

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 12.12

当前价格: 10.27

2019.01.09

中油资本 (000617)

协同发展大有潜力, 央企金控优势显著

——中油资本首次覆盖报告

	刘欣琦 (分析师)	严哲铭 (研究助理)
	021-38676647	021-38674624
	liuxinqi@gtjas.com	yanzheming@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880117100120

本报告导读:

公司通过建立市场化激励机制, 整合多个金融业务板块, 有望显著增加协同效应, 提升子板块和公司整体盈利水平, 提升空间显著, 且具备央企金控全牌照的稀缺优势。
投资要点:

- **首次覆盖给予目标价 12.12 元每股, 给予“增持”评级:** 预计中油资本 2018-2020 年归母净利润为 76.99 亿元、84.92 亿元和 93.7 亿元, 对应 EPS0.85 元、0.94 元和 1.04 元。通过可比公司估值法和分部估值法, 给予其目标价 12.12 元每股, 对应目前市场价格 10.27 元每股, 溢价 18.01%, 给予“增持”评级。
- **金控平台扬帆起航, 产融结合创造协同效应:** 中油资本金融牌照齐全, 整合中石油体系内金融业务板块, 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。通过建立市场化绩效体制, 整合业务发展渠道, 未来有望提升子公司市场化程度, 增加协同效应, 提升公司 ROE 水平。
- **监管缺失渐将补上, 央企金控平台稀缺性有望凸显:** 金控公司管理办法渐行渐近, 监管机构对于金控公司的监管套利、利益冲突、脱实向虚等弊病将加大监管, 我们认为有可能通过牌照准入、资本金约束等条件, 对金控公司进行监管。中油资本作为央企旗下的产业金控平台之一, 未来顺利获得金控牌照的概率较大, 有望在行业门槛准入提高的背景下, 成为稀缺性较高的金控公司标的, 获得市场溢价。
- **催化剂:** 金控监管落地, 公司业绩超预期增长
- **风险提示:** 监管措施严于预期, 中石油集团业务扩张放缓, 宏观经济下行。

交易数据

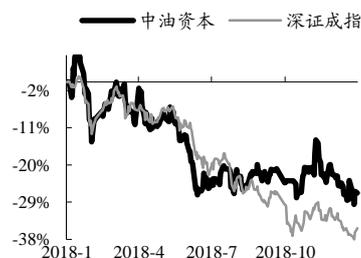
52 周内股价区间 (元)	8.99-15.75
总市值 (百万元)	92,739
总股本/流通 A 股 (百万股)	9,030/288
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	3%
日均成交量 (百万股)	1.66
日均成交值 (百万元)	17.87

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	75,528
每股净资产	8.36
市净率	1.2
净负债率	-234.24%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.16	0.21
Q2	0.24	0.24
Q3	0.16	0.19
Q4	0.20	0.21
全年	0.76	0.85

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	-4%	-27%
相对指数	-2%	4%	8%

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	28,830	29,306	32,031	34,160	37,023
(+/-)%	-	2%	9%	7%	8%
经营利润 (EBIT)	11,969	13,070	15,800	17,350	19,047
(+/-)%	-	9%	21%	10%	10%
净利润 (归母)	5,535	6,843	7,699	8,492	9,370
(+/-)%	-	24%	13%	10%	10%
每股净收益 (元)	0.61	0.76	0.85	0.94	1.04
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.23	0.23	0.23

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	41.5%	44.6%	49.3%	50.8%	51.4%
净资产收益率 (%)	4.6%	5.2%	5.1%	4.8%	4.6%
投入资本回报率 (%)	2.2%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%
EV/EBITDA	40.0	37.1	33.4	32.1	31.1
市盈率	17.0	13.7	12.2	11.1	10.0
股息率 (%)	0.0%	0.0%	2.2%	2.2%	2.2%

模型更新时间: 2019.01.09

股票研究

金融
综合金融

中油资本 (000617)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 12.12

当前价格: 10.27

2019.01.09

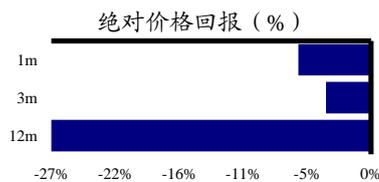
公司网址

www.cnppcapital.cn

公司简介

公司的原主营业务为内燃机的制造、研发及销售,主要产品是190mm缸径中高速柴油机、气体机及发电机组,主要应用于石油石化,近海、内河航运及渔业捕捞,煤层气、高炉尾气、沼气等气体发电等领域。

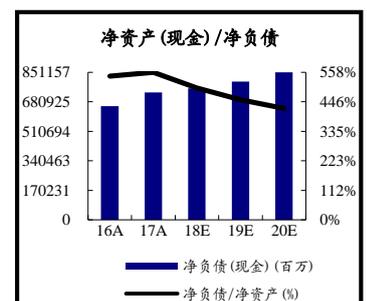
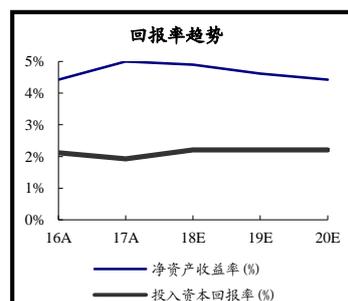
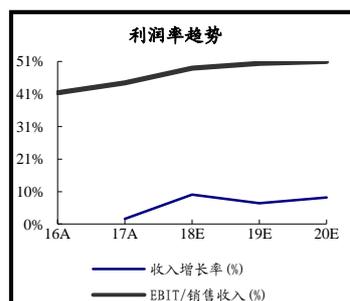
公司通过重大资产重组,将原有资产置出,同时中油资本100%股权的置入,公司持有中油资本100%股权,并通过中油资本及其下属全资子公司持有中油财务、昆仑银行、昆仑金融租赁、昆仑信托、中



52周价格范围 8.99-15.75
市值(百万) 92,739

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	28,830	29,306	32,031	34,160	37,023
营业成本	13,745	13,422	13,510	14,000	14,993
税金及附加	476	184	259	281	304
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	2,640	2,630	2,463	2,529	2,679
EBIT	11,969	13,070	15,800	17,350	19,047
公允价值变动收益	-13	-27	0	0	0
投资收益	1,641	2,428	2,246	2,462	2,712
财务费用	32	35	35	35	35
营业利润	14,510	16,145	18,107	19,941	21,973
所得税	2,309	2,633	2,905	3,173	3,471
少数股东损益	6,665	6,669	7,503	8,276	9,132
净利润	5,535	6,843	7,699	8,492	9,370
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	249,198	229,555	230,976	241,139	258,434
其他流动资产	211,149	356,971	355,237	363,163	380,820
长期投资	7,855	8,764	8,694	8,844	9,216
固定资产合计	4,910	8,105	8,465	9,095	9,975
无形及其他资产	302,184	262,302	307,328	351,463	394,749
资产合计	775,296	865,697	910,700	973,704	1,053,194
流动负债	622,120	701,980	724,558	762,423	813,476
非流动负债	32,599	32,099	33,717	35,281	37,687
股东权益	120,577	131,618	152,425	176,000	202,031
投入资本(IC)	438,649	528,344	567,689	614,232	667,207
现金流量表					
NOPLAT	9,660	10,437	12,895	14,178	15,575
折旧与摊销	499	541	0	0	0
流动资金增量	-20,853	6,071	6,375	6,693	7,028
资本支出	-1,629	-3,791	-3,981	-4,180	-4,389
自由现金流	-12,323	13,258	15,289	16,691	18,215
经营现金流	-24,721	51,142	56,256	61,882	68,070
投资现金流	-17,048	-42,846	-44,988	-47,238	-49,600
融资现金流	19,674	-305	-314	-324	-333
现金流净增加额	-22,095	7,991	10,954	14,321	18,137
财务指标					
成长性					
收入增长率	-	1.7%	9.3%	6.6%	8.4%
EBIT增长率	-	9.2%	20.9%	9.8%	9.8%
净利润增长率	-	23.6%	12.5%	10.3%	10.3%
利润率					
毛利率	52.3%	54.2%	57.8%	59.0%	59.5%
EBIT率	41.5%	44.6%	49.3%	50.8%	51.4%
净利润率	19.2%	23.4%	24.0%	24.9%	25.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	4.6%	5.2%	5.1%	4.8%	4.6%
总资产收益率(ROA)	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%
投入资本回报率(ROIC)	2.2%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%
运营能力					
存货周转天数	-	-	-	-	-
应收账款周转天数	0.15	0.17	0.18	0.17	0.16
总资产周转天数	9681	10721	10690	10591	10653
净利润现金含量	-4.47	7.47	7.31	7.29	7.26
资本支出/收入	-5.7%	-12.9%	-12.4%	-12.2%	-11.9%
偿债能力					
资产负债率	84.4%	84.8%	83.3%	81.9%	80.8%
净负债率	543.0%	557.7%	497.5%	453.2%	421.3%
估值比率					
PE	17.0	13.7	12.2	11.1	10.0
PB	7.3	7.9	9.3	10.8	12.4
EV/EBITDA	40.0	37.1	33.4	32.1	31.1
P/S	3.2	3.2	2.9	2.7	2.5
股息率	0.0%	0.0%	2.2%	2.2%	2.2%



目录

1. 金控平台扬帆起航，产融结合潜力无限.....	4
1.1. 依托央企龙头中石油集团，一站集成金融业务板块.....	4
1.2. ST 济柴重组再出发，中油资本扬帆起航.....	4
1.3. 公司股权结构：中石油集团控股，流通盘规模有限.....	6
2. 主要业务：各项板块协同发力，协同效应指日可期.....	6
2.1. 中油财务：世界 500 强中石油集团的司库中心.....	9
2.2. 昆仑银行：依托能源产业链，辐射一带一路地区.....	10
2.3. 昆仑金融租赁：转型交通运输和公用事业，多元化发展.....	13
2.4. 信托（中油资产）：佣金收入和投资收益为主要收入来源.....	16
2.5. 保险（专属保险、中意人寿、中意财险、昆仑保险经纪）.....	18
2.5.1 专属保险：服务中石油集团的自保公司.....	18
2.5.2 中意财险：提升服务外部市场的财险业务能力.....	20
2.5.3 昆仑保险经纪：主营业务突出，盈利增速提升.....	20
2.5.4 中意人寿：盈利能力优异，集团依赖度较低.....	21
2.6. 其他：中债信增和中银国际补全金融业务体系.....	23
2.6.1 中债信增：多元化业务和金融创新业务的补充.....	23
2.6.2. 中银国际证券：盈利能力良好，股东实力较强.....	24
2.6.3. 联营企业利润稳健增长，增厚投资收益.....	26
3. 金控行业发展情况和监管环境：.....	26
3.1. 金控公司：综合金融业务集成平台的主流公司形式.....	26
3.2. 金控公司监管办法渐行渐近，牌照预计成为稀缺资源.....	28
4. 盈利预测和投资建议.....	30
4.1. 中油资本盈利预测.....	30
4.2. 金控公司整体可比估值.....	31
4.3. 分部估值法.....	31
5. 风险提示.....	33

1. 金控平台扬帆起航，产融结合潜力无限

1.1. 依托央企龙头中石油集团，一站集成金融业务板块

中国石油集团资本股份有限公司是中国石油天然气集团公司旗下，负责金融业务管理的专业化公司，也是中石油集团体系对金融业务整合、金融股权投资、金融资产监管、金融风险管控的平台。其经营范围为：以自有资金对外投资、投资管理；投资咨询服务，企业策划；企业投资服务。

