

销售公司混改重组超预期

中国石化（600028.SH）

推荐 维持评级

分析师：袁孝锋 ☎：(8621) 20252676 ✉：qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

分析师：王强 ☎：(8621) 20252621 ✉：wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511080002

分析师：胡昂 ☎：(8621) 20252671 ✉：huang@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130512070003

1. 事件

中国石化销售公司与 25 家境内外投资者于 2014 年 9 月 12 日签署了《关于中国石化销售有限公司之增资协议》，拟由全体投资者以现金共计人民币 1,070.94 亿元（含等值美元）认购销售公司 29.99% 的股权，中国石化放弃就本次增资享有的优先认购权。本次增资完成后，中国石化将持有销售公司 70.01% 的股权，销售公司的注册资本将由人民币 200 亿元增加至人民币 285.67 亿元。

2. 我们的分析与判断

（一）、销售公司混合制重组认购价格超市场预期，增厚中石化每股净资产 7 毛 5

公司的销售公司 6 月底完成资产评估，原计划三季度完成重组工作，目前进度符合预期。销售公司与 25 家境内外投资者签署股权认购协议，29.99% 的股权 1070.94 亿元的认购价格，对应销售公司 2013 年约 250 亿元净利润的动态 PE 为 14.3 倍，基本符合我们预期，超市场预期。相对截至 2014 年 4 月的 644 亿元净资产测算，增厚资产 878 亿元（ $1071-644*29.99%=878$ 亿）；此次销售公司重组增资若全部计入资本公积，将增厚中石化每股净资产约 7 毛 5。

（二）、销售公司混合制改革重组普惠社会大众、共享改革红利

此次销售公司混合制改革重组，认购股权的 25 家境内外投资者中，除了不少股权投资基金之外，还有中国人寿、中国人保、生命人寿、长江养老等不少保险资本；更为重要的亮点是，嘉实基金、华夏基金、工银瑞信基金等公募基金通过产品创新设计，让社会大众能够直接投资于优质未上市企业，使其最大程度地受惠于本次混合所有制改革，实现 PRE-IPO 到 IPO 和二级市场的三段收益累积，使得广大社会大众有机会共享改革红利。

（三）、销售公司引入社会资本有助发展非油业务

销售公司以此次重组为契机，已经与顺丰速运、太平保险、大润发、腾讯、海尔、汇源、新希望等战略合作，大力发展非油业务；此次引入社会资本中，也有腾讯、复星、汇源等企业入股。公司定位销售公司未来向综合性服务商战略转变，非油业务将得到加速发展；国内非油业务发展才刚刚起步，欧美部分发达经济体的非油业务毛利已占到加油站业务的 30-40%，未来增长潜力很大；公司 2013 年非油业务收入 133 亿，未来几年有望增长到 500 亿元。

销售公司拥有不可复制的销售网络、广泛忠实的客户资源，油品销售业务在国内市场占主导地位。销售公司引入社会资本充足之后，将运用市场化手段深入推进运行体制和管理机制改革，充分挖掘销售公司的品牌、网络、客户、资源等综合优势，依靠逐步完善的大数据系统的支撑，巩固优化油品销售业务，发挥平台优势，拓展便利店、汽车服务、车联网、O2O、金融服务、广告等业务，逐步提供全方位的综合服务，实现油非互促、油非互动，打造令消费者信赖、令人民满意的生活驿站。

(四)、销售子公司重组将大大改善公司负债结构，着力改善上游短板

销售公司资产评估时截至 2014 年 4 月有约 1650 亿其他应付款，此次引入社会资本完成重组后，销售公司将利用入股资本改善负债结构，而销售公司大股东中国石化股份公司则也将大大缓解上游油气投资的资本压力。

目前中石化页岩气开发在国内领先，在重庆涪陵页岩气已取得重大突破性进展，焦石坝气田主体控制的三级地质储量 2402 亿方、焦石坝南部资源量 2870 亿方。涪陵页岩气已建成 12 亿方产能，到 15 年建成 50 亿方产能，产气 32 亿方，到 17 年底建成 100 亿方产能；这是第一个国内成规模的页岩气基地。

我们预计公司将继续加大力度发展页岩气，涪陵页岩气一期就将计划投资 240 多亿；公司还将建设新疆到浙江、广东的 300 亿方煤制气管道，以及配套新疆煤制气、预计自产 80 亿方。因此，本次销售公司重组完成后，中石化将大大改观负债结构，有更多的资金实力去发展上游、着力改善上游短板。

3. 投资建议

中石化资产迎来历史性的价值重估。假设销售公司重组实施到今年年底完成，增资资金届时全部计入资本公积，我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.56 元、0.65 元和 0.78 元；同时到今年年底中石化每股净资产有望达到 6 元，目前股价低估，继续维持“推荐”评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

裘孝锋、王强、胡昂，石化和化工行业证券分析师。3人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-2025 2612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn