

## 主业反转，互联网+插上翅膀

中国石化（600028）

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

- **我国最大的一体化能源化工公司之一，全球炼化巨头**  
公司是中国最大的石油产品和主要石化产品生产者和供应商，是国内最大、世界第四大乙烯生产商；是中国最大、全球第二大炼油公司；加油站数量居国内第一、世界第二；是中国第二大原油生产商。
- **油价有望上半年见底，上游快速回升，炼油将享受库存收益**  
我们认为原油价格已经见底，年内有望反弹至70-80美元每桶之间。近期有诸多的因素发生了积极的变化。一是美国页岩油产量见顶；二是沙特态度发生变化；三是需求明显好转。  
油价反弹，公司上游板块业绩将快速回升，炼油和销售板块也将恢复到正常的盈利水平，并将叠加巨额的库存收益。
- **油品销售稳中有升，非油业务潜力很大**  
公司成品油销售市场占有率约60%，营销网络占据中国主要发达市场，与成熟市场比较来看，成品油定价市场化后仍将保持可观的销售盈利。  
销售公司拥有不可复制的销售网络、广泛忠实的客户资源，混改重组引入社会资本之后，公司将发挥平台优势，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性服务，实现油非互促、油非互动，非油业务潜力很大。
- **化工业务盈利反转，电商业务有望成为化工界的“京东”**  
公司是中国主要石化产品（包括合成树脂、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶、化肥和中间石化产品）的生产者和供应商，201年公司的销售规模在4000亿以上；公司将在2015年把化工销售搬到网上，成为化工界的“京东”。
- **投资建议：**  
目前公司每股净资产接近5.1元，销售公司重组实施，增资完成计入资本公积之后，每股净资产将达到5.6元，今年底则到6元左右，对应目前PB只有1.1倍左右，显著低估。假设2015-2017年Brent油价为65美元、75美元和80美元/桶，我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.44元、0.59元和0.69元；维持“推荐”评级。

### 分析师

王 强

☎：(8621) 20252621

✉：wangqiang\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080002

裘孝锋

☎：(8621) 20252676

✉：qiuxiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511050001

### 相关研究

- 《石油化工行业 2015 年策略：新油价下的石化行业》 2014.12.26
- 《司尔特（002538）：磷肥景气、项目逐步释放，公司经营迎拐点》 2014.11.26
- 《美都控股（600175）：进军美国页岩油的弄潮儿》 2014.08.25
- 《石油化工行业 2014 年中期策略：能源安全战略下的油气改革》 2014.06.30
- 《石化化工行业：进军海外油气正当时》 2014.02.17
- 《中化国际（600500）：贸易巨头转型成精细化工龙头》 2013.09.13
- 《卫星石化（002648）：最受益于二胎政策的丙烯一体化产业链公司》 2013.05.09
- 《华峰氨纶（002064）：氨纶景气启动受益弹性最大》 2013.03.26
- 《海越股份（600387）：清洁汽油受益最大的石化小巨人》 2013.01.08
- 《行业深度报告——石油化工行业：全球石化化工行业再平衡》 2012.10.10

## 投资概要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

#### 1、我国最大的一体化能源化工公司之一，全球炼化巨头

公司是中国最大的石油产品和主要石化产品生产商和供应商，是国内最大、世界第四大乙烯生产商；是中国最大、全球第二大炼油公司；加油站数量居国内第一、世界第二；是中国第二大原油生产商。

#### 2、油价有望上半年见底，上游快速回升，炼油将享受库存收益

我们认为原油价格已经见底，年内有望反弹至 70-80 美元每桶之间。近期有诸多的因素发生了积极的变化。一是美国页岩油产量见顶；二是沙特态度发生变化；三是需求明显好转。

油价反弹，公司上游板块业绩将快速回升，炼油和销售板块也将修复到正常的盈利水平，并将叠加巨额的库存收益。

#### 3、油品销售稳中有升，非油业务潜力很大

公司成品油销售市场占有率约 60%，营销网络占据中国主要发达市场，与成熟市场比较来看，成品油定价市场化后仍将保持可观的销售盈利。销售公司拥有不可复制的销售网络、广泛忠实的客户资源，混改重组引入社会资本之后，公司将发挥平台优势，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。