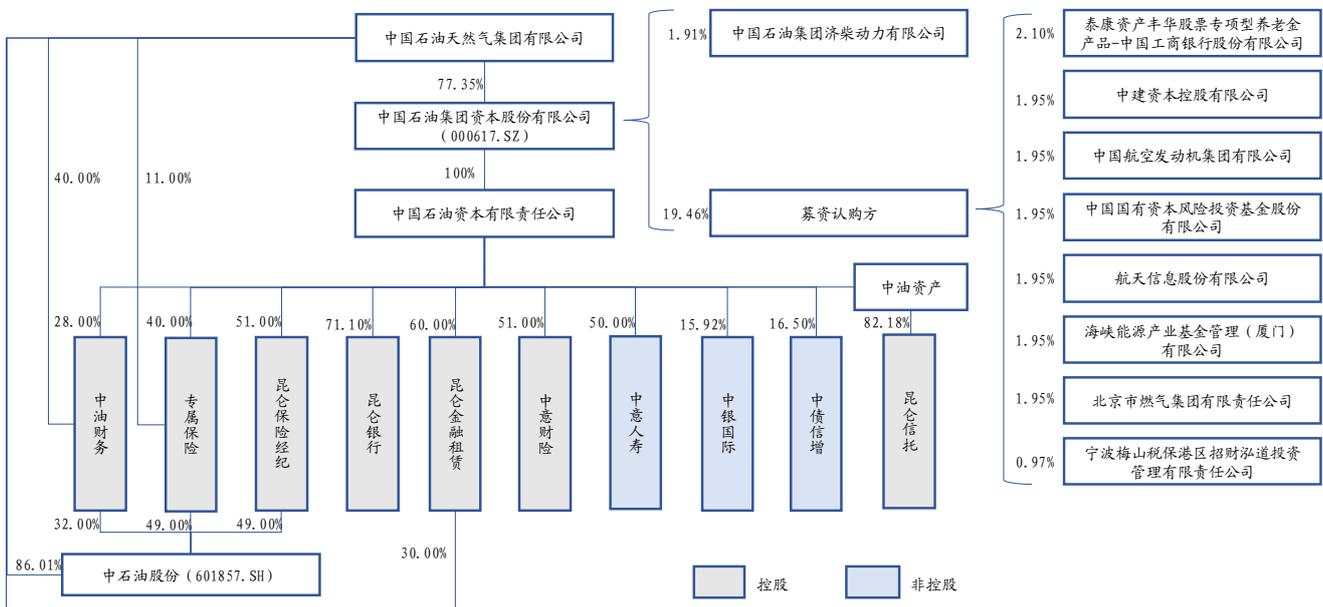
公司持有中油财务有限责任公司、昆仑银行股份有限公司、昆仑金融租赁有限责任公司、昆仑信托有限责任公司、中意人寿保险有限公司、中意财产保险有限公司、中石油专属财产保险股份有限公司、昆仑保险经纪股份有限公司、中银国际证券有限责任公司、中债信用增进投资股份有限公司等公司的股权，业务范围涵盖财务公司、银行、金融租赁、信托、保险、保险经纪、证券等多项金融业务。

1.2. ST 济柴重组再出发，中油资本扬帆起航

公司前身为济南柴油机股份有限公司，于 1996 年 10 月在深交所上市，截止 2015 年 12 月 31 日，公司对外发行总股份为 28753.92 万股。2016 年公司完成了向中国石油天然气集团有限公司（简称“中石油集团”）发行股份购买资产并募集配套资金的重大资产重组。

2016 年 12 月 26 日，公司与中石油集团签署《标的资产交割确认书》，并完成置入资产交割。同日，公司与中石油集团、中石油集团济柴动力总厂（简称“济柴总厂”）签署《置出资产交割确认书》，并完成了置出资产交割。至此，公司向中石油集团发行股票 698488.55 万股，向特定对象非公开发行股票 175763.18 万股（合计定向增发 87.43 亿股，解禁期 2020 年 1 月 16 日），至此，公司累计对外发行股票共计 90.3 亿股，注册资本为 90.3 亿元。

图 1：ST 济柴通过资产重组置入中油资本下属金融业务板块



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

在上述交易中，公司总共募集资金 190 亿元（扣除发行费用前），其中 60.36 亿元向中石油集团支付重组交易对价，剩余 129.08 亿元，分别向昆仑银行增资 58.48 亿元，向昆仑租赁增资 11.77 亿元，向昆仑信托增资 59.39 亿元。

表 1：重组定增募集资金使用情况：向银行、租赁、信托增资

项目	具体用途	投入资金额 (亿元)
支付置入资产现金对价	支付本次并购交易中的现金对价。	60.36
向昆仑银行增资	提升资本实力，开展公司贷款、个人贷款、贴现、债券投资、存放同业及回购、应收账款类投资、国际业务、其他资产等业务。	58.48
向昆仑租赁增资	拓展租赁业务，特别是高端机械设备及飞机船舶业务领域，扩大专业队伍，提升营销服务能力。	11.77
向昆仑信托增资	提升资本实力，补充自有资金，发展固有业务；扩大信托业务规模，开展转型及创新业务，优化业务结构，增强盈利能力。	59.39
合计		190.00

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司通过上述重大资产重组，将原有资产置出，同时中油资本 100% 股权的置入，公司持有中油资本 100% 股权，并通过中油资本及其下属全资子公司持有中油财务、昆仑银行、昆仑金融租赁、昆仑信托、中意人寿、中意财险、专属保险、昆仑保险经纪、中银国际、中债信增等公司的相关股权。

表 2：中油资本旗下控股子公司涵盖银行、财务、融资租赁多个业务平台

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
中国石油集团资本有限责任公司	北京	北京	投资管理	100.00		同一控制下企业合并
中油财务有限责任公司	北京	北京	金融服务		28.00	同一控制下企业合并
昆仑银行股份有限公司	北京	克拉玛依	商业银行		77.09	同一控制下企业合并
昆仑金融租赁有限责任公司	北京	重庆	金融租赁		60.00	同一控制下企业合并
中油资产管理有限公司	北京	北京	资产管理		100.00	同一控制下企业合并
中意财产保险有限责任公司	北京	北京	财产保险		51.00	同一控制下企业合并
中石油专属财产保险股份有限公司	北京	克拉玛依	财产保险		40.00	同一控制下企业合并
昆仑保险经纪股份有限公司	北京	北京	保险经纪服务		51.00	同一控制下企业合并

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司持有中油财务有限责任公司股权 28% 股权，中石油集团将其持有的 40% 股权交由上市公司托管，因此中油资本集团的表决比例为 68%。公司

持有中石油专属财产保险股份有限公司股权 40%股权，中石油集团将其持有的 11%股权交由上市公司托管，因此中油资本集团的表决比例为 51%。

图 2: 公司发展大事记



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.3. 公司股权结构：中石油集团控股，流通盘规模有限

截止 2018 年 1 月 16 日公告，公司总股本为 90.3 亿股，其中流通 A 股为 2.88 亿股（占比 3.2%），限售 A 股为 87.43 亿股（96.8%）。根据 2018 年中报数据，公司前十大股东中，绝大多数为限售流通股东，中石油集团持有公司总股本 77.35%，为上市公司控股股东。目前在前十大股东中，仅有中国石油集团济柴动力有限公司持有的 1.73 亿股，为 A 股无限售流通股。

表 3: 中石油集团持有上市公司 77.35% 股份

2018 3季报前十大股东名称	持股数量 (股)	持股数量	占总股本比例	股本性质
中国石油天然气集团有限公司	6,984,886,466	69.85	77.35	限售流通A股
泰康资产丰华股票专项型养老金产品-中国工商银行股份有限公司	189,639,222	1.90	2.10	限售流通A股
中建资本控股有限公司	175,763,182	1.76	1.95	限售流通A股
中国航空发动机集团有限公司	175,763,182	1.76	1.95	限售流通A股
中国国有资本风险投资基金股份有限公司	175,763,182	1.76	1.95	限售流通A股
航天信息股份有限公司	175,763,182	1.76	1.95	限售流通A股
海峡能源产业基金管理(厦门)有限公司	175,763,182	1.76	1.95	限售流通A股
北京市燃气集团有限责任公司	175,763,182	1.76	1.95	限售流通A股
中国石油集团济柴动力有限公司	172,523,520	1.73	1.91	A股流通股
宁波梅山保税港区招财泓道投资管理有限责任公司	87,881,593	0.88	0.97	限售流通A股
合计	8,489,508,893	84.90	94.03	

数据来源：Wind, 国泰君安证券研究

2. 主要业务：各项板块协同发力，协同效应指日可期

中油资本主要通过其控股、参股昆仑银行、中邮财政、昆仑金融租赁、中有资产、专属保险、中意财险、昆仑保险经纪、中意人寿、中银国际与中债信增。经营业务包括：银行、财务公司、金融租赁、信托、保险、保险经纪、证券业务与信用增进。

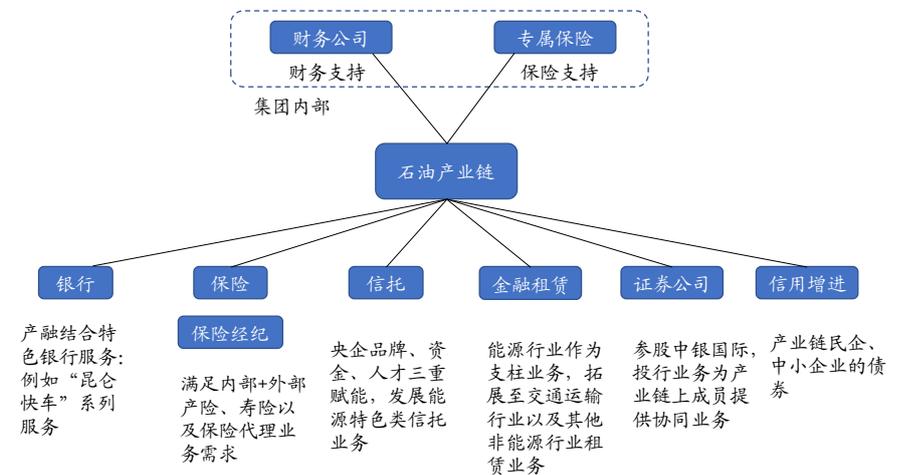
图 3: 全牌照的金融业务平台，能够提供一站式的综合金融服务

银行	昆仑银行: 公司金融、个人金融、国际业务、金融市场业务、投行业务、网络金融业务及信用卡业务
保险	专属保险: 中石油集团内部的自保业务 中意财险: 财产保险业务 中意人寿: 人寿保险业务
信托	昆仑信托: 信托业务 (融资信托、证券投资信托、股权投资信托、房地产信托、基金化信托)、固有业务 (固定收益类投资、证券类投资) 山东信托 (18.75%股权): 资金信托、财产信托、投资银行、资产管理和证券投资基金业务
财务公司	中油财务: 中石油集团及成员企业提供财务管理及多元化金融服务
金融租赁	昆仑金融租赁: 交通运输、制造业、生产和供应业的融资租赁和经营性租赁业务
保险经纪	昆仑保险经纪: 风险管理咨询、损失风险咨询、保险经纪
证券业务	中银国际 (参股) 及其子公司: 投行业务、期货业务和直接投资业务
信用增进	中债增信: 企业信用增进、信用产品创设和交易、资产管理、投资咨询。

