

信用评级公告

联合〔2022〕4798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：

二〇二二年六月二十四日

山西金融投资控股集团有限公司

2022 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：2022 年 6 月 24 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202204

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	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	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		2
		调整因素和理由		
公司作为山西省财政厅全资企业，股东背景很强，股东能够给予子公司较大的支持。				+1

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，能够获得较大省内资源及政策支持。2021 年，公司整体运营情况良好，营业收入和利润同比均实现较大增长，各业务板块运营主体在山西省内仍保持很强的区域竞争力。截至 2021 年末，公司资产规模大且资产质量较好，资本实力很强。

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”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 股东背景很强，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。
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，2021 年净利润同比有所增长。公司 2021 年整体经营状况良好，各业务板块运营主体在山西省内仍保持很强竞争优势。
3. 财务表现较好。截至 2021 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。

分析师：张祎 张晨露

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

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. 杠杆水平有所增长且债务期限偏短，存在一定流动性管理压力。截至2021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	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	914.43	1002.23	1122.89
所有者权益（亿元）	298.46	315.45	317.42
长期债务（亿元）	76.86	125.92	173.02
全部债务（亿元）	362.83	396.48	485.27
资产负债率（%）	67.36	68.53	71.73
营业收入（亿元）	81.45	56.33	74.18
净利润（亿元）	7.62	4.86	7.63
EBITDA（亿元）	29.54	25.74	31.93
经营性净现金流（亿元）	33.10	-30.43	14.87
营业利润率（%）	12.23	15.20	14.83
净资产收益率（%）	2.61	1.58	2.41
全部债务资本化比率（%）	54.87	55.69	60.46
EBITDA 利息倍数（倍）	1.66	1.71	1.85
全部债务/EBITDA（倍）	12.28	15.40	15.20
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	206.41	219.74	224.23
所有者权益（亿元）	195.84	180.26	182.49
全部债务（亿元）	7.60	37.95	40.75
营业收入（亿元）	5.09	-1.25	3.10
投资收益（亿元）	4.91	-1.02	4.15
利润总额（亿元）	4.54	-2.17	2.04
净资产收益率（%）	2.82	-1.15	1.13
资产负债率（%）	5.12	17.97	18.62
全部债务资本化比率（%）	3.74	17.39	18.25

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	2021/06/25	陈凝 董日新	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	阅读全文
	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	2021/06/25	陈凝 董日新	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	阅读全文
	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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山西金融投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

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

2022 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、主体概况

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。后经多次子公司股权划转及增资，截至 2019 年末，公司实收资本为 122.96 亿元，注册资本为 106.47 亿元。2020 年，山西省财政厅陆续对公司增资 13.60 亿元；2021 年，山西省财政厅对公司增资 2.00 亿元，专项用于对山西省融资再担保集团有限公司增资。截至 2022 年 3 月末，公司实收资本为 139.32 亿元，注册资本为 106.47 亿元；山西省财政厅持有公司 100.00% 的股权，为公司控股股东和实际控制人。

截至 2022 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）等业务。

截至 2021 年末，公司拥有一级子公司 12 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、山西太行产业投资基金管理有限公司（以下简称“太行基金”）和山西省养老保险基金资产管理有限公司（以下简称“山西养老资产”）；本部设置有党群工作部、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 2021 年末，公司合并口径在职员工合计 5958 人。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 1122.89 亿元，负债总额 805.47 亿元，所有者权益合计 317.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益 184.19 亿元；2021 年，公司实现营业收入 74.18 亿元，利润总额 10.93 亿元，净利润 7.63 亿元，其中归属母公司所有者利润 1.36 亿元，经营活动现金流净额 14.87 亿元，现金及现金等价物净增加额 38.93 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、跟踪债券概况

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”均在付息日正常付息。

本次跟踪的 2 只债券设置有投资者回售选择权和发行调整票面利率选择权，截至本报告出具日跟踪债券均未到行权日。

表 1 本次跟踪债券概况 单位：亿元、年

债券名称	发行金额	债券余额	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回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，

国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增

长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大

概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济分析

公司作为山西省财政厅下属企业，业务开展易受山西省经济发展影响；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，其中证券和保险板块对营业收入的贡献度较高。

1. 证券行业分析

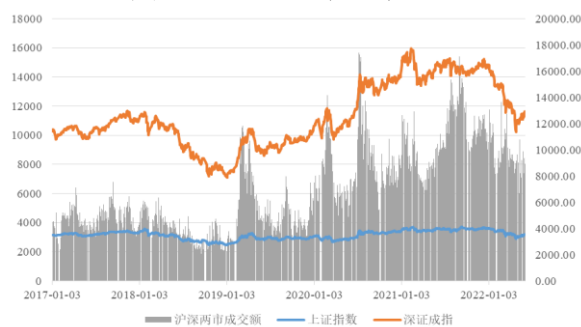
证券业务为公司核心业务，主要包括证券经纪、投资银行、证券投资、资产管理等。

(1) 证券行业概况

2021 年，股票市场呈震荡走势，结构行情明显，市场交投持续活跃；债券市场运营平稳，市场规模保持增长态势，全年发行量同比小幅增长。

股票市场方面，2019 年，市场预期回暖，股票市场先扬后抑，一季度贡献全年大部分涨幅；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；2021 年，股票市场呈现震荡走势，板块分化加剧，结构性行情明显，市场交投活跃度持续提升。截至 2021 年末，上证指数收于 3639.78 点，较年初上涨 4.80%；深证成指收于 14857.25 点，较年初上涨 2.67%，涨幅均较 2020 年有所回落。根据交易所公布的数据，截至 2021 年末，我国上市公司总数 4615 家，较年初增加 461 家；上市公司总市值 91.61 万亿元，较年初增长 14.91%。根据 Wind 统计数据，2021 年全部 A 股成交额 257.18 万亿元，同比增长 24.82%，市场交投持续活跃。截至 2021 年末，市场融资融券余额 1.83 万亿元，较上年末增长 13.17%，其中融资余额占比 93.44%，融券余额占比 6.56%。2021 年，全市场股权融资募集资金合计 1.84 万亿元，同比增长 6.39%；完成 IPO、增发和配股的企业分别有 520 家、507 家和 6 家；完成可转债和可交债发行的企业分别有 119 家和 34 家。

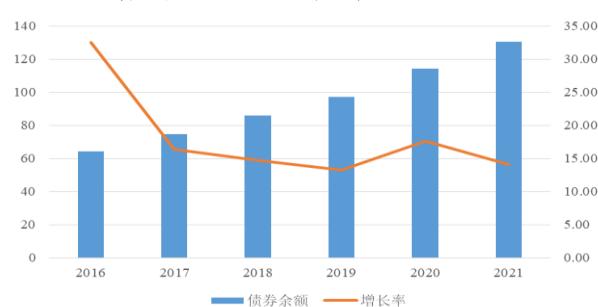
图 1 股票市场指数及成交额情况（单位：点、亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

债券市场方面，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，债券市场规模持续增长，受疫情以及货币政策影响，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；2021 年，债券市场整体运行平稳，全年债券发行量同比小幅增长。根据 Wind 统计数据，2021 年境内共发行各类债券 5.38 万只，发行额 61.76 万亿元，同比增长 8.55%。截至 2021 年末，我国存量债券余额 130.35 万亿元，较上年末增长 14.10%，较上年末增速放缓。2021 年境内债券交易总金额 1631.90 万亿元，同比增长 27.27%；其中现券交易成交金额 241.91 万亿元，回购交易成交金额 1161.23 万亿元，同业拆借成交金额 128.76 万亿元。截至 2021 年末，中债—综合净价（总值）指数收于 103.30 点，较年初小幅增长 1.44%。

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，证券行业服务实体经济取得新成效。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展的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。2021年9月，定位为“服务创新型中小企业的主阵地”的北京证券交易所注册成立，我国资本市场的层次布局不断完善。根据中国证券业协会统计，2021年，证券公司服务481家企业完成境内首发上市，融资金额达5351.46亿元，分别同比增加87家、增长12.87%，其中科创板、创业板两板上市企业家数占全年IPO家数的75.05%，融资金额占全年IPO融资总额的65.28%，引导资本有效支持科技创新；服务527家境内上市公司实现再融资，融资金额达9575.93亿元，分别同比增加132家、增长8.10%。同期，证券公司承销债券15.23万亿元，同比增长12.53%。

随着证券市场规模逐步扩大，证券公司规模逐年增长；2021年，证券行业业绩表现较好；证券公司收入实现对经纪业务和自营业务依赖程

度较高，盈利水平受市场行情及行业政策影响较大。

近年来，证券公司的数量呈稳步增长态势。2017—2021年，证券公司总资产和净资产规模逐年扩大；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—2021年，受市场行情和利好政策等因素影响，证券公司业绩持续增长。截至2021年底，140家证券公司总资产为10.59万亿元，较上年末增长18.99%；净资产为2.57万亿元，较上年末增长11.26%，净资本为2.00万亿元，较上年末增长9.89%。2021年，140家证券公司实现营业收入5024.10亿元，实现净利润1911.19亿元，分别同比增长12.03%和21.32%，经营业绩同比实现较好增长。

从收入结构来看，2021年，证券公司收入仍主要来源于经纪业务和自营业务。2021年，证券行业实现经纪业务收入1534.18亿元，同比增长33.08%，占比行业营业收入的30.54%，较上年有所提升，其中代理销售金融产品净收入206.90亿元，同比增长53.96%；实现投资银行净收入699.83亿元，同比增长4.12%；实现资产管理业务净收入317.86亿元，同比增长6.10%。截至2021年末，证券行业资产管理业务规模为10.88万亿元，较上年末增长3.53%，其中集合资产管理规模大幅增长112.52%至3.28万亿元，资产管理业务主动管理转型成效显著。

