

信用等级公告

联合〔2019〕563号

中国石油集团资本股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国石油集团资本股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中国石油集团资本股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国石油集团资本股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年七月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中国石油集团资本股份有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券规模：不超过 45.00 亿元（含）

本期债券期限：本期债券分为两个品种，品种一期限为 3 年期，品种二为 5 年期

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

评级时间：2019 年 7 月 12 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	7,752.96	8,656.97	8,914.06	9,021.10
所有者权益（亿元）	1,205.77	1,316.18	1,422.99	1,468.21
长期债务（亿元）	298.98	289.22	226.40	227.21
全部债务（亿元）	6,235.33	7,087.77	7,217.77	7,222.58
资产负债率（%）	84.45	84.80	84.04	83.72
营业总收入（亿元）	288.30	293.05	338.86	79.79
净利润（亿元）	122.01	135.12	142.50	39.54
EBITDA（亿元）	150.35	167.23	178.59	--
经营性净现金流（亿元）	-247.21	511.42	-271.31	-42.17
营业利润率（%）	49.58	55.12	50.35	59.01
净资产收益率（%）	11.04	10.72	10.40	2.74
全部债务资本化比率（%）	83.80	84.34	83.53	83.11
流动比率（倍）	0.74	0.84	0.83	0.77
EBITDA 利息倍数（倍）	562.93	439.65	451.44	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.02	0.02	--
EBITDA/ 本期发债额度（倍）	3.34	3.72	3.97	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、2019 年一季度数据未经审

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国石油集团资本股份有限公司（以下简称“公司”或“中油资本”）的评级反映了公司作为中国石油天然气集团有限公司（以下简称“中石油集团”）金融业务管理的专业化公司，是中石油集团金融业务整合、金融股权投资、金融资产监管、金融风险管控的平台，业务范围涵盖财务公司、银行、金融租赁、信托、保险、保险经纪、证券业务和信用增进等多项金融业务，是央企中金融牌照较齐全、规模较大、竞争力较强的全方位综合性金融业务公司。同时，公司各业务板块之间客户资源共享，形成了跨领域综合金融牌照的竞争优势，具备很强的经营实力。

近年来，公司业务快速发展，经营规模和资产规模持续扩大，收入水平稳步增长，盈利能力保持较好水平。公司大股东中石油集团是由中央管理的国有特大型企业，经营规模大、综合实力强，能够在业务发展、资金支持、专业技术等方面给予公司大力支持。

同时，联合评级也关注到，公司业务主要集中于金融行业，受市场波动及监管政策影响较大；公司财务公司业务和租赁业务存在一定行业集中度风险，如发生行业周期性变动或将对公司业务带来一定不利影响。

未来随着金融市场的持续发展和公司各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是央企中金融牌照较齐全、规模较大、竞争力较强的全方位综合性金融业务公司，第一大股东系中央管理的国有特大型企业中国石油集团，具有很强的股东背景优势，可为公司提供支持。

2. 经过多年发展，公司业务范围涵盖财务公司、银行、金融租赁、信托、保险、保险经纪、证券业务、信用增进等多项金融业务。同时，公司各业务板块之间客户资源共享，形成了跨领域综合金融牌照的竞争优势，具备很强的经营实力。

3. 近年来，公司业务发展较快，经营规模和资产规模不断扩大，收入水平稳步增长，盈利能力保持较好水平。

4. 公司资产主要以货币资金、信贷资产以及投资资产为主，资产质量较高；旗下金融类子公司资本充足性好。

关注

1. 公司业务主要集中于金融行业，金融市场波动以及监管政策趋严或将对公司经营产生影响。

2. 公司财务公司业务收入主要来源于中石油集团成员企业，经营情况受中石油集团成员企业经营状况影响较大；同时，公司租赁业务存在一定行业集中度风险，如发生行业周期性变动或将对公司业务带来一定不利影响。

分析师

陈 凝

电话：010-85172818

邮箱：chenn@unitedratings.com.cn

刘 嘉

电话：010-85172818

邮箱：liuj@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

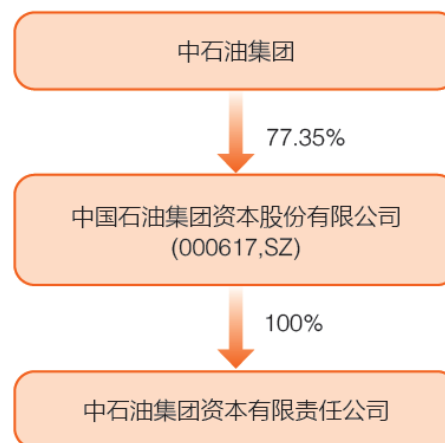

陈荣 王磊
联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国石油集团资本股份有限公司（证券简称“中油资本”，代码：000617.SH）（以下简称“公司”或“中油资本”）原名为中国石油济南柴油机厂（以下简称“中油济柴”），于1920年成立。1996年，中油济柴作为中国石油首家试点企业进行股份制改造，组建起济南柴油机股份有限公司，同年在深圳证券交易所上市，简称为“石油济柴”，股票代码“000617.SH”，首次发行募集资金合计145.91亿元。中油济柴的主营业务为内燃机的制造、研发及销售；2016年，公司通过重大资产置换并发行股份及支付现金购买中国石油天然气集团公司（以下简称“中石油集团”）持有的中国石油集团资本有限责任公司（以下简称“中油资本有限”）100%股权并募集配套资金，公司向中石油集团发行股票69.85亿股，向特定对象非公开发行股票17.58亿股，至此，公司累计对外发行股票共计90.30亿股，募集配套资金190.00亿元，注册资本为90.30亿元。中油济柴于2017年2月更名为中国石油集团资本股份有限公司，更名后公司证券代码保持不变，公司证券简称为“中油资本”。

截至2019年3月末，公司注册资本为90.30亿元，公司控股股东中石油集团持有公司77.35%的股权，中石油集团实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”），因此公司实际控制人为国资委，公司股权结构图见下图所示。

图1 截至2019年3月末公司股东持股情况



数据来源：公司年报

公司经营范围包括：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。截至2019年3月末，公司纳入合并范围的一级子公司1家，为中油资本有限，纳入合并范围的二级子公司7家，全部通过中油资本有限控股，主要有中油财务有限责任公司¹（以下简称“中油财务”）、昆仑银行股份有限公司（以下简称“昆仑银行”）、昆仑金融租赁有限公司（以下简称“昆仑金融租赁”）、中油资产管理有限公司（以下简称“中油资产管理”）、中意财产保险有限责任公司（以下简称“中意财产保险”）、中石油专属保险股份有限公司（以下简称“专属保险公司”）和昆仑保险经纪股份有限公司（以下简称“昆仑保险公司”）；通过中油资产管理控股昆仑信托有限责任公司（以下简称“昆仑信托”）。截至2018年末，公司在册员工4,116人；设置有风险合规部、发展研究部、证券事务部、财务部、办公室（党群工作部）、人力资源部（党委组织部）等部门。

¹中石油集团将其对中油财务持有的40.00%股权交由公司进行托管，公司拥有的表决权比例为68.00%。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 8,914.06 亿元，负债总额 7,491.07 亿元，所有者权益合计 1,422.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益 773.80 亿元；2018 年，公司实现营业总收入 338.86 亿元，净利润 142.50 亿元，其中归属母公司所有者利润 72.38 亿元，经营活动现金流净额-271.31 亿元，现金及现金等价物净增加额 198.47 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 9,021.10 亿元，负债总额 7,552.89 亿元，所有者权益合计 1,468.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益 800.60 亿元；2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 79.79 亿元，净利润 39.54 亿元，其中归属母公司所有者利润 21.05 亿元，经营活动现金流净额-42.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 45.12 亿元。

注册地址：新疆维吾尔自治区克拉玛依市世纪大道路 7 号；法定代表人：蒋尚军。

二、本期债券情况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“中国石油集团资本股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，本期债券发行规模为不超过 45 亿元（含），本期债券分为两个品种，品种一期限为 3 年期，品种二为 5 年期，本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商根据市场情况协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券用于向公司全资子公司中油资本有限增资。

三、行业分析

公司业务范围覆盖财务公司、银行、金融租赁、信托、保险、保险经纪、证券业务和信用增进等多项金融业务，其中，财务公司、银行、租赁、信托收入占比较高，本报告将从银行、企业集团财务公司、租赁、信托等几个方面进行行业分析。

1. 企业集团财务公司行业

企业集团财务公司是我国金融体系中极具中国特色的一类非银行金融机构，财务公司不吸收社会公众存款，业务范围严格限定在本企业集团内，也被称为企业集团的“内部银行”。为了满足企业集团在发展中出现的加紧资金横向流动、提高内部资金利用效率的金融需求，中国人民银行于 1987 年批准设立了我国第一家企业集团财务公司。经过多年发展，根据银监会统计数据，截至 2017 年末，我国企业集团财务公司所服务的企业集团成员单位超过 6 万家，遍布石油化工、能源电力、航天航空、钢铁冶金、机械制造、铁路交通、信息通讯等关系国计民生的重要领域。

从行业发展情况来看，财务公司行业资产规模平稳增长；2018 年，财务公司行业资产规模实现平稳增长，截至 2018 年末，财务公司全行业表内资产规模 6.15 万亿元，同比增长 7.52%；所有者权益 0.89 万亿元，同比增长 11.25%。行业资产质量保持良好；截至 2018 年末，全行业不良资产率 0.46%，

较 2017 年末有所上升；行业平均资本充足率 20.77%，较上年下降 0.15 个百分点，资本较为充足。行业效益有所下降；2018 年财务公司全行业实现利润总额 1,002.57 亿元，同比增长 28.23%；净利润 758.78 亿元，同比增长 0.73%。在宏观经济下行的情况下，财务公司盈利成为所属企业集团经营效益的重要来源之一，一定程度发挥了经济周期波动中集团利润的“稳压器”作用。

在行业创新金融服务、服务实体经济发展方面，2018 年，财务公司行业在做好传统金融服务的同时，积极进行金融创新服务，为集团提供资金集中管理、风险综合控制、产品销售融资、保险代理、财务顾问等综合金融服务，部分财务公司开始向产业链金融、互联网金融、国际金融拓展，财务公司的服务手段、服务能力不断增强。2018 年，在宏观经济下行的形势下，财务公司积极助力集团转型升级，服务实体经济发展，通过向成员单位提供各种金融服务，一定程度缓解了成员单位特别是产业链上下游中小微企业“融资难、融资贵”问题。截至 2018 年末，财务公司全行业发放贷款余额 28,409.29 亿元，较年初增加 12.77%。

从行业竞争来看，由于财务公司业务范围限于集团内部，财务公司之间不存在业务竞争，其竞争主要来自于外部金融机构，包括商业银行、证券公司、信托公司等；随着金融市场进一步对外开放，财务公司面临越来越激烈的竞争。

从行业政策与监管来看，2000 年，我国正式颁布了《企业集团财务公司管理办法》，从而结束了财务公司发展十几年来缺乏权威性法规的局面，财务公司进入规范化发展阶段。2004 年，中国银监会颁布了新的《企业集团财务公司管理办法》（以下简称《办法》），并于 2006 年进行了修订；扩大了财务公司业务范围，加强了风险控制，大幅降低了设立财务公司的规模和盈利水平标准，有利于更多企业集团设立财务公司，同时也对集团公司的诚信、合规经营状况提高了要求，体现了审慎经营和诚信经营的理念要求。2007 年，中国银监会下发《企业集团财务公司风险评价和分类监管指引》，监管机构对财务公司进行定期风险分类评价并实施分类监管。2014 年，国务院国资委、中国银监会联合发布《关于进一步促进中央企业财务公司健康发展的指导意见》，为财务公司健康、稳健发展提供了稳定的政策环境。2015 年，根据银监会的部署，中国财务公司协会发布《企业集团财务公司行业评级办法（试行）》，开始组织开展财务公司行业评级，行业评级结果将作为监管机构进行分类监管的参考依据。2018 年，银监会对《企业集团财务公司管理办法》作出修改，将原来的“合格的机构投资者是指原则上在 5 年内不转让财务公司股份的、具有丰富行业管理经验的外部战略投资者”，修改为“合格的机构投资者是指原则上在 3 年内不转让财务公司股份的、具有丰富行业管理经验的外部战略投资者”。

从行业未来发展来看，随着财务公司服务手段、服务质量和金融创新能力的不断增强，财务公司在为企业集团做好传统金融服务的同时，更积极谋划布局金融创新服务，为企业集团提供资金集中管理、风险综合控制、产品销售融资、保险代理、财务顾问等综合性金融服务，未来将向产业链金融、互联网金融、国际金融全方位发展。

总体看，在政策和监管的支持下，财务公司近年来发展良好，行业风险整体相对较低，综合能力不断提升。

2. 银行业

我国商业银行在金融体系中处于重要的地位，是企业融资的主要渠道。近年来，我国商业银行整体运营态势良好，根据银监会统计数据，截至 2018 年末，我国商业银行资产总额 268.00 万亿元，同比增长 6.3%，负债总额 247.00 万亿元，同比增长 5.9%，资产负债规模保持平稳增长；2018 年商业银行实现净利润 1.83 万亿元，同比增长 4.72%，资产利润率 0.90%，资本利润率 11.73%，盈利能

力有所下降。

表 1 商业银行主要财务数据（单位：万亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额	155.83	181.69	252.40	268.00
负债总额	144.27	168.59	232.87	247.00
不良贷款额	1.27	1.51	1.71	2.03
净利润	1.59	1.65	1.75	1.83
资产利润率	1.10	0.98	0.92	0.90
不良贷款率	1.67	1.74	1.74	1.83
拨备覆盖率	181.18	176.40	181.42	186.31
资本充足率	13.45	13.28	13.65	14.20
一级资本充足率	11.31	11.25	11.35	11.58
核心一级资本充足率	10.91	10.75	10.75	11.03