数据来源: 国泰君安证券研究

全牌照、多板块的综合金控业务, 协助打造了公司的核心竞争优势: 作为规模庞大的产业背景综合性金融业务上市平台, 公司能够围绕石油产业链, 打造具有能源特色的金融服务体系, 提供特色化的一站式综合金融服务平台。

图 4: 围绕能源产业链, 服务集团内外客户, 始于产融结合, 走向融融结合



数据来源: 国泰君安证券研究

从中石油集团内部出发, 中石油财务公司主要定位为集团的财务中心和内部四库, 提供财务支持。而中石油专属保险公司, 则为集团内部的保险需求提供支持。在内部金融服务需求得到满足后, 中油资本的金融业务子板块则沿着产业链向外部延伸, 扩散到跨境业务以及非能源行业中。

昆仑银行则定位于服务能源产业链的特色银行, 针对中石油集团供应商、一带一路地区、跨境能源结算等业务需求开展银行业务。外部保险板块包含中意人寿、中意财险以及昆仑保险经纪, 覆盖非中石油集团内部的

财险业务、寿险业务和保险经纪板块。昆仑金融租赁和昆仑信托，则覆盖传统银行、保险之外的多元金融服务提供。公司参股的中债信用增进和中银国际进一步为公司的金融业务板块多元化提供了想象空间。

我们认为，中油资本在集成上述所有子板块后，可以通过建立市场化的考核机制，遴选合适的管理层，建立起统一的业务协调发展机制（帮助子板块统一对接中石油集团或外部市场的金融服务需求）等手段，创造协同效应，提升子板块和集团总部的 ROE 水平，为股东创造更高回报水平。

表 4: 公司 ROE 水平 2016 年和多元金融板块持平，2017 年有显著提升

ROE (摊薄, 整体法)	2015	2016	2017
SW银行	14.48	13.03	12.28
SW保险 II	12.07	9.67	16.76
SW证券 II	16.64	7.60	6.84
SW多元金融 II	7.17	8.11	8.62
中油资本	-	8.41	9.57

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

从公司和主要金融板块指数的 ROE 对比情况看，公司相对银行、保险指数的 ROE 较低（主要原因在于杠杆率更低），和多元金融指数相比，ROE 略高，并且在 2016 年公司完成资产重组置入交易后，2017 年又有进一步提升，整体趋势向好。

若和上市金控公司相比，公司 ROE 水平在可比金控公司中排名前列，但是和市场化程度较高的金控公司相比，仍有一定差距。我们认为，若公司能够在人才激励机制、业务整合上有所提升，整体 ROE 水平有望向爱建集团、中航资本等靠拢。

表 5: 公司 ROE 水平在上市金控公司中位于前列，但也仍有提升潜力

证券代码	证券简称	2017	2018Q3
600643.SH	爱建集团	10.89	8.94
600705.SH	中航资本	10.88	8.01
000617.SZ	中油资本	9.53	7.59
600390.SH	五矿资本	6.16	4.99
000415.SZ	渤海租赁	7.62	4.58
000046.SZ	泛海控股	11.36	3.29
000987.SZ	越秀金控	4.74	2.14
000540.SZ	中天金融	12.38	0.05
002670.SZ	国盛金控	4.75	-2.14

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

从子板块的 ROE 水平来看，公司主要子板块中仅有财务公司的 ROE 高于行业平均水平。昆仑银行和昆仑金融租赁，相较行业平均水平均有提高空间，昆仑信托和山东国际信托（非控股）在 2016 年 ROE 水平均和平安信托相差不大，但是 2017 年受到行业整体运营环境下滑影响，ROE 下降

显著,落后于平安信托,因此在信托板块,公司也仍有整合提升的空间。

表 6: 公司关键子公司中, 非财务板块 ROE 还有很大提升空间

子版块ROE比较	2016	2017
中油财务	13.32%	12.18%
财务公司行业平均	10.25%	9.83%
昆仑银行	10.61%	10.82%
上市银行平均	12.83	12.40
昆仑租赁	10.28%	10.32%
金融租赁公司平均	—	12.70%
昆仑信托	13.50%	9.38%
山东国信	13.14%	9.78%
平安信托	13.51%	13.97%

注: 财务公司行业平均 ROE 数据来自于财务公司行业协会, 金融租赁公司平均 ROE 样本为: 交银租赁、招银金租、建信金租、兴业金租、国银租赁和江苏租赁。信托选取行业市场化水平较高的平安信托作为参照

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.1. 中油财务: 世界 500 强中石油集团的司库中心

中油财务公司为 1995 年 3 月 20 日成立, 是中国石油天然气集团公司发起组建, 经中国人民银行批准, 于 1995 年 12 月 18 日正式成立的非银行金融机构, 营业范围涵盖存款、贷款、结算、拆借、票据承兑贴现、担保等银行业务。

历经数次改组和增资, 2016 年 8 月 17 日, 中油财务公司注册资本增至 833,125 万元, 股东占比中, 中石油集团比例 68%; 中石油股份出资比例 32%。

以 2015 年 12 月 31 日为划转基准日, 2016 年中石油集团将其持有的中油财务 28% 的股权无偿划转给中油资本。本次股权调整后的股权结构为: 中石油集团, 出资金额 333,250 万元, 出资比例 40%; 中石油股份, 出资金额 266,600 万元, 出资比例 32%; 中油资本, 出资金额 233,275 万元, 出资比例 28%。

表 7: 2015 年末股权划转后, 中油资本持有中油财务 28% 股权

划转前	股东名称	出资额 (万元)	股权比例
1	中石油集团	566,525	68.00%
2	中石油股份	266,600	32.00%
合计		833,125	100.00%
划转后	股东名称	出资额 (万元)	股权比例
1	中石油集团	333,250	40.00%
2	中石油股份	266,600	32.00%
3	中油资本	233,275	28.00%
合计		833,125	100.00%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

在中石油公司体系中，财务公司的职能角色表现为三个平台：结算平台、筹融资平台、资金管理平台。具体工作内容有六项：现金与流动性管理、营运资金管理、投融资管理、风险管理、金融关系管理以及决策支持和信息系统管理。集团公司整体负责与商业银行等金融机构开展战略合作、进行整体授信等，财务公司则具体执行集团公司流动性管理政策、司库风险管理策略以及集团金融业务的统一规划和计划。

中油财务的经营业务包括信贷业务、投资业务、资金业务、中间业务和其他业务。根据中油财务 2017 年的年报披露，2017 年，中油财务营业收入 152.37 亿元，其中利息收入 143.34 亿元，占比达 94.1%，投资收益为 3.16 亿元，占比达 2.1%。可推断，中油财务的主要收入来源仍是信贷业务和投资业务。

表 8：信贷业务和投资业务带来的利息收入和投资收益是中油财务主要收入来源

中油财务营业收入	2016	2017	2016	2017
	亿元人民币		占比	
营业总收入	152.92	152.37	100.0%	100.0%
利息收入	137.33	143.34	89.8%	94.1%
手续费及佣金收入	8.51	6.63	5.6%	4.4%
投资收益	5.84	3.16	3.8%	2.1%
汇兑损益	8.90	-2.58	5.8%	-1.7%
其他收入损益	-7.65	1.81	-5.0%	1.2%

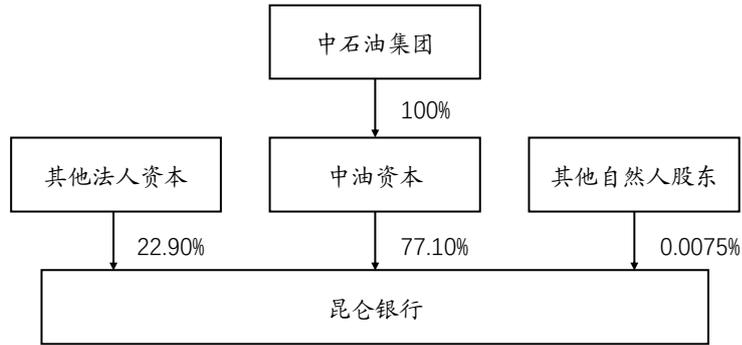
数据来源：中油财务 2017 年报，国泰君安证券研究

根据中油财务 2017 年报披露，2017 年投资收益由 3.16 亿元下降至 2.68 亿元，同比下降 45.87%，主要是由于 2017 年货币市场基金收益降幅较大造成，其投资收益中，主要组成部分为基金收益和债券收益，因此可知，中油财务投资端的资产以固定收益资产和委外基金为主，而委外基金投资中又有很大比例的货币基金。

2.2. 昆仑银行：依托能源产业链，辐射一带一路地区

昆仑银行前身为 2002 年成立的克拉玛依城市信用社，2006 年 5 月，改制成为克拉玛依市商业银行，2009 年 4 月，通过增资，中国石油天然气集团公司对克拉玛依市商业银行实现控股。2010 年 4 月，克拉玛依市商业银行正式更名为昆仑银行。经过历次增资，昆仑银行注册资本为 73.8 亿元，中石油集团持股 77.10%。在 2016 年 8 月，经过股东大会审议、银监会批准，中石油集团将其所持有的昆仑银行 77.1% 股份，无偿划转至中油资本。

图 5：中油资本持有 77.1% 昆仑银行股份，并对其实现控股



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

截止 2017 年末，昆仑银行资产总额 3175 亿元，存款余额 1510 亿元，贷款余额 1111 亿元。2017 年利润总额 35.09 亿元，资本充足率 16.48%，不良贷款率 1.57%，拨备覆盖率 245.95%。过去三年，昆仑银行加权平均净资产收益率分别为 13.35%、10.61%和 10.82%，净息差分别为 1.66%、1.51%、1.57%。资产质量指标上，不良贷款率分别为 1.15%、1.71%和 1.57%，边际有所改善。

商业模式上，昆仑银行和其他商业银行类似，主要是通过信贷业务获取息差，以及在中间业务中收取手续费收入。业务分布上，昆仑银行的主要业务收入源自于金融市场和公司金融业务，截止 2016 年 1-5 月的最新披露数据，公司金融业务占到整体收入的 31.9%，金融市场业务占到整体收入的 45.6%。根据昆仑银行 2017 年报披露，截止 2017 年末，昆仑银行的公司银行存款余额 1093 亿元（占存款总额 72.38%），公司银行本外币贷款余额 709 亿元（占贷款总额 63.82%）。

表 9：昆仑银行 70%以上的营业收入来自于公司金融和金融市场业务

昆仑银行营业收入业务分部	2014年度	2015年度	2016年1-5月	2014年度	2015年度	2016年1-5月
业务种类	亿元			占比		
公司金融	22.43	25.51	8.3	30.4%	40.9%	31.9%
个人金融	4.53	5.65	2.47	6.1%	9.1%	9.5%
金融市场	26.49	19.89	11.86	35.9%	31.9%	45.6%
国际业务	20.38	11.36	3.37	27.6%	18.2%	13.0%
合计	73.84	62.42	26	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司金融方面，截止 2017 年末，昆仑银行公司银行客户 2.96 万户，同比增长 18.41%。根据上市公司公告披露，昆仑银行对公业务主要集中在制造业、采矿业、批发和零售业、电力、热力、燃气及水生产和供应业等。2014 年、2015 年和 2016 年（截止 5 月 31 日），上述四个行业的对公贷款余额，占昆仑银行整体对公贷款余额的 68.41%、62.58%、62.66%。

表 10：昆仑银行对公贷款主要集中在采矿、制造业等能源产业链上下游行业

对公贷款行业分布	2014年 12月31日	2015年 12月31日	2016年 5月31日
采矿业	22.9%	18.6%	16.8%
制造业	23.9%	17.9%	18.9%
批发和零售业	9.9%	13.9%	16.7%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	11.8%	12.2%	10.2%
建筑业	6.9%	8.4%	8.6%
租赁和商务服务业	5.9%	6.1%	5.3%
政业	5.4%	5.8%	7.9%
施管理业	3.1%	4.2%	3.1%
房地产业	2.2%	3.1%	4.0%
教育	2.1%	1.8%	2.0%
其他	6.1%	8.0%	6.4%
合计	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

昆仑银行的特色对公业务是产融结合贷款。主要是根据能源石油产业链、根据国家一带一路倡议等布局进行对公业务放贷。2015年，昆仑银行产融贷款余额218亿元（其中油企通贷款余额85亿元，占38.99%），占比对公贷款40%。根据上市公司披露，昆仑银行的产融贷款平均收益率5.52%，较全行对公贷款收益率高0.36%。根据昆仑银行2017年报，2017年末，昆仑银行“五通三贷”（油企通、商信通、物采通、租融通、投融通、燃气贷、促销贷、商保贷）余额216亿元，全年增长38.46%，且在公司银行贷款中占比达到30%。

个人金融方面，昆仑银行尚有很大的发展空间：截止2017年末，昆仑银行的个人存款余额达到380.68亿元，同比增长13.52%，个人贷款余额110.35亿元，同比增长50.5%。2017年全年销售个人理财产品515.18亿元，同比增长4.74%，新增银行卡27.4万张（累计发卡246.5万张），带动银行卡手续费收入1389万元。

在个人信贷条线上，能源产业链的特色业务也有助于形成昆仑银行独特的竞争优势。例如，“石油职工信用贷款”、“石油职工子女留学贷款”、“农户经营贷款”等特色业务品种。其中石油职工信用贷款是昆仑银行研发的一款专门面向中石油集团及其下属单位在职员工的个人消费类贷款产品，具有“无抵押，无担保，额度高，利率优，期限长，手续简便”的优势。

昆仑银行的资产质量情况边际有所改善。2014年以来，银行业坏账集中爆发，昆仑银行不良贷款率上升，拨备覆盖率下降，2017年，资产质量情况有所好转，不良率降至1.57%，拨备覆盖率虽然仍同比下降，但是下降幅度大大趋缓，整体水平趋稳。2017年，昆仑银行拨备覆盖率245.95%，仍远高于监管要求的150%水平。

表 11：2017 年，昆仑银行贷款不良率下降，拨备覆盖率降幅趋稳

信贷资产质量指标	2014	2015	2016	2017
不良贷款率	0.88%	1.15%	1.71%	1.57%
拨备覆盖率	430.09%	348.98%	263.70%	245.95%

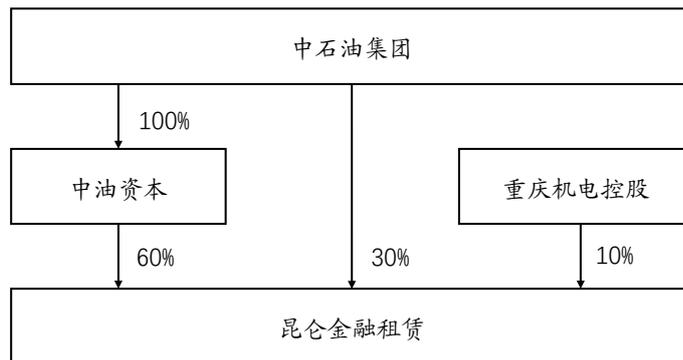
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.3. 昆仑金融租赁：转型交通运输和公用事业，多元化发展

2010年，经过银监会批准，昆仑金融租赁有限责任公司成立，注册资本合计60亿元

，中石油认缴90%注册资本，重庆机电认缴10%注册资本，公司注册地点为重庆市。2016年5月30日，中石油集团将昆仑金融租赁60%的股权无偿划转给中油资本。至此之后，中油资本持有昆仑金融租赁的60%股份，剩余40%股份，由中石油集团（30%）和重庆机电控股（10%）分别持有。

图 6：中油资本持有昆仑金融租赁 60% 股份



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

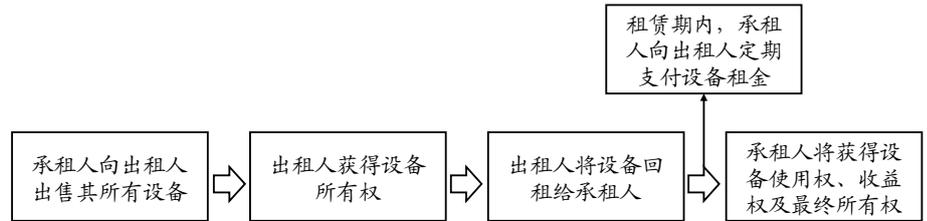
昆仑金融租赁为金融租赁公司，主营业务为融资租赁业务及少量经营性租赁等租赁业务。目前，昆仑金融租赁的融资租赁业务包括售后回租业务，及直接租赁业务。根据公司公告以及信评公司报告披露，从2014年至今，昆仑金融租赁租赁资产规模整体保持平稳，2015年末、2016年末，以及2017年末，公司应收融资租赁款净额分别是432.91亿元、412.64亿元、416.05亿元。

昆仑金融租赁的业务模式主要分三种：售后回租、直接租赁和经营性租赁

售后回租：

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。售后回租是承租人和供货人为同一人的融资租赁形式。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。

图 7：售后回租的商业模式

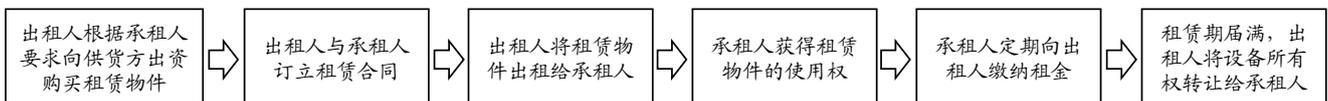


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

直接租赁模式：

直接租赁模式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，减少承租人购置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。

图 8：直接租赁的商业模式



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

经营性租赁模式：

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 9：经营性租赁的商业模式



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

昆仑金融租赁业务的收入，主要来自于租金利息收入、服务咨询费收入以及经营租赁收入，根据公司公告披露，2014 年至 2016 年 5 月底（截止最新数据），昆仑金融租赁的营业收入中，接近 90%来自于租金利息收入。

表 12：2014 年至 2016 年 5 月末，昆仑金融租赁 90%左右的营业收入来自于租金利息

昆仑金融租赁业务分部	2016年1-2015年度	2014年度	2016年1-5月	2015年度	2014年度
	亿元		占比		
租金利息收入	9.8	29.51	34.53	89.5%	93.3%
服务咨询费收入	1.04	2.02	1.58	9.5%	6.4%
其他	0.11	0.11	0.88	1.0%	0.3%
营业收入合计	10.95	31.64	36.99	100.0%	100.0%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

根据昆仑金融租赁的信用评级报告，2015 年至 2017 年，昆仑金融租赁

营业收入（和上表中营业收入科目口径不同，下表中合并计算的为净收入）中，利息净收入和手续费及佣金净收入占比均有所下降，而经营租赁净收入快速增长，在 2017 年的收入贡献占比升至 21.7%。经营租赁收入主要来自于公司飞机租赁业务的迅猛发展，2017 年末，公司经营租赁固定资产金额达到 52.22 亿元，其中 47.73 亿元来自于飞机类经营租赁固定资产净额，占比达 91.4%。

表 13: 经营租赁净收入占比快速提升，2017 年营业收入贡献达到 21.7%

昆仑金融租赁营业收入分部	2015	2016	2017	2015	2016	2017
	亿元			占比		
利息净收入	10.98	10.54	9.37	77.6%	73.0%	68.1%
手续费及佣金净收入	1.98	2.47	1.4	14.0%	17.1%	10.2%
经营租赁净收入	1.19	1.42	2.98	8.4%	9.8%	21.7%
合计	14.15	14.43	13.75	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：昆仑金融租赁有限责任公司 2018 年跟踪信用评级报告，国泰君安证券研究

资金端方面，昆仑金融租赁的融资来源主要包括股东存款、集团公司委托贷款、财务公司借款、外部商业银行借款和同业拆借。根据公司公告披露，股东存款利率为中国人民银行 3 年期存款基准利率上浮 10%，集团公司委托贷款和财务公司贷款，参照中国人民银行 3 年期贷款基准利率下浮 10%。外部融资渠道（商业银行贷款、同业拆借）则根据市场情况决定。

根据信用评级报告披露，来自外部市场的融资是昆仑金融租赁负债端的主要资金来源，约占负债总额 80%。截止 2017 年末公司借款余额（不含拆入资金）为 315.39 亿元，其中中油财务信用借款占比约为 42%，借款期限主要为 1 年期。其余主要为商业银行借款，期限较短。2017 年 5 月，公司发行 30 亿元金融债券，期限 3 年，固定利率 4.5%。除此之外，公司 2017 年末的拆入资金约为 68.07 亿元，占到公司负债总额的 15.58%。

资产端方面，公司租赁资产主要分布在交通运输、仓储和邮政业，制造业，采矿业，水利、环境和公共设施管理业，以及电力、热力、燃气及水的生产和供应业。前五大行业集中度为 90% 以上，分布行业主要为能源产业链上下游行业。近年来，为了减少对集团母公司业务的依赖度，昆仑金融租赁的能源租赁业务占比逐步下降，重点向交通运输和公共事业行业转型，其中交通运输行业的飞机租赁业务，是昆仑金融租赁的重点发展方向。2017 年末，公司的交通运输租赁资产余额为 247.41 亿元，在公司租赁资产总额中占比约为 50%。

表 14: 昆仑金融租赁的资产主要分布于交通运输、仓储和邮政业中

昆仑金融租赁资产前五大行业分布比例	2015 年末	2016 年末	2017 年末
交通运输、仓储和邮政业	46.38%	46.37%	45.47%
制造业	18%	16.58%	17.17%
采矿业	13.99%	10.86%	10.06%
水利、环境和公共设施管理业	6.21%	7.49%	10.02%
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	5.95%	6%	7.92%
合计	90.53%	87.30%	90.64%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.4. 信托 (中油资产): 佣金收入和投资收益为主要收入来源

中油资产为中油资本 100%控股的子公司, 中油资本通过中油资产持有控股子公司昆仑信托和山东信托 18.75%的股权。

表 15: 中油资产主要财务数据 (最新截止 2016 年 5 月末)

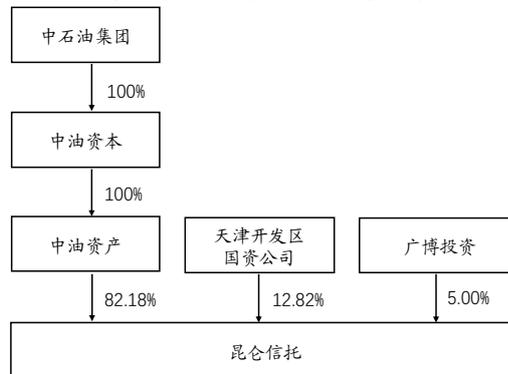
中油资产营业收入 (亿元)	2014年度		2015年度		2016年1-5月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
利息净收入	75	3.67%	53	2.45%	5	0.94%
手续费及佣金净收入	901	44.09%	978	45.67%	243	46.59%
投资收益	1,054	51.57%	1,100	51.38%	274	52.49%
公允价值变动损益	-	-	1	0.05%	-1	-0.19%
其他营业收入	14	0.67%	9	0.42%	1	0.25%
营业收入合计	2,044	100%	2,141	100%	522	100%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

