

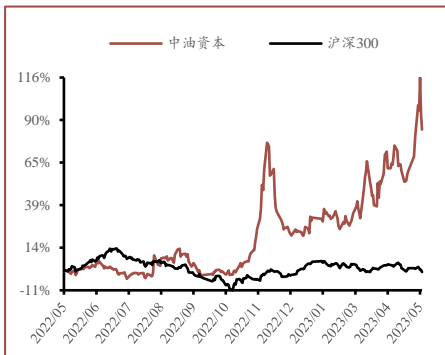
# 产融结合突出，多金融牌照协同服务石油产业链

■ 证券研究报告

## 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-05-12
收盘价(元)	8.47
流通股本(亿股)	126.42
每股净资产(元)	7.75
总股本(亿股)	126.42

最近 12 月市场表现



**分析师** 夏昌盛  
 SAC 证书编号: S0160522100002  
 xiacs@ctsec.com

## 相关报告

## 核心观点

- ❖ 中油资本是中石油集团旗下的综合性金融业务公司，产融结合突出：**控股参股昆仑银行、中油财务、昆仑金融租赁、中油资产、专属保险、中意财险、中意人寿、昆仑保险经纪、中银国际与中债信增等公司，牌照齐全。产融结合下，由服务中石油集团，延伸至服务能源石油产业链，再扩张至服务“一带一路”等相关国家倡议。公司 2022 年营业收入同比+5%至 324 亿元，受信托业务信用减值计提和交易性金融资产公允价值下降影响，归母净利润同比-11%至 49 亿元。
- ❖ 多牌照协同，共同服务于石油产业链及“一带一路”建设：**商业银行、财务公司、金融租赁是公司的三大主要业务，2022 年分部营收分别为 144、126、29 亿元，占比分别为 45%、39%、9%，三者收入形式均为利息收入为主，分部归母净利润分别为 21.31 亿元、17.67 亿元、6.76 亿元，占公司归母净利润的比例分别为 43%、36%、14%。中油财务作为中国石油集团司库平台，始终紧跟中石油集团国际化战略，充分发挥境内外金融税收优惠政策和统一平台优势，为中石油集团成员企业在“一带一路”沿线国家能源合作开发提供融资、国际结算及外汇交易等综合性金融服务。昆仑银行作为注册地在新疆的城市商业银行，发挥注册地区区位优势，紧跟国家“一带一路”战略，大力支持新疆地区（丝绸之路经济带核心区）能源开发、能源金融合作，服务当地经济，促进新疆发展，加快产融结合、融融协同、业务创新，不断做强做大产融结合业务。
- ❖ 国企改革有望引领公司高质量发展：**央企新考核体系用 ROE 替换净利润，重点突出企业盈利能力与盈利质量，国资委对国有企业开展世界一流企业对标动员部署。中油资本的 ROE 近两年受息差收窄、信托业务风险、金融资产公允价值下降等影响，ROE 大幅下滑，公司 2023 年经营计划提出将搭建一流企业指标体系。我们认为，随着国企改革首次使用 ROE 代替净利润增速，中油资本作为中石油旗下的上市公司，结合公司的经营计划，有望提高对盈利能力和盈利质量的重视程度，为 ROE 提升积蓄动能。2023Q1 公司实现营业收入 91.49 亿元，同比+20.0%；归母净利润 21.89 亿元，同比+27.1%；平均 ROE 同比+0.42pct 至 2.26%。
- ❖ 投资建议：**我们预计 2023E-2025E 中油资本营业总收入分别为 352.39、376.74、407.16 亿元，分别同比增长 8.66%、6.91%、8.07%；归母净利润分别为 60.69、68.37、76.28 亿元，分别同比增长 23.41%、12.65%、11.56%。公司当前股价对应 2023 年 17.64×PE。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ 风险提示：**大股东减持风险；石油产业链景气度下降；信托业务信用风险持续扩张；资本市场大幅波动带来公司的金融产品投资公允价值下跌。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	30964	32431	35239	37674	40716
收入增长率(%)	2.78	4.74	8.66	6.91	8.07
归母净利润(百万元)	5550	4918	6069	6837	7628
净利润增长率(%)	-29.24	-11.39	23.41	12.65	11.56
EPS(元/股)	0.44	0.39	0.48	0.54	0.60
PE	19.25	21.72	17.64	15.66	14.04
ROE(%)	5.98	5.14	6.10	6.58	7.01
PB	1.15	1.12	1.08	1.03	0.98

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

1	中石油集团旗下的全牌照金融业务平台.....	6
1.1	公司概况：中石油集团旗下的全牌照金融业务平台.....	6
1.2	主营业务：银行、财务公司、金融租赁是三大业务，息差收入为主.....	8
1.3	财务概况：信托项目风险+公允价值变动亏损致业绩承压.....	10
2	多牌照协同，共同服务于石油产业链及“一带一路”建设.....	11
2.1	昆仑银行：围绕石油产业链的“产融银行”，国际业务成熟.....	11
2.2	中油财务：中石油集团的内部银行，盈利能力领先同业.....	18
2.3	金融租赁：在能源领域具有核心竞争力，逐步拓展至交通领域.....	21
2.4	公司各业务板块发挥各自优势，积极助力“一带一路”建设.....	25
3	业绩与石油产业链景气度相关，国企改革有望引领公司高质量发展.....	28
3.1	公司业绩与石油产业链景气度高度相关.....	28
3.2	国企改革新考核体系有望引领公司高质量发展.....	28
4	盈利预测和投资建议.....	30
4.1	盈利预测.....	30
4.2	分部估值.....	31
5	风险提示.....	33

## 图表目录

图 1.	中油资本历史沿革.....	7
图 2.	银行、财务、金融租赁是公司三大主要业务（亿元）.....	9
图 3.	银行、财务、金融租赁收入占比达 90% 以上.....	9
图 4.	收入形式主要以利息收入为主（亿元）.....	9
图 5.	利息收入占比达 80% 以上.....	9
图 6.	分业务归母净利润（亿元）.....	9
图 7.	昆仑银行是公司归母净利的主要来源.....	9
图 8.	中油资本归母净利润及 ROE.....	10
图 9.	中油资本营收规模及增速.....	10
图 10.	信托业务净利润大幅下滑.....	10
图 11.	2022 年受资本市场影响公允价值净损失 9.5 亿元.....	10

图 12. ROE 大幅下滑主要因归母净利率下降所致.....	11
图 13. 昆仑银行发展历程.....	12
图 14. 昆仑银行总资产（亿元），2009-2022 年复合增长率达 25%.....	12
图 15. 昆仑银行分支机构情况.....	14
图 16. 昆仑快车业务情况.....	15
图 17. 产融专属信贷余额情况.....	15
图 18. 昆仑银行营业收入.....	17
图 19. 昆仑银行归母净利润.....	17
图 20. 利息净收入是昆仑银行的主要营收来源.....	17
图 21. 昆仑银行贷款规模及存款规模.....	18
图 22. 昆仑银行净息差回升至高于同业水平.....	18
图 23. 昆仑银行不良率远低于行业水平.....	18
图 24. 昆仑银行拨备覆盖率高于同业.....	18
图 25. 中油财务股权结构（截至 2023 年 5 月 11 日）.....	19
图 26. 中油财务 2014、2015、2016 年 1-5 月营收结构.....	20
图 27. 中油财务 2015-2021 年收入形式分类（亿元）.....	20
图 28. 中油财务贷款按行业投向金额（亿元）.....	20
图 29. 中油财务贷款按行业投向结构.....	20
图 30. 中油财务 2016-2022 年资产规模.....	21
图 31. 中油财务 2016-2022 年营业收入及净利润.....	21
图 32. 中油财务 ROA 高于行业平均.....	21
图 33. 中油财务 ROE 高于行业平均.....	21
图 34. 昆仑金融租赁股权结构（截至 2023 年 5 月 11 日）.....	22
图 35. 昆仑金融租赁业务模式.....	23
图 36. 昆仑金融租赁营业净收入（亿元）.....	23
图 37. 昆仑金融租赁负债端资金来源（亿元）.....	24
图 38. 昆仑金融租赁总资产.....	25
图 39. 昆仑金融资产收入、利润.....	25
图 40. “一带一路”沿线国家非金融类对外投资额.....	26
图 41. “一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目金额.....	26
图 42. 我国对“一带一路”沿线国家和地区各领域投资总额（百万美元）.....	27
图 43. 中油资本贷款和垫款总额按行业划分（亿元）.....	27
图 44. 中油资本贷款和垫款按行业占比.....	27

图 45. 中油资本营收波动和中国石油高度相关.....	28
图 46. 中油资本股价涨跌幅和中国石油趋势一致.....	28
图 47. 中国石油营收增速随油价波动.....	28
图 48. 中国石油净利润增速随油价波动.....	28
图 49. 国企改革 2023 年央企新考核体系.....	29
表 1. 股权结构清晰，中石油集团持有上市公司 77.35% 股份（截至 2023Q1 末）.....	6
表 2. 中油资本具有全牌照金融业务，能够提供一站式的综合金融服务.....	7
表 3. 昆仑银行前十大股东（2022 年报）.....	13
表 4. 昆仑银行国际业务发展成熟.....	16
表 5. 中油财务的主要业务.....	19
表 6. 昆仑金融租赁租赁业务情况表.....	23
表 7. 昆仑金融租赁业务投放行业规模占比.....	25
表 8. 中油资本各分部营收预测.....	30
表 9. 中油资本盈利预测.....	31
表 10. A 股上市城商行 PB（MRQ）（截至 2023 年 5 月 10 日）.....	31
表 11. A 股上市金融租赁公司 PB（MRQ）（截至 2023 年 5 月 10 日）.....	32

## 1 中石油集团旗下的全牌照金融业务平台

### 1.1 公司概况：中石油集团旗下的全牌照金融业务平台

中油资本是中石油集团旗下的综合性金融业务公司。中国石油集团资本股份有限公司（证券简称“中油资本”）是中国石油天然气集团旗下负责金融业务管理的专业化公司，于2016年10月由中石油集团批复设立，于2017年2月在深交所A股市场完成重组上市。中油资本主要通过其控股、参股公司昆仑银行、中油财务、昆仑金融租赁、中油资产、专属保险、中意财险、昆仑保险经纪、中意人寿、中银证券、中债信增、昆仑资本与昆仑数智，分别经营银行业务、财务公司业务、金融租赁业务、信托业务、保险业务、保险经纪业务、证券业务、信用增进业务、股权投资业务与数字化智能化业务，是一家全方位综合性金融业务公司。

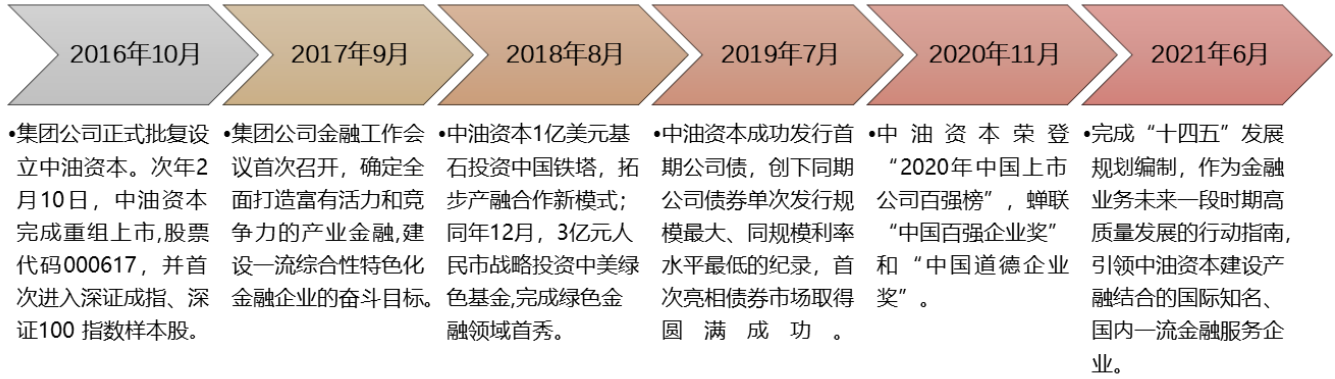
**坚守产业金融定位，全面服务于中石油集团完整的油气产业链。**公司坚守产业金融定位，面对中国石油集团完整的油气产业链、数量庞大的产业链客户群体以及丰富的服务应用场景，在实现产融结合区域协调机制中国石油集团全覆盖的前提下，持续推进与中国石油集团各专业公司间战略合作，产业金融的独特优势进一步凸显。同时，作为旗下拥有多张金融牌照的综合性金融服务企业，公司致力于为客户提供“一揽子”“一站式”综合金融服务，全方位助力油气产业链发展。各金融企业强化共赢理念，着力打造产融结合、融融协同升级版，切实推动产业与金融高质量对接、高水平融合。

表1.股权结构清晰，中石油集团持有上市公司77.35%股份（截至2023Q1末）

排名	股东名称	期末参考市值 (亿元)	持股数量(股)	占总股本比例 (%)	股本性质
1	中国石油天然气集团有限公司	682.56	9,778,839,652	77.35	A股流通股
2	北京市燃气集团有限责任公司	17.18	246,068,455	1.95	A股流通股
3	中国石油集团济柴动力有限公司	16.86	241,532,928	1.91	A股流通股
4	航天信息股份有限公司	15.51	222,274,923	1.76	A股流通股
5	泰康资产丰华股票专项型养老金产品	11.98	171,643,941	1.36	A股流通股
6	海峡能源产业基金管理(厦门)有限公司	10.56	151,311,755	1.20	A股流通股
7	中国长城资产管理股份有限公司	7.73	110,801,707	0.88	A股流通股
8	工银瑞信-工商银行-杭州富阳工瑞投资 合伙企业(有限合伙)	3.45	49,394,100	0.39	A股流通股
9	香港中央结算有限公司	2.47	35,416,333	0.28	A股流通股
10	中建资本控股有限公司	1.91	27,334,424	0.22	A股流通股
	<b>合计</b>	<b>770.22</b>	<b>11,034,618,218</b>	<b>87.30</b>	

