

中油资本 (000617.SZ)

承续过往，格局缓变

核心观点：

- 中油资本是中石油集团绝对控股（持股 77.35%）的综合性金融上市平台，2017 年通过资产重组完成从传统制造企业向全牌照金融平台的战略转型，2026 年 1 月收购英大期货 100% 股权获国资委批准，交易完成后将补齐期货牌照，进一步完善金融服务体系。
- 核心主业经营分化，盈利底座与风控能力持续夯实。公司核心主业为银行业务与财务公司业务，2025 年二者收入合计占比超 84%。其中财务公司是第一利润支柱，2025 年净利润占比达 61.55%；昆仑银行 2025 年营业净收入 76.91 亿元同比减少 8.73%，净息差 2.03% 逆势优于城商行及行业平均水平，拨备覆盖率微降至 269%，长期抗风险能力稳健；昆仑金租 2025 年营收微减 0.01%，当期利润虽承压，但不良率降至 0.35% 低位，拨备覆盖率提升至 954.59%，风险抵御能力显著增强。
- 公司银行业务具备显著的产融结合特色与差异化优势，昆仑银行长期深耕能源领域金融服务，油气产业链客户占对公客户比例超过 30%。我国是全球第一大原油进口国，2025 年原油进口量达 5.78 亿吨，对外依存度 72.7%，庞大且稳定的油气贸易体量为人民币结算推广提供了坚实的实体支撑。当前石油人民币基础设施日趋完善，CIPS 系统覆盖范围持续扩大，跨境人民币清算效率不断提升，油气贸易人民币结算场景稳步拓展，为中资银行拓展国际业务、提升跨境服务能力创造了重要机遇。公司依托深厚的产业协同优势，有望充分受益于能源金融深化与人民币国际化推进，长期打开国际业务增长空间。
- 盈利预测与投资建议。预计 2026 年归母净利润同比增长 13.5% 至 48.8 亿元。参考同业及历史估值中枢，给予公司 2026 年合理估值 1.2xPB，考虑 2026 年 BVPS8.61 元/股的预期，对应 10.34 元/股合理价值，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示。市场与经营风险，财务风险，境外经营风险。

盈利预测：

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	39024	33797	33384	34165	35295
增长率（%）	0.1%	-13.4%	-1.2%	2.3%	3.3%
EBITDA（百万元）	10832	9517	13292	13872	13512
归母净利润（百万元）	4652	4300	4881	5113	5021
增长率（%）	-8.1%	-7.6%	13.5%	4.8%	-1.8%
EPS（元/股）	0.37	0.34	0.39	0.40	0.40
市盈率（P/E）	18.62	28.24	24.45	23.34	23.77
ROE（%）	4.6%	4.1%	4.5%	4.4%	4.1%
EV/EBITDA	10.28	16.39	11.04	9.72	9.07

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

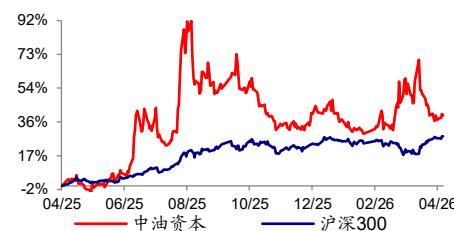
增持

当前价格	9.44 元
合理价值	10.34 元
报告日期	2026-05-06

基本数据

总/流通股本（亿股）	126.42/126.42
总/流通市值（亿元）	1193.4/1193.4
一年内最高/最低（元）	13.07/6.62
30 日均成交量/额（亿）	292.32/2993.11
近 3/6 个月涨跌幅（%）	5.01/-9.46

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

李怡华



SAC 执证号：S0260525070001



021-38003811



liyihua@gf.com.cn

请注意，李怡华并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、公司回顾.....	5
(一) 中油资本发展历史.....	5
(二) 中油资本架构.....	5
(三) 中油资本商业模式.....	6
二、公司银行业务一定程度具备产融结合优势.....	15
(一) 昆仑银行在石油产业链具备优势地位.....	15
(二) 国际石油人民币结算基建趋于成熟.....	16
(三) 人民币石油结算为中资银行扩张国际业务贡献空间.....	21
三、盈利预测和投资建议.....	22
四、风险提示.....	23

图表索引

图 1: 中油资本组织架构.....	5
图 2: 中油资本股权穿透图.....	6
图 3: 2021-2025 中油资本各项主业收入占比.....	7
图 4: 2021-2025 中油资本各项主业净利润占比.....	7
图 5: 2019-2025 昆仑银行营业净收入.....	7
图 6: 2019-2025 昆仑银行收入(亿元).....	7
图 7: 2019-2025 昆仑银行归母净利润.....	8
图 8: 2019-2025 昆仑银行支出(亿元).....	8
图 9: 2019-2025 昆仑银行存贷款规模(亿元)和增速.....	8
图 10: 2019-2025 昆仑银行贷款结构.....	9
图 11: 2019-2025 昆仑银行存款结构.....	9
图 12: 2019-2025 昆仑银行贷款结构.....	9
图 13: 2024 年昆仑银行放贷区域占比.....	9
图 14: 2019-2025 昆仑银行净利差净息差及同业对比.....	10
图 15: 2019-2025 昆仑银行不良贷款率及同业对比.....	10
图 16: 2019-2025 不同银行拨备覆盖率(%).....	10
图 17: 2019-2024 中油财务营业净收入.....	11
图 18: 2019-2024 中油财务净收入构成.....	11
图 19: 2019-2024 中油财务归母净利润.....	11
图 20: 2019-2024 中油财务支出构成.....	11
图 21: 2019-2024 中油财务平均贷款利率(%).....	12
图 22: 2019-2024 中油财务平均贷款利率, 平均存款成本和净利差.....	12
图 23: 2019-2024 中油财务自营贷款及受托贷款规模(单位: 亿元).....	12
图 24: 2019-2024 中油财务资本充足率.....	13
图 25: 2019-2024 中油财务不良贷款率.....	13
图 26: 2019-2025 昆仑金租营业收入.....	13
图 27: 2019-2025 昆仑金租收入构成.....	13
图 28: 2019-2025 昆仑金租归母净利润.....	14
图 29: 20-25 生息资产收益率和负债成本率(%).....	14
图 30: 2019-2025 昆仑金租负债结构(亿元).....	14
图 31: 2020-2025 昆仑金租租金逾期率和不良率.....	15
图 32: 2020-2025 昆仑金租拨备覆盖率.....	15
图 35: 2017-2024 昆仑银行油气产业链客户数及占比变化趋势.....	16
图 36: 2018-2022 昆仑银行产融专属产品余额变化趋势.....	16
图 33: 1992-2024 原油生产量与消费量变化趋势.....	17
图 34: 2005-2025 我国原油对外依存度变化趋势.....	17
图 37: 石油人民币核心体系.....	18
图 38: 人民币支付份额(%).....	18
图 39: 原油进口规模以及同比增速.....	18
图 40: 2019-2023 上海原油期货成交量及占 WTI 比例.....	19
图 41: 2019-2021 境外参与者汇入及汇出保证金的人民币占比.....	19
图 42: 2020-2023 主要大宗商品贸易跨境人民币金额(亿元).....	20

图 43: 16-25CIPS 参与者数量 (个) 与结构变化	20
图 44: 2025 年 12 月 CIPS 参与者分布情况.....	20
图 45: 2016-2024CIPS 处理业务规模变化.....	21
图 46: 2012-2026 跨境人民币结算金额变化	21
表 1: 中油资本十大股东 (截至 2026-03-31)	6
表 2: 核心收入预测 (亿元)	22
表 3: 同行业公司盈利预测.....	23

一、公司回顾

（一）中油资本发展历史

中油资本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，公司持有中油财务、昆仑银行、昆仑信托、昆仑金租、专属保险、中意人寿、中油资产、昆仑保险经纪、中银国际、中债信增、昆仑数智昆仑资本等公司股权，业务范围涵盖财务公司、银行、信托、金融租赁、保险、保险经纪、证券等多项金融业务。

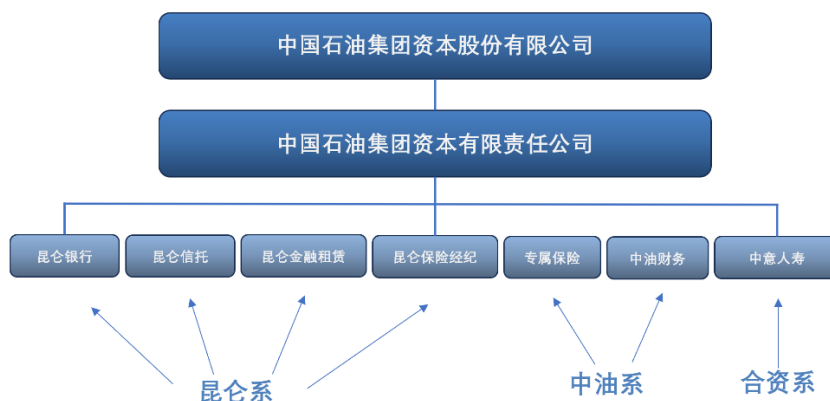
公司前身为石油济柴，石油济柴是中石油进行股份制改造的首家试点企业。公司成立于1996年10月，并经中国证监会批准于同年10月22日在深圳证券交易所上市交易。在此后长达二十年的时间里，公司主营业务聚焦于内燃机的制造、研发及销售，属于典型的装备制造型企业。

2016年，受行业周期及经营压力影响，公司连续两年出现亏损，面临退市风险。为扭转困局、优化资源配置，中石油集团通过资产重组将其旗下优质金融资产注入原石油济柴。

2017年2月，公司正式更名为“中国石油集团资本股份有限公司”，简称变更为“中油资本”。通过本次重组，公司成功扭亏为盈，彻底摆脱退市风险，实现了从传统制造企业向全方位金融上市平台的战略转型。