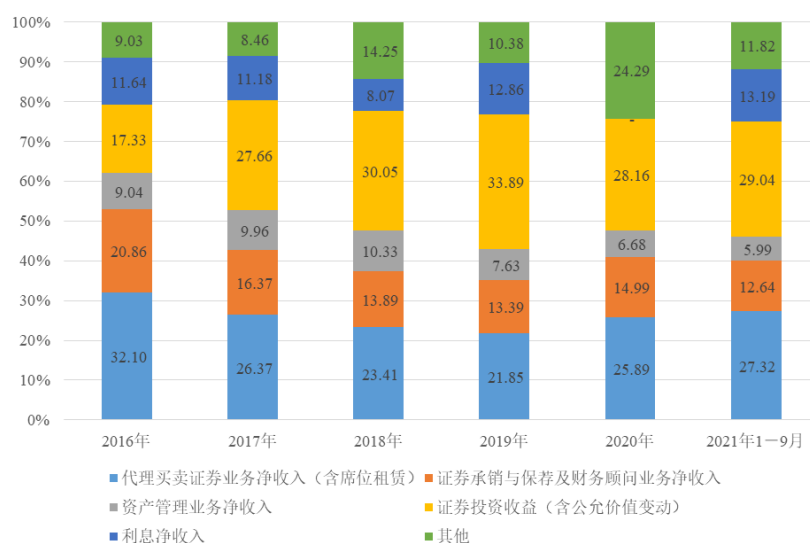
表3 证券行业概况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
证券公司家数（家）	131	131	133	139	140
盈利家数（家）	120	106	120	127	/
盈利家数占比（%）	91.60	80.92	90.23	91.37	/
营业收入（亿元）	3113.28	2662.87	3604.83	4484.79	5024.10
净利润（亿元）	1129.95	666.20	1230.95	1575.34	1911.19
总资产（万亿元）	6.14	6.26	7.26	8.90	10.59
净资产（万亿元）	1.85	1.89	2.02	2.31	2.57
净资本（万亿元）	1.58	1.57	1.62	1.82	2.00

注：证券业协会未披露2021年证券公司盈利家数情况

资料来源：中国证券业协会

图3 我国证券行业业务收入结构图



注：1. 证券业协会未披露2020年全行业利息净收入数据，2020年其他包括利息净收入和其他收入；
2. 证券业协会未披露全行业2021年代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）、证券承销与保荐业务净收入、财务顾问业务净收入、证券投资收益（含公允价值变动）、利息净收入数据，仅披露了经纪业务收入、投资银行净收入等，因披露口径存在较大差异，故上表以2021年前三季度收入结构替代全年进行列示
资料来源：中国证券业协会

证券公司行业集中度较高。

证券公司行业集中度较高。按证券公司营业收入排序，2021年，前十大证券公司实现营业收入合计3847.83亿元，净利润1313.90亿元，占全行业营业收入和净利润的比重分别为50.30%和56.53%。截至2021年底，前十大证券公司资产总额为6.98万亿元，净资产总额为1.29万亿

元，分别占全行业总资产和净资产比重的46.97%和54.80%；前十大证券公司上述财务指标较2020年有所下降，但行业集中度仍较高。未来，大型券商可以凭借规模、平台、品牌、政策倾斜等多方面优势将龙头优势进一步扩大，证券公司的行业集中度仍将维持在较高水平。

表4 截至2021年末/2021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	2138.08	12786.65	765.24	240.05
2	海通证券	1777.55	7449.25	432.05	137.48
3	国泰君安	1506.37	7912.73	428.17	153.03
4	华泰证券	1520.36	8066.51	379.05	136.01
5	中国银河	989.78	5601.35	359.84	105.17
6	广发证券	1108.01	5358.55	342.50	120.55
7	中金公司	847.31	6497.95	301.31	108.10
8	中信建投证券	800.06	4527.91	298.72	102.35
9	招商证券	1125.90	5972.21	294.29	116.58
10	申万宏源	1054.53	5617.34	246.66	94.58
合计		12867.95	69790.45	3847.83	1313.90

资料来源：公开数据，数据以营业收入由高到低排序

（2）行业政策

在资本市场深化改革背景下，证券公司严监

管态势将延续；新《证券法》等纲领性文件出台，多项利好政策、业务规则和指引密集发布，有望推动资本市场和证券行业健康有序发展。

在资本市场深化改革背景下，在加强金融监管、防范金融风险的监管要求下，“严监管、防风险”仍将是监管的主旋律。随着新《证券法》等纲领性文件出台，资本市场基础设施建

设的持续推进，证券行业多项业务规则、指引密集发布，引导证券公司规范执业，推动资本市场和证券行业有序发展。

表 5 2019 年以来部分行业政策及重大事项情况

时间	政策名称	主要内容
2019 年 3 月	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共 2+6+1 个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定
2019 年 7 月	证监会发布《证券公司股权管理规定》	进一步加强证券公司股权监管，规范证券公司股东行为，提升监管效能
2019 年 8 月	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	对高分类评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。于 2020 年 1 月发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，并于 2020 年 6 月 1 日正式施行
2019 年 12 月	修订《中华人民共和国证券法》	进一步完善了证券市场基础制度，为证券市场全面深化改革落实落地，有效防控市场风险，提高上市公司质量，切实维护投资者合法权益，促进证券市场服务实体经济功能发挥，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提供了坚强的法治保障
2020 年 5 月	发布《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》	为落实新《证券法》有关要求，支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，更好服务实体经济，允许证券公司公开发行次级债券以及为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间
2020 年 6 月	发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》、《证券发行上市保荐业务管理办法》	推动创业板改革并试点注册制
2020 年 7 月	证监会发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	明确适用范围，精简优化发行条件。明确发行上市审核和注册程序。强化信息披露要求，对发行承销作出特别规定，强化监督管理和法律责任，加大对上市公司、中介机构等市场主体违法违规行为的追责力度
2021 年 2 月	《证券市场资信评级业务管理办法》发布	取消证券评级业务行政许可，改为备案管理；取消公开发行公司债券强制评级，降低第三方评级依赖的基础上，完善证券评级业务规则，规范评级执业行为；增加独立性要求；提高证券评级业务违法违规成本
2021 年 3 月	深交所《关于合并主板与中小板相关安排的通知》	顺应市场自然规律，对市场估值无实质影响
	《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》	进一步完善证券公司股东准入和监管的相关要求
	《上市公司信息披露管理办法》	大幅提高信息披露的违法违规成本，信息披露环节监管将更趋严格
2021 年 5 月	证监会公布首批证券公司“白名单”	简化优质券商工作流程，进一步提升监管有效性，推动行业高质量发展
2021 年 7 月	《关于依法从严打击证券违法活动的意见》	加强资本市场基础制度建设，健全依法从严打击证券违法活动体制机制，提高执法司法效能
	《证券期货违法行为行政处罚办法》	提升流动性覆盖率要求，延长最长发行期限，短期融资券发行更规范
2021 年 9 月	《证券公司短期融资券管理办法》	提升流动性覆盖率要求，延长最长发行期限，短期融资券发行更规范
2021 年 9 月	设立北京证券交易所	有助于完善多层次资本市场体系，更好发挥资本市场功能作用、促进科技与资本融合
2021 年 10 月	证监会发布《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》	进一步规范辅导相关工作，充分发挥派出机构属地监管优势，压实中介机构责任，从源头提高上市公司质量，积极为全市场稳步推进注册制改革创造条件
2022 年 5 月	证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	深入推进设立科创板并试点注册制改革，完善科创板交易制度，提升科创板股票流动性、增强市场韧性
	证监会发布《保荐人尽职调查工作准则》和《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》	持续完善制度规则体系，督促保荐机构不断提高执业质量，提高资本市场服务实体经济高质量发展能力

资料来源：证监会网站，联合资信整理

(3) 未来动向 随着政策红利持续向优质券商倾斜以及前期资源、业务投入积累效应的显现，大型券商综

分层竞争格局持续，中小券商竞争压力大。

合实力持续提升。头部券商业务综合多元，收入结构相对均衡，在业绩稳定性方面更具优势，同时，随着其持续发力创新业务，综合实力优势突出，有利于大型券商在轻、重资本业务转型上构建核心优势。行业逐步孕育分层竞争格局，中小券商也将结合市场环境、自身禀赋及其所在区域的特色化需求，在特定行业、区域内精耕细作，逐步转向差异化、特色化发展策略。同时，若行业景气度下行，中小券商将面临更大竞争压力。

严监管基调持续，利于行业规范发展。

2022 年，证监会将统筹推进提高上市公司质量、健全退市机制、多层次市场建设、强化中介机构责任、投资端改革、完善证券执法司法体制机制等重点改革，持续完善资本市场基础制度。“严监管、防风险”仍将是监管的主旋律，以推动证券公司加强内部控制、扎实风险管理、提升执业水平，坚守底线练好内功，推动行业规范发展。

2. 财产险行业发展概况

(1) 行业概况

2021 年以来，在车险综合改革持续推行的背景下，车险业务拓展压力加大，叠加国内新车销量进一步下滑的影响，财产险公司保费收入增长乏力；短期健康险、责任保险、农业保险等非车险险种保费收入快速增长，对财产险公司保费收入规模的贡献度持续提升。

近年来，在宏观经济下行、居民购买欲望下降、购置补贴力度下降以及部分城市限购限号等因素的影响下，我国新车产销量持续下滑，车险保费收入增速的持续下降导致财产险原保险保费收入增速持续放缓。2020 年 9 月，银保监会推动实施车险综合改革，2021 年作为车险改革实施的第一个完整年度，“降价、增保、提质”的阶段性目标得以实现，车险定价水平明显下降、责任限额及赔付率有所上升，导致车险业务拓展压力加大，叠加国内新车销量进一步下滑的影响，财产险公司保费收入增长乏力。2021 年，财产险业务保费收入 1.37 万亿元。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；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。2021 年，全国车险保费收入 7773 亿元，同比下降 5.72%；健康险保费收入 1378 亿元，同比增长 23.70%，已成为财产险公司的第二大险种；农业保险业务实现原保险保费收入 976 亿元，同比增长 19.75%。资产方面，2021 年末财产险公司总资产 24513 亿元，较年初增长 4.65%。

从财险市场竞争格局来看，市场竞争格局变化不大，行业集中程度仍较高，同时部分主体市场占有率排名有所变化。2021 年，保费收入前 10 家的财产险公司市场份额占比较上年末略有提升，其中前 3 大财产险公司市场占比保持在 63% 左右，市场集中度仍较高。

表 6 财险公司市场集中度

排名	2019 年		2020 年		2021 年	
	公司	占比	公司	占比	公司	占比
1	人保股份	33.17%	人保股份	31.89%	人保股份	32.77%
2	平安财险	20.82%	平安财险	21.05%	平安财险	19.69%
3	太平洋财险	10.16%	太平洋财险	10.98%	太平洋财险	11.13%
4	国寿财产	5.92%	国寿财产	6.37%	国寿财产	6.68%
5	中华联合	3.73%	中华联合	3.89%	中华联合	4.06%
6	大地财险	3.72%	大地财险	3.55%	大地财险	3.17%
7	阳光财产	3.04%	阳光财产	2.76%	阳光财产	2.98%
8	太平保险	2.07%	太平保险	2.10%	太平保险	2.29%
9	天安财险	1.20%	众安在线	1.23%	众安在线	1.49%
10	出口信用	1.13%	华安财险	1.11%	华安财险	1.15%
	合计	84.94%	合计	84.92%	合计	85.42%

数据来源：wind 及保险行业协会网站，联合资信整理

（2）盈利水平

受经济下行及疫情因素持续影响，保险公司承保利润增长压力加大，人身险和财产险行业的分化效应不断凸显，头部险企市场份额稳固且行业利润占比较高；此外，保险公司可运用资金规模稳步增长，但在优质资产稀缺的背景下，面临一定配置压力，未来盈利水平提升的挑战增加。

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。2021年，保险公司实现原保险保费收入4.49万亿元，同比下降0.79%，其中，财产险原保险保费收入1.37万亿元，人身险原保险保费收入3.12万亿元。

从赔付支出来看，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，由于经济下行且信用风险事件频发，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。2021年，保险公司原保险赔付支出1.56万亿元，按可比口径，行业汇总原保险赔付支出同比增长14.12%，其中，财产险业务累计赔付支出7688亿元；人身险业务累计赔付支出7921亿元，从细分业务来看，寿险业务赔付支出3540亿元，健康险业务赔付支出4029亿元，人身意外伤害险业务赔付支出352亿元。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，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

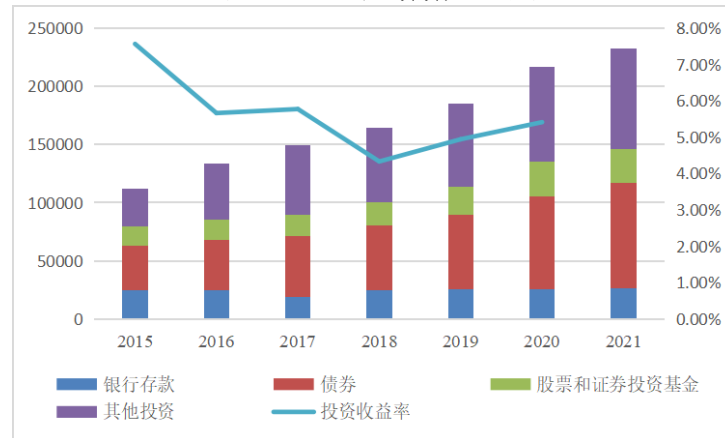
司债券配置力度相应增加。此外，在监管政策以及市场机会引导下，保险公司权益类投资规模和收益水平不断提升。截至2021年末，国内保险资金运用余额23.23万亿元，较上年末增长7.14%。从投资资产结构来看，截至2021年末，保险公司银行存款与债券投资合计占总资金运用金额的比例为50.31%，较2019年末上升1.74个百分点；股票和证券投资基金占比12.70%，下降1.06个百分点；其他投资占比36.99%，下降0.68个百分点。

投资收益方面，2021年以来长端利率呈现波动下行的趋势，权益市场价值波动及板块轮动较为频繁，迫使保险公司适当拉长固收资产久期并把握权益资产的价格窗口进行处置变现，投资收益实现难度加大。但值得注意的是，中小保险公司在市场波动加大的背景下资产配置压力增加较明显，同时由于保险业务转型、偿付能力制约和投研能力不足等因素导致投资收益增厚手段相对有限，与头部险企的投资绩效差异趋于明显。考虑到目前资本市场整体处于低利率的环境且将持续，未来投资收益水平的提升面临一定压力。

利润表现方面，2021年以来，随着疫情在全球范围内得到控住，进入后疫情时期，面对全球主要发达经济体宽松货币政策的外溢影响，我国通过降准、再贷款、再贴现、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行，满足实体经济流动性需求。2021年以来，货币政策延续稳健灵活的主要基调，宏观经济的基本面保持相对稳定，但受经济增速下行及疫情持续影响，煤炭、房地产、城投平台等投资领域的信用分层愈发明显，使得对资产久期、安全性要求较高的保险资金配置压力不断增加，加之权益市场波动加大，投资收益增长有所承压。另一方面，新单保费收入增速下降、车险综合改革等措施使得保险行业保费收入承压，会计准则变更加大保险公司准备金计提规模，导致盈利水平呈现下行趋势。2021年，人身险公司共计实现净利润2011亿元，较上年同期下降19%；财产险公司共计实现净利润527亿元，同比增长5.9%，但亏损险企数量有所

增长，同时人保财险、平安财险和太平洋财险三家头部财险公司实现净利润共计 456 亿元，占全行业净利润的 85% 以上，中小财险公司盈利承压加剧。

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较好水平，且高于人身险行业，监管不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道进一步拓宽，但仍需关注业务的快速发展对保险公司资本的消耗以及“偿二代二期”全面实施等因素偿付能力充足性的影响。

2016 年“偿二代”正式实施，行业整体偿付能力充足水平稳定，但呈下降趋势。2017 年 9 月，原中国保监会发布实施偿二代二期工程建设方案，根据建设方案 2018 年 5 月，银保监会制定了《偿二代二期工程建设路线图和时间表》，共 36 个建设项目。2021 年 12 月 30 日，中国银保监会发布《保险公司偿付能力监管规则(II)》(下称“规则 II”)，标志着“偿二代”二期工程建设顺利完成，保险业自编报 2022 年第 1 季度偿付能力季度报告起全面实施规则 II，对于受规则 II 影响较大的保险公司，中国银保监会将根据实际情况确定过渡期政策，允许在部分监管规则上分步到位，最晚于 2025 年起全面执行到位。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，根据银保监会公布的 2021 年保险业偿付能力状况数据显示，截至 2021 年四季度末，财产险公司的平均综合偿付能力充足率为 283.7%，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 2021 年第四季度财产

险公司偿付能力报告的数据显示，截至 2021 年 4 季度末，除安心财险核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率均为负外，其余财产险公司偿付能力指标均满足监管要求，但部分保险公司偿付能力接近监管红线，其中长安责任、渤海财险和安心财险综合偿付能力充足率低于 150%，长安责任和安心财险的核心偿付能力充足率低于 100%。此外，渤海财险及阳光信用保证保险风险评级为 C 类，安心财险风险评级为 D 类，未满足《保险公司偿付能力管理规定》中“风险综合评级在 B 类及以上”的要求。总体看，得益于财产险公司亏损减少以及补充资本等因素，财产险行业整体偿付能力充足水平有所上升，行业抗风险能力处于较好水平；但另一方面，业务的发展及资本市场的变化将会增加财产险行业的风险管控的难度，从而使得偿付能力的提升承压。考虑到目前银保监会偿二代二期工程建设顺利完成，随着偿二代二期工程的全面实施，部分保险公司偿付能力水平面临一定提升压力。

近年来，业务规模的快速发展、资本市场的波动、财产险公司车险业务改革以及监管力度的加大等因素对保险公司偿付能力稳定带来不利影响，叠加新冠疫情反复对展业形成的冲击，保险公司资本补充需求加大。目前我国保险公司主要通过股东增资、引进战略投资者、发行资本补充债券以及资本内生渠道等方式补充资本。2021

年 11 月，中国人民银行和中国银保监会共同起草了《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知（征求意见稿）》，核心资本补充渠道进一步拓宽。2021 年，财产险公司实际发行资本补充债券 70 亿元（不含保险集团及再保险公司）。与此同时，部分保险公司寻求通过股东增资扩股、资本内生等方式补充资本，2021 年共有 30 家保险机构在中国保险行业协会官网发布变更注册资本的公告，合计拟增资 645.97 亿元，远高于 2020 年全年水平，其中财产险公司中鼎和财险和泰康在线财险获准增加注册资本规模均不低于 15 亿元。总体看，虽然财产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；监管不断健全多样的资本补充工具，资本补充渠道进一步拓宽，资本结构持续优化。

（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，监管政策整体延续审慎的基调。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。

2021 年，银保监会继续保持审慎的监管态势并逐步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。2021 年，在疫情及居民收入的不确定性等因素的影响，保险行业整体发展有所放缓，但监管力度并未因此而下降。相较于 2020 年，银保监会在保险行业处罚力度方面有所加大，处罚涉及处罚金额和罚单总数均有所增加。

2021 年全国保险监管系统累计公布了 2020 张监管处罚的罚单，罚单总金额高达 2.81 亿元，涉及 299 家保险机构。从受罚机构类型上看，财产险、人身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，2021 年监管处罚中违法违规事由类型主要为编制提供虚假报告、报表、文件、资料；虚列费用；虚列中介业务等。行政处罚类型主要包括警告或罚款；责令改正；撤销任职资格等。

在政策制定方面，2021 年全年银保监会累计发布保险相关各类政策 67 项；其中，涉及人身险政策发文最多。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，2021 年，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》《关于做好短期健康保险业务客户服务工作的通知》，明确规范短期健康保险续保、信息披露、销售和客户服务等问题，相关政策的出台进一步规范健康险业务。产品方面，银保监会发布《关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见》，提出保险机构应有效提升人身保险产品供给能力；同时，发布相关文件以开展专属商业养老保险试点、规范保险公司参与长期护理险试点。此外，政策进一步明确城乡居民大病保险业务、意外伤害保险业务、互联网人身保险等业务的管理办法。

财产险方面，2021 年 8 月，银保监会发布《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法》，进一步规范财产保险公司条款开发和费率厘定行为，规范公司保险条款费率报送行为。2021 年 5 月，五部委联合发布《关于金融支持新型农业经营主体发展的意见》，提出探索构建涵盖财政补贴基本险、商业险和附加险等的农业保险产品体系。

在中介渠道方面，2021 年银保监会出台保险中介行政许可及备案实施办法，提高保险中介许可及备案事项的办事效率；印发保险中介机构信息化工作监管办法，提出保险中介机构信息化建设的具体要求；明确保险中介市场对外开放有关措施的通知，有助于进一步扩大保险业对外开放，促进保险业健康有序发展。

