



中油资本 (000617.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

多牌照发力，产融协同韧性突显

核心内容

中油资本是中国石油集团旗下负责金融业务管理的专业化综合性金融业务公司，是中石油金融资产监管、金融业务整合、金融股权投资、金融风险管控的平台。公司于 2016 年 10 月由中国石油集团批复设立，于 2017 年 2 月在深交所 A 股市场完成重组上市。2025Q1-3 公司实现营业总收入 256.45 亿元，同比-12.2%；实现归母净利润 39.97 亿元，同比-7.9%；加权平均 ROE（未年化）同比-0.42pct 至 3.87%。业绩下滑预计主要系利率下行背景下，公司部分业务板块净利差有所下降。

公司具备多个牌照金融业务，昆仑银行、中油财务、昆仑金租是公司的主要业务。主要通过其控股公司昆仑银行、中油财务、昆仑金融租赁、中油资产、专属保险、昆仑保险经纪，以及参股公司中意人寿、中银证券、中债信增、昆仑资本与昆仑数智，分别经营银行、财务公司、金融租赁、信托、保险、保险经纪、证券、信用增进、股权投资与数智业务。24 年昆仑银行、中油财务、昆仑金租营收分别为 167、163、28 亿元，占比分别为 43%、42%、7%。

1) 昆仑银行（持股比例为 77.09%）：依托中国石油集团的资源优势进行展业，产融结合特色化经营，对公业务优势显著。国际业务成熟，有望受益于石油人民币结算。

2) 中油财务（持股比例为 28%）：集团公司的内部银行和唯一司库平台，资产、收入、利润等指标连续保持国内第一。截至 2024 年末，贷款规模同比增长 23%；不良率为 0.02%，资产质量很好。

3) 昆仑金租（持股比例为 60%）：资产集中于交通与能源领域，资产质量优异，24 年末不良租赁资产占比为 0.44%，同比下降 0.26pct。

各业务板块协同发力，深度融入石油产业链生态。中油资本凭借齐全的金融牌照，在综合金融布局中具备先发优势。预计金融板块盈利能力逐步修复，有望对公司整体收益形成支撑。

盈利预测、估值和评级

我们预计 2025-2027 年中油资本营业总收入分别为 392.90、396.07、399.21 亿元，分别同比增长 0.7%、0.8%、0.8%；归母净利润分别为 47.42、49.31、51.40 亿元，分别同比增长 1.9%、4.0%、4.2%。综合来看，公司 2025 年合理估值约为 1388 亿元，对应目标价 10.98 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、石油产业链景气度下行风险；2、资产质量承压风险；3、利率波动影响盈利能力的风险。

国金证券研究所

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：方丽（执业 S1130525080007）

fangli@gjzq.com.cn

分析师：洪希柠（执业 S1130525050001）

hongxingning@gjzq.com.cn

分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003）

xiachangsheng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：9.58 元

目标价（人民币）：10.98 元



公司基本情况（人民币）

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	38,992	39,024	39,290	39,607	39,921
营业收入增长率	20.2%	0.1%	0.7%	0.8%	0.8%
归母净利润(百万元)	4,926	4,652	4,742	4,931	5,140
归母净利润增长率	0.2%	-5.6%	1.9%	4.0%	4.2%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.37	0.38	0.39	0.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.92%	4.57%	4.39%	4.35%	4.33%
P/B	1.21	1.19	1.12	1.07	1.02

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：中国石油集团旗下的专业化金融业务平台	4
1.1 基本情况：具备牌照金融业务，股权结构较为集中	4
1.2 财务表现：信托项目风险致业绩承压	5
1.3 主营业务：商业银行、财务公司是主要业务板块，利息收入为主	6
二、子板块协同发力，共同服务于石油产业链	7
2.1 昆仑银行：深耕油气产业链的产融结合特色银行	7
2.2 中油财务：中国石油集团的内部银行，盈利能力领先同业	13
2.3 昆仑金融租赁：具备大型产业集团背景，在交通运输领域具有核心竞争力	16
三、盈利预测和投资建议	20
3.1 盈利预测	20
3.2 分部估值	21
风险提示	22

图表目录

图表 1： 公司开展全牌照金融业务，提供一站式的综合金融服务	4
图表 2： 2025Q1-3 公司营业总收入同比-12%	6
图表 3： 2025Q1-3 公司归母净利润同比-8%	6
图表 4： 近年来公司减值计提较多（亿元）	6
图表 5： ROE 下滑主要原因是归母净利率下降	6
图表 6： 财务、银行为公司主要业务（亿元）	6
图表 7： 财务、银行收入占比合计在 80%以上	6
图表 8： 利息收入为公司主要收入形式（亿元）	7
图表 9： 利息收入占比接近 90%	7
图表 10： 公司收入来源以境内市场为主（亿元）	7
图表 11： 境内市场收入占比近八成	7
图表 12： 昆仑银行主要股东结构图（截至 2024 年末）	8
图表 13： 昆仑银行分行级机构梳理	8
图表 14： 昆仑银行总资产持续扩张	9
图表 15： 昆仑银行净资产稳步提升	9
图表 16： 2024 年末昆仑银行贷款总额 yoy+3.95%至 2283 亿元	9
图表 17： 昆仑银行国际业务发展历程	10
图表 18： 2021 年以来昆仑银行营业收入持续提升	11



图表 19:	2024 年昆仑银行归母净利润有所承压	11
图表 20:	近年来昆仑银行拨备前利润呈现上升态势	11
图表 21:	2024 年昆仑银行信用减值损失为 30 亿元	11
图表 22:	2024 年昆仑银行贷款减值损失为 34 亿元	11
图表 23:	昆仑银行以利息净收入为主要收入来源 (亿元)	12
图表 24:	昆仑银行收入结构情况	12
图表 25:	昆仑银行净利差高于城商行平均水平	12
图表 26:	2024 年末昆仑银行不良贷款率为 1.47%	13
图表 27:	2024 年末昆仑银行拨备覆盖率为 275.01%	13
图表 28:	中油财务股权结构	13
图表 29:	中油财务主营业务情况	13
图表 30:	2024 年中油财务营业收入小幅下降	14
图表 31:	中油财务归母净利润整体较为稳健	14
图表 32:	中油财务总资产规模表现	15
图表 33:	中油财务 ROE 和 ROA 表现	15
图表 34:	利息净收入是中油财务最主要的收入来源	15
图表 35:	中油财务自营贷款及受托贷款规模	16
图表 36:	昆仑金租股权结构图	16
图表 37:	昆仑金租租赁资产余额情况	17
图表 38:	售后回租模式	17
图表 39:	直接租赁模式	17
图表 40:	昆仑金租融资租赁业务投放行业分布	17
图表 41:	经营性租赁模式	18
图表 42:	昆仑金租营业收入变化情况	18
图表 43:	昆仑金租净利润变化情况	18
图表 44:	2024 年昆仑金融租赁计提减值损失 1.59 亿元	19
图表 45:	昆仑金融租赁净利差水平收窄	19
图表 46:	2024 年末昆仑金融租赁不良率降至 0.44%	19
图表 47:	昆仑金融租赁拨备覆盖率较高	19
图表 48:	昆仑金租收入来源主要为利息净收入和经营租赁净收入	20
图表 49:	中油资本分部盈利预测	20
图表 50:	中油资本盈利预测	21
图表 51:	可比上市银行 PB 估值情况	21
图表 52:	可比上市金融租赁公司 PB 估值情况	22
图表 53:	分部估值情况 (亿元)	22



一、公司概况：中国石油集团旗下的专业化金融业务平台

1.1 基本情况：具备牌照金融业务，股权结构较为集中

中油资本是中国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（以下简称“中油资本”）是对济南柴油机股份有限公司资产重组后，于 2017 年初更名的国内 A 股上市公司。中油资本是中国石油天然气集团有限公司（以下简称“中国石油集团”）旗下负责金融业务管理的专业化公司，是中石油金融资产监管、金融业务整合、金融股权投资、金融风险管控的平台。目前公司业务范围涵盖财务公司、银行、信托、金融租赁、保险、保险经纪、证券等多项业务，业务覆盖面较广，专业化程度较高。

公司股权结构较为集中。控股股东为中国石油集团，直接持有中油资本 77.35% 股份，通过全资孙公司中国石油集团济柴动力有限公司间接持有 1.91% 的股份，合计持有公司 79.26% 的股份。此外，公司其余持股超过 1% 的股东还有北京市燃气集团有限公司（持股比例为 1.43%）。

公司具备较多的牌照金融业务，提供一站式的综合金融服务。中油资本主要通过其控股公司昆仑银行、中油财务、昆仑金融租赁、中油资产、专属保险、昆仑保险经纪，以及参股公司中意人寿、中银证券、中债信增、昆仑资本与昆仑数智，分别经营银行、财务公司、金融租赁、信托、保险、保险经纪、证券、信用增进、股权投资与数字化智能化业务，是一家全方位综合性金融服务公司。

图表1：公司开展全牌照金融业务，提供一站式的综合金融服务

业务	参控股公司	持股比例	营业收入	净利润	业务介绍
银行业务	昆仑银行	77.09%	83.46	11.74	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银行业务及公募证券投资基金销售业务。
财务公司业务	中油财务	28.00%	68.76	33.03	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交易款项收付、内部转账结算、票据承兑贴现、存贷款、投融资、外汇交易和产业链金融等服务，服务范围包括存款业务、信贷业务、结算业务、资金业务、国际业务、中间业务及投资业务。
金融租赁业务	昆仑金融租赁	60.00%	14.23	3.79	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
信托业务	昆仑信托	87.18%	2.80	1.08	融租赁公司，产品服务包括直接融资租赁、售后回租、经营租赁、跨境租赁、厂商租赁等。
	山东国信	18.75%	2.26	1.67	中油资产主要通过其子公司昆仑信托经营相关业务，主要开展资产服务信托业务、资产管理信托业务、公益慈善信托业务等三大类业务，涵盖股权投资、标品、家族信托等数十项业务内容。
	专属保险	40%	8.33	1.72	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。专属保险经营中国石油集团自保业务。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。
保险业务	中意人寿	50%	87.85	8.54	中意人寿经营人寿保险业务。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。同时，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，是中国内地第一家取得劳合社注册经纪人资质的保险经纪公司。主要提供风险查勘、风险评估、风险转移、协助客户制定保险策略和投保方案、承保信息收集、直保与再保排分、协助索赔、风险减量、保险市场动态监测、保险信息系统建设维护、保险培训、内部控制风险管理咨询等多方面、全流程服务。同时，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减量、查勘检验、估损理算、残值处理、海事处理、理赔咨询等服务。
证券业务	中银证券	14.32%	15.05	5.65	中银证券（证券代码：601696.SH）是经中国证监会批准成立的证券公司，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业务，为期货公司提供中间介绍业务。同时，通过其全资子公司中银国际投资有限责任公司、中银资本投资控股有限公司和中银国际期货有限责任公司分别从事私募股权投资业务、另类投资业务和期货业务。
信用增进业务	中债信增	/	7.97	3.85	中债信增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、资产投资等服务。中债信增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%	/	/	昆仑资本以服务中国石油集团战略转型为核心，通过财务投资发现战略投资机会，采取“基金+直投”模式，从事股权投资业务，重点布局新能源、新材料、节能环保、智能制造等战略性新兴产业，以及碳捕集、利用和封存等新技术。
数字化智能化业务	昆仑数智	10%	大幅增长	大幅增长	昆仑数智按照“数字化转型赋能者”定位，面向油气行业，形成智慧油气、智慧管理、数字基础设施和数字创新四大主营业务，提供信息化和数字化咨询、设计、研发、交付、运营、培训等全生命周期、一体化服务。