（二）中油资本架构

图 1：中油资本组织架构



数据来源：昆仑银行年报，广发证券发展研究中心

2025年底，中油资本宣布拟收购英大期货100%的股权。2026年1月29日，中油资本发布公告称交易已获得国资委批准。交易完成后，公司将获得期货牌照，进一步丰富其金融服务体系。

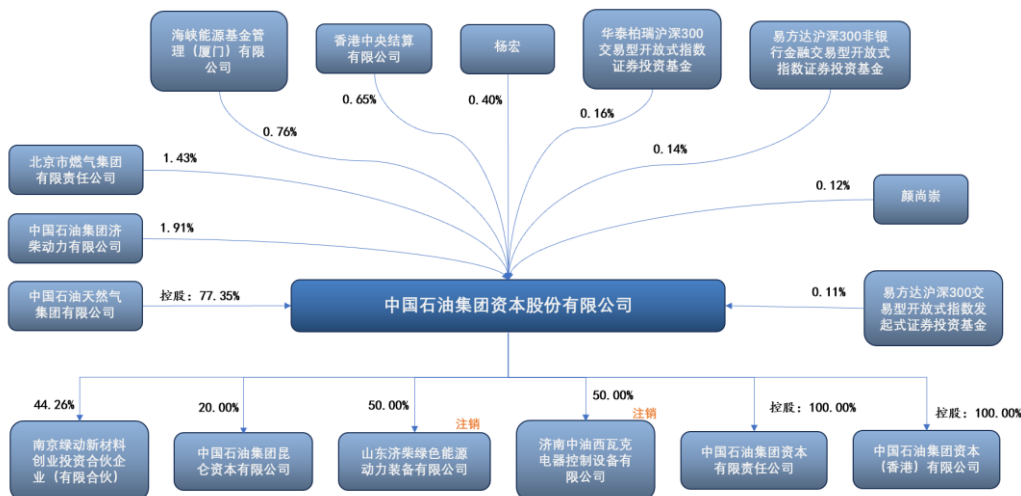
中油资本的股权结构呈现“央企控股、国有资本主导”的特点。公司的控股股东和实际控制人均为中国石油天然气集团有限公司，通过直接持股，中国石油集团合计持有中油资本77.35%的股份，处于绝对控股地位。除了中国石油集团外，前十大流通股股东主要为国有法人及机构投资者。

表 1: 中油资本十大股东 (截至2026-03-31)

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例	股东性质
中国石油天然气集团有限公司	9,778,839,652	77.35%	国有法人
中国石油集团济柴动力有限公司	241,532,928	1.91%	国有法人
北京市燃气集团有限责任公司	181,318,455	1.43%	国有法人
海峡能源产业基金管理(厦门)有限公司	96,127,455	0.76%	境内非国有法人
香港中央结算有限公司	81,852,018	0.65%	境外法人
杨宏	50,424,909	0.40%	境内自然人
华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金	20,342,707	0.16%	其他
易方达沪深300非银行金融交易型开放式指数证券投资基金	17,315,300	0.14%	其他
颜尚崇	14,617,693	0.12%	境内自然人
易方达沪深300交易型开放式指数发起式证券投资基金	14,142,380	0.11%	其他
合计	10,496,513,497	83.03%	-

数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 2: 中油资本股权穿透图



数据来源: iFind、广发证券发展研究中心

(三) 中油资本商业模式

中油资本是一家全方位综合性金融服务公司，其业务主要通过其控股、参股的众多金融子公司开展，形成了一个覆盖主要金融领域的综合平台。其核心业务包括银行业务、财务公司业务、金融租赁业务、信托业务和保险及其他业务。

公司核心主业为银行业务以及财务公司业务。其中银行业务收入占比最大，2024、2025业务占比分别为42.90%、44.58%，财务公司业务占比仅次于银行业务，分别为41.85%、40.18%，但因其盈利能力强，净利占比最高，财务公司业务净利润2024、2025分别达到了61.01%、61.55%。金融租赁业务是公司第三大业务，收入占比达到7.28%、8.58%。

图 3: 2021-2025中油资本各项主业收入占比

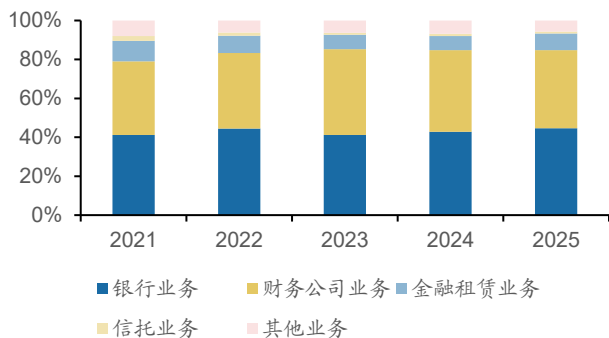
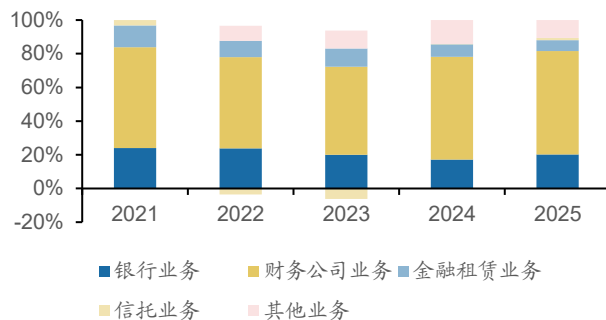


图 4: 2021-2025中油资本各项主业净利润占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

银行业务: 对公主导, 短期受信用减值影响, 长期抗风险能力强

中油资本通过昆仑银行经营银行业务。

①收入侧: 2019-2025年, 昆仑银行营业收入(以净收入记)在2020年触底, 2025年达到76.91亿元, 同比微减8.73%。公司收入结构较为稳定, 利息净收入和手续费及佣金净收入分别为第一、第二大收入。投资结构方面, 截至2025年末昆仑银行债权投资(包括其他债权投资)占比超80%, 同比增长5%。

图 5: 2019-2025昆仑银行营业净收入

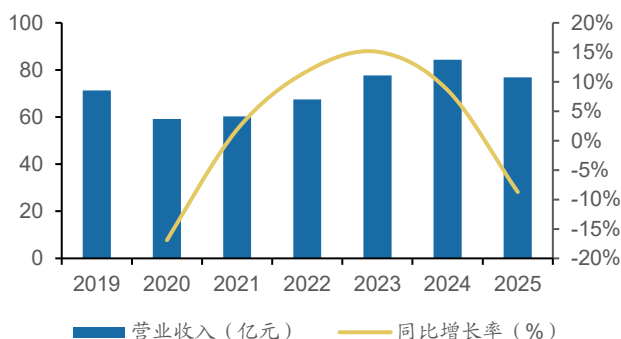
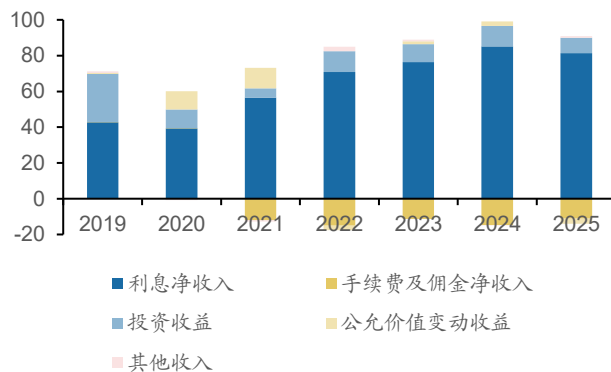


图 6: 2019-2025昆仑银行收入 (亿元)



数据来源: 昆仑银行年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 昆仑银行年报, 广发证券发展研究中心

②利润侧: 2025年昆仑银行归母净利润达到18.36亿元, 同比增加7.76%。信用减值

损失从2024年的30.04亿元下降到24.88亿元。资产质量有所改善，2025年年关注类贷款比2024年下降0.08个百分点、不良贷款率下降0.04个百分点。公司运营策略稳健，长期抗风险能力强。

2025年，昆仑银行净息差达2.03%，优于同期城商行及商业银行平均水平，在行业息差普遍承压收窄的背景下表现保持稳定。

图 7：2019-2025 昆仑银行归母净利润

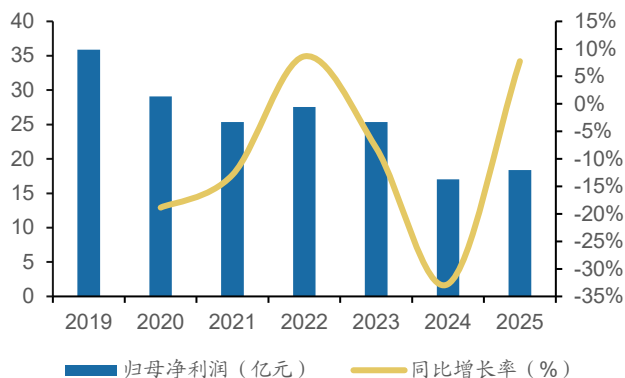
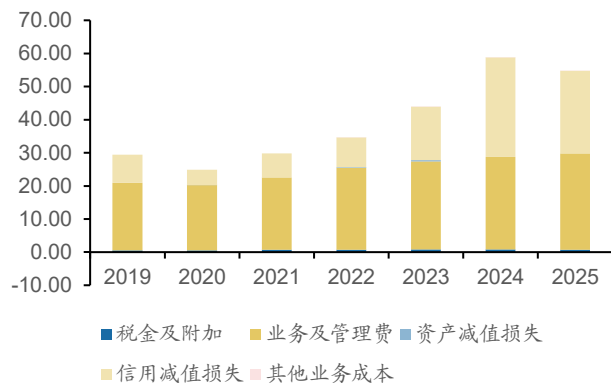