昆仑信托

昆仑信托前身为 1986 年成立的宁波信托, 宁波信托于 1994 年改制为有限责任公司, 1997 年整体变更为金港信托, 经过多次增资和变更股份, 金港信托于 2009 年 5 月获得中油资产增资, 并更名为昆仑信托有限责任公司, 自此中油资产成为昆仑信托持股 82.18%的控股股东。

图 10: 中油资本全资子公司中油资产控股 82.18%昆仑信托股份



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

昆仑信托业务分为信托业务和自营业务两大类, 信托业务包含单一资金信托、集合资金信托、财产信托等, 自营业务主要包含金融股权投资、金融产品投资及贷款等业务。根据公司披露的最新数据, 2016 年 1-5 月, 昆仑信托的信托业务收入占比达到 66.39%。

表 16: 截止 2016 年 5 月底, 昆仑信托的信托业务收入占比达 60%以上

昆仑信托业务分部收入 (亿元)	2014年		2015年		2016年1-5月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
信托业务收入	902	63.30%	978	66.44%	243	66.39%
固有业务收入	523	36.70%	494	33.56%	123	33.61%
合计	1,425	100.00%	1,472	100.00%	366	100.00%

注: 固有业务即自营业务

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 17: 昆仑信托 2017 年自营资产规模达到 130.3 亿元, 信托资产达到

3519.3 亿元

昆仑信托	2016	2017
	亿元	
自营资产	64.2	130.3
信托资产	1,446.8	3,519.3

数据来源：昆仑信托 2016-2017 年报，国泰君安证券研究

昆仑信托的信托业务范围包括以下五大方面：

- 融资信托业务：为机构客户设计信托融资方案、受托管理信托资产；通过信托贷款、资产证券化、股权和股权收益权投资、债权或其他特定财产权益质押融资等多种模式，为机构客户量身打造个性化、专业化的信托产品。
- 证券投资信托业务：从期货、期权、结构化证券投资等未充分竞争的领域入手，以信托资金的方式进行各种证券投资，与公募基金进行差异化竞争。公司充分利用结构化和组合投资技术，管理的“昆仑财富”、“甬江”系列产品收益率稳居国内同行业前列。
- 股权投资信托业务：进行私募股权投资，包括对未上市公司股权及上市公司限售流通股的投资。公司已在业内建立专业化 PE 管理团队，实现了国内产业基金不具备的契约型基金模式。
- 房地产信托业务：利用信托资金通过信托贷款、项目收益权、股权投资等多种融资方式，与众多房地产企业开展深度合作，多层次地参与房地产市场的各类业务。公司积极响应国家号召，重点助力各类政策性住房的建设，主要向棚户区搬迁改造、经济适用房等项目提供融资。
- 基金化信托业务——吸引机构投资者及民间资本，以基金（有限合伙）的形式投资到城市基础设施及能源领域的优质项目。

昆仑信托的固有业务，主要分为两类：固定收益类品种投资和证券类品种投资，前者风险较低而后者风险偏高。

表 18：昆仑信托的固有业务分固定收益类和证券类两大种

业务种类	主要内容	风险程度
固定收益类业务	同业存款、购买信托产品和贷款。	低风险
证券类品种投资	股票、指数基金和债券二级市场投资，股票和债券网下、网上申购等。	高风险

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2017 年昆仑信托营业收入达到 15.78 亿元，其中利息净收入 0.29 亿元，手续费及佣金收入 87.28 亿元，投资收益 6.74 亿。昆仑信托全年实现净利润 10.91 亿元，净资产 126.09 亿元。

山东信托

山东信托创始于 1987 年 3 月，于 2002 年 8 月完成增资改制，转变为有限责任公司。2017 年 12 月 8 日，山东信托在香港联合交易所主板挂牌上市（股票简称：山东国信，股票代码：1697.HK）。

截止 2018 年 6 月 30 日，中油资产管理有限公司持有山东信托 48529.38

万股，持股比例为 18.75%，为仅次于山东鲁信投资控股集团有限公司（47.12%）的第二大股东。中油资产所持山东信托股份为内资股，不可在港股市场直接流通。

2017 年末，山东信托净资产 91.48 亿元，全年实现营业总收入 12.5 亿元，扣非归母净利润 8.93 亿元。

表 19：2014 年至 2017 年，山东信托主要财务摘要

山东信托财务摘要 (亿元人民币)	2014	2015	2016	2017
营业总收入	14.54	14.28	11.66	12.50
同比 (%)		-2%	-18%	7%
营业总支出	2.66	2.58	2.61	3.02
同比 (%)		-3%	1%	16%
营业利润	11.88	11.70	9.05	9.48
同比 (%)		-2%	-23%	5%
税前利润	12.86	13.46	10.77	11.19
同比 (%)		5%	-20%	4%
净利润	9.86	10.76	8.33	8.95
同比 (%)		9%	-23%	7%
非经常性损益	0.01	0.01	0.33	0.02
扣非归母净利润	9.85	10.75	8.00	8.93
同比 (%)		9%	-26%	12%
资产总计	76.35	81.71	86.48	129.02
同比 (%)		7.0%	5.8%	49.2%
负债总计	22.38	21.73	23.07	37.55
同比 (%)		-3%	6%	63%
股东权益	53.97	59.97	63.41	91.48
同比 (%)		11%	6%	44%
ROE (%)		18.88	13.5	11.55
ROA (%)		13.61	9.91	8.3
ROIC (%)		14.4	10.37	8.9

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.5. 保险（专属保险、中意人寿、中意财险、昆仑保险经纪）

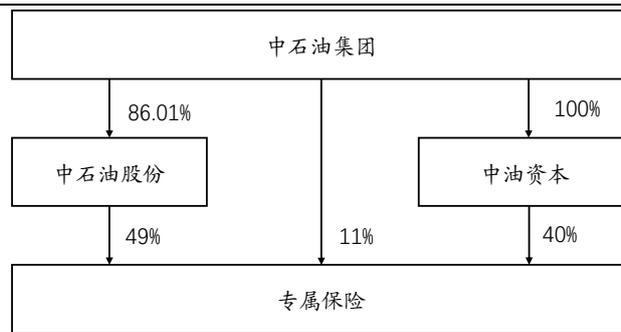
中油资本的保险板块主要由 4 部分组成：专属保险、中意人寿、中意财险和昆仑保险经纪。其中专属保险公司中油资本持股 40%，中意人寿中油资本持股 50%，中意财险中油资本持股 51%，昆仑保险经纪中油资本持股 51%。

2.5.1 专属保险：服务中石油集团的自保公司

专属保险由中石油集团和中石油股份 2012 年发起的自保公司。按照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石油集团内部，全面参与中石油集团国内总部统保、区域审批、工程险项目及海外保险业务，另外，专属保险还受托管理中石油集团安全生产保证金。

2016 年，中石油集团向中油资本无偿划转 40% 专属保险股权，自此中油资本成为保险 40% 的持股股东。

图 11：中油资本持股 40% 专属保险公司



数据来源：公司公告

专属保险参与中石油集团的总部统保、区域审批、备案险种及海外项目，承接险种涵盖了建工期和运营期涉及的各项业务，例如钻井设备险、井喷控制费用险、长输管道企业财产险、LNG 企业财产险、储备油库财产险等。

根据公司公告披露的数据，2014 年至 2016 年 5 月，专属保险 50% 以上的收入来自于中石油集团的企业财产保险和石油保险。根据专属保险公司得 2017 年报披露，2016-2017 年度，专属保险的保险业务收入分别为 50.71 亿元和 60.49 亿元，其中已赚保费分别为 33.54 亿元和 42.39 亿元。专属保险 2017 年全年净利润 3.64 亿元，同比增长 28.62%。

表 20: 专属保险收入分部：企业财险贡献近半，责任保险占比逐渐提升

专属保险收入分部	2014年度	2015年度	2016年1-5月	2014年度	2015年度	2016年1-5月
	百万元			占比		
企业财产保险	167	232	79	47%	42%	51%
石油保险	50	83	35	14%	15%	22%
责任保险	97	103	8	27%	19%	5%
船舶保险	16	16	11	5%	3%	7%
工程保险	1	75	2	0%	13%	1%
家庭财产保险	0	1	-	0%	0%	0%
国内货物运输保险	18	33	21	5%	6%	13%
进出口货物运输保险	6	11	-	2%	2%	0%
人身险	-	3	0	0%	1%	0%
合计	355	556	156	100%	100%	100%

数据来源：上市公司公告，国泰君安证券研究

表 21: 专属保险 2017 年保费收入前五险种

序号	险种	原保险保费收入	保险金额	赔款支出	未到期责任准备金	未决赔款准备金	承保利润
1	企业财产保险	29,554.80	80,221,252.42	6,877.57	179.74	22,785.75	-1,382.25
2	责任保险	8,788.49	405,940.10	5,600.53	-105.86	4,546.96	-1,774.14
3	货物运输保险	5,064.19	28,668,697.02	1,061.44	-297.70	2,524.70	169.39
4	特殊风险保险	4,368.02	1,015,500.37	63.48	-127.00	6,206.29	679.34
5	船舶保险	1,601.36	288,537.03	10.50	0.99	2,269.36	-725.28
	合计	49,376.86	110,599,926.94	13,613.52	-349.84	38,333.06	-3,032.94

数据来源：专属保险 2017 年报，国泰君安证券研究

表 22: 专属保险 2017 年全年利润为 3.64 亿元

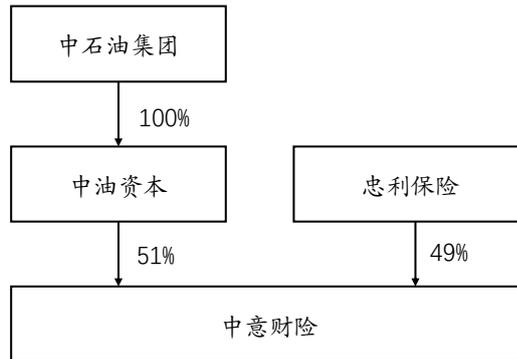
专属保险利润表关键数据 (百万元)	2014	2015	2016	2017
营业收入	365	497	662	777
利润总额	244	327	347	352
净利润	173	286	283	364

数据来源:公司公告, 专属保险 2017 年报, 国泰君安证券研究

2.5.2 中意财险: 提升服务外部市场的财险业务能力

中意财险于 2005 年设立, 成立初由中油财务和忠利保险各持股 50%, 经过历次增资和转股, 2014 年 1 月 20 日, 中意财险股权结构变为中石油集团持股 51%, 忠利保险持股 49%。2016 年, 中石油集团将持有的 51% 中意财险股份, 无偿划转至中油资本。自此, 中油资本成为中意财险控股股东。

图 12: 中油资本持股 51% 中意财险



数据来源: 公司公告

中意财险的主要经营范围是: 在北京市行政辖区内及已设立分公司的省、自治区和直辖市内, 经营 (一) 财产损失保险、责任保险 (包括机动车交通事故责任强制保险)、信用保险、保证保险等财产保险业务; (二) 短期健康保险、意外伤害保险; 以及 (三) 上述业务的再保险业务。除财产保险的常规产品外, 中意财险还提供各类油气能源类保险产品。