来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所 注：营业收入和净利润为 2025 年上半年的数据

公司连续多年采取持续、稳定的现金分红政策。自 2017 年重组上市以来，每年均按照不低于归属于母公司净利润 30%的标准派发现金股利。2024 年度首次实施中期分红，截至 2024 年度累计现金分红达 150.44 亿元。根据 2025 年中期股利分配预案，拟每 10 股派发现金股利 0.55 元（含税），合计分配利润 6.95 亿元。在明确的市值管理战略目标指引下，公司预计分红政策将保持稳定，并有望进一步增强股价吸引力。

1.2 财务表现：信托项目风险致业绩承压

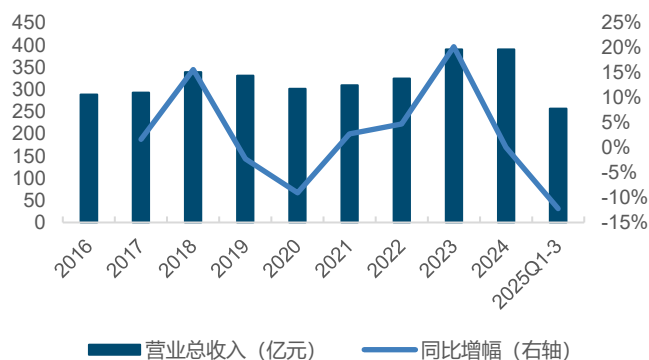
净利润受信托业务信用减值计提影响下滑。2016-2022 年，公司营业总收入基本维持在 310 亿元左右，2023 年公司营业总收入同比大幅提升 20%，2024 年营业总收入同比基本持平为 390 亿元。2016-2020 年公司归母净利润由 55 亿元提升至 78 亿元，CAGR 为 9.1%。2021 年起，受地产风险传导，信托业务减值计提较多，2021-2024 年公司信用减值损失分别为 22.81、6.28、35.84、33.48 亿元。归母净利润有所承压，2024 年公司归母净利润为 46.52 亿元，同比-5.6%。

受利润及利润率下降影响，公司 ROE 有所下滑。2016-2020 年公司 ROE 在 9%-10%区间，2021 年 ROE 大幅下滑，同比-2.98pct 至 6.11%，2024 年公司 ROE 为 4.61%，同比-0.42pct。根据杜邦分析法，公司总资产周转率和权益乘数基本保持稳定，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。

2025Q1-3 公司实现营业总收入 256.45 亿元，同比-12.2%；实现归母净利润 39.97 亿元，同比-7.9%；加权平均 ROE（未年化）同比-0.42pct 至 3.87%。业绩下滑预计主要系利率下行背景下，公司商业银行、金融租赁等业务板块净利差有所下降以及公司基于审慎原则减值计提较为充分。

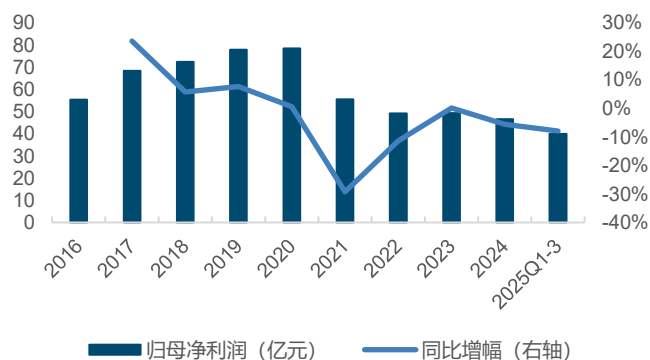


图表2：2025Q1-3 公司营业总收入同比-12%



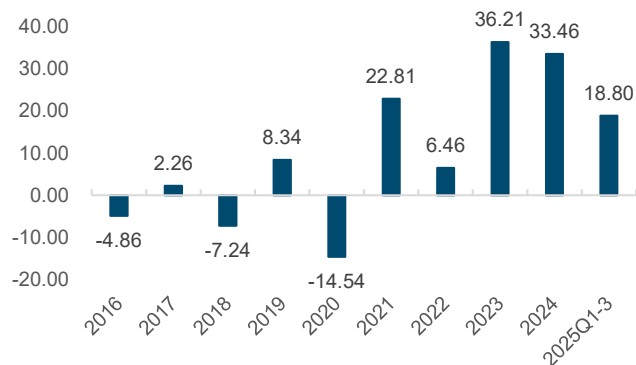
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：2025Q1-3 公司归母净利润同比-8%



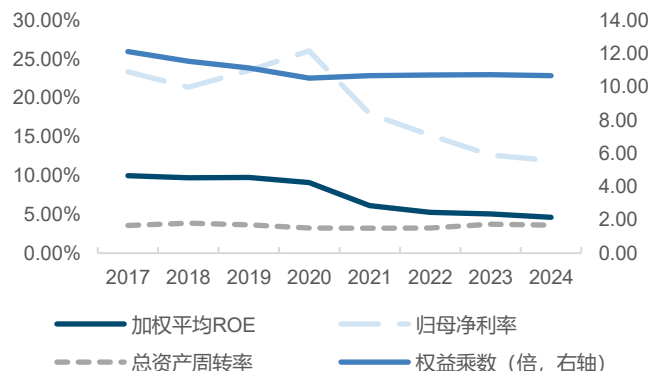
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：近年来公司减值计提较多 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所 注：包含资产减值和信用减值

图表5：ROE 下滑主要原因是归母净利率下降

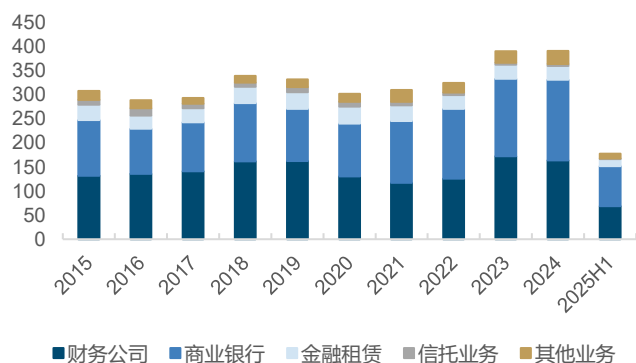


来源：Wind，国金证券研究所

1.3 主营业务：商业银行、财务公司是主要业务板块，利息收入为主

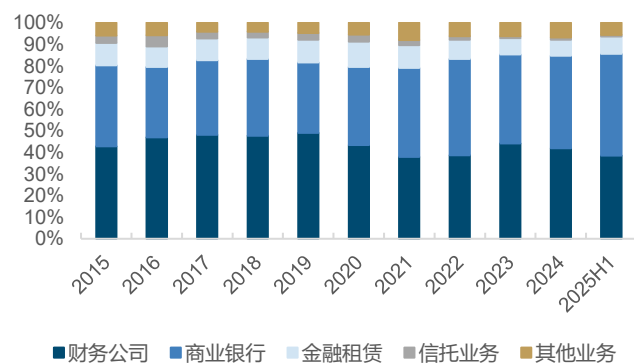
商业银行、财务公司是公司的主要业务，盈利模式均为息差收入为主。按行业分类，2024 年商业银行、财务公司、金融租赁、信托业务、其他业务分部营业收入分别为 167、163、28、4、27 亿元，占比分别为 43%、42%、7%、1%、7%，其中商业银行、财务公司、金融租赁的收入形式均以利息收入为主。按收入形式分类，2024 年利息收入、手续费及佣金收入、已赚保费、其他收入为 343、16、23、8 亿元，占比达 88%、4%、6%、2%。

图表6：财务、银行为公司主要业务 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：财务、银行收入占比合计在 80%以上



来源：公司公告，国金证券研究所

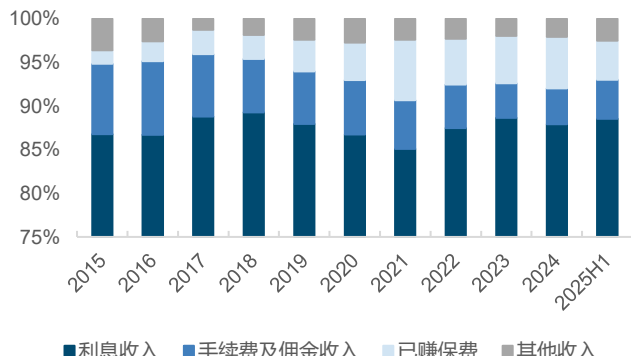


图表8：利息收入为公司主要收入形式（亿元）



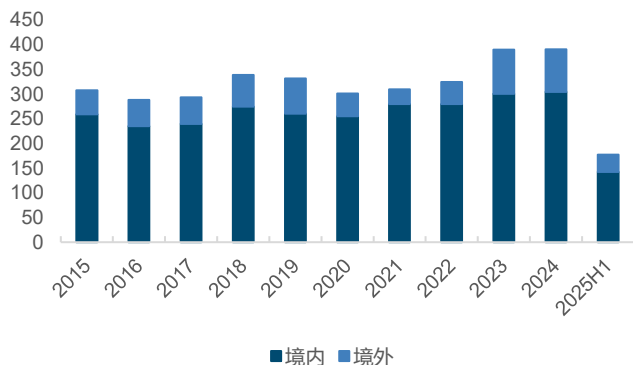
来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：利息收入占比接近 90%



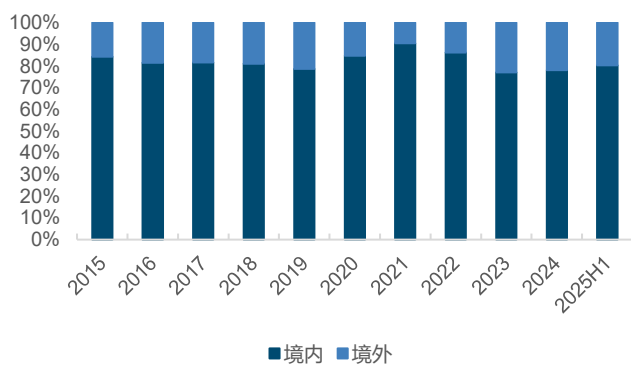
来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：公司收入来源以境内市场为主（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：境内市场收入占比近八成



来源：公司公告，国金证券研究所

二、子板块协同发力，共同服务于石油产业链

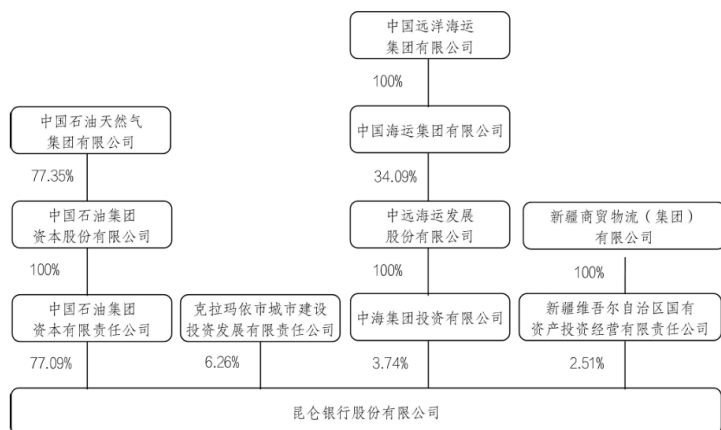
2.1 昆仑银行：深耕油气产业链的产融结合特色银行

昆仑银行股份有限公司是中油资本控股的国有金融企业，作为一家产融结合的城市商业银行，具有鲜明的特色。昆仑银行前身为克拉玛依市商业银行，于 2006 年在克拉玛依市城市信用社基础上改制组建。2009 年 4 月，中国石油集团对克拉玛依市商业银行进行增资并取得控股权。而后在 2010 年 4 月，克拉玛依市商业银行正式更名为昆仑银行。至 2016 年 12 月，中油资本成为昆仑银行的第一大股东。