数据来源：wind，财通证券研究所

图1.中油资本历史沿革



数据来源：中国石油新闻中心，财通证券研究所

表2.中油资本具有全牌照金融业务，能够提供一站式的综合金融服务

业务	参控股公司	持股比例	业务介绍
银行业务	昆仑银行	77.09%	昆仑银行是经原中国银监会批准的银行业金融机构，主要经营吸收公众存款，发放短期、中期和长期贷款，办理国内外结算，办理票据承兑与贴现等。
财务公司业务	中油财务	28.00%	中油财务是经中国人民银行批准设立的非银行金融机构，主要为中国石油集团及其成员单位提供财务管理及多元化金融服务，服务范围包括吸收存款、信贷业务、结算业务、资金业务、国际业务、中间业务以及投资业务。
金融租赁业务	昆仑金融租赁	60.00%	昆仑金融租赁是经原中国银监会批准设立的第一家具有大型产业集团背景的金融租赁公司，产品服务包括直接融资租赁、售后回租、项目租赁、设备出口租赁、厂商租赁、经营租赁等。
信托业务	昆仑信托	87.18%	中油资产主要通过其子公司昆仑信托经营信托业务和固有业务。信托业务包括资金信托、动产信托、不动产信托、有价证券信托、其他财产或财产权信托等；固有业务包括股权投资、金融产品投资等。
	山东国信	18.75%	中油资产持有山东国信（证券代码：01697.HK）18.75% 股份，为其第二大股东。
保险业务	专属保险	40%	专属保险是经原中国保监会批准，由中国石油集团在中国境内发起设立的首家自保公司。按照原中国保监会的批准许可规定，专属保险的服务对象限定于中国石油集团内部，经营范围是中国石油集团及其成员单位的财产损失保险、责任保险、信用保险和保证保险、短期健康保险、意外伤害保险和上述业务的再保险，以及国家法律、法规允许的保险资金运用等业务。
	中意财险	51%	中意财险是经原中国保监会批准成立的、由中国石油集团和意大利忠利保险有限公司合资组建的全国性合资财产保险公司，是中国首家中外合资的财产保险公司。中意财险经营主要险种包括机动车辆险、企业财产险和责任险、各类油气能源类保险产品、家庭财产保险、短期健康保险、意外伤害保险等，构建了多样化的财产保险产品体系。
	中意人寿	50%	中意人寿是经原中国保监会批准成立的、由中国石油集团和意大利忠利保险有限公司合资组建的全国性合资人寿保险公司，是中国加入世界贸易组织后

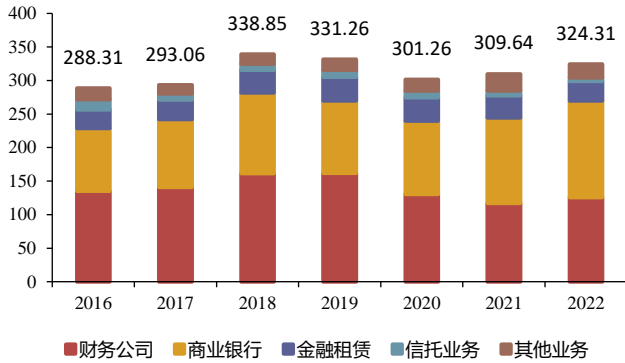
			首家获准成立的中外合资保险公司。中意人寿主要经营人寿保险、健康保险和意外伤害保险等保险业务以及上述业务的再保险业务，并首批获得个人税收递延型商业养老保险经营资质。此外，中意人寿通过其子公司中意资产管理有限责任公司提供固定收益类投资、权益类投资、项目投资及境外委托资产管理等服务。
保险经纪业务	昆仑保险经纪	51%	昆仑保险经纪是经原中国保监会批准成立的全国性保险专业中介机构，是中国内地第二家取得劳合社注册经纪人资质的保险经纪公司。主要经营风险管理咨询、保险方案设计、投保安排、协助索赔、再保险经纪、防灾防损等业务。客户及项目涉及石油石化能源、建筑工程、交通运输、装备制造、进出口贸易、信息技术、金融等多个行业。此外，昆仑保险经纪通过其子公司竞胜保险公估有限公司提供风险评估、查勘检验、估损理算、残值处理、风险管理咨询等服务。
证券业务	中银证券	14.32%	中银证券（证券代码：601696.SH）是经中国证监会批准的证券公司，主营业务包括证券经纪、证券投资咨询、与证券交易及证券投资活动有关的财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、融资融券、证券投资基金代销、代销金融产品、公开募集证券投资基金管理等。中银证券通过其子公司中银国际期货有限责任公司和中银国际投资有限责任公司分别从事期货业务和直接投资业务。
信用增进业务	中债增信	/	中债增信是我国首家专业债券信用增进机构，提供企业信用增进服务、信用产品的创设和交易、资产管理、投资咨询等服务。中债增信致力于为债券市场的健康发展提供多种类、高技术含量的信用增进服务产品，有助于解决低信用级别发行主体，特别是中小企业的融资困境。
股权投资业务	昆仑资本	20%	昆仑资本是以新能源、新材料、节能环保、高端智能制造等战略性新兴产业为发展重点的产业投资公司，聚焦 CCS/CCUS 等前沿技术，以股权投资推动创新链产业链融合，加快新材料开发利用，加强科技成果转化应用，加速新业态培育，为助力油气产业实现转型升级和高质量发展抢抓新机遇、厚植新优势、培植新动能。
数字化智能化业务	昆仑数智	10%	昆仑数智是聚焦信息和通信技术的应用研究和服务实施的数字化智能化企业，依托能源行业信息化实践经验，以能源行业和流程工业赋能者为愿景，构建集咨询、设计、研发、交付、运营于一体的完整价值链，提升数字产业化和产业数字化服务能力，致力于建成国内领先、国际一流能源行业和流程工业数字化智能化的技术研发和服务商，助推能源行业向数字化、网络化、智能化迈进。

数据来源：公司公告，wind，财通证券研究所  
 注：持股比例截至 2023 年 5 月 11 日

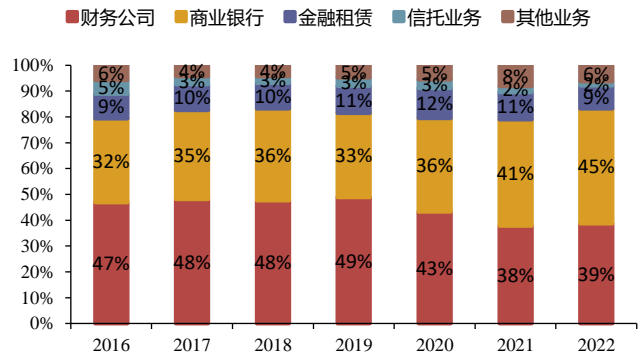
## 1.2 主营业务：银行、财务公司、金融租赁是三大业务，息差收入为主

商业银行、财务公司、金融租赁是公司的三大主要业务，盈利模式均为息差收入为主。2022 年商业银行、财务公司、金融租赁各分部对外营业总收入分别为 144、126、29 亿元，占比分别为 45%、39%、9%，三者收入形式均为利息收入为主。按收入形式分类，2022 年利息收入为 284 亿元，占比达 87%。

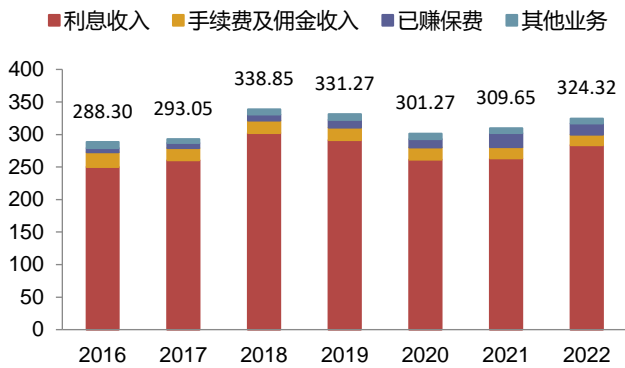


**图2.银行、财务、金融租赁是公司三大主要业务(亿元)**


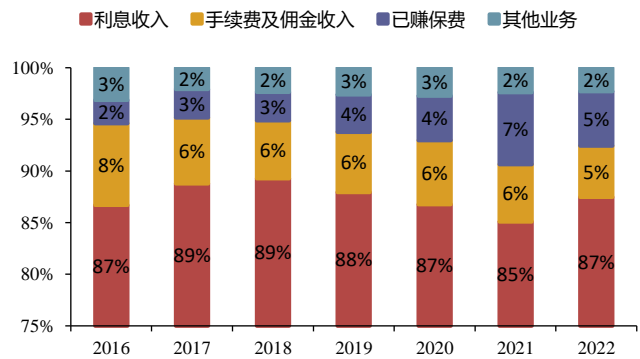
数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

**图3.银行、财务、金融租赁收入占比达90%以上**


数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

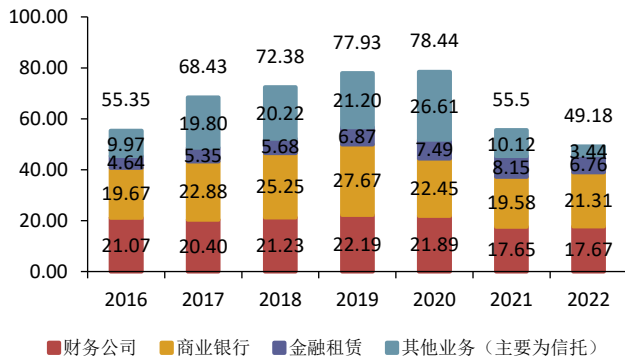
**图4.收入形式主要以利息收入为主(亿元)**


数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

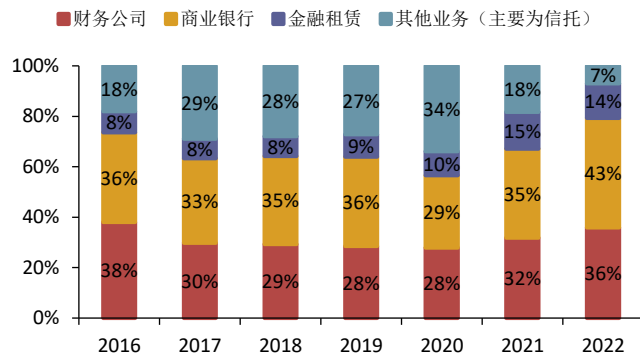
**图5.利息收入占比达80%以上**


数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

昆仑银行是公司归母净利润的第一大来源。2022年昆仑银行、中油财务、昆仑金融租赁的归母净利润分别为21.31亿元、17.67亿元、6.76亿元,占公司归母净利润的比例分别为43%、36%、14%。

**图6.分业务归母净利润(亿元)**


数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

**图7.昆仑银行是公司归母净利的主要来源**


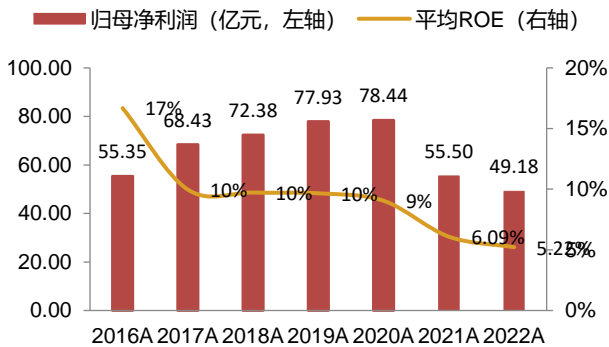
数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

### 1.3 财务概况：信托项目风险+公允价值变动亏损致业绩承压

收入保持平稳，近两年净利润受信托业务信用减值计提和交易性金融资产公允价值下降影响下滑。公司 2022 年营业收入为 324 亿元，同比增长 5%，2016-2022 年维持在 300 亿左右。2021 年起，受地产风险传导，信托业务信用减值计提上升，2021、2022 年公司信用减值损失分别为 22.81、6.28 亿元，信托业务净利润分别由 2020 年的 12.63 亿元下降至 2021、2022 年的 3.43、-4.04 亿元。2022 年受资本市场波动影响，公允价值净损失 9.46 亿元，2021/2022 年归母净利润分别同比下降 29%、11%至 55、49 亿元。

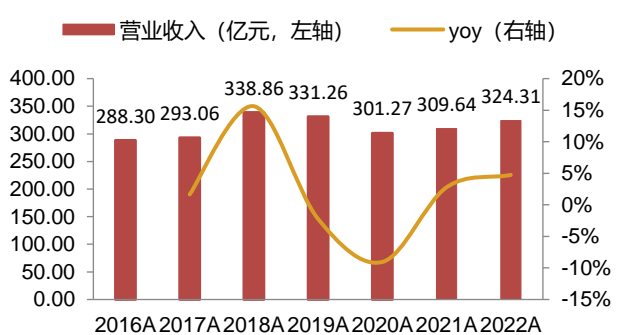
❖ 受利润及利润率下降影响，公司 ROE 近两年大幅下滑。2021、2022 年上市公司平均 ROE 分别下降 2.96pct、0.87pct 至 6.09%、5.22%。根据杜邦分析法，近两年公司总资产周转率和权益乘数保持稳定，ROE 下降主要因归母净利率大幅下滑。随着信托项目风险收敛、资本市场回暖，公司净利润和 ROE 有望触底反弹。2023Q1 公司实现营业收入 91.49 亿元，同比+20.0%；归母净利润 21.89 亿元，同比+27.1%；平均 ROE 同比+0.42pct 至 2.26%。