资料来源：银（保）监会，联合评级整理。

2018 年全年严监管的方向保持不变，相对来说呈现前紧后略松的态势。年初在“打好防范化解重大金融风险攻坚战”的思路下，金融监管部门密集出台文件，分别对银行业市场乱象、同业风险暴露、同业负债进行详细的监管规定，同时要求逾期 90 天以上贷款全部纳入不良，满足一定条件下拨备覆盖率要求由 150%调整到 120%~150%。伴随着年中企业债务违约多发、叠加多项监管措施落地、中美贸易摩擦升级等因素，银行业金融机构的信用投放开始出现收缩势头，货币与监管当局及时启动逆周期政策，缓释金融的脆弱性，推动信用投放。截至 2018 年末，我国商业银行不良贷款余额 2.03 万亿元，不良贷款率 1.83%；拨备覆盖率 186.31%，针对信贷资产计提的贷款减值准备仍处于较充足水平。

2018 年，央行一方面维持宏观稳杠杆，一方面配合推进结构性改革，流动性管理的定位由年初“保持合理稳定”变成二三季度的“保持合理充裕”，并在 4 月、7 月、10 月实施三次定向降准，降准直接降低了商业银行的负债成本，缓解银行的负债压力，并通过压低银行的负债成本来间接调控资产端，推动降低融资成本，引导金融服务小微企业、民营企业，同时也有利于提升银行的经营业绩。银保监会年内也先后发文一是鼓励银行资本工具创新，进一步充实资本拓宽道路；二是修订完善《商业银行流动性风险管理办法》，完善流动性风险监测体系，在过渡期、计算规则等较之前的意见稿边际放松，进一步为银行资产端投放提供条件。

盈利能力方面，2018 年，商业银行累计实现净利润 1.83 万亿元，同比增长 4.72%，随着银行资产质量下行压力的缓解，银行业盈利水平有望趋于稳定。

资本充足性方面，根据银监会统计数据，截至 2018 年末，我国商业银行平均核心一级资本充足率为 11.03%，平均一级资本充足率为 11.58%，平均资本充足率为 14.20%，资本较充足。但考虑到以资本为核心的宏观审慎评估体系的实施以及监管趋严导向下表外业务回表带来的影响，我国商业银行资本尤其是核心资本仍面临一定的补充压力。

2018 年 3 月，银监会和保监会合并，组建中国银行保险监督管理委员会，对银行业和保险业进行统一监管。两会合并进一步完善顶层设计，从政策制定层面与执行层面进行区分，明确机构职责，有利于强化金融监管统筹协调，消除监管内耗，从而提高监管能效。此外，国务院办公厅发布《关于全面推进金融业综合统计工作的意见》，统一金融数据统计口径，有助于解决金融数据缺失和失真带来的监管真空问题，进一步加强金融的基础设施建设，助力金融监管协同。预计未来一段时间内，金融行业仍将继续呈现强监管的格局。

总体看，监管力度的加强短期内将使商业银行资产负债规模增长速度有所放缓，但长期看有助于化解商业银行面临的流动性风险，对信用水平的提升具有正面意义。然而，我国银行业金融机构运营过程中仍存在规避监管和追逐短期利益行为，导致监管的有效性和政策执行度有一定程度的削弱，整体看我国银行业监管仍然面临着较大挑战。

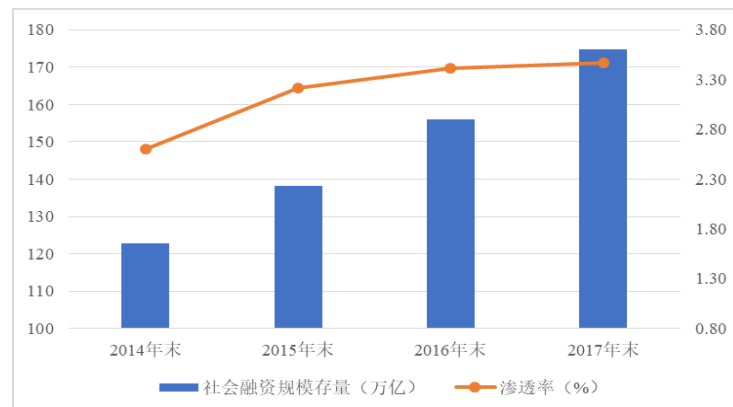
3. 融资租赁行业

目前我国有两类融资租赁公司：一类是由银监会批准成立的金融租赁公司，属于非银行金融机构；另一类是由商务部批准成立的租赁公司，主要是由非金融机构设立。2017 年以来，融资租赁公司数量迅速增长，但增速有所放缓，2015~2017 年年末较年初增幅分别为 104.72%、58.30%和 35.39%。截至 2018 年末，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司和收购的海外公司）总数为 11,777 家，较年初增长 21.70%。

从业务发展情况看，近年来，全国融资租赁合同余额保持增长，但增速有所放缓，2015~2017 年末较年初增幅分别为 38.75%、20.05%和 14.07%。截至 2018 年末，我国融资租赁合同余额总量为 6.65 万亿元，较年初增长 9.38%，其中金融租赁约 25,000 亿元，增加 2,200 亿元，增长 9.65%；内资租赁约 20,800 亿元，增加 2,000 亿元，增长 10.64%；外商租赁约合 20,700 亿元，增加 1,500 亿元，增长 7.81%。

行业渗透率方面，近年来，我国融资租赁行业已取得长足发展，市场规模和企业竞争力显著提高，行业贡献与社会价值逐步体现。但总体上看，融资租赁行业渗透率仍然较低，存在较大的行业发展空间。联合评级使用“期末融资租赁合同余额/期末社会融资规模存量”来评估融资租赁行业渗透率水平，近年来，融资租赁行业渗透率呈上升趋势但仍处于较低水平，截至 2017 年末，融资租赁行业渗透率为 3.47%，仍持续处于较低水平。

图 2 融资租赁行业渗透率



资料来源：中国人民银行、中国租赁联盟，联合评级整理。

从监管与政策来看，近年来，各监管部门针对租赁公司相继颁布了多部法律法规。2015 年 9 月，国务院办公厅印发《关于加快融资租赁业发展的指导意见》和《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》，全面系统部署加快发展融资租赁业。2016 年 3 月，商务部、税务总局发布《关于天津等 4 个自由贸易试验区内资租赁企业从事融资租赁业务有关问题的通知》，将内资租赁公司审批权下放，自 2016 年 4 月 1 日起，商务部、税务总局将注册在自贸试验区内的内资租赁企业融资租赁业务试点确认工作委托给各自贸试验区所在的省、直辖市、计划单列市级商务主管部门和国家税务局。同时，上海、广东、北京、天津等地区不断出台地方政策，鼓励融资租赁产业的发展。如深圳、广

州、珠海相继推出融资租赁扶持政策，引导融资租赁企业落户。北京市政府根据自身特点，结合中关村国家自主创新示范区规划，以科技金融创新为中心，鼓励中关村科技企业通过融资租赁方式实现发展，鼓励融资租赁企业不断创新融资租赁经营模式。上海自贸区外商融资租赁企业外汇资本金实行意愿结汇，融资租赁公司开展对外融资租赁业务时，不受现行的境内企业境外放款额度限制，允许融资租赁公司开立自由贸易账户等。

我国的融资租赁公司多头监管的状况由来已久，2018年5月，商务部将制定融资租赁公司业务经营和监管规则职责划给银保监会，此通知发布至今已逾半年，银保监会尚未出台相应的监管措施，但监管环境已有了走向统一的趋势。目前，银保监会对金融租赁公司的客户集中度、资产分类、流动性等方面均有明确的监管标准，未来，若对内资、外资融资租赁公司监管从严，有助于提升其抵御系统性信用风险以及流动性风险的能力。

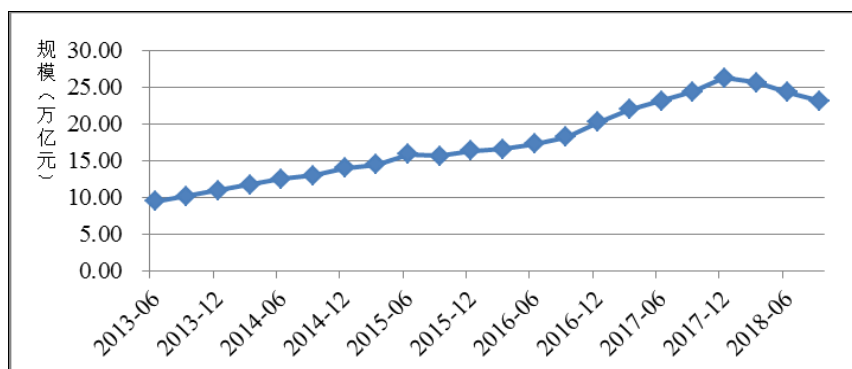
从未来发展来看，中国租赁业的现状与中国高速发展水平很不相称，若以国际通用的融资租赁渗透率来衡量租赁行业发展成熟度，可以看出中国融资租赁业尚处于成长阶段初期，未来市场潜力巨大。从行业规模来看，随着内资试点企业申报流程的简化，以及《外商投资租赁业管理办法》修订等行业政策的进一步完善，以及融资租赁社会认知度的进一步提高，融资租赁企业设立将更加便捷，企业数量将继续较快增长，行业渗透率将进一步提升。发展区域方面，依托“一带一路”、“京津冀一体化”等国家重大战略，融资租赁企业将逐步从沿海地区集中分布逐渐向中西部、东北部扩张，行业将在集聚发展基础上，逐步调节区域平衡。业务领域方面，受我国宏观经济结构调整和政策规划引导影响，融资租赁在继续保持飞机、轮船、机械设备等大型固定资产业务发展的基础上，将在农机、科技、创投、文化、教育、卫生及基础设施等诸多领域开展业务，逐步改变公共领域单纯依靠政府投入的局面，并向电子信息、大生命健康、节能环保及新能源等高精尖产业布局，使业务范围加速扩展，产业对接进一步加快。

总体看，近年来，融资租赁行业企业数量和业务规模进一步增长，但增速有所放缓；我国融资租赁行业渗透率处于低位，随着政策环境的改善及支持，其未来发展空间广阔。

4. 信托行业分析

信托行业近年来发展迅速，2010年全行业的信托资产规模首次超过公募基金规模，2012年超过保险业规模，一跃成为仅次于银行业的第二大金融业务，信托资产规模增速快速增长，2016年信托业跨入了“20万亿时代”，信托已经成为服务实体经济的重要力量。截至2017年末，我国信托公司共计68家，行业信托资产规模为26.24万亿元，较2016年末20.22万亿元增长29.81%。2018年以来，监管部门持续加强对通道业务的监管，推动金融去杠杆，信托通道业务明显规模减少，多数信托公司主动控制规模和增速，导致信托行业整体资产规模有所下降。截至2018年9月末，信托资产规模为23.14万亿元，较年初下降11.83%。

图3 近年来信托行业信托资产规模变化情况



资料来源：中国信托业协会，联合评级整理。

信托公司经营收入来源于固有业务和信托业务，其中固有业务带来的收益包括利息收入和投资收益。2017年，受固有投资收益恢复增长的影响，信托行业经营收入有所回升，2017年实现经营收入1,190.69亿元，较上年增长6.67%。从信托行业平均报酬率来看，近年来，受市场竞争激烈、资产收益率下行以及费率较低的通道业务规模较大的影响，信托行业平均报酬率呈下降趋势，2017年平均年化信托报酬率为0.42%。从盈利能力来看，2017年，信托业人均利润为311.08万元，较上年小幅下降，盈利能力有所下滑，但仍处于较好水平。但2018年以来，在强监管、去杠杆的背景下，通道业务收缩使得信托资产规模下降，且信托行业处于转型发展阶段，新型业务尚未形成规模化收入，信托行业经营收入同比增速有所下滑；同时，在银行控制同业投资规模的影响下，市场资金面偏紧，报酬率较高的主动管理类信托产品资金募集困难，导致平均年化综合信托报酬率进一步下降；人均利润率较上年同期略有降低，整体盈利能力进一步下滑。

从收入结构来看，在信托逐步回归主业的趋势下，信托业务收入占经营收入的比重近年来呈上升趋势，为信托公司最主要的收入来源；固有业务利息收入占比较小；2017年以来，投资收益规模有所回升，占比保持稳定。2017年，信托公司信托业务收入、投资收益和利息收入分别占经营收入的67.62%、23.93%和5.24%。2018年以来，随着信托资产规模的下降，信托业务收入增速明显下滑，但占经营收入的比重仍保持在较高水平；固有业务投资收益和利息收入均较上年同期有所增长。

从信托业务风险水平来看，融资环境收紧以及债券违约事件的频发加剧了信托行业的风险聚集，但行业整体抗风险能力较强。随着信托行业发展速度的趋缓，相应的风险也逐步显现，信用风险伴随着宏观经济下行逐渐暴露。由于信托行业在高速发展阶段时，将信托资金大多投向房地产和地方政府融资平台领域，2018年以来，政府加大了对房地产和地方政府融资的政策调控力度，收紧了融资渠道，导致地方政府偿债能力有所下降，部分地区的房地产销售遭到严格调控，因此对部分信政合作项目和房地产信托项目产生一定的流动性影响；同时，在金融去杠杆的影响下，银行抽贷断贷导致企业融资环境恶化，流动性紧张，致使信托产品违约风险有所上升；此外，由于部分信托产品以债券作为基础资产，债券市场违约事件频发亦对信托产品的信用风险造成较大冲击。整体看，2018年以来，信托行业风险资产规模明显增长，信托业务不良率有所上升，但与其他行业相比仍处于较低水平。截至2018年末，我国信托业的风险项目个数为872个，较2017年末新增99个，风险资产规模为2,221.89亿元，较2017年末增长16.15%。

受宏观经济下行和监管趋严的影响，信托业务风险项目持续增加，在刚性兑付的思维下，信托公司以固有资金进行垫付，导致近年来信托行业固有资产不良率呈上升趋势。2017年以来，随着历史问题逐渐化解和刚性兑付的逐步打破，信托公司固有资产不良率有所改善，2017年末固有资产不良率为2.34%。但在宏观经济增速放缓、实体经济去杠杆化、经济发展方式转变和增长动力转换的