资金运用方面，银保监会出台相关政策，推动保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金（REITs）；取消保险资金投资金融企业债券外部信用评级要求，同时放松投资非金融企业债券外部信用评级要求，有利于进一步丰富保险资产配置结构。在资本补充方面，监管出台征求意见稿，允许保险公司发行无固定期限资本债券，有利于拓展保险公司融资渠道，提升风险抵御能力。

此外,2021年,银保监会在消费者权益保护、强化保险公司股东监管、规范互联网保险业务、强化再保险业务及保险集团公司监管等方面均进一步细化,为保险行业的健康发展夯实制度基础。

2022年1月,银保监会发布《保险公司非现场监管暂行办法》,建立统一的非现场监管工作标准。银保监会指出制定非现场监管暂行办法主要目的是服务于机构监管,因此强调机构监管部门作为非现场监管的牵头部门,并围绕机构监管部门的职责明确相关非现场监管工作要求。预计未来银保监会将针对不同类型保险公司制定相应的非现场监管指引,保险公司监管制度将进一步完善。

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,2021年,经济发展情况良好。

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。

2021年,山西省全省全年实现地区生产总值22590.16亿元,按不变价格计算,比上年增长9.1%,增速有所加快。其中,第一产业增加值1286.87亿元,增长8.1%,占地区生产总值比重为5.7%;第二产业增加值11213.13亿元,增长10.2%,占地区生产总值比重为49.6%;第三产业增加值10090.16亿元,增长8.3%,占地区生产总值比重为44.7%。工业生产稳步回升,全年全省全部工业增加值10159.26亿元,按不变价格计算,比上年增长11.1%。规模以上工业增加值增长12.7%。投资活力有所增强,全省固定资产投资(不含跨省、农户)同比增长8.7%,但增速有所放缓。分经济类型看,国有及国有控股投资增长6.9%,民间投资增长10.1%。全年全省一般公共预算收入完成2834.6亿元,比上年增长23.4%;其中,税收收入完成2094.7亿元,增长28.8%,一般收入公共预算收入完成情况同比大幅改善。全年全省规模以上工业企业原煤产量119316.2万吨,比上年增长10.5%;焦炭产量9857.2万吨,下降5.9%;发电量3734.4亿千瓦时,增长8.9%。

2021年,人民银行太原中心支行坚持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,全省金融机构本外币各项贷款余额3.42万亿元,同比增长11.7%,金融支持实体经济的针对性和有效性有所增强。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月末,公司实收资本为137.02亿元,注册资本为106.47亿元。跟踪期内,公司控股股东和实际控制人未发生变化,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,区域地位突出,金融板块多元化发展;2021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保持山西省区域竞争优势;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,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。

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,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,2019—2021年证监会分类结果分别为B类BBB级、A类A级和A类A级,整体保持很强竞争优势。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,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. 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2022年6月13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2021年末，公司合并口径授信总额1001.85亿元，已使用198.33亿元，剩余未使用授信余额为803.52亿元。公司间接融资渠道畅通。

七、 管理分析

2021年，公司主要制度未进行修订，高级管理人员有所变动，但未对公司日常经营产生重大影响。

2021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，2021年12月，曹煜不再担任公司副总经理职务，刘振龙于次年1月继任。上述人员变动未对公司日常经营造成重大影响。

在子公司处罚方面，2022年1月，公司子公司山西证券的控股子公司中德证券有限责任公司（以下简称“中德证券”）收到中国证监

会《立案告知书》。中德证券因在乐视网2016年非公开发行股票项目中，保荐业务涉嫌违法违规，根据《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国行政处罚法》等法律法规，中国证监会决定对中德证券立案。2022年6月17日，中德证券收到中国证监会《行政决定处罚书》（〔2022〕30号），调查结果显示中德证券在开展上述保荐业务时未勤勉尽责，中国证监会对中德证券责令改正，给予警告，没收相关业务收入并处以了罚款。截至本报告出具日，上述事件无更新进展，山西证券经营情况正常。根据中国银保监会山西银保监局披露的2022年3月行政处罚信息公开表（晋银保监罚决字〔2022〕9号）显示，公司子公司山西金租前董事长李江雷对未经任职资格审查任命董事、高级管理人员，高级管理人员未经任职资格核准实际履行职责负有责任，对其处以警告处分决定。截至本报告出具日，该事项无更新进展。

八、 经营分析

1. 经营概况

2021年，公司主要业务板块收入有所增长，营业收入同比大幅增长，利润总额同比增长；收入结构同比变化不大，整体经营情况良好。同时，公司经营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。2021年，公司实现营业收入74.18亿元，同比增长31.69%，主要系证券及期货业务、保险业务和酒店及房地产业务收入增长所致，实现利润总额10.93亿元，同比增长21.41%。

从收入构成来看，2021年，公司最大收入来源仍为证券及期货业务收入，实现营业收入39.94亿元，同比增长19.51%，主要系山西证券仓单业务规模扩大所致，2021年占比为53.84%，较上年下滑5.50个百分点；信托业务实现营业收入2.86

亿元，同比下降15.05%，主要系山西信托自营业务投资收益下降，2021年占比为3.86%，较上年下滑2.12个百分点；保险业务实现营业收入14.94亿元，同比增长39.63%，主要系中煤保险业务规模的增长，2021年占比为20.14%；担保业务实现营业收入1.96亿元，同比增长43.07%，主要系山西再担保担保业务规模的增长所致，收入占比为2.64%；酒店及房地产业务实现营业收入3.72亿元，

同比大幅增长235.14%，主要系下属子公司项目部分交房所致，2021年占比为5.01%；金融租赁业务实现收入规模仍较小，占比较低。总部及其他实现营业收入12.87亿元，同比增长34.62%，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”）扭亏为盈所致。整体看，截至2021年末，公司营业收入结构较上年末变化不大。

表 7 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券及期货业务	51.02	62.64	33.42	59.33	39.94	53.84
信托业务	1.92	2.36	3.37	5.98	2.86	3.86
保险业务	10.45	12.83	10.70	18.99	14.94	20.14
担保业务	0.99	1.21	1.37	2.44	1.96	2.64
酒店及房地产业务	5.13	6.30	1.11	1.97	3.72	5.01
金融租赁业务	0.83	1.01	1.00	1.78	0.80	1.08
总部及其他	13.35	16.39	9.56	16.98	12.87	17.35
分部间抵销	-2.25	-2.76	-4.21	-7.47	-2.91	-3.92
营业收入合计	81.45	100.00	56.33	100.00	74.18	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 证券及期货业务

2021 年，受大宗商品交易及风险管理业务收入增长影响，山西证券营业收入同比大幅增长，财富管理业务、自营业务和投资银行业务收入占比下降明显。

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。截至 2021 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 2021 年末，山西证券资产总额 763.02 亿元，负债总额 585.96 亿元，所有者权益 177.06 亿元，母公司口径净资产 121.46 亿元；2021 年，山西证券实现营业总收入 39.94 亿元，

同比增长 19.51%，主要系大宗商品交易及风险管理业务收入大幅增长所致，实现净利润 8.12 亿元，同比增长 6.54%。

从收入结构来看，受利润水平较低的期货仓单业务收入增长影响，大宗商品交易及风险管理业务收入同比大幅增长126.48%；财富管理业务、自营业务和投资银行业务收入占比均有所下降，随着证券市场交投的持续活跃，2021年财富管理业务收入同比增长10.71%；自营业务收入同比下降13.13%，主要系受债券市场从趋势性行情切换至震荡行情、波动性降低影响，固定收益类业务收入同比大幅下降所致；投资银行业务收入同比下降17.70%；期货经纪业务和资产管理业务实现收入同比均有所增长，但占营业收入比重均较小。

表 8 山西证券营业收入情况（单位：亿元、%）

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
财富管理业务	6.99	13.70	9.24	27.63	10.23	25.61

自营业务	9.00	17.64	12.57	37.62	10.92	27.34
资产管理业务	1.74	3.40	1.58	4.73	1.73	4.33
投资银行业务	4.28	8.39	4.86	14.55	4.00	10.02
期货经纪业务	1.93	3.79	2.24	6.70	3.04	7.61
大宗商品交易及风险管理业务	26.56	52.05	4.38	13.10	9.92	24.84
其他	0.53	1.04	-1.45	-4.33	0.10	0.25
合计	51.02	100.00	33.42	100.00	39.94	100.00

资料来源：山西证券审计报告，联合资信整理

2021 年，受证券市场交投持续活跃，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，经纪业务受市场波动影响较大，收入具有波动性。

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。2021 年，山西证券新设营业部 1 家，撤销营业部 11 家。截至 2021 年末，山西证券拥有 133 家分支机构（包括 17 家分公司和 116 营业部）；其中 58 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。2021 年，山西证券经纪业务手续费净收入 5.73 亿元，同比增长 10.16%。2021 年，得益于证券市场交投持续活跃，山西证券代理买卖证券交易额为 17753.85 亿元，同比增长 12.98%；其中股票交易额为 16495.54 亿元，市场份额为 0.32%，市场份额较上年有所下降。2021 年，山西证券代理买卖证券佣金率为 0.31‰，同比基本持平，处于行业平均水平。

表9 山西证券代理买卖证券情况（单位：亿元、%）

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	10232.04	0.40	15093.88	0.36	16495.54	0.32
基金	218.89	0.12	303.88	0.11	292.23	0.08
债券	40.48	/	316.08	0.08	966.08	0.17
合计	10491.41	--	15713.83	--	17753.85	--
佣金率(‰)	0.34		0.31		0.31	

资料来源：公司提供，联合资信整理

2021 年，山西证券投资银行业务收入同比有所下降，业务行业竞争力和项目储备情况一般。

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。2021 年，山西证券投资银行手续费净收入为 4.67 亿元，同比下降 28.30%。

从股权融资来看，2021 年，山西证券股权融资项目数量较 2020 年增加 1 个，但完成 IPO 项目数量大幅减少；2021 年，其完成股

权融资项目 15 个，包括 2 个 IPO 项目和 13 个再融资项目，涉及金额合计 135.60 亿元。

从债权融资项目来看，2021 年，山西证券债券承销项目数量及承销金额均较上年有所下降；2021 年完成债券承销业务 138 个，承销金额 550.75 亿元，同比下降 16.12%。