#### 4、化工业务有望发展成国内最大的化工电商平台

公司是中国最大的石油产品（汽柴煤油等）和主要石化产品（包括合成树脂、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶、化肥和中间石化产品）生产商和供应商，是世界第四大乙烯生产商。2014 年乙烯产量 1070 万吨，化工产品经营总量 6079 万吨；近年来，公司的化工收入规模超 4000 亿元。公司未来可发展成国内最大的化工电商平台，堪比京东模式，公司自身拥有巨量的自营业务。

### 我们与市场不同的观点：

油价上半年见底反弹。

### 估值与投资建议：

目前公司每股净资产接近 5.1 元，销售公司重组实施，增资完成计入资本公积之后，每股净资产将达到 5.6 元，今年底则到 6 元左右，对应目前 PB 只有 1.1 倍左右，处于低估。假设 2015-2017 年 Brent 油价为 65 美元、75 美元和 80 美元/桶，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.44 元、0.59 元和 0.69 元；维持“推荐”评级。

### 主要风险因素：油价长期低价

## 目 录

一、中国石化：中国最大的一体化能源化工公司之一.....	1
二、油价反弹，上游业绩将回升、炼油有望享受库存收益.....	3
（一）、油价已经见底，有望反弹至 70-80 美元之间.....	3
（二）、油价反弹，上游业务盈利将快速回升.....	4
（三）、油价反弹将带来巨额库存收益.....	5
三、油品销售稳中有升、非油业务潜力巨大.....	7
（一）、销售公司重组完成.....	7
（二）、销售公司竞争优势.....	7
（三）、非油业务加速发展，未来潜力很大.....	8
（四）、非油业务多点开花.....	9
（五）、非油业务未来战略发展方向.....	10
四、化工盈利反转，电商业务有望成为“化工界的京东”.....	12
（一）、化工业务盈利将有所修复.....	12
（二）、化工业务可发展成国内最大的化工电商品平台.....	13
五、投资建议.....	14

## 图 目 录

图 1: 中石化总物流简图.....	1
图 2: 美国原油钻机数量今年以来减少约 50%.....	3
图 3: 美国原油产量开始见顶.....	4
图 4: 中石化炼油季度单桶 EBIT (美元/桶).....	6
图 5: 中石化非油品业务收入 5 年增长 10 倍 (百万元).....	8
图 6: 中石化的化工板块单季度 EBIT (百万元).....	12
图 7: 中石化的化工板块收入规模超 4000 亿元 (百万元).....	13

## 表 目 录

表 1: 炼油主要上市公司的弹性测算 (按油价反弹 20 美元/桶 50 天原油库存测算).....	5
--	---

## 一、中国石化：中国最大的一体化能源化工公司之一

中国石化（Sinopec）是上中下游一体化、石油石化主业突出、拥有比较完备销售网络、在香港、纽约、伦敦、上海四地上市的一体化能源化工公司。作为中国最大的一体化能源化工公司之一，中国石化主要从事石油和天然气的勘探、开发、生产和贸易石油的加工，石油产品的生产，石油产品的贸易及运输、分销和营销石化产品的生产、分销和贸易。中国石化是中国最大的石油产品（包括汽油、柴油、航空煤油等）和主要石化产品（包括合成树脂、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶、化肥和中间石化产品）生产商和供应商，是世界第四大乙烯生产商；是中国第二大原油生产商；是中国最大、全球第二大炼油公司；加油站数量居国内第一、世界第二。

图 1：中石化总物流简图



资料来源：中国银河证券研究部

中国石化的主要竞争优势在于：（1）国内成品油生产和销售占主导地位，目前国内市场份额约 55%；（2）是中国最大的石化产品生产商，乙烯产量占国内约 60%；（3）在中国经济增长最快的区域拥有战略性的市场地位；（4）拥有完善、高效、低成本的营销网络；（5）一体化的业务结构拥有较强的抗行业周期波动的能力。

