宏源	773.79	3,535.06	167.68	56.63
8	银河证券	719.22	3,156.66	170.41	52.50
9	中信建投	568.95	2,856.70	136.93	55.30
10	国信证券	562.55	2,246.44	140.93	49.14
合计		10,200.34	45,056.60	2,354.94	780.77

数据来源：WIND

（4）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。2018-2019年，债券市场违约常态化，股票质押业务风险逐步暴露，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。

（5）未来动向

风险管理水平有所提高，监管力度加强，证券行业严监管态势将延续。

目前，证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据。2014年，随着全面风险管理推行，证券公司风险管理能力有了明显的进步。

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。2019年7月，证监会发布了2019年证券公司分类结果，在参选的98家券商中，51家分类评级结果与上年持平，28家券商被下调评级，19家证券公司上调评级；38家券商被评为A类，数量比2018年减少2家。整体来看，部分券商因为违规处罚事件导致扣分项较多，评级结果出现较大下滑。这也体现出监管层充分重视证券行业的合规及风控能力，保持了较强的监管力度。

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，证监会就《证券公司风险控制指标计算标准》公开征求意见，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。

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。

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，证监会明确表态要打造“航母级证券公司”将利好头部券商，加剧证券行业“强者恒强”的局面。《证券公司股权管理规定》及配套政策的发布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。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。

2. 财险行业

财险行业监管环境趋严，财险公司总资产规模收缩、原保费收入保持增长；行业集中度较高且整体竞争格局保持稳定。

近年来，受宏观经济增长放缓影响，我国实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，为保险行业的发展提供了良好的政策环境。2019年，受益于宏观经济企稳和政策支持，财产险业务原保险保费收入13,016亿元，同比增长9.93%，增幅比上年增长5.29个百分点；产品结构方面，2019年财产险的险种结构优化，车险占比下降而非车险占比增长迅速。车险方面，2019年实现保费收入8,188.32亿元，同比增长4.52%，增速仍然较低，但下半年汽车市场表现出较强的自我恢复能力，12月份汽车产销量环比上升，车险单月增速5.42%，全年增速较上年提升0.36个百分点。非车险方面，实现保费收入4,828.01亿元，同比增长23.16%，其中，健康险、保证险、意外险、责任险增速高于25%；非车占比达到37.09%，同比提升3.74个百分点。资产方面，财险公司总资产22,940亿元，较年初下降1.17%，财险公司总资产规模收缩。

从市场竞争格局来看，2019年我国财险市场主体数量无变化，截至2019年末，我国共有财产保险公司88家，其中中资公司66家，外资公司22家。集中度方面，我国财产保险行业市场集中度高且竞争格局稳定，人保财险、平安财险和太保财险合计市场份额71.66%，同比上升0.08%。整体来看，我国财险行业马太效应凸显，财险公司经营分化较为明显。

2019年财产险行业综合成本率仍徘徊在盈亏平衡点。2019年初，行业综合成本率高于100%，连续4个月出现行业性承保亏损；二季度经营效益有所改善，5月实现承保盈利，至6月底综合成本率降至99.2%左右，但三季度后受暴雨、台风等大灾影响，成本又上升，承保盈利空间非常有限。从成本结构看，随着监管对于成本端管控力度加大，“高赔付、低费用”趋势将继续。

从行业监管与政策支持来看，2019年银保监会开出的罚单中，针对财险公司的行政处罚共8例，被处罚原因包括聘任不具有任职资格人员担任公司董事或高管、虚列车险业务费用、违规销售保险产品、准备金提取不足、编制虚假资料、违规通过批单的方式延长保险止期等；其中上年存在的重点问题得到明显改善，编制提交虚假资料行为由上年同期的16例下降至2例，监管效果显现。政策

方面，2017年以来商业车险费率改革的逐步推进已取得显著成效，银保监会针对当前车险市场未按照规定使用车险条款费率和业务财务数据不真实两个方面突出问题，进一步加强业务财务数据真实性管理，强调“报行合一”严格执行，车险成本端管控力度加大；同时，明确推动我国农险改革发展，扩大农险覆盖面，完善大灾风险机制。2020年2月，银保监会印发了《关于进一步加强和改进财产保险公司产品监管有关问题的通知》，将使用示范产品的机动车辆商业保险、1年期以上信用保险和保证保险产品由审批改为备案，并提出了实施产品分类监管，以及细化具体的产品监管要求，有利于财产保险公司产品监管体系进一步完善，激发市场活力。

未来保险业将进一步扩大对外开放的局面，外资主体加速涌入，主体构成更加丰富，这将有利于促进保险主体提升经营管理水平，推动产品、服务与管理创新。车险综合改革或将全面推开，将交强险与商业险、条款与费率、保障与服务、市场和监管改革统筹推进，将对保险主体精细管理、防灾防损、综合服务、风险定价等方面提出更高要求。

3. 山西省区域经济情况

山西省经济发展较好，产业结构以二、三产业为主，良好的经济环境为金融业的发展提供了良好契机，为公司的业务经营提供了良好的外部环境。

山西省，省会太原，位于中国华北，东与河北为邻，西与陕西相望，南与河南接壤，北与内蒙古毗连，总面积15.67万平方千米。2019年，山西省共辖11个地级市，市辖区25个、县级市11个、县81个，常住人口3,729.22万人，人均地区生产总值45,724元。

2019年，初步核算，全年实现地区生产总值17,026.68亿元，按不变价格计算，比上年增长6.2%。其中，第一产业增加值824.72亿元，增长2.1%，占地区生产总值的比重4.8%；第二产业增加值7,453.09亿元，增长5.7%，占地区生产总值的比重43.8%；第三产业增加值8,748.87亿元，增长7.0%，占地区生产总值的比重51.4%。人均地区生产总值45,724元，按2019年平均汇率计算为6,628美元。

2019年全年全省一般公共预算收入完成2,347.6亿元，增长2.4%。税收收入完成1,783.5亿元，增长8.4%，其中，国内增值税、企业所得税、个人所得税、资源税和城市维护建设税共计完成税收1487.8亿元，全年全省规模以上工业增加值比上年增长5.3%。其中，煤炭工业增加值增长4.1%，非煤工业增加值增长6.5%。规模以上工业中，战略性新兴产业增加值增长7.4%。其中，新能源汽车产业增长61.6%，节能环保产业增长12.1%，新材料产业增长9.8%，新一代信息技术产业增长5.9%。增长7.8%。2019年全年全省一般公共预算支出4,713.1亿元，增长10.0%。其中，教育、卫生健康、社会保障和就业、住房保障、交通运输、节能环保、城乡社区等民生支出2,929.1亿元，增长13.7%。

山西省金融业保持良好增势。2019年末全省金融机构本外币各项存款余额38,381.4亿元，比年初增加3,029亿元，比年初增长8.6%；各项贷款余额28,119.4亿元，比年初增加2,752.4亿元，增长10.9%。2019年末全省农村金融合作机构（农村信用社、农村合作银行、农村商业银行）人民币存款余额8,358.8亿元，比年初增加681亿元，比年初增长8.9%；人民币贷款余额5,315.9亿元，比年初增加550.6亿元，增长11.6%。2019年末全省共有上市公司37家；全省辖区证券市场各类证券成交额58,220.8亿元，增长26.1%。其中，股票成交额18,373.2亿元，增长31.2%；基金成交额719.9亿元，下降50.0%；债券成交额39,095.7亿元，增长26.4%。2019年末投资者资金账户累计开户数447.1万户，增长78.0%。2019年全年全省保费收入883.3亿元，增长7.1%。其中，寿险业务保费收入491.8亿元，下降0.9%；健康险业务保费收入145.7亿元，增长34.6%；意外险业务保费收入18.5亿元，增长12.2%；财产险业务保费收入227.4亿元，增长6.8%；全年支付各类赔款及给付278.6亿元，增长4.2%。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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；子公司山西证券在行业内具有很强竞争优势，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具有竞争优势；整体具备很强的综合实力。

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 2019 年末，公司合并资产总额 914.43 亿元，所有者权益合计 298.46 亿元；2019 年，公司实现营业收入 81.45 亿元，净利润 7.62 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，近年来其主要业务排名行业中游或中游偏上水平，2018—2019 年证监会分类结果分别为 A 类 A 级和 B 类 BBB 级，整体保持很强竞争优势。保险业务运营主体中煤保险业务发展较好，在山西省煤炭行业内具有较强竞争优势。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，为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，且 2019 年 9 月获得国家融担基金 40 亿元再担保业务授信，在山西省具有较强区域竞争优势。

2. 人员素质

公司高管及员工专业素质较高、从业时间较长，其人员构成能满足目前公司发展需要。

公司目前设董事长 1 人，副董事长 2 人（其中 1 人兼任总经理），副总经理 2 人，公司核心管理团队从业时间较长，行业经验丰富。

公司董事长张炯威先生，1968 年出生，中共党员，硕士。曾任人民银行山西省分行党委办干部、党委办副主任科员，人民银行太原中心支行工会办副主任科员、工会办团委书记、工会办副主任、宣传群工部副部长，人民银行临汾市中心支行党委委员、副行长兼国家外汇管理局临汾市中心支局副局长，中国人民银行晋城市中心支行党委书记、行长兼国家外汇管理局晋城市中心支局局长，中国人民银行运城中心支行党委书记、行长兼国家外汇管理局运城市中心支局局长，山西省政府金融办副主任、党组成员。2017 年 7 月至今任公司董事长、党委书记；兼任山西国信董事长、党委书记。

公司副董事长、总经理高向新先生，1965 出生，中共党员，硕士；曾任山西省财政科学研究所助理研究员、政策理论研究室副主任、《山西财税》杂志社副社长，山西省财政厅省级企业驻厂员组主任科员、办公室副主任、行政政法处处长、办公室主任、党组成员、副厅长，山西省省属地方金融类企业监事会主席，山西省政府金融办公室筹备组副组长。2017 年 12 月至今任公司副董事长、党委副书记、总经理、山西省纪委委员。

公司副董事长杨小勇先生，1963 年出生，中共党员，硕士；曾任太原重机学院党委组织部科员、副主任科员、主任科员，山西省委组织部经济干部处主任科员、省直干部处副处级组织员及正处级组织员，山西省信托投资公司副总经理、党组成员，山西省国信投资（集团）公司副总经理、党委委员、纪委书记、党委书记，晋商银行党委副书记、副行长，山西金控专职党委副书记、副总经理；

2019年10月至今任公司副董事长、专职党委副书记。

截至2019年底，公司本部拥有员工72人，从学历构成上看，硕士以上学历和本科学历占比分别为61.11%和34.72%。从职称来看，拥有初级、中级和高级职称的人数占比分别为2.78%、30.56%和11.11%。从年龄来看，30岁以下、30~30岁、50岁以上员工占比分别为5.56%、63.89%和30.56%。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司搭建了较为完善、规范的公司治理架构，基本能够满足日常经营管理需求。