背景下，信托公司固有业务面临的信用风险增加，未来固有业务资产质量变化情况值得关注。

2018年4月，由人民银行、银保监会、证监会及外汇管理局联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）正式落地，其核心内容、要点解读及对信托行业的影响。2018年8月，银保监会下发了《信托部关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》（信托37号文）（以下简称“通知”），对信托行业实施资管新规的细则进行了明确。具体来看，“通知”明确了资管新规主要适用于资金信托，公益（慈善）信托、家族信托等信托本源业务不属于资产管理产品的范畴；对于事务管理类信托业务实施区别对待，强调严控为委托人监管套利、违法违规提供便利的事务管理类业务的同时，支持符合监管要求、资金投向实体经济的事务管理类信托业务，并强调资管产品嵌套情况下，受托人需对其进行主动管理，对严控通道业务的态度有一定缓和；制定了过渡期的整改计划，为接续存量产品所投资的未到期资产，信托公司可以发行存量产品对接以减缓流动性压力。

未来信托公司将更加紧密地贴近实体经济需求开展业务，信托业将进一步优化资产规模结构，提升主动管理水平，提高信托资产规模的快速增长对行业收入和利润的带动作用，增强行业发展质效。此外，信托公司围绕新时代下社会主要矛盾的转换，进一步加大金融服务创新力度，推进财富管理持续提升：通过进一步提升客户服务能力，坚持以客户为中心，满足不同财产规模、不同风险偏好客户的财富管理需求；继续大力推进资产管理业务，拓宽资产配置领域，不断丰富信托公司产品线，满足客户多样化、特色化、个性化的需求；从资金端和消费端入手，创新模式搭建渠道，在财富管理的基础上促进消费信托等特色业务发展，形成财富管理和其他业务之间的良性互动。

总体看，近年来，信托行业整体发展较快；但2017年以来在监管政策持续收紧的作用下，信托公司传统通道业务发展受阻，面临较大业务转型压力；随着监管的推动和行业发展，未来信托业将进一步优化资产规模结构，提升主动管理水平，加大金融服务创新力度，推进财富管理持续提升。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为中石油集团金融业务管理的专业化公司，是中石油集团金融业务整合、金融股权投资、金融资产监管、金融风险管控的平台，业务范围涵盖财务公司、银行、金融租赁、信托、保险、保险经纪、证券业务和信用增进等多项金融业务，是央企中金融牌照较齐全、规模较大、竞争力较强的全方位综合性金融业务公司。同时，公司各业务板块之间业务协同、资源共享，形成了跨领域综合金融牌照的竞争优势。截至2019年3月末，公司合并资产总额9,021.10亿元，所有者权益合计1,468.21亿元，公司资本实力雄厚。

子公司中油财务是中石油集团实施资金集中管理及满足集团和成员单位多元化金融服务需求的重要金融平台；中油财务客户为中石油集团内成员企业，客户资质较好；信贷资产不良率为0，资产质量高。

子公司昆仑银行建立了以中石油集团为依托的产融结合业务模式，将金融服务领域逐步覆盖至石油石化全产业链客户，并在上述产业领域形成了一定市场竞争优势；同时，积极拓展零售业务，不良贷款率保持低位，信贷资产质量较好。此外，昆仑银行为中国与伊朗国际结算唯一官方银行。

子公司昆仑金融租赁是银监会监管的第一家大型产业集团背景的金融租赁公司；依托中石油集团，租赁业务覆盖全国28个省、直辖市，在能源、交通运输等领域形成一定的专业特色和品牌效应，

形成了涵盖股东关联客户、战略合作客户和社会客户的基本客户体系。

子公司昆仑信托在资本实力和管理资产规模方面具有一定优势；截至 2018 年末，昆仑信托资产总额 131.76 亿元，所有者权益 128.33 亿元，管理信托资产规模 2,896.37 亿元。

总体看，公司目前业务涉及财务公司、银行、金融租赁、信托、保险、保险经纪、证券业务和信用增进等，业务牌照齐全，各子公司业务发展良好，形成跨领域综合金融牌照的优势，公司综合竞争力极强。

2. 股东支持

公司控股股东为中石油集团。中石油集团是国有独资公司，是产炼运销储贸一体化的综合性国际能源公司，主要业务包括国内外石油天然气勘探开发、炼油化工、油气销售、管道运输、国际贸易、工程技术服务、工程建设、装备制造、金融服务、新能源开发等。2018 年，在世界 50 家大石油公司综合排名中位居第三，在《财富》杂志全球 500 强排名中位居第四，具有很强的竞争实力。

中石油集团具有很强品牌优势和资源集聚效应，成员企业和上下游企业众多，可为公司提供较丰富的业务资源，加强各板块间业务协同；同时，中石油集团在集团内部资金融通、人才保障、经营管理、专业技术等多个方面对公司提供有力支持。

总体看，公司控股股东中石油集团资产规模大，经营实力雄厚，能够在资金融通、业务资源、经营管理、专业技术等方面给予公司有力支持。

3. 人员素质

公司主要管理人员全部具有本科及以上学历水平和较高的职业技能，从业时间较长，具有丰富的业务管理经验。

公司董事长刘跃珍，男，1961 年 9 月出生，中国国籍，无境外永久居留权。毕业于郑州航空工业管理学院工业会计专业，华中科技大学工商管理研究生学历、硕士学位，研究员级高级会计师。1996 年任中航工业江汉航空救生装备工业公司副总经理兼总会计师。2000 年任江汉航空救生装备工业公司总经理兼中航工业第 610 研究所所长。2003 年任中航工业北京青云航空仪表有限公司董事长兼总经理。2006 年任中国航天科工集团公司总会计师，2007 年任中国航天科工集团公司总会计师、党组成员，2007 年、2009 年先后兼任航天科工财务公司董事长、航天科工资产管理公司董事长。2013 年 12 月任中国石油天然气集团公司总会计师、党组成员，2014 年任中国石油天然气股份有限公司董事，2016 年兼任中油财务有限责任公司董事长及中国石油财务（香港）公司董事长。2003~2008 年任第十届全国人大代表，2004~2007 年任第十三届北京市海淀区人大代表。2014 年至今任中国总会计师协会副会长、中国国际税务研究会副会长、中国会计学会常务理事、财政部管理会计咨询专家。2017 年 4 月 13 日起任公司第八届董事会非独立董事，4 月 19 日起任公司董事长。

公司总经理蒋尚军，男，1964 年 6 月出生，中国国籍，无境外永久居留权。毕业于兰州商学院财务会计专业，兰州大学工商管理硕士学位，美国休斯顿大学工商管理硕士学位，教授级高级经济师。1993 年起历任兰州炼油化工总厂财务处副科长、副处长、处长。1999 年任兰州炼油化工总厂财务资产处处长。2000 年任兰州炼化分公司副总会计师兼财务资产处处长。2000 年任兰州石化分公司副总经理兼总会计师。2009 年任西北销售分公司总经理、党委副书记。2012 年起历任昆仑银行党委书记、副董事长、董事长。2016 年任中油资本有限总经理。2018 年 4 月起兼任昆仑银行党委书记，7 月起兼任昆仑银行董事长。2017 年 4 月 13 日起任公司董事，4 月 19 日起任公司副董事长、总经理。

截至 2018 年末，公司在职员工共 4,116 人。从专业类别来看，销售人员占比 27.55%，技术人员占比 1.87%，财务人员占比 5.22%，行政人员占比 14.12%，其他人员占比 51.24%。从教育程度来看，博士研究生占比 1.09%，硕士研究生占比 18.22%，本科占比 69.46%，大专及以下占比 11.22%。

总体看，公司管理层具有较长从业经验，员工的学历层次较高，能够满足公司持续发展的需要。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和中国证监会、深圳证券交易所所有要求，结合公司治理实际情况，形成了股东大会、董事会、监事会和高级管理层为核心的“三会一层”公司治理组织架构；同时，不断健全内控制度，规范公司运作，加强信息披露工作，持续优化各项业务流程。

股东大会是公司权力机构，由全体股东组成。股东大会行使职权包括决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

董事会是公司的决策机构，公司董事会 9 名成员，目前董事会由 8 名董事组成，1 位空缺；其中，3 名董事为股东中石油集团委派，3 名董事为独立董事；董事会设董事长 1 人，副董事长 1 人，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事任期每届为三年，任期届满，可以连选连任。董事长享有中国法律、公司《章程》和董事会授予的权力，董事会行使职权包括召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案等。董事会下设战略委员会、审计委员会、提名与薪酬委员会、风险管理委员会共四个专门委员会协助董事会开展工作；其中，审计委员会和提名与薪酬委员会中独立董事应占多数，由独立董事任委员会主席，审计委员会中至少应有一名独立董事是会计专业人士。董事会设董事会秘书，董事会秘书是公司高级管理人员，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司设立证券事务部，协助董事会秘书处处理董事会日常事务，负责董事会会议的会务工作，包括安排会议议程，准备会议文件，组织会议召开并作记录，列席会议，起草会议决议、纪要等。

公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，设监事会主席 1 人，职工监事 2 名。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事任期每届为三年，任期届满，可以连选连任。监事会行使职权包括：应当对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司高级管理层由总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书以及由公司董事会决议确认的其他高级管理人员组成；公司有总经理 1 名，副总经理 2 名，均由董事会共同聘任或解聘，总经理每届任期三年，总经理连聘可以连任。

总体看，公司的公司治理架构较为完善，运营透明度较高，公司治理处于良好水平有助于公司持续稳健发展。

2. 内部控制

公司为投资控股公司，下设 7 家二级子公司，通过母子公司独立运作、分级授权的机制进行经

营，公司总部层面主要职能是投资和管理，总部设置有风险合规部、发展研究部、证券事务部、财务部、人力资源部（党委组织部）和办公室（党群工作部）等部门。各子公司在其自身法人治理结构下建立了较完备的决策系统、执行系统和监督反馈系统，并按照相互制衡的原则设置内部机构。

内部审计方面，公司制定有《内部审计管理办法》，完善审计制度，明确审计职责，规范审计行为，保证审计质量，加强内部监督。公司内部审计实行垂直管理与分级管理相结合模式。内部审计工作坚持独立、客观、公正、审慎原则。审计类型包括经营活动审计、内部控制审计、风险管理与公司治理审计、信息系统审计、经济责任审计以及募集资金、资产质量等专项审计。内部审计部门根据批准的年度审计计划，在职责范围内，可以自主确定审计项目和审计对象。内部审计部门确定适当的后续审计，对审计发现问题整改情况开展审计追踪，并按报告制度及时报送审计追踪结果。内部审计部门对已结束的审计事项，按照有关管理规定建立审计档案。内部审计部门在审计事项结束后，及时报送包括审计概况、审计依据、审计结论、审计决定、审计建议、审计对象反馈意见等内容的项目审计报告。内部审计部门须按要求完成定期报告和临时报告，并按照上市公司信息披露标准，准确、完整、及时地披露相关信息，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

对子公司管理方面，公司各子公司在其自身法人治理结构下建立了较完备的决策系统、执行系统和监督反馈系统，并按照相互制衡的原则设置内部机构。公司会对各子公司的董事会成员和高管人员进行推荐，公司主要通过子公司的三会一层对子公司进行管理，子公司作为独立法人，具有较好的经营自主性；公司风险合规部对子公司的风控部门实行监督和指导，有利于相关风险的把控、反馈和解决。近三年，公司子公司昆仑银行、昆仑信托存在被监管部门采取监管措施或处罚的情况（具体见“监管及整改”小节）。

此外，公司还制订了《投资者关系管理办法》、《对外担保管理制度》、《信息披露管理办法》、《募集资金管理及使用办法》和《资金管理办法》等业务控制制度，岗位权限、职责分工、管理流程明确，建立了比较完善的业务控制体系。

总体看，公司的机构设置和岗位职责清晰明确内控体系比较完善，确保了业务的稳健发展。

3. 监管及整改

公司子公司 2016~2018 年被监管部门采取监管措施或处罚的情况及整改措施如下：

2016 年 10 月，中国银行业监督管理委员会塔城银监分局依据《金融许可证管理办法》罚款塔城昆仑村镇银行有限责任公司光明路支行人民币二万元，因被处罚当事人未按规定在营业场所公示金融许可证。

2017 年 1 月，中国银监会克拉玛依监管分局对昆仑银行总行营业部做出罚款二十万的行政处罚决定，处罚原因是昆仑银行总行营业部在开展流动资金贷款业务中，存在超过借款人实际需求发放贷款的违规行为。

2017 年 4 月，中国银行业监督管理委员会塔城银监分局依据《中华人民共和国银行业监督管理法》对塔城昆仑村镇银行有限责任公司处以罚款人民币三十万元，对 2 名高管人员处以 6 万元罚款。处罚原因：被处罚当事人开展流动资金贷款业务中，存在对信贷资金监控不到位，未按规定进行贷款支付管理与控制，贷后管理未尽职等严重违反审慎经营规则行为。

2017 年 8 月，中国银监会克拉玛依监管分局依据《中华人民共和国银行业监督管理法》第四十六条，对昆仑银行开展票据业务过程中内控管理失职，监督不力罚款人民币 20 万元；违规审批分支机构开展重组贷款业务罚款 30 万元，合计处罚人民币 50 万元；对 1 名高管人员处以 5 万元罚款。

2017 年 10 月，宁波银监局对昆仑信托有限责任公司做出了罚款 20 万元行政处罚的决定，处罚

原因是昆仑信托在经营过程中，违反了《中华人民共和国银行业监督管理法》第四十六条的规定，违规向房地产开发企业发放流动资金信托贷款。

2017 年 12 月，中国人民银行西安分行管理部对昆仑银行西安泾河工业园支行做出行政处罚，昆仑银行西安泾河工业园支行被罚款 25 万元，2 名相关责任人被处以 2.5 万元罚款，处罚原因是昆仑银行西安泾河工业园支行在经营过程中违反了《反洗钱法》等相关规定。

2017 年 12 月，中国人民银行西安分行作出西银罚字〔2017〕第 16、17、18 号处罚决定书，由于昆仑银行股份有限公司西安分行违反《反洗钱法》等相关规定，决定对其处 60 万元罚款；对 2 名高管人员处以 9.5 万元罚款。

2018 年 4 月，陕西银监局针对 2017 年“三三四”检查发现的贷款回流借款人转作存款、贷款转存保证金签发银行承兑汇票并贴现、资金全部回流借款人问题，对昆仑银行西安分行 2 家支行分别行政处罚 23 万元、28 万元，共计处罚 51 万元，对相关支行负责人、公司业务负责人共 3 人行政警告处分。