中国石化分为五大板块，分别是油气勘探与生产、炼油、油品销售、化工四个事业部和本部及其他。

（1）勘探及开采事业部：生产的大部分原油及少量天然气用于公司炼油、化工业务，大部分天然气及少部分原油外销给其他客户，简称“勘探及开采”。公司近年来，原油外销比例只有约 13%；而天然气则绝大部分基本都外销，近年来外销比例约为 95%。

（2）炼油事业部：从第三方及勘探及开采事业部购入原油，将原油加工成石油产品，汽油、柴油、煤油内部销售给营销及分销事业部，部分化工原料油内部销售给化工事业部，其他精炼石油产品由炼油事业部外销给国内外客户，简称“炼油”。公司炼油的原油来源，除了本公司勘探及开采事业部和少量来源于中石油、中海油之外，主要依赖进口原油，原油加工量的进口比例近年来接近 80%。

(3) 营销及分销事业部：从炼油事业部和第三方采购石油产品，向国内用户批发、直接销售石油产品；通过该事业部零售分销网络零售、分销石油产品及相关的服务；通过该事业部油品零售分销网络，发展提供与日常生活相关的多种非石油商品；简称“销售”。公司销售板块的成品油主要来自本公司的炼油事业部，近年来国内成品油经销量占成品油总经销量的比例约为 80%。