从投行项目储备来看，截至 2021 年末，山西证券在审项目 12 个（含 IPO 项目 2 个、再融资项目 3 个、债券项目 7 个）；已拿批文未实施项目 13 个（含债券项目 9 个、再融资项目 2 个、IPO 项目 2 个），山西证券投行项目储备一般。

表 10 山西证券投行业务情况表（单位：个、亿元）

项目		2019 年		2020 年		2021 年	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额
股权	IPO	3	17.49	6	24.59	2	6.27
	再融资	1	3.20	8	50.32	13	129.33
	小计	4	20.69	14	74.91	15	135.60
债券承销		95	472.04	155	656.62	138	550.75
财务顾问		40	/	43	/	21	/
合计		139	492.73	212	731.53	189	821.95

资料来源：公司提供，联合资信整理

2021 年末，山西证券自营业务投资规模有所增长，仍以债券投资为主；受证券市场波动影响，证券投资收入同比下降。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。2021 年，山西证券实现自营收入 10.92 亿元，同比下降 13.14%，主要系固定收益类业务受债券市场行情变化影响收入下降所致

截至 2021 年末，山西证券投资规模为 255.72 亿元，较上年末增长 19.64%，主要系基

金和债券投资规模增长所致。从投资结构来看，2021 年末山西证券投资资产以债券（含票据）投资为主，占比为 75.29%，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 2022 年 3 月末，山西证券持有违约债券面额总计 1.69 亿元，已累计计提减值准备 1.27 亿元。

截至 2021 年末，山西证券自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 20.78%，自营非权益类证券及证券衍生品/净资本为 156.72%，分别较上年末上升 9.34 和 21.24 个百分点，均符合监管标准。

表 11 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	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票	15.65	7.22	10.36	4.85	14.14	5.53
基金	5.38	2.48	7.12	3.33	42.45	16.60
债券（含票据）	183.84	84.87	184.71	86.41	192.53	75.29
其他	11.77	5.43	11.56	5.41	6.60	2.58
合计	216.63	100.00	213.75	100.00	255.72	100.00
自营权益类证券及其衍生品/净资本	22.08		11.44		20.78	
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	198.84		135.48		156.72	

资料来源：公司提供，联合资信整理

受资管新规等因素影响，2021 年，山西证券资产管理业务规模较上年有所下降，以集合资产管理业务和公募基金管理业务为主，结构进一步优化；资产管理业务手续费净收入同比有所增长。

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。2021 年，山西证券资产管理业务手续费净收入 0.88 亿元，同比增长 11.71%，主要系主动管理规模增长费率水平提升所致。

截至 2021 年末，山西证券资产管理规模为 395.70 亿元，较上年末下降 2.74%，受资管新规和产品到期清算影响，定向和专项资产管

理计划规模分别较上年末下降 16.08% 和 34.99%；公募基金管理业务规模较上年末增长 39.99%。资管业务结构以集合资产管理和公募

基金管理为主，占比分别为 31.39% 和 31.38%，占资管业务规模比重较上年末均有所上升，结构进一步优化。

表 12 山西证券资产管理业务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 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	102.02	22.73	121.47	29.86	124.21	31.39
定向资产管理	183.56	40.90	102.90	25.29	86.35	21.82
专项资产管理	92.41	20.59	93.77	23.05	60.96	15.41
公募基金管理	70.83	15.78	88.70	21.80	124.17	31.38
合计	448.82	100.00	406.84	100.00	395.70	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

2021 年，山西证券融资融券业务规模随市场交投持续活跃而增长，利息收入随之增长；山西证券股票质押业务规模较年初有所增长，截至 2021 年末，山西证券股票质押业务无违约情况。

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，2021 年，证券市场交投持续活跃，山西证券两融业务平稳发展。截至 2021 年末，山西证券融资融券余额为 71.37 亿元，较上年末增长 5.08%。2021 年，

融资融券利息收入为 5.03 亿元，同比增长 15.90%。

股票质押回购业务方面，截至 2021 年末，股票质押业务余额为 10.55 亿元，较上年末增长 27.26%。2021 年，股票质押业务利息收入为 0.54 亿元，同比基本持平。

从风险情况来看，截至 2021 年末，山西证券融资融券业务低于维保比例的项目金额为 921.54 万元（本金 811.56 万元）；股票质押业务无违约项目。

表 13 信用交易业务情况表（单位：户、亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
融资融券账户数目	48571	49916	50750
融资融券余额	49.96	67.92	71.37
融资融券利息收入	3.73	4.34	5.03
股票质押业务回购余额	8.79	8.29	10.55
股票质押业务利息收入	0.98	0.55	0.54

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，子公司业务对其经营形成一定补充。

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 2021 年末，格林大华总资产 104.19 亿元，净资产 10.92 亿元，2021 年实现营业收入 11.63 亿元，净利润 0.31 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 2021 年末，山证投资总资产 11.37 亿元，净资产 10.96 亿元，2021 年实现营业收入 0.52 亿元，净利润 0.07 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。截至 2021 年末，山证创新总资产 19.45 亿元，净资产 17.17 亿元，2021 年实现 3.42 亿元，净利润 2.29 亿元。

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。截至 2021 年末，山证国际总资产 18.96 亿元，净资产 6.96 亿元，2021 年实现 5.66 亿元，净利润 0.53 亿元。

3. 保险业务

2021 年由于保费规模增长，中煤保险营业收入同比增长；保险业务结构以车险、农业保险及意外伤害险为主；2021 年末投资资产

规模较年初有所下降，投资结构以债券投资为主，实现了较好的投资收益。

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 2021 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 2021 年末，中煤保险拥有山西、河北等 8 家省级分公司，27 家中心支公司，117 家县支公司和 1 家全资子公司。截至 2021 年末，中煤保险资产总额 35.39 亿元，负债总额 28.65 亿元，所有者权益 6.74 亿元。

2021 年，中煤保险实现营业收入 19.52 亿元，同比增长 23.99%，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，2021 年上述两项占比分别为 93.09% 和 5.56%。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、企业财产险等种类，其中机动车辆及第三者责任险、农业保险和意外伤害险收入占 2021 年保费的比例分别为 47.86%、25.17% 和 13.64%；2021 年农业保险和意外伤害险收入同比大幅增长，占比较上年末明显提升，主要系中煤保险进行了业务结构调整，拓展煤炭险、农险等传统优势非车险业务所致。

表 14 中煤保险原保险业务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机动车辆及第三者责任险	11.02	71.99	12.13	64.33	10.32	47.86
农业保险	1.46	9.57	2.59	13.76	5.43	25.17
责任险	1.22	7.99	2.12	11.24	2.07	9.59
意外伤害险	0.74	4.87	1.01	5.36	2.94	13.64
企业财产险	0.50	3.26	0.57	3.02	0.60	2.78
其他	0.36	2.32	0.43	2.29	0.21	0.96
合计	15.30	100.00	18.85	100.00	21.56	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 2021 年末,中煤保险投资资产余额为 13.72 亿元,较上年末减少 4.49 亿元,各投资品种的投资规模均较上年末有所下降。从投资资产标的来看,中煤财险投资品种主要为债券和资管产品及资产支持证

券,2021 年末上述两类资产分别占比 74.00% 和 11.48%。2021 年,实现投资收益(含公允价值变动收益)1.23 亿元,同比增长 59.18%。2021 年,中煤保险债券投资无新增风险事件。

表 15 中煤保险投资资产情况(单位:亿元、%)

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券	9.94	69.85	10.91	59.90	10.15	74.00
资管及资产支持证券	1.53	10.78	3.53	19.37	1.57	11.48
股权投资计划	1.57	11.05	1.04	5.71	0.21	1.50
基金	0.78	5.51	2.33	12.79	0.81	5.90
其他	0.40	2.81	0.41	2.23	0.98	7.12
合计	14.22	100.00	18.21	100.00	13.72	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:公司提供,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,其信托业务存在一定转型压力。2021 受自营业务投资收益下降影响,营业收入同比有所下降,但固有业务仍存在很大规模风险资产,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 2021 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 2021 年末,山西信托资产总额 38.78 亿元,所有者权益合计 18.07 亿元。

2021 年,山西信托营业收入主要来源于手续费及佣金净收入和利息净收入。2021 年,山西信托实现营业收入 2.92 亿元,同比下降 13.40%,主要系自营业务投资收益下降所致。

信托业务方面,2021 年山西信托加大信托业务管理规模,截至 2021 年末,山西信托信托资产规模为 634.25 亿元,较上年末增长 57.93%。从管理方式来看,信托资产以被动管理为主,2021 年末被动管理资产占比为 69.12%;主动管理规模较上年末有所增长,但由于被动管理规模增长较快,其占比有所下降。从信托资产投向来看,主要投向贷款、可供出售金融资产和持有至到期投资,2021 年末占比分别为 70.47%、12.61%和 5.63%。

表 16 山西信托信托业务情况(单位:亿元、%)

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
集合	97.23	25.37	143.48	35.73	174.49	27.51
单一	261.65	68.27	245.04	61.02	444.70	70.11
财产权	24.40	6.37	13.08	3.26	15.06	2.38
合计	383.28	100.00	401.61	100.00	634.25	100.00
主动管理	118.19	30.84	171.63	42.74	195.88	30.88
被动管理	265.08	69.16	229.98	57.26	438.37	69.12

资料来源:山西信托年报,联合资信整理

自营业务方面,截至2021年末,山西信托投资资产总计为31.28亿元,较上年末增长26.18%。从资产运用来看,主要投资于交易性金融资产、债权投资以及长期股权投资,2021年末占比分别为35.20%、29.24%、16.68%。从资产分布来看,主要投向其他、金融机构,2021年末占比分别为84.37%和15.63%;其他主要包括固定资产、无形资产等。截至2021年末,信用风险资产合计32.05亿元,不良资产合计4.43亿元;不良资产率为13.83%,不良率较上年末上升5.78个百分点,主要系自有资产受让信托项目所致。截至2021年末,山西信托自营业务违约项目21个,期末余额为12.99亿元,已计提减值准备1.94亿元,主要通过协商还款或司法拍卖等形式进行处置,需关注相关风险项目未来化解情况。