从股权结构看，中油资本作为昆仑银行的第一大股东，持股比例达 77.09%。其他主要股东包括持股 6.26% 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（持股比例为 3.74%）、新疆维吾尔自治区国有资产投资经营有限责任公司（持股比例为 2.51%）等。



图表12：昆仑银行主要股东结构图（截至 2024 年末）



来源：昆仑银行年报，国金证券研究所

昆仑银行始终坚定产融结合的战略方向，依托能源产业，扎根新疆，逐步构建起辐射全国、连接国际的服务网络；凭借中国石油集团的资源优势，已从一家区域性城商行，发展成为在国内外具有一定影响力、特色鲜明的商业银行。

截至 2024 年末，昆仑银行共设有 77 家分支机构，重点布局于中国石油集团的主要生产区域，覆盖新疆、北京、上海、陕西、黑龙江等省市。全行共设有 10 家分行级机构，具体包括克拉玛依分行、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，以及国际业务结算中心和上海国际业务结算中心。此外，该行还发起控股乐山、塔城 2 家村镇银行。

图表13：昆仑银行分行级机构梳理

分行级机构	资源优势
克拉玛依分行	克拉玛依油田：克拉玛依是准噶尔盆地内资源最富集区域，已探明石油地质储量 23.3 亿吨、天然气 331.49 亿方；2024 年全年油气当量达到 1856 万吨，再创历史新高，其中生产原油 1486 万吨、天然气 45.1 亿方，加工原油 690 万吨，实现原油连续 23 年千万吨以上稳产。
乌鲁木齐分行	乌鲁木齐周边分布有吐哈油田、塔里木油田、准东油田和克拉玛依油田四大油田，形成能源富集区。
大庆分行	大庆油田：大庆油田勘探开发范围包括松辽、海拉尔、塔里木、四川“四大盆地”部分区块，海外在伊拉克、蒙古国有油气田开发区块；累计生产原油超过 25.4 亿吨、天然气 1630 多亿立方米。
吐哈分行	吐哈油田：油田探区分布在吐哈、三塘湖、准噶尔等五个盆地，主要生产区域横跨吐鲁番、哈密、昌吉三地州；累计探明石油地质储量 6.1 亿吨、天然气 1140 亿方；生产油气当量 8780 万吨，其中原油 6684 万吨、天然气 263 亿方。
八大分行	塔里木油田：累计发现和开发轮南、塔中、哈得、克拉 2、迪那 2、英买力、克深 2、博孜、大北、富满等 35 个大中型油气田，探明油气储量当量 38.2 亿吨，累计生产石油 1.7 亿吨、天然气 4730 亿方，油气当量超 5.5 亿吨，向西气东输供气超 3700 亿立方米；向南疆供气超 693 亿立方米，年供气量达到 75 亿立方米。
库尔勒分行	长庆油田：2013 年长庆油田油气当量突破 5000 万吨，建成国内最大的油气田；2014 年油气当量突破 5500 万吨；2015 年完成油气当量 5466 万吨，其中原油 2480.8 万吨，天然气 374.6 亿立方米，连续三年实现油气当量 5000 万吨以上稳产；2024 年累计生产油气当量突破 10 亿吨，油气产量当量创历史新高。
西安分行	2023 年伊犁生产天然气 35.23 亿立方米，产量占全国的 55.7%，工业总产值 114.53 亿元。
伊犁分行	喀什地区现有油气勘探开发企业 4 家、油气田 3 个（其中油田 2 个，气田 1 个，分别是巴什托普油田、甫沙油田、柯克亚凝析气田），天然气三级储量 403.66 亿立方米、原油 3237.05 万吨。
喀什分行	目前所属 3 个油气田日产油 100 吨、日产气 40 万立方米，喀什地区油气资源还处于勘探开发



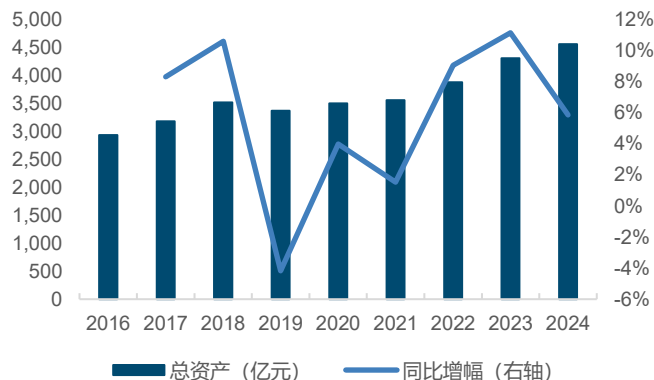
阶段。

两大结算中心 国际业务结算中心 国际业务的业务范围和优质客户群进一步扩大。
上海国际业务结算中心

来源：昆仑银行年报，昆仑银行官网，中国石油集团官网，中国石油大庆油田公司官网，中国石油塔里木油田公司官网，长庆油田公司官微，伊犁政府官网，国金证券研究所

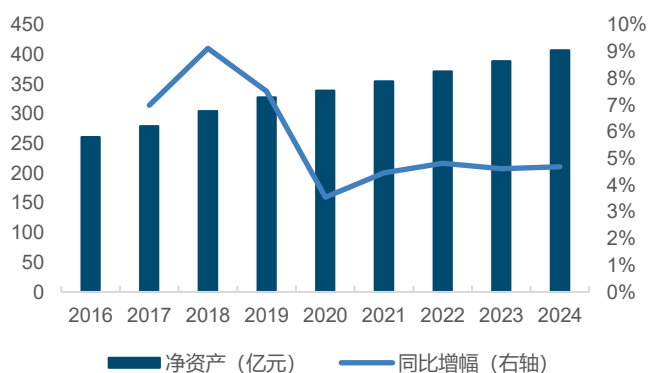
昆仑银行经营实力不断增强，特色化战略推动业务规模稳步提升。资产规模从 2016 年末的 2932 亿元增长至 2024 年末的 4556 亿元，CAGR 为 5.66%；贷款规模保持稳步扩张趋势，2024 年末贷款总额达 2283 亿元，同比增长 3.95%。

图表14：昆仑银行总资产持续扩张



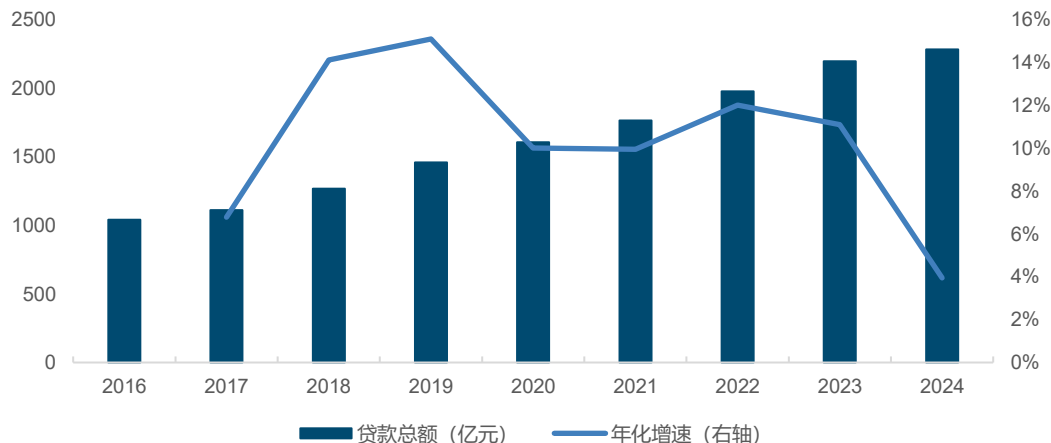
来源：昆仑银行年报，国金证券研究所

图表15：昆仑银行净资产稳步提升



来源：昆仑银行年报，国金证券研究所

图表16：2024 年末昆仑银行贷款总额 yoy+3.95%至 2283 亿元



来源：昆仑银行年报，国金证券研究所

业务结构：昆仑银行客户群体以大型央企、石油石化产业链上下游企业、石油员工和矿区家属为主，由此形成以公司银行业务为核心、零售金融业务为补充的存贷款业务结构。

(1) 公司金融：专注于产业链客户资源的深耕与拓展，对公客户数量稳步增长。截至 2024 年末，昆仑银行的公司银行客户总数达 4.60 万户，同比增长 1.12%。其中，油气产业链客户为 1.39 万户，占对公客户的 30.22%。

1) 存款业务方面，公司金融板块的存款规模持续增长，结构不断优化。截至 2024 年末，公司金融板块的存款余额为 1079.60 亿元，同比增长 2.08%。

2) 贷款业务方面，昆仑银行积极拓展产融市场与产业链客户，持续优化资产结构。截至 2024 年末，公司金融板块的贷款（不含贴现）余额为 1212.10 亿元，同比增长 0.31%；不良率为 1.86%，同比微升 0.1 个百分点。

(2) 零售业务：坚持产融结合的战略方向，推动服务协同与专业能力提升。



1) 财富管理方面，昆仑银行聚焦代发客群经营，重塑业务流程，升级“暖薪服务”品牌，构建涵盖专属存贷及理财产品的综合服务体系。同时，通过引入理财子、基金、保险等机构产品，完善涵盖现金、固收、混合、保障及权益的全品类产品线，满足客户多元化财富需求。截至 2024 年末，昆仑银行个人存款余额为 1289.93 亿元，同比增长 8.75%；零售客户总数达 472.42 万户，其中中高端客户 24.07 万户，同比增长 8.31%。

2) 零售信贷方面，业务保持稳健增长。昆仑银行积极拓展消费信贷，推出自营线上贷款产品“链上昆仑”，并持续完善以“油惠贷”“融信秒贷”“真薪贷”为代表的差异化消费贷产品体系。截至 2024 年末，昆仑银行零售信贷余额为 682.87 亿元，同比增长 15%；不良率为 1.42%，同比提升 0.41pct。

(3) 国际业务：坚持产融结合特色，积极参与“一带一路”建设，支持国内企业“走出去”。昆仑银行的国际业务于 2010 年启动，以大型央企及石油石化产业链企业为核心客户。2011 年，已与 50 余个国家和地区的数百家银行建立代理行关系。随着 2014 年北京国际业务结算中心与 2019 年上海国际业务结算中心相继成立，国际业务的客户基础和覆盖范围进一步扩大。