(4) 化工事业部：从炼油事业部和第三方采购石油产品作为原料，生产、营销及分销石化和无机化工产品，简称“化工”。

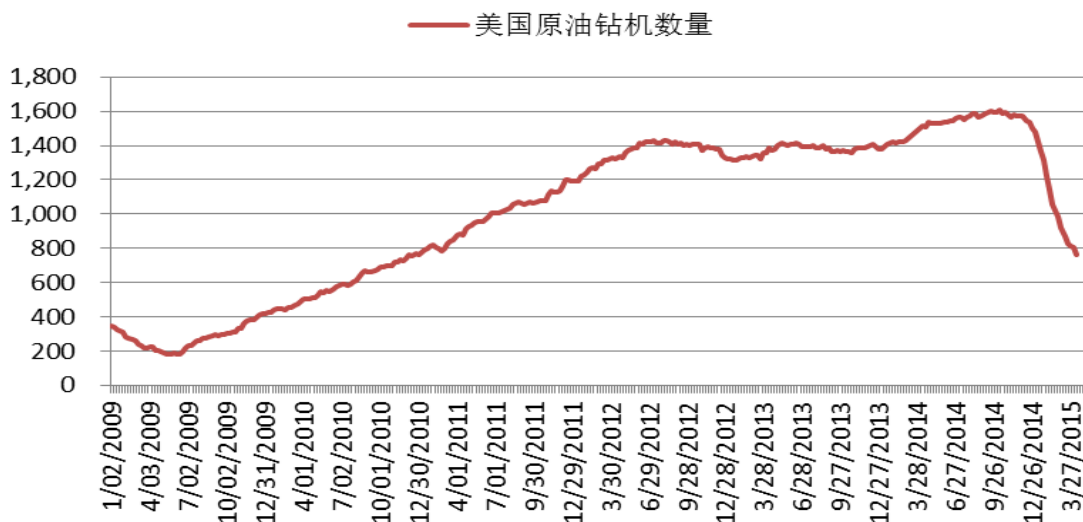
## 二、油价反弹，上游业绩将回升、炼油有望享受库存收益

### (一)、油价已经见底，有望反弹至 70-80 美元之间

我们认为原油价格已经见底，年内有望反弹至 70-80 美元每桶之间。近期有诸多的因素发生了积极的变化。

第一、美国页岩油产量 3 月份是个高点，后面将出现明显的下降。国际原油价格的剧烈下跌，使得美国页岩油企业的再投资能力受到了剧烈的冲击，相关企业 2015 年至少削减了 30% 以上的资本支出，反应在美国油井钻机数上面，就是快速的下降，去年 10 月份美国的油井钻机数最高在 1600，现在已经下降到了 825，并且目前还没有变缓的趋势。根据美国能源署的最新报告，美国共有四个主要的页岩油产区：Bakken, Eagle Ford, Niobrara, Permian, 其中的三个产区 Bakken, Eagle Ford, Niobrara 在 4 月份的产量将出现下降，如 Bakken 将从 3 月份的 1328 千桶每天降到 1320 千桶每天，Eagle Ford 将从 3 月份的 1733 千桶每天降到 4 月份的 1723 千桶每天，Niobrara 将从 418 千桶每天降到 413 千桶每天，三大产区合计 23 千桶每天，虽然 Permian 的产量还在增长，从 3 月份的 1961 千桶每天到 1982 千桶每天，增加了 21 千桶每天。但合计四个产区的总产量来看，美国页岩油的产量将在 4 月份出现 2 千桶每天的下降，虽然绝对数字依然很小，但如果当前钻机数目下降的趋势持续的话，二季度将是美国页岩油产量的转折点。

图 2: 美国原油钻机数量今年以来减少约 50%



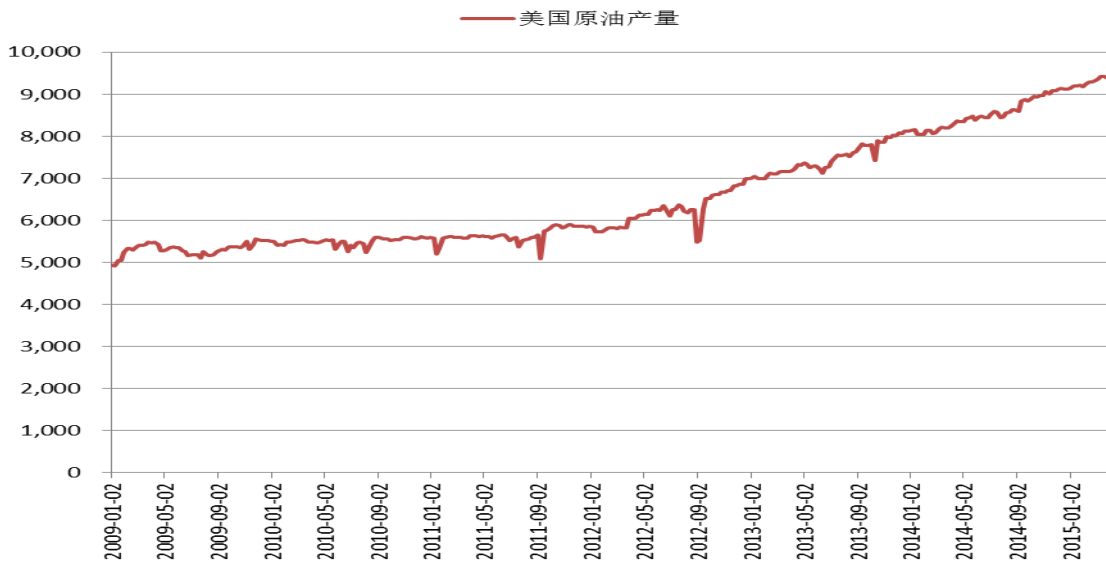
资料来源：中国银河证券研究部

第二、沙特的态度发生了很大的变化，从 11 月份做出不减产决定以来，近期沙特首次表示出合作，支撑油价的意图。

第三、绝对油价低了之后对需求的刺激，虽然今年的全球经济未必比去年好，但是绝对需求的增长有望到 100-120 万桶/天，相对于去年的 60 万桶/天接近翻番。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 3：美国原油产量开始见顶



资料来源：中国银河证券研究部

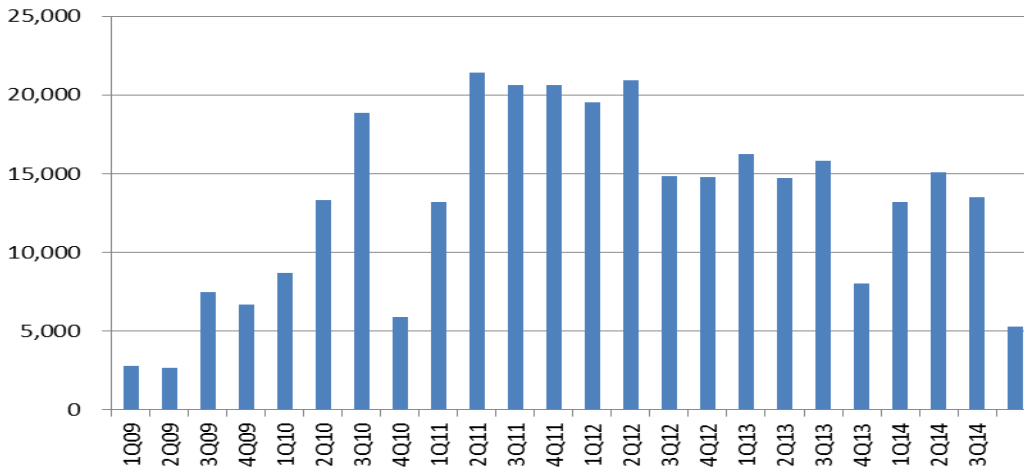
## (二)、油价反弹，上游业务盈利将快速回升

中国石化是中国国内第二大油气生产商。公司 2014 年油气当量产量为 480.22 百万桶，同比增长 8.44%；其中境内原油产量保持稳定，海外原油产量大幅增长；生产天然气 7,164，同比增长 8.5%。

油气勘探开发区块位于中国东部、西部和南部地区。公司下属有 12 家油气生产企业，主要是胜利油田分公司、西北油田分公司、中原油田分公司、西南油气分公司、河南油田分公司、华北分公司、江汉油田分公司、江苏油田分公司、东北油气分公司、华东分公司、上海海洋油气分公司、勘探南方分公司；胜利油田是公司原油产量的主力。



图 4：中石化上游板块季度 EBIT



资料来源：中国银河证券研究部

公司的主要四大业务板块中：利润贡献最大的是上游勘探及开采板块，毛利率也最高，近年来基本都在 40% 以上，除了 2009 年原油价格很低时的特殊情况和这次 2014 年四季度、2015 年一季度。上游板块的业绩与油价最直接相关，随着油价的反弹，该板块业绩将快速回升。

### （三）、油价反弹将带来巨额库存收益

自 2013 年成品油定价新机制实行后，在原油价格相对平稳时，炼油经营状况已得到系统性改善；去年上半年国四汽油实行后，公司单桶炼油 EBIT 能达到 2 美元/桶左右；下半年随着原油库存跌价影响，炼油单桶 EBIT 大幅下滑，四季度单桶 EBIT 亏损达 4.8 美元/桶。一旦原油价格回升，炼油受益油品质量升级，今年国四柴油实行后，公司单桶炼油 EBIT 有望接近 3 美元/桶；销售板块也将修复到正常的盈利水平。

随着油价回升，炼油板块和销售板块都将叠加可观的库存收益，我们可以从 2009 年二季度的情况可以看出。

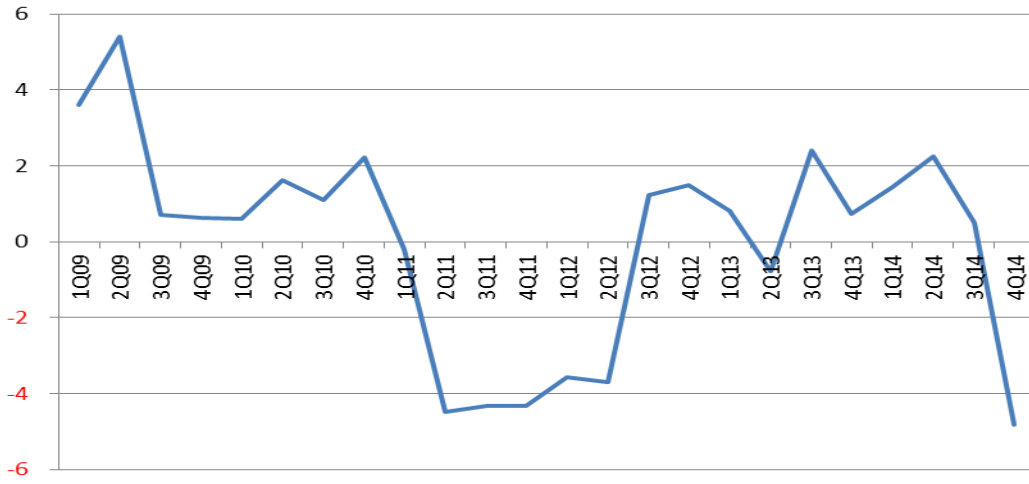
中石化目前炼油产能约 2.5 亿吨，占全国炼油能力约 45%，是中国最大的石油炼制商，也是中国最大的石油产品生产商；公司目前炼油产能约 2.5 亿吨，石油炼制能力位居世界第二，仅次于埃克森美孚。