图8.中油资本归母净利润及 ROE



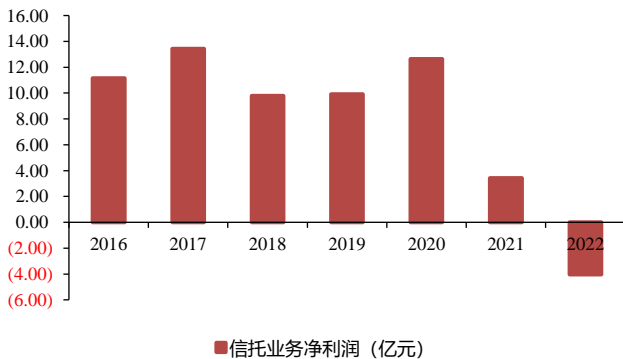
数据来源：wind，财通证券研究所

图9.中油资本营收规模及增速



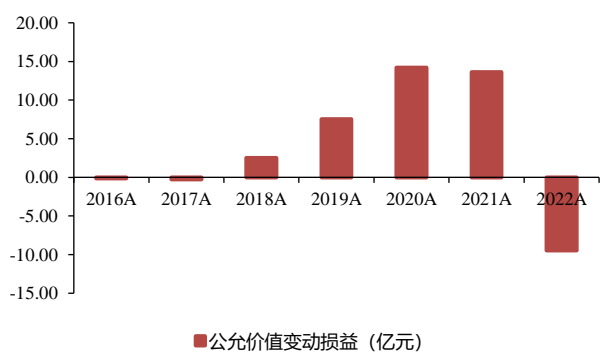
数据来源：wind，财通证券研究所

图10.信托业务净利润大幅下滑



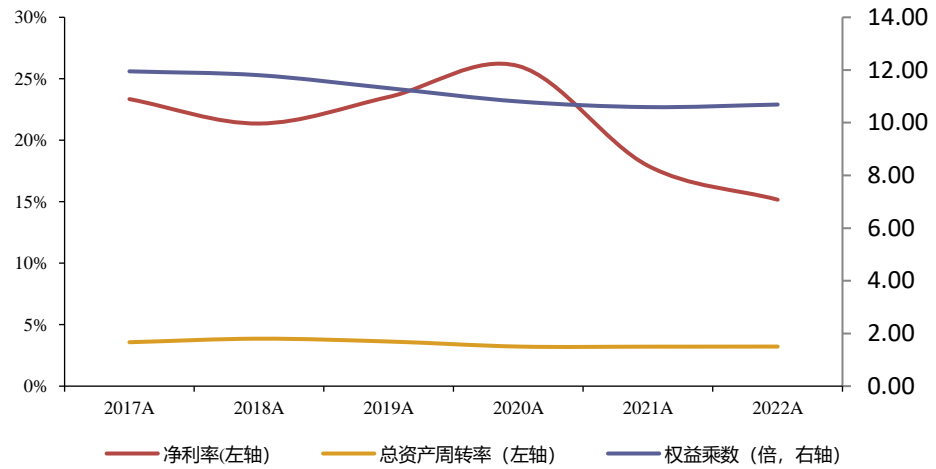
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图11.2022年受资本市场影响公允价值净损失9.5亿元



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图12.ROE大幅下滑主要因归母净利率下降所致



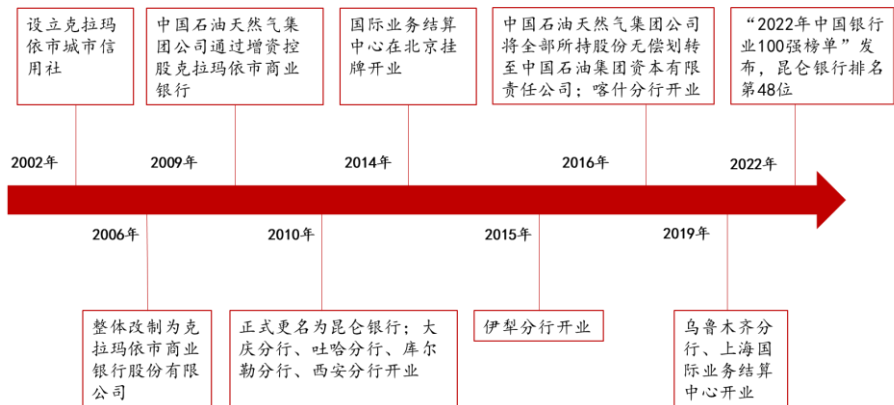
数据来源: wind, 财通证券研究所

## 2 多牌照协同, 共同服务于石油产业链及“一带一路”建设

### 2.1 昆仑银行: 围绕石油产业链的“产融银行”, 国际业务成熟

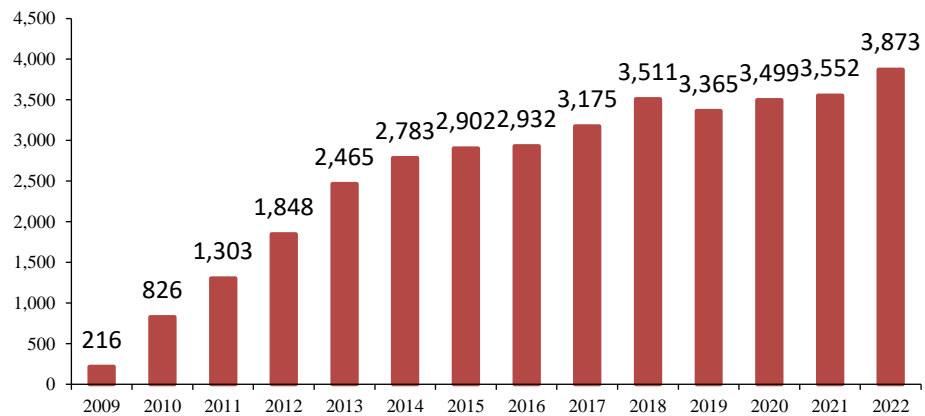
产融结合的经营历史悠久。昆仑银行前身是2006年成立的克拉玛依市商业银行, 2009年4月中国石油天然气集团公司通过增资控股了克拉玛依市商业银行, 2010年4月正式更名为昆仑银行。2016年8月, 中国石油天然气集团公司将全部所持股份无偿划转至中国石油集团资本有限责任公司。重组以来, 昆仑银行充分发挥扎根新疆地区的金融优势和作用, 为新疆、为西部、为能源提供金融服务, 创新金融体系, 服务实体经济。经过10年的发展, 昆仑银行产融结合特色初具规模, 综合实力持续增强, 从一家小型区域性城商行逐步发展成为跨区经营、具有一定国际影响力的特色商业银行, 资产规模迈入全国城市商业银行前列, 2009年至2022年总资产年复合增长率达25%, 是近年来国内成长最快的银行之一。昆仑银行在“2022年中国银行业100强榜单”中排名第48位。

图13. 昆仑银行发展历程



数据来源: 公司官网, 公司公告, 财通证券研究所

图14. 昆仑银行总资产(亿元), 2009-2022年复合增长率达25%



数据来源: wind, 财通证券研究所

**背靠中石油, 股权结构稳定。**中油资本是昆仑银行第一大股东, 持股比例为 77.09%。除此之外, 其他主要股东还包括持股 5%以上的克拉玛依市城市建设投资发展有限责任公司, 以及派驻董事的中海集团投资有限公司、新疆维吾尔自治区国有资产投资经营有限责任公司等。

表3.昆仑银行前十大股东（2022 年报）

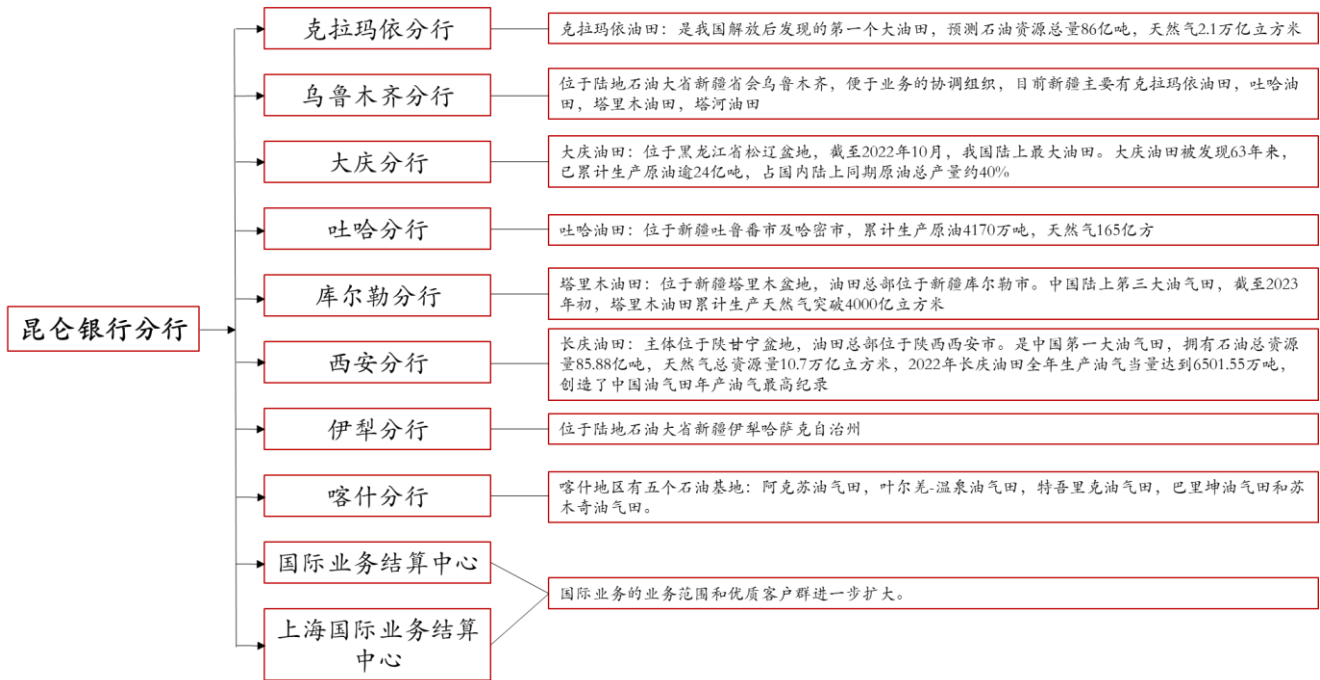
股东名称	持股比例	持股数量（万股）
中国石油集团资本有限责任公司	77.09%	793,071.25
克拉玛依市城市建设投资发展有限责任公司	6.26%	64,412.70
中海集团投资有限公司	3.74%	38,460.43
新疆维吾尔自治区国有资产投资经营有限责任公司	2.51%	25,834.70
新疆金融投资有限公司	2.17%	22,322.54
山东省国有资产投资控股有限公司	1.94%	19,982.97
新疆维吾尔自治区融资担保有限责任公司	1.26%	12,917.35
上海企盛企业发展有限公司	0.67%	6,868.63
克拉玛依市独山子区天鼎投资集团有限责任公司	0.57%	5,838.62
新疆泰盛鑫融投资有限公司	0.55%	5,687.98
<b>合计</b>	<b>96.76%</b>	<b>995397.18</b>

数据来源：昆仑银行年报，财通证券研究所

**以产融结合为主线，多类型业务齐头发展。**昆仑银行以“成为能源领域最具实力优秀商业银行”作为战略目标，遵循依托石油、立足新疆、面向全国、走向国际的发展布局，将产融结合的思路运用在昆仑银行公司金融业务、个人金融业务、信用卡业务等方面，在石油能源产业赛道内占据有利地位。2018 年公司正式成立产融业务管理部，形成初步的业务发展模式 and 人才队伍，以根植中国石油集团产业链，帮助产业链上的企业共同成长为服务宗旨，不断探索创新，发掘业务机会，在产融结合战略下巩固核心竞争力。

**分行围绕国内重要油田建设，助力产融协同。**截止 2022 年末，昆仑银行共有分支机构 80 个，分行级机构 10 家，分别为克拉玛依分行、乌鲁木齐分行、大庆分行、吐哈分行、库尔勒分行、西安分行、伊犁分行、喀什分行、国际业务结算中心和上海国际业务结算中心，其中分行设置均围绕油田设立，把握产融结合定位。