图 8：2019-2025 昆仑银行支出（亿元）

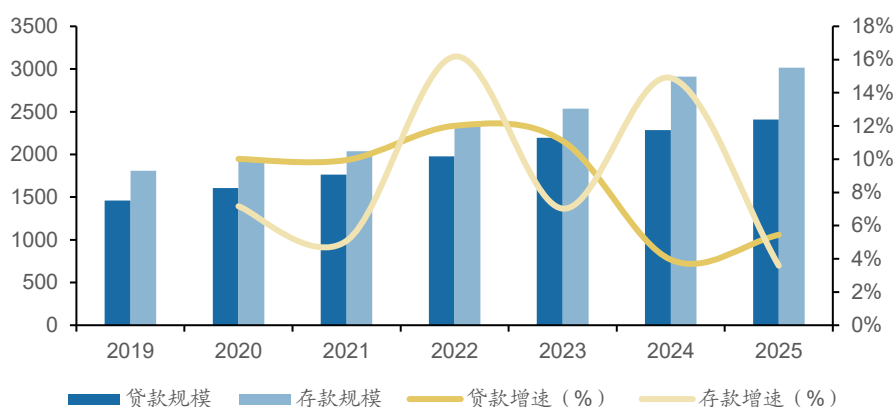


数据来源：昆仑银行年报，广发证券发展研究中心

数据来源：昆仑银行年报，广发证券发展研究中心

③放贷节奏方面：2025年昆仑银行贷款规模达到2407亿元，同比增长约5.45%，扩张韧性较强。存款规模增速较快，2025年末存款规模超过3015亿元，同比增长3.58%，增速略低于贷款规模扩张速度。

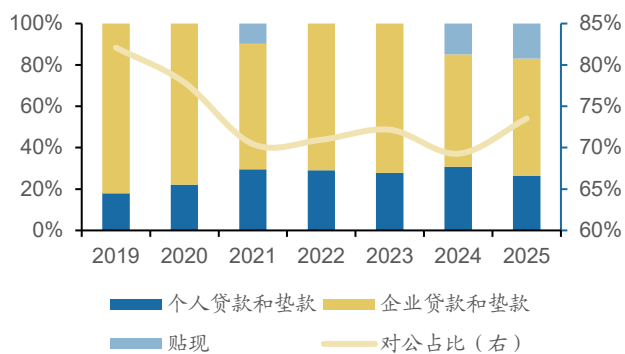
图 9：2019-2025 昆仑银行存贷款规模（亿元）和增速



数据来源：昆仑银行年报，广发证券发展研究中心

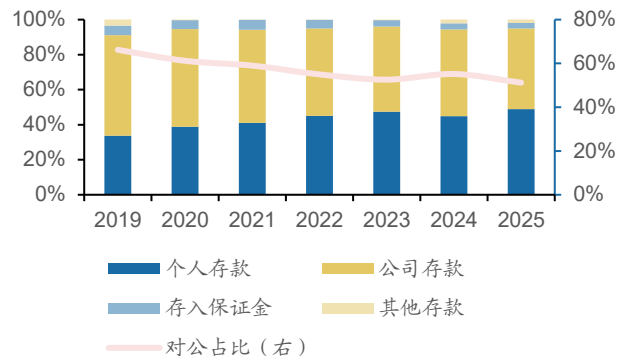
昆仑银行是典型对公主导型银行。2025年，昆仑银行对公贷款规模达到1770元，总量增加约12%，占比约74%，较前三年有所上升，对公贷款占比显著高于全国上市银行平均水平。同时存款方面，对公存款规模同比略减4%，达到1544亿元，占比约51%。

图 10: 2019-2025 昆仑银行贷款结构



数据来源: iFind, 昆仑银行年报, 广发证券发展研究中心

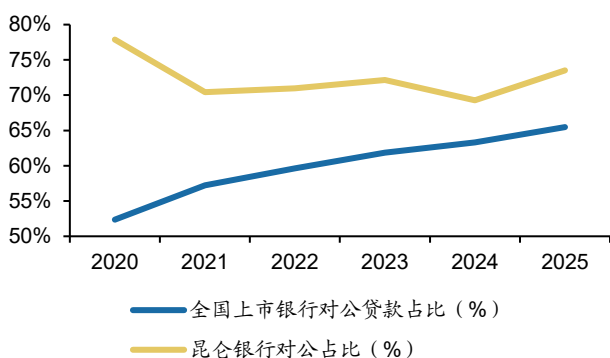
图 11: 2019-2025 昆仑银行存款结构



数据来源: iFind, 昆仑银行年报, 广发证券发展研究中心

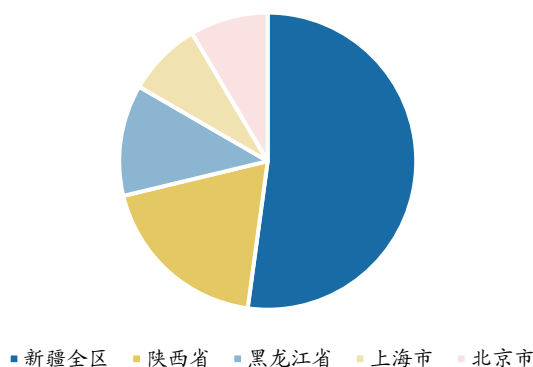
放贷区域方面: 根据2024年数据, 昆仑银行放贷集中在新疆全区, 占比超过一半, 在陕西、黑龙江、上海、北京均有分布。其他区域放贷占比几乎为0。

图 12: 2019-2025 昆仑银行贷款结构



数据来源: iFind, 昆仑银行年报, 广发证券发展研究中心

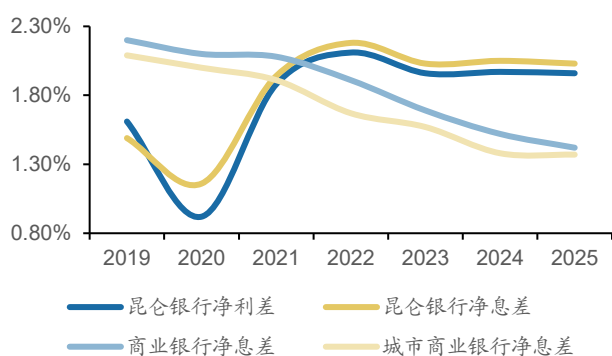
图 13: 2024 年昆仑银行放贷区域占比



数据来源: iFind, 昆仑银行年报, 广发证券发展研究中心

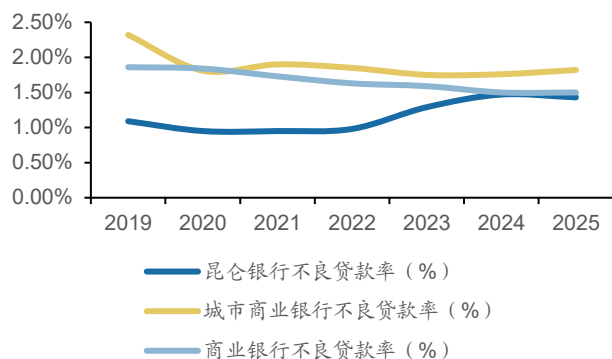
④ 资产质量上: 2023年昆仑银行公司贷款不良率达1.75%, 较年初上升40BP; 整体不良贷款率1.29%, 较上年末上升31BP。2024年, 昆仑银行公司贷款不良率和整体不良贷款率仍有上升趋势, 分别达到1.86%和1.47%, 为应对不良贷款问题, 加强风险防范, 公司强化拨备计提, 拨备率重回高位。2025年, 公司不良贷款率有所下降, 相对应的减少了拨备计提, 拨备覆盖率仍然较高。

图 14: 2019-2025 昆仑银行净利差净息差及同业对比



数据来源: iFind, 昆仑银行年报, 广发证券发展研究中心

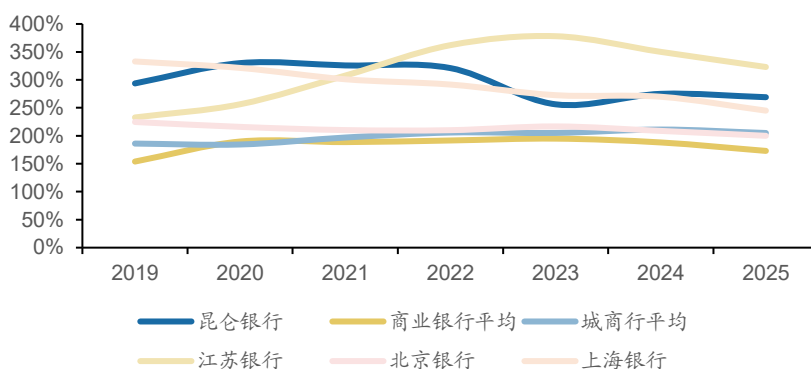
图 15: 2019-2025 昆仑银行不良贷款率及同业对比



数据来源: iFind, 昆仑银行年报, 广发证券发展研究中心

2025年昆仑银行拨备覆盖率达到269%，同比略降，但仍高于商业银行平均和城商行平均水平，相比几个规模较大的城商行仍处于中位水平，抗风险能力较强。

图 16: 2019-2025 不同银行拨备覆盖率 (%)



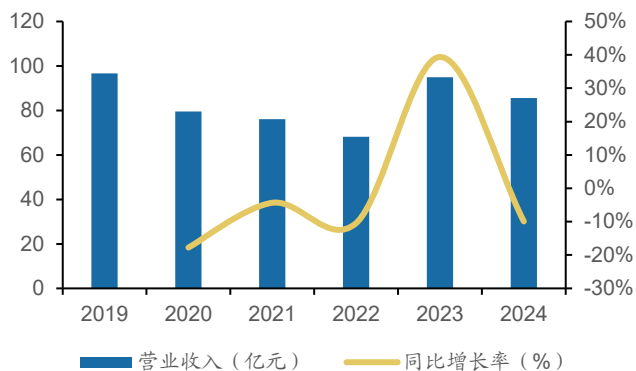
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

