

2017年04月25日

中油资本 (000617.SZ)

国企转型金控典范，股东雄厚牌照齐全

■事件：中油资本 2016 年实现营业收入 288 亿元 (YoY -6%)，归母公司净利润 55 亿元 (YoY -8%)；2017 年一季度实现营业收入 67 亿元 (YoY -3%)，归母公司净利润 14 亿元 (YoY +3%)。2016 年公司加权平均 ROE 为 10.7%，2017 年一季度公司加权平均 ROE 为 2.1%。

■摘星去帽化身金控，融资渠道拓宽。2017 年一季度公司完成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，剔除支付置入资产现金对价后募集配套资金 120 亿元注入子公司。公司由“*ST 济柴 (石油济柴)”最终更名为“中油资本”并摘去了“*ST”的提示，由动力装备研发制造企业化身成为集银行、财务公司、金融租赁、信托、保险、保险经纪、证券和信用增进等多项金融业务于一体的金控平台。一方面，融资能力相对较弱的金融子公司可以借助上市公司平台拓宽融资渠道，从而进行业务拓展及提高抗风险能力，另一方面可强化“产融结合”和“融融协同”的资本运作平台，提升整体竞争力。

■牌照齐全优势明显，定增助力业绩增长。

(1) 中油财务服务集团，业绩稳健。中油财务主要为集团成员单位提供各类投融资和财务服务，营业收入保持稳健，2016 年公司财务业务实现营业收入 135 亿元 (YoY +3%)。中油财务最大的收入来源为信贷业务，随着净息差的企稳回升，2017 年归母公司净利润有望保持 5% 左右的增速。

(2) 昆仑银行围绕石油主业开展产融结合。2016 年公司银行业务实现营业收入 94 亿元 (YoY -19%)。根据公司公告未来五年昆仑银行将继续围绕能源产业链和海外能源市场开展业务，昆仑银行完成向中油资本等股东定增募资 76 亿元，预计可以保证 2 至 3 年的业务发展和资本充足率规划。随着供给侧改革、“一带一路”政策的推进，叠加贷款重定价因素消退且市场利率边际上行，昆仑银行业务有望回升。

(3) 金融租赁获定增支持。2016 年公司金融租赁业务实现营业收入 27 亿元 (YoY -14%)，定增募资 20 亿元 (其中中油资本增资 12 亿元) 的注入将推进资产证券化业务和专业子公司建设，业绩有望改善。

(4) 信托业务加强转型。公司子公司中油资产有限持有昆仑信托 82% 的股权和山东信托 25% 的股权，2016 年公司信托业务实现营业收入 15 亿元 (YoY +48%)，净利润率显著提升。其中昆仑信托将借助定增募集的 72 亿元 (其中中油资本增资 59 亿元)，加强业务转型和产融结合，提升主动管理能力和服务实体经济的能力。

(5) 保险板块差异经营，助力主业。①中石油专属保险公司是中国境内的首家自保公司，2016 年实现保费收入 3.8 亿元 (YoY -6%)，公司新险种的持续发力和大站大库与集输管网的统保方案有助于保费收入维持高增长率，预计 2017 年的保费收入将达到 4.5 亿元左右。②昆仑保险经纪依托中石油主业，盈利能力良好，2016 年实现归母公司净利润 1.1 亿元 (YoY +3%)，昆仑保险经纪业务模式成熟，预计未来可保持较快增长。③2016 年中意人寿实现保费收入 97 亿元 (YoY +5%)，市场份额维持在 8%，预计 2017 年归母公司净利润可达到 5 亿元。④受欧元汇率变动和开拓车险业务的影响，中意财险 2016 年归母公司净利润亏损 0.3 亿元；随着业务不断开展固定费用的影响被摊薄，预计 2017 年可实现盈亏平衡。

■国企混改提质增效。国企混合所有制改革是 2017 年政府工作的重点之一，2016 年 12 月和 2017 年 2 月中石油集团先后通过了《集团公司市场化改革指导意见》、《集团公司混合所有制改革意见》和《集团公司 2017 年全面深化改革工作要点》等多项改革方案。一方面中油资本重组上市是中石油集团混合所有制改革的重要一步、有望提升公司经营效益；另一方面，公司旗下金融机构与中石油集团之间存在诸多业务协同，集团整体改革有助于提升公司的经营业绩。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 23 元。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.69 元、0.82 元和 0.86 元。

■风险提示：宏观经济大幅下行、政策监管趋严、业务协同不达预期、境外经营风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	902	28,830	33,155	38,128	42,704
净利润	-76	5,535	6,195	7,379	7,738
每股收益(元)	-0.01	0.61	0.69	0.82	0.86
每股净资产(元)	0.06	7.29	7.71	8.86	10.09

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-2,036.4	28.0	25.0	21.0	20.0
市净率(倍)	294.3	2.4	2.2	1.9	1.7
净利润率	-8.4%	19.2%	18.7%	19.4%	18.1%
净资产收益率	-14.5%	8.4%	8.9%	9.2%	8.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-4.3%	1021.2%	-2.4%	-2.6%	-2.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他通用机械

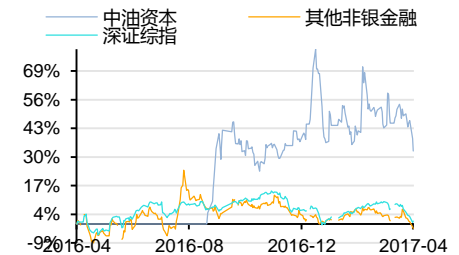
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**23 元**
股价 (2017-04-25) **17.18 元**

交易数据

总市值 (百万元)	155,136.37
流通市值 (百万元)	4,939.92
总股本 (百万股)	9,030.06
流通股本 (百万股)	287.54
12 个月价格区间	12.91/23.13 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	0.77	-10.27	37.91
绝对收益	-7.24	-10.98	38.73