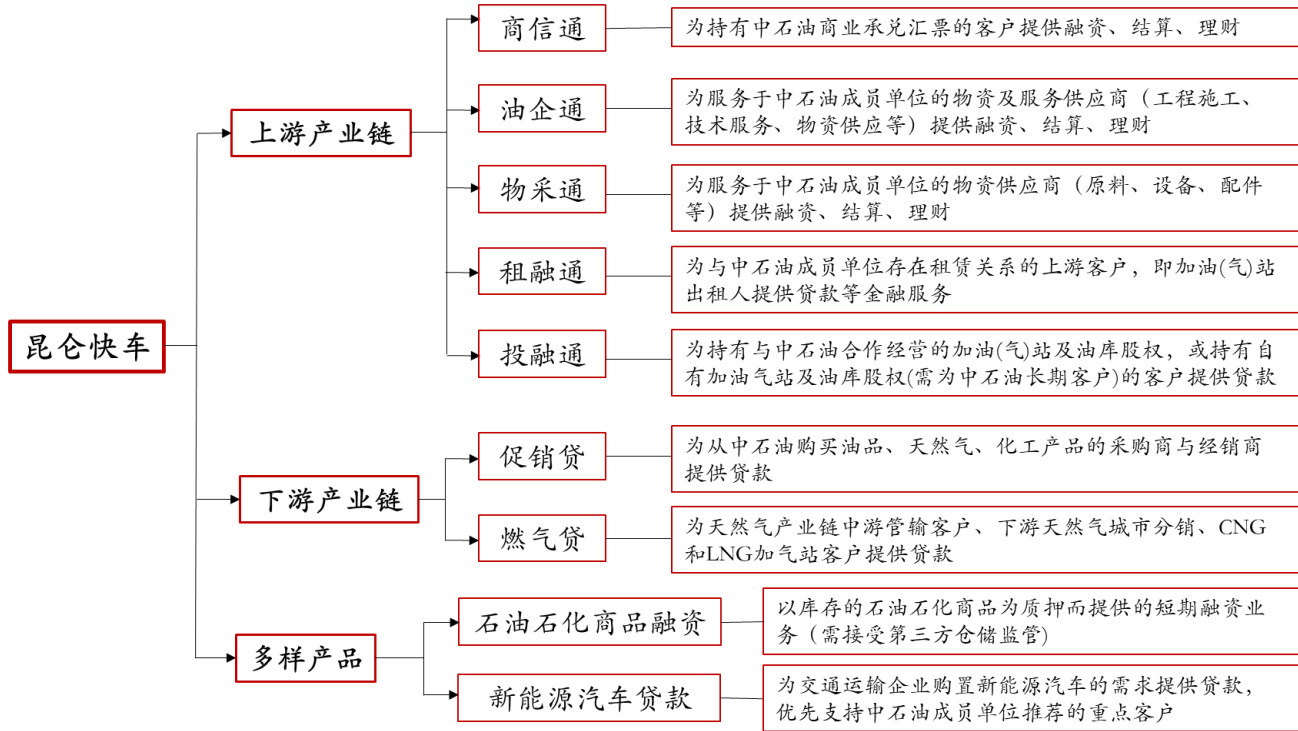
图15.昆仑银行分支机构情况



数据来源：公司公告，中国石油新闻中心等，财通证券研究所

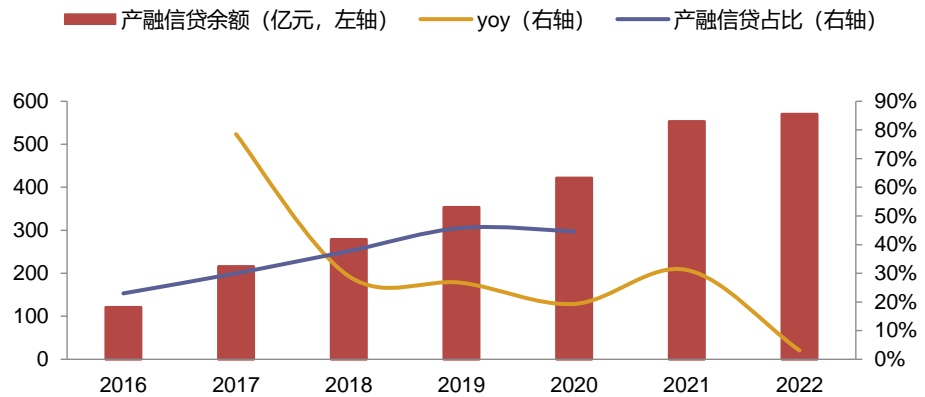
**公司金融：锚定产融结合，“昆仑快车”发展迅速。**昆仑银行的公司金融业务是产融结合的主要发力点，并将重心放在公司“昆仑快车”品牌的建设和完善中。截至目前，经过九年的业务创新和拓展，“昆仑快车”已经包含了商信通、油企通、物采通、租融通、投融通等一系列针对上游产业链客户的“通”类产品；促销贷、燃气贷、商保贷等针对下游产业链客户的“贷”类产品；以及石油石化商品融资、新能源汽车贷款等多样化产品。2022年昆仑银行新增产业链客户1436户，产融专属信贷余额570.26亿元，较上年增加17.01亿元。产融专属信贷余额在公司贷款余额中的占比由2016年的23%上升至2020年的45%，在昆仑银行的积极布局下，以“昆仑快车”为代表的产融结合业务优势不断强化。

图16.昆仑快车业务情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图17.产融专属信贷余额情况



数据来源：公司年报，财通证券研究所

**个人金融：积极融入消费场景，在财富管理及信贷方面持续发力。**昆仑银行在个人业务中坚持产融协同策略，积极发挥其在石油能源领域的比较优势，将石油与个人业务实现有机结合，进行重点营销，在其打造的“人车油”生态圈中不断深耕。1) 财富管理方面，昆仑银行加快推进零售市场竞争力建设，持续提升零售金融服务的一体化和专业化水平，2022年零售条线储蓄存款余额历史性突破千亿元大关，中间业务产品销售规模达到740.33亿元，零售客户总数451.28万户，中高

端及以上客户 32.27 万户，同比增长 12.39%；有序推进理财子公司申设，全面落实资管新规要求，净值化率达到 100%，理财余额 298.01 亿元。2) 信贷方面，除了传统的住房、商用房按揭贷款外，昆仑银行还针对性推出了石油职工信用贷款、石油职工子女留学贷款，对职工提供无担保贷款，2022 年“融信秒贷”、“真薪贷”等一批自营消费贷产品上线推广。

**国际业务：立足服务中石油集团走出去战略，围绕中石油成员企业海外油气资产密集区域拓展业务。**昆仑银行的国际业务自 2010 年起步，以大型央企、石油石化产业链上下游企业为客户群，以中国石油海外五大战略合作区为国际化经营基地，服务国家能源“走出去”战略，2011 年就与 50 余个国家和地区的数百家银行建立了代理行合作关系。北京国际业务结算中心、上海国际业务结算中心分别在 2014 年、2019 年设立，国际业务的业务范围和优质客户群进一步扩大。

表4.昆仑银行国际业务发展成熟

时间	昆仑银行国际业务发展历程
2010 年	中石油通过增资控股对克拉玛依市商业银行进行重组后，2010 年 4 月正式更名为昆仑银行，并将总部迁到北京，正式开启国家业务筹备工作。
2011 年	国际业务的代理行从无到有，共与 50 余个国家和地区的数百家银行建立了代理行合作关系，初步形成了代理行网络，与境内外主要金融机构的业务合作更加深入。同时，国际业务的金融同业业务范围也在逐步扩大，主要涵盖了汇款、信用证、保函、资金交易、贸易融资等业务。
2012 年	国际业务本外币总资产、净利润、结售汇、信用证、保函、跨境人民币结算量等各项数据均大幅增长，产品优势逐步形成，客户数量、客户行业范围快速增长。
2013 年	国际业务高速发展的关键性一年，各项业务取得突破性进展，成功开发并上线运营了新一代国际结算系统，强化了客户服务理念，优质客户群进一步扩大，业绩持续增长。
2014 年	10 月 30 日北京国际业务结算中心开业；推出“伊路通”品牌。扩大了国际业务产品的知名度。改进国际结算系统，实现客户网上银行系统的成功开发和上线。
2015 年	丰富业务产品，将贷款类融资作为应收账款买断类融资的有益补充，将信保融资作为新产品开发的主要方向，持续丰富完善业务产品体系；着力强化市场营销，深入国外市场一线，加强市场信息调研，对客户进行分层管理，实现总分联动营销，全面掌握客户需求；优化系统流程，推动实施国际结算后台集中运营，上线代客资金交易系统，完成 NRA 账户为网银系统前期研发及基础测试工作，积极实施国际业务结算系统与总行信贷系统对接项目。
2016 年	主动让利客户，加强与境外同业的交流往来，进一步巩固双方互信合作。加强重点客户营销，在中小客户分布广泛的区域集中举办业务推广及客户座谈会，大力推广国际业务贸易融资产品和服务，国际贸易融资业务量实现大规模增长。
2017 年	国际贸易融资发生额过百亿元，“伊路通”品牌形象赢得客户认可。全年举办各类国际业务营销推介会 10 余次，邀请参会和实地拜访企业近千家，推动国际贸易融资规模、利润及客户数量大幅增长。
2019 年	上海国际业务结算中心开业，北京国际业务结算中心获得个人业务资质。

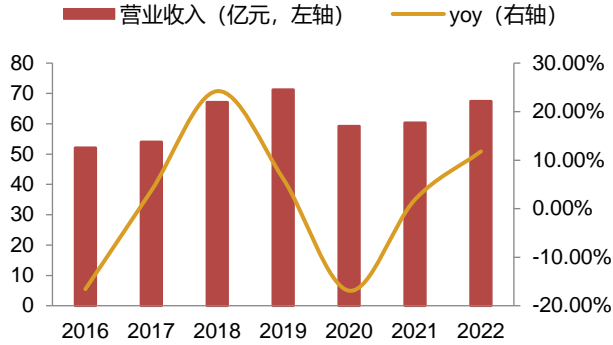
数据来源：昆仑银行年报，财通证券研究所

**利息净收入为主要贡献项，近年营收企稳回升。**2019-2020 年，受息差收窄导致净利息收入减少、国际业务收入下降和债券市场巨幅波动影响，公司营收有所下滑，但 2021 年起已逐步企稳回升。伴随净息差自 2020 年底逐渐回升，公司 2021、2022 年分别实现利息净收入 56.49 亿元、70.78 亿元，同比分别增长 43.38%、25.29%。2022 年昆仑银行实现营收 67.44 亿元（净收入口径，与上市公司商业银



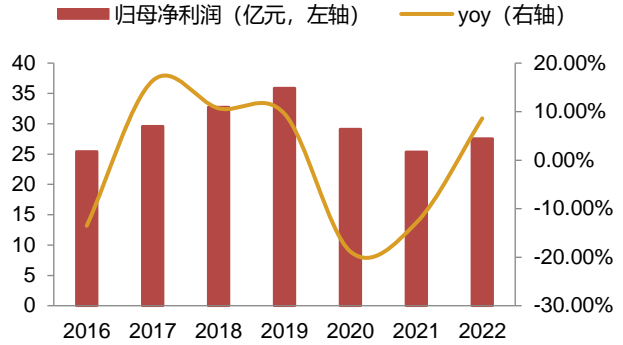
行业务分部口径不同), 同比增长 11.80%; 实现归母净利润 27.54 亿元, 同比增长 8.61%。

图18. 昆仑银行营业收入



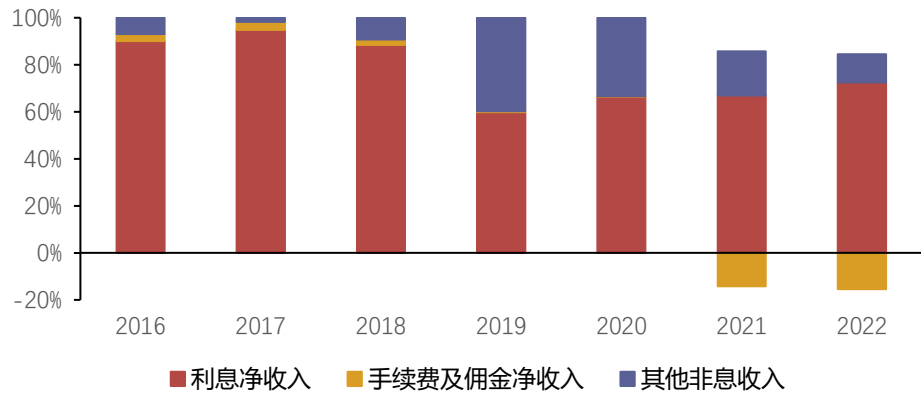
数据来源：昆仑银行年报，财通证券研究所

图19. 昆仑银行归母净利润



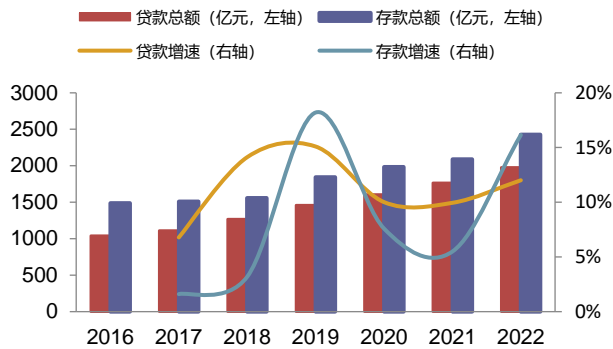
数据来源：昆仑银行年报，财通证券研究所

图20. 利息净收入是昆仑银行的主要营收来源

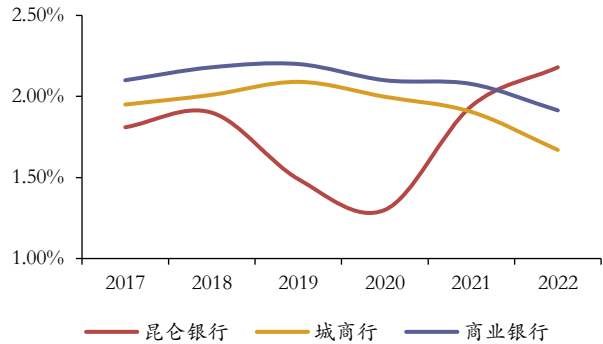


数据来源：昆仑银行年报，财通证券研究所

**规模稳步扩张，净息差高于同业。** 昆仑银行贷款规模保持稳步扩张趋势，2022 年末贷款总额达 1977.09 亿元，同比增长 12.01%，资产规模扩张主要依靠贷款双位数增长拉动。此外，公司存款规模增速在近年略有放缓，2022 年企稳回升，2022 年末公司存款规模达 2427.93 亿元，同比增长 16.15%。价的方面，公司净息差波动较大，但 2020 年起也呈回升态势，且在 2022 年超过上市银行和上市城商行同业水平。2022 年末公司净息差为 2.18%，较年初上升 24bp，分别高于同期商业银行、城商行净息差 27bp、51bp。

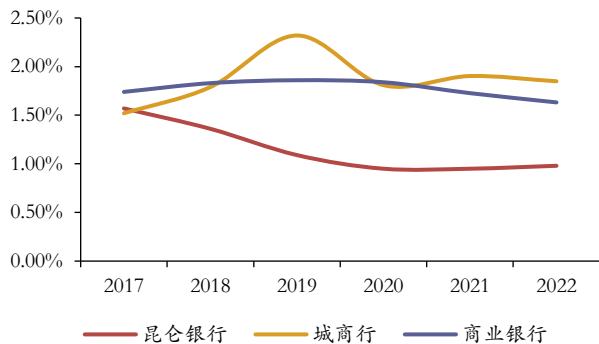
**图21. 昆仑银行贷款规模及存款规模**


数据来源：昆仑银行年报，财通证券研究所

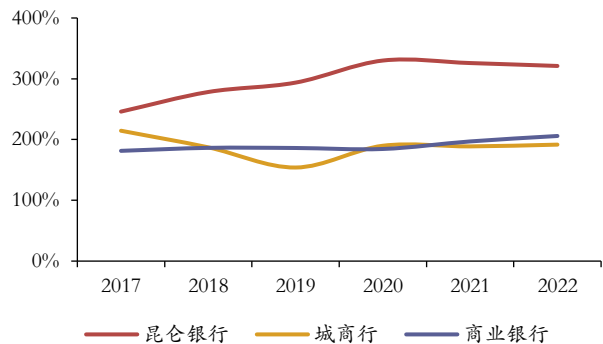
**图22. 昆仑银行净息差回升至高于同业水平**


数据来源：昆仑银行年报，wind，财通证券研究所

**资产质量优异，拨备安全垫充足。**昆仑银行不良率呈逐年下降趋势，2022年末不良率为0.98%，显著低于同期城商行不良率（1.85%）和商业银行整体不良率（1.63%）。公司定位于产融结合，依托大股东核心企业服务供应链上下游企业，客群贷款偿还能力和意愿都有一定保证，铸就公司优异的资产质量。此外，公司拨备充足，2022年末拨备覆盖率为321.06%，高于同期城商行拨备覆盖率（191.62%）和商业银行整体拨备覆盖率（205.85%），拨备充足保证公司拥有较强的风险抵御能力。