图表17：昆仑银行国际业务发展历程

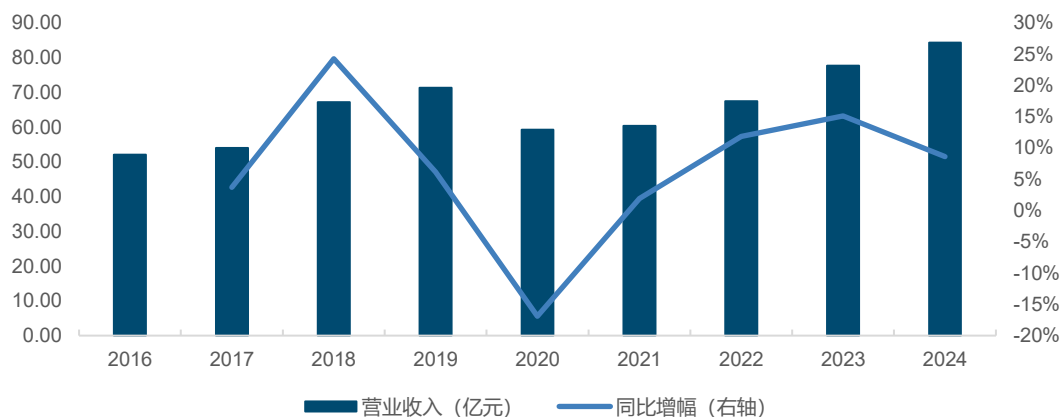
时间	发展历程
2010 年	2010 年 4 月 27 日正式启动国际业务筹备工作，各项工作均取得突出成就：外汇业务和即期结售汇业务资质申请获得批准；跨境贸易人民币结算业务正式上线；获得环球银行金融电讯协会(SWIFT 组织) 会员资格及中国外汇交易中心会员资质。截至 2010 年末，已同 22 个国家的 58 家金融同业建立了代理行关系，并已在美国、法国、德国、英国、日本、中国香港等国际主要货币清算中心开立了资金清算账户，基本满足了国际结算业务发展的需要。
2011 年	国际业务的代理行从无到有，共与 50 余个国家和地区的数百家银行建立了代理行合作关系，初步形成了代理行网络，与境内外主要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	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；国际业务结算中心在北京挂牌开业，标志着昆仑银行跨区营业机构建设取得重大突破；推出国际业务产品品牌“伊路通”，扩大了昆仑银行国际业务产品的知名度。
2015 年	不断丰富业务产品，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同比实现大规模增长。
2017 年	抢抓机遇成功开拓委内瑞拉市场，新市场开拓取得实质性突破。全年共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，推动实现本行国际贸易融资规模、利润及客户数量大幅增长，资产质量继续保持零不良记录。积极参加各类展会，丰富完善微信公众号内容，及时处理答复各类客户投诉咨询，“伊路通”品牌形象赢得客户认可。
2018 年	通过加强与境内外客户的沟通协调，维护及巩固业务渠道；通过进一步优化业务流程，加强合规管理，风险防控能力持续提升。
2019 年	国际业务换汇创收成效显著；上海国际业务结算中心如期开业，北京国际业务结算中心获得个人业务资质。

来源：昆仑银行年报，国金证券研究所

从经营业绩来看，昆仑银行营收自 2021 年起稳步回升。2020 年，受息差收窄、国际业务收入下滑及债券市场波动等因素影响，昆仑银行营收有所回落，但随后于 2021 年企稳并进入回升通道。2024 年，昆仑银行实现营业收入 84.27 亿元（此为净收入口径，与前文上市公司商业银行业务分部统计口径存在差异），同比增长 8.58%。2020-2023 年昆仑银行归母净利润在 25-29 亿元区间，业绩较为稳健。2024 年实现归母净利润 17.04 亿元，同比下降 32.75%，主要系昆仑银行基于审慎原则贷款减值计提较为充分，2024 年信用减值损失为 30.04 亿元，较上年增加 13.87 亿元，同比增幅 85.81%，主要原因是贷款减值损失比上年增加 13.07 亿元。



图表18：2021年以来昆仑银行营业收入持续提升



来源：昆仑银行年报，国金证券研究所

图表19：2024年昆仑银行归母净利润有所承压



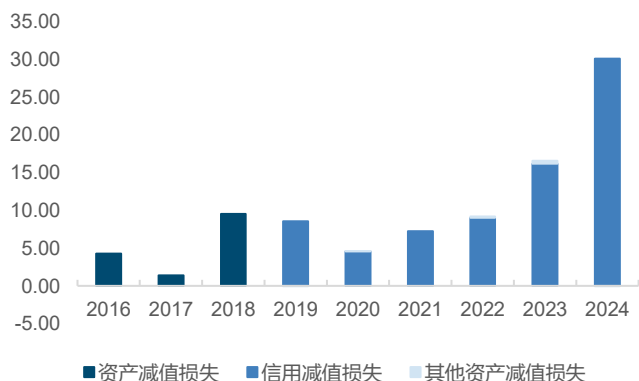
来源：昆仑银行年报，国金证券研究所

图表20：近年来昆仑银行拨备前利润呈现上升态势



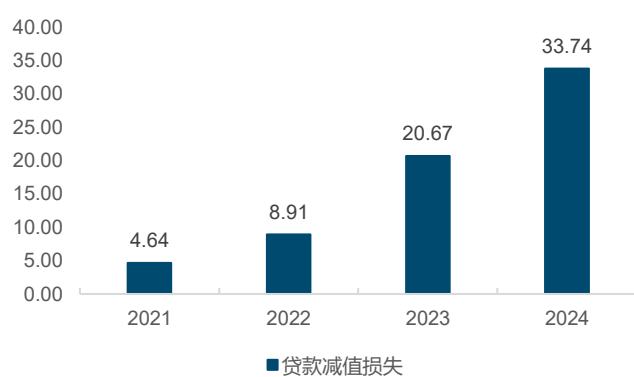
来源：Wind，国金证券研究所 注：拨备前利润=营业利润+信用减值损失+其它资产减值损失=营业利润+资产减值损失

图表21：2024年昆仑银行信用减值损失为30亿元



来源：昆仑银行年报，国金证券研究所 注：2018年金融工具准则修订后，新增“信用减值损失”科目

图表22：2024年昆仑银行贷款减值损失为34亿元



来源：昆仑银行年报，国金证券研究所

收入结构：利息净收入是昆仑银行最主要的收入来源。具体而言，昆仑银行主营业务包括吸收公众存款，发放短、中、长期贷款，办理国内外结算、票据承兑与贴现等传统银行业务，以及公募基金销售业务。其盈利主要来源于信贷业务的息差收益和中间业务的手续费收入，营业收入以利息净收入和投资收益为核心构成。

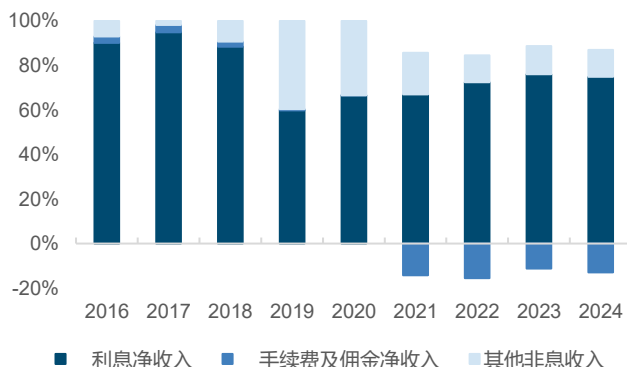
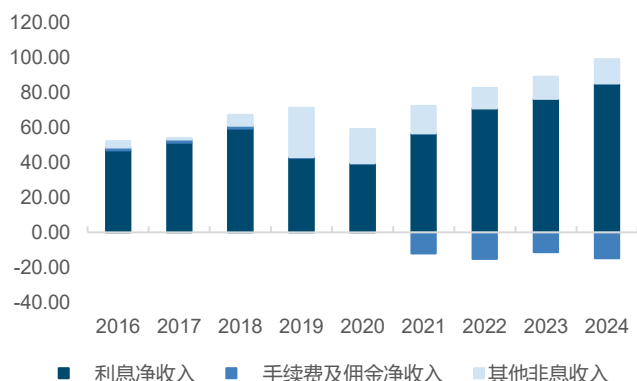
2024年，昆仑银行实现利息净收入85.13亿元，同比增长11.58%，增长主要得益于资产



规模的扩大。其中，债务工具投资利息收入为 30.97 亿元，较上年增加 3.33 亿元，同比增长 12%；发放贷款及垫款利息收入为 109.31 亿元，较上年增加 2.44 亿元，同比增长 2%。

图表23：昆仑银行以利息净收入为主要收入来源（亿元）

图表24：昆仑银行收入结构情况

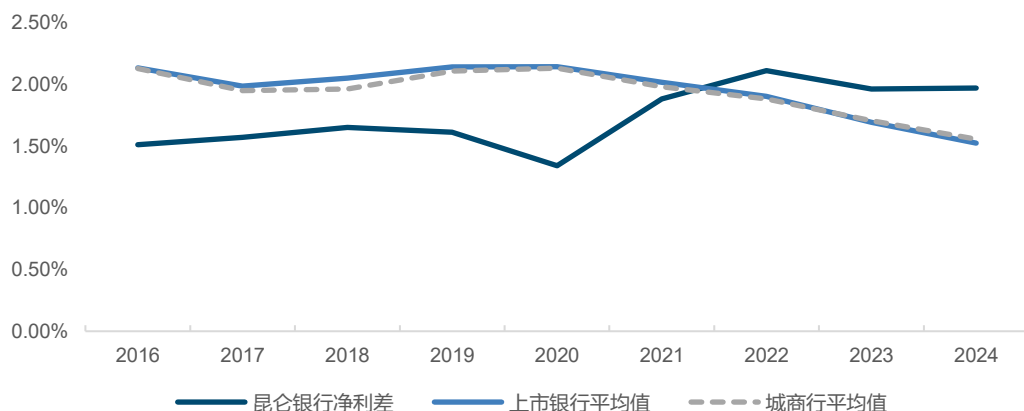


来源：昆仑银行年报，国金证券研究所

来源：昆仑银行年报，国金证券研究所

从价的角度来看，在行业利差收窄的背景下，昆仑银行净利差韧性突显。2021 年以来昆仑银行净利差整体呈现逆势回升态势，并于 2022 年起持续高于上市银行平均水平。一方面，昆仑银行依托中国石油集团的产业背景，专注于石油产业链上下游的金融服务，其客户群体以石油产业链上下游客户为主，客户粘性高且客户资金实力雄厚、信用风险较低，贷款需求稳定且利率水平相对较高。另一方面，作为中国石油集团控股的银行，昆仑银行的资金来源相对稳定，在吸收存款时能够保持较低的成本，同时有望通过高效的资金融通管理，进一步优化了资金配置，降低了资金成本对净利差的影响。截至 2024 年末，昆仑银行净利差为 1.97%，同比逆势提升 1 个基点，较城商行平均水平高 41 个基点，较上市银行平均水平高出 45 个基点。