总体看，近三年，公司子公司存在被监管部门采取监管措施或处罚的情况，相关企业内控制度和执行情况需要进一步完善和强化。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务包括财务公司、银行、金融租赁、信托、保险、保险经纪、证券业务和信用增进等。近年来，公司业务平稳发展，收入水平稳步增长；2016~2018 年，公司实现营业总收入分别为 288.30 亿元、293.05 亿元和 338.86 亿元，年均复合增长 8.41%；公司实现净利润分别为 122.01 亿元、135.12 亿元和 142.50 亿元，年均复合增长 8.07%。

表 2 公司营业总收入结构分析（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
财务公司	135.33	46.94	140.98	48.11	161.33	47.61
银行业务	93.70	32.50	101.31	34.57	120.63	35.60
金融租赁	27.31	9.47	29.21	9.97	33.84	9.99
信托业务	15.35	5.32	9.08	3.10	8.88	2.62
其他业务	16.62	5.77	12.48	4.25	14.17	4.18
合计	288.30	100.00	293.05	100.00	338.86	100.00

资料来源：公司年报，联合评级整理。

从收入构成看，财务公司业务、银行业务和金融租赁业务是公司主要收入来源；其中，财务公司业务收入是公司第一大收入来源，近三年其收入占比均保持在 46% 以上且占比较稳定，随着财务公司业务规模的扩大，其收入呈持续增长态势，三年复合增长 9.19%，2018 年实现收入 161.33 亿元，较 2017 年同比增长 14.44%。2016~2018 年公司银行收入增长较快，三年复合增长 13.47%，2018 年实现收入 120.63 亿元，同比增长 19.07%，收入规模占营业收入比重为 35.60%，为公司第二大收入来源。近三年，公司金融租赁业务稳步发展，三年复合增长 11.31%，2018 年实现收入 33.84 亿元，同比增长 15.85%，占营业收入比重为 9.99%。受通道业务规模下降影响，公司信托业务收入有所下降，三年复合减少 23.92%，2018 年实现收入 8.88 亿元，同比减少 2.15%，占营业总收入比重 2.62%，

占比较小。其他业务收入主要包括保险经纪业务收入、房租等，近三年波动减少，2018 年实现收入 14.17 亿元，占比为 4.18%，占比较小。

近三年，公司实现投资收益分别为 16.41 亿元、24.28 亿元和 26.52 亿元，三年复合增长 27.13%，系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融工具处置收益和应收款项类投资投资收益增长所致；投资收益对营业利润具有一定贡献度呈上升趋势，2018 年该数据为 15.54%，分别较 2016 和 2017 年增长 4.06 和 0.51 个百分点。

2019 年一季度，公司实现营业总收入 79.79 亿元，同比微幅下降 0.92%；实现投资收益（含公允价值变动损益）18.33 亿元，同比增长 208.57%，主要是基金投资、股权投资收益增加以及证券投资浮盈增加所致，投资收益（含公允价值变动损益）对营业利润贡献度增至 38.92%；实现净利润 39.54 亿元，同比增长 4.26%，增长幅度不高主要是业务及管理费、信用减值损失增加较多以及汇兑损益由正转负所致。

总体看，近年来，公司各项业务稳步发展，营业收入保持增长趋势，收入构成以财务公司业务、银行业务、金融租赁业务为主，财务公司收入是其第一大收入来源；投资收益对利润具有一定贡献度且逐年增长；但联合评级也关注到公司业务主要为金融业务，受政策及金融市场环境影响较大，存在一定不稳定性。

2. 财务公司业务

公司财务公司业务主要由子公司中油财务负责运营。中油财务成立于 1995 年，截至 2018 年末，中油财务注册资本为 83.31 亿元，公司通过子公司中油资本有限持有其 28.00% 股权，中石油集团将其对中油财务持有的 40.00% 股权交由公司进行托管，公司拥有的表决权比例为 68.00%。中油财务是经中国人民银行批准设立的非银行金融机构，主要为中石油集团及其成员企业提供财务管理及多元化金融服务，服务范围包括吸收存款、信贷业务、结算业务、资金业务、国际业务、中间业务以及投资业务。截至 2018 年底，中油财务总资产 4,598.44 亿元，所有者权益 662.46 亿元；2018 年，实现营业收入 96.69 亿元，净利润 75.82 亿元。

业务运营

中油财务按照中石油集团赋予的“内部银行”和“司库平台”定位，充分发挥集团资金归集平台、资金结算平台、资金监控平台、金融服务平台“四个平台”功能，以服务集团实体产业、协助集团提升资金管理水平为己任，为中国石油产业发展提供金融服务与支持。

中油财务收入主要来自发放贷款、同业业务以及债券投资形成的利息净收入，以及小部分手续费及佣金收入和收益。近三年，中油财务收入呈波动增长趋势，三年复合增长 6.31%，2018 年实现营业收入 96.69 亿元，同比增长 13.48%，主要是来自债券投资、存放同业规模增加导致其形成的利息收入增长所致。从收入占比来看，利息净收入为中油财务最大收入来源，近三年占比均保持在 80% 以上；主要为发放贷款及垫款所形成的利息净收入。手续费及佣金收入主要来自受托贷款的手续费及贷款外汇交易形成的手续费，收入规模及占比均不高。收益主要来自债务工具投资，近三年波动较大，分别为 7.08 亿元、2.47 亿元和 4.24 亿元，占比分别为 8.27%、2.89% 和 4.39%。

表 3 中油财务收入构成情况（单位：亿元，%）

业务种类	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
利息净收入	70.00	81.83	76.20	89.43	85.63	88.56
手续费及佣金净收入	8.46	9.89	6.54	7.67	6.81	7.05

收益	7.08	8.27	2.47	2.89	4.24	4.39
合计	85.55	100.00	85.20	100.00	96.69	100.00

资料来源：中油财务审计报告

注：收益含公允价值变动损益、汇兑损益、其他收益和收入。

吸收中石油集团成员单位存款是中油财务最主要的资金来源。从资金归集来看，中石油集团要求其核心企业资金归集至财务公司账户，核心企业包括中石油集团本部、全资及控股子公司；中油财务资金归集率在 50%左右，主要是大客户中石油股份为上市公司受关联交易限制导致部分资金未能归集以及昆仑银行吸收部分内部资金分流所致。2016~2018 年末，中油财务吸收存款分别为 2,356.12 亿元、2,956.03 亿元和 2,706.97 亿元，全部为中石油集团成员单位存款，存款利率多为基准上浮 20%。

信贷业务是中油财务的核心业务之一。近三年，中油财务贷款及垫款规模分别为 2,291.82 亿元、2,477.16 亿元和 2,182.64 亿元，规模变动不大。从行业来看，中油财务贷款主要投向勘探类和炼化类企业较多，区域主要分布在华北及东北区域；贷款期限以 3 年期为主，主要为信用贷款和保证贷款，贷款利率视企业资质分为基准利率和基准下浮 10%。

中油财务金融同业业务主要是提高公司资金使用效率，实现中油财务资金业务的安全性、流动性和收益性的有机统一。2016~2018 年末，中油财务存放同业款项分别为 1,223.84 亿元、1,152.67 亿元和 1,358.38 亿元，2017 年同比下降主要系 2016 年中石油集团和中石油股份存款大幅增加一次性因素影响；拆入资金分别为 665.30 亿元、694.81 亿元和 685.00 亿元，拆入资金规模较大主要是中油财务香港子公司境外拆入资金，主要用于中石油集团境外公司使用。

中油财务投资业务主要分为资金管理类和普通投资业务。资金管理类投资主要投资银行存款、逆回购等，主要用于满足公司流动性资金需求；普通投资一般投资国债、AAA 级别企业债、货币基金等。

风险管理水平

中油财务建立了分层分级的分析管理组织体系；董事会为风险管理的最高层级，负责审批风险管理的战略、政策和程序，确定公司可以承受的总体风险水平；董事会下设风险管理委员会，负责审查公司风险管理和内部控制政策，监督和评级公司风险管理架构的设置和风险控制情况，审查风险管理议案。第二层级为总经理/管理层，负责定期听取风险管理部门的工作汇报，确保落实各项风险管理政策；总经理/管理层设有信贷业务审查委员会和投资业务审查委员会，分别负责审核公司的信贷和投资业务报告，并将审核意见提交总经理或者授权管理层成员。风险管理部和其他业务部门为第三层级，风险管理部负责公司整体市场风险、信用风险、操作风险、流动性风险、法律合规风险及其他风险的识别、分析、监测、计量、控制、缓释。负责信贷、投资业务的风险审查；业务部门负责日常业务活动的风险识别、监测和风险控制的执行。

为防范中油财务业务发展过程中面临的流动性风险、操作风险、市场风险和信用风险，中油财务针对各项风险制定了相关政策和措施。针对信用风险，中油财务主要通过严格执行贷款三查机制，有效实施业务、风控、审计三层风险管控，审慎评估交易对手，加强内外部增信等方式管控信用风险。针对市场风险，中油财务严格按照董事会核定的可投资产品范围要求，以审慎的原则开展投资业务。主要通过控制投资标的、加强风险监控和授权管理等方式管控市场风险；中油财务投资标的主要为国债、高信用等级企业债券和同业存单等标准化固定收益类产品。针对操作风险，中油财务主要通过加强制度建设、流程建设和授权管理来管控操作风险。同时，中油财务坚持按年度开展内部控制自我测试，对制度执行、流程操作进行检查，实现了各项业务管理的制度化和规范化。针对

流动性风险，近年来，中油财务不断加强资金计划管理、加强国债回购和同业拆借市场操作，同时扩大与商业银行的综合授信额度，有效满足流动性需求。在确保公司流动性支付和尽力保障业务用款需求的前提下，提高公司沉淀资金盈利能力。

从资产质量来看，近三年，中油财务信贷资产不良率均为 0，资产质量很好。

总体看，中油财务各版块业务发展较好，收入主要来自信贷业务和投资业务；同时中油财务建立的风险管理体系能正常满足其发展需求，风控水平良好，整体资产质量很高。但联合评级也关注到，中油财务主要业务集中于中石油集团及其成员企业，其收入和资产质量受中石油集团内成员企业经营情况及相关行业风险影响较大。

3. 银行业务

公司商业银行业务由子公司昆仑银行负责运营。昆仑银行成立于 2002 年，截至 2018 年末，注册资本 102.88 亿元，公司通过中油资本有限持有其 77.09% 股权；截至 2018 年底，昆仑银行总资产 3,511.38 亿元，所有者权益 304.85 亿元；2018 年，实现营业收入 67.10 亿元，净利润 32.75 亿元。

业务运营

昆仑银行依托中石油集团的资源优势，将“成为能源领域最具实力优秀商业银行”作为战略目标。昆仑银行主要通过是在信贷业务中收取息差的方式和在中间业务中收取手续费收入的方式获得盈利。目前，昆仑银行的营业网点主要分布于中国石油集团的主要生产区域，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。受战略定位与客户群体影响，昆仑银行存贷款业务以公司银行业务为主，零售银行业务为辅。此外，昆仑银行不断发展金融市场业务，金融市场业务已成为新的利润增长点，并在调节流动性方面发挥作用。近三年，昆仑银行营业收入分别为 52.08 亿元、54.01 亿元和 67.10 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 13.51%，主要系利息收入的增长所致。2018 年，昆仑银行营业收入以利息净收入（占比 88.44%）为主。2016~2018 年，昆仑银行利息净收入分别为 46.92 亿元、51.23 亿元和 59.34 亿元，年均复合增长 12.46%，主要系拆出资金、发放贷款及垫款和交易性债券利息收入大幅增长所致。

表 4 昆仑银行收入结构情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
利息净收入	46.92	51.23	59.34
手续费及佣金净收入	1.52	1.80	1.57
收益	3.63	0.98	6.18
其他业务收入	0.01	0.01	0.01
合计	52.08	54.01	67.10

数据来源：公司提供，联合评级整理；

注：收益含投资收益、公允价值变动损益、汇兑收益、资产处置收益和其他收益。

公司金融业务方面，近年来，昆仑银行将产融结合作为公司业务发展的主要方向，坚持发展特色业务，昆仑银行不断丰富产品体系，陆续研发了“租融通、投融通、站点贷、商保贷”等新产品，与原有产品“油企通、商信通、物采通、燃气贷、促销贷”相互补充，“昆仑快车”产品谱系得到丰富；制定产业链金融系统需求与建设方案，实现“商信通、油企通”产品的在线办理；修订小微企业授信制度，完善小微金融评价模型，持续推动小微金融事业部建设，促进小微企业业务发展，推动公司贷款业务发展。昆仑银行取得国库现金管理存款银行资质，不断改善服务质量，提升获客能力。此外，昆仑银行与多家伊朗银行进行业务往来，推动公司存款业务发展。近年来，昆仑银行

对公存款规模稳步增长；截至 2018 年末，对公存款（含保证金、财政性存款和应解汇款，下同）总额 1,075.23 亿元，占存款总额的 69.01%。贷款方面，昆仑银行公司贷款规模较快增长，但受客户资源有限加之宏观经济增速放缓，企业信贷需求减弱影响，昆仑银行转贴现业务发展较快，贴现资产占对公贷款的比重较大，但已有逐步压缩态势。截至 2018 年末，昆仑银行对公贷款（含贴现）总额为 910.89 亿元，占贷款和垫款总额的 75.24%，其中贴现资产 336.32 亿元，占对公贷款总额的 27.78%。

零售银行业务方面，昆仑银行围绕战略定位，不断发展零售业务，零售银行业务规模持续扩大。近年来，昆仑银行积极应对市场变化，突出零售业务的产融特色化发展，加快产品创新和品牌建设，依托互联网金融平台，加强零售产品与服务的应用推广，完善线上线下一体化服务能力，零售业务的综合服务水平和市场竞争力持续提升持续优化手机银行、网上银行的业务功能，不断提升客户体验，电子渠道的服务和获客能力显著提高，为零售业务发展提供有力支撑。近年来，昆仑银行个人存、贷款业务规模持续提升，占存贷款总额的比重也有所提高。2018 年，昆仑银行个人贷款及储蓄存款规模持续增长；截至 2018 年末，昆仑银行个人贷款和垫款余额 152.22 亿元，占贷款和垫款总额的 12.57%，较上年增长 1.46 个百分点；个人储蓄存款余额 482.82 亿元，占存款总额的 30.99%，较上年增长 3.79 个百分点。