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,2021年,其业务发展稳定。

山西再担保成立于2000年7月,截至2021年末,注册资本为27.00亿元,实收资本为27.55亿元,公司持有其98.00%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。2021年山西再担保实现营业收入1.96亿元,同比增长43.07%,主要系担保业务规模扩大带动收入增长所致,实现净利润0.24亿元。

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年末,山西再担保已完成对省内覆盖10个地市56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137.50亿元;已与省内30家银行业金融机构签署了2:8风险比例分担协议。

2021年,山西再担保担保业务发生额为331.50亿元,其中直保业务252.08亿元,再担保业务79.42亿元,截至2021年末,山西再担保期末担保责任余额为117.87亿元,其中直保业务责任余额89.82亿元,再担保业务责任余额28.05亿元。

从代偿情况来看,2021年,山西再担保当期代偿金额为1.54亿元,截至2021年末,累计担保代偿额为9.23亿元,当期担保代偿率为0.83%;累计代偿回收金额为3.62亿元,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。

2021年,山西金租收入有所下降,客户集中度偏高,资产质量有所下滑。

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2021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2021年末,山西金租资产总额40.34亿元,所有者权益合计6.71亿元。2021年,山西金租实现营业收入0.80亿元,同比下降20.00%,主要系租赁资产规模下降所致,净亏损1.49亿元。

2021年,山西金租融资租赁投放额为19.28亿元,同比增长8.26%;截至2021年末,山西金租租赁资产余额为37.43亿元,较年初下降7.31%,业务模式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,并辐射华北地区及周边省份企业,支持实体企业发展。从租赁行业分布来看,山西金租租赁资产主要涉及采矿业、制造业、绿色能源电力行业等,2021年末上述行业占比分别为15.16%、35.96%和24.43%。从租赁客户集中度来看,截至2021年末,单一最大客户和前十大客户集中度分别为42.60%和361.24%,集中度仍较高;单一最大客户系能源企业,租赁物为供热设备。

2021年,受经济下行,承租人经营压力大,现金流紧张,还款困难影响,导致公司部分项目出现时点性逾期。整体看,山西金租资产质量有所下滑。

山西产权中心、山西股权中心、晋金所、太行基金业务发展均较为稳定。

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 2021 年末，山西产权注册资本和实收资本均为 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、国有资产交易平台、公共资源交易平台、环境能源交易平台、知识产权运营平台、农村产权流转平台等“六大平台”为企业提供物权、股权、债权、经营权、知识产权等各类权益的登记托管、交易、融资和结算等服务，是集交易营运、咨询、辅助服务、投资管理、招投标代理等业务为一体的专业化交易平台。2021 年其营业收入为 2.54 亿元，较上年基本持平。

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 2021 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。

晋金所成立于 2013 年 5 月，截至 2021 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。

太行基金成立于 2017 年 8 月，截至 2021 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。

2021 年，酒店及房地产开发业务同比大幅增长，对公司盈利形成良好补充。

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 2021 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。2021 年，公司实现酒店及房地产业务收入 3.72 亿元，同比增长 235.14%，主要系山西国信下属子公司开发的光信-晋阳嘉园项目及国信-山水间项目于 2021 年度部分交房，提高了该业务板块的整体收益所致。

5. 重要联营企业

2021 年，公司重要联营企业华融晋商扭亏为盈，对公司投资收益形成一定补充。

截至 2021 年末，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。公司以权益法核算华融晋商的股权，2021 年，华融晋商实现净利润 3.23 亿元，扭亏为盈，对公司收益形成一定补充。

6. 未来发展

公司建立了符合自身发展的规划，凭借很强区域地位，具有较好发展前景，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 2023 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 2019—2021 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。

会计政策调整方面，根据《财政部中国银行

保险监督管理委员会关于进一步贯彻落实新金融工具相关会计准则的通知》（财会〔2020〕22号），本集团子公司中煤保险执行新金融工具相关会计准则的日期允许暂缓至执行《企业会计准则第 25 号——保险合同》（财会〔2020〕20号）的日期（即 2023 年 1 月 1 日）。除此以外，公司自 2021 年 1 月 1 日起采用新收入准则、新金融工具和新租赁准则，上述会计政策变更未对公司财务状况和经营成果产生重大影响。2020 年财务数据采用 2021 年审计报告中期初数据。

从合并范围来看，2021 年，公司新增纳入合并范围子公司 1 家，系山西养老保险，实收资本 800.00 万元，上述子公司变化对公司财务数据的可比性的影响较小。除此之外，公司合并范围变动整体规模较小，因此 2020—2021 年，公司财务数据可比性较好。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 1122.89 亿元，负债总额 805.47 亿元，所有者权益合计 317.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益 184.19 亿元；2021 年，公司实现营业收入 74.18 亿元，利润总额 10.93 亿元，净利润 7.63 亿元，其中归属母公司所有者利润 1.36 亿元，经营活动现金流净额 14.87 亿元，现金及现金等价物净增加额 38.93 亿元。

2. 合并报表分析

（1）资产质量

截至2021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；但需关注投资资产面临的信用和市场风险。

截至 2021 年末，公司资产总额 1122.89 亿元，较上年末增长 12.04%，主要系自有存款、经纪业务客户资金增加及投资资产规模扩大所致。公司资产构成主要以货币资金（占比为 27.43%）、金融投资（占比为 45.22%）、长期股权投资（占比为 4.44%）和其他资产（占比为 8.30%）为主。2019—2021 年末，公司自有资产持续增长，年均复合增长 10.05%，截至 2021 年

末，公司自有资产 944.12 亿元，较上年末增长 10.99%，占总资产的比重为 84.08%，较上年末

小幅下降 0.79 个百分点。

表 17 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产总额	914.43	100.00	1002.23	100.00	1122.89	100.00
其中：货币资金	213.79	23.38	235.66	23.51	307.99	27.43
金融投资	450.45	49.26	476.39	47.53	507.74	45.22
其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	18.37	2.01	18.34	1.83	/	/
贷款及应收款项	140.16	15.33	151.53	15.12	136.96	12.20
可供出售的金融资产	39.49	4.32	34.29	3.42	/	/
交易性金融资产	234.86	25.68	250.76	25.02	340.18	30.30
长期股权投资	68.54	7.50	51.34	5.12	49.84	4.44
其他资产	61.03	6.67	76.48	7.63	93.22	8.30
自有资产	779.59	85.25	850.61	84.87	944.12	84.08

注：上表中自有资产为资产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

截至 2021 年末，公司货币资金 307.99 亿元，较上年末增长 30.69%，主要系山西证券客户资金及自有资金增长所致，其中客户资金存款 143.21 亿元，较上年末增长 33.18%；自有货币资金 164.78 亿元，较上年末增长 28.60%。公司货币资金中受限资金 25.09 亿元，主要系山西产权交易中心使用受限的客户资金、山西证券因担保质押银行存款、中煤财险存出资本保证金等，受限货币资金占比为 8.15%。

截至 2021 年末，金融投资 507.74 亿元，较上年末增长 6.58%，2021 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。

截至 2021 年末，公司贷款及应收款项账面价值 136.96 亿元，较上年末下降 9.61%。截至 2021 年末，公司贷款及应收款项中，融出资金占比为 56.00%，应收融资租赁款占比为 24.46%，发放贷款及垫款（主要为山西信托发放贷款）占比为 5.84%，应收账款（主要为山西再担保应收分保账款和应收代偿款等）占比 13.71%。从减值计提情况来看，截至 2021 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 1.41 亿元、4.11 亿元、3.31 亿元和 8.33 亿元，计提比例分别为 1.81%、10.92%、29.26%和

30.74%。

截至 2021 年末，公司交易性金融资产 340.18 亿元，较上年末增长 35.66%，主要系债券和基金投资规模的增长。其中，债券投资占比 59.66%、股票投资占比 7.74%、理财产品占比 6.88%、基金投资占比 17.55%，其余主要为股权、资产管理计划、债权和信托计划等。

截至 2021 年末，公司长期股权投资账面价值 49.84 亿元，较上年末下降 2.92%，主要系山西信托原对长治银行的股权投资转换为对山西银行股份有限公司（以下简称“山西银行”）的股权投资，而山西银行股权按照公允价值确认计入其他权益工具投资所致。截至 2021 年末，公司长期股权投资未计提减值准备。

截至 2021 年末，公司其他资产 93.22 亿元，较上年末增长 21.88%，主要系存出交易保证金增加和使用权资产增加所致。公司其他资产中，存出保证金占比 47.18%，抵债资产占比为 16.90%，使用权资产占比 10.00%，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 2021 年末，公司所有者权益合计 317.42 亿元，较上年末增长 0.63%，较上年末变化不大。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

仍以股本和未分配利润为主，权益稳定性尚可。2020 年公司上缴国有资本收益 1.21 亿元，占 2019 年净利润的 15.86%，分红力度较合理，利润留存对资本补充的作用较好。2021 年，公司按照税后利润的 10.00%提取法定盈余公积金 2.04 亿元。

表 18 公司所有者权益结构（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
归属于母公司所有者权益	198.05	66.36	183.45	58.16	184.19	58.03
其中：股本	122.96	62.09	136.56	74.44	137.02	74.39
资本公积	30.02	15.16	4.72	2.57	4.64	2.52
未分配利润	34.93	17.64	31.18	16.99	31.16	16.92
风险准备	7.08	3.58	7.87	4.29	8.56	4.65
少数股东权益	100.41	33.64	132.00	41.84	133.23	41.97
所有者权益合计	298.46	100.00	315.45	100.00	317.42	100.00

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2021年，公司负债规模有所增长，杠杆水平有所上升，但仍处于合理区间，债务结构有所优化，短期债务占比仍属较高，需对其短期流动性管理保持关注。

截至 2021 年末，公司负债总额 805.47 亿元，较上年末增长 17.28%，主要系拆入资金、代理买卖证券款和应付债券增长所致。公司负

债结构主要以短期借款（占比为 9.15%）、拆入资金（占比为 17.54%）、代理买卖证券款（占比为 19.08%）、卖出回购金融资产款（占比为 8.61%）、应付债券（占比为 18.87%）和其他负债（占比为 13.26%）。2021 年末自有负债占总负债的比例为 77.81%，较上年末下降 0.12 个百分点。