图表25：昆仑银行净利差高于城商行平均水平



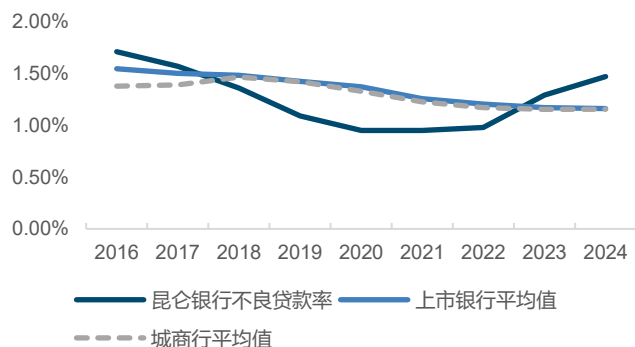
来源：iFind，昆仑银行年报，国金证券研究所

在资产质量方面，昆仑银行整体表现稳健。2016 至 2020 年间，昆仑银行不良率逐年下降，至 2020 年末已降至 0.95%，主要系昆仑银行优质的客户资源，为资产质量提供了良好基础。2023 至 2024 年，受实体经济承压影响，部分企业客户经营困难、资金周转压力上升，导致整体风险暴露增加，不良率有所提升。昆仑银行持续完善风险管理机制，提升信用风险的识别、计量与监测能力，并加大不良贷款清收处置力度，综合运用现金清收、依法收贷、重组转化等方式压降不良贷款。2024 年，昆仑银行在单体口径下共清收处置不良贷款 18.86 亿元，其中现金清收 3.58 亿元、核销 14.84 亿元、以物抵债 0.16 亿元。不良贷款规模增幅总体可控，截至 2024 年末不良率为 1.47%。

从拨备水平来看，昆仑银行拨备水平充足。随着减值准备的持续计提，昆仑银行的拨备覆盖率有所提升，截至 2024 年末其拨备覆盖率为 275.01%，同比提升 18.71pct。

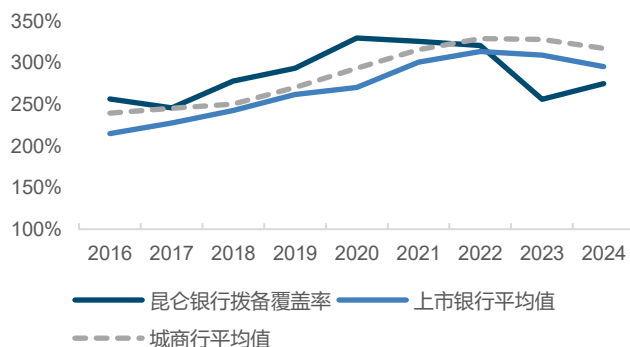


图表26：2024年末昆仑银行不良贷款率为1.47%



来源：iFinD，昆仑银行年报，国金证券研究所

图表27：2024年末昆仑银行拨备覆盖率为275.01%

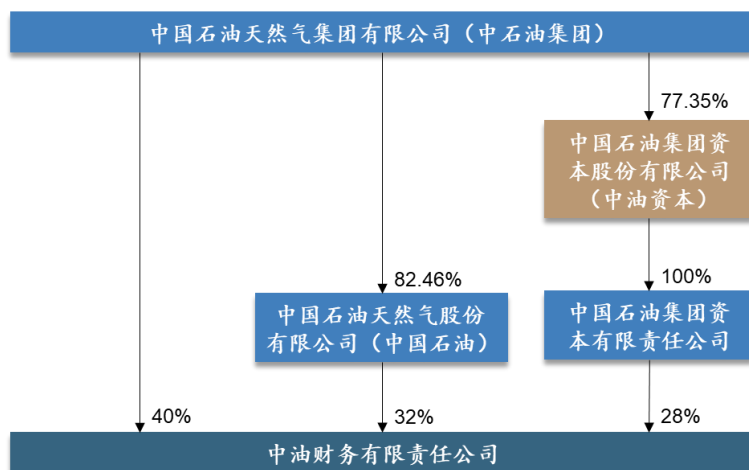


来源：iFinD，昆仑银行年报，国金证券研究所

2.2 中油财务：中国石油集团的内部银行，盈利能力领先同业

中油财务有限责任公司由中国石油集团发起设立，经中国人民银行批准成立的非银行金融机构，是集团公司的内部银行和唯一司库平台，是第一家专业化运作的内部金融企业，资产、收入、利润等指标连续保持国内第一。截至目前，中油资本对中油财务的持股比例为28%，中国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，由此中油资本拥有的表决权比例为68%。

图表28：中油财务股权结构



来源：Wind，国金证券研究所

通过北京总部、4家境内分公司和中国香港、迪拜、新加坡3家境外子公司，中油财务为中国石油集团及其成员单位提供交易款项收付、内部转账结算、票据承兑贴现、存贷款、投融资、外汇交易和产业链金融等服务，服务范围包括存款业务、信贷业务、结算业务、资金业务、国际业务、中间业务及投资业务。

图表29：中油财务主营业务情况

主营业务	业务简介
自营流动资金贷款	财务公司向成员单位发放的，用于成员单位日常生产经营周转的贷款，以日常采购、劳务支出、交易合同为基础，只能用于日常生产经营过程的中短期资金需求。
自营固定资产贷款	财务公司向成员单位发放的，用于成员单位固定资产投资的贷款。用于固定资产项目及油气开发项目等的建设、购置、升级、改造及相应配套设施投资建设。
循环贷款	委托人提供资金，由受托人（金融机构）根据委托人确定的借款人、用途、金额、币种、期限、利率等代为发放、协助监督使用、协助收回的贷款。
保函	财务公司应申请人的要求向受益人开立的、保证申请人履行与受益人签订的合同项下义务的书面承诺。其

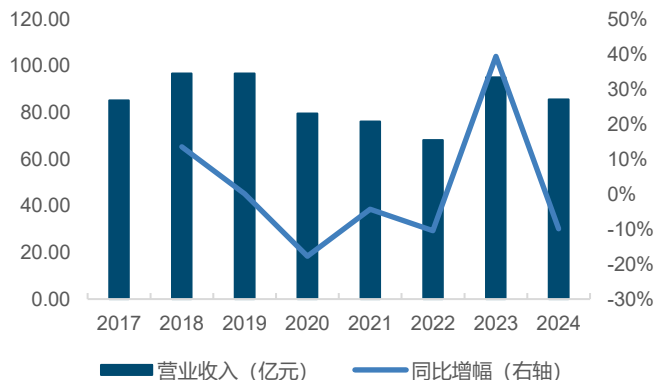


票据业务	买方信贷	基本作用在于，是合同价款的支付保证，作为合同违约时对受害方的补偿和对违约责任人的惩罚。 成员单位与经销商或者采购商（以下简称买方）签订交易合同后，应成员单位的推荐，并经买方企业申请，由财务公司向购买成员单位产品或劳务的买方提供贷款，仅用于购买该合同项下成员单位所销售产品或劳务的信贷业务。
	并购贷款	境内并购方企业通过受让现有股权、认购新增股权，或收购资产、承接债务等方式以实现合并或实际控制已设立并持续经营的目标企业或资产的交易行为。
	票据承兑	成员企业可通过财务公司开具财务公司承兑汇票（即中油财票）用于支付。
	贴现	财务公司为成员企业提供普通贴现、买方付息贴现和协议付息贴现服务，满足企业在生产经营中收到汇票后短期的融资需求。
	再贴现	财务公司向人民银行申请办理商业汇票再贴现业务，获取低成本资金，拓宽融资渠道，缓解资金流动性压力。
国际业务	转贴现	财务公司以贴现方式与其他金融机构进行未到期已贴现商业汇票转让，进一步拓展票据交易途径，提高资金使用效益。
	国际业务	为企业提供自营贷款、受托贷款、外汇投资、筹融资、外汇交易、外汇资金管理、外汇保函、国际结算等服务。
	投资业务	可从事固定收益类有价证券投资，包括国债、中央银行票据、地方政府债券、金融债券、AAA 级企业债，货币市场基金、固定收益类公开募集证券投资基金；可为成员企业提供债券承销服务，并且拥有中国银行间市场交易商协会意向承销类会员资格。
结算业务	本外币账户管理	为成员单位提供财务公司结算账户的开立、变更以及撤销的服务。
	人民币资金结算与收付	经成员单位委托，为其办理资金清算所提供的结算服务。包括人民币代理收付款、内部转账、司库结算、封闭结算及关联交易等特色结算收付业务。
	资金管理业务	财务公司按照成员单位委托及管理要求，实施对其所属企业的资金收支管控与资金归集管理。

来源：中油财务官网，国金证券研究所

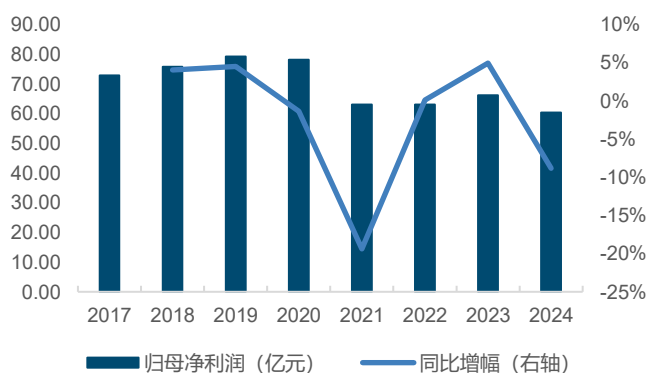
中油财务资产、收入、利润等指标连续保持财务公司全行业第一。截至 2024 年末，中油财务总资产达到 5157.31 亿元，同比下降 2.34%。2024 年，公司实现营业总收入 85.56 亿元（此为净收入口径，与前文上市公司财务公司业务分部统计口径存在差异），同比下降 9.92%，主要原因是利率下行背景下，人民币贷款、同业业务利息收入同比减少；实现归母净利润 60.40 亿元，同比下滑 8.83%。