财务公司业务: 稳健运营, 服务于集团内企业

中油资本通过中油财务经营财务公司业务。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金融服务。

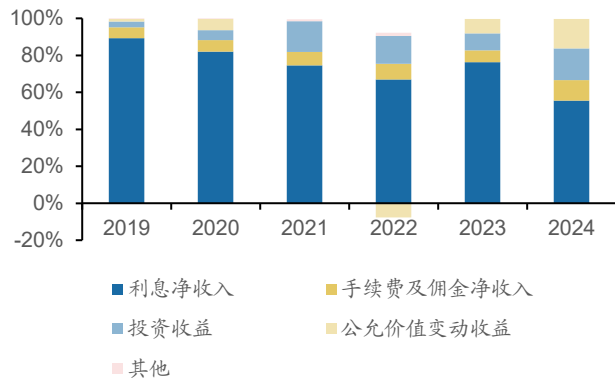
①收入侧: 2019-2024年, 中油财务营业收入整体呈下行趋势。2023年营收出现阶段性回升, 2024年略有回落, 约为85.56亿元。利息净收入占比持续维持在70%以上, 呈现高度集中的特征。其他非息收入板块, 公司投资收益、公允价值变动收益、手续费及佣金净收入占比分别达到17.18%、16.15%、11.17%。

图 17: 2019-2024中油财务营业净收入



数据来源: 中油财务年报, 广发证券发展研究中心

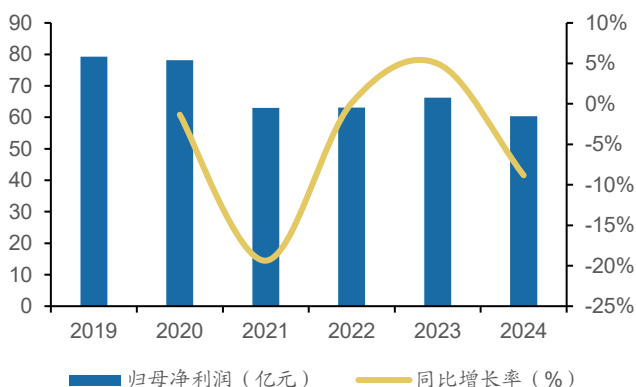
图 18: 2019-2024中油财务净收入构成



数据来源: 中油财务年报, 广发证券发展研究中心

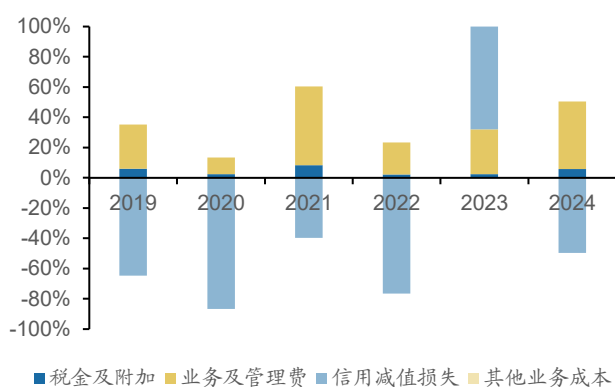
②利润侧: 2024年实现归母净利润60.40亿元, 同比下降8.83%。相比2023年, 2024的营业支出有所下降。

图 19: 2019-2024中油财务归母净利润



数据来源: 中油财务年报, 广发证券发展研究中心

图 20: 2019-2024中油财务支出构成



数据来源: 中油财务年报, 广发证券发展研究中心

近三年来, 中油财务平均贷款利率走势与LPR基本持平。2024年LPR下行, 人民币贷款利息收入同比减少, 直接导致了公司利息收入的下滑。此外, 2024年净利差收窄还包括负债结构的调整, 对比2023末, 2024年末公司吸收活期存款1681.49亿元, 减少308.61亿元; 定期存款2165.25亿元, 增加264.31亿元。较高成本定期存款占比上升, 推高平均存款成本, 且2024年中油财务拆入资金约187.62亿元, 同比下降约43%, 拆入资金的减少使得相对高利率的存款占比上升, 推高了平均存款成本。

图 21: 2019-2024 中油财务平均贷款利率 (%)

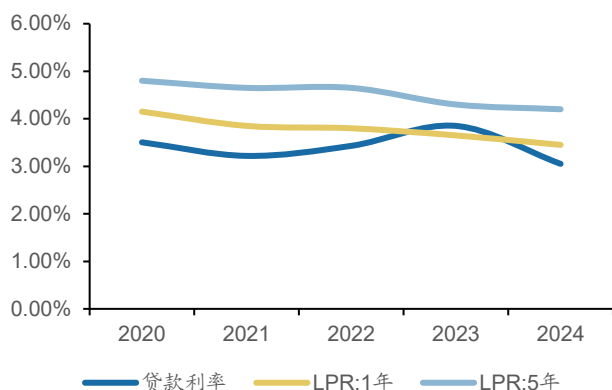
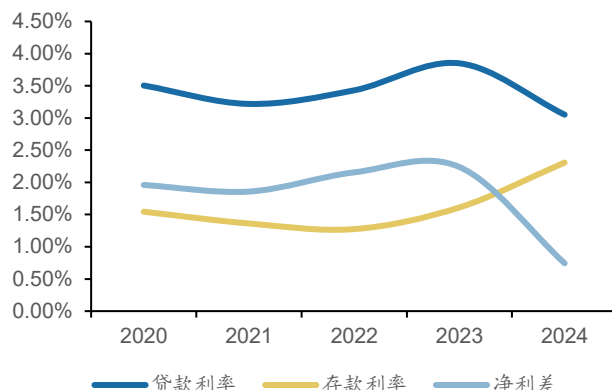


图 22: 2019-2024 中油财务平均贷款利率, 平均存款成本和净利差



数据来源: 中油财务年报, 广发证券发展研究中心

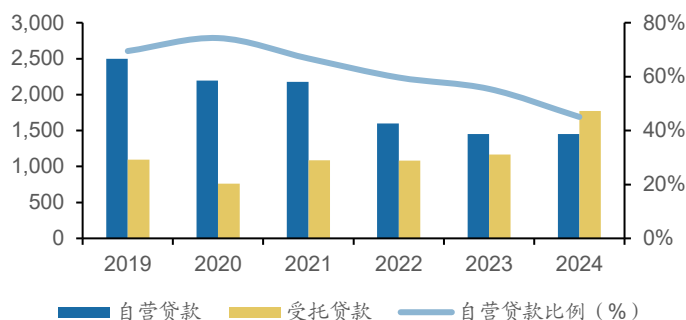
注: 贷款利率计提方式=发放贷款及垫款利息收入/平均贷款余额

数据来源: 中油财务年报, 广发证券发展研究中心

注: 存款利率计提方式=吸收存款利息支出/平均存款余额

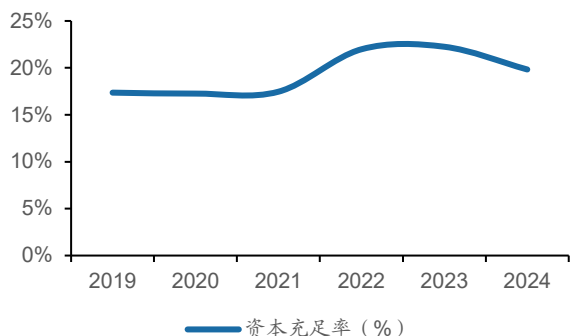
③放贷节奏方面: 2019年以来, 中油财务自营贷款规模整体呈趋稳态势, 2024年末余额为1453亿元。受托贷款则自2020年起快速增加, 2024年规模达1772亿元, 为2020年水平的2.3倍, 推动自营贷款占比自2020年起下降。受托贷款属于表外业务, 不占用风险资产与资本金, 在自营贷款收缩、受托贷款扩张的业务结构下, 有利于公司有效减轻资本消耗、维持资本充足水平, 2024年公司资本充足率为19.83%。截至2024年末, 公司不良贷款率仅0.0175%, 资产质量高。

图 23: 2019-2024中油财务自营贷款及受托贷款规模 (单位: 亿元)



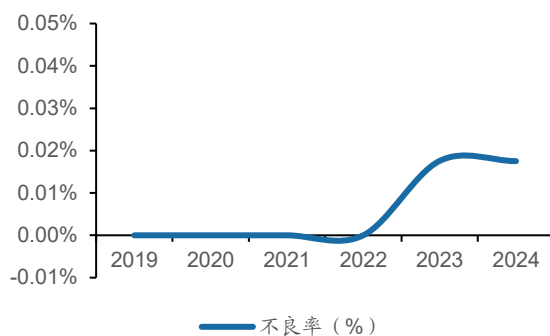
数据来源: 中油财务年报, 广发证券发展研究中心

图 24: 2019-2024中油财务资本充足率



数据来源: 中油财务年报, 广发证券发展研究中心

图 25: 2019-2024中油财务不良贷款率



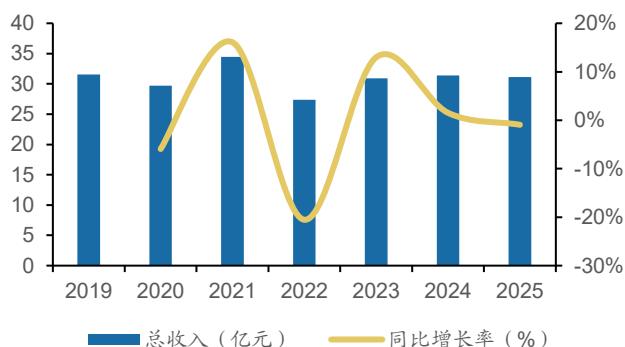
数据来源: 中油财务年报, 广发证券发展研究中心

金融租赁业务: 主动强化风险抵御能力

中油资本通过昆仑金融租赁经营金融租赁业务。昆仑金融租赁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。2016年8月,中石油集团将其持有的昆仑金租60%股权无偿划转至中油资本,昆仑金租股权结构调整为:中油资本持有60%股权,中石油集团持有30%股权,重庆机电控股(集团)公司持有10%股权。股权结构调整后,昆仑金租的实际控制人仍然是中石油集团。