**图23. 昆仑银行不良率远低于行业水平**


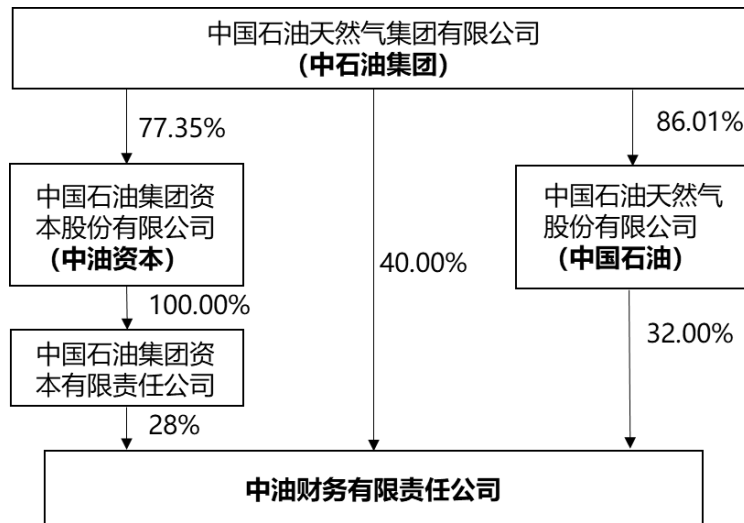
数据来源：wind，昆仑银行年报，财通证券研究所

**图24. 昆仑银行拨备覆盖率高于同业**


数据来源：wind，昆仑银行年报，财通证券研究所

## 2.2 中油财务：中石油集团的内部银行，盈利能力领先同业

**中油财务立足于服务中石油集团内部成员单位。**中油财务是由中石油集团在1995年12月发起设立的定位于服务集团及成员企业的内部金融机构，提供结算平台、筹融资平台、资金管理平台功能，降低筹融资成本，提高资金运作效率和效益，为中国石油产业的发展提供金融服务与支持。截至目前，中油资本对中油财务的持股比例为28%，中石油集团将其对中油财务持有的40%股权交由中油资本进行托管，中油资本拥有的表决权比例为68%。

**图25.中油财务股权结构（截至2023年5月11日）**


数据来源：wind，公司公告，财通证券研究所

**表5.中油财务的主要业务**

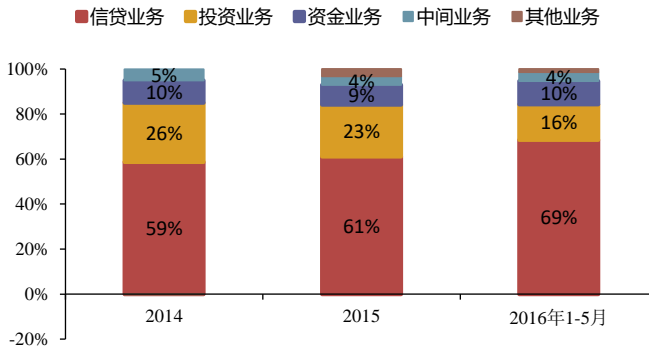
业务类型	业务简介
信贷业务	主要包括在境内和境外从事的贷款及贴现业务，贷款对象为企业集团内部成员单位。
投资业务	主要包括在境内和境外从事的证券投资业务，从产品投向看，中油财务主要投向理财产品、信托产品、基金、企业债等产品。
资金业务	中油财务资金业务主要包括公司在境内和境外存放央行款项和存放同业等业务。
中间业务	中油财务的中间业务主要包括在境内和境外委托贷款业务、代客外汇交易业务以及开立保函等业务。
存款业务	主要是吸收成员单位存款。
结算业务	主要包括成员单位同城结算、异地结算及资金池资金管理业务。中油财务为集团各级成员企业办理结算收付，并汇聚形成庞大的内部资金池。2009年以来，中油财务协助中石油集团建设大司库结算平台。全程参与中石油集团大司库体系建设，作为司库统一结算平台和唯一对外收支通道，搭建了以总分联动账户为主、限额账户为辅的账户架构，通过企业银行分账户、财务公司银行总账户、企业财务公司内部账户的联动关系，实现了结算集中、账户信息集中、资金实时归集等资金集中管理。2012年中石油集团司库一期正式上线。同时，中油财务密切关注企业资金动向和结算需求，在为企业提供银行汇兑、封闭结算、资金管理、存贷款、结售汇等常规业务的同时，完善结算和存款业务品种，开发代发工资和年金缴扣等结算业务。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

信贷业务所带来的息差收入和投资业务所带来的利息收入及投资收益是公司盈利的主要来源。根据《ST 济柴：重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》披露的数据，信贷业务和投资业务是公司营收的主要来源，2015年占比分别为61%、23%。信贷业务体现为利息收入，投资

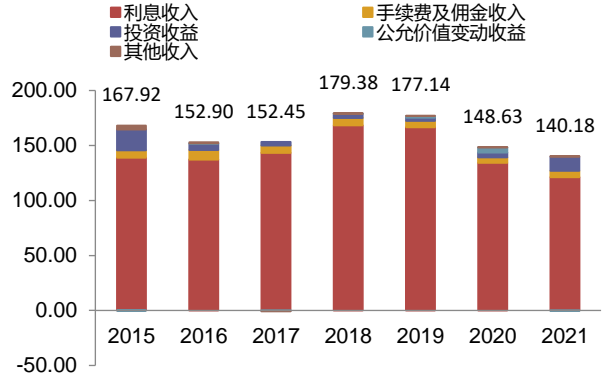
业务主要体现为利息收入、投资收益和公允价值变动收益。根据中油财务的财务报表口径，2021年营业总收入（含投资收益、公允价值变动收益、其他收入，与上市公司财务公司业务分部营收口径不同）为140.18亿元，其中利息收入、投资收益分别占比86%、9%，营收结构变化不大。

图26.中油财务2014、2015、2016年1-5月营收结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

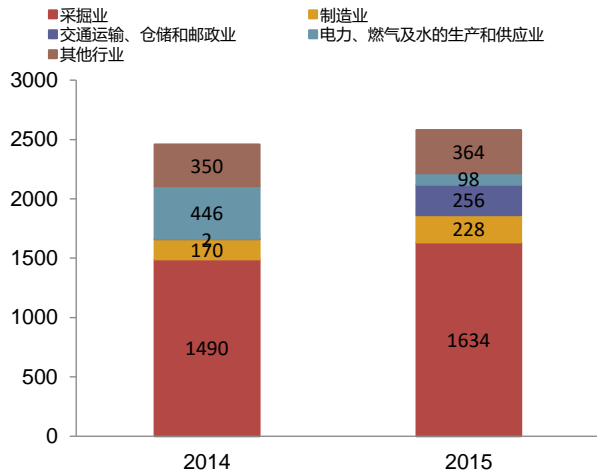
图27.中油财务2015-2021年收入形式分类（亿元）



数据来源：中油财务年度报告，财通证券研究所

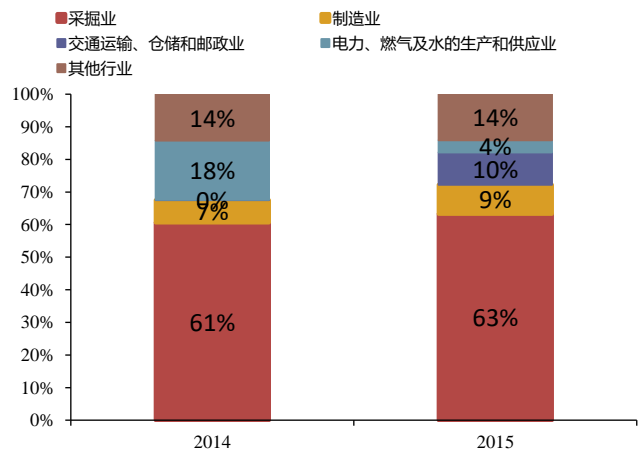
从贷款的行业分布看，中油财务的贷款行业投向相对较为集中。根据《ST 济柴：重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》披露的数据，中油财务的贷款主要投向采掘业，2014、2015年末占比分别达61%、63%。

图28.中油财务贷款按行业投向金额（亿元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

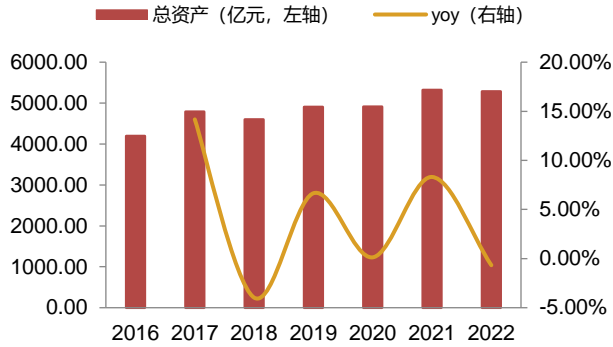
图29.中油财务贷款按行业投向结构



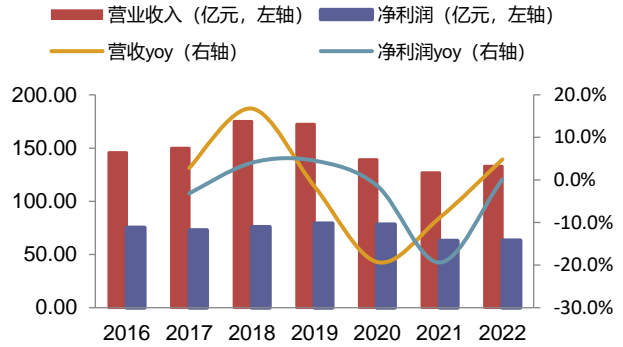
数据来源：公司公告，财通证券研究所

中油财务资产、收入、利润等指标连续保持财务公司全行业第一。在集团公司和成员企业的支持帮助下，公司保持了健康平稳的发展态势，资产、收入和利润规模连续多年位居国内同行业前列。截至2022年年末，中油财务公司总资产5283亿元，同比增长4.8%，实现净利润63亿元，同比增长0.1%。受经济环境、息差收窄等影响，2020年财务公司行业盈利规模及盈利水平有所下降，但中油财务依

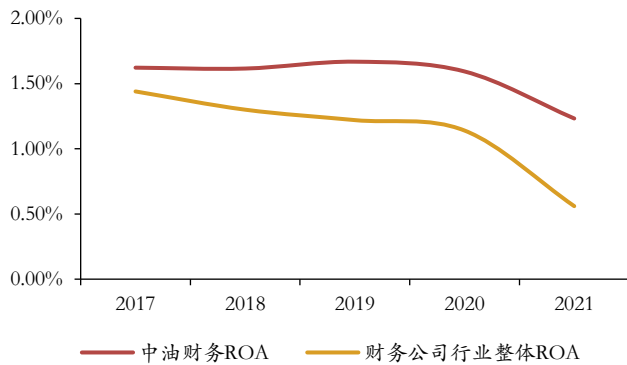
然保持领先于行业的态势，2021年公司ROA、ROE分别为1.23%、8.33%，显著高于行业整体的0.56%、4.16%。

**图30.中油财务 2016-2022 年资产规模**


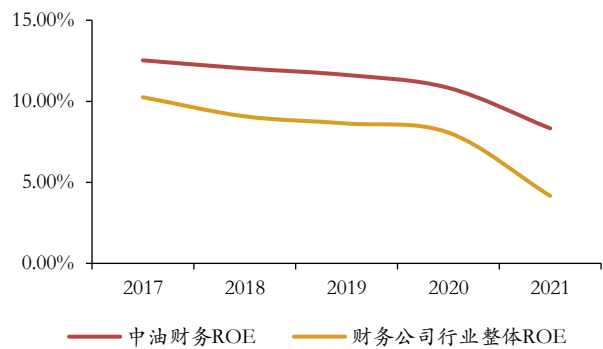
数据来源：公司公告，财通证券研究所

**图31.中油财务 2016-2022 年营业收入及净利润**


数据来源：公司公告，财通证券研究所

**图32.中油财务 ROA 高于行业平均**


数据来源：公司公告，中国财务公司协会，财通证券研究所

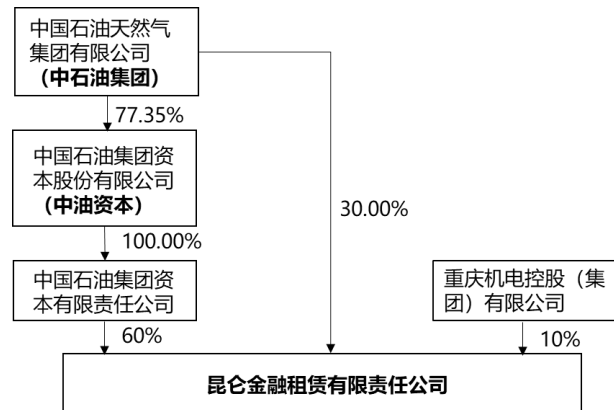
**图33.中油财务 ROE 高于行业平均**


数据来源：公司公告，中国财务公司协会，财通证券研究所

### 2.3 金融租赁：在能源领域具有核心竞争力，逐步拓展至交通领域

昆仑金融租赁成立于2010年7月，是经中国银保监会批准，由中国石油天然气集团有限公司和重庆机电控股（集团）公司共同发起设立的第一家具有大型企业集团背景的金融租赁公司。2016年5月，中石油集团将昆仑金融租赁的60%股权无偿划转给中油资本。截至目前，中油资本、中石油集团、重庆机电控股分别直接持有昆仑金融租赁的60%、30%、10%股份。