图表30：2024 年中油财务营业收入小幅下降



来源：中油财务年报，国金证券研究所

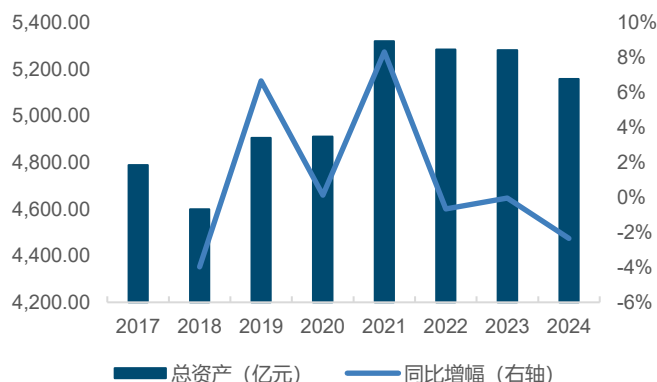
图表31：中油财务归母净利润整体较为稳健



来源：中油财务年报，国金证券研究所

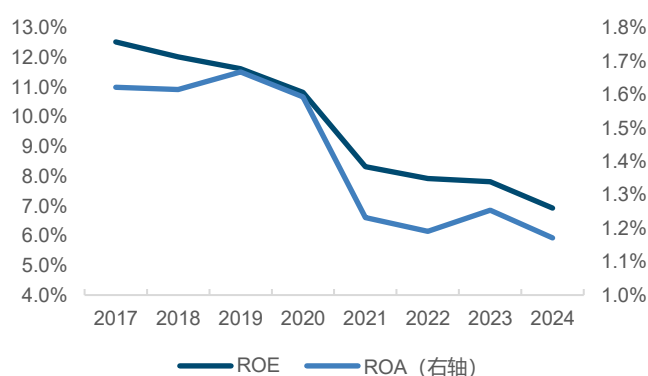


图表32：中油财务总资产规模表现



来源：中油财务年报，国金证券研究所

图表33：中油财务 ROE 和 ROA 表现

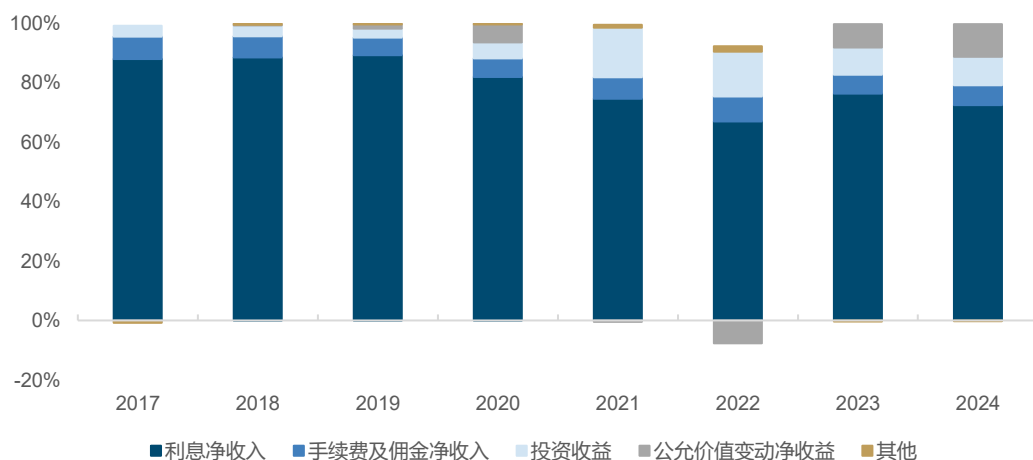


来源：Wind，国金证券研究所

收入结构：信贷业务与投资业务是公司盈利的核心来源，前者主要依赖息差收入，后者通过利息收入及投资收益贡献利润。根据公司 2016 年 12 月披露的公告《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》，2015 年信贷业务与投资业务在营收中占比分别为 61%和 23%，构成中油财务收入的主要部分。

2024 年数据显示，中油财务的收入结构中，利息净收入、投资收益及公允价值变动损益的占比分别为 73%、10%和 11%，其中利息净收入占比超过七成，进一步凸显了以息差为主导的盈利特征。其中，受到 LPR 下行导致人民币贷款、同业业务利息收入同比减少的影响，利息净收入同比下降 14.66%至 62 亿元。

图表34：利息净收入是中油财务最主要的收入来源

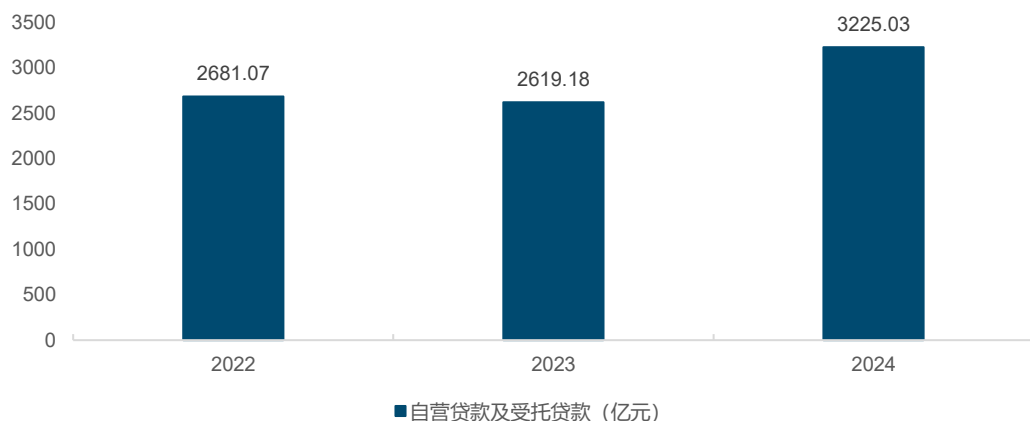


来源：Wind，国金证券研究所

贷款投放规模方面，截至 2024 年末，中油财务自营贷款及受托贷款业务规模较上年末增长 23.13%，主要系客户受托贷款规模增加所致。从发放贷款及垫款的行业分布来看，中油财务贷款主要投向交通运输、仓储和邮政业和采矿类；区域主要分布在华北及东北区域。从资产质量来看，截至 2024 年末，中油财务不良贷款率为 0.02%，资产质量较好。



图表35：中油财务自营贷款及受托贷款规模



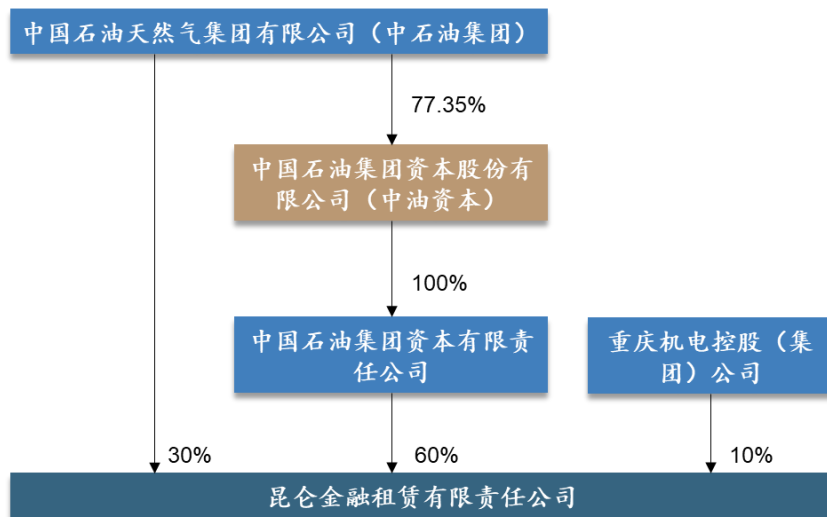
来源：联合资信《中国石油集团资本有限责任公司 2025 年跟踪评级报告》，国金证券研究所

2.3 昆仑金融租赁：具备大型产业集团背景，在交通运输领域具有核心竞争力

昆仑金融租赁有限责任公司由中国石油集团与重庆机电控股（集团）公司共同发起设立，具有大型产业集团背景的金融租赁公司，也是中国石油集团推动产融结合战略实施的重要平台。2016 年 8 月，中国石油集团将其所持昆仑金融租赁 60% 股权无偿划转至中油资本。2017 年 1 月，各股东按等比例以现金方式共同增资 19.61 亿元，由此昆仑金融租赁注册资本增至 79.61 亿元，资本实力显著提升。

截至 2024 年末，昆仑金融租赁的股权结构为：中油资本持股 60%，中国石油集团持股 30%，重庆机电持股 10%。

图表36：昆仑金融租赁股权结构图

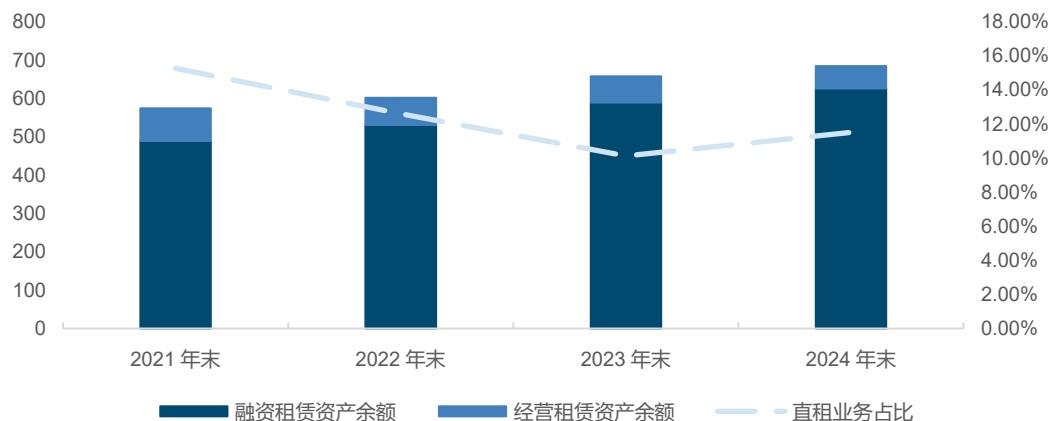


来源：Wind，国金证券研究所

业务模式：依托股东雄厚的产业背景与资源优势，昆仑金融租赁持续推进产融结合，为央企、地方国企及产业链中小客户提供租赁服务。主营业务为融资租赁业务及少量经营性租赁等租赁业务，2024 年末应收融资租赁款余额为 626.01 亿元，经营租赁资产余额为 58.46 亿元。



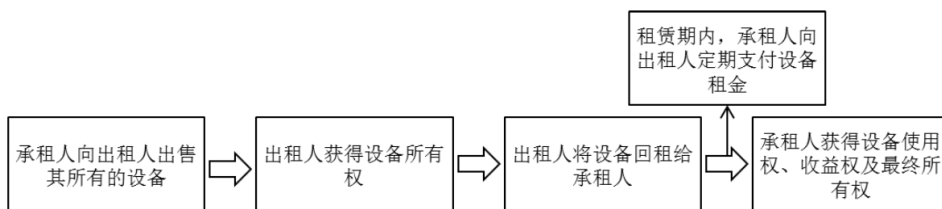
图表37：昆仑金融租赁资产余额情况



来源：联合资信《昆仑金融租赁有限责任公司 2025 年跟踪评级报告》，国金证券研究所

(1) 融资租赁业务：目前以售后回租为主要模式，并积极推动直租业务转型。其中，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。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。

图表38：售后回租模式



来源：公司公告，国金证券研究所

图表39：直接租赁模式



来源：公司公告，国金证券研究所

2024 年，昆仑金融租赁开展船舶、钻采设备等直租项目，带动直租业务的新增投放占比同比提高 11.05 个百分点。我们认为，船舶租赁业务有望形成新的业务增长点；同时此类业务以直租为主，也将进一步助力昆仑金融租赁优化整体业务结构。

昆仑金融租赁以能源、交通运输、公共事业为三大基础业务板块，在能源领域逐渐形成核心竞争力且具有较强的专业服务能力和管理经验。从近三年融资租赁资产投放的行业分布来看，昆仑金融融资租赁业务主要集中于交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，制造业，采矿业等。

图表40：昆仑金融融资租赁业务投放行业分布

行业	2022 年末	行业	2023 年末	行业	2024 年末
交通运输、仓储和邮政业	77.98%	交通运输、仓储和邮政业	81.10%	交通运输、仓储和邮政业	75.46%
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	9.51%	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	7.47%	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	9.50%
采矿业	6.74%	采矿业	4.59%	制造业	5.07%



行业	2022 年末	行业	2023 年末	行业	2024 年末
制造业	3.41%	制造业	3.74%	采矿业	3.33%
批发和零售业	0.88%	信息传输、软件和信息技术服务业	0.47%	建筑业	1.31%
合计	98.52%	合计	97.37%	合计	94.67%

来源：联合资信《昆仑金融租赁有限责任公司 2025 年跟踪评级报告》，国金证券研究所

(2) 经营租赁业务：在这一模式下，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。因此，经营租赁具有直接服务实体经济、抵税降本、灵活出表等优势，最能体现金融租赁“融资+融物”的功能特色。

存量经营租赁资产主要集中在航空领域，2024 年末经营租赁资产余额中飞机的规模为 50.88 亿元，占比为 87%。2024 年，为盘活存量资产，昆仑金融租赁出售部分飞机，经营租赁资产规模相应收缩。