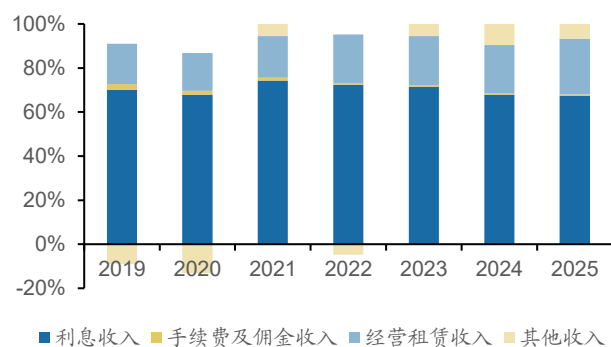
①收入侧: 2022年之后实现小幅回升, 2025年昆仑金租营业收入达31.12亿元, 同比下滑0.01%。从收入结构来看, 昆仑金租整体收入构成保持稳定, 利息收入作为核心营收, 占比超过60%。

图 26: 2019-2025 昆仑金租营业收入



数据来源: 昆仑金租年报, 广发证券发展研究中心

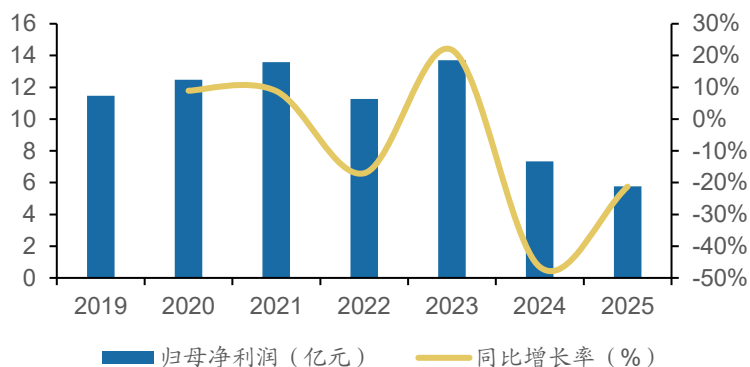
图 27: 2019-2025 昆仑金租收入构成



数据来源: 昆仑金租年报, 广发证券发展研究中心

②利润侧: 昆仑金租2025年归母净利润5.77亿元, 对比2024年较有下滑。信用减值损失增加是导致归母净利润下滑的核心原因, 但资产质量不断夯实。

图 28: 2019-2025 昆仑金租归母净利润

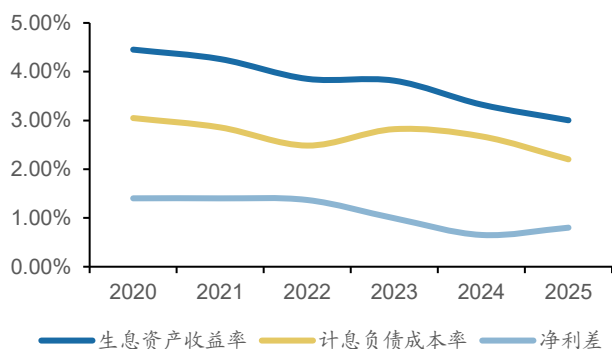


数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

受行业利率下行周期影响，租赁业务整体收益率同步走低，但净利差对比2024年略有回升。2020年以来，公司资产端收益率走低，但负债端成本较为稳定。2025年根据公司公布财报数据测算，生息资产收益率为3.00%，计息负债成本率2.20%，净利差约0.80%。

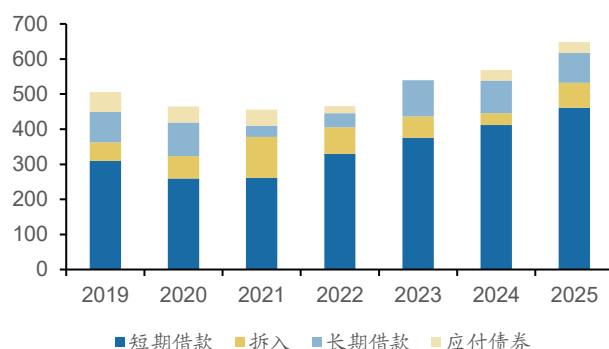
负债端成本较高与公司的美元负债有关。截至2025年末，昆仑金租持有约合人民币73.38亿元的美元负债（短期借款+长期借款+拆入资金）。受海外降息影响，这部分美元融资成本降低，推动整体负债成本下降，使净利差略有扩大。美元融资的使用与公司经营租赁的结构有关。2025年，公司经营租赁资产中飞机达到46.65亿元，占经营租赁的75%。传统方式飞机租赁使用美元融资，是公司美元负债的主要来源。

图 29: 20-25 生息资产收益率和负债成本率 (%)



数据来源: 昆仑金租年报, 广发证券发展研究中心

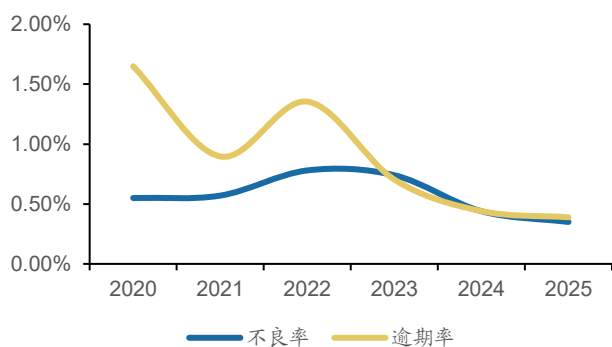
图 30: 2019-2025 昆仑金租负债结构 (亿元)



数据来源: 昆仑金租年报, 广发证券发展研究中心

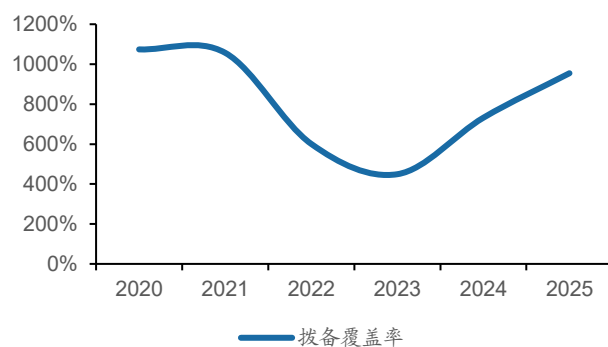
细化来看，2022-2023年，公司拨备覆盖率有所下滑，为应对潜在资产质量风险，保持公司经营的稳定，2024年，昆仑金租公司的拨备覆盖率大幅增长，从449.11%增至732.04%。2025年，拨备覆盖率进一步提高到954.59%。2022年以来，昆仑金租租金逾期率与资产不良率呈现持续下行态势，2025年末，公司租金逾期率降至0.38%，不良率降至0.35%，较上年末均下降。

图 31: 2020-2025 昆仑金租租金逾期率和不良率



数据来源：昆仑金租年报，广发证券发展研究中心

图 32: 2020-2025 昆仑金租拨备覆盖率



数据来源：昆仑金租年报，广发证券发展研究中心

二、公司银行业务一定程度具备产融结合优势

根据昆仑银行2025年年报，2025年，公司聚焦产融特色经营，深化建设石油石化产业链金融生态，践行“做小、做难、做专、做深”的经营策略。此外，国际业务方面，根据公司年报，2025年，昆仑银行国际业务不断适应新的形势变化，主动调整战略部署，始终坚持走产融结合特色发展道路，坚持服务国家发展大局，积极参与“一带一路”建设，助力国内企业走出去，在拓展新业务的同时，严抓业务风险控制，不断提升管理水平。

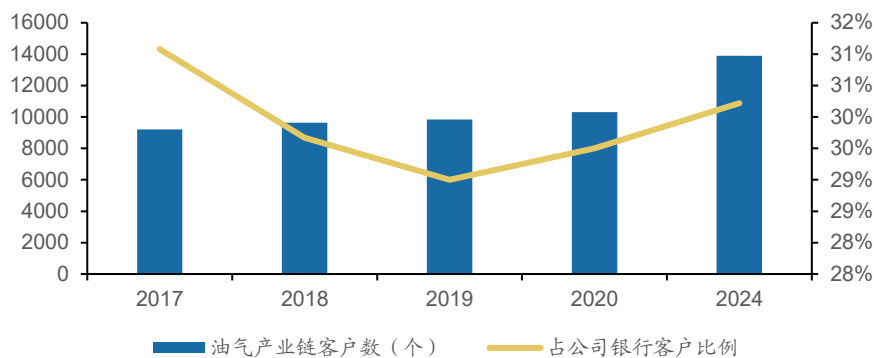
昆仑银行依托中国石油集团产业链资源，具备产融结合优势，而当前全球石油贸易人民币结算进程或持续推进，若油气产业链人民币结算强化，昆仑银行或可凭借产融协同优势与跨境服务能力打开业务空间。

（一）昆仑银行在石油产业链具备优势地位

① 油气产业链客户高度集中

2024年年报显示，截至年末，昆仑银行公司银行客户共计4.60万户，其中油气产业链客户达1.39万户，占对公客户总数的30.22%。这意味着昆仑银行超过三成的对公客户直接来自油气产业链，其客户基础与石油石化产业深度绑定，形成了鲜明的垂直领域聚焦特征。