公司根据《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）、《中华人民共和国企业国有资产法》《企业国有资产监督管理暂行条例》《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》《中共中央办公厅关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》等规定，结合公司治理的实际情况，建立了股东、党委会、董事会、监事会和经理层的治理组织架构。

公司不设股东会，山西省财政厅代表山西省政府履行出资人职责。出资人行使职权包括委派非职工董事、非职工监事，决定有关董事、监事的薪酬或报酬事项，审议批准公司的利润分配政策；审议批准公司增加或减少注册资本等。公司董事会代出资人行使的职权包括决定公司的经营方针、投资计划，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案，审议批准公司的年度利润分配方案、弥补亏损方案，决定处置公司重大财产；审议批准设立子公司及子公司股份处置等。

公司设董事会，董事会由8名董事组成，其中，财政厅委派专职董事4名；职工董事1名，由职工代表大会等民主形式选举产生。董事会设董事长1名，副董事长2名，董事任期三年，任期届满，履行规定程序后可连任。董事会对出资人负责，并依据《公司法》等法律、法规和《公司章程》行使职权。董事会下设董事会办公室，负责董事会会议、董事会有关专门委员会会议的筹备、文件保管、信息披露等事项。董事会会议分为定期会议和临时会议，定期会议每年至少应当召开2次。

公司设监事会，监事会由5名监事组成。监事会设监事会主席1名，公司董事会、经理层成员不得兼任监事。监事会每届任期为三年，任期届满，履行规定程序后可连任。监事会按《公司章程》等相关规定行使职权。

公司经理层是公司董事会的执行机构，在党委会和董事会的领导下，依据法律、法规、公司章程及公司经理层议事规则的规定行使职权。根据《公司章程》，经理层设总经理1名，副总经理4名，由董事会按照有关规定履行聘任或解聘程序；从实际情况来看，公司设有副总经理2人。经理层每届任期三年，任期届满，履行规定程序后可连聘。

2. 内部控制

公司的机构设置和岗位职责清晰明确，内控体系较为完善，基本能够确保业务的稳健发展。

公司为国有金融资本投资平台，下设10家一级子公司，通过母子公司独立运作、分级授权的机制进行经营，公司总部层面主要职能是投资和管理。总部设置党委工作部、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。各子公司在其自身法人治理结构下建立了较完备的决策系统、执行系统和监督反馈系统，并按照相互制衡的原则设置内部机构。

主要部门职责方面，金融投资部负责集团公司系统内金融及类金融子公司的投资管理、基金管理工作。实业投资部负责公司系统内实业子公司对外投资管理工作等。资本运营部负责公司资本

和业务管理等工作。资产管理部负责公司固定资产、无形资产及其他资产的核查、评估、转移及处置，项目投后跟踪监督管理，以及公司系统安全生产和综合治理相关工作等。战略协同部负责集团整体战略规划制定与执行监督、内部业务协同组织以及对外开放合作推进工作等。财务管理部负责公司财务和流动性风险等管理工作风控合规部负责集团公司风控、合规和法务工作等。审计部负责公司审计相关工作等。党委工作部负责起草和贯彻执行党和国家的路线、方针和政策以及上级党委决策部署的意见与措施等。群团工作部是公司党委群众组织日常工作的办事机构，负责在公司党委和上级群团组织领导下，落实上级党组织和群团组织的工作要求等。综合管理部负责服务、保障、协调、落实公司日常经营管理工作等。

内部审计方面，公司制定有《内部审计制度》，按照国家对国有企业内部审计有关规定和公司章程建立独立的内部审计管理组织体系，配备专职工作人员，建立健全内部审计工作规章制度，有效开展内部审计工作，指导集团系统内审工作，强化集团系统内部监督和风险控制。公司内部审计实行垂直管理与分级管理相结合模式。审计范围包括贯彻落实国家重大政策措施审计、重大投资项目审计、境外经济活动审计、经济管理和效益审计、内部控制及风险管理审计、经济责任审计等专项审计。财务管理方面，公司本部制定有《山西金融投资控股集团财务管理制度》。公司依据有关法律法规和公司章程的规定建立了统一管理、分工协作和费用全面预算的财务管理体系，范围包括筹资管理、预算管理、资产管理、资金管理、费用支出管理、利润分配管理和会计核算管理等方面。公司股东、董事会、监事会按照《公司法》等相关法律法规和公司章程的规定，对公司财务工作行使相应职权，财务管理部为财务管理的职能部门。董事会预算管理委员会、经营层和财务管理部、财务审查委员会依法合规承办本公司的财务管理和会计核算事务。

对子公司管理方面，公司建立了《控参股公司重大事项管理办法（试行）》。子公司在集团公司总体战略下，进行独立经营和自主管理，公司作为控股股东，依据公司法和子公司章程的相关规定，在子公司股东会、董事会和监事会的框架内行使股东权力，对子公司重大事项进行监督管理。公司对子公司管理事项主要包括党的建设事项、股权管理事项、其他管理事项，包括子公司的年度经营计划、中长期战略规划、年度财务预算决算方案、利润分配和亏损弥补方案、年度投资计划、年度融资计划和对外担保、股份处置、人员委派、提名和选举及绩效考核和制度变更等；金融类子公司报本部金融投资部归口管理；实业类子公司报实业投资部归口管理。子公司审议事项（主要涉及上文所述对子公司的管理事项）应当经公司审议并经子公司股东会、董事会、监事会表决通过后方能予以实施。

风险管理方面，公司本部制订了《公司风控合规管理办法（试行）》。公司及各子公司均建立了与自身发展战略相适应的风险管理体系；因主要金融类子公司为受监管的金融机构，其自身风险管理体系都相对完善，因此公司整体的风险架构以各子公司风险管理为主，公司本部主要负责监督、督导风险化解、提供支持等；金融类子公司定期报送各项监管指标，如有超过监管指标的情况则需立即报送。

此外，公司还制订了《制度管理办法（试行）》《财务等重大信息公开管理办法（试行）》《对外投资管理办法》《薪酬管理办法》等业务控制制度，岗位权限、职责分工和管理流程明确，业务控制体系较为完善。

子公司受到处罚方面，2017—2019年，山西证券收到宁波监管局责令改正措施1次，山西监管局采取责令增加内部合规检查次数措施1次，山东监管局采取责令改正措施1次，山西监管局关于投行类项目负面执业记录的通报1次。2017年5月，山西金租收到山西银监局罚款20万元，对主要责任人予以警告（大新华航空有限公司办理2.00亿元回租业务，超过监管指标规定的30%作出处

罚)。2017年11月,中煤保险因外汇经营许可证到期未及时变更收到国家外汇管理局山西省分局行政处罚书并处以10万元罚款;2017年12月,中煤保险因未按规定履行客户身份识别义务、未按规定保存客户身份资料和客户交易记录,收到中国人民银行太原中心支行对公司的行政处罚书并处以20万元罚款,高级管理人员处以1万元罚款。

2017—2019年,山西证券分类评级分别为B级、A级和BBB级,处于较好水平。

六、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入波动增加,证券期货收入对公司的收入贡献大,2019年保险、总部及其他收入贡献度有所提升;同时,联合评级关注到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。2017—2019年,公司营业收入波动增加,三年复合增长9.50%;2018年,公司实现营业收入98.22亿元,同比增长44.24%,主要是大宗商品发展较好致使证券及期货业务收入增长较多所致,但大宗商品贸易业务利润贡献度很低;2019年,公司实现营业收入81.45亿元,同比下降17.08%,主要是受市场波动及资管业务“去通道”等政策影响致使证券及期货业务、信托业务收入减少所致。2017—2019年,公司整体利润规模呈增长趋势,净利润年均复合变动率为11.18%。2019年实现净利润7.62亿元,同比增长4.00%。

从收入构成来看,公司最大收入来源为证券期货业务收入,2017—2019年其收入占比均保持在60.00%以上,主要来自子公司山西证券收入。总部及其他收入主要包括山西产权中心、山西股权中心、晋金所及山西国信除酒店房地产外的其他收入,为公司第二大收入来源,收入规模及占比呈波动增加趋势,2019年占比为16.39%。保险业务收入主要来自子公司中煤保险的收入,其收入规模持续增加带动占比波动增加至2019年的12.83%。酒店及房地产业务主要是子公司山西国信形成的收入,其占比持续提升至2019年的6.30%。信托业务、担保业务、金融租赁业务收入规模及占比均较小,波动不大。

表3 公司营业收入构成情况(单位:亿元、%)

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券及期货业务	43.93	64.51	68.51	69.75	51.02	62.64
信托业务	2.89	4.24	3.01	3.07	1.92	2.36
保险业务	8.65	12.71	9.63	9.80	10.45	12.83
担保业务	1.11	1.63	0.91	0.93	0.99	1.21
酒店及房地产业务	3.33	4.90	5.89	5.99	5.13	6.30
金融租赁业务	0.74	1.08	0.91	0.93	0.83	1.01
总部及其他	10.71	15.72	11.37	11.58	13.35	16.39
分部间抵销	-3.26	-4.79	-2.01	-2.05	-2.25	-2.76
营业收入合计	68.10	100.00	98.22	100.00	81.45	100.00

资料来源:公司审计报告,联合评级整理

2. 证券及期货业务

受证券市场行情波动影响,山西证券营业收入波动增加,收入结构以投资收益和大宗贸易收入为主,但大宗商品贸易业务利润贡献度偏低。

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。截至 2019 年末，山西证券注册资本及实收资本均为 28.29 亿元，公司直接及间接持有其 31.01% 股份。截至 2019 年末，山西证券资产总额 556.96 亿元，负债总额 424.80 亿元，所有者权益 132.16 亿元，母公司口径净资产 89.86 亿元；2019 年实现营业收入 51.02 亿元，净利润 5.20 亿元。2018 年，山西证券净资产、营业收入行业排名分别为 43 位、17 位，处于行业中游偏上水平。

表 4 山西证券主要指标排名（单位：名）

项目	2017 年	2018 年
净资产	48	43
营业收入	23	17
证券经纪业务收入	51	52
客户资产管理业务收入	39	32
投资银行业务收入	27	33
融资类业务收入	40	43
证券投资收入	30	29

注：2019 年度排名尚未公布

资料来源：证券业协会，联合评级整理

2017—2019 年，受市场波动影响，山西证券营业收入呈波动增加趋势，年均复合增长 7.77%；2019 年，山西证券实现营业收入 51.02 亿元，同比下降 25.53%，主要是投资收益及大宗商品贸易业务形成的其他业务收入减少所致。从收入结构来看，2017—2019 年，其他业务收入虽是山西证券最大收入来源，占比均在 48.41% 以上，但其收入规模波动较大，并且对利润贡献度实际较小。投资收益（含公允价值变动损益）为山西证券第二大收入来源，2017—2019 年占比均在 19.87% 以上。2018 和 2019 年，利息净收入为负值，主要是存放同业利息收入、买入返售金融资产利息收入减少且应付短期融资款和债券利息支出增加所致。其余收入主要来自经纪业务、投行业务，2019 年上述业务手续费净收入占比分别为 6.81% 和 11.22%。