图34. 昆仑金融租赁股权结构（截至2023年5月11日）



数据来源：公司公告，wind，财通证券研究所

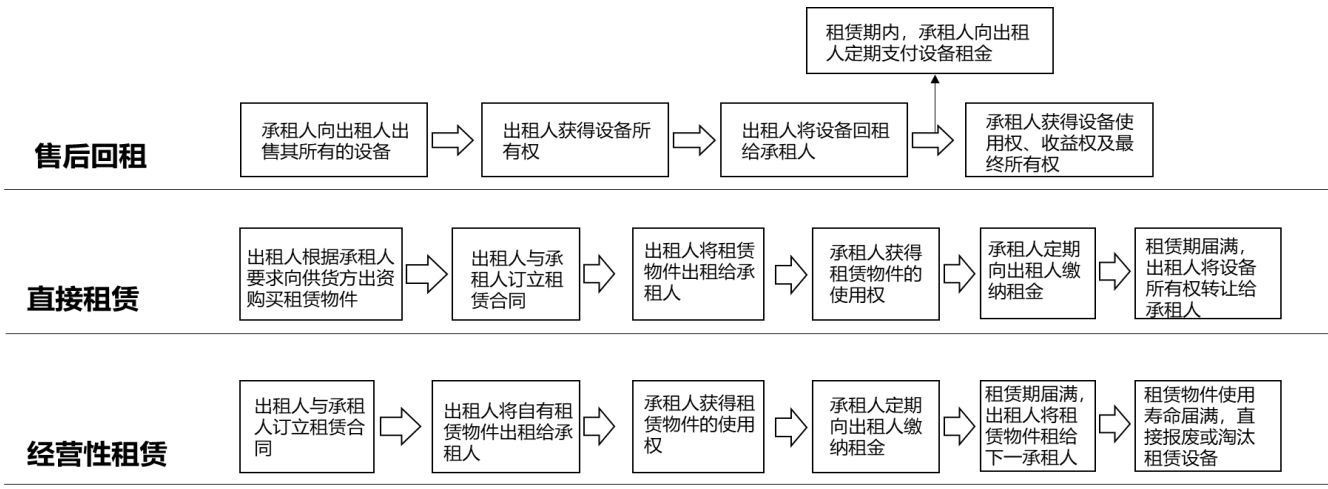
昆仑金融租赁主营业务为融资租赁业务、少量经营性租赁业务，其中融资租赁业务包括售后回租业务、直接租赁业务，截至2021年末，公司融资租赁中直租业务占比为15.27%，处于行业较好水平。

1) 售后回租：是指承租人将其自有设备等固定资产以公允价值出售给昆仑金融租赁，再以融资租赁或经营租赁方式租回使用。租赁期内，与租赁资产所有权相关的收益、风险、维护以及相关税费由承租人承担；租期结束或全额清偿租金后，承租人重新获得固定资产所有权。售后回租是当前国内应用最广泛的融资租赁方式，其优点在于可以帮助企业以设备出售形式获得融资，同时可回租设备继续使用，适用于具有新投资项目而自有资金不足或者企业资产具有快速升值潜力的企业。

2) 直接租赁：是指昆仑金融租赁根据承租人的选择向供应商购买设备并出租给承租人使用的一种租赁模式。其优点在于有利于拓宽承租人融资渠道，节约银行授信资源，减少承租人购买大型设备的资金压力，便于承租人进行税务筹划，以及获取全额的长期融资。另外，此模式期限和租金偿还方式灵活，有利于承租人现金流管理。

3) 经营性租赁：经营性租赁模式是指租赁资产反映在出租人资产负债表，租赁物所有权归属昆仑金融租赁，由昆仑金融租赁承担一定的租赁物残值处置风险的交易，从客户角度，租入设备的成本（租金）可以摊入当期费用的租赁模式。

图35. 昆仑金融租赁业务模式



数据来源：公司公告，财通证券研究所

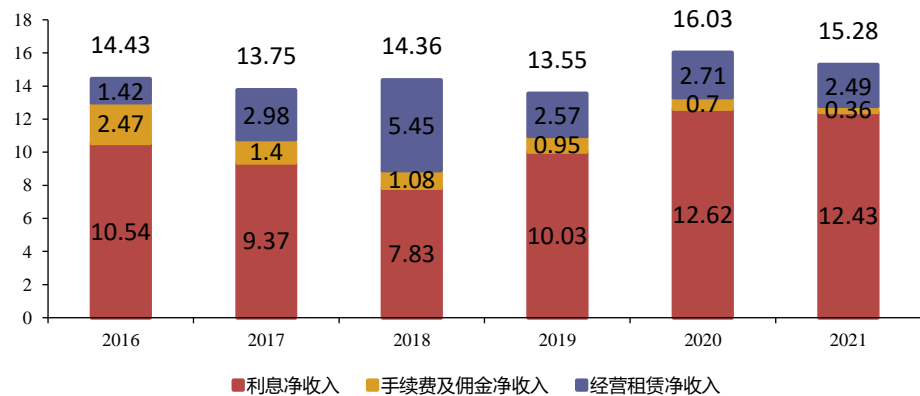
表6. 昆仑金融租赁租赁业务情况表

	2019	2020	2021
租赁业务投放金额（亿元）	205.69	114.32	137.15
租赁资产余额（亿元）	622.58	593.19	574.26
其中：融资租赁资产余额（亿元）	532.88	506.15	488.93
经营租赁资产余额（亿元）	89.7	87.04	85.33
其中：飞机租赁余额（亿元）	88.87	87.04	85.33
直租业务租赁资产余额/融资租赁资产余额	17.18%	26.09%	15.27%

数据来源：联合资信《昆仑金融租赁有限责任公司2022年跟踪评级报告》，财通证券研究所

收入模式主要为利息收入和经营租赁收入。利息收入主要来源于融资租赁业务，另有少量同业业务利息收入；公司手续费及佣金净收入主要来自于租赁业务服务费；经营租赁业务主要是飞机租赁业务，受制于新冠疫情对于航空业的冲击，公司经营租赁业务收入有所减少。

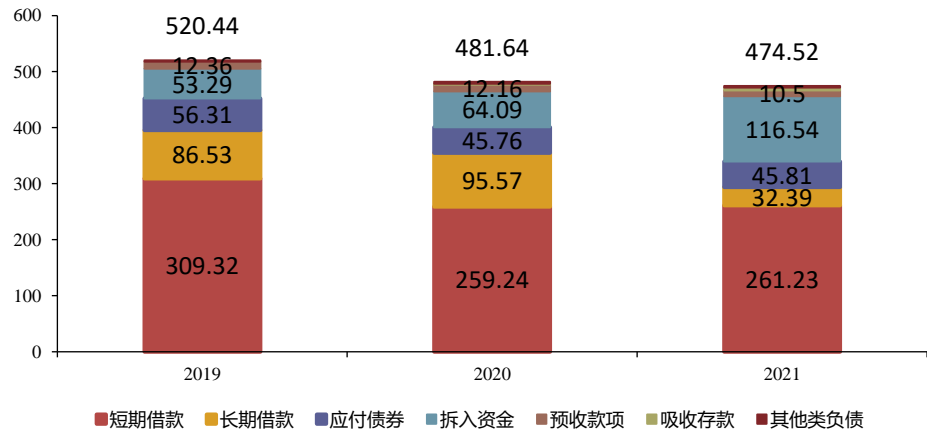
图36. 昆仑金融租赁营业净收入（亿元）



数据来源：联合资信《昆仑金融租赁有限责任公司2022年跟踪评级报告》，财通证券研究所

公司资金来源以市场融资资金为主，融资渠道畅通。公司主要通过银行、同业渠道融资，同时通过发行金融债券满足中长期资金需求。2020年以来，公司审慎开展租赁业务投放，对资金的需求减少，适度压缩主动负债力度，负债总额有所下降。同时，公司对负债结构进行调整，利用资金面宽松背景下的低成本资金，压缩长期借款规模，加大同业拆入力度。

图37. 昆仑金融租赁负债端资金来源（亿元）



数据来源：联合资信《昆仑金融租赁有限责任公司2022年跟踪评级报告》，财通证券研究所

依托中石油集团资源优势，公司业务发展主要围绕能源、交通运输和公共事业三大板块，在能源等领域具有核心竞争力。

1) 依托中石油集团，能源相关行业对公司业务发展的贡献度高，围绕中国石油集团的炼油化工、天然气管道、工程建设和装备制造开展业务，形成在天然气管网、城市燃气、加油站、加气站、油气储运领域的特色产品，助力主业下游市场的拓展，项目主要投放于以煤炭、石油和天然气、黑色金属开采等为主的采矿业以及与上述行业产业链上的石油、煤炭及其他燃料加工等制造业。

2) 除石油、天然气、煤炭等传统能源项目的投放，公司以“双碳”目标为导向，拓展风力发电、光伏发电和垃圾发电等新能源业务，加快节能环保等领域的投放，与多家清洁能源企业（水电、光伏发电、垃圾发电、中电生物质发电等）开展业务合作，形成了一定规模投放于电力、热力、燃气及水的生产和供应等行业的融资租赁资产。同时公司开展的公共事业板块租赁业务主要聚焦于民生领域市场，拓展污水处理、热力、燃气等关系国计民生的地方重大工程，投向于电力、热力、燃气、水的生产和供应业及水利、环境和公共设施管理业的融资租赁资产规模较大。

3) 近年来公司投向交通运输、仓储和邮政业领域的占比逐年提升。在铁路运输、道路运输、水上运输、航空运输及管道运输等国民经济基础产业不断优化投放结



构，支持优质项目。目前，公司已与多家政府企业建立战略合作关系，为各地轨道交通、城市道路建设和航运提供融资解决方案。

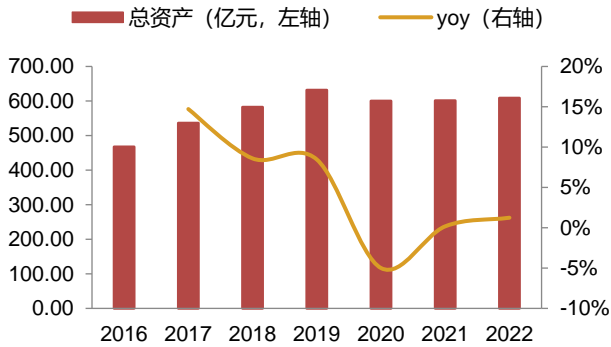
表7.昆仑金融租赁业务投放行业规模占比

2019 年末		2020 年末		2021 年末	
行业	占比	行业	占比	行业	占比
交通运输、仓储和邮政业	64.91%	交通运输、仓储和邮政业	69.31%	交通运输、仓储和邮政业	74.51%
采矿业	9.43%	采矿业	10.22%	采矿业	10.28%
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	9.19%	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	9.85%	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	8.23%
制造业	8.18%	制造业	5.62%	制造业	3.17%
水利、环境和公共设施管理业	3.53%	批发和零售业	2.13%	批发和零售业	1.99%
<b>合计</b>	<b>95.24%</b>		<b>97.13%</b>		<b>98.18%</b>

数据来源：联合资信《昆仑金融租赁有限责任公司 2022 年跟踪评级报告》，财通证券研究所

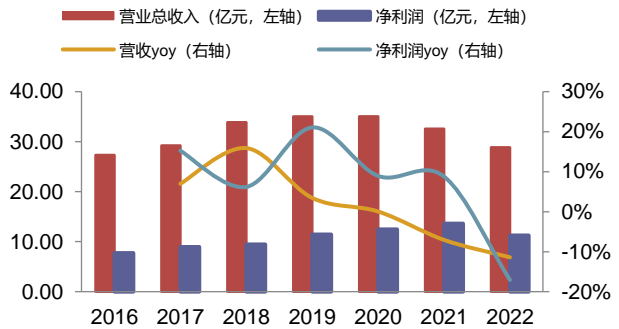
**总资产稳步增长，整体盈利维持较好水平。**2020 年以来，受经济下行、新冠疫情等因素影响，公司审慎进行租赁业务投放，加之部分存量项目的回款，租赁资产规模有所收缩，整体资产规模保持稳定。租赁资产规模收缩，加之项目收益水平下降，公司营业收入及净利润有所下降。

图38.昆仑金融租赁总资产



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图39.昆仑金融资产收入、利润



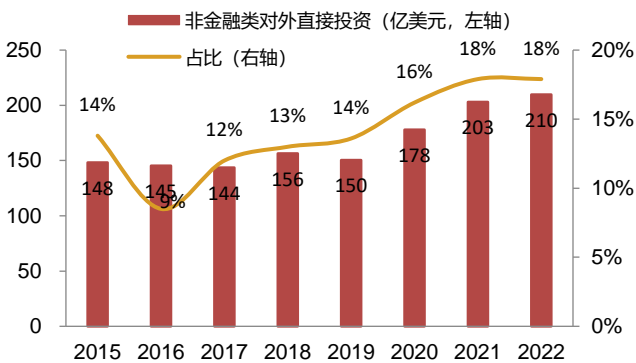
数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 2.4 公司各业务板块发挥各自优势，积极助力“一带一路”建设

**沙伊等国形势破局，有利于我国与中东国家推进“一带一路”合作。**2023 年 3 月 10 日，中国、沙特和伊朗在北京发表三方联合声明，三国宣布，沙特和伊朗达成一份协议，包括同意恢复双方外交关系，在至多两个月内重开双方使馆和代表机构，安排互派大使，并探讨加强双边关系。中东国家的地理分布与“一带一路”走向高度契合，是我国推进“一带一路”倡议的重要合作伙伴。