图 33: 2017-2024 昆仑银行油气产业链客户数及占比变化趋势

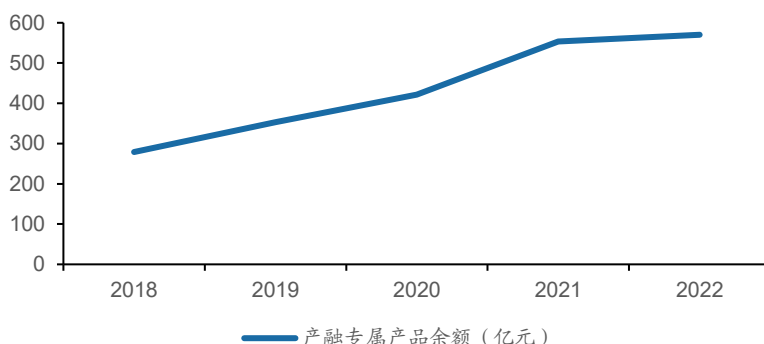


数据来源：昆仑银行年报，广发证券发展研究中心

② 深度服务中国石油集团，以融促产功能突出

昆仑银行作为中国石油集团旗下的金融企业，始终坚持“服务能源、服务新疆、服务国家发展大局”的发展定位。在具体业务层面，昆仑银行不仅为油气产业链提供结算、融资等传统金融服务，还深度参与中国石油集团的油气产品销售支持。

图 34: 2018-2022 昆仑银行产融专属产品余额变化趋势



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

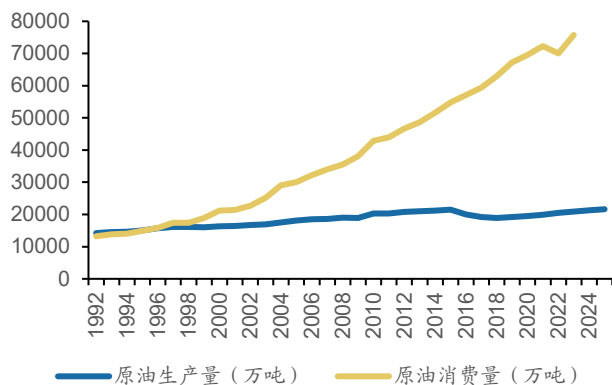
（二）国际石油人民币结算基建趋于成熟

我国是全球第一大原油进口国，原油进出口规模常年稳居高位，大宗商品贸易体量持续扩大，为中资金融机构深度参与国际能源结算体系创造了坚实基础。伴随能源贸易多元化、人民币国际化提速及全球石油人民币结算场景不断拓展，庞大的实体贸易流量为中资银行提供了丰富的业务场景与结算需求。依托境内外产业链协同优势，中资银行有望在跨境结算、资金清算、贸易融资、风险管理等领域提升话语权，逐步在国际石油结算体系中承担更重要角色，打开长期业务增长空间。

1. 行业背景

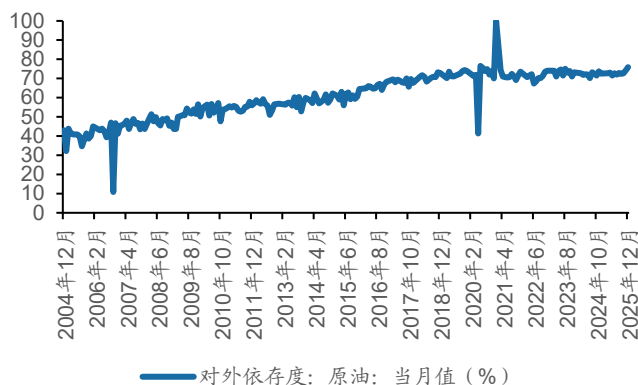
根据国家能源局及海关总署数据，2025年我国原油对外依存度为72.7%，全年原油进口总量达5.78亿吨，同比增长4.4%，创历史新高。国内原油产量虽连续四年保持在2亿吨以上（2025年为2.16亿吨），但远不及消费需求——全年石油消费量约7.62亿吨，供需缺口主要由进口弥补。自2017年超越美国成为全球最大原油进口国以来，我国原油进口规模持续扩张，对外依存度长期维持在70%以上。

图 35: 1992-2024原油生产量与消费量变化趋势



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 36: 2005-2025我国原油对外依存度变化趋势



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

萌芽探索期（2018年之前）

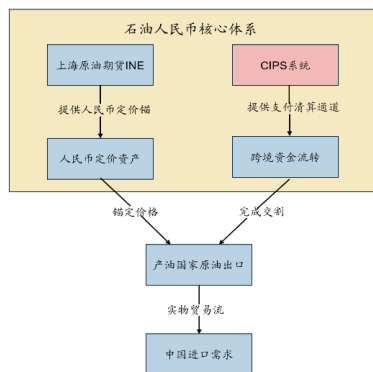
国际石油交易人民币体系化主要围绕对冲衍生品以及现货结算系统推进。

人民币计价对冲产品：“石油人民币”体系的制度起点是2018年3月，以人民币计价的原油期货合约在上海国际能源交易中心正式挂牌交易，标志着全球首个人民币计价的原油期货市场诞生。在此之前，全球原油期货交易长期被纽约商品交易所的WTI原油和伦敦洲际交易所的布伦特原油所垄断，两者均以美元计价结算。中国原油期货的推出，首次为全球石油贸易提供了美元之外的计价和结算选择，为后续人民币在石油贸易中的实际应用奠定了基础。

人民币贸易结算体系：与此同时，人民币跨境支付系统（CIPS）于2015年10月正式上线，成为人民币跨境支付清算的“主渠道”，为石油贸易人民币结算提供了关键基础设施支撑。在CIPS推出前，人民币跨境清算主要依赖代理行模式或清算行模式，存在效率较低、透明度不足等局限。CIPS的上线从基础设施层面破除了技术瓶颈。

上海原油期货挂牌与 CIPS 系统上线，为国际石油贸易人民币结算搭建了制度与基础设施双支柱：前者提供人民币计价的全球定价基准，后者打通跨境清算主渠道，推动产油国家对华原油人民币结算占比持续提升，加速“石油人民币”体系落地，成为人民币国际化的核心增长极。

图 37: 石油人民币核心体系

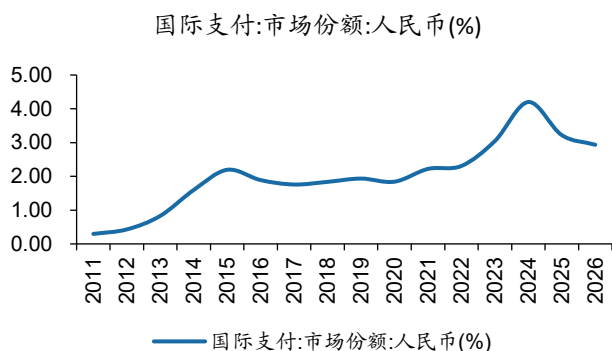


数据来源: 经济日报, 证券时报网, 广发证券发展研究中心

边际提速期 (2018-2021年)

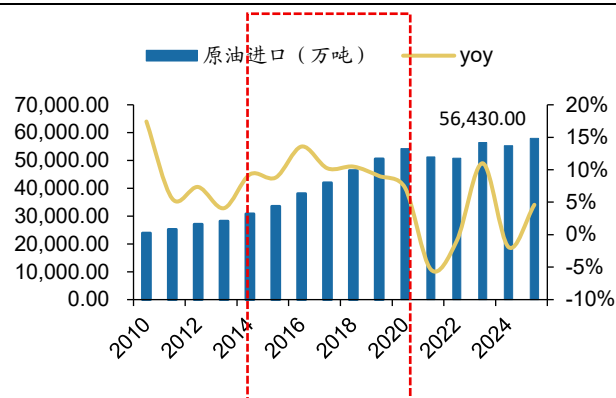
原油进口规模在2018-2021年提速为相关大宗衍生品交易提供土壤, 同时, 人民币市场份额也在同期快速增长。

图 38: 人民币支付份额 (%)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

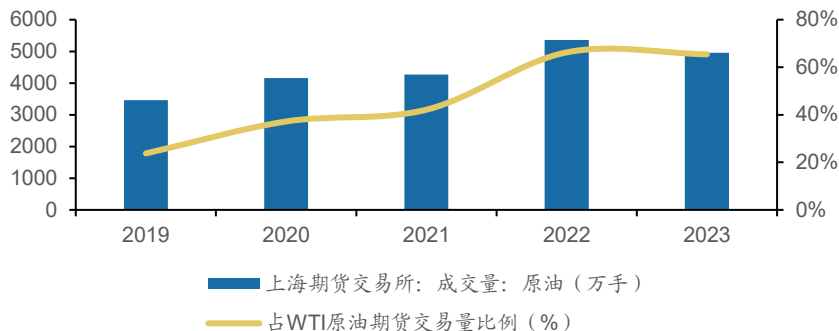
图 39: 原油进口规模以及同比增速



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

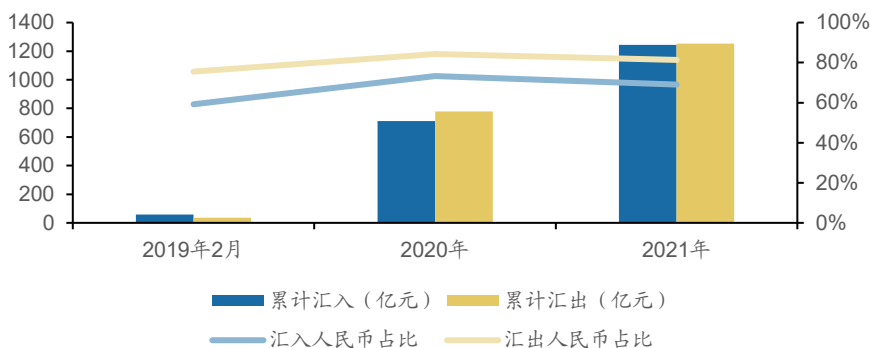
根据《2021年人民币国际化报告》, 截至2020年底, 我国已上市原油、铁矿石、精对苯二甲酸 (PTA) 和20号胶、低硫燃料油、国际铜和棕榈油7个特定品种交易期货。境外交易者投资境内特定品种期货, 可以使用人民币或美元等币种作为保证金, 截至2020年末, 折成人民币计算, 境外参与者累计汇入保证金711.44亿元, 累计汇出779.96亿元, 其中人民币占比分别为73.3%和84.3%。