表 5 山西证券营业收入情况（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	11.68	26.59	8.28	12.08	11.74	23.01
其中：经纪业务手续费净收入	4.76	10.84	2.87	4.20	3.48	6.81
投资银行业务手续费净收入	5.65	12.87	3.08	4.50	5.72	11.22
资产管理业务手续费净收入	0.56	1.27	0.84	1.23	0.91	1.79
期货经纪业务手续费净收入	0.00	0.00	0.94	1.37	0.84	1.64
基金管理业务手续费净收入	0.65	1.49	0.50	0.73	0.63	1.23
投资咨询业务手续费净收入	0.06	0.13	0.04	0.06	0.16	0.31
利息净收入	0.56	1.28	-1.93	-2.82	-1.43	-2.79
投资收益（含公允价值变动损益）	10.38	23.62	13.62	19.87	13.21	25.88
其他业务收入	21.27	48.41	48.41	70.66	27.26	53.43
其他	0.04	0.09	0.14	0.20	0.24	0.48
合计	43.93	100.00	68.51	100.00	51.02	100.00

资料来源：山西证券审计报告，联合评级整理

受证券市场波动影响，山西证券代理买卖证券交易额有所波动，经纪业务处于行业中游水平并

在山西省具有较强网点优势；同时，需要关注到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。2018 和 2019 年，山西证券新设营业部数量分别为 11 家和 9 家；截至 2019 年底，山西证券拥有 143 家分支机构（包括 15 家分公司和 128 营业部）；其中 64 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，并在山西省具有较强网点优势；2019 年证券经纪业务在山西省的市场占有率为 34.18%。2017—2019 年，山西证券经纪业务手续费净收入呈波动下降趋势，分别为 4.76 亿元、2.87 亿元和 3.48 亿元。2017—2018 年，山西证券证券经纪业务收入行业排名分别为 51 名和 52 名。2017—2019 年，受证券市场波动影响，山西证券代理买卖证券交易额有所波动；2019 年代理交易额合计为 10,491.41 亿元，同比增长 24.58%，主要是随着市场好转代理买卖股票交易额增加所致。山西证券代理买卖业务以代理买卖股票为主，2017—2019 年其占比均在 86.74% 以上。2017—2019 年，山西证券代理买卖股票交易额波动增加，年均增长 1.67%；2019 年代理买卖股票成交额为 10,232.04 亿元，同比增长 40.07%。2017—2019 年，代理买卖股票市场市场份额有所下降，分别为 0.44%、0.40% 和 0.40%。佣金率分别为 0.37‰、0.35‰ 和 0.34‰，有所下降但处于行业平均水平。

表6 山西证券代理买卖证券情况（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	9,897.80	0.44	7,305.17	0.40	10,232.04	0.40
基金	880.90	0.44	1,109.43	0.54	218.89	0.12
债券	6.24	/	18.12	/	40.48	/
合计	10,784.94	--	8,421.71	--	10,491.41	--
佣金率(‰)	0.37		0.35		0.34	

资料来源：公司提供，联合评级整理

山西证券投资银行业务具有较强行业竞争力，处于行业中游偏上水平；但是，投行业务受监管政策影响较大，需关注政策行业的影响。

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。2017—2019 年，山西证券投资银行手续费净收入呈波动增加趋势，分别为 5.65 亿元、3.08 亿元和 5.72 亿元；其中，2018 年山西证券收入下降主要是 IPO 项目收入下滑所致；2019 年收入增长主要来自债券承销业务规模的增加。2017 年和 2018 年，山西证券投行业务收入行业排名分别为 27 位和 33 位。

从股权融资来看，2017—2019 年，山西证券股权融资项目有所下降；2019 年，其完成股权融资项目 4 个，包括 3 个 IPO 项目和 1 个再融资项目，涉及金额合计 20.69 亿元。

从债权融资项目来看，2017—2019 年，山西证券债券承销项目数量持续增加，承销金额呈波动增加趋势；2019 年完成债券承销业务 95 单，承销金额 472.04 亿元。

从投行项目储备来看，截至 2019 年底，山西证券在审项目 15 个（含 IPO 项目 7 个、债券项目 5 个、再融资项目 3 个）；已拿批文未实施项目 25 个（含债券项目 23 个、再融资项目 2 个），山西证券投行项目储备充足，有利于保障其未来收入。

表 7 山西证券投行业务情况表（单位：个、亿元）

项目		2017 年		2018 年		2019 年	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额
股权	IPO	8	33.13	2	9.72	3	17.49
	再融资	7	84.51	5	56.09	1	3.20
	小计	15	117.64	7	65.81	4	20.69
债券承销		24	247.04	36	169.64	95	472.04
财务顾问		61	/	44	/	40	/
合计		208	366.16	190	236.42	240	493.47

资料来源：公司提供，联合评级整理

自营投资业务规模呈持续增长，投资结构以债券投资为主且占比整体呈增加趋势；证券投资收入处于行业中游偏上水平。同时，联合评级也关注到债券自营业务存在违约情况，需关注其后续追偿处置情况及对山西证券经营的影响。

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。2017—2019 年，山西证券投资收益（含公允价值损益）呈波动增加趋势，年均增长 12.81%；2019 年山西证券实现投资收益（含公允价值损益）13.21 亿元，较 2018 年变动不大。2017 年和 2018 年，山西证券证券投资收入行业排名分别为 30 名和 29 名。

2017—2019 年，山西证券（母公司口径）投资规模整体呈增加趋势，年均复合增长 21.69%；截至 2019 年末，山西证券投资规模为 216.63 亿元，较年初减少 19.78%，主要是山西证券减少债券（含票据）投资规模所致。从投资结构来看，2017—2019 年山西证券投资资产以债券（含票据）投资为主，占比均保持在 84%以上，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 2019 年末，山西证券持有违约债券面额总计 2.70 亿元，涉及 5 只债券，已累计计提减值准备 1.01 亿元，公司尚处于与发行人沟通过程中。

2017—2019 年，山西证券自营权益类证券及其衍生品/净资本呈持续增加趋势，自营非权益类证券及其衍生品/净资本波动增加，2019 年末上述指标分别为 22.06%和 204.26%，均符合监管标准。

表 8 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	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票	9.42	6.44	14.88	5.51	15.65	7.22
基金	3.07	2.10	2.93	1.09	5.38	2.48
债券（含票据）	127.56	87.20	244.04	90.37	183.84	84.87
其他	6.24	4.26	8.20	3.04	11.77	5.43
合计	146.29	100.00	270.05	100.00	216.63	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资本	13.63		17.38		22.06	
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	143.18		282.11		204.26	

资料来源：公司提供，联合评级整理

受监管政策影响，定向业务规模持续下降带动资产管理业务规模波动下降，集合业务、专项业务和公募基金业务有所增加；资产管理业务手续费净收入持续增加，处于行业中等偏上水平。

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。2017—2019 年，随着山西证券资管业务向主动管理转型，主动管理业务规模增加，其资产管理业务手续费净收入持续增加，年均复合增长 27.75%；2019 年，该收入为 0.91 亿元，

同比增长 7.85%。2017 年和 2018 年，山西证券资产管理业务收入行业排名分别为 39 名和 32 名。

受资管新规及“去通道”等监管政策影响，2017—2019 年，山西证券资管业务规模波动减少，年均下降 4.60%，主要来自定向业务规模的下降。截至 2019 年末，管理规模为 448.82 亿元，较年初增长 2.09%。资管业务结构以定向业务为主，但其占比由 2017 年末的 82.56%下降至 2019 年末的 40.90%；集合、专项和公募基金业务占比分别上升至 2019 年的 22.73%、20.59%和 15.78%。

表 9 山西证券资产管理业务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	业务规模	占比	业务规模	占比	业务规模	占比
集合资产管理	38.33	7.77	48.25	10.97	102.02	22.73
定向资产管理	407.15	82.56	269.18	61.23	183.56	40.90
专项资产管理	10.94	2.22	87.61	19.93	92.41	20.59
公募基金管理	36.73	7.45	34.61	7.87	70.83	15.78
合计	493.15	100.00	439.65	100.00	448.82	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

融资融券业务规模随市场交投活跃度变化而波动减少，利息收入亦波动减少；为控制风险，山西证券主动控制股票质押业务规模致使其持续下降，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。2017 年和 2018 年，山西证券融资类业务收入行业排名分别为 40 和 43 名。

融资融券业务方面，2017—2019 年，山西证券融资融券业务规模呈波动减少趋势；截至 2019 年末，山西证券融资融券余额为 49.96 亿元，较年初增长 18.11%，主要是市场行情好转交投活跃度提升带来规模增加。2017—2019 年，融资融券利息收入波动下降，年均下降 4.03%，主要是利率下降所致；2019 年，上述收入为 3.73 亿元，同比增长 2.75%。

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，2017—2019 年，股票质押业务回购余额持续下降，年均大幅下降 45.90%；截至 2019 年末，上述业务余额为 8.79 亿元，较年初大幅下降 44.30%。2017—2019 年，股票质押业务利息收入呈波动增加趋势，年均增长 14.21%；2019 年，股票质押业务利息收入为 0.98 亿元，同比大幅下降 40.24%。

从风险情况来看，截至 2019 年末，山西证券融资融券业务无违约项目；股票质押业务涉及 1 笔违约项目，本金为 0.75 亿元，已计提减值准备 0.35 亿元，已进入司法处置程序。

表 10 信用交易业务情况表（单位：户、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
融资融券账户数目	47,111	47,336	48,571
融资融券余额	53.33	42.30	49.96
融资融券利息收入	4.05	3.63	3.73
股票质押业务回购余额	30.03	15.78	8.79
股票质押业务利息收入	0.75	1.64	0.98

资料来源：公司提供，联合评级整理

期货、私募股权投资、另类投资、国际等业务是山西证券利润的重要补充。

山西证券通过全资子公司格林大华期货有限公司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。报告期内，格林大华期货以市场化、计量化、差异化、收入费用比为原则优化管理机制，通过整合业务资源、引进专业团队、细化考核方案、提升中高层开拓和执行力等手段，持续完善运营机制，同时，积极开展仓单业务和场外期权交易业务，在“鸡蛋期货+保险”、设立苹果交割库、合作套保等方面进行了有益的探索和实践。山西证券通过香港子公司山证国际期货有限公司开展境外期货经纪业务，山证国际期货有限公司拥有香港证监会颁发的期货合约交易牌照，是香港交易所期货交易和结算会员。