表 19 公司负债结构（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
负债总额	615.96	100.00	686.78	100.00	805.47	100.00
其中：短期借款	80.33	13.04	84.19	12.26	73.72	9.15
拆入资金	61.62	10.00	107.02	15.58	141.29	17.54
代理买卖证券款	100.97	16.39	128.17	18.66	153.68	19.08
卖出回购金融资产款	122.51	19.89	71.84	10.46	69.34	8.61
应付债券	62.52	10.15	106.89	15.56	152.02	18.87
其他负债	106.50	17.29	100.00	14.56	106.80	13.26
自有负债	481.13	78.11	535.16	77.92	626.70	77.81

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 2021 年末，公司短期借款 73.72 亿元，较上年末下降 12.44%，主要系短期收益凭证减少、信用借款减少和短期公司债券减少

所致。

截至 2021 年末，拆入资金 141.29 亿元，较上年末大幅增长 32.02%，主要系银行及其他金融机构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 2021 年末，代理买卖证券款 153.68 亿元，较上年末增长 19.90%，主要系山西证券经纪业务受市场行情影响，普通经纪业务规模增加所致。

截至 2021 年末，卖出回购金融资产款 69.34 亿元，较上年末下降 3.49%，主要系 2021 年公司完成全部银行承兑汇票的回购，导致年末回购余额下降所致。截至 2021 年末，公司卖出回购资产款标的物全部为债券。

截至 2021 年末，公司应付债券 152.02 亿元，较上年末增长 42.23%。2021 年母公司及子公司山西证券新增发行 6 只债券，分别为“21 山证 01”“21 山证 02”“山西证券 3.4% N20240504”“21 山证 C1”“21 山证 C2”和“21 山证 C3”，票面利率分别为 3.50%、3.24%、3.40%、4.68%、3.98%和 3.80%。

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 2021 年末，公司其他负债 106.80 亿元，较上年末增长 6.80%，主要系应付结构化主体受益人款项规模增长和应付往来款规模增长所致。

有息债务方面，截至 2021 年末，公司全部债务规模 485.27 亿元，较上年末增长 22.39%，主要系拆入资金和应付债券规模增加所致。2021 年，公司新增债务期限较长，导致短期债务占比有所下降，2021 年末短期债务占比为 64.35%，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 69.22%，公司短期面临一定集中偿还压力，需持续加强流动性管理。

杠杆水平方面，截至 2021 年末，公司资产负债率 71.73%，自有资产负债率 66.38%，全部债务资本化比率 60.64%，长期债务资本化比率 35.28%，较上年末均有所上升，杠杆水平仍处于合理区间。

表 20 公司债务和杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
全部债务	362.83	396.48	485.27
其中：短期债务	285.97	270.56	312.25
长期债务	76.86	125.92	173.02
资产负债率	67.36	68.53	71.73
自有资产负债率	61.72	62.91	66.38
全部债务资本化比率	54.87	55.69	60.46
长期债务资本化比率	20.48	28.53	35.28

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

表 21 截至 2021 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（含）以内	316.57	69.22
1~2 年（含）	63.67	13.92
2 年以上	77.12	16.86
合计	457.36	100.00

注：上表债务不含非生息部分，与表 20 中全部债务统计口径存在差异
资料来源：公司提供，联合资信整理

（3）子公司资本充足性及偿付能力

2021 年，山西证券资本充足性仍属较好；山西信托资本充足性指标有所下滑，仍满足监管要求；中煤保险偿付能力指标保持稳定，符合监管要求。

截至 2021 年末，山西证券净资产 121.46 亿元，较上年末下降 1.50%，核心净资产规模因对子公司增资有所下降，附属净资产因次级债的发行有所增长；各项风险控制指标较上年末有所下降，但仍能够满足相关监管要求，吸

收损失和抵御风险的能力保持良好。

表 22 山西证券（本部口径）风险控制指标表（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	监管标准	预警标准
核心净资本	72.76	107.81	95.06	/	/
附属净资本	17.00	15.50	26.40	/	/
净资本	89.76	123.31	121.46	/	/
净资产	125.44	170.17	170.81	/	/
各项风险资本准备之和	40.87	40.16	53.52	/	/
净资本/净资产	71.55	72.46	71.11	≥20	≥24
风险覆盖率	215.66	307.05	226.95	≥100	≥120
资本杠杆率	16.56	21.58	15.59	≥8	≥9.6
流动性覆盖率	234.71	213.75	146.89	≥100	≥120
净稳定资金率	176.40	192.22	177.78	≥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 2021 年末，山西信托净资本为 12.62 亿元，较上年末下降 5.96%，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 151.32%，较上年末有所回落，资本充足性指标均符合监管标准。

表 23 山西信托（本部口径）净资本监管指标（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	监管标准
净资本	14.44	13.42	12.62	≥2
各项风险资本之和	10.05	8.39	8.34	--
净资本/各项风险资本之和	143.68	159.95	151.32	≥100
净资本/净资产	74.82	71.46	66.74	≥40

资料来源：山西信托年报，联合资信整理

截至 2021 年末，中煤保险实际资本 6.52 亿元，较上年末小幅增长；偿付能力溢额 3.45

亿元，偿付能力充足率为 212.44%，偿付能力较上年末保持稳定，符合监管要求。

表 24 中煤保险偿付能力指标（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
实际资本	2.94	6.30	6.52
其中：核心一级资本	2.94	6.30	6.52
最低资本	2.33	2.93	3.07
核心偿付能力溢额	0.61	3.37	3.45
综合偿付能力溢额	0.61	3.37	3.45
核心偿付能力充足率	126.03	214.79	212.44
综合偿付能力充足率	126.03	214.79	212.44

资料来源：中煤保险年报，联合资信整理

（4）盈利能力

2021 年公司营业收入及净利润均同比增长，但减值计提规模的增长对利润造成了

较大侵蚀，公司盈利能力一般。

2021 年，公司实现营业收入 74.18 亿元，同比增长 31.69%。营业收入分析详见经营概况。

公司 2021 年发生营业支出 63.18 亿元，同比增长 32.26%。从营业支出构成来看，2021 年业务及管理费 32.16 亿元（占比 50.90%），同比增长 7.59%，主要为折旧及摊销的增长；其他业务成本 10.13 亿元（占比 16.04%），同比增长 43.27%，主要系期货仓单业务规模扩大业务成本增加所致；赔付支出 9.15 亿元（占比 14.48%），同比增长 32.71%，主要系中煤保险农险赔付支出的增长；计提信用减值损失 5.20 亿元（占比 8.23%），同比增加 4.15 亿元，主

要系对应收融资租赁款新增计提减值损失 2.41 亿元所致；计提资产减值损失 3.16 亿元（占比 5.01%），同比增加 1.06 亿元，主要为对商誉和抵债资产计提的减值准备；税金及附加和提取准备金占比均较小。

2021 年，公司实现利润总额 10.93 亿元，净利润 7.63 亿元，同比分别增长 21.41%和 56.99%；其中归属于母公司所有者的净利润 1.36 亿元，主要系子公司华融晋商由亏转盈和山西证券主营业务利润大幅增长所致。

表 25 公司收入及利润情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	81.45	56.33	74.18
营业支出	71.49	47.77	63.18
利润总额	10.09	9.00	10.93
净利润	7.62	4.86	7.63

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从盈利指标来看，2021 年，公司利润水平有所增长，2021 年，除公司营业利润率小幅下降外，总资产收益率、自有资产收益率、净资

产收益率和归母净资产收益率均有所增长。整体看，公司盈利能力一般。

表 26 公司盈利指标（单位：%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业利润率	12.23	15.20	14.83
总资产收益率	0.84	0.51	0.72
自有资产收益率	0.97	0.60	0.85
净资产收益率	2.61	1.58	2.41
归母净资产收益率	2.32	-0.52	0.74

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，公司盈

利指标相对较低。

表 27 2021 年末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	1.68	8.58	9.87
苏州国际发展集团有限公司	2.33	7.58	7.75
珠海华发投资控股集团有限公司	2.55	4.12	4.23
上述样本企业平均值	2.18	6.76	7.28
山西金控	0.72	2.41	0.74

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合资信整理

(5) 现金流

2021年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入；投资活动现金净流出规模同比有所减少；筹资活动现金流净流入规模大幅下降，整体现金较充裕。

经营活动方面，2021年公司经营活动现金流量净额转为净流入状态，净流入规模为14.87亿元，主要系2021年回购业务资金净减少额和支付其他与经营活动有关的现金流出规模减少所致。

投资活动方面，2021年公司投资活动现金流仍为净流出状态，净流出规模为12.87亿元，净流出规模同比减少7.37亿元。

筹资活动方面，2021年公司筹资活动现金流为净流入状态，净流入规模为37.04亿元，较上年大幅下降55.48%，主要系吸收投资收到的现金减少，导致筹资活动现金流入大幅降低。

截至2021年末，公司现金及现金等价物余额为296.42亿元，较上年末增加38.93亿元，整体现金较充裕。

表 28 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流量净额	33.10	-30.43	14.87
投资活动现金流量净额	-18.94	-20.24	-12.87
筹资活动现金流量净额	2.75	83.20	37.04
现金及现金等价物净增加额	16.96	32.07	38.93
期末现金及现金等价物余额	225.43	257.49	296.42

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

截至2021年末，母公司口径资产总额有所增长；母公司口径负债总额小幅增长，杠杆仍处于较低水平；2021年末母公司所有者权益较年初变化不大，所有者权益稳定性较好。

资产

截至2021年末，母公司口径资产总额224.23亿元，较上年末增长2.04%。母公司资产构成以长期股权投资（占比75.01%）和其他资产（占比22.56%）为主。长期股权投资主要系对联营企业和子公司的投资，2021年末，母公司长期股权投资168.20亿元，较上年末小幅增长3.22%，主要系对华融晋商股权投资账面价值增长所致。其他资产主要为政府引导基金，截至2021年末，母公司其他资产50.59亿元，较上年末变化不大。

负债

截至2021年末，母公司负债总额41.75亿元，较上年末小幅增长5.74%，主要系短期借款增加所致。其中短期借款3.51亿元（占比8.40%）、应付债券30.36亿元（占比76.89%）、长期借款6.88亿元（占比16.48%）。

元，较上年末小幅增长5.74%，主要系短期借款增加所致。其中短期借款3.51亿元（占比8.40%）、应付债券30.36亿元（占比76.89%）、长期借款6.88亿元（占比16.48%）。