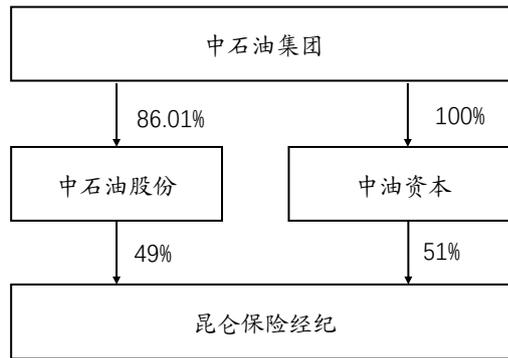
根据 2017 年中意财险年报数据披露, 中意财险 2017 年实现保险业务收入 6 亿元, 同比增长 19%。中意财险 2017 年全年亏损 1.01 亿元, 相较 2016 年全年亏损 0.3 亿元, 亏损进一步扩大。总资产达 23.7 亿元, 同比增加 8.3%。导致公司业绩下滑的一个重要原因是中意财险来自于中石油集团及其下属公司的保险业务占比持续下降, 由 2010 年的 82.9% 降至 2017 年的 32%。

由于中意财险的业务范畴和专属保险有较大重合, 因此中石油集团财险业务的资源倾斜, 导致了专属保险业务的持续增长, 而中意财险的业务相对下滑, 亟待开拓集团外部财险业务。未来该板块有望通过拓展集团内部非专属保险覆盖的财险业务, 以及中石油集团外部的财险业务, 实现收入增长和盈利能力提升。

2.5.3 昆仑保险经纪: 主营业务突出, 盈利增速提升

昆仑保险经纪公司前身为竞盛保险经纪公司, 于 2003 年成立, 2008 年, 通过股权无偿划拨, 控制权上收至中石油股份和中石油集团, 中石油股份持有 70% 股份, 中石油集团持有 30% 股权。2012 年, 竞盛保险经纪更名为“昆仑保险经纪股份有限公司”, 经过 2016 年的增资和股权划转之后, 中油资本成为昆仑保险经纪持股 51% 的控股股东, 剩余 49% 股份仍有中石油股份持有。

图 13: 中油资本持有昆仑保险经纪 51% 股份



数据来源: 公司公告

昆仑保险经纪主要经营三大业务板块, 分别为保险经纪业务、保险公估业务、风险咨询业务。具体包括为投保人拟定投保方案、选择保险人、办理投保手续; 协助被保险人或受益人进行索赔; 再保险经纪业务; 为委托人提供防灾、防损或风险评估、风险管理咨询服务、保险标的承保前的检验、估价及风险评估; 对保险标的出险后的查勘、检验、估损及理算。

从收入拆分情况上看, 昆仑保险经纪的主要收入来自于保险经纪业务, 根据公司公告披露, 截止 2016 年 5 月底, 昆仑保险经纪 90% 以上的营业收入来自于保险经纪业务。

表 23: 昆仑保险经纪业务收入占到营业收入的 90% 以上

昆仑保险经纪收入拆分	2014年度	2015年度	2016年1-5月	2014年度	2015年度	2016年1-5月
	百万元			占比		
保险经纪业务收入	237	221	118	92.9%	93.2%	95.9%
保险公估业务	8	7	3	3.1%	3.0%	2.4%
内控与风险管理咨询业务收入	6	4	0	2.4%	1.7%	0.0%
其他业务收入	4	5	2	1.6%	2.1%	1.6%
营业收入	255	237	123	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

根据中油资本披露的公告, 昆仑保险经纪 2014 年、2015 年的营业收入分别为 2.55 亿元和 2.37 亿元, 同期净利润分别为 1.17 亿元和 1.11 亿元。根据中油资本 2016 年和 2017 年的年报披露, 可推算出昆仑保险经纪 2016 年和 2017 年的净利润分别为 1.16 亿元和 1.29 亿元。

表 24: 昆仑保险经纪 2017 年净利润达 1.29 亿元, 同比增长 11.2%

昆仑保险经纪	2014	2015	2016	2017
净利润 (亿元)	1.17	1.11	1.16	1.29
增速 (%)		-5.1%	4.5%	11.2%

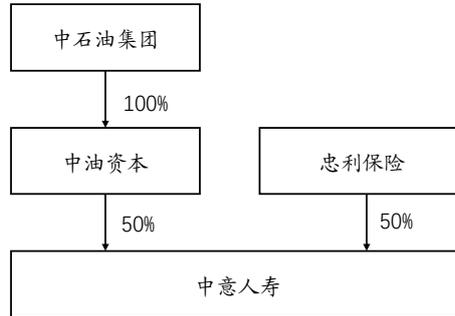
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.5.4 中意人寿: 盈利能力优异, 集团依赖度较低

中意人寿由中油财务和忠利保险共同设立于 2002 年, 中油财务和忠利保险各持有 50% 股份, 经过历次增资和股权变更, 2014 年, 中意人寿股

东变为中石油集团和忠利保险各持有 50%，2016 年，中石油集团将持有股份无偿划转给中油资本，自此，中油资本成为中意人寿 50% 持股股东。

图 14: 中油资本持有中意人寿 50% 股权



数据来源：公司公告

中意人寿的主要业务范围是：1、人寿保险、健康保险和意外伤害保险等保险业务；2、上述业务的再保险业务；3、仅限代理中意财产保险有限公司的险种。

从 2015 年至 2017 年，中意人寿营业收入分别是 123.2 亿元、118.6 亿元和 114.6 亿元，其中绝大部分是保费收入（2017 年已赚保费占营业收入的 73.3%），2017 年全年，中意人寿已赚保费收入为 84 亿元。2017 年，中意人寿投资净收益 28.1 亿元，占营业收入比例 24.5%。从盈利能力上看，2015 年至 2017 年三年，中意人寿净利润分别为 10.6 亿元、4.1 亿元和 4.6 亿元，处于稳步增长的态势。

从保费收入结构看，2017 年中意人寿 74.3% 的保费收入来自于寿险，61.9% 来自于个险渠道。根据中意人寿 2017 年报，其来自于中石油集团、中石油集团子公司以及中意财险的关联收入保费 2017 年规模约为 15.4 亿元，占到全年保费收入的 16.37%

表 25: 2017 年中意人寿的主要保费收入来自于寿险和健康险

保费收入	2016	2017	2016	2017
	亿元		占比	
寿险	79.96	69.87	82.3%	74.3%
个险	71.82	58.25	74.0%	61.9%
团险	8.14	11.62	8.4%	12.4%
健康险	15.00	21.42	15.4%	22.8%
个险	4.84	9.26	5.0%	9.8%
团险	10.16	12.16	10.5%	12.9%
意外伤害险	2.16	2.76	2.2%	2.9%
个险	0.91	1.28	0.9%	1.4%
团险	1.25	1.47	1.3%	1.6%
总计	97.11	94.05	100.0%	100.0%

数据来源：中意人寿 2017 年报，国泰君安证券研究

表 26: 中意人寿 2017 年来自于关联方的保费收入规模为 15.4 亿元

中意人寿关联方保费收入(亿元)	2016年	2017年
中石油集团	7.15	10.30
中石油集团下属相关子公司	4.84	5.08
中意财险	0.01	0.02
合计	12.00	15.40

数据来源：中意人寿 2017 年报，国泰君安证券研究

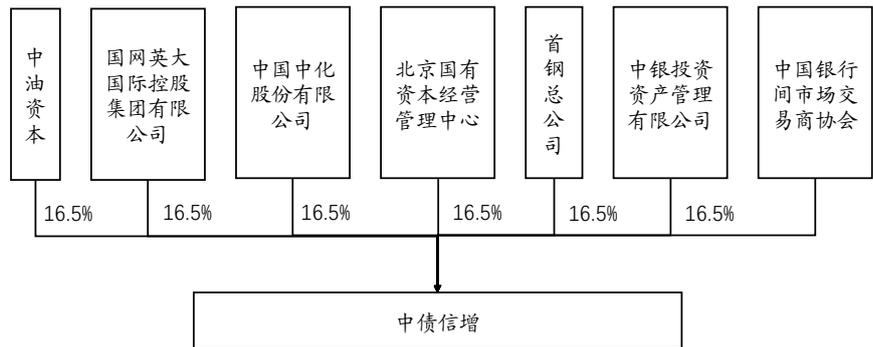
2.6. 其他：中债信增和中银国际补全金融业务体系

2.6.1 中债信增：多元化业务和金融创新业务的补充

中债信用增进投资股份有限公司是我国首家专业债券信用增进机构。2009 年 9 月 21 日，由中国银行间市场交易商协会，联合中国石油天然气集团公司、国网英大国际控股集团有限公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、中银投资资产管理有限公司共同发起，注册资本金 60 亿元人民币。

中债信增公司股权相对较为分散，没有控股股东、实际控制人，行业主管部门为中国人民银行。中油资本在 2016 年获中石油集团无偿划转的 16.5% 股权，成为中债信增股东。

图 15：中油资本持有中债信增 16.5% 股权



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

中债信增公司主要经营范围包括：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。中债信增的增信业务分为基础类信用增进业务、区域集优业务和创新型信用增进业务等。

表 27：中债信增公司主要业务说明

业务类型	内容说明
基础类信用增进业务	通过多样化的信用增进手段和措施来降低债务融资工具的违约率、违约损失率，以降低投资人承担的违约风险和损失。
区域集优业务	在中国银行间市场交易商协会的统一指导下，依托地方政府、人民银行分支机构，遴选符合条件的各类企业，借助地方政府专项扶持措施，由中债信增提供信用增进服务，联合商业银行和其他中介机构为融资主体的直接债务融资模式。降低区域集优直接债务融资工具的违约率、违约损失率，降低区域集优直接债务融资工具投资人承担的违约风险和损失，从而促进区域优质企业融资渠道的拓宽。
创新型信用增进业务	包括信用增进合约（中债I号）、贷款信用风险缓释合约（中债II号）、信用风险缓释合约（中债III号）、信用风险缓释凭证（中债IV号）、小额贷款公司资产证券化业务、以非公开定向可转债债务融资工具为核心的全方位服务和加强型增信业务等。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

中债信增 2017 年全年实现 12.66 亿元营业收入，同比下降 4%，归母净利润 5.86 亿元，同比下降 5.86%。根据中债信增公司的信用评级报告，营业收入下降主要原因在于：近年来，公司致力于推动信用增进业务的结构优化。2016 年以来，鉴于中小企业债券违约频发，公司停止开展区域集优债增信业务，公司增信业务中，费率较低的城投类和金融类增信业务占比上升，因此增信业务收入有一定下滑。而 2017 年，公司新大楼完工，长期借款的利息核算方式变更，也导致了利息支出的增长，进而导致了 2017 年公司净利润的下降。

表 28：中债信增公司历年关键利润表指标

中债信增利润表 关键数据 (亿元)	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/9/30
营业总收入	13.95	13.23	12.66	10.54
同比增速 (%)		-5%	-4%	
营业利润	4.11	9.1	7.64	7.73
同比增速 (%)		121%	-16%	
税前利润	4.11	9.11	7.64	7.74
同比增速 (%)		122%	-16%	
归属母公司股东净利润	3.13	6.96	5.86	5.86
同比增速 (%)		122%	-16%	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.6.2. 中银国际证券：盈利能力良好，股东实力较强