金融市场业务方面，近年来，受利率市场化净利差持续收窄的影响，昆仑银行存贷款利息净收入增长受阻，因此昆仑银行大力发展金融市场业务，提升整体资金收益水平。昆仑银行同业业务以保障全行流动性为首要目标。昆仑银行通过发行同业存单等方式保持较大规模的市场资金融入力度，为资产端业务的发展提供资金支持；通过加大卖出回购操作力度调节全行流动性；在保持流动性和信贷规模稳定增长的同时逐步减少同业资产配置以稳定资金业务规模。截至 2018 年末，昆仑银行市场融入资金余额 1,563.57 亿元，较年初增长 18.11%，占负债总额的比重为 48.76%，较上年末增长 3.05 个百分点，昆仑银行对市场融入资金的依赖度较高；其中，同业及其他金融机构存放款项余额 939.67 亿元，应付债券 337.60 亿元，主要为发行同业存单；昆仑银行同业资产余额 454.82 亿元，占资产总额的 12.95%。

昆仑银行投资资产主要投向为债务融资工具、信托及资管类资产。近年来，为提升收益水平，昆仑银行不断发展债券投资业务，债务融资工具投资规模逐年增加；信托类产品投资受到非标类投资业务监管趋严的影响，规模有所压缩。2016~2018 年分别实现投资收益 1.24 亿元、-0.59 亿元和 1.32 亿元；分别实现交易性债券利息收入 1.03 亿元、1.62 亿元和 8.81 亿元；分别实现应收款项类投资利息收入 27.35 亿元、25.58 亿元和 23.91 亿元。

风险管理分析

董事会及其专门委员会、管理层及其专门委员会是昆仑银行风险管理的最高管理和决策机构，风险与合规部及各风险类别的牵头管理部门是昆仑银行风险管理的主要实施部门。昆仑银行形成了覆盖信用风险、市场风险、操作风险、流动性风险、国别风险、声誉风险、战略风险、法律风险等风险类别的全面风险管理组织架构。近年来，昆仑银行持续优化风险管理组织框架，不断梳理明确风险管理各项职责；健全风险管理三级联系人网络，明确风险信息汇报路径，优化风险管理报告体系；深入推进风险管理工具在风险管理中的应用，增强对实质性风险的把控。

针对信用风险，近年来，昆仑银行不断加强信用风险管理，对审批权限、贷后管理等方面进行较为详细的规定，并通过不良贷款率、客户授信集中度、贷款风险迁徙率等风险指标加强信用风险的监测，同时合理运用抵质押品和保证等方式缓释各类信用风险。此外，昆仑银行依靠信息管理系统对风险进行计量、监测和报告，提前介入重大风险项目等方式严防信用风险；重新修订法人信贷资产质量分类管理办法，指导分行严格执行分类定义，有效加强信贷资产质量管理。作为中石油

集团控股的商业银行，昆仑银行客户群体主要为大型国企和石油石化产业链上下游企业，故贷款行业主要分布于制造业、商业贸易业、采矿业、电力、燃气及水的生产和供应业以及交通运输、仓储和邮政业。近年来，昆仑银行前五大贷款行业集中度有所上升；截至 2018 年末，昆仑银行前五大行业贷款合计占比 52.11%，第一大行业制造业贷款占比 14.81%。此外，昆仑银行贴现资产规模较大，2018 年末贴现资产占贷款余额的 30.37%，行业分布主要为制造业、商业贸易业等。昆仑银行对贷款客户实行统一授信管理，通过对集中度指标进行日常监控，防范贷款客户集中风险。近三年，昆仑银行单一集团客户贷款集中度波动增长，分别为 7.17%、8.30%和 7.98%，整体看，昆仑银行客户贷款集中风险可控。近三年，昆仑银行不良贷款率均呈持续下降态势，不良贷款率分别为 1.71%、1.57%、1.36%，昆仑银行风险控制能力有所提高。

针对市场风险，昆仑银行的市场风险分为汇率风险和利率风险。昆仑银行董事会承担市场风险管理的最终职责，负责监督管理层关于市场风险的控制情况；管理层负责制定市场风险管理政策；计划财务部负责全行资产负债比例管理，并对交易账户和银行账户履行识别、计量和监测风险的职能；金融市场部和国际业务部在市场风险限额内开展业务。近年来，昆仑银行不断优化市场风险管理体系，深入推广风险计量结果在业务和管理中的应用；设立头寸、止损、风险价值等限额，增强对市场风险的控制；强化市场风险指标在绩效考核中的应用，发挥风险计量结果在业务决策中的引导作用，形成主动的风险管理理念；依托市场风险管理系统、市场风险数据管理系统，对风险计量结果和限额执行情况进行有效监控、管理和报告。

针对流动性风险，昆仑银行董事会承担流动性风险管理的最终职责，其他层级承担各自的流动性风险管理和监督职能。昆仑银行流动性管理的目标是通过建立健全流动性风险管理体系，实现对集团和法人层面、各附属机构、各分支机构、各业务条线的流动性风险充分识别、准确计量、持续监测和有效控制，确保在正常经营条件及压力状态下，流动性需求能够及时以合理成本得到满足。昆仑银行主要采取如下流动性风险管理措施：一是完善流动性风险组织结构，优化流动性风险管理体系，实施流动性限额管理，定期进行压力测试，开展应急演练，确保流动性风险管理应急计划的有效性，强化流动性风险报告机制；二是合理匹配资产负债结构，保证各项主要资产负债平稳增长、协调发展，资金来源匹配；三是加强主动负债管理，确保货币市场、同业存单、同业存款、央行资金运用等融资渠道畅通，积极拓展大额存单等创新业务品种，多元化主动负债来源，支持资产业务开展；四是做好日常流动性管理，动态调整流动性组合管理，加强流动性备付管理，保持合理的备付水平，提高日间资金管理效率；五是积极推进流动性风险管理系统建设，提高流动性风险管理的精细化和自动化水平。近三年，昆仑银行流动性比例和流动性缺口率远远高于监管指标，昆仑银行防控流动性风险的能力较强。总的来看，昆仑银行短期流动性压力小，防控流动性风险的能力较强。

表 5 昆仑银行流动性风险监管指标（单位：%）

监管指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	监管标准
流动性比例	30.50	50.53	106.50	≥25%
流动性缺口率	-4.31	3.03	43.81	≥-10%

资料来源：公司提供，联合评级整理。

针对操作风险，近年来，昆仑银行不断完善操作风险管理机制，组织开展多种形式、多个条线的专项检查和抽查，持续优化业务处理流程，完善各项产品制度，加强系统建设与功能完善，全面提高全渠道风险控制能力和风险防范的主动性；修订多项制度，适时开展员工培训，提升员工的操作风险防范意识、风险识别与管控能力以及风险防范的协同性，为业务平稳运行提供保障。此外，

针对规模相对较大的票据业务，昆仑银行一方面加大风险排查力度，另一方面压缩易出现操作风险的纸质票据业务规模，重点开展电子票据业务。

总体看，近年来昆仑银行业务规模不断增长，公司金融业务稳步增长，零售银行业务持续快速增长，金融市场业务大力提升，债券投资规模逐年增加。同时，昆仑银行不断完善风险管理架构，风险管理水平基本能够满足当前业务的需要。随着外部环境的变化和自身业务种类的丰富，对风险管理水平提出更高要求。

4. 金融租赁业务

公司金融租赁业务由子公司昆仑金融租赁负责运营。昆仑金融租赁成立于 2010 年，截至 2018 年末，昆仑金融租赁注册资本为 79.61 亿元，公司通过子公司中油资本有限持有其 60.00% 的股权。昆仑金融租赁是银保监会监管的第一家大型产业集团背景的金融租赁公司，截至 2018 年末，昆仑金融租赁资产总额 582.36 亿元，负债总额 477.24 亿元，所有者权益 105.12 亿元；2018 年实现营业收入 14.59 亿元，净利润 9.47 亿元。

业务运营

昆仑金融租赁主营业务以融资租赁业务为主，同时发展部分经营租赁业务。近三年，受益于租赁业务规模的扩大，昆仑金融租赁收入逐年增长，三年复合增长 4.75%。昆仑金融租赁收入主要来自租金利息收入、服务咨询费收入和其他收入；其中，租金利息收入是昆仑金融租赁主要收入来源，近三年其占比均保持在 90% 左右。

表 6 昆仑金融租赁收入结构分析（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
租金利息收入	23.22	89.69	24.08	91.78	26.53	93.39
服务咨询费收入	2.49	9.62	1.60	6.10	1.27	4.47
其他	0.18	0.70	0.56	2.12	0.61	2.14
合计	25.89	100.00	26.24	100.00	28.41	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

昆仑金融租赁依托中国石油集团的资源优势，形成了“能源、交通运输、公共事业”三大基础业务板块，并逐渐形成能源领域的核心竞争力。昆仑金融租赁按照业务区域的划分成立了六个业务部门，围绕区域布局开拓市场；其中，华北市场重点针对天然气、电力领域开发项目，探索特色化租赁业务模式；西南市场重点进行能源企业的营销，围绕石油天然气产业链开展融资服务；“长三角”区域侧重水务、热力、能源和先进制造业项目；珠三角、环渤海重点开发基础设施、码头、制药、高速公路和石油石化等行业。目前，昆仑金融租赁业务覆盖全国 28 个省、直辖市，形成了涵盖股东关联客户、战略合作客户和社会客户的基本客户体系。近三年，昆仑金融租赁业务规模逐年扩大，2016 和 2017 年，昆仑金融租赁款投放额分别为 122.87 亿元和 185.37 亿元；2017 和 2018 年末，昆仑金融租赁融资租赁资产余额分别为 463.90 亿元和 492.40 亿元。从行业分布来看，公司租赁资产前五大行业分别为交通运输、仓储和邮政业，制造业，电力、热力燃气及水的生产和供应业，采矿业和水利、环境、公共设施管理业，占比分别为 57.35%、12.18%、9.75%、8.53% 和 5.52%。

昆仑金融租赁将能源行业业务作为支柱业务，以深度产融结合和开发“大能源”领域市场作为战略核心，实施优先发展石油天然气，煤炭、水电、核电、风电、光电并举的能源市场投放策略。

昆仑金融租赁能源租赁业务客户多为油气产业链客户（含油气开采装备制造业）、国内大中型优质电力开发企业和大型煤炭开发企业，财务实力雄厚，违约风险较低。

昆仑金融租赁将交通运输作为继能源领域之后的又一重要业务板块，在铁路运输、道路运输、水上运输、航空运输及管道运输等国民经济基础产业不断优化投放结构。目前，昆仑金融租赁已与多家政府企业建立战略合作关系，为各地轨道交通、城市道路建设和航运提供融资解决方案，并于2015年开展飞机租赁业务。租赁物主要包括轨道交通、飞机、高速公路、汽车和铁路运输设备、船舶等。整体看，公司的交通运输融资租赁业务规模和融资租赁资产总额中的占比均保持稳定。

昆仑金融租赁的公共事业租赁业务主要拓展民生领域市场；近年来，昆仑金融租赁持续拓展污水处理、热力、燃气、水务等关系国计民生的地方重大工程。客户选择方面，昆仑金融租赁着力开发业务部门所处地区的重点中心城市、省会城市及地级市的基础设施项目，优选企业自身盈利能力较好、财务独立性较强的项目进行操作；但与其他租赁业务相比，此类业务的租赁物往往变现能力较差，对昆仑金融租赁的风险管控能力提出了更高的要求。2017年以来，昆仑金融租赁在排查存量项目风险的基础上，对增量基础设施建设项目采取审慎的态度，优选地方经济发展好、财政实力强、企业自主经营现金流稳定、融资能力强的客户合作。昆仑金融租赁其他租赁业务以钢铁、化工、制药等非能源行业大型设备设施、厂房和水务设施等租赁物为主要标的。

风险管理分析

昆仑金融租赁按照“三会分设、三权分开、有效制约、协调发展”的原则，搭建了“业务风险管理线、职能风险管理线和内控审计线”三线一体的全面风险管理架构。昆仑金融租赁业务风险管理线主要为6个业务部门，主要负责租赁项目的开发、尽职调查、方案设计、合同谈判、条件落实、放款、租金调整及租后管理等；职能风险管理线包括风险管理及关联交易控制委员会、项目评审委员会、风险管理部、资产管理部等职能部门，主要职责是负责客户信用评估、项目风险审查与审议、条件落实审查及租后管理等；内控审计线包括审计委员会、内部控制管理委员会及法律合规部，主要职责是对业务风险管理线、职能风险管理线的工作进行监督、检查并督促整改，确保制度和流程有效落实、合规运营。

针对信用风险，昆仑金融租赁研究设立项目操作标准，制定了《租赁项目操作底线指导意见》，不断完善评审会议事规程，引入专家评委；规范租后管理，制定了《租后现场检查流程》及《关于上报项目重大风险事件的通知》。从客户融资集中度来看，截至2018年末，昆仑金融租赁单一集团客户融资集中度为28.27%，客户集中度较高。从承租人类型来看，昆仑金融租赁主要客户为国有及国有控股企业，信用状况良好。截至2018年末，不良资产率0.71%，较年初下降0.06个百分点，不良贷款余额4.12亿元，较年初基本持平。

昆仑金融租赁流动性风险管理遵循集中性、独立性、预测性、应急性等基本原则。近年来，昆仑金融租赁对流动性管理保持适度前瞻性，合理预估未来的资金需求，并寻求相应的资金来源；通过日常头寸分析按日预测资金，定期开展流动性缺口分析，确保资金供需平衡，并为非预期现金流需求预备缓冲方案。昆仑金融租赁在资金来源上寻求中石油财务的借款。公司和中石油集团也承诺在昆仑金融租赁出现支付困难时，给予流动性支持，以化解出现的流动性风险。此外，昆仑金融租赁还通过发行金融债等方式实现融资多元化，分散流动性风险。

针对市场风险，昆仑金融租赁建立了市场风险监测分析体系、市场风险限额体系、市场风险管理报告体系等，以定期反映市场风险情况，建立对冲机制、压力测试和应急处理机制等管理市场风险。2016年以来，昆仑金融租赁飞机租赁业务快速发展，需进一步加强汇率风险管控水平。