债务和杠杆水平

截至2021年末，母公司全部债务40.75亿元，较上年末小幅增长7.38%，其中短期债务占比8.61%，长期债务占比91.39%，母公司债务以长期债务为主。截至2021年末，母公司资产负债率为18.62%，全部债务资本化比率为18.25%，长期债务资本化比率为16.95%，较上年末分别上升0.65个百分点、0.86个百分点和0.13个百分点，母公司杠杆水平小幅上升，但仍处于较低水平。

所有者权益

截至2021年末，母公司所有者权益合计182.49亿元，较上年末增长1.24%，主要系未分配利润增长所致。母公司所有者权益构成始终以股本和资本公积为主，2021年末占比分别为75.09%和18.79%，所有者权益稳定性好。

(2) 利润表分析

公司本部盈利能力较弱，盈利稳定性一般。

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。2021 年公司实现营业收入 3.10 亿元，主要系长期股权投资产生收益的增长；同期，母公司盈利能力指标均有所改善，但仍属偏弱。

(3) 现金流分析

2021 年，公司母公司口径经营活动现金流规模较小；投资活动现金净流出规模大幅降低；母公司口径筹资活动现金流净流入规模大幅降低。

2021 年，公司经营活动现金流量净额为 0.10 亿元，经营活动流入流出规模基本持平。2021 年，投资活动现金流量净额为-2.96 亿元，净流出规模较上年大幅降低，主要系投资支付的现金规模大幅降低所致。2021 年，筹资活动现金流量净额为 2.01 亿元，同比大幅减少，主

要系公司未发行债券融资所致。

截至 2021 年末，母公司期末现金及现金等价物余额 0.92 亿元，较上年末减少 0.85 亿元。

4. 偿债指标

公司整体偿债能力指标表现一般。

短期偿债指标方面，截至 2021 年末，合并口径期末现金及现金等价物余额/短期债务指标表现较好，母公司口径期末现金及现金等价物余额/短期债务大幅下滑；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，2021 年，合并口径 EBITDA 为 31.93 亿元，主要由利润总额（占比 34.22%）和利息支出（占比 53.52%）构成；母公司口径 2021 年 EBITDA 为 3.21 亿元，主要由利润总额（占比 63.65%）和利息支出（占比 36.16%）构成；合并口径和母公司口径 EBITDA 均能够对利息支出形成良好保障，但对全部债务的保障程度一般。

表 29 公司偿债能力指标（单位：倍、亿元）

项目	2019 年		2020 年		2021 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	0.79	2.01	0.95	1.18	0.95	0.26
筹资活动前现金流量净额利息倍数	0.80	-112.36	-3.39	-121.73	0.12	-2.46
EBITDA	29.54	4.65	25.74	-1.78	31.93	3.21
EBITDA 利息倍数	1.66	45.11	1.71	-4.65	1.85	2.77
全部债务/EBITDA	12.28	1.63	15.40	-21.30	15.20	12.70

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

5. 或有事项

截至 2022 年 3 月末，公司不存在担保业务以外的对外担保情况。

截至 2022 年 3 月末，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、 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，股东背景很强，股东能够对公司发展提供资源及政策支持。公司是山西省内唯一的全牌照金融控股平台，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良好条件。2020 年，山西省财政厅陆续对公司增资 13.60 亿元；2021 年，山西省财政厅对公司

增资 2.00 亿元，专项用于对山西省融资再担保集团有限公司增资。整体来看，公司资本实力在股东的支持下持续增强。

十一、债券偿还能力分析

公司主要指标对全部债务的覆盖程度一般；考虑到公司作为山西省财政厅全资控股企业，资本实力和经营实力很强，融资渠道畅通等因素，公司对本次跟踪债券偿还能力极强。

截至2022年5月末，公司母公司口径存续期普通债券合计金额30.00亿元。

截至2021年末，公司合并口径全部债务为485.27亿元，合并口径所有者权益、营业收入和筹资活动前现金流入额未能对公司合并口径全部债务完全覆盖；母公司口径全部债务40.75亿元，母公司口径所有者权益对全部债务覆盖程度很好，母公司口径营业收入和筹资活动前现金流入对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司各项指标对全部债务的覆盖程度一般。

表 30 公司债券偿还能力指标

项目	2021 年	
	合并口径	母公司口径
全部债务（亿元）	485.27	40.75
所有者权益/全部债务（倍）	0.65	4.48
EBITDA/全部债务（倍）	0.07	0.08
筹资活动前现金流入/全部债务（倍）	0.35	0.11

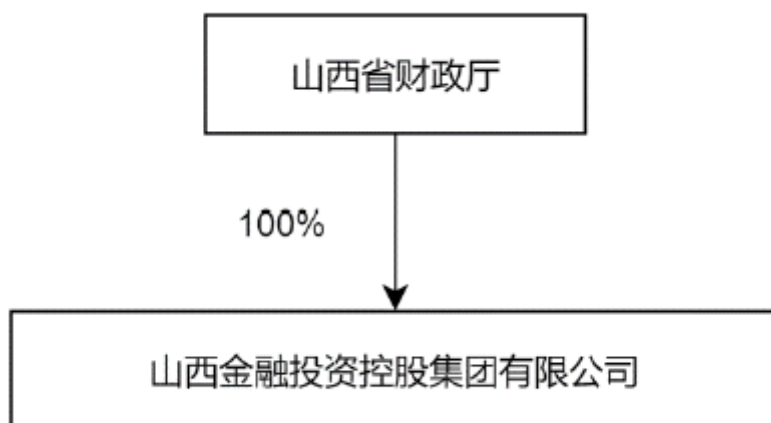
注：所有者权益、营业收入、经营活动现金流入额均采用 2021 年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，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”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月末山西金融投资控股集团有限公司

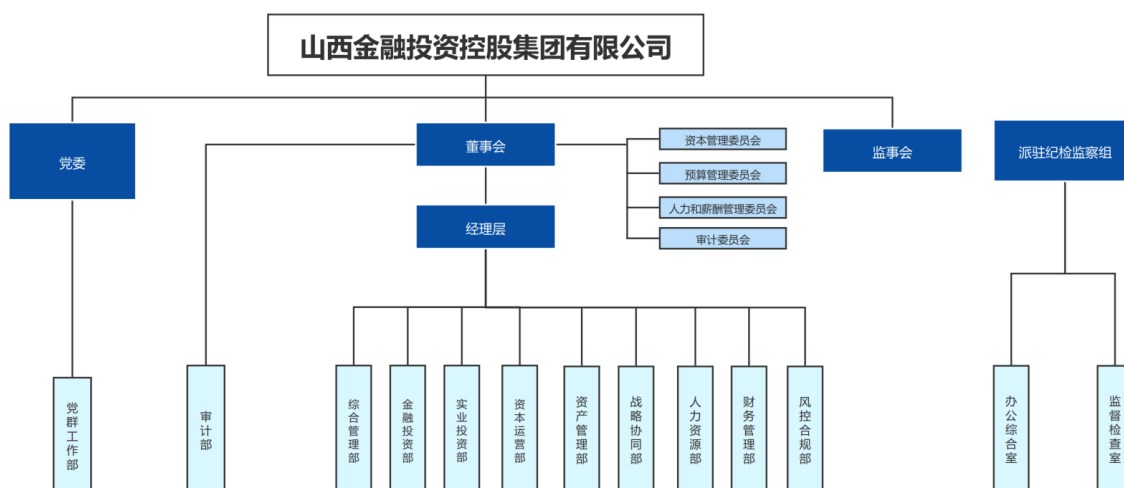
股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 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 2021 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	27.55	98.00	98.00
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
12	山西省养老保险基金资产管理有限公司	投资管理	0.80	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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
资产总额（亿元）	914.43	1002.23	1122.89
所有者权益（亿元）	298.46	315.45	317.42
归属于母公司所有者权益（亿元）	198.05	183.45	184.19
短期债务（亿元）	285.97	270.56	312.25
长期债务（亿元）	76.86	125.92	173.02
全部债务（亿元）	362.83	396.48	485.27
营业收入（亿元）	81.45	56.33	74.18
投资收益（亿元）	18.32	17.06	20.44
利润总额（亿元）	10.09	9.00	10.93
EBITDA（亿元）	29.54	25.74	31.93
筹资前净现金流（亿元）	14.16	-50.67	2.00
财务指标			
营业利润率（%）	12.23	15.20	14.83
总资产收益率（%）	0.84	0.51	0.72
净资产收益率（%）	2.61	1.58	2.41
归母净资产收益率（%）	2.32	-0.52	0.74
长期债务资本化比率（%）	20.48	28.53	35.28
全部债务资本化比率（%）	54.87	55.69	60.46
资产负债率（%）	67.36	68.53	71.73
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.79	0.95	0.95
EBITDA 利息倍数（倍）	1.66	1.71	1.85
全部债务/EBITDA（倍）	12.28	15.40	15.20

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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
资产总额（亿元）	206.41	219.74	224.23
所有者权益（亿元）	195.84	180.26	182.49
短期债务（亿元）	3.00	1.50	3.51
长期债务（亿元）	4.60	36.45	37.24
全部债务（亿元）	7.60	37.95	40.75
营业收入（亿元）	5.09	-1.25	3.10
投资收益（亿元）	4.91	-1.02	4.15
利润总额（亿元）	4.54	-2.17	2.04
EBITDA（亿元）	4.65	1.78	3.21
筹资前净现金流（亿元）	-12.63	-46.62	-2.86
财务指标			
营业利润率（%）	87.97	174.26	66.22
总资产收益率（%）	2.69	-1.02	0.92
净资产收益率（%）	2.82	-1.15	1.13
长期债务资本化比率（%）	2.29	16.82	16.95
全部债务资本化比率（%）	3.74	17.39	18.25
资产负债率（%）	5.12	17.97	18.62
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	2.01	1.18	0.26
EBITDA 利息倍数（倍）	45.11	-4.65	2.77
全部债务/EBITDA（倍）	1.63	-21.30	12.70

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	
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%
盈利指标	
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额)/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%
营业利润率	营业利润/营业总收入×100% (营业总收入=营业收入+其他类金融业务收入)
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
筹资活动前现金流入/短期债务	(经营活动现金流入+投资活动现金流入) /短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+拆入资金+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销 (折旧、摊销取自现金流量表补充资料)

利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信金融机构、非金融企业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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持