山西证券通过全资子公司山证投资有限责任公司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。2018年，山证投资以服务实体经济为导向，全面推进产业基金落地，相继设立山西交通产业基金、山西绿色能源基金、舟山龙华海水股权投资基金、汾西启富扶贫引导基金、珠海山证天安投资基金、宁波龙华治合投资基金等6只基金，向8个项目投出资金3.58亿元。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，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。

山西证券通过下属全资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。2019年，山证国际陆续完成大地控股收购智城控股股份、奥园健康生活香港挂牌上市等项目。

山西证券建立了较为全面的风险管理制度体系，能够较好地支持和保障各项业务的发展，整体风险管理水平较高。

山西证券建立了“董事会及其下设的风险管理委员会—经理层及其下设的风险管理执行委员会和首席风险官、合规总监—合规管理、风险管理、稽核审计、计划财务、董事会办公室等内部控制部门—各业务部门、分支机构、子公司及其风险管理负责人”四个层级的风险管理体系；在总部各业务部门和业务管理部门、主要职能部门及15人及以上的分支机构设置了专职内控（风险）管理人员。由母公司首席风险官提名并参与考核，各子公司均设置了首席风险官。山西证券的风险管理政策设定了适当的风险限额和控制手段，并通过可靠和及时的信息系统来监测风险和限额的执行情况，用以识别和分析此类风险。

信用风险方面，山西证券面临的信用风险主要包括三类：一是在融资融券、约定购回业务、股票质押式回购等业务中，客户违约致使借出资券及利息遭受损失的风险；二是在股票期权、债券正回购等业务中，客户违约造成山西证券担保交收资金遭受损失的风险；三是在债券交易、衍生品业务中，发债企业违约或交易对手违约造成的风险。山西证券通过对客户及交易对手设定准入标准、建立黑名单等方式，加强准入管理；通过严格的尽职调查、征信、授信、盯市、平仓等环节管理对融资融券、股票质押式回购等业务进行控制；通过系统建设、数据挖掘，对债券的信用评级及对手方的信用评级进行分析、划分，强化债券的信用等级管理。同时，加强逐日盯市，并随市场环境变化跟进调整集中度指标；对客户、交易对手、债券的资信状况进行持续跟踪评估，并制定相应风险应对措施。采取定性与定量、压力测试与敏感性分析相结合的方法评估信用风险，并逐日报告，化解与处置相关业务的风险敞口。

流动性风险方面，山西证券制定了《流动性风险管理细则》，成立了流动性管理专业委员会，建立了以流动性覆盖率、净稳定资金率、流动性缺口等指标为主的流动性风险监测体系。山西证券各子公司负责其自身的现金流量预测。山西证券财务部门在汇总各子公司现金流量预测的基础上，在集团层面持续监控短期和长期的资金需求，以确保维持充裕的现金储备和可供随时变现的有价证

券，以满足日常营运以及偿付有关到期债务的资金需求。2017—2019 年，山西证券流动性覆盖率呈波动下降趋势，净稳定资金率呈持续增加趋势，2019 年末流动性覆盖率和净稳定资金率分别为 227.65% 和 170.10%，均远高于监管预警标准；

市场风险方面，山西证券面临的市场风险主要是利率风险和权益类证券价格风险；根据各项业务的性质、规模、复杂程度等情况，通过定量、定性分析等手段，评估市场风险及其对山西证券整体风险的影响。通过各类工具对市场风险进行计量：敞口/规模指标（业务规模、风险敞口）、敏感度指标（利率类：久期、DV01；权益类：Beta）、波动率、损失分布（VaR），并依据风险偏好、风险容忍度、山西证券资本实力、发展战略、业务和产品的市场风险收益特性以及外部市场变化等要素制定资金限额、交易限额、损失限额、敏感度指标限额、集中度限额、止损（止盈）限额等。自营业务部门通过组合投资、逐日盯市、设置具体项目的投资额度、风险限额、单只投资标的止损线等进行前端控制。风险管理部门借助系统进行监测，及时进行风险提示，督促业务部门进行风险处置等。

操作风险方面，山西证券构建了各项业务制度、业务操作规程、管理制度等规范操作流程和授权与制衡机制，明确授权的范围、方式、权限、时效和责任，清晰界定各部门、分支机构、子公司及不同工作岗位的目标、职责和权限，体现重要部门、关键岗位之间分离、制衡及相互监督的原则。山西证券持续完善信息技术系统建设，确保设备、数据、系统的安全，防范信息技术风险。山西证券通过制定应急风险处置预案和定期演练、内控检查、培训及文化宣导，保障制度及措施的有效执行。

3. 保险业务

2017—2019 年，中煤保险收入呈波动增加趋势，收入主要来自已赚保费及投资收益，盈利亏损；保险业务结构以车险、农业保险及责任险为主；投资资产规模波动增加，投资结构以债券投资为主；中煤保险偿付能力持续下降并处于较低水平。

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，公司持有其 44.44% 股权；长治市南烨实业集团有限公司拟对中煤保险增资 3.20 亿元，其中 3.00 亿元增资意向金已划转至中煤保险；增资事项尚待银保监会批复。截至 2019 年末，中煤保险拥有山西、河北等 8 家省级分公司，24 家中心支公司，98 家县支公司和 1 家全资子公司。截至 2019 年末，中煤保险资产总额 30.01 亿元，负债总额 26.53 亿元，所有者权益 3.47 亿元；2019 年实现营业收入 13.08 亿元，净利润 -0.37 亿元，主要是赔付支出规模较大所致。

2017—2019 年，中煤保险营业收入小幅波动增加；2019 年，中煤保险实现营业收入 13.08 亿元，同比下降 3.71%，主要是分出保费增加致使已赚保费小幅下降所致；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，2019 年上述两项占比分别为 92.80% 和 5.46%。中煤保险保险业务收入主要来自原保险业务，近三年占比均保持在 99.00% 以上。

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，中煤保险保险业务主要来自机动车辆及第三者责任险、农业保险和责任险，2019 年上述三类收入占比分别为 71.99%、9.57% 和 7.99%；其中农业保险和责任险收入及占比均呈持续增加趋势，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 11 中煤保险原保险业务情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机动车辆及第三者责任险	10.69	78.68	10.68	73.92	11.02	71.99
农业保险	0.88	6.47	1.16	8.06	1.46	9.57
责任险	0.65	4.78	0.93	6.47	1.22	7.99
意外伤害险	0.88	6.48	0.94	6.53	0.74	4.87
企业财产险	0.43	3.15	0.56	3.90	0.50	3.26
其他	0.06	0.45	0.16	1.13	0.36	2.32
合计	13.59	100.00	14.45	100.00	15.30	100.00

资料来源: 中煤保险年报, 联合评级整理

从投资业务来看, 2017—2019 年, 中煤保险投资资产呈波动增加趋势, 年均复合增长 3.23%。截至 2019 年末, 中煤保险投资资产总额为 14.22 亿元, 较年初下降 5.15%, 主要系股权投资计划的减少。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, 2019 年末上述三类资产占比分别为 69.85%、10.78%和 11.05%。2017—2019 年, 中煤保险投资收益 (含公允价值损益) 呈波动增加趋势, 年均增长 6.45%; 2019 年, 实现投资收益 (含公允价值损益) 0.71 亿元, 同比增长 20.01%。截至 2019 年末, 中煤保险投资业务无违约情况。

表 12 中煤保险投资资产情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	8.67	64.93	9.87	65.82	9.94	69.85
资管及资产支持证券	1.57	11.74	1.15	7.66	1.53	10.78
股权投资计划	2.56	19.20	1.66	11.07	1.57	11.05
债权投资	0.40	3.00	0.40	2.67	0.40	2.81
其他	0.15	1.13	1.92	12.78	0.78	5.51
合计	13.35	100.00	14.99	100.00	14.22	100.00

注: 上表数据涉及交易性金融资产、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、应收款项类投资等科目

资料来源: 中煤保险年报, 联合评级整理

风险管理方面, 中煤保险建立了由董事会负最终责任的风险管理组织体系, 发挥风险管理“三道防线”作用, 健全监事会、审计稽核、合规风控、纪检监察“四位一体”的内部监督体系, 推进“偿二代”风险管理体系建设, 设立风险阈值, 完善风险管理信息系统, 适时监测和预警主要经营风险。在日常风险监测和管控上, 中煤保险根据偿二代风险划分, 按照风险性质指定相应风险牵头管理部门实行风险条块化管控模式。保险风险、市场风险、信用风险、操作风险、战略风险、声誉风险、流动性风险等各子风险通过建立量化指标, 依托信息系统, 对风险指标适时监测和预警, 及时、准确了解风险处境, 及时处置应对风险事件, 确保重大风险基本可控, 业务发展持续健康; 最后以审计稽核部、审计委员会、纪检监察为第三道防线, 履行问责监督职责。加强事前、事中、事后的风险预防、控制、监督。

4. 酒店及房地产业务

公司酒店及房地产开发业务发展较为平稳, 主要集中于太原市, 对公司盈利形成较好补充。

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 2019 年末注册资本为 18.50 亿元，实收资本为 19.15 亿元，公司持有其 100.00% 股权；其拥有纳入合并范围一级子公司 15 家。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。2017—2019 年，公司酒店及房地产业务收入呈波动增加趋势，年均增长 26.47%；2019 年，公司实现酒店及房地产业务收入 5.33 亿元，同比下降 9.42%，主要是房地产结转收入下降及商场业务收入下降所致。

公司房地产业务的主要经营主体为山西省光信地产投资集团有限公司和山西国信文旅房地产开发有限公司。截至 2019 年末，山西国信待开发土地 4 宗，合计面积为 15.67 万平方米，主要集中在太原市及区县，土地储备较为充足。

表 13 截至 2019 年末山西国信待开发土地情况（单位：万平方米）

地块名称	所在城市及区域	待开发土地面积	总建筑面积	规划用途
晋阳嘉园二期	太原市小店区	1.92	8.7	住宅兼容商业
晋（2017）太原市不动产权第 0024145 号	山西省太原市尖草坪区环城高速以西、呼延水厂以南	4.19	尚未立项	商服用地
晋（2017）太原市不动产权第 0024146 号	山西省太原市尖草坪区环城高速以西、呼延水厂以南	4.22	尚未立项	医卫慈善用地
晋（2020）清徐县不动产权第 0000017 号	清徐县柳杜乡成子村	5.33	尚未立项	城镇住宅用地
合计	--	15.67	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

山西国信及下属子公司先后开发有西苑公寓、育翠苑小区、山西国际贸易中心、佳泰花园、帝景华府、光信·国信嘉园等精品项目，在建项目有光信·晋阳嘉园、光信·学府嘉园及“国信·山水间”丽景养生小镇项目，累计开发建设面积约 200 万平方米。截至 2019 年末，山西国信在开发项目 3 个，建筑面积合计 52.89 万平方米，可售面积 36.91 万平方米，已完成销售 15.48 万平方米；预计总投资金额为 32.67 亿元，已完成投资 19.19 亿元，尚需投资 13.48 亿元。