图表41：经营性租赁模式



来源：公司公告，国金证券研究所

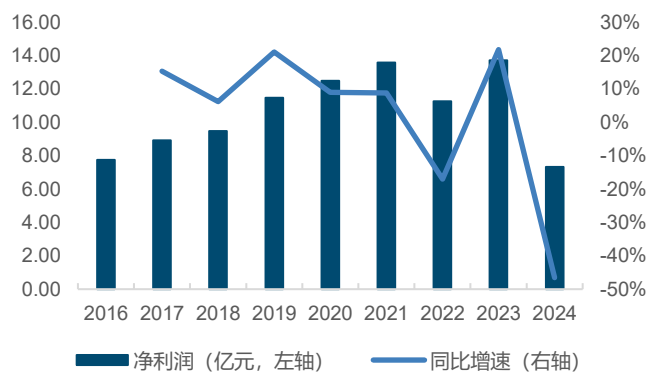
从经营业绩来看，2024 年昆仑金融租赁营业收入实现小幅增长，但净利润承受一定压力，主要原因在于净利差收窄与信用减值损失变动（2024 年计提减值损失 1.59 亿元）。具体来看，受市场利率整体下行及短期负债占比提高影响，昆仑金融租赁融资成本有所降低；与此同时，融资租赁业务收益率亦呈现下降趋势。2024 年昆仑金融租赁净利差为 1.39%，同比下降 9BP，净利差延续收窄态势，导致利息净收入同比减少。此外，昆仑金融租赁通过处置 4 架经营租赁飞机资产，产生资产处置收益 1.67 亿元；叠加美元兑人民币汇率变动影响，汇兑亏损敞口有所收窄，由 2023 年的-0.61 亿元收窄至 2024 年的-0.42 亿元。

图表42：昆仑金租营业收入变化情况



来源：Wind，国金证券研究所

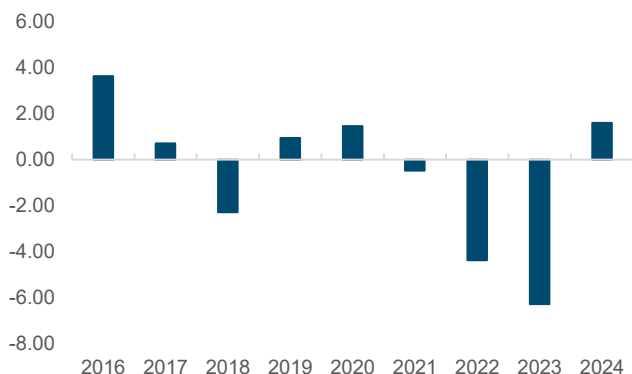
图表43：昆仑金租净利润变化情况



来源：Wind，国金证券研究所

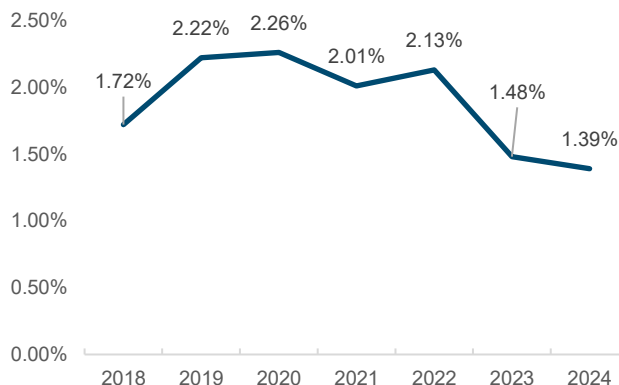


图表44：2024 年昆仑金融租赁计提减值损失 1.59 亿元



来源：Wind，国金证券研究所

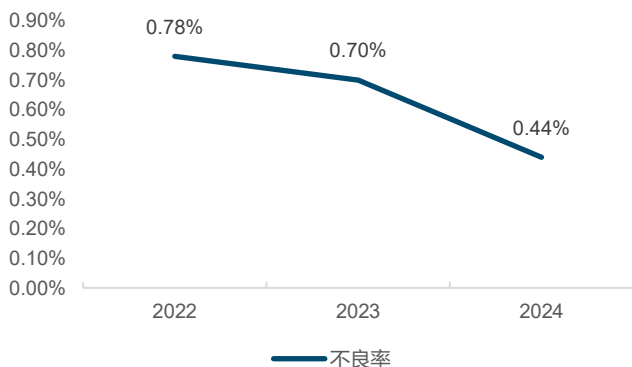
图表45：昆仑金融租赁净利差水平收窄



来源：联合资信发布的昆仑金融租赁有限责任公司跟踪评级报告，国金证券研究所
注：计算公式=（利息收入/年平均总生息资产）-（利息支出/年平均总计息负债）

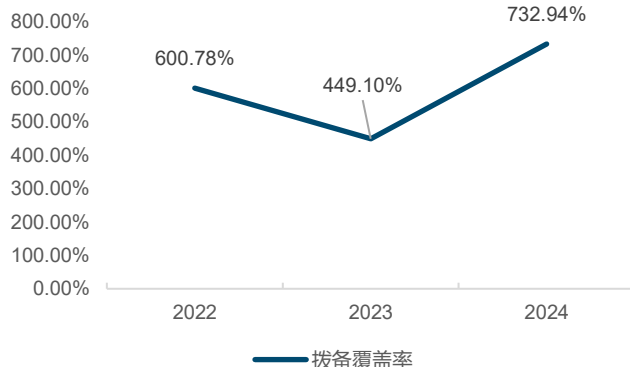
资产质量方面，2024 年昆仑金融租赁未有新增逾期和不良融资租赁资产，同时随着存量逾期项目的款项逐步回收，截至 2024 年末，不良融资租赁资产规模为 2.76 亿元，较上年末下降 33.49%，不良租赁资产占比为 0.44%，较上年末下降 0.26 个百分点，租赁资产质量良好。

图表46：2024 年末昆仑金融租赁不良率降至 0.44%



来源：联合资信《昆仑金融租赁有限责任公司 2025 年跟踪评级报告》，国金证券研究所

图表47：昆仑金融租赁拨备覆盖率较高

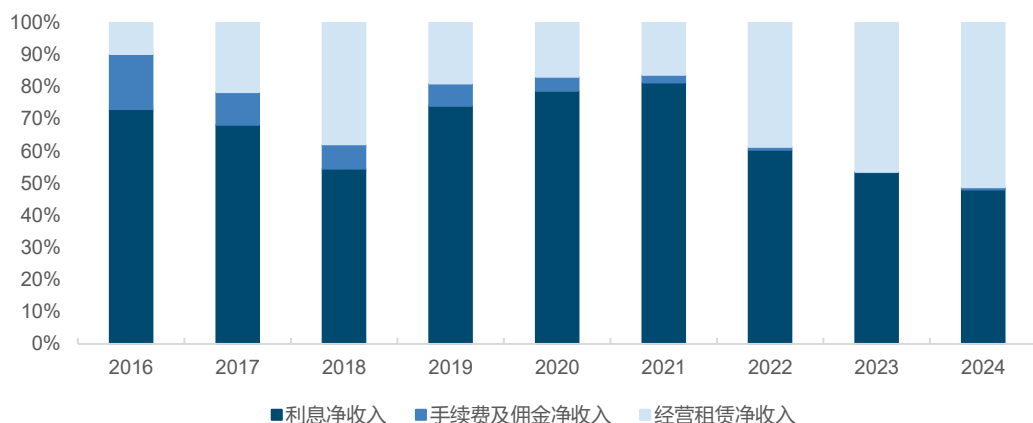


来源：联合资信《昆仑金融租赁有限责任公司 2025 年跟踪评级报告》，国金证券研究所

收入结构：收入模式主要为利息收入和经营租赁收入。其中利息收入主要来源于融资租赁业务利息收入，另有少量存放同业资产利息收入，利息支出主要为借款所产生的利息支出；手续费及佣金收入主要来自于租赁业务服务费，手续费及佣金支出主要来自于项目咨询费和银行手续费。



图表48：昆仑金租收入来源主要为利息净收入和经营租赁净收入



来源：联合资信《昆仑金融租赁有限责任公司跟踪评级报告》，国金证券研究所

三、盈利预测和投资建议

3.1 盈利预测

商业银行、财务公司、金融租赁业务是公司营收和净利润的主要来源：

- 1) 商业银行：昆仑银行净利差展现出较强的韧性，预计在经历小幅收窄后将逐步企稳。贷款业务规模有望持续增长，同时国际业务成熟，有望受益于石油人民币结算。我们预测，2025-2027 年公司银行业务营业收入将分别达到 169.48 亿元、172.83 亿元和 177.37 亿元，对应同比增幅分别为 1.01%、1.98%和 2.63%。
- 2) 财务公司：预计中油财务在低利率环境下净利差有所承压，客户受托贷款规模有望保持较高增速。2025-2027 年我们预计公司营业收入分别为 165.44 亿元、166.57 亿元和 167.18 亿元，同比变动幅度分别为-1.11%、+0.68%和+0.37%。
- 3) 金融租赁：依托在石油产业链和交通运输等领域的业务优势，昆仑金融租赁的业务规模预计将继续扩张，但利差水平预计有所收窄。2025-2027 年，公司营业收入预计分别为 28.20 亿元、29.19 亿元和 29.21 亿元，同比增速分别为-0.75%、+3.51%和+0.07%。

图表49：中油资本分部盈利预测

收入(百万元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
金融租赁	2,883.86	2,924.67	2,841.60	2,820.28	2,919.34	2,921.48
商业银行	14,442.25	16,084.81	16,779.26	16,948.33	17,283.28	17,737.40
财务公司	12,550.54	17,834.37	16,729.42	16,543.60	16,656.69	16,717.51
信托业务	530.36	382.48	429.15	450.61	473.14	496.80
其他业务	2,024.44	2,826.05	3,159.58	2,527.66	2,274.90	2,047.41
分部间抵销		-1,060.27	-914.93			
合计	32,431.44	38,992.11	39,024.07	39,290.49	39,607.35	39,920.59
成本(百万元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
金融租赁	1,181.79	2,102.72	2,167.20	2,089.31	2,162.69	2,185.56
商业银行	11,251.36	12,326.44	12,614.77	12,978.17	13,420.46	13,620.54
财务公司	7,681.43	10,371.84	10,363.45	9,998.07	9,847.24	10,103.17
信托业务	413.72	401.46	423.01	444.16	466.37	489.69
其他业务	2,388.28	2,880.50	2,792.86	2,405.33	2,087.82	1,913.68
分部间抵销		-1,050.05	-799.64			
合计	22,916.58	27,032.91	27,561.65	27,915.03	27,984.58	28,312.62
毛利(百万元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
金融租赁	1,702.07	821.95	674.40	730.97	756.65	735.92



收入(百万元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
商业银行	3,190.88	3,758.37	4,164.49	3,970.16	3,862.82	4,116.86
财务公司	4,869.11	7,462.53	6,365.97	6,545.54	6,809.45	6,614.34
信托业务	116.64	-18.98	6.14	6.45	6.77	7.11
其他业务	-363.84	-54.45	366.72	122.34	187.07	133.73
分部间抵销		-10.22	-115.29			
合计	9,514.86	11,959.19	11,462.43	11,375.46	11,622.77	11,607.97