图 40: 2019-2023上海原油期货成交量及占WTI比例



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图 41: 2019-2021境外参与者汇入及汇出保证金的人民币占比



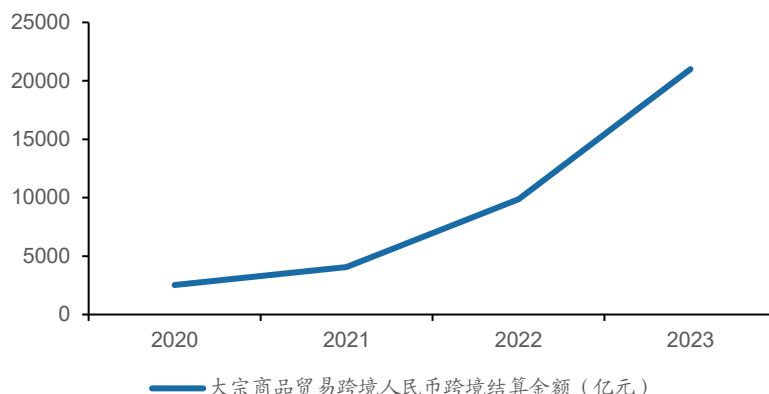
数据来源：中国人民银行，广发证券发展研究中心

人民币石油结算成熟期（2021-2025年）

近年来，人民币在国际贸易结算中的应用持续深化，跨境使用规模保持快速增长态势，核心动力源于三方面：一是**双边战略互需升级**，全球多国出于外汇储备多元化 and 降低对单一货币依赖的考量，去美元化诉求日益增强，与人民币国际化战略形成高度契合，推动本币结算在双边贸易中持续扩容；二是**基础设施完善**，CIPS系统全球参与者数量持续增加，覆盖范围不断拓展，中资银行在多个重要贸易伙伴国设立清算行，有效打通了跨境人民币支付通道，为大宗商品贸易结算提供了便捷高效的基础设施支撑；三是**能源与金融合作深化**，原油等大宗商品贸易中的人民币结算试点稳步扩大，双边货币互换、外汇直接挂牌交易等制度安排持续优化，贸易与金融形成双向拉动效应。

2021年以来，大宗商品贸易领域人民币跨境收付保持较快增长。在2020年至2023年期间，主要大宗商品跨境结算金额从2525.66亿元提升至2.1万亿元。根据2024年人民币国际化报告，2024年1—8月，主要大宗商品贸易人民币跨境结算金额合计为1.5万亿元，同比增长22.7%。进入2025年，人民币在大宗商品贸易中的应用进一步提速。货物贸易领域人民币跨境收付持续创新高，2025年全年货物贸易跨境人民币结算金额达13.72万亿元，人民币在国际贸易结算中的应用广度与深度持续提升。

图 42: 2020-2023主要大宗商品贸易跨境人民币金额 (亿元)

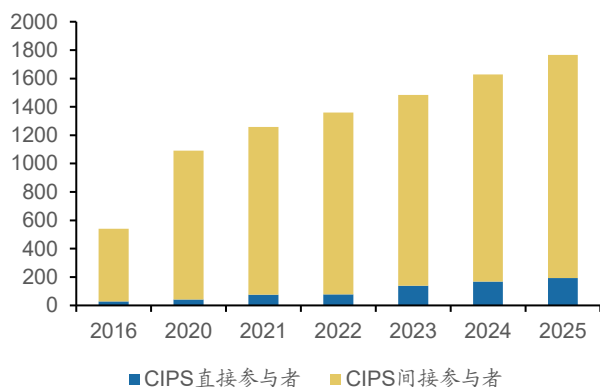


数据来源: 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

双边货币合作稳步推进。根据中国人民银行发布的《人民币国际化报告(2025)》, 截至2025年6月30日, 中国人民银行共与42个国家(地区)的中央银行(货币当局)签署过双边本币互换协议, 其中有效协议32份, 互换规模超过4.5万亿元人民币。截至2025年6月30日, 境外央行(货币当局)实际动用人民币余额806.7亿元

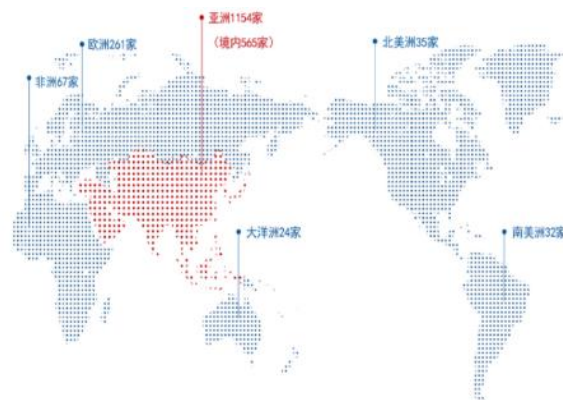
人民币清算结算网络持续完善。根据中国人民银行发布的《人民币国际化报告(2025)》, 中国已分别授权工行多哈分行、农行迪拜分行担任卡塔尔、阿联酋人民币清算行; 工行、中行、建行、农行、交行等5家中资银行在海合会国家设立14家分支机构及代表处。截至2025年6月末, 中国人民银行已在33个国家(地区)授权设立35家境外人民币清算行, 基本覆盖与我国贸易往来密切的国家(地区)。同时CIPS覆盖范围持续扩展, 截至2025年6月底, CIPS共有176家直接参与者和1514家间接参与者, 境外参与者占比为64%, 参与者覆盖121个国家(地区), 业务触达189个国家(地区)的4900家法人银行机构。

图 43: 16-25CIPS参与者数量(个)与结构变化



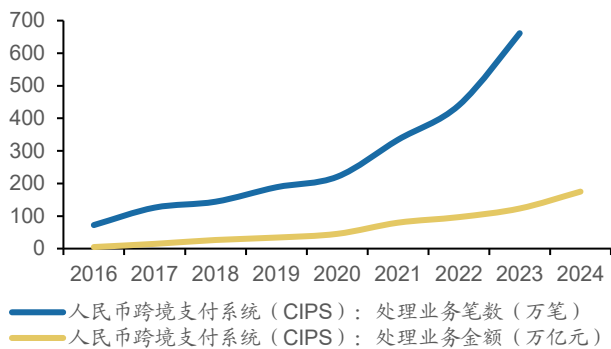
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 44: 2025年12月CIPS参与者分布情况



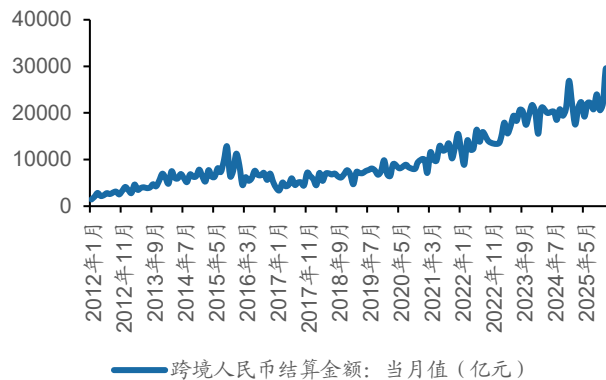
数据来源: CIPS, 广发证券发展研究中心

图 45: 2016-2024CIPS 处理业务规模变化



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 46: 2012-2026 跨境人民币结算金额变化



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

2025年10月, 中国石油天然气集团有限公司通过中国央行数字货币——数字人民币, 完成了首笔国际原油交易, 在上海石油天然气交易中心买入100万桶原油。此举标志着数字人民币正式进入石油市场, 将交易时间从传统美元结算的3—5天压缩至数小时以内。

(三) 人民币石油结算为中资银行扩张国际业务贡献空间

综上, 我国作为全球最大的原油进口国和重要油气消费市场, 庞大且稳定的油气贸易体量, 为油气贸易结算与融资体系重构提供了坚实基础。近年来, 在地缘格局变化、能源安全诉求提升及人民币国际化推进的共同作用下, 油气产业链人民币计价、结算与融资比重稳步提升, 逐步形成真实贸易支撑、政策协同推动、基础设施完善的良性格局。这一趋势不仅提升人民币在大宗商品领域的使用深度, 更为中资银行拓展跨境清算、贸易金融、供应链服务等国际业务开辟长期增量空间。

中资银行在油气人民币结算中具备天然的产业链优势与合规优势。依托与国内油气央企、跨境贸易企业及产融平台的长期协同, 中资银行能够深度嵌入油气勘探开发、进出口贸易、仓储物流、炼化销售等全链条, 提供跨境结算、资金集中管理、供应链融资、汇率风险管理等一体化服务。伴随人民币在“一带一路”油气贸易中使用场景持续拓宽, 中资银行可依托跨境清算系统、海外分支机构与产融合作网络, 承接更多跨境结算与资金业务, 提升在国际能源金融体系中的参与度与定价影响力。

基于此, 依托产融结合优势与油气产业链深度协同, 昆仑银行在能源结算、供应链金融等领域具备独特基础与先发条件。随着全球油气贸易人民币结算场景逐步拓展, 叠加跨境金融服务需求持续释放, 昆仑银行有望依托合规能力与集团资源支持, 稳步拓展跨境结算、资金管理等相关业务, 国际业务发展空间有望持续拓宽。

三、盈利预测和投资建议

利息收入：利率下行周期下的息差压力显现

2024年利息收入同比小幅下滑0.8%，2025年同比降幅扩大至12.8%。这一变化主要与利率环境有关：2024-2025年市场利率持续下行，生息资产收益率面临压力，而负债端成本具备一定黏性，净息差阶段性收窄，对利息收入规模形成直接影响。同时，公司资产结构的优化调整，也对当期收入形成一定影响。