针对操作风险，昆仑金融租赁遵循“集中管理，分散控制”的原则，责任部门为法律合规部，

协管部门为公司各部门。近年来，昆仑金融租赁制定了《规章制度管理办法》并及时修订部门职责和岗位职责，组织员工签订年度《案件防控责任书》，明确案防管理要点和责任，建立和实施轮岗和强制性休假制度，操作风险管理制度不断完善；修订《内部控制管理手册》，实施内部控制自我测试，对发现的问题督促整改，确保制度、流程与操作的一致性。

总体看，昆仑金融租赁业务发展较好，业务规模逐年增长并形成了“能源、交通运输、公共事业”三大基础业务板块，客户结构以国有企业为主；风险管理体系能正常满足其发展需求，风控水平良好，整体资产质量很高。但是，昆仑金融租赁存在行业和客户集中风险且对中石油集团内部资金依赖度较高，需对此保持关注。

5. 昆仑信托业务

公司信托业务由昆仑信托负责运营；昆仑信托成立于 1986 年，截至 2018 年末，昆仑信托注册资本 102.27 亿元，公司通过中油资产持有其 82.18% 股权。截至 2018 年末，昆仑信托资产总额 131.76 亿元，负债总额 3.43 亿元，所有者权益 128.33 亿元；2018 年，昆仑信托实现营业收入 15.07 亿元，净利润 9.78 亿元。

业务分析

昆仑信托经营信托业务和固有业务；信托业务包括融资信托、证券投资信托、股权投资信托、房地产信托、基金化信托等；固有业务包括固定收益类品种投资和证券类品种投资等。从收入构成来看，2016 年昆仑信托收入主要来自信托业务形成的手续费及佣金收入，占比为 80.48%；自 2017 年开始，随着固有业务规模的扩大，投资收益占比有所提高，2018 年手续费及佣金收入和投资收益分别为 8.73 亿元和 6.18 亿元，占比分别为 57.95% 和 41.01%。

表 7 昆仑信托收入结构情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金收入	9.59	80.48	8.73	56.44	8.73	57.95
投资收益	2.21	18.58	6.74	43.56	6.18	41.01
其他	0.11	0.94	0.31	2.01	0.16	1.05
合计	11.91	100.00	15.78	100.00	15.07	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从昆仑信托管理信托规模来看，随着被动管理规模的变动，近三年，信托规模呈波动增长趋势，三年复合增长 42.57%；截至 2018 年末，昆仑信托信托规模为 2,896.37 亿元，其中主动管理类和被动管理类信托规模分别为 1,764.52 亿元和 1,131.85 亿元，占比分别为 60.92% 和 39.08%，以主动管理为主。

表 8 昆仑信托信托资产情况（单位：亿元）

项目	2016 末	2017 末	2018 年末
主动管理型	1,134.51	1,848.40	1,764.52
被动管理型	290.50	1,638.08	1,131.85
合计	1,425.01	3,486.48	2,896.37

资料来源：昆仑信托年报、公司提供，联合评级整理。

近三年，昆仑信托固有业务规模大幅增长，主要是 2017 年公司对其增资所致，三年复合增长

43.20%，2018 年末昆仑信托固有业务规模为 131.76 亿元；投资结构以固定收益类投资为主，小部分股票、基金投资。

风险管理水平

昆仑信托遵循合规性、全面性、审慎性、适时性原则，坚持以制度为基础、以流程为依托，充分识别和评估各类风险，将风险管理覆盖到公司经营管理的各个环节和岗位中；对各业务类型，分别确定相应的风险容忍度，并确保总体风险敞口在公司风险容忍度的范围内。昆仑信托设立了风险控制委员会，负责根据国家经济金融政策和相关监管制度，通过审核、批准风险管理和控制的政策及制度，对风险进行整体分析和评估，以及对昆仑信托运作过程中的重大事项进行风险管理和控制，建立昆仑信托风险管理和控制体系，以防范风险。

针对信用风险，昆仑信托充分利用行业和企业信息，进行信用风险评估，审批项目，监测风险资产，进行风险预警和风险处置，形成信用风险分析报告。昆仑信托设置有抵押和保证贷款管理原则，抵押品评估价值由中介评估部门确认，融资本金基本上不高于抵押品确认价值的 55%。截至 2018 年末，昆仑信托受托管理信托资产不良率为 0.35%。

针对证券市场风险，昆仑信托以稳健、谨慎的投资理念投资证券产品；制定了证券业务的规章制度，规范操作程序，设定风险防范措施；建立日常的业务决策审批制度；引进、配备高素质的专业人才，组织专门人员研究金融市场形势，分析证券市场行情，为业务决策审批提供方案，在市场风险可控的状况下，实施证券投资运营。

操作风险方面，昆仑信托制定了操作风险管理制度，操作风险管理覆盖公司各个部门，并由稽核审计部对操作风险管理体系的运作情况进行定期检查评估。

合规风险方面，公司设置法律合规部，全面负责公司合规工作。同时根据政策规定和监管部门指导意见，在公司层面通过完善制度，确保有关政策得以顺利执行。2017 年昆仑信托因违规向房地产开发企业发放流动资金信托贷款被中国银行业监督管理委员会宁波监管局处以二十万元罚款，该信托属事务管理类项目，委托人为风险承担主体，公司作为委托人和融资人的通道不承担主动管理和实质风险责任。

总体看，昆仑信托业务包括信托业务和固有业务，近年来发展平稳；昆仑信托建立了较为完善的风险管理体系；但同时，联合评级也关注到昆仑信托投资收益占比较高，该部分收益受市场影响较大，存在一定不稳定性。

6. 其他子公司

专属保险公司成立于 2013 年，公司持有其 40% 股权，经营中石油集团自保业务。中石油专属财产保险股份有限公司是经原中国保监会批准，由中石油集团和中石油股份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石油集团内部，经营范围是中石油集团及其关联企业的财产损失保险、责任保险、信用保险和保证保险、短期健康保险、意外伤害保险和上述业务的再保险，以及国家法律、法规允许的保险资金运用等业务。

中意财产保险成立于 2007 年，公司持有其 51% 股权，经营财产保险业务。中意财产保险有限责任公司是经原中国保监会批准成立的由中石油集团和意大利忠利保险有限公司合资组建的全国性合资财产保险公司，是中国首家中外合资的财产保险公司。中意财险经营主要险种包括机动车辆险、企业财产险和责任险、各类油气能源类保险产品、家庭财产保险、短期健康保险、意外伤害保险等多种类型产品，形成了多样化的财产保险产品体系。

昆仑保险公司成立于 2003 年，公司持有其 51% 股权，经营保险经纪业务。昆仑保险经纪股份有

限公司是经原中国保监会批准的全国性保险专业中介机构，是中国内地第二家取得劳合社注册经纪人资质的保险经纪公司；主要经营风险管理咨询、损失风险咨询、保险经纪等业务，客户及项目涉及石油石化能源、建筑工程、交通运输、装备制造、进出口贸易、信息技术、金融等多个行业。

表 9 子公司主要财务数据（单位：亿元）

公司名称	资产总额	负债总额	所有者权益	营业收入	净利润
专属保险公司	134.21	71.84	62.37	8.73	3.15
中意财产保险	27.53	19.22	8.30	5.33	-0.22
昆仑保险公司	8.32	0.51	7.81	3.03	1.45

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司子公司业务运营平稳，可为公司形成一定业务收入和利润补充。

7. 未来发展

公司重组上市后，综合分析国内外宏观环境，把握金融行业发展趋势，深刻剖析自身优势和突出问题，从金融业务的地位作用和肩负的历史责任出发，确定今后一个时期公司的奋斗目标是：坚持产业金融定位，坚持低风险偏好，坚持专业化管理、市场化运作、特色化服务、协同化发展方向，依托资源优势，发挥上市公司金控平台作用，推进产融结合、融融协同，做深做透油气产业链金融，高效服务油气产业链，大力开发新市场、新客户、新渠道，提升服务实体经济能力，努力建设成为一流综合性特色化金融企业。

2019 年总体工作思路是：公司紧紧围绕打造富有活力和竞争力的产业金融、建设一流综合性特色化金融企业目标，坚持稳健发展，注重改革创新和风险合规，注重产融结合融融协同，努力实现特色鲜明、风控先进、科技引领、机制高效、业绩一流的高质量发展。

总体看，公司定位明确且目标清晰，发展规划符合现状及自身的业务特点，能够充分利用自身的优势资源开展业务。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2018 年度合并财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留意见。2019 年一季度报表未经审计。2017 年公司财务报表的合并范围较 2016 年末发生重大变化；2018 年公司财务报表的合并范围较 2017 年增加了多家金融租赁公司，均为昆仑金融租赁新成立的子公司，对财务报表的影响较小，财务数据的可比性较强。

公司于 2019 年 1 月 1 日执行新金融工具准则，调整情况主要包括：

①依据新金融工具准则将原金融投资工具按照以摊余成本计量、以按公允价值计量且其变动计入其他综合收益及以按公允价值计量且其变动计入当期损益的分类重新列报和计量；

②依据新金融工具准则将预期信用损失减值和公允价值变动收益追溯调整至期初所有者权益，但并不重述比较期数字；

③依据 2018 年度金融企业财务报表格式的要求，公司下属子公司在实施新金融工具准则后将基于实际利率法计提的金融工具的利息应包含在相应金融工具的账面余额中，并反映在相关“拆出资金”“债权投资”“其他债权投资”“发放贷款和垫款”“应付债券”“长期借款”等项目

中。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 8,914.06 亿元，负债总额 7,491.07 亿元，所有者权益合计 1,422.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益 773.80 亿元；2018 年，公司实现营业总收入 338.86 亿元，净利润 142.50 亿元，其中归属母公司所有者利润 72.38 亿元，经营活动现金流净额-271.31 亿元，现金及现金等价物净增加额 198.47 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 9,021.10 亿元，负债总额 7,552.89 亿元，所有者权益合计 1,468.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益 800.60 亿元；2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 79.79 亿元，净利润 39.54 亿元，其中归属母公司所有者利润 21.05 亿元，经营活动现金流净额-42.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 45.12 亿元。

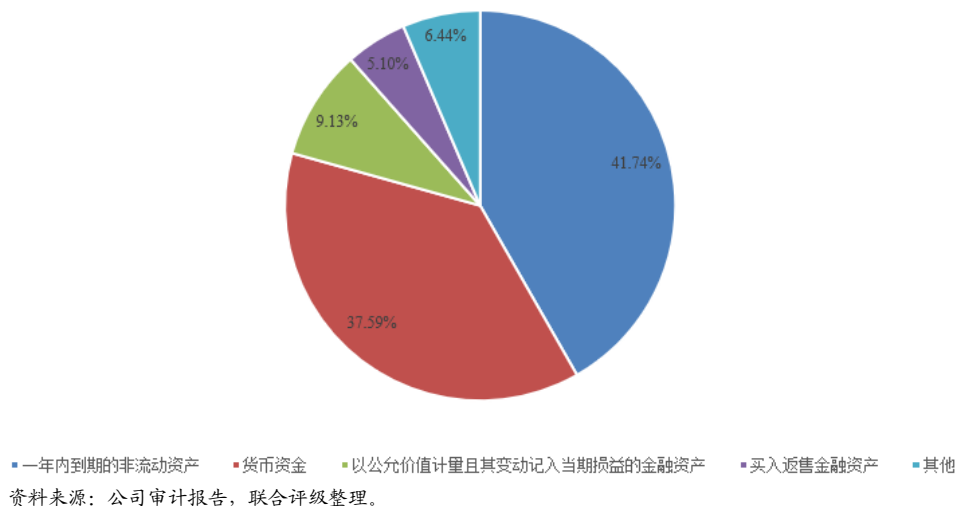
2. 资产质量

2016~2018 年末，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 7.23%，截至 2018 年末，公司资产总额 8,914.06 亿元，较年初增长 2.97%；2016~2018 年末，公司资产构成中，流动资产占比分别为 59.38%、67.75%和 67.44%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2016~2018 年末，公司流动资产连续增长，年均复合增长 14.28%，主要系拆出资金、买入返售金融资产、一年内到期的非流动资产和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增加所致；截至 2018 年末，公司流动资产 6,011.74 亿元，较年初增长 2.50%，主要系货币资金、拆出资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增加所致，流动资产构成以一年内到期的非流动资产（占比 41.74%）、货币资金（占比 37.59%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 9.13%）和买入返售金融资产（占比 5.10%）为主。

图 4 截至 2018 年末公司流动资产构成



公司一年内到期的非流动资产主要包括一年内到期的发放贷款及垫款、一年内到期的应收款项类投资和一年内到期的可供出售金融资产等，2016~2018 年末，公司一年内到期的非流动资产波动增长，年均复合增长 12.87%。截至 2017 年末，公司该科目为 2,988.27 亿元，较 2016 年末增长 51.71%，主要是一年内到期的发放贷款及垫款和一年内到期的应收款项类投资增长较多所致；截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动资产 2,509.50 亿元，较年初减少 16.02%，主要系昆仑银行一年内到期

的发放贷款和垫款以及一年内到期的应收款项类投资规模减少所致；公司一年内到期的非流动资产中一年内到期的发放贷款及垫款占比 64.73%，一年内到期的可供出售金融资产占比 18.65%，一年内到期的应收款项类投资占比 10.61%。

2016~2018 年末，公司货币资金波动减少，年均复合减少 2.96%。截至 2018 年末，公司货币资金 2,259.60 亿元，较年初增长 6.81%，主要系存放同业款项大幅增加所致。截至 2018 年末，公司货币资金中，法定存款准备金 359.13 亿元，占公司货币资金的比重 15.89%，财政性存款 0.05 亿元，这些准备金和存款不能用于公司的日常业务。