中银国际证券有限责任公司，由中银国际控股有限公司联合中国石油天然气集团公司、国家开发投资公司、玉溪红塔烟草（集团）有限责任公司、中国通用技术（集团）控股有限责任公司以及上海国有资产经营有限公司共同投资设立。经过历次增资，中石油集团持有中银国际证券 15.92% 股权，并于 2016 年无偿划转给中油资本。

图 16：中油资本持有中银国际证券 15.92% 股权



数据来源：公司公告

中银国际的主要收入中，对经纪业务的依赖程度逐年下降，由 2015 年的 64.2%，降为 2017 年的 26.7%，而同期资产管理业务收入占比由 12.1% 提升至 26.7%，取代投资银行业务（2017 年占营业收入比例 14.3%）成为对营业收入贡献第二大的业务板块。

表 29: 中银国际证券 2017 年收入中，45.9% 来自于证券经纪业务，资产管理业务贡献 26.7%

中银国际证券收入分部	2015	2016	2017	2015	2016	2017
	亿元			占比		
投资银行业务	3.2	6.1	4.4	6.5%	21.6%	14.3%
自营业务	5.2	-1.9	0.7	10.5%	-6.7%	2.3%
代理期货交易业务	1.1	0.6	1	2.2%	2.2%	3.3%
直接投资业务	1.7	2	0.9	3.4%	7.1%	2.9%
资产管理业务	6	5.8	8.2	12.1%	20.5%	26.7%
证券经纪业务	31.8	14.1	14.1	64.2%	49.8%	45.9%
其他业务	0.5	1.6	1.4	1.0%	5.7%	4.6%
总计	49.5	28.3	30.7	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：Wind, 国泰君安证券研究

盈利情况方面，2015 年受益于 A 股牛市，中银国际净利润 20.77 亿元，2016 年和 2017 年净利润有所回落，分别获得 10.66 亿元和 10.69 亿元

净利润。

2.6.3. 联营企业利润稳健增长，增厚投资收益

中意人寿、中银国际证券、山东国际信托和中债信增为中油资本合营或联营企业，通过权益法计入利润表中的投资收益。2016 年和 2017 年，在中油资本的投资收益中，权益法核算的长期股权投资收益分别为 7.47 亿元和 7.85 亿元，分别占到当年投资收益的 45.46%和 32.33%。

根据我们测算，中意人寿、中银国际、山东信托和中债信增五家联营公司，通过权益法核算的长期股权投资收益科目，2016-2017 每年贡献中油资本 85%左右的长期股权投资收益。

表 30: 主要联营企业贡献了 85%左右的联营企业净利润

单位：亿元	2016	2017
对联营企业和合营企业的权益投资	7.47	7.85
投资净收益	16.41	24.28
占比	45.5%	32.3%
主要联营企业		
中意人寿净利润	4.1	4.6
持股比例%	50%	
利润贡献 (亿元)	2.05	2.3
中银国际净利润	10.66	10.69
持股比例%	15.92%	
利润贡献 (亿元)	1.70	1.70
山东信托净利润	8.33	8.95
持股比例%	18.75%	
利润贡献 (亿元)	1.56	1.68
中债信增净利润	6.96	5.86
持股比例%	16.50%	
利润贡献 (亿元)	1.15	0.97
合计	6.46	6.65
合计占比	86%	85%

数据来源：国泰君安证券研究

3、金控行业发展情况和监管环境:

3.1. 金控公司：综合金融业务集成平台的主流公司形式

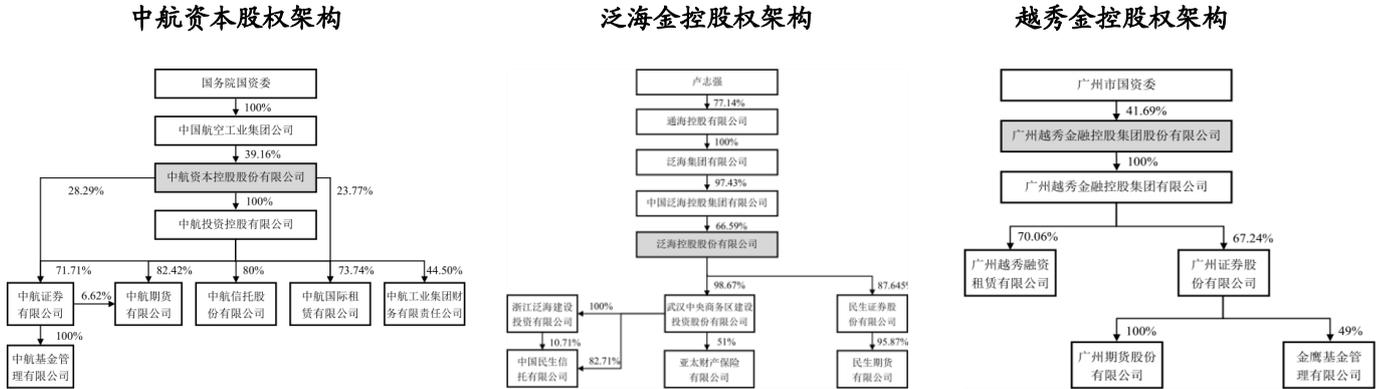
金融控股公司是金融行业综合管理的一种企业组织形式，产生的原因是为了优化资本投资、最大化资本利润。金融控股公司本身并不直接从事具体业务，但可控股投资的范围则包括银行、信托、证券、保险、期货、资管等各类金融持牌业务。

金融控股公司业态的存在，具有一定合理性。首先，有利于业务规模庞大的集团公司，将其金融产业集中管理，整合优化。其次，通过法人分业，不同的金融业务由不同法人经营，可以有效防止金融风险的混业扩散，母公司对子公司的责任仅限于出资额，避免单个板块业务拖垮整个

集团的风险。同时，也能够减少内部交易。

中油资本的内部股权结构，和越秀金控、中航资本和泛海控股类似，均为控股型公司架构：上市公司将直接或通过下属全资子公司集中持有和管理各项金融企业股权，实现统一集中管理。

图 17: 控股型金控公司常见架构为：集团-金控全资子公司-各金融企业



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

目前市场上存在的金控公司，主要有四类：央企金控、地方金控、民营金控、和互联网金控。央企金控又能分为产业央企金融控股公司（招商局、中石油和国家电网等），和金融央企金融控股公司（例如中信、光大金控集团；银行系金控；四大 AMC 资产管理公司等）。

地方金控主要通过省政府级别，自上而下整合担保公司、当地典当行、小贷公司、特殊资产管理公司等资产，创设本地的金控平台。

除此之外，还有复星系、泛海系为代表的民营金控，和 BAT 为首的互联网金控。

中油资本作为中石油旗下的央企金控，细分子类中又和国家电网、招商局更为类似，集团母公司为产业集团，为产业央企金融控股类型。在发展金控业务的过程中，注重产融结合，再深入向融融结合迈进。

表 31: 代表性央企持有金融牌照情况

	商业银行	信托	证券	期货	公募基金	保险	保险经纪	金融租赁
中石油	昆仑银行29.29%	昆仑信托82.18% 山东省国际信托25%	中银国际证券15.92% 华夏证券2.47%	中银国际期货15.92%	银河基金12.5%	中意财产51% 中意人寿50%	昆仑保险经纪90.45%	昆仑金融租赁83.33%
国家电网	广发银行20%	英大国际信托93.54%	英大证券91.46% 湘财证券17.97%	英大期货91.94%	国泰基金9.88%	英大泰和财产99.91% 英大泰和人寿78.42% 长江养老6.98%	英大长安保险经纪96.07% 新疆安泰保险经纪96.07%	
招商局	招商银行18.8% 永隆银行18.8%		招商证券45.88% 招商证券(香港)45.88%		招商基金33.3% 博时基金22.48% 中国基金21.91%	招商信诺人寿50%		
中信集团	中信银行37.31%	中信信托58.13%	中信证券9.59%	中信期货8.96%	信诚基金28.48%	信诚人寿29.07% 天安财产2.17%		
光大集团	光大银行25.64%	光大兴陇信托51%	光大证券44.19%	光大期货44.19%	光大保德信基金24.30%	光大永明人寿50%		光大金融租赁23.07%
工商银行	加拿大东亚银行70% 南非标准银行20% 厦门国际银行3.14%		工银国际控股100%		工银瑞信基金80%	工银安盛人寿60%		工银金融租赁100%
建设银行		建信信托67%	建银国际证券100%	建信期货53.6%	建信基金65%	建信人寿51%		建信金融租赁100%
农业银行			农银国际控股100%		农银汇基金51.67%	农银人寿51%		农银金融租赁100%
中国银行	南洋商业银行100% 集友银行70.49%	中银集团信托100%	中银国际证券37.14%	中银国际期货37.14%	中银基金83.5%	中银保险100% 中银三星人寿51% 中银集团保险100%		

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.2. 金控公司监管办法渐行渐近，牌照预计成为稀缺资源

2002年，国务院批准光大集团、中信集团和平安集团试点综合金融控股集团，我国金融控股集团的发展自此开始。

2005年，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》中，要求“稳步推进金融业综合经营试点”的工作，大型金融机构开始尝试综合化经营。

但是经过多年的发展，我国的金控集团行业也暴露了很多问题和潜在的风险。2018年3月24至26日，央行行长易纲在中国发展高层论坛称，“少数野蛮生长的金融控股集团存在着较大风险，抽逃资本、循环注资、虚假注资以及通过不正当的关联交易进行利益输送等问题比较突出，带来跨机构、跨市场、跨业态的传染风险。”

我们认为，监管对于金控公司主要担心的问题有如下四个：

- 1、关联交易风险：金控公司组织结构往往比较复杂，也使得关联交易变得更为隐蔽。关联交易的隐蔽性，提升了公司内外部（投资人、管理层、监管机构）对关联交易情况了解难度，也更难察觉相关的风险。这也给大股东、管理层带来了道德风险，可能存在变相挪用资金，利益输送，损害投资人利益的事件发生。
- 2、内部冲突：金控公司运营跨地区、跨行业的多种金融业务，在集

团层面,可能会进行不同业务之间的补贴和利益分配,降低了市场竞争力,没有起到创造协同效应的初衷,反而降低了市场竞争,使得企业运营效率受损。

- 3、监管套利:由于金控公司业务涉及不同金融部门,对口监管机构不同,监管标准、法规也有较多差异。因此,金控公司往往存在监管套利空间,导致实际资本不足以吸收风险。此外,监管对金控公司的穿透监管不足,也容易形成对风险的忽视。
- 4、脱离实体经济:由于我国金融行业存在易加杠杆、高回报的现状,部分民营金控平台,在金融行业盲目扩张,但是疏于风险管理,认为规模扩张后,就“大而不能倒”,形成脱实向虚,金融体系内资金空转的现象。

2018年3月28日,习近平总书记主持召开的中央全面深化改革委员会第一次会议通过了《关于加强非金融企业投资金融机构监督的指导意见》。从五个方面提出了对金控集团的监管方向:

- 1、对金融机构的股东实施差异化监管:对一般性财务投资,不过多限制;对于主要股东,特别是控股股东,进行严格规范。
- 2、强化金融机构控股股东的资质要求,从正面清单和负面清单明确金融机构控股股东的具体资历和条件,加强金融机构股权质押、转让和拍卖的管理。
- 3、规范非金融企业投资金融机构的资金来源,加强资本的真实性合规性监管。
- 4、完善股权结构和公司治理,规范关联交易,健全风险隔离机制,防止滥用控制权,严禁不当干预金融机构经营。
- 5、加强对非金融企业和金融机构的穿透监管,强化部门之间的监管协调和信息共享。