表 14 截至 2019 年末山西国信在开发项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目状态	建筑面积	在建面积	可售面积	已售面积	待售面积	预计总投资金额	累计投资额	预计完工时间
光信·晋阳嘉园	在建	14.75	14.75	9.92	9.92	0.00	7.92	4.95	2020 年 9 月
光信·学府嘉园	在建	11.95	11.95	8.23	5.56	2.67	10.52	6.38	2022 年 9 月
国信·山水间	在建	26.18	26.18	18.76	0.00	0.00	14.23	6.86	2021 年 8 月
合计	—	52.89	52.89	36.91	15.48	2.67	32.67	18.19	--

注：建筑面积含地上和地下部分

资料来源：公司提供，联合评级整理

山西国信通过下属子公司山西省国贸投资集团有限公司（以下简称“山西国贸”）经营酒店及物业管理业务；具体经营主体为山西国贸子公司山西国贸大饭店管理有限公司、山西国贸物业管理有限公司，经营业务包括五星级级酒店、写字楼与公寓租赁、物业管理及商场运营等多项业务。截

至 2019 年末，山西国信管理物业可出租面积 10.20 万平方米，其中商城和写字楼出租率较高，酒店及公寓出租率偏低；2019 年实现租金收入 0.78 亿元。

表 15 山西国信物业出租情况（单位：亿元、万平方米、%）

项 目	可租面积	2019 年租金收入	2019 年出租率
酒店	1.38	0.04	59.57
写字楼	3.67	0.32	80.79
商城	4.10	0.41	93.00
公寓	1.05	0.01	50.14
合计	10.20	0.78	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

5. 其他业务

山西信托是山西省唯一一家信托机构，近年业务规模及收入有所下滑，同时需关注其资产质量情况。

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 2019 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 2019 年末，山西信托资产总额 43.52 亿元，所有者权益合计 19.28 亿元。

山西信托业务包括信托业务和自营业务。2017—2019 年，山西信托营业收入整体呈下降趋势，年均下降 18.41%，主要是信托业务规模下降致使手续费及佣金收入减少、利息收入减少及投资收益下降的综合因素。收入构成以信托业务形成的手续费及佣金净收入、自营业务形成的投资收益及公允价值损益为主，但 2017—2019 年其变动较大；随着主动管理业务规模的增加，2019 年手续费及佣金净收入规模及占比大幅增长；由于 2018 年投资的股权项目结束清算形成较大投资收益，2019 年公司投资收益（含公允价值变动损益）规模及占比相对有所下降。

表 16 山西信托营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	1.85	64.02	1.02	33.71	1.65	85.75
利息净收入	-0.33	-11.52	-0.12	-4.01	-0.78	-40.58
投资收益	1.47	50.92	2.12	70.48	0.91	47.26
公允价值变动损益	-0.08	-2.72	-0.07	-2.22	0.12	6.18
汇兑收益	-0.04	-1.25	0.03	1.01	0.01	0.63
其他业务收入	0.01	0.31	0.03	0.93	0.01	0.59
其他收益	0.01	0.28	0.00	0.09	0.01	0.27
资产处置损失	-0.00	-0.04	-0.00	0.00	-0.00	-0.10
合计	2.89	100.00	3.01	100.00	1.92	100.00

资料来源：山西信托年报，联合评级整理

信托业务方面，受监管“去通道”等政策影响，2017—2019 年，山西信托信托资产总额持续下降，年均下降 12.41%。从业务构成来看，山西信托资产以单一信托为主，占比均保持在 63.62% 以上。从管理方式来看，信托资产以被动管理为主但其占比由 2017 年末的 78.86% 波动下降至 2019 年末的 69.16%，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、长期股权投资，2019 年末占比分别为 76.99%、5.75% 和 4.66%。从行业分布来看，主要投向实业，2019 年

末占比为 81.46%。

表 17 山西信托信托业务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
集合	144.62	28.95	138.43	30.57	97.23	25.37
单一	320.79	64.21	288.10	63.62	261.65	68.27
财产权	30.19	6.04	26.34	5.82	24.40	6.37
合计	499.60	100.00	452.87	100.00	383.28	100.00
主动管理	101.61	20.34	80.79	17.84	118.19	30.84
被动管理	393.99	78.86	372.08	82.16	265.08	69.16

资料来源：山西信托年报，联合评级整理

自营业务方面，2017—2019 年，山西信托投资资产总额较为稳定；截至 2019 年末，投资资产总计为 24.00 亿元。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、其他类和货币资产，2019 年末占比分别为 48.41%、28.34%、14.01%、9.24%；其他类主要包括固定资产、无形资产、可供出售金融资产等。从行业分布来看，主要投向其他、金融机构，2019 年末占比分别为 67.77% 和 27.70%；其他主要是实业、房地产以及金融产品等。截至 2019 年末，信用风险资产合计 24.99 亿元，不良资产合计 3.65 亿元；不良资产率为 14.62%，较年初增长 4.17 个百分点。截至 2019 年末，山西信托自营业务违约项目 14 个，期末余额为 6.12 亿元，全部为承接的违约信托业务，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，在山西省具有较强区域竞争优势，业务发展较好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 2019 年末，其注册资本和实收资本均为 25.00 亿元，公司持有其 100% 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。2017—2019 年，山西再担保营业收入较为稳定；2019 年，山西再担保实现营业收入 0.99 亿元，同比增长 8.79%。

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 2020 年 2 月末，山西再担保已完成对省内覆盖 11 个地市 48 家担保机构的体系准入和 12 家担保机构的再担保业务授信，授信额合计 79.30 亿元；已与省内 14 家银行业金融机构签署了 2:8 风险比例分担协议。

2017—2019 年，山西再担保发生额呈波动增加趋势，年均增长 5.54%；2019 年，其发生额为 78.07 亿元，同比增长 46.11%，主要是山西再担保加大再担保业务所致。截至 2019 年末，担保责任余额为 28.14 亿元，年均下降 12.45%，主要是再担保业务规模下降所致；期末担保责任余额中，直保业务和再担保业务占比分别为 70.06% 和 29.94%，以直保业务为主；直保业务中 87.39% 为融资性担保业务。山西再担保担保期限主要集中在 1 年以内，2017—2019 年一年以内占比均在 84% 以上；全部集中在山西省内，行业主要分布于工业、建筑业、批发零售等行业，2019 年末上述行业占直保担保责任余额比重分别为 41.12%、20.81% 和 22.02%；业务全部存在反担保措施。

从代偿情况来看，2017—2019 年，山西再担保当期代偿额持续增加，分别为 0.30 亿元、1.66 亿元和 2.04 亿元；担保代偿率分别为 0.47%、2.50% 和 3.57%；截至 2019 年末，累计代偿额为 7.26 亿元，涉及 67 笔业务；累计追偿额为 2.19 亿元，待追偿额为 5.07 亿元；待追偿项目中 29 笔项目存在

担保分担机制，多为与省内担保机构 2:8 比例分担。

山西金租收入规模整体呈增加趋势，客户集中度偏高，其经营所得对公司收入形成补充。

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 2019 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 2019 年末，山西金租资产总额 46.68 亿元，所有者权益合计 8.41 亿元。

2017—2019 年，山西金租营业收入整体呈增加趋势，年均增加 5.76%；2019 年，山西金租实现营业收入 0.83 亿元，同比下降 9.35%，主要是因为规模收缩所致。

2017—2019 年，山西金租融资租赁投放额呈波动下降趋势，2019 年投放额为 16.87 亿元，同比下降 26.14%，主要是公司为控制风险收缩业务规模所致；截至 2019 年末，山西金租租赁资产余额为 42.33 亿元，三年复合增长 25.91%，较年初变动幅度不大，其中，2018 年投放额较大主要是公司加大对省属国有大型企业的投放所致；租赁资产以售后回租为主，占比为 92.74%。

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；同时，近年来山西金租逐步布局汽车租赁领域。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，2019 年末上述行业占比分别为 18.21%、33.03%、20.09% 和 13.47%。从租赁客户集中度来看，2017—2019 年末，山西金租客户集中度呈下降趋势，截至 2019 年末，单一最大客户和前十大客户集中度分别为 20.75% 和 37.62%，集中度仍较高；单一最大客户为房地产企业，租赁物为专用设备。

从风险情况来看，截至 2019 年末，不良资产余额 1.00 亿元，不良资产率为 2.36%，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 2019 年 4 月末，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。2017—2019 年，受益于服务费收入的增加，山西产权营业收入持续增长，年均增长 64.01%；2019 年其营业收入为 1.20 亿元，同比增长 78.70%；山西产权收入主要来自服务费收入，2019 年占比为 79.16%。

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 2019 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 2019 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 2019 年末，太行基金注册资本和实收资本分别为 2.00 亿元

和 1.30 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。

6. 重要联营企业

重要联营企业经营稳定，其形成的投资收益对公司收入形成一定补充。

截至 2019 年末，公司共有 26 家合营、联营企业；重要联营企业为晋商银行和华融晋商资产管理股份有限公司（以下简称“华融晋商”）。来自长期股权投资产生的投资收益对公司收入及利润形成一定补充；2019 年，长期股权投资产生的投资收益对公司投资收益的贡献度为 23.51%，对营业收入贡献度为 5.29%。

晋商银行成立于 1998 年 10 月，截至 2019 年末，晋商银行注册资本为 32.68 亿元，公司持有晋商银行 12.25% 的股权。2020 年 3 月，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。股权划转时间待法律规定的锁定期期满后，在不影响山西金控相关重大业务开展前提下，按山西省财政厅要求的时限内，由晋商银行会同山西金控办理股权划转过户手续。截至评级报告出具日，公司持有的晋商银行股份尚未解除限售，本次无偿划转尚未实施；但联合评级关注到，晋商银行形成利润对公司收入具有一定补充作用，未来如股权划转或对公司盈利造成一定影响，但影响不大。

华融晋商成立于 2016 年 2 月，截至 2019 年末注册资本为 30.30 亿元，公司持有华融晋商 6.67% 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。

7. 未来发展

公司的发展战略较为清晰，保持其区域重要地位，契合国家政策和产业政策发展方向，有利于公司目标的实现。

公司企业愿景为打造“有影响力、有竞争力、有管控力、有服务力”的优秀金融投资控股集团。通过资本投入，加强资源整合，发挥协同效应，防控风险，创新发展，力争将山西金控打造成为根植山西的一流全生态链金融控股集团。