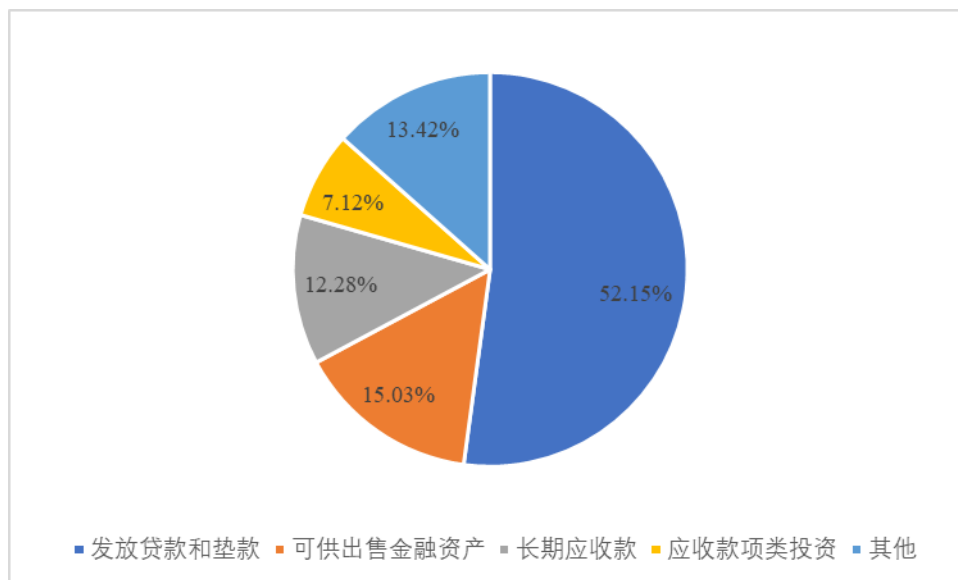
2016~2018 年末，公司以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产持续大幅增长，年均复合增长 143.65%。截至 2018 年末，公司以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产 549.09 亿元，较年初大幅增长 205.13%，主要系基金和企业债投资增加所致。

公司买入返售金融资产主要为债券和票据等，2016~2018 年末，公司买入返售金融资产波动增长，年均复合增长 129.08%，主要系公司根据资金头寸管理需要，调整资产配置结构所致。截至 2018 年末，公司买入返售金融资产 306.69 亿元，较年初减少 0.16%；公司买入返售金融资产中债券余额 303.67 亿元（占比 99.01%），其中有 265.08 亿元为商业银行发行的债券；票据余额 3.17 亿元（占比 1.04%），其中，票据计提 0.15 亿元的坏账准备（占比 0.05%）。

非流动资产

2016~2018 年末，公司非流动资产波动减少，年均复合减少 4.00%；截至 2018 年末，公司非流动资产 2,902.32 亿元，较年初增长 3.96%，非流动资产构成以发放贷款和垫款（占比 52.15%）、可供出售金融资产（占比 15.03%）、长期应收款（占比 12.28%）和应收款项类投资（占比 7.12%）为主。

图 5 截至 2018 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2016~2018 年末，公司发放贷款和垫款波动减少，年均复合减少 7.87%，主要系境外贷款有所减少所致。截至 2018 年末，公司发放贷款和垫款 1,513.67 亿元（不含一年内到期的发放贷款及垫款），较上年末增长 4.67%，计提贷款损失准备 168.44 亿元，占发放贷款及垫款总额 3,306.46 亿元（含一年内到期的发放贷款及垫款）的 5.09%。

公司可供出售金融资产主要由可供出售债务工具和可供出售权益工具构成。随着公司加大对债务工具的投资，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 26.49%。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产 436.36 亿元，较上年末增长 22.30%；其中，可供出售债务工具和权益工具占比分别为 92.37%和 7.63%，可供出售债务工具全部为以公允价值计量；公司对可供出售金融资产计提减值准备 7.47 亿元，其中可供出售债务工具计提减值准备 2.39 亿元，可供出售权益工具计提减值准备 5.08 亿元。

公司应收款项类投资主要为公司持有的信托类产品、理财产品和资产管理类产品等；近三年，受公司清理信托和资管类产品影响，公司应收款项类投资持续减少，三年复合减少 32.67%，截至 2018 年末，公司应收款项类投资 206.59 亿元，较上年末大幅减少 37.48%，主要系信托和资管类投资减少所致。

公司长期应收款主要为融资租赁款，2016~2018 年末，公司长期应收款逐年增长，年均复合增长 4.87%；截至 2018 年末，公司长期应收款 356.54 亿元，较上年末增长 8.70%，主要系融资租赁业务规模扩大所致。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 9,021.10 亿元，较年初增长 1.20%，资产构成仍以流动资产为主但其占比下降至 61.69%，主要是货币资金以及一年内到期的非流动资产下降较多所致，流动资产构成以货币资金（占比 36.54%）、交易性金融资产（占比 10.03%）、一年内到期的非流动资产（占比 33.83%）、买入返售金融资产（占比 6.57%）和其他流动资产为主（占比 6.84%），其中其他流动资产较年初增幅较大（增幅 6,088.80%）主要是实施新金融工具会计准则调整报表列报科目所致；非流动资产构成以发放贷款及垫款（占比 49.73%）、债权投资（占比 9.90%）、其他债权投资（占比 11.54%）、长期应收款（占比 9.75%）和其他非流动金融资产（占比 10.74%）为主，构成变动主要是新会计准则影响，科目可比性不强。

总体看，近年来，公司资产规模稳步增长，资产结构由以流动资产为主，资产主要以货币资金、企业贷款和垫款和债权投资为主，资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

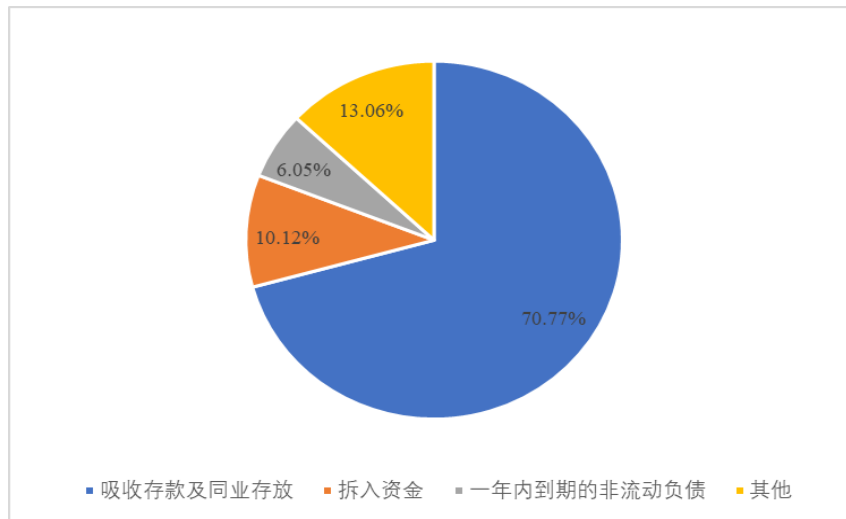
（1）负债

2016~2018 年末，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 6.97%；2016~2018 年末，公司负债构成中，流动负债占比分别为 95.02%、95.63%和 96.62%，占比有所上升，公司负债以流动负债为主，资产负债匹配度一般。

流动负债

2016~2018 年末，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 7.86%，主要系吸收存款及同业存放、卖出回购金融资产款、其他流动负债和一年内到期的非流动负债增加所致；截至 2018 年末，公司流动负债 7,237.84 亿元，较年初增长 3.11%，流动负债由吸收存款及同业存放（占比 70.77%）、拆入资金（占比 10.12%）和一年内到期的非流动负债（占比 6.05%）构成。

图 6 截至 2018 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2016~2018 年末，公司吸收存款及同业存放波动增长，年均复合增长 4.54%，主要是存放同业增加所致。截至 2018 年末，公司吸收存款及同业存放 5,121.95 亿元，较年初减少 3.75%；其中，吸收存款 4,215.02 亿元，吸收存款中公司客户和个人客户分别占比 62.07%和 31.81%，公司吸收存款以公司客户为主；同业及其他金融机构存放款项中，境内银行同业存放占比 29.33%，境内其他金融机构存放占比 20.66%，境外银行同业存放占比 50.01%。

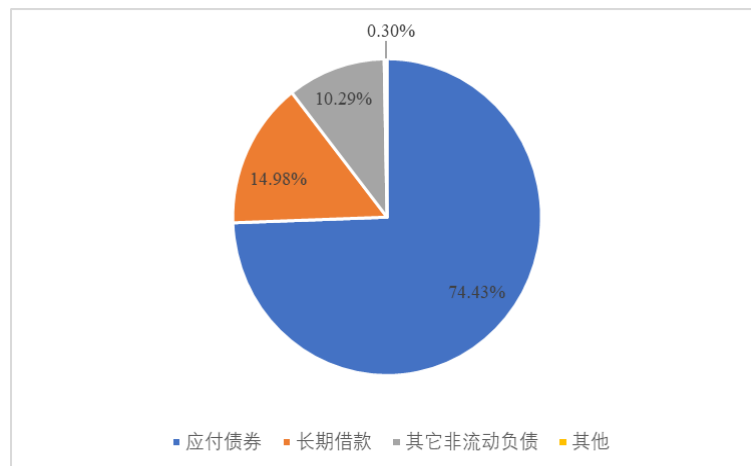
2016~2018 年末，公司拆入资金波动减少，年均复合减少 0.84%。截至 2018 年末，公司拆入资金 732.77 亿元，较上年末减少 8.73%，主要系境内银行同业拆入大幅减少所致。

2016~2018 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 41.77%，主要系一年内到期的应付债券增加所致，公司一年内到期的应付债券 431.98 亿元，较上年末大幅增长 153.84%，公司应付债券偿付压力增大。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债 437.57 亿元，较年初增长 153.32%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

非流动负债

2016~2018 年末，公司非流动负债持续减少，年均复合减少 11.86%，主要系长期应付款、和应付债券减少所致；截至 2018 年末，公司非流动负债 253.23 亿元，较年初减少 21.11%。非流动负债主要由应付债券（占比 74.43%）、长期借款（占比 14.98%）和其他非流动负债（占比 10.29%）构成。

图 7 截至 2018 年末公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2016~2018 年末，公司应付债券逐年减少，年均复合减少 20.60%。截至 2018 年末，公司应付债券 188.48 亿元，较年初减少 30.52%，主要系一年内到期的应付债券所致；其中，同业存单和债务证券占比分别为 39.45%和 60.55%，同业存单全部为昆仑银行发行。

2016~2018 年末，公司长期借款大幅增长，2016 年公司未发生长期借款，2017 年长期借款为 17.95 亿元，主要系公司向中国进出口银行办理抵押借款业务所致；从借款种类看，全部为抵押借款。截至 2018 年末，公司长期借款 37.92 亿元，较年初增长 111.31%，主要系为拓展融资租赁业务增加长期借款所致；从借款种类看，质押借款占比 13.03%、抵押借款占比 70.09%，信用借款占比 26.37%。

公司其他非流动负债主要包括其他信托权益人权益、存入保证金和银行代理业务净负债。2016~2018 年，公司其他非流动负债波动增长，年均复合增长 12.03%。截至 2018 年末，公司其他流动负债 26.06 亿元，较年初减少 11.59%，主要系其它信托权益人权益和银行代理业务净负债规模减少所致。

2016~2018 年末，公司全部债务分别为 6,235.33 亿元、7,087.77 亿元和 7,217.77 亿元；从全部债务结构上看，2016~2018 年末，公司全部债务以短期债务为主且占比有所上升，2018 年末占比 96.86%；2016~2018 年末，公司资产负债率分别为 84.45%、84.80%和 84.04%；全部债务资本化比率基本保持稳定，分别为 83.80%、84.34%和 83.53%；长期债务资本化比率有所降低，分别为 19.87%、18.02%和 13.73%。

截至 2019 年 3 月末，公司负债总额 7,552.89 亿元，较年初增长 0.83%，负债结构仍以流动负债为主，占比为 96.04%，较年初变动不大；全部债务为 7,222.58 亿元，较年初变动不大，债务结构仍以短期债务为主；公司资产负债率为 83.72%，较年初变动不大。

总体看，近年来，随着经营规模的扩大，公司负债规模持续增长，有息债务亦有所增长，但考虑公司并表债务中主要为银行、财务公司等经营产生的债务，杠杆水平仍属正常水平。

（2）所有者权益

2016~2018 年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 8.63%，主要系盈余公积、一般风险准备和未分配利润增长所致。截至 2018 年末，公司所有者权益 1,422.99 亿元，较上年末增长 8.12%，主要是盈余公积、一般风险准备和未分配利润增长所致；其中归属母公司所有者权益 773.80 亿元。归属母公司所有者权益中，股本占比 11.67%，资本公积占比 50.04%，盈余公积占比 6.70%，一般风险准备占比 8.05%，未分配利润占比 23.31%，股本和资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性较

好。2017 年，公司进行了权益分派，公司 2017 年年度权益分派方案为：以公司现有总股本 9,030,056,485 股为基数，向全体股东每 10 股派 2.28 元人民币现金，分红为 21.42 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益合计 1,468.21 亿元，较年初增长 3.18%，主要来自未分配利润的增长；权益结构较年初变动不大。

总体看，近年来，受利润留存的影响，公司所有者权益持续增长，稳定性较好。

4. 资本充足性

(1) 中油财务

近三年，中油财务所有者权益规模逐年增长，三年复合增长 8.28%，截至 2018 年末，中油财务所有者权益规模为 662.46 亿元，全部为归属于母公司所有者权益；其中，资本公积、盈余公积、未分配利润、实收资本和一般风险准备占比分别为 36.88%、21.90%、17.50%、12.58%和 10.30%，权益结构稳定性较好且规模呈持续增长趋势，具有较强资本实力。中油财务资本充足率分别为 17.32%、16.24%和 19.16%，核心一级资本充足率分别为 16.26%、15.19%和 18.15%，呈波动上升态势，资本充足性水平较好。

表 10 中油财务风险监管指标（单位：%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
资本充足率	17.32	16.24	19.16
一级资本充足率	16.26	15.19	18.15
核心一级资本充足率	16.26	15.19	18.15

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，近年来中油财务公司资本充足指标均优于监管标准，资本充足率较好。