2018年5月28日,据21世纪经济报披露,金控集团监管首批试点5家机构为:招商局、蚂蚁金服、苏宁集团、上海国际集团和北京国有资本经营管理中心。

我们预计,金融控股公司监管办法将会很快出台,对金控公司的股东或关联方融资、旗下金融机构股权结构、实缴资本来源合法性等方面,提出更多规范性措施。可能会采用持牌准入、净资本约束等监管要求,进而提高金控集团的设立门槛。潜在的监管措施可能有如下几个方面:

- 1、明确金控准入标准:可能对金控公司的设立发起方进行主体审核,尤其是非金融企业发起设立金融控股公司的申请,可能会设立可量化的准入门槛标准和审批流程。
- 2、实行资本金充足率监管机制:参考巴塞尔银行监管委员会、国际证监会组织、国际保险监管协会1999年发布的《金融控股集团监管规定》,2010年发布的《金融集团监管原则》,以及中国银监会在2015年发布的《商业银行并表管理与监管指引》。金融控股公司的资本充足率监管可能会从三个层面上提出资本金充足要求:控股公司本身的资本充足率、控股子公司或其他持股公司的资本充足率、金控公司整体的资本充足率。
- 3、界定经营范围:鼓励金控集团追求业务板块协同效应,服务实体经济,严控风险。可能会禁止金融控股公司同时经营实体产业。

- 4、限制关联交易：可能会要求金融控股公司建立和完善内部控制制度，其次，对于上市金控平台，应当详尽披露关联交易相关信息，提高信息披露透明度，接受市场和投资人的监督。
- 5、建立内部防火墙等机制，减少内部利益冲突而导致的市场竞争力下降。
- 6、确定金控公司退出机制：为了避免出现“大而不能倒”的局面，设定金控集团破产重组程序、监管层介入流程和预案、以及事后的问责机制。

我们认为，国内的金融控股公司，已经走过了野蛮生长的阶段，未来将会迎来更加成体系的监管制度，从而进一步在规范发展中良性成长。在这个过程中，具备央企金控平台优势的中油资本，无疑将会受益于监管环境的变化，其金控平台的稀缺性将会得到凸显。

4、盈利预测和投资建议

4.1. 中油资本盈利预测

从盈利能力的角度拆分，根据 2017 年报的数据，中油财务对于中油资本的收入贡献和利润贡献均超过 50%，其次是包含中油资本有限、中意财险、专属保险和昆仑保险经纪的“其他业务板块”，占比约为 40%左右。但是其他业务分部的营业总收入占比仅为 5.5%。

若参考 2016 年财报数据，其他业务营业收入和净利润占比分别为 6.8% 和 4.5%，相对匹配。因此整体看，可持续的盈利来源中，最主要的应该来自于财务公司，其次来自于商业银行、信托和金融租赁业务：

中油财务分部 2017 年净利润 72.86 亿元，我们预测 2018 年全年净利润 86.68 亿元，同比增长 19%。

昆仑银行 2017 年净利润 29.68 亿元，2018 年石油产业链融资需求扩张，预计昆仑银行盈利较快，预测 2018 年净利润实现 34.68 亿元，同比增长 16.8%，和 2017 年增速 16.3% 基本持平。

昆仑金融租赁 2017 年实现净利润 8.91 亿元，2018 年上半年已经实现净利润 4.54 亿元，预期全年实现 10.38 亿元净利润，同比增速 16.5%。

信托业务部分利润，主要来自于中油资产旗下的昆仑信托和山东国际信托两部分，由于资管新规影响，信托业务发展面临挑战，同时 2018 年风险资产表现不佳，投资端收益下降，预计 2018 年贡献 8.83 亿元利润，2019 年之后有望企稳回升。

其他部分中，包含中油资本有限、中意财险、专属保险和昆仑保险经纪，在中油资本年报中未详细拆分。由于中油资本有限的投资收益部分，包含其余四个子板块的净利润收益，且大部分在分部抵消中抵扣，我们将“其他分部”和“分部抵消”合并计算，预计 2018 年整体贡献 9.63 亿元净利润。

综上, 2018 年预计中油资本实现 152.02 亿净利润, 参考 2017 年少数股东净利润分成比例 49%, 2018 年归母净利润预计为 76.99 亿元, 同比增长 12.51%。

同样, 按照分部盈利预测加法, 我们预计中油资本 2018-2020 年归母净利润为 76.99 亿元、84.92 亿元和 93.70 亿元。

4.2. 金控公司整体可比估值

我们选取市场上相对可比的金控 A 股上市公司, 通过市盈率和市净率两个维度进行可比估值。剔除异常值后, 可比公司平均市盈率为 17.93 倍, 中位数市盈率为 13.53 倍, 平均市净率 1.33 倍, 中位数市净率 1.24 倍。若按照 2018 年中油资本归母净利润 76.99 亿元, EPS0.85 元计算, 所对应合理估值范围应该在 11.43 元-15.28 元每股之间。

相对于 2019 年 1 月 7 日中油资本收盘价 10.23 元每股, 目前市场价格显示中油资本处于可比公司中估值偏低水平, 相对低估。考虑到中油资本背靠央企中石油集团, 集团母公司实力雄厚, 且未来中油资本大概率能够在金控公司管理办法出台后, 获得稀缺的金控牌照, 我们认为, 可以选取金融公司更为适用的市净率指标, 取可比公司平均市净率和中位数市净率的均值, 给予中油资本 1.28 倍 PB, 对应 2018 年预测 76.99 亿元归母净利润 (EPS 为 0.85 元)、净资产 836.04 亿元 (BPS 为 9.26 元), 对应合理股价 11.87 元每股。

表 32: 可比公司估值法

代码	简称	总市值(亿元)	自由流通市值(亿元)	市盈率	市净率
000617.SZ	中油资本	932.8	11.9	12.34	1.24
600705.SH	中航资本	408.4	217.1	15.60	1.67
000540.SZ	中天金融	269.0	145.7	81.61	1.31
600390.SH	五矿资本	275.9	37.3	18.53	0.86
600208.SH	新湖中宝	253.7	108.8	8.63	0.77
000046.SZ	泛海控股	253.1	73.3	12.53	1.20
000415.SZ	渤海租赁	230.1	60.6	9.96	0.65
000987.SZ	越秀金控	219.4	20.6	50.66	1.14
002670.SZ	国盛金控	210.5	46.4	752.51	1.79
600120.SH	浙江东方	116.4	49.8	28.42	1.21
000712.SZ	锦龙股份	93.5	46.6	-148.63	2.62
000828.SZ	东莞控股	79.6	24.0	9.06	1.30
600643.SH	爱建集团	141.1	77.1	13.53	1.51

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 截止日期: 2019.01.07

表 33: 可比公司估值对应股价情况

估值参考指标	可比公司估值	2018E对应股价	相对市场价格
平均市盈率(剔除异常值)	17.93	15.28	49.7%
中位数市盈率	13.53	11.54	13.0%
平均市净率	1.33	12.30	20.4%
中位数市净率	1.24	11.43	12.0%

注: 市盈率剔除明显偏大和负值样本 截止日期: 2019.01.07

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4.3. 分部估值法

若按照财务公司、商业银行、金融租赁、信托几个主要分部进行分部估值。财务公司缺乏可比公司，按照 2016 年 ST 济柴重组协议中的重估估值，中油财务按照 1.23 倍 PB 置入上市公司，考虑到中油资本整合后的协同效应，给予一定溢价，按照 1.8 倍 PB 估值。

按照 A 股市场上市银行估值的平均水平，给予昆仑银行 0.79 倍 PB 估值。

表 34：上市可比银行平均市净率为 0.79 倍

代码	证券简称	流通市值(亿元)	市净率PB(MRQ)
601818.SH	光大银行	1,907	0.72
600036.SH	招商银行	6,415	1.31
601939.SH	建设银行	14,108	0.86
601398.SH	工商银行	18,333	0.86
601288.SH	农业银行	12,319	0.81
601166.SH	兴业银行	3,151	0.74
600000.SH	浦发银行	2,929	0.66
601988.SH	中国银行	9,996	0.71
601998.SH	中信银行	2,457	0.68
600016.SH	民生银行	2,435	0.63
601328.SH	交通银行	4,159	0.70
平均市净率	0.79		

数据来源：Wind, 国泰君安证券研究 截止日期：2019.01.07

昆仑金融租赁则对标上市融资租赁公司，给予 1.32 倍 PB 估值。

表 35：上市可比金融租赁公司平均估值为 1.32 倍市净率

代码	简称	总市值(亿元)	由流通市值(亿元)	市盈率	市净率
600901.SH	江苏租赁	180.7	38.7	17.19	1.69
000415.SZ	渤海租赁	230.1	60.6	9.96	0.65
3360.HK	远东宏信	305.7	156.2	7.00	0.98
300023.SZ	宝德股份	20.8	7.0	-	1.98
平均市净率	1.32				

数据来源：Wind, 国泰君安证券研究 截止日期：2019.01.07

信托分部，则对应上市信托公司，给予 1.12 倍 PB 估值

表 36：上市可比信托公司平均估值为 1.12 倍市净率

代码	简称	总市值(亿元)	由流通市值(亿元)	市盈率	市净率
600816.SH	安信信托	257.0	173.2	36.27	1.85
000563.SZ	陕国投A	115.0	49.8	43.41	1.11
1697.HK	山东国信	46.6	6.5	4.40	0.38
平均市净率	1.12				

数据来源：Wind, 国泰君安证券研究 截止日期：2019.01.07

其他业务分部，主要包含专属保险、昆仑保险经纪、中意财险等业务，则保守给予 1 倍 PB 估值。

表 37：通过分部估值法，中油资本整体合并合理估值为 971.6 亿元

	财务公司	商业银行	金融租赁	信托业务	其他及分部抵消	合计
净资产	598.46	279.38	99.29	179.38	159.66	1316.18
占比	45.5%	21.2%	7.5%	13.6%	12.1%	100.0%
对应PB倍数	1.80	0.79	1.32	1.12	1	
合理市值	1077.23	220.16	131.39	200.22	159.66	1788.66
归母净资产比例	54.3%					
合理归母市值	971.6					

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 截止日期: 2019.01.07

据此加总后, 分部估值的中油资本整体估值 1788.66 亿元, 扣除 46% 的少数股东权益, 归母股东权益为 971.6 亿元。最后, 基于金控牌照的稀缺性考虑, 以及中油资本流通市值较小, 股价弹性较大, 再给予 15% 溢价, 我们通过分部估值法给予 12.37 元, 对应 2018 年预测 BPS9.26, 为 1.34 倍 PB。

4.4. 投资建议

综上, 我们预测中油资本未来 3 年归母净利润为 76.99 亿元、84.92 亿元和 93.70 亿元, 对应 EPS0.85 元、0.94 元和 1.04 元。通过可比公司估值法和分部估值法, 计算出中油资本合理股价 11.87 元每股和 12.37 元每股, 取其平均值, 给出目标价 12.12 元每股, 对应目前市场价格 10.27 元每股, 溢价 18.01%, 给予“增持”评级。

5、风险提示

监管政策严于预期, 限制公司业务发展: 牌照发放未能如预期顺利, 资本金充足率等监管指标限制公司未来业务增长。

中石油集团业务增速放缓: 中油财务的资金管理需求增速下降, 影响主要利润贡献来源。

宏观经济继续下行: 金融系统整体流动性继续收紧, 金控公司收益下滑。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		