山西金控将根据省委、省政府关于金融改革发展总体规划的要求，积极整合、改革、提升省内金融资源，通过专业化管理、市场化运营和国际化探索，将山西金控打造成集证券、保险、基金、信托、担保、金融租赁、资产管理、小贷、要素交易、互联网金融、产业基金等金融业态于一体，成为管理技术先进、风控体系健全、盈利能力出众、核心竞争力卓越的根植山西的一流全生态链金融控股集团。充分发挥山西金控在统筹、协同各类金融资源和提升企业价值方面的优势，为促进山西经济发展做出重要贡献。通过优化金融业务布局，做大做强金融主业，以产融结合为抓手，支持政策导向产业发展，落实省委、省政府重大经济决策。充分整合系统内外部资源，聚焦战略客户，为实体经济提供一揽子的全生命周期金融服务。建立以市场化为核心的现代企业制度，建立市场化的公司治理、选人用人、考核约束、薪酬分配等机制。加强党的领导与建设，建立监事会、审计稽核、合规风控、纪检监察“四位一体”的内部监督体系，充分利用外部监督资源，建立立体式防控体系，防范国有资产流失。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 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，均被出具无保留意见。

从合并范围来看，2017—2019 年，公司合并范围的变化主要体现为合并各类结构化主体的变化，其中 2019 年公司将太行山煤产业分级私募基金移出合并范围，该结构化主体实收资本 30.01 亿元，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，对财务报表的可比性影响有限。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的一级子公司 10 家，直接控制的结构化主体 7 个。

2017—2019 年，因财政部陆续修订企业会计准则及相关规定，公司发生了多项会计政策变更事项，其中部分变更已进行了追溯调整；公司自 2019 年起执行财政部于 2017 年修订的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》等 4 项新的金融工具会计准则，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和持有至到期投资重分类至交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资等科目，该事项对前期比较数据不进行重述，导致部分科目不适用，且对财务报表产生较广泛影响，但不构成重大影响；除新金融工具准则事项外，其余因会计政策变更未调整的数据对公司报表影响不大。本报告财务分析中，2017 年财务数据采用 2018 年审计报告中调整后的比较数据，2018 年财务数据采用 2019 年审计报告中调整后的比较数据。

综上，除 2019 年金融工具科目外，公司的其他财务数据整体可比性较强。

2. 合并报表分析

公司资产规模持续增长，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。

2017—2019 年末，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 6.37%，截至 2019 年末，公司资产总额 914.43 亿元，较年初增长 2.07%，主要系货币资金、长期股权投资和其他资产增长所致。公司资产构成主要以货币资金（占比 23.38%）、金融投资（占比 49.26%）、长期股权投资（占比 7.50%）和其他（占比 6.67%）为主。2017—2019 年末，公司自有资产先增后稳，年均复合增长 9.76%。2018 年公司自有资产增长主要系金融投资增长所致；截至 2019 年末，公司自有资产 779.59 亿元，较年初基本持平，占总资产的比例为 85.25%，较年初小幅下滑 2.15 个百分点。

表 18 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产总额	808.26	100.00	895.87	100.00	914.43	100.00
其中：货币资金	223.85	27.70	194.77	21.74	213.79	23.38
金融投资	326.91	40.45	479.89	53.57	450.45	49.26
其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	151.14	46.23	233.82	48.72	18.37	4.08
贷款及应收款项	130.23	39.84	134.82	28.09	140.16	31.12
可供出售的金融资产	44.64	13.65	109.71	22.86	39.49	8.77
交易性金融资产	--	--	--	--	234.86	52.14
长期股权投资	47.90	5.93	43.93	4.90	68.54	7.50
其他资产	72.72	9.00	51.97	5.80	61.03	6.67

其他	136.88	16.93	125.30	13.99	120.62	13.19
自有资产	647.09	80.06	783.03	87.40	779.59	85.25

注：其他中包含应收利息、买入返售金融资产、存货、投资性房地产、固定资产、无形资产、商誉和递延所得税资产

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2017—2019 年末，公司货币资金先减后增、波动下降，年均复合下降 2.27%。截至 2019 年末，公司货币资金 213.79 亿元，较年初增长 9.76%，主要系子公司山西证券的客户资金存款增加所致。2019 年末公司货币资金中，客户资金存款 84.60 亿元，较年初增长 21.12%；自有货币资金 129.19 亿元，较年初增长 3.42%。公司货币资金中受限资金 12.92 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。

2017—2019 年末，公司金融投资先增后减、波动增长，年均复合增长 17.38%。2018 年末公司金融投资较年初增长 46.80%，主要系山西证券的票据投资（银行承兑汇票）和可供出售金融资产中债券投资大幅增长所致；截至 2019 年末，公司金融投资账面价值 450.45 亿元，较年初下降 6.13%。2019 年末公司金融投资以交易性金融资产（占比 52.14%）和贷款及应收款项为主（占比 31.12%）。

2017—2019 年末，公司贷款及应收款项持续增长，年均复合增长 3.75%。截至 2019 年末，公司贷款及应收款项账面价值 140.16 亿元，较年初增长 3.97%，主要系山西证券两融业务规模增长所致。截至 2019 年末，公司贷款及应收款项中，融出资金占比 39.01%，应收融资租赁款占比 29.33%，发放贷款及垫款（主要为山西信托发放贷款）14.28%，应收账款占比 10.61%，其余占比 6.77%；应收账款主要为应收分保账款、应收代偿款、应收手续费及佣金、其他（主要是应收信用业务客户款和应收仓单销售款）。从减值计提情况来看，截至 2019 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 1.03 亿元、1.20 亿元、2.31 亿元和 2.93 亿元，计提比例分别为 1.85%、2.85%、10.35%和 16.47%（仓单销售款计提比例较大）。

截至 2019 年末，公司交易性金融资产 234.86 亿元，其中，债券投资占比 41.30%、票据投资占比 33.67%、股票投资占比 10.14%、理财产品占比 5.56%，其余主要为资产管理计划、基金和资产支持证券等，合计占比 9.32%。

2017—2019 年末，公司长期股权投资先减后增、波动增长，年均复合增长 19.62%。截至 2019 年末，公司长期股权投资账面价值 68.54 亿元，较年初增长 56.02%，主要系公司新增联营企业和合营企业投资致使账面价值增长所致；其中，投资联营企业占比 79.29%，投资合营企业占比 20.71%；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 0.48%。

2017—2019 年末，公司其他资产先减后增、波动下降，年均复合下降 8.39%。2018 年末较年初下降 28.53%，主要系期货保证金大幅下降所致。截至 2019 年末，公司其他资产 61.03 亿元，较年初增长 17.42%，主要系交易保证金增长所致。公司其他资产中，存出保证金占比 48.74%，应收往来款占比 22.79%，政府引导资金投资占比 8.14%，其他占比 20.33%。

公司负债规模稳步增长，杠杆水平处于合理区间，债务期限偏短，需加强流动性管理。

2017—2019 年末，公司负债总额持续增长，年均复合增长 8.58%；其中，2018 年末较年初增长 17.01%，主要系短期借款、拆入资金、卖出回购金融资产款和应付债券大幅增长所致。截至 2019 年末，公司负债总额 615.96 亿元，较年初增长 4.66%，主要系应付债券和其他负债增长所致。公司负债结构主要以短期借款（占比 13.04%）、拆入资金（占比 10.00%）、代理买卖证券款（占比 16.39%）、卖出回购金融资产款（占比 19.89%）、应付债券（占比 10.15%）和其他负债（占比 17.29%）。2017—2019 年末，公司自有负债先增后降、波动增长，年均复合增长 15.40%；2019 年末自有负债占总负债的比例为 78.11%，较年初下滑 3.43 个百分点。

表 19 公司负债结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
负债总额	522.45	100.00	611.31	100.00	615.96	100.00
其中：短期借款	78.26	14.98	97.01	15.87	80.33	13.04
拆入资金	41.50	7.94	70.30	11.50	61.62	10.00
代理买卖证券款	122.93	23.53	83.76	13.70	100.97	16.39
卖出回购金融资产款	112.18	21.47	153.58	25.12	122.51	19.89
应付债券	20.00	3.83	40.75	6.67	62.52	10.15
其他负债	82.63	15.82	81.35	13.31	106.50	17.29
其他	64.96	12.43	84.56	13.83	81.52	13.23
自有负债	361.28	69.15	498.46	81.54	481.13	78.11

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2017—2019 年末，公司短期借款先增后减、波动增长，年均复合增长 1.31%。2018 年末较年初增长 23.95%，主要系公司信用借款及短期公司债券增长所致。截至 2019 年末，公司短期借款 80.33 亿元，较年初下降 17.19%，主要系山西证券短期公司债“山证 1801”和“山证 1802”到期后无新增所致。截至 2019 年末，公司短期借款中，短期收益凭证占比 53.78%，信用借款占比 37.19%，质押借款占比 6.08%，信用借款占比 2.95%，短期借款年利率区间为 2.80%~9.79%。

2017—2019 年末，公司拆入资金先增后减、波动增长，年均复合增长 21.85%。2018 年末较年初增长 69.40%，主要系银行拆入资金增长所致。截至 2019 年末，公司拆入资金 61.62 亿元，较年初下降 12.35%，主要系银行及其他金融机构拆入资金下降所致。

2017—2019 年末，公司代理买卖证券款先减后增、波动下降，年均复合下降 9.37%。2018 年末较年初下降 31.86%，主要系山西证券个人经纪业务规模下降所致。截至 2019 年末，公司代理买卖证券款 100.97 亿元，较年初增长 20.54%，主要系山西证券个人经纪业务和个人信用业务规模增长所致。

2017—2019 年末，公司卖出回购金融资产款先增后减、波动增长，年均复合增长 4.50%。2018 年末较年初增长 36.91%，主要系卖出回购银行汇票大幅增长所致。截至 2019 年末，公司卖出回购金融资产款 122.51 亿元，较年初下降 20.23%，主要系卖出回购债券大幅下降所致。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 61.93%）和债券（占比 38.07%）为主。

2017—2019 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 76.81%，主要系山西证券新增发行公司债、次级债所致。截至 2019 年末，公司应付债券 62.52 亿元，较年初增长 53.42%。公司存续公司债券分别为“17 山证 01”“17 山证 02”“19 山证 01”，票面利率分别为 4.76%、5.10%和 4.10%；存续次级债券分别为“18 山证 C1”“19 山证 C1”，票面利率均为 4.85%。

2017—2019 年末，公司其他负债先稳后增，年均复合增长 13.53%。截至 2019 年末，公司其他负债 106.50 亿元，较年初增长 30.92%，主要系应付结构化主体受益人款项及应付客户交易款项及保证金增长所致。

杠杆水平方面，2017—2019 年末，公司资产负债率、自有资产负债率和全部债务资本化比例指标均呈先增后减的波动趋势，长期债务资本化比例呈持续增长趋势。截至 2019 年末，公司资产负债率 67.36%，自有资产负债率 61.72%，全部债务资本化比率 54.87%，长期债务资本化比率 20.48%，杠杆水平处于合理区间。