表 1：炼油主要上市公司的弹性测算（按油价反弹 20 美元/桶 50 天原油库存测算）

公司	炼油	弹性利润	股本	业绩弹性
中国石化	2.35 亿吨	221.6	1,182.8	0.19
中国石油	1.35 亿吨	127.3	1,830.2	0.07
上海石化	1600 万吨	15.1	108.0	0.14
华锦股份	600 万吨	5.7	16.0	0.35

资料来源：中国银河证券研究部

图 5: 中石化炼油季度单桶 EBIT (美元/桶)



资料来源: 中国银河证券研究部

### 三、油品销售稳中有升、非油业务潜力巨大

销售公司的前身是设立于 1985 年的中国石油化工总公司销售公司，主要负责中国石化所属生产企业成品油（汽油、柴油、煤油）资源的统一收购、调拨、配送、结算和优化等工作。2014 年 4 月，中国石化实施销售业务内部重组；重组前，销售公司为中国石化的全资子公司，中国石化通过由各省级分公司、销售公司及其他子公司等组成的销售板块经营油品销售业务；重组后，中国石化将 31 家省级分公司及其管理的长期股权投资、中国石化燃料油销售有限公司、中石化（香港）有限公司、中石化（香港）航空燃油有限公司的业务、资产、人员全部注入到销售公司。

#### （一）、销售公司重组完成

截至 2014 年 6 月底，销售公司的注册资本为人民币 200 亿元，组织形式为有限责任公司（法人独资），由中国石化持有 100% 的股权。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，销售公司的注册资本由人民币 200 亿元增至人民币 285.67 亿元，销售公司的股权价值为人民币 3571 亿元。销售子公司截至 2015 年 3 月，25 家投资者已经向销售公司缴纳了增资价款共计 1,050.44 亿元。

经重组后的销售公司拟通过增资扩股的方式引入社会和民营资本，推进完善现代企业制度，完善市场化的运行体制和管理机制，提升企业的创新能力和活力，提高企业的竞争力和可持续发展能力，推动销售公司从油品供应商向综合服务商转型，建设令消费者信赖、令人民满意的生活驿站。

#### （二）、销售公司竞争优势

中国石化销售公司在境内成品油销售领域占据主导地位，是中国最大的成品油经销商；2013 年，销售公司成品油总经销量为 1.80 亿吨，其中境内成品油经销量 1.65 亿吨，市场份额超过 60%。销售公司拥有境内最完善的成品油销售网络；截至 2013 年底，销售公司拥有中国石化品牌加油（气）站 30,351 座，其中自营加油（气）站 30,338 座。销售公司拥有布局最合理的成品油储运设施；截至 2013 年底，销售公司已建成投营管道 10,108 公里，拥有油库 393 座，库容 1,564 万立方米。销售公司拥有覆盖全国的忠实客户；截至 2013 年底，累计发行中国石化加油卡 1.08 亿张，拥有约 8,000 万加油卡持卡客户。销售公司拥有中国最大的便利店零售网络；截至 2013 年底，销售公司拥有“易捷”品牌便利店 23,431 家。