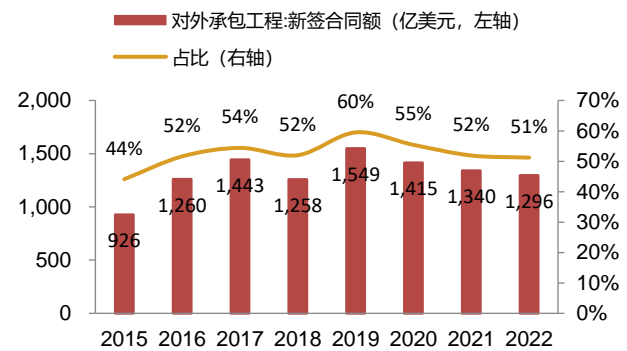
“一带一路”十周年，合作成果丰硕，布局加速。2022 年末，国家各大重要会议均提出一带一路沿线的经济贸易价值，12 月中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》中着重提及要发挥对外开放对内需的促进作用。要高质量共建“一带一路”。推进基础设施互联互通，拓展第三方市场合作。加快推进西部陆海新通道高质量发展，提高中欧班列开行质量，推动国际陆运贸易规则制定。支持各地深化与共建“一带一路”国家交流合作。2022 年，我国企业在“一带一路”沿线国家非金融类直接投资 1410.5 亿元人民币，较上年增长 7.7%（折合 209.7 亿美元，增长 3.3%），占同期总额的 17.9%，与上年同期持平，主要投向新加坡、印度尼西亚、马来西亚、泰国、越南、巴基斯坦、阿拉伯联合酋长国、柬埔寨、塞尔维亚和孟加拉国等国家。

图40. “一带一路”沿线国家非金融类对外投资额



数据来源：wind，财通证券研究所

图41. “一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目金额



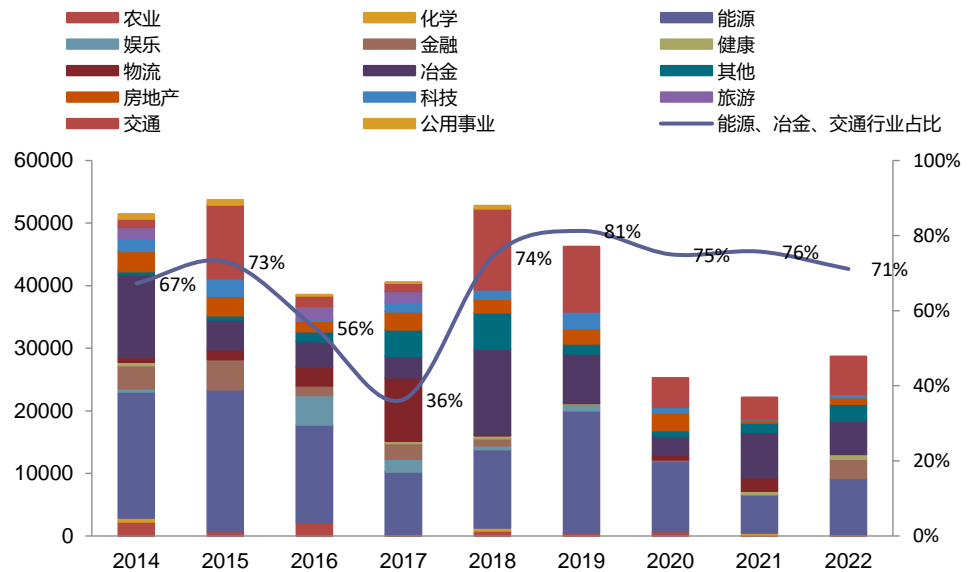
数据来源：wind，财通证券研究所

公司及旗下子公司发挥各自优势，积极助力“一带一路”建设。中油财务作为中国石油集团司库平台，始终紧跟中石油集团国际化战略，充分发挥境内外金融税收优惠政策和统一平台优势，为中石油集团成员企业在“一带一路”沿线国家能源合作开发提供融资、国际结算及外汇交易等综合性金融服务。昆仑银行作为注册地在新疆的城市商业银行，发挥注册区位优势，紧跟国家“一带一路”战略，大力支持新疆地区（丝绸之路经济带核心区）能源开发、能源金融合作，服务当地经济，促进新疆发展，加快产融结合、融融协同、业务创新，不断做强做大产融结合业务。专属保险为中石油集团资产、责任及人员风险提供保险保障，积极参与“一带一路”建设，业务拓展至 23 个国家 55 个项目。

“一带一路”沿线国家和地区工程承包项目主要集中在能源、交通、冶金等领域，中油资本贷款投向亦集中于能源、交通、矿业等领域。2022 年，我国对“一带一路”沿线国家和地区能源、交通、冶金领域的规模分别为 90.7 亿美元、60.0 亿美元、53.2 亿美元，占对“一带一路”沿线国家和地区所有领域投资总额的比例分别为 32%、21%、19%，合计达 71%。中油资本的企业贷款投向行业亦主要集中在

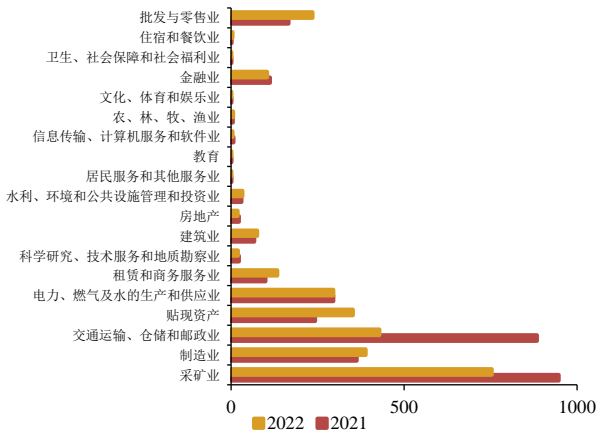
采矿、交通等石油产业链领域，2022 年企业贷款投向前五大行业分别为采矿业、制造业、运输业、贴现资产和电力、燃气及水的生产和供应业，占比分别达 26%、14%、15%、12%、10%，采矿业、制造业、运输业、电力、燃气及水的生产和供应业合计达 65%。我们认为，随着高层和平外事访问以及“一带一路”持续催化，公司经营规模有望扩大。

图42.我国对“一带一路”沿线国家和地区各领域投资总额（百万美元）



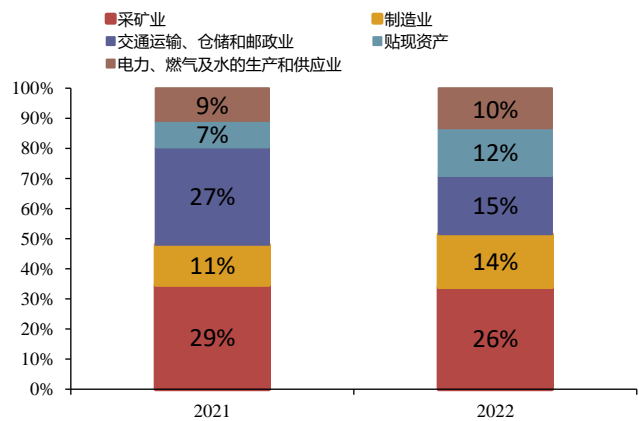
数据来源：美国企业研究所《中国投资全球追踪》，财通证券研究所

图43.中油资本贷款和垫款总额按行业划分（亿元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图44.中油资本贷款和垫款按行业占比



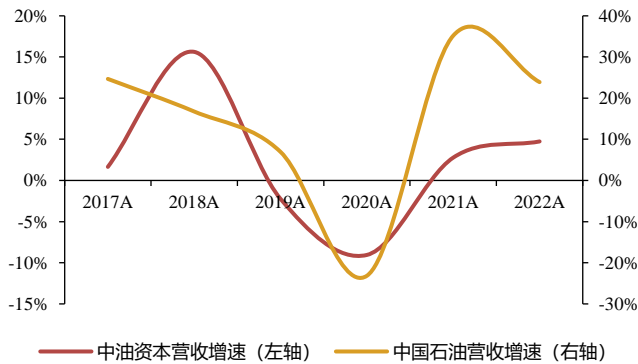
数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 3 业绩与石油产业链景气度相关，国企改革有望引领公司高质量发展

#### 3.1 公司业绩与石油产业链景气度高度相关

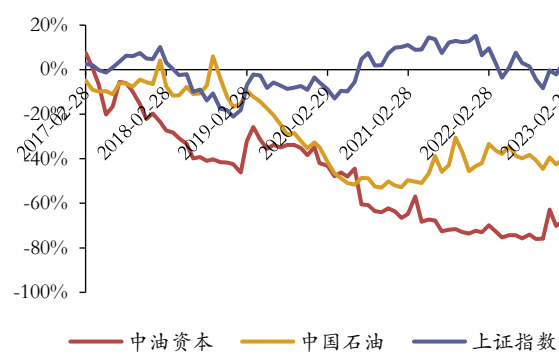
公司业务主要服务于石油产业链，业绩与石油产业链景气度高度相关。中油资本和中国石油的营业收入增速显示，中油资本波动较为平缓，但两者波动方向2018年以来高度相关。

图45.中油资本营收波动和中国石油高度相关



数据来源：wind，财通证券研究所

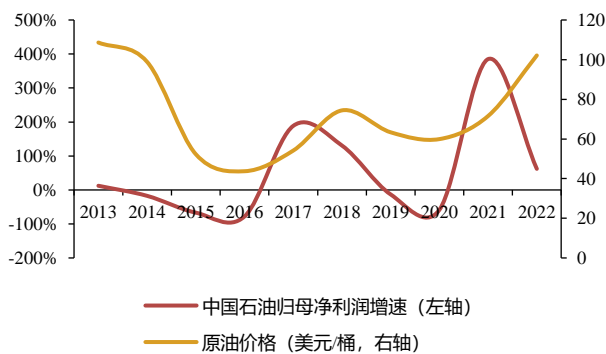
图46.中油资本股价涨跌幅和中国石油趋势一致



数据来源：wind，财通证券研究所

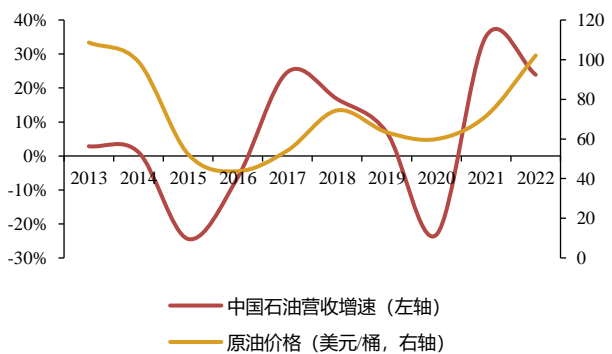
石油产业链营收和净利润随油价波动。以上下游一体化的中国石油为例，其营业收入和净利润的波动与油价波动高度相关。2021年以来，随着油价攀升，中国石油营业收入和净利润增长显著。2022年，中国石油营业收入达32392亿元，同比增长24%；归母净利润达1494亿元，同比增长62%。

图47.中国石油营收增速随油价波动



数据来源：wind，财通证券研究所

图48.中国石油净利润增速随油价波动



数据来源：wind，财通证券研究所

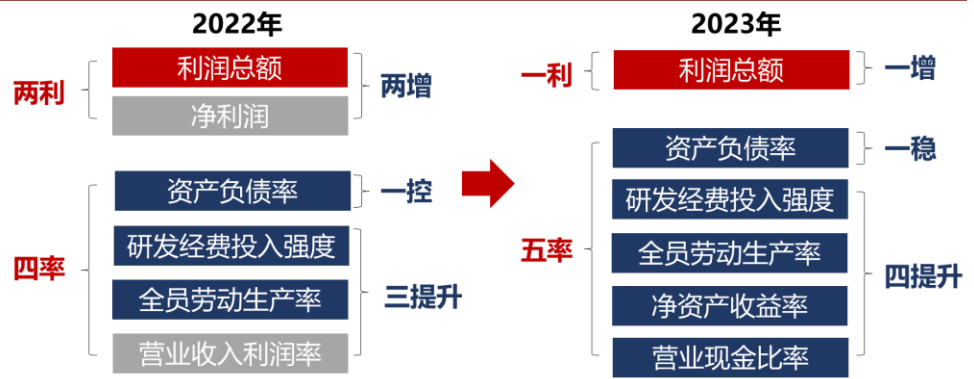
#### 3.2 国企改革新考核体系有望引领公司高质量发展

央企新考核体系更加强调盈利能力和盈利质量，国资委对国有企业开展世界一流企业对标动员部署。今年1月，国资委对央企在经营指标考核体系层面的考核

由“两利四率”（净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率）调整为“一利五率”，用 ROE 替换净利润，用营业现金比率替换营业收入利润率指标，重点突出企业盈利能力与盈利质量。3 月 3 日，国务院国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署，指出国资企业要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平。

公司 2023 年经营计划提出将搭建一流企业指标体系，盈利能力有望企稳回升。中油资本的 ROE 近两年受息差收窄、信托业务风险、资本市场波动等影响，ROE 大幅下滑。公司 2023 年经营计划指出，公司将搭建一流企业指标体系，科学引领高质量发展。立足能源产业背景实际，与公司“十四五”规划中期调整、一流企业方案编制相结合，组织开展高质量发展与建设一流企业课题研究，从价值管理、市场地位、客户吸引、服务满意度、可持续性、国际化、专业化等维度，建立清晰的指标体系，引领金融企业结合实际，加快实现高质量发展。我们认为，随着国企改革首次使用 ROE 代替净利润增速，国资委对国有企业对标开展世界一流企业的动员部署，中油资本作为中石油旗下的上市公司，将提高对盈利能力和盈利质量的重视程度，结合考核框架为 ROE 提升积蓄动能。