有息债务方面，2017—2019 年末，公司全部债务规模先增后减、波动增长，年均复合增长 12.21%。

2018 年有息债务较年初增长 39.84%，主要系公司短期借款、拆入资金和卖出回购金融资产款增长所致。截至 2019 年，公司全部债务规模 362.83 亿元，较年初下降 9.95%，主要系公司短期借款、拆入资金和卖出回购金融资产款下降所致。2019 年末全部债务中短期债务占比 78.82%，长期债务占比 21.18%；从债务到期期限结构来看，1 年以内占比为 84.18%，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 20 公司债务和杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
全部债务	288.14	402.94	362.83
其中：短期债务	247.84	338.85	285.97
长期债务	40.30	64.09	76.86
资产负债率	64.64	68.24	67.36
自有资产负债率	55.83	63.66	61.72
全部债务资本化比率	50.20	58.61	54.87
长期债务资本化比率	12.36	18.38	20.48

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

表 21 截至 2019 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	287.32	84.18
1~2 年	22.12	6.48
2~3 年	29.23	8.56
3~4 年	0.00	0.00
4~5 年	0.00	0.00
5 年以上	2.64	0.77
合计	341.31	100.00

注：上表中全部债务不包含以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债；与联合评级债务计算口径略有不同；

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司所有者权益规模大，稳定性尚可；主要子公司的风险控制指标均符合监管要求，整体资本充足性较好

2017—2019 年末，公司所有者权益先稳后增、波动增长，年均复合增长 2.19%；截至 2019 年末，公司所有者权益合计 298.46 亿元，较年初增长 4.88%，主要系实收资本和少数股东权益增长所致。所有者权益少数股东权益占比较高，但整体仍以股本和资本公积为主，权益稳定性尚可；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。在 2017 年度和 2018 年度利润分配中，公司分别上缴国有资本收益 0.62 亿元和 0.52 亿元，分别占当年归属于母公司所有者净利润的 16.67%和 8.61%，分红力度较合理，利润留存对资本补充的作用较好。2019 年度利润分配方案尚未确定。

表 22 公司所有者权益结构（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
归属于母公司所有者权益	184.05	64.40	187.89	66.03	198.05	64.40
其中：股本	115.97	63.01	115.97	61.72	122.96	62.09
资本公积	30.34	16.48	30.22	16.09	30.02	15.16

未分配利润	29.35	15.95	34.00	18.09	34.93	17.64
其他	8.39	4.56	7.70	4.10	10.13	5.12
少数股东权益	101.76	35.60	96.67	33.97	100.41	35.60
所有者权益合计	285.81	100.00	284.56	100.00	298.46	100.00

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2017—2019 年，山西证券净资产（母公司口径）规模持续增长，年均复合增长 8.32%，主要系山西证券发行次级债所致；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 23 山西证券（本部口径）风险控制指标表（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	监管标准	预警标准
核心净资本	76.58	75.07	72.86	/	/
附属净资本	0.00	14.00	17.00	/	/
净资本	76.58	89.07	89.86	/	/
净资产	122.54	122.73	125.44	/	/
各项风险资本准备之和	35.72	42.30	40.87	/	/
净资本/净资产	62.49	72.58	71.64	≥20	≥24
风险覆盖率	214.37	210.59	219.86	≥100	≥120
资本杠杆率	20.73	16.08	16.60	≥8	≥9.6

资料来源：山西证券风险控制指标报表

2017—2019 年末，随着认可负债的较快增加，中煤保险偿付能力充足率呈持续下降趋势，2019 年末中煤保险核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率均为 126.03%，中煤保险综合偿付能力充足性偏低，但仍符合监管要求。目前中煤保险正在筹备增资事项，尚待银保监会批复。如增资顺利进行，则对有利于补充中煤保险资本实力，提升其偿付能力。

表 24 中煤保险偿付能力指标（单位：亿元、%）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
实际资本	4.60	3.20	2.94
其中：核心一级资本	4.60	3.20	2.94
最低资本	2.53	2.40	2.33
核心偿付能力溢额	2.07	0.80	0.61
综合偿付能力溢额	2.07	0.80	0.61
核心偿付能力充足率	181.76	133.47	126.03
综合偿付能力充足率	181.76	133.47	126.03

资料来源：中煤保险年报，联合评级整理

2017—2019 年，山西信托净资产（本部口径）较为稳定，截至 2019 年末，其净资产为 14.44 亿元；净资本/各项风险准备之和为 143.68%，资本充足性指标有所下降但仍符合监管标准。

表 25 山西信托（本部口径）净资本监管指标（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	监管标准
净资本	15.36	14.28	14.44	≥2
各项风险资本之和	7.65	8.27	10.05	--
净资本/各项风险资本之和	200.78	172.67	143.68	≥100
净资本/净资产	78.25	74.80	74.82	≥40

资料来源：山西信托年报，联合评级整理

公司整体收入和支出水平受仓单业务收入影响较大，利润规模持续增长，盈利水平一般。与同类型金融控股平台相比，公司盈利指标相对较低，杠杆水平相对较高。

2017—2019 年，公司营业收入先增后减、波动增长，年均复合增长 9.37%，主要系仓单业务收入波动所致。公司 2019 年实现营业收入 81.45 亿元，同比下降 17.08%，主要系仓单业务收入下降所致。

2017—2019 年，公司营业支出先增后减、波动增长，年均复合增长 10.01%，主要系仓单业务成本波动所致；公司 2019 年发生营业支出 71.49 亿元，同比下降 20.09%。公司 2019 年营业支出构成中，业务及管理费占比 37.62%，赔付支出占比 8.98%，资产减值损失占比 4.43%，信用业务减值损失占比 2.46%，其他业务成本占比 44.08%，其他业务成本主要为仓单业务成本。

从盈利规模来看，2017—2019 年，公司整体利润规模呈增长趋势，营业利润和净利润年均复合变动率分别为 5.04%和 11.18%。2019 年实现净利润 7.62 亿元，同比增长 4.00%，主要系公允价值变动损益和仓单业务毛利润由负转正所致；其中归属于母公司所有者的净利润 4.48 亿元，占比 58.81%。

表 26 公司收入及利润情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	68.10	98.22	81.45
营业支出	59.07	89.46	71.49
营业利润	9.03	8.77	9.96
净利润	6.16	7.32	7.62

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从盈利指标来看，近年来盈利指标整体波动增长，2018 年增长主要系净利润增长所致，2019 年小幅回落主要系总资产和净资产规模增长所致。2019 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 12.23%、0.84%、0.97%、2.61%和 2.32%，整体盈利水平一般。

表 27 公司盈利指标（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业利润率	13.26	8.92	12.23
总资产收益率	0.67	0.86	0.84
净资产收益率	0.80	1.02	0.97
净资产收益率	1.95	2.57	2.61
归母净资产收益率	1.86	3.22	2.32

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

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，杠杆水平相对较低。

表 28 金融控股平台类企业的财务指标比较（单位：%）

项目	数据时间	净资产收益率	归母净资产收益率	资产负债率	自有资产负债率
湖南财信投资控股有限公司	2019 年	7.24	7.33	64.50	54.63
苏州国际发展集团有限公司	2019 年	3.74	2.27	73.11	68.35

珠海华发投资控股有限公司	2019 年	3.04	3.03	39.77	36.49
上述样本企业平均值	2019 年	4.67	4.21	59.13	53.16
山西金控	2019 年	2.61	2.32	67.36	61.72

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合评级整理

公司现金流表现正常，期末现金及现金等价物余额规模大，整体现金较充裕。

经营活动方面，2017—2019 年，公司经营活动现金呈由净流入转净流出，再转净流入的状态，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和可供出售的金融资产净增加额波动所致。

投资活动方面，2017—2019 年，公司投资活动现金呈持续净流出状态，但净流出额先减少后增加，2017 年净流出较大主要系划转股权导致投资现金流出较大所致。

筹资活动方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金呈持续净流入状态，净流入金额持续缩窄，主要系公司偿还债务支付现金增长所致。

2017—2019 年，公司期末现金及现金等价物余额规模大，整体现金较充裕。

表 29 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流量净额	16.09	-38.65	33.10
投资活动现金流量净额	-82.67	-1.80	-18.94
筹资活动现金流量净额	49.68	11.62	2.75
现金及现金等价物净增加额	-17.23	-28.45	16.96
期末现金及现金等价物余额	236.92	208.47	225.43

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

3. 母公司报表分析

母公司口径资产规模先稳后增，资产结构以长期股权投资和其他资产为主；母公司杠杆持续处于低水平；母公司净资产规模先稳后增，所有者权益稳定性好。

2017—2019 年末，母公司口径资产总额呈先稳定后增长的趋势，年均复合增长 3.79%；截至 2019 年末，母公司口径资产总额 206.41 亿元，较年初增长 7.77%，主要系长期股权投资增长所致。母公司资产构成以长期股权投资（占比 79.09%）和其他资产（占比 16.05%）为主，其他资产主要为政府引导基金。

2017—2019 年末，母公司负债总额先降后增、波动增长，年均复合增长 5.22%，主要系长短期借款波动所致。截至 2019 年末，母公司负债总额 10.57 亿元，较年初增长 97.31%，主要系长期借款大幅增长所致，其中短期借款、长期借款和其他负债分别占比 28.37%、43.50%和 26.95%，截至 2019 年末，母公司全部债务 7.60 亿元，其中短期债务占比 39.47%，长期债务占比 60.53%。母公司杠杆持续处于低水平，债务负担轻，2019 年末资产负债率仅为 7.24%。

2017—2019 年末，母公司口径所有者权益呈先稳定后增长的趋势，年均复合增长 3.72%，主要系利润滚存和陆续划转资本致使股本增加所致。母公司所有者权益构成始终以股本和资本公积为主，2019 年末占比分别为 62.79%和 30.85%，所有者权益稳定性好。

表 30 母公司口径资产负债表情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额	191.60	191.53	206.41
其中：长期股权投资	141.65	149.88	163.25
其他资产	31.21	32.69	33.14
负债总额	9.55	5.36	10.57
其中：短期借款	6.10	2.00	3.00
长期借款	0.00	0.00	4.60
其他负债	3.31	3.31	2.85
所有者权益	182.05	186.17	195.84
其中：股本	115.97	115.97	122.96
资本公积	60.41	60.41	60.41
全部债务	6.10	2.00	7.60
其中：短期债务	6.10	2.00	3.00
长期债务	0.00	0.00	4.60
资产负债率	4.98	2.80	5.12
全部债务资本化比率	3.24	1.06	3.74
长期债务资本化比率	0.00	0.00	2.29

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

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所得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。2017—2019 年，母公司口径投资收益整体保持稳定，年均复合增长 1.31%，主要是长期股权投资收益波动所致。2017—2019 年，随着投资收益的波动，母公司营业利润和净利润也随之波动，年均复合变动率分别为 10.20% 和 10.20%；同期，母公司盈利能力指标也呈先增后减的波动上升趋势，因无具体业务运营，母公司盈利能力偏弱且稳定性一般。