来源: Wind, 国金证券研究所

公司投资收益主要包含交易性金融资产(债务工具投资为主)在持有期间的投资收益、权益法核算的长期股权投资收益、其他权益工具投资股利收入, 2025 年前三季度公司实现投资收益 29.33 亿元, 我们预计公司投资收益整体保持小幅提升, 2025-2027 年收益分别为 43.22、43.57、44.31 亿元, 同比分增长 2.0%、0.8%、1.7%。综合来看, 我们预计 2025-2027 年中油资本营业总收入分别为 392.90、396.07、399.21 亿元, 分别同比增长 0.7%、0.8%、0.8%; 归母净利润分别为 47.42、49.31、51.40 亿元, 分别同比增长 1.9%、4.0%、4.2%。

图表50: 中油资本盈利预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	32,431	38,992	39,024	39,290	39,607	39,921
收入增长率	4.7%	20.2%	0.1%	0.7%	0.8%	0.8%
投资收益	4,840	4,048	4,238	4,322	4,357	4,431
增长率	2.2%	-16.4%	4.7%	2.0%	0.8%	1.7%
少数股东损益	5,919	6,156	5,248	5,348	5,342	5,704
增长率	-2.0%	4.0%	-14.7%	1.9%	-0.1%	6.8%
归母净利润(百万元)	4,918	4,926	4,652	4,742	4,931	5,140
净利润增长率	-11.4%	0.2%	-5.6%	1.9%	4.0%	4.2%
EPS(元/股)	0.39	0.39	0.37	0.38	0.39	0.41
ROE(%)	5.14%	4.92%	4.57%	4.39%	4.35%	4.33%

来源: Wind, 国金证券研究所

3.2 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&财务公司: 2025 年 6 月末昆仑银行净资产为 415.65 亿元, 上市公司持有昆仑银行 77.09%股权; 2025 年 6 月末中油财务净资产为 901.10 亿元, 上市公司持有中油财务 28%股权。中油财务作为中国石油集团的内部银行和唯一司库平台, 其盈利模式与商业银行类似, 因此我们同样选取上市银行作为可比公司; 同时, 鉴于其依托集团形成的较低负债成本与资产风险的核心优势, 给予一定估值溢价。我们以杭州银行、宁波银行、齐鲁银行为可比公司, 2025 年预测 PB 均值为 0.86 倍。考虑到昆仑银行、中油财务客户资质以及资产质量较优, 减值计提充分, 净利差韧性显著, 予以一定估值溢价(给予 1.45 倍 PB)。

图表51: 可比上市银行 PB 估值情况

证券代码	公司简称	最新股价	净利润增速(2025E)	BPS					PB		
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	25E	26E	27E
600926.SH	杭州银行	16.13	14.49%	15.66	17.81	18.16	20.77	23.59	0.89	0.78	0.68
002142.SZ	宁波银行	29.79	7.01%	26.71	31.55	34.91	38.89	43.26	0.85	0.77	0.69
601665.SH	齐鲁银行	6.24	15.62%	7.09	8.27	7.38	8.66	9.52	0.85	0.72	0.66
	平均	17.39	12.37%	16.49	19.21	20.15	22.78	25.46	0.86	0.75	0.68

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 均为一致预测数据, 数据截至 2025 年 11 月 13 日

2) 金融租赁业务: 2025 年 6 月末昆仑金融租赁净资产为 147.71 亿元, 上市公司持有昆仑金融租赁 60%股权。我们以江苏金租、海南华铁、中银航空租赁为可比公司, 2025 年预测 PB 均值为 1.51 倍。考虑到昆仑金租在交通与能源领域具备优势, 资产规模稳步提升,



不良资产占比持续下降，给予 2.10 倍 PB。

图表52：可比上市金融租赁公司 PB 估值情况

证券代码	公司简称	最新股价	净利润增速			BPS			PB		
			(2025E)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	25E	26E	27E
600901.SH	江苏金租	6.41	10.38%	4.12	4.17	4.46	4.80	5.18	1.38	1.28	1.18
603300.SH	海南华铁	7.61	21.92%	2.82	3.11	3.43	3.95	4.62	2.22	1.93	1.65
2588.HK	中银航空租赁	65.34	-23.70%	58.67	65.90	69.67	75.58	82.10	0.94	0.87	0.80
	平均	26.45	2.87%	21.87	24.39	25.85	28.11	30.63	1.51	1.36	1.21

来源：Wind，国金证券研究所 注：江苏金租为国金证券预测数据，海南华铁、中银航空租赁为一致预测数据，数据截至 2025 年 11 月 13 日

其余业务分部（主要涉及信托、保险经纪、股权投资及数字化智能化等领域，包括分部间抵消）予以 1 倍市净率的保守估值倍数，2025 年 6 月末净资产为 371.40 亿元。

图表53：分部估值情况（亿元）

	净资产	持股比例	对应 PB	对应市值
昆仑银行	415.65	77.09%	1.45	464.62
中油财务	901.10	28%	1.45	365.85
昆仑金租	147.71	60%	2.10	186.12
其他业务	371.40		1.00	371.40
合计				1387.98

来源：公司公告，国金证券研究所

综合来看，公司 2025 年合理估值约为 1388 亿元，对应目标价 10.98 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、石油产业链景气度下行风险：公司营业收入及净利润与石油产业链景气度高度相关，具有较高不确定性，或对公司业绩造成波动。
- 2、资产质量承压风险：公司的客户可能面临流动性紧张或偿债能力减弱的问题，进而影响公司资产质量，并对经营业绩与财务状况带来不利影响。
- 3、利率波动影响盈利能力的风险：利率波动传导存在时滞，在全面使用 LPR 定价的背景下，若资产端 LPR 报价降幅大于资金市场报价降幅，或资产端 LPR 报价增幅小于资金市场报价增幅，公司利率将收窄，进而影响自身的经营业绩。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32,431	38,992	39,024	39,290	39,607	39,921
%增长率	4.7%	20.2%	0.1%	0.7%	0.8%	0.8%
营业成本	17,823	21,525	21,735	22,890	22,807	22,792
%销售收入	55.0%	55.2%	55.7%	58.3%	57.6%	57.1%
毛利	9,515	11,959	11,462	12,149	12,402	12,683
%销售收入	29.3%	30.7%	29.4%	30.9%	31.3%	31.8%
税金及附加	229	215	235	243	306	308
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%
管理费用	3,574	3,910	3,969	3,929	3,961	3,992
%销售收入	11.0%	10.0%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
财务费用	195	81	67	78	131	145
%销售收入	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	10,325	10,059	9,932	9,745	10,064	10,387
%销售收入	31.8%	25.8%	25.5%	24.8%	25.4%	26.0%
其他收益	149	300	194	195	182	183
投资收益	4,840	4,048	4,238	4,322	4,357	4,431
公允价值变动收益	-946	801	869	-330	-190	-190
信用减值损失	-628	-3,584	-3,348	-2,678	-2,651	-2,625
资产减值损失	-18	-37	1	1	-5	-3
资产处置收益	2	1	166	4	4	5
营业利润	13,014	13,436	13,495	13,664	14,099	14,485
%增长率	-3.6%	3.2%	0.4%	1.3%	3.2%	2.7%
营业外收支	-3	-19	-10	-29	-27	-25
利润总额	13,011	13,417	13,485	13,635	14,072	14,459
%增长率	-3.5%	3.1%	0.5%	1.1%	3.2%	2.8%
所得税	2,175	2,335	3,585	3,545	3,799	3,615
所得税率	16.7%	17.4%	26.6%	26.0%	27.0%	25.0%
合并报表的净利润	10,837	11,082	9,900	10,090	10,273	10,844
少数股东损益	5,919	6,156	5,248	5,348	5,342	5,704
归属于母公司的净利润	4,918	4,926	4,652	4,742	4,931	5,140
净利率	15.2%	12.6%	11.9%	12.1%	12.4%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,918	4,926	4,652	4,742	4,931	5,140
少数股东损益	5,919	6,156	5,248	5,348	5,342	5,704
非现金支出	1,347	742	697	3,492	3,414	3,526
非经营收益	-5,212	-8,142	-8,878	-3,465	-3,857	-3,958
营运资金变动	37,137	31,618	-659	63,102	68,575	65,504
经营活动现金净流	44,108	40,554	5,927	73,220	78,404	75,916
资本开支	-149	-323	159	-219	-497	-595
投资	-41,364	-43,827	9,702	-16,478	-8,163	-4,162
其他	5,621	6,799	7,034	-53,860	-75,726	-86,205
投资活动现金净流	-35,892	-37,351	16,895	-70,557	-84,386	-90,962
债权融资	-15,083	-10,655	1,043	2,734	-2,526	2,760
其他	-5,462	-5,614	-9,399	-6,222	-738	-2,414
筹资活动现金净流	-20,545	-16,269	-8,356	-3,457	-3,263	346
现金净流量	-8,380	-11,738	15,539	-794	-9,245	-14,700

资产负债表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	37,410	37,591	37,692	28,831	19,286	4,586
应收账款	33	24	26	90	86	47
其他应收款	718	622	1,400	1,969	740	1,991
其他流动资产	600,298	658,748	626,787	621,183	628,906	644,573
流动资产	638,459	696,985	665,905	652,074	649,018	651,197
长期股权投资	14,614	15,986	15,099	18,273	19,273	20,273
固定资产	9,324	9,023	8,138	8,848	8,613	8,323
在建工程	57	47	292	41	41	41
无形资产	609	595	508	493	513	533
商誉	27	27	27	27	27	27
其他非流动资产	360,684	351,137	394,204	429,712	442,338	445,447
非流动资产	385,315	376,815	418,267	457,394	470,805	474,644
资产总计	1,023,774	1,073,800	1,084,172	1,109,468	1,119,823	1,125,841
短期借款	35,526	39,694	43,999	43,806	46,920	48,380
其他应付款	4,772	4,141	5,364	2,714	2,720	2,724
流动负债	833,439	866,021	873,406	887,229	894,885	893,441
长期借款	3,128	9,319	9,135	5,236	5,736	6,236
应付债券	3,433	4,494	8,543	12,563	6,563	7,563
其他长期负债	8,088	9,237	6,783	7,546	9,026	8,960
负债	848,088	889,070	897,867	912,575	916,210	916,200
股本	12,642	12,642	12,642	12,642	12,642	12,642
资本公积	35,048	35,070	35,078	35,078	35,078	35,078
其他综合收益	668	1,742	-1,991	-1,592	-1,672	-1,839
所有者权益合计	175,686	184,729	186,305	196,893	203,612	209,640
负债股东权益合计	1,023,774	1,073,800	1,084,172	1,109,468	1,119,823	1,125,841

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力						
净资产收益率	5.1%	4.9%	4.6%	4.4%	4.4%	4.3%
总资产收益率	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%
投入资本收益率	3.8%	3.8%	3.5%	2.9%	2.8%	2.8%
成长能力						
营业总收入增长率	4.7%	20.2%	0.1%	0.7%	0.8%	0.8%
EBIT 增长率	11.1%	-2.6%	-1.3%	-1.9%	3.3%	3.2%
归母净利润增长率	-11.4%	0.2%	-5.6%	1.9%	4.0%	4.2%
总资产增长率	3.4%	4.9%	1.0%	8.4%	0.9%	0.5%
资产管理能力						
总资产周转天数	486,611	490,124	482,845	450,294	448,160	428,322
偿债能力						
资产负债率	82.8%	82.8%	82.8%	82.3%	81.8%	81.4%
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EBIT 利息保障倍数	50.3	115.3	140.0	100.7	69.1	66.9

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究