图49.国企改革 2023 年央企新考核体系



数据来源：国资委，财通证券研究所

## 4 盈利预测和投资建议

### 4.1 盈利预测

银行、财务、金融租赁业务是公司营收和净利润的主要三大来源：

1) 银行业务：我们认为公司银行业务或受益于国际业务和“一带一路”建设，预计 2023E-2025E 利息收入分别为 153.46、166.58、180.80 亿元，手续费、佣金及其他业务收入每年增长 10% 分别至 2.85、3.13、3.44 亿元。2023E-2025E 公司银行业务营业收入分别为 156.31、169.71、184.24 亿元，分别增长 8.08%、8.58%、8.56%。

2) 财务公司：中油财务服务于中石油集团及旗下成员企业，我们预计在国企改革新考核指标的催化下，中油财务将进一步提高对中石油集团的服务效率，我们预计 2023E-2025E 公司营业收入分别达 143.18、154.20、169.62 亿元，分别同比增长 7.64%、7.69%、10.00%。

3) 金融租赁：我们认为昆仑金融租赁凭借在石油产业链及交通运输行业的优势，业务规模有望实现扩张。我们预计 2023E-2025E 公司营业收入分别达 31.14、32.41、34.04 亿元，分别同比增长 7.96%、4.06%、5.04%。

表8.中油资本各分部营收预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>商业银行</b>							
利息收入	10,696	10,766	12,543	14,204	15,346	16,658	18,080
手续费、佣金及其他业务收入	105	148	222	259	285	313	344
营业收入	10,800	10,914	12,764	14,462	15,631	16,971	18,424
yoy		1.05%	16.95%	13.30%	8.08%	8.58%	8.56%
<b>财务公司</b>							
利息收入	16,662	13,415	12,120	12,593	13,539	14,562	16,018
手续费、佣金及其他业务收入	586	508	571	709	780	858	944
营业收入	17,248	13,924	12,691	13,302	14,318	15,420	16,962
yoy		-19.27%	-8.85%	4.81%	7.64%	7.69%	10.00%
<b>金融租赁</b>							
利息收入	3,398	3,433	3,212	2,861	3,089	3,213	3,374
手续费、佣金及其他业务收入	105	71	45	23	25	28	30
营业收入	3,503	3,504	3,256	2,884	3,114	3,241	3,404
yoy		0.04%	-7.06%	-11.43%	7.96%	4.06%	5.04%
<b>其他业务（包括分部间抵消）</b>							
信托业务营业收入	1041	1010	742	530	557	585	614
其他（包括分部间抵消）业务收入	534	775	1510	1253	1620	1458	1312
<b>营业总收入</b>	<b>33126</b>	<b>30127</b>	<b>30964</b>	<b>32431</b>	<b>35,239</b>	<b>37,674</b>	<b>40,716</b>
yoy		-9.05%	2.78%	4.74%	8.66%	6.91%	8.07%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

综合其他业务及分部间抵消，我们预计 2023E-2025E 中油资本营业总收入分别为 352.39、376.74、407.16 亿元，分别同比增长 8.66%、6.91%、8.07%；归母净利润分别为 60.69、68.37、76.28 亿元，分别同比增长 23.41%、12.65%、11.56%。

**表9.中油资本盈利预测**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	30964	32431	35239	37674	40716
收入增长率（%）	2.78	4.74	8.66	6.91	8.07
归母净利润（百万元）	5550	4918	6069	6837	7628
净利润增长率（%）	-29.24	-11.39	23.41	12.65	11.56
EPS（元/股）	0.44	0.39	0.48	0.54	0.60
PE	19.25	21.72	17.64	15.66	14.04
ROE（%）	5.98	5.14	6.10	6.58	7.01
PB	1.15	1.12	1.08	1.03	0.98

数据来源：wind，财通证券研究所

## 4.2 分部估值

考虑到公司以息差业务为主，我们整体采用 PB 估值法：

1) 银行业务：昆仑银行 2022 年净资产为 371.6 亿元，上市公司持有昆仑银行 77.09% 股权。我们以在 A 股上市的城商行为可比公司，截至 2023 年 5 月 10 日，当前 PB(MRQ)均值为 0.67。

**表10.A 股上市城商行 PB（MRQ）（截至 2023 年 5 月 10 日）**

股票代码	证券简称	流通市值（亿元）	市净率（MRQ）
001227.SZ	兰州银行	178	0.66
002142.SZ	宁波银行	1,805	1.13
002936.SZ	郑州银行	158	0.48
002948.SZ	青岛银行	124	0.68
002966.SZ	苏州银行	275	0.75
600919.SH	江苏银行	1,124	0.65
600926.SH	杭州银行	751	0.89
600928.SH	西安银行	211	0.70
601009.SH	南京银行	958	0.74
601169.SH	北京银行	1,011	0.42
601187.SH	厦门银行	155	0.69
601229.SH	上海银行	906	0.44
601577.SH	长沙银行	330	0.59
601665.SH	齐鲁银行	198	0.66
601838.SH	成都银行	504	0.88
601963.SH	重庆银行	155	0.62
601997.SH	贵阳银行	219	0.41
平均值			0.67

数据来源：wind，财通证券研究所

2) 金融租赁业务：昆仑金融租赁 2022 年净资产为 132.4 亿元，上市公司持有昆仑金融租赁 60.00% 股权。我们以渤海租赁、江苏金租、华铁应急为可比公司，截至 2023 年 5 月 10 日，当前 PB (MRQ) 均值为 1.37。

表11.A 股上市金融租赁公司 PB (MRQ) (截至 2023 年 5 月 10 日)

股票代码	证券简称	流通市值 (亿元)	市净率 (MRQ)
000415.SZ	渤海租赁	143	0.52
600901.SH	江苏金租	205	1.26
603300.SH	华铁应急	111	2.34
平均值			1.37

数据来源：wind，财通证券研究所

3) 财务公司：中油财务 2022 年净资产为 822.29 亿元，上市公司持有中油财务 28% 股权。财务公司缺乏可比的上市公司，按照 2016 年 ST 济柴重组协议中的重估估值，中油财务以 1.23 倍 PB 置入上市公司。

4) 其他业务：包含信托业务、专属保险、中意财险、中意人寿、昆仑保险经纪、中银证券等，2022 年归母净资产合计为 430.57 亿元。



## 5 风险提示

- 1) **大股东减持风险**: 2022年,前十大股东中,航天信息股份有限公司、泰康资产丰华股票专项型养老金产品、中建资本控股有限公司、中国国有资本风险投资基金股份有限公司、中国长城资产管理股份有限公司合计减持2.52亿股,占总股本约2%。2023年一季度,前十大股东中,航天信息股份有限公司、泰康资产丰华股票专项型养老金产品、海峡能源产业基金管理(厦门)有限公司、香港中央结算有限公司、中建资本控股有限公司合计减持3.57亿股,占总股本的比例约3%。2022年以来,2016年参与定增的股东已进入解禁期,上述减持股东中,海峡能源、航天信息、泰康资产、中建资本、国有资本风投基金均为参与定增股东,不排除进一步减持风险。
- 2) **石油产业链景气度下降**: 公司营收与净利润与石油产业链景气度高度相关,而石油产业链景气度因受油价影响由多种因素影响共同驱动,具有较大的不确定性。
- 3) **信托业务信用风险持续扩张**: 2021年起,受地产风险传导,信托业务信用减值计提上升,不排除信用减值进一步计提的风险。
- 4) **资本市场大幅波动带来公司的金融产品投资公允价值下跌**: 投资业务是中油资本重要的收入来源之一,公司及下属公司持有的证券、信托、保险等金融产品价值受资本市场影响波动。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)						财务指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>30963.93</b>	<b>32431.44</b>	<b>35239.44</b>	<b>37674.43</b>	<b>40716.15</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	16191.73	17823.42	19085.09	20292.23	21722.92	营业收入增长率	2.8%	4.7%	8.7%	6.9%	8.1%
营业税费	229.39	229.50	271.91	290.70	314.17	营业利润增长率	-26.8%	-3.6%	26.4%	10.2%	9.2%
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-29.2%	-11.4%	23.4%	12.6%	11.6%
管理费用	3114.16	3574.25	4228.73	4520.93	4885.94	EBITDA 增长率	-28.0%	10.7%	17.9%	5.1%	9.1%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-29.2%	11.1%	17.3%	5.2%	9.7%
财务费用	183.07	194.50	239.12	268.25	295.79	NOPLAT 增长率	-25.9%	7.7%	15.5%	5.2%	9.7%
资产减值损失	0.00	-17.54	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	2.2%	2.3%	7.5%	7.7%	7.4%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>1360.62</b>	<b>-945.61</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	3.9%	4.3%	6.5%	6.7%	6.8%
投资和汇兑收益	4735.38	4840.19	5172.33	5651.16	6107.42	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>13498.00</b>	<b>13014.22</b>	<b>16448.50</b>	<b>18126.22</b>	<b>19791.43</b>	毛利率	30.7%	29.3%	32.4%	32.7%	33.1%
加:营业外净收支	-13.84	-2.99	0.00	0.00	0.00	营业利润率	43.6%	40.1%	46.7%	48.1%	48.6%
<b>利润总额</b>	<b>13484.16</b>	<b>13011.23</b>	<b>16448.50</b>	<b>18126.22</b>	<b>19791.43</b>	净利润率	37.4%	33.4%	38.3%	39.5%	39.9%
减:所得税	1895.44	2174.66	2960.73	3262.72	3562.46	EBITDA/营业收入	32.2%	34.0%	36.9%	36.3%	36.6%
<b>净利润</b>	<b>5550.12</b>	<b>4917.99</b>	<b>6069.50</b>	<b>6837.21</b>	<b>7627.62</b>	EBIT/营业收入	30.0%	31.8%	34.4%	33.8%	34.3%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	38318.21	37409.52	52773.74	73341.64	89443.32	固定资产周转天数	113	105	91	81	72
交易性金融资产	57699.43	58438.60	59438.60	60438.60	61438.60	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-1899</b>	<b>-2216</b>	<b>-2037</b>	<b>-1908</b>	<b>-1753</b>
应收账款	16.77	32.54	19.81	36.15	24.33	流动资产周转天数	7614	7186	6793	6556	6229
应收票据	0.20	0.11	0.23	0.13	0.26	应收帐款周转天数	0	0	0	0	0
预付帐款	225.38	124.21	157.36	167.58	179.78	存货周转天数	0	0	0	0	0
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转天数	470537	486611	453801	420141	389107
其他流动资产	334071.22	384834.65	384834.65	384834.65	384834.65	投资资本周转天数	2605	2545	2517	2536	2521
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	6.0%	5.1%	6.1%	6.6%	7.0%
长期股权投资	13841.51	14614.12	15614.12	16614.12	17614.12	ROA	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%
投资性房地产	131.26	129.05	124.81	121.58	117.85	ROIC	3.6%	3.8%	4.1%	4.0%	4.1%
固定资产	9602.96	9324.46	8813.28	8388.15	8044.60	费用率					
在建工程	77.78	56.86	56.86	56.86	56.86	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
无形资产	626.21	608.67	628.67	648.67	668.67	管理费用率	10.1%	11.0%	12.0%	12.0%	12.0%
其他非流动资产	186573.77	191834.76	192532.04	190313.52	191560.11	财务费用率	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>资产总额</b>	<b>990531.52</b>	<b>1023773.96</b>	<b>1042561.60</b>	<b>1061816.85</b>	<b>1082014.72</b>	三费/营业收入	10.6%	11.6%	12.7%	12.7%	12.7%
短期债务	29103.90	35525.52	40576.41	46312.66	51706.24	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	37.61	31.74	75.21	38.69	83.50	资产负债率	83.0%	82.8%	82.1%	81.2%	80.3%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	487.9%	482.7%	457.5%	432.3%	408.0%
其他流动负债	753179.47	780869.05	780869.05	780869.05	780869.05	流动比率	0.81	0.77	0.78	0.80	0.81
长期借款	2422.42	3128.25	3628.25	4128.25	4628.25	速动比率	0.12	0.12	0.14	0.16	0.18
其他非流动负债	8377.34	6947.77	6947.77	6947.77	6947.77	利息保障倍数	43.53	50.26	46.99	43.23	42.03
<b>负债总额</b>	<b>822052.97</b>	<b>848087.62</b>	<b>855539.00</b>	<b>862354.38</b>	<b>869027.09</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	75619.00	80097.45	87515.72	95542.01	104143.37	DPS(元)	0.13	0.12	0.17	0.19	0.21
股本	12642.08	12642.08	12642.08	12642.08	12642.08	分红比率					
留存收益	43981.89	47231.13	51149.13	55562.70	60486.50	股息收益率	1.6%	1.4%	2.0%	2.3%	2.5%
<b>股东权益</b>	<b>168478.55</b>	<b>175686.34</b>	<b>187022.61</b>	<b>199462.47</b>	<b>212987.63</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	0.44	0.39	0.48	0.54	0.60
净利润	5550.12	4917.99	6069.50	6837.21	7627.62	BVPS(元)	7.35	7.56	7.87	8.22	8.61
加:折旧和摊销	667.09	701.65	881.85	918.09	925.36	PE(X)	19.3	21.7	17.6	15.7	14.0
资产减值准备	2281.22	645.51	300.00	0.00	0.00	PB(X)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
公允价值变动损失	-1360.62	945.61	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	177.53	205.41	257.82	294.79	332.61	P/S	3.5	3.3	3.0	2.8	2.6
投资收益	-7150.18	-5957.71	-5172.33	-5651.16	-6107.42	EV/EBITDA	12.2	10.9	8.5	7.0	5.8
少数股东损益	6038.60	5918.58	7418.27	8026.29	8601.36	CAGR(%)					
营运资金的变动	32264.77	37136.86	856.15	1309.87	-286.65	PEG	—	—	0.8	1.2	1.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>38271.76</b>	<b>44108.11</b>	<b>10611.25</b>	<b>11735.08</b>	<b>11092.88</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>17406.88</b>	<b>-35891.65</b>	<b>1861.39</b>	<b>5264.99</b>	<b>2101.66</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-5907.01</b>	<b>-20545.09</b>	<b>3191.57</b>	<b>3567.83</b>	<b>2907.14</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。