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaohx3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 报告联系人
hemz@essence.com.cn
021-35082968

相关报告

中油资本：央企金控重组上市，混改春风提升效益 2017-01-05

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	902	28,830	33,155	38,128	42,704	成长性					
减:营业成本	787	735	16,577	18,313	21,672	营业收入增长率	-3.0%	3097.0%	15.0%	15.0%	12.0%
营业税费	4	476	547	629	705	营业利润增长率	-26.9%	-15061.8	11.9%	19.3%	4.8%
销售费用	66	-	-	-	-	净利润增长率	-33.9%	-7366.1	11.9%	19.1%	4.9%
管理费用	72	2,640	2,984	3,320	3,824	EBITDA 增长率	-244.4%	138282.	-39.9%	19.0%	4.7%
财务费用	43	32	-	-	-	EBIT 增长率	-38.6%	-50933.3	-39.6%	19.3%	4.8%
资产减值损失	25	486	178	229	297	NOPLAT 增长率	-39.3%	-23834.0	11.7%	19.3%	4.8%
加:公允价值变动收益	-	-13	925	1,017	1,119	投资资本增长率	-0.4%	-47136.0	13.0%	2.7%	25.3%
投资和汇兑收益	-	2,005	2,205	2,426	2,668	净资产增长率	-12.0%	22776.5	9.1%	14.5%	13.4%
营业利润	-96	14,293	15,999	19,080	19,993	利润率					
加:营业外净收支	17	217	239	262	289	毛利率	12.7%	97.4%	50.0%	52.0%	49.3%
利润总额	-78	14,510	16,238	19,342	20,281	营业利润率	-10.6%	49.6%	48.3%	50.0%	46.8%
减:所得税	-2	2,309	2,583	3,077	3,227	净利润率	-8.4%	19.2%	18.7%	19.4%	18.1%
净利润	-76	5,535	6,195	7,379	7,738	EBITDA/营业收入	2.2%	93.4%	48.8%	50.5%	47.2%
						EBIT/营业收入	-5.8%	91.9%	48.3%	50.0%	46.8%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	227	34	53	45	40
货币资金	104	239,949	267,675	266,811	409,501	流动营业资本周转天数	246	-3,524	-6,525	-6,092	-6,194
交易性金融资产	-	9,249	10,174	11,191	12,311	流动资产周转天数	587	2,883	5,531	5,145	5,187
应收账款	830	225	38,245	18,618	12,321	应收帐款周转天数	312	7	209	268	130
应收票据	20	-	2,266	948	743	存货周转天数	208	3	96	89	86
预付帐款	12	35	844	94	1,118	总资产周转天数	882	4,854	9,090	8,495	8,428
存货	524	-	17,732	1,219	19,136	投资资本周转天数	472	-3,457	-6,415	-5,999	-6,114
其他流动资产	5	210,889	221,433	232,505	244,130	投资回报率					
可供出售金融资产	-	27,273	30,001	33,001	36,301	ROE	-14.5%	8.4%	8.9%	9.2%	8.5%
持有至到期投资	-	13,731	15,105	16,615	18,277	ROA	-3.4%	1.6%	1.5%	1.8%	1.6%
长期股权投资	-	7,479	7,479	7,479	7,479	ROIC	-4.3%	1021.2%	-2.4%	-2.6%	-2.6%
投资性房地产	26	376	376	376	376	费用率					
固定资产	555	4,910	4,831	4,752	4,673	销售费用率	7.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	-	48	48	48	48	管理费用率	8.0%	9.2%	9.0%	8.7%	9.0%
无形资产	122	509	407	305	203	财务费用率	4.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	18	82,294	86,307	90,599	95,127	三费/营业收入	20.1%	9.3%	9.0%	8.7%	9.0%
资产总额	2,215	775,296	899,084	900,339	1,099,100	偿债能力					
短期债务	800	21,094	-	-	-	资产负债率	76.2%	84.4%	85.4%	83.3%	84.5%
应付帐款	565	14,395	112,822	66,775	206,489	负债权益比	320.3%	543.0%	583.7%	497.8%	543.6%
应付票据	147	-	5,382	30	5,899	流动比率	0.95	0.74	0.76	0.74	0.79
其他流动负债	53	586,631	615,154	646,979	678,213	速动比率	0.62	0.74	0.74	0.74	0.76
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-1.20	826.07			
其他非流动负债	122	32,599	34,229	35,941	37,738	分红指标					
负债总额	1,688	654,719	767,587	749,725	928,339	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	54,746	61,833	70,570	79,680	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	288	9,030	9,030	9,030	9,030	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	240	51,712	60,634	71,013	82,051						
股东权益	527	120,577	131,496	150,613	170,761						

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-76.2	12,201	6,195	7,379	7,738
加:折旧和摊销	71.6	499	181	181	181
资产减值准备	24.9	486	-	-	-
公允价值变动损失	-	13	925	1,017	1,119
财务费用	43.3	27	-	-	-
投资损失	-	-1,641	-1,805	-1,985	-2,184
少数股东损益	-	6,665	7,459	8,886	9,317
营运资金的变动	-109.9	431,116	67,731	12,492	157,906
经营活动产生现金流量	-25.0	-24,721	80,686	27,970	174,077
投资活动产生现金流量	-0.4	-17,048	-31,827	-34,518	-37,452
融资活动产生现金流量	6.9	19,674	-21,132	5,683	6,066

业绩和估值指标

EPS(元)	
BVPS(元)	
PE(X)	
PB(X)	
P/FCF	
P/S	
EV/EBITDA	
CAGR(%)	
PEG	
ROIC/WACC	
REP	

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034