已赚保费：保险业务阶段性调整带来的波动

2024年已赚保费同比小幅增长9.3%，但2025年同比下滑32.9%，波动幅度较大。这一变化主要源于保险业务的阶段性调整：受能源产业链相关保险需求变化、业务结构优化等因素影响，当期承保规模与业务结构出现阶段性调整，导致已赚保费规模同比下滑。

手续费及佣金收入：资管面临市场压力

2024年手续费及佣金收入同比小幅增长4.3%，2025年同比下滑12.4%。2025年公司手续费及佣金收入同比下滑，主要受市场环境与业务调整影响：资本市场活跃度不足，相关服务收入承压；利率低位运行下资管类业务收益水平下降，叠加行业监管引导业务规范发展，部分低贡献业务主动优化，共同导致手续费及佣金收入阶段性回落。

展望2026-2027年，利息收入方面，2025年实现利息收入299.23亿元，同比下滑12.8%，主要系利率中枢下行背景下存量资产定价水平走弱、生息资产收益率阶段性承压，叠加信贷投放与同业资产结构调整导致生息资产规模扩张节奏放缓，共同影响利息收入表现，随资产质量夯实和低基数，预期利息收入逐渐回归稳健增长，预计2026年利息收入295.09亿元，同比下滑1.4%，2027-2028年有望延续2-3.5%的稳健增长，重回温和增长轨道。

当前保险企业资产负债表将进入良性扩张阶段，负债端银保和分红险将继续较快增长；资产端权益市场向好将带动险企利润增长；2026年一季度，中油资本保险服务收入4.09亿元，同比增长9.55%；保险服务费用3.35亿元，同比下降5.02%，承保盈利改善。预计2026-2027年已赚保费同比增速5.0%，重回平稳增长节奏。

手续费及佣金收入方面，2025年受业务调整影响同比下滑12.4%至14.12亿元；未来或受益于昆仑银行产融业务深化，手续费及佣金收入先降后升，预计2026年手续费及佣金收入同比下滑4.6%至13.47亿元，2027-2028年稳健修复。

2026年一季度，公司投资收益15.24亿元，同比大幅增长，主要因本期金融资产投资收益及联营、合营企业投资收益增加所致。同期信用减值损失-1.45亿元，较上年同期显著收窄，主要因本期资产质量边际改善、风险计提规模下降。

表 2：核心收入预测（亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
实际利息收入	261.38	263.47	283.72	345.70	343.06	299.23	295.09	301.74	311.74
yoy	-10.3%	0.8%	7.7%	21.8%	-0.8%	-12.8%	-1.4%	2.3%	3.3%

实际已赚保费	12.98	21.57	17.03	21.07	23.02	15.45	16.22	17.03	17.89
yoy	8.1%	66.2%	-21.0%	23.7%	9.3%	-32.9%	5.0%	5.0%	5.0%
实际手续费及佣金收入	18.72	17.22	16.12	15.45	16.12	14.12	13.47	13.60	13.74
yoy	-6.4%	-8.0%	-6.4%	-4.2%	4.3%	-12.4%	-4.6%	1.0%	1.0%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

估值：

参考同业估值及历史估值，同业估值主要参考中信股份以及越秀资本，两家公司均为类金控企业，旗下有诸多金融牌照，同时又一定程度上与实业挂钩，因而商业模式上与中油资本较为相近。但中信股份与越秀资本估值中枢差距较大，主因中信股份港股估值存在一定流动性折价。整体来看，两家公司2026年合理估值平均值在0.75x。此外，历史估值层面，中油资本近1年PB均值在1.1x，3年PB均值在0.92x，而近5年PB均值在0.84x，公司近年来估值中枢持续上修，给予公司2026年合理估值1.2xPB，考虑2026年BVPS8.61元/股的预期，对应10.34元/股合理价值，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：同业公司盈利预测

公司	证券简称	市值 (亿元)	ROE (%)	归属于股东净资产 (亿元)			PB (x)		
			2024A	2024A	2025A	2026E	2024A	2025A	2026E
中信股份	00267.HK	3,468	7.97	7,575	7,823	8,210	0.41	0.40	0.38
越秀资本	000987.SZ	410	7.67	312	334	358	1.32	1.23	1.15
	平均	1,935	7.82	3,943	4,079	4,284	0.85	0.80	0.75

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

参考 wind 一致盈利预测

四、风险提示

（一）市场与经营风险

公司所属银行、财务公司、金融租赁、信托、保险等金融机构，经营情况受到宏观环境、市场行情周期性变化等多重因素影响，利率、汇率、股指等金融市场波动可能会使公司表内和表外业务发生损失。

（二）财务风险

公司所属金融机构需严格满足监管净资本、资本充足率等风险控制指标，若市场剧烈波动或发生突发性事件，导致风险指标恶化，且未能及时补充资本、调整结构，将限制业务开展规模。

（三）境外经营风险

公司部分金融业务服务中国石油集团海外项目，境外资产规模较大，运营受所在国家和地区政治局势、经济环境、监管政策、地缘冲突及国际制裁等因素影响显著。部分地区政局不稳、战争、制裁等不可控风险，可能直接导致境外资产损失、业务中断，对公司财务状况和经营成果产生不利影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	665,905	669,029	679,976	692,653	705,469
货币资金	37,692	35,335	41,583	53,436	65,718
应收及预付	142	261	265	271	280
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	628,071	633,432	638,128	638,946	639,471
非流动资产	418,267	460,744	458,769	458,212	457,668
长期股权投资	15,099	17,992	17,992	17,992	17,992
固定资产	8,138	8,550	8,380	8,072	7,636
在建工程	292	100	100	100	100
无形资产	508	575	468	361	254
其他长期资产	394,231	433,526	431,828	431,686	431,686
资产总计	1,084,1	1,129,7	1,138,7	1,150,8	1,163,1
流动负债	873,406	914,543	913,601	913,733	913,923
短期借款	43,999	48,075	48,075	48,075	48,075
应付及预收	1,081	1,720	1,721	1,761	1,819
其他流动负债	828,326	864,748	863,805	863,896	864,028
非流动负债	24,461	23,553	23,660	23,660	23,660
长期借款	9,135	5,381	5,381	5,381	5,381
应付债券	8,543	12,199	12,199	12,199	12,199
其他非流动负债	6,783	5,973	6,080	6,080	6,080
负债合计	897,867	938,096	937,261	937,393	937,583
股本	12,642	12,642	12,642	12,642	12,642
资本公积	35,078	35,078	35,078	35,078	35,078
留存收益	55,968	58,961	63,009	69,229	75,648
归属母公司股东权益	101,698	104,588	108,890	115,110	121,529
少数股东权益	84,606	87,088	92,594	98,362	104,026
负债和股东权益	1,084,1	1,129,7	1,138,7	1,150,8	1,163,1

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	39024	33797	33384	34165	35295
营业成本	23291	19164	19543	20000	20661
营业税金及附加	235	210	264	271	280
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	3969	3986	3827	3681	3884
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	67	140	30	24	12
资产信用减值损失	-3346	-3195	-2400	-2640	-2904
公允价值变动收益	869	246	800	800	500
投资净收益	4238	3489	4532	4638	4791
营业利润	13495	11036	12540	13127	12893
营业外收支	-10	-236	-236	-236	-236
利润总额	13485	10800	12304	12890	12657
所得税	3585	1683	1917	2009	1972
净利润	9900	9117	10387	10882	10684
少数股东损益	5248	4817	5506	5768	5664
归属母公司净利润	4652	4300	4881	5113	5021
EBITDA	10832	9517	13292	13872	13512
EPS (元)	0.37	0.34	0.39	0.40	0.40

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	5,927	-18,278	8,830	9,450	9,598
净利润	9,900	9,117	10,387	10,882	10,684
折旧摊销	900	875	958	957	843
营运资金变动	658	-23,542	53	108	156
其它	-5,531	-4,728	-2,567	-2,496	-2,086
投资活动现金流	16,895	-10,432	1,346	4,002	4,255
资本支出	159	-909	-736	-636	-536
投资变动	9,702	-15,728	0	0	0
其他	7,034	6,205	2,082	4,638	4,791
筹资活动现金流	-8,356	13,913	-2,159	-1,599	-1,571
银行借款	4,121	322	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-12,477	13,591	-2,159	-1,599	-1,571
现金净增加额	15,539	-16,410	6,248	11,853	12,282
期初现金余额	149,833	165,372	148,962	155,210	167,063
期末现金余额	165,372	148,962	155,210	167,063	179,345

主要财务比率

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	0.1%	-13.4%	-1.2%	2.3%	3.3%
营业利润	-0.6%	-18.2%	13.6%	4.7%	-1.8%
归母净利润	-8.1%	-7.6%	13.5%	4.8%	-1.8%
获利能力					
毛利率	22.0%	34.5%	32.4%	32.4%	32.4%
净利率	1,230.6	993.5%	1,145.9	1,173.1	1,114.9
ROE	4.6%	4.1%	4.5%	4.4%	4.1%
ROIC	2.9%	2.8%	3.8%	3.9%	3.6%
偿债能力					
资产负债率	82.8%	83.0%	82.3%	81.5%	80.6%
净负债比率	481.9%	489.4%	465.2%	439.1%	415.7%
流动比率	0.76	0.73	0.74	0.76	0.77
速动比率	0.11	0.11	0.12	0.13	0.15
营运能力					
总资产周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款周转率	31.99	22.59	16.60	16.90	16.98
存货周转率	—	—	—	—	—
每股指标 (元)					
每股收益	0.37	0.34	0.39	0.40	0.40
每股经营现金流	0.47	-1.45	0.70	0.75	0.76
每股净资产	8.04	8.27	8.61	9.11	9.61
估值比率					
P/E	18.62	28.24	24.45	23.34	23.77
P/B	0.86	1.16	1.10	1.04	0.98
EV/EBITDA	10.28	16.39	11.04	9.72	9.07

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。
- 刘 洪：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 严漪澜：资深分析师，中山大学金融学硕士，2022年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡华：高级分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。