(2) 昆仑银行

昆仑银行通过利润留存和增资扩股的方式补充资本。近年来，由于盈利水平持续下滑，利润留存对资本的补充作用有所减弱。为保障资本的充足水平，2016 年昆仑银行实施增资扩股，向全体股东共募集资本金 75.88 亿元，其中增加股本 29.07 亿元。截至 2018 年末，昆仑银行所有者权益合计 304.85 亿元，较年初增长 9.12%，其中股本 102.88 亿元，资本公积 101.93 亿元，盈余公积 21.16 亿元，一般风险准备 42.98 亿元，未分配利润 32.97 亿元，近三年，昆仑银行未进行利润分红，利润留存对资本的补充效果较好。

近三年，昆仑银行资本充足水平有所下降；截至 2018 年末，公司资本充足率为 14.57%，一级资本充足率和核心一级资本充足率均为 13.41%，较年初有所下降，但仍保持充足水平。

表 11 昆仑银行资本充足性指标（单位：%）

监管指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	监管标准
核心一级资本充足率	15.49	15.33	13.41	≥6.7%
一级资本充足率	15.49	15.33	13.41	≥7.7%
资本充足率	16.63	16.48	14.57	≥9.7%

数据来源：昆仑银行审计报告，联合评级整理。

总体看，昆仑银行经营总体保持平稳发展，资本充足性较好。

(3) 昆仑金融租赁

昆仑金融租赁主要通过股东增资和利润留存补充资本；此外，公司对昆仑金融租赁有资本补充和提供流动性支持的义务。截至 2017 年末，昆仑金融租赁实收资本由 2016 年末的 60.00 亿元增加至 79.61 亿元，昆仑金融租赁所有者权益规模增长 35.15%至 99.29 亿元；截至 2018 年末，昆仑金融租赁所有者权益规模增长至 105.12 亿元，其中股本 79.61 亿元，盈余公积 5.37 亿元，一般风险准备 8.67 亿元，未分配利润 11.47 亿元。

近三年，昆仑金融租赁的资本充足率分别为 15.91%、18.38%和 18.15%；核心一级资本充足率分别为 15.49%、17.44%和 17.21%，资本充足率波动上升，主要系 2017 年昆仑金融租赁注册资本增加所致，昆仑金融租赁资本充足性较好。

表 12 昆仑金融租赁资本充足性指标（单位：%）

监管指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
资本充足率	15.91	18.38	18.15
一级资本充足率	15.49	17.44	17.21
核心一级资本充足率	15.49	17.44	17.21

数据来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，昆仑金融租赁经营总体保持平稳发展，资本充足性较好。

(4) 昆仑信托

近三年，受益于 2017 年股东增资，昆仑信托所有者权益规模波动增长，三年复合增长 59.21%；截至 2018 年末，昆仑信托所有者权益合计 126.09 亿元，其中实收资本占比 81.11%，权益结构稳定；同期，昆仑信托净资本呈持续大幅增长趋势，2018 年为 108.33 亿元，资本实力较强。净资本/各项风险资本之和波动增长，近三年分别为 140.41%、131.88%和 170.65%，资本充足性较好。

表 13 昆仑信托资本充足性指标（单位：亿元，%）

监管指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	监管标准
净资本	37.87	106.47	108.33	≥2 亿元
净资本/各项业务风险资本之和	140.41	131.88	170.65	≥100
净资本/净资产	76.14	84.44	84.42	≥40

数据来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，报告期内，昆仑信托资本实力大幅增强，资本充足性处于较好水平。

5. 盈利能力

2016~2018 年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长 8.41%，主要系利息收入的大幅增长所致；2018 年，公司营业总收入 333.86 亿元，同比增长 15.63%，其中营业收入占比 1.85%、利息净收入占比 89.26%，已赚保费占比 2.76%，手续费及佣金收入占比 6.12%。

从营业总成本来看，公司营业总成本主要由利息支出和业务及管理费构成；近三年，公司营业总成本逐年增长，三年复合增长 10.18%，2018 年公司营业总成本 200.66 亿元，其中利息支出和业务及管理费占比分别为 74.88%和 14.18%，其余主要为营业成本、赔付支出净额、提取保险合同准备金和税金及附加等。近三年，公司利息支出持续增长，三年复合增长 13.55%，主要是拆入资金、吸收存款、发行债券支付利息增长所致。近三年，业务及管理费三年复合增长 3.83%，主要是员工工

资增长所致，2018 年公司业务及管理费 28.46 亿元，其中员工工资占比为 59.77%，其余主要为业务费用、租赁费、固定资产折旧等。

2016~2018 年公司投资收益分别为 16.41 亿元、24.28 亿元和 26.52 亿元，年均复合增长 27.13%。2018 年，公司投资收益 26.52 亿元，同比增长 9.22%，主要来自以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融工具处置收益和应收款项类投资投资收益增长所致；投资收益中，应收款项类投资投资收益、权益法核算的长期股权投资收益、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融工具处置收益和可供出售金融资产持有收益占比分别为 47.17%、28.70%、11.25%和 7.07%。公司投资收益对营业利润具有一定贡献，近三年占比分别为 11.48%、15.03%和 15.54%。

从盈利指标看，2016~2018 年，公司总资本收益率分别为 4.70%、4.76%和 4.60%，总资产报酬率分别为 1.93%、1.97%和 1.96%，净资产收益率分别为 11.04%、10.72%和 10.40%，公司盈利能力仍属较好水平。

表 14 公司盈利情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
营业总收入	288.30	293.05	338.86	79.79
营业总成本	165.29	159.47	200.66	50.73
投资收益	16.41	24.28	26.52	9.55
公允价值变动损益	-0.13	-0.27	2.51	8.78
净利润	122.01	135.12	142.50	39.54
总资本收益率	4.69	4.76	4.58	1.26
总资产报酬率	1.93	1.97	1.96	0.53
净资产收益率	11.04	10.72	10.40	2.74
营业费用率	9.16	8.97	8.40	8.40

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理。

2019 年一季度，公司实现营业总收入 79.79 亿元，同比微幅下降 0.92%；实现投资收益（含公允价值变动损益）18.33 亿元，同比增长 208.57%，主要是基金投资、股权投资收益增加以及证券投资浮盈增加所致，投资收益（含公允价值变动损益）对营业利润贡献度增至 38.92%；实现净利润 39.54 亿元，同比增长 4.26%，增长幅度不高主要是业务及管理费、信用减值损失增加较多以及汇兑损益由正转负所致。

总体看，近三年，受益于业务规模的持续扩大，公司收入和利润逐年稳定增长，盈利能力处于较好水平。

6. 现金流

从经营活动看，2016~2017 年，公司经营活动现金流净额由负转正，主要是客户存款和同业存放款项净增加额和公司回购业务资金净增加额增加较多所致；2018 年，公司经营活动现金流净额转变为净流出 271.31 亿元，主要是处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、支付利息、手续费及佣金的现金以及客户存款和同业存放净增加额较多所致。

从投资活动看，2017 年公司投资活动现金净流出 428.46 亿元，较 2016 年净流出规模增加 257.98 亿元，主要系收回投资收到的现金大幅减少所致；2018 年公司投资活动现金流净额由前两年的流出转为流入 275.89 亿元，主要系收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金较多所致。

从筹资活动看，2017 年公司筹资性现金流量净额-3.05 亿元，公司筹资活动现金流净额由净流入转为净流出，主要系吸收投资收到的现金较上年减少所致；2018 年筹资性现金流净额由净流出转为

净流入，主要系发行债券收到的现金增加所致所致。

表 15 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
经营性现金流量净额	-247.21	511.42	-271.31	-42.17
投资性现金流量净额	-170.48	-428.46	275.89	66.65
筹资性现金流量净额	196.74	-3.05	179.31	26.32
现金及现金等价物净增加额	-208.53	60.71	198.47	45.12
期末现金及现金等价物余额	1,115.98	1,176.69	1,375.16	1,420.28

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理。

2019 年 1~3 月，公司经营性现金流量净额为-42.17 亿元，投资活动现金流量净额为 66.65 亿元，筹资活动现金流量净额为 26.32 亿元。

总体看，近三年，受经营活动、投资活动和筹资活动变化的影响，公司经营性现金流、投资性现金流和筹资性现金流波动较大。

7. 偿债能力

短期偿债能力方面，2016~2018 年末，公司流动比率分别为 0.74 倍、0.84 倍和 0.83 倍，速动比率分别为 0.74 倍、0.84 倍和 0.83 倍，由于公司是金融企业，没有存货，故两者完全相同，公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，2016~2018 年 EBITDA 分别为 150.35 亿元、167.23 亿元和 178.59 亿元，呈连续增长态势，年均复合增长 8.99%。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 562.93 倍、439.65 倍和 451.44 倍，对利息支出的覆盖程度好；同期，公司 EBITDA 全部债务比均为 0.02 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。

表 16 公司偿债能力（单位：倍，亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
流动比率	0.74	0.84	0.83	0.77
速动比率	0.74	0.84	0.83	0.77
EBITDA	150.35	167.23	178.59	--
EBITDA 利息倍数	562.93	439.65	451.44	--
EBITDA 全部债务比	0.02	0.02	0.02	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理。

截至 2018 年末，公司无对合并范围外的担保。

截至 2018 年末，公司已获得工商银行、建设银行、中国银行等 10 家商业银行共计 4,090 亿元综合授信额度支持。

根据查询日期为 2019 年 7 月 10 日的企业信用报告，公司无未结清和已结清不良类信息，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司整体偿债指标表现一般，但考虑到公司作为 A 股上市公司，直接融资能力强且资本实力雄厚，金融业务广泛，在业务竞争力和股东背景方面具有很强优势，公司整体偿债能力仍属极强。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 3 月末，公司负债合计 7,552.89 亿元，全部债务 7,222.58 亿元，本期公司债券发行规模为不超过 45.00 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期公司债券发行额度较小，债务负担增加不大。

以 2019 年 3 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 45.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 83.81%、83.19%和 15.64%，分别增加 0.08、0.09 和 2.24 个百分点，债务负担略有加重，但仍属合理水平。

总体看，相对于公司的债务规模，本期债券发行后，公司债务负担有所增加，但负债水平仍将处于合理水平。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年末的财务数据为基础，按照公司发行 45.00 亿元公司债券估算相关指标对本期债券的保障倍数如下表，股东权益对本期债券的覆盖程度很高，EBITDA 和净利润对本期债券的覆盖程度较高，由于公司经营活动现金呈净流出状态，尚无法对本期债券形成保障。

表 17 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2018 年
经营活动产生的现金流净额/本期债券额度	-6.03
EBITDA/本期债券额度	3.97
净利润/本期债券额度	3.17
股东权益/本期债券额度	31.62

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

综合以上分析，并考虑到公司是央企中金融牌照较齐全、规模较大、竞争力较强的全方位综合性金融业务公司，在金融业务领域具有综合竞争优势，股东实力较强，资产质量较好，公司作为上市公司，具备专业化程度高、业务覆盖广、发展能力强等优势，未来随着金融市场的发展和公司多元化业务的协同发展，盈利能力有望进一步增强，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

公司作为中石油集团金融业务管理的专业化公司，是中石油集团金融业务整合、金融股权投资、金融资产监管、金融风险管控的平台，业务范围涵盖财务公司、银行、金融租赁、信托、保险、保险经纪、证券业务和信用增进等多项金融业务，是央企中金融牌照较齐全、规模较大、竞争力较强的全方位综合性金融业务公司。同时，公司各业务板块之间客户资源共享，形成了跨领域综合金融牌照的竞争优势，具备很强的经营实力。

近年来，公司业务快速发展，经营规模和资产规模持续扩大，收入水平稳步增长，盈利能力保持较好水平。公司大股东中石油集团是由中央管理的国有特大型企业，经营规模大、综合实力强，能够在业务发展、资金支持、专业技术等方面给予公司大力支持。

同时，联合评级也关注到，公司业务主要集中于金融行业，受市场波动及监管政策影响较大；

公司财务公司业务和租赁业务存在一定行业集中度风险，如发生行业周期性变动或将对公司业务带来一定不利影响。

未来随着金融市场的持续发展和公司各项业务的稳步推进，公司业务规模和盈利水平有望提升，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 中国石油集团资本股份有限公司组织架构图



附件 2 中国石油集团资本股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	7,752.96	8,656.97	8,914.06	9,021.10
所有者权益（亿元）	1,205.77	1,316.18	1,422.99	1,468.21
短期债务（亿元）	5,936.36	6,798.55	6,991.37	6,995.38
长期债务（亿元）	298.98	289.22	226.40	227.21
全部债务（亿元）	6,235.33	7,087.77	7,217.77	7,222.58
营业总收入（亿元）	288.30	293.05	338.86	79.79
净利润（亿元）	122.01	135.12	142.50	39.54
EBITDA（亿元）	150.35	167.23	178.59	--
经营性现金流净额（亿元）	-247.21	511.42	-271.31	-42.17
总资本收益率（%）	4.69	4.76	4.58	1.26
总资产报酬率（%）	1.93	1.97	1.96	0.53
净资产收益率（%）	11.04	10.72	10.40	2.74
营业利润率（%）	49.58	55.12	50.35	59.01
营业费用率（%）	9.16	8.97	8.40	8.40
资产负债率（%）	84.45	84.80	84.04	83.72
全部债务资本化比率（%）	83.80	84.34	83.53	83.11
长期债务资本化比率（%）	19.87	18.02	13.73	13.40
流动比率（倍）	0.74	0.84	0.83	0.77
速动比率（倍）	0.74	0.84	0.83	0.77
EBITDA 利息倍数（倍）	562.93	439.65	451.44	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.02	0.02	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.34	3.72	3.97	--

注：短期债务=短期借款+向中央银行借款+吸收存款及同业存款+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+卖出回购金融资产款+拆入资金+其他有息债务

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (利息支出 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额
银行指标	
同业资产	存放同业及其他金融机构款项 + 拆出资金 + 买入返售金融资产
市场融入资金	同业及其他金融机构存放款项 + 拆入资金 + 卖出回购金融资产 + 同业存单 + 发行的债券
投资资产	交易性金融资产 + 衍生金融资产 + 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 +
不良贷款率	不良贷款余额 / 贷款余额 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中国石油集团资本股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中国石油集团资本股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国石油集团资本股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国石油集团资本股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国石油集团资本股份有限公司的相关状况，如发现中国石油集团资本股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中国石油集团资本股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国石油集团资本股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国石油集团资本股份有限公司、监管部门等。