表 31 母公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	4.57	5.25	5.09
营业支出	0.83	0.71	0.61
营业利润	3.74	4.54	4.48
净利润	3.74	4.59	4.54
总资产收益率	2.16	2.40	2.28
净资产收益率	2.49	2.49	2.38

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

母公司经营活动现金流净额持续下降，投资活动主要表现为净流出，对筹资活动依赖度提高。

2017—2019 年，母公司经营现金流为持续净流入，2018 年起经营活动现金流净流入大幅减少主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产净减少额下降所致。

2017—2019 年，母公司投资活动现金流量为持续净流出，主要系近年来母公司对子公司投资支出金额较大所致。

2017—2019 年，母公司筹资活动现金流量为持续净流入，主要系近年来母公司吸收投资和取得借款金额较大所致。

2017—2019 年，母公司期末现金及现金等价物余额有所下降。

表 32 母公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流量净额	16.07	5.22	3.07
投资活动现金流量净额	-14.11	-20.62	-15.69
筹资活动现金流量净额	6.79	9.61	10.79
现金及现金等价物净增加额	8.76	-5.79	-1.84
期末现金及现金等价物余额	13.66	7.87	6.04

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

4. 公司偿债能力分析

公司偿债指标整体表现较好；考虑到公司股东实力雄厚且给予公司较多支持，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，2017—2019 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波动大或为负值，相关指标无法形成有效覆盖，总体指标表现较好。

长期偿债指标方面，2017—2019 年，受利息支出规模波动影响，合并口径 EBITDA 呈先增后减、总体增长趋势，年均复合增长 5.87%；2019 年，EBITDA 为 29.54 亿元，主要由利润总额（占比 34.17%）和利息支出（占比 59.84%）构成；母公司口径 EBITDA 呈先增后减、总体下降趋势，年均复合下降 1.76%；2019 年母公司口径 EBITDA 为 4.65 亿元，主要由利润总额（占比 97.57%）和利息支出（占比 2.22%）构成。合并和母公司口径 EBITDA 对利息支出的覆盖程度较好，合并口径 EBITDA 对全部债务的覆盖一般，母公司口径 EBITDA 对全部债务负债尚可。

表 33 公司偿债能力指标（单位：倍、亿元）

项目	2017 年		2018 年		2019 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	0.96	2.24	0.62	3.94	0.79	2.01
筹资活动前现金流量净额利息倍数	-4.09	1.83	-2.03	-58.30	0.80	-112.36
EBITDA	26.35	4.82	30.32	4.86	29.54	4.65
EBITDA 利息倍数	1.62	4.48	1.52	18.42	1.66	45.11
EBITDA 全部债务比	0.09	0.79	0.08	2.43	0.08	0.61

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司从国内各家银行获得的各类银行授信总额度为人民币 647.60 亿元、港币 2.00 亿元，已使用授信人民币 89.20 亿元、港币 2.00 亿元，未使用授信人民币 558.40 亿元。

截至 2019 年末，公司及子公司无对外担保（不含山西再担保的担保业务）。公司及主要子公司不存在涉案金额超过 1,000 万元人民币，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。

根据查询日期为 2020 年 3 月 31 日的中国人民银行《企业信用报告》，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

相比目前债务规模，本期债券发行后，公司债务负担有所增加，但负债杠杆仍将处于合理水平。

本期债券拟发行规模不超过 30.00 亿元，发行规模相较合并口径已有债务规模来说一般，相较母公司口径已有债务规模很大。以 2019 年末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 30.00 亿元，在其他因素不变的情况下，本期债券发行后，合并口径下负债和债务规模有所增长，但债务水平上升程度可控，杠杆指标仍然处于合理区间；母公司口径下负债和债务规模大幅增长，债务水平上升幅度较大，但因母公司既有杠杆水平很低，发行后杠杆指标仍然处于较低区间。本期债券发行成功后，公司合并口径债务结构有所优化，长期债务占比上升，但结构仍以短期为主；母公司口径债务将以长期债务为主。

表 34 以 2019 年末财务数据预测本期债券发行后公司负债及杠杆情况

项目	合并		母公司	
	发行后	较发行前变动(%)	发行后	较发行前变动(%)
负债总额(亿元)	645.96	4.87	40.57	283.72
自有负债(亿元)	511.13	6.24	--	--
全部债务(亿元)	392.83	8.27	37.60	394.74
资产负债率(%)	68.40	1.04	17.16	12.04
自有资产负债率(%)	63.13	1.42	--	--
全部债务资本化比率(%)	56.83	1.96	16.11	12.37
长期债务资本化比率(%)	26.36	5.89	15.01	12.72

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2. 本期债券偿还能力分析

综合考虑偿付指标及公司在资本实力、金融业务多元化布局、股东支持等方面的优势，公司对本期债券的偿还能力极强。

以相关财务数据为基础，按照本期债券发行30.00亿元估算相关指标对本期债券本金的保障倍数（见下表），合并口径和母公司口径所有者权益对本期债券本金覆盖良好，净利润、EBITDA和筹资活动前现金流量净额对本期债券本金保障程度一般。

表 35 本期债券偿还能力指标（单位：倍）

项目	2019 年	
	合并	母公司
所有者权益/本期债券本金	9.95	6.53
净利润/本期债券本金	0.25	0.15
EBITDA/本期债券本金	0.98	0.16
筹资活动前现金流量净额/本期债券本金	0.47	-0.42

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

考虑到本期发行债券所募集的资金拟用于偿还公司本部及子公司债务、补充公司本部及子公司的流动性，有利于公司各类业务发展，能够对本期债券到期兑付起到积极的影响。

九、综合评价

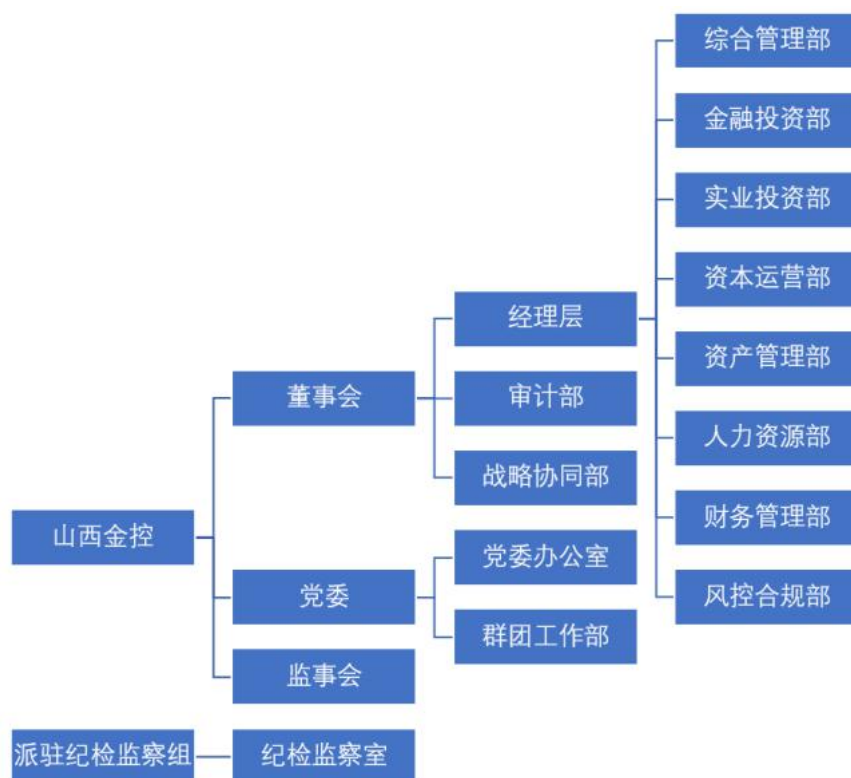
公司作为山西省内唯一的国有大型全牌照金融控股平台，区域地位显著，股东背景很强，对公司发展提供资源及政策支持。目前，公司已覆盖证券、保险、信托、再担保、金融租赁、基金、期货、房地产等多个领域，拥有众多金融牌照资源。子公司山西证券为全国性的综合类上市证券公司，业务资质齐全，资产流动性较好，资本充足性较高，在行业内具有较强竞争优势，信托、金融租赁、保险、再担保等业务运营主体在山西省具有竞争优势；公司整体具备很强的综合实力。公司资产规模大且资产质量较好，资本实力很强，母公司杠杆率低。

同时，联合评级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，主要子公司有望较好发展，公司整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2019 年末山西金融投资控股集团有限公司 组织结构图



附件 2 山西金融投资控股集团有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	808.26	895.87	914.43
所有者权益（亿元）	285.81	284.56	298.46
短期债务（亿元）	247.84	338.85	285.97
长期债务（亿元）	40.30	64.09	76.86
全部债务（亿元）	288.14	402.94	362.83
营业收入（亿元）	68.10	98.22	81.45
净利润（亿元）	6.16	7.32	7.62
EBITDA（亿元）	26.35	30.32	29.54
经营性现金流净额（亿元）	16.09	-38.65	33.10
总资产收益率（%）	0.67	0.86	0.84
净资产收益率（%）	1.95	2.57	2.61
营业利润率（%）	13.26	8.92	12.23
资产负债率（%）	64.64	68.24	67.36
全部债务资本化比率（%）	50.20	58.61	54.87
长期债务资本化比率（%）	12.36	18.38	20.48
EBITDA 利息倍数（倍）	1.62	1.52	1.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.08	0.08
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.88	1.01	0.98

附件3 山西金融投资控股集团有限公司 母公司口径主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	191.60	191.53	206.41
所有者权益（亿元）	182.05	186.17	195.84
短期债务（亿元）	6.10	2.00	3.00
长期债务（亿元）	0.00	0.00	4.60
全部债务（亿元）	6.10	2.00	7.60
营业收入（亿元）	4.57	5.25	5.09
净利润（亿元）	3.74	4.59	4.54
EBITDA（亿元）	4.82	4.86	4.65
经营性现金流净额（亿元）	16.07	5.22	3.07
总资产收益率（%）	2.16	2.40	2.28
净资产收益率（%）	2.49	2.49	2.38
营业利润率（%）	81.89	86.56	87.97
资产负债率（%）	4.98	2.80	5.12
全部债务资本化比率（%）	3.24	1.06	3.74
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	2.29
EBITDA 利息倍数（倍）	4.48	18.42	45.11
EBITDA 全部债务比（倍）	0.79	2.43	0.61
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.16	0.16	0.16

附件 4 有关计算指标的计算公式

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	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 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)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
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 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 山西金融投资控股集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年山西金融投资控股集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山西金融投资控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山西金融投资控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注山西金融投资控股集团有限公司的相关状况，如发现山西金融投资控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如山西金融投资控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至山西金融投资控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山西金融投资控股集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二〇二〇年七月二十一日