国内成品油销售格局是，中海油、中化和外资至多在局部地区会跟中石化和中石油开展竞争；总体上，中国石化和中国石油将继续在成品油销售领域维持双寡头垄断。长三角、珠三角、环渤海地区是我国经济最发达的地区，也是我国汽柴油消费量最大的地区。长三角（江苏、上海、浙江）、珠三角（广东）和环渤海（北京、天津、河北、辽宁、山东）三个地区的汽油消

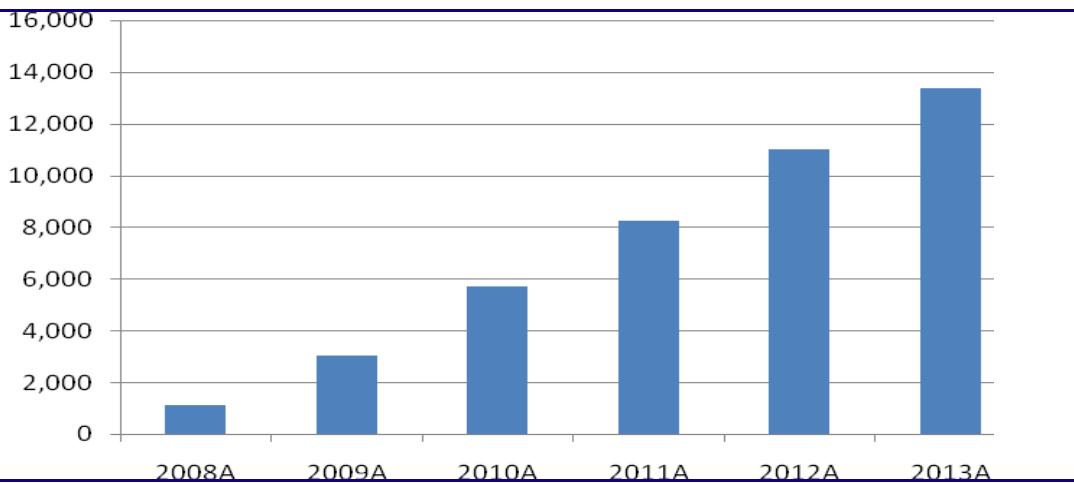
消费量占全国的接近 3/4，其中广东、江苏、山东、辽宁、浙江等省份汽油消费量居前；长三角（江苏、上海、浙江）、珠三角（广东）和环渤海（北京、天津、河北、辽宁、山东）三个地区的柴油消费量约占全国的 50%；其中山东、广东、辽宁、浙江、内蒙、河北、江苏等省份柴油消费量居前。

### （三）、非油业务加速发展，未来潜力很大

销售公司以此次重组为契机，大力发展非油业务。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。

近几年，中石化不断将触角伸向非油业务，非油品业务收入从 2008 年的 11 亿元增加到 2013 年的 133 亿元，5 年增长了 10 倍，发展速度迅猛。全国的加油站零售网络为基础发展非油品业务，目前开展的主要非油品业务包括便利店、电商（“易捷网”）、汽车服务、广告等。截至 2013 年底，中石化的 3 万多家加油站中已有逾 2.3 万家开设了易捷便利店。尽管就目前来看，非油品业务收入与其油品收入相比，尚有些无足轻重，但是，未来的盈利空间颇为诱人。中石化非油品业务未来 5 年左右的营收目标是 500 亿，还将增长 300%。在巩固油品业务优势的同时，公司一直都在积极探索非油业务的发展。

图 6：中石化非油品业务收入 5 年增长 10 倍（百万元）



资料来源：中国银河证券研究部

为满足消费者在行车过程中的购物需求，公司在加油站中开设“易捷”品牌便利店，销售烟酒、食品、饮料、汽车用品等商品，此外，公司还搭建了易捷网电子商务平台，通过互联网向消费者提供丰富的商品。除向消费者销售商品外，公司还在部分便利店开展了保险销售、ATM 服务、水电费缴纳、手机充值、彩票销售等业务。未来，公司将重点发展生鲜食品和自有品牌商品。截至 2013 年底，公司已在近 80% 的加油站中开设了“易捷”便利店，超过 2.3 万家，覆盖境内全部省份。截至 2011 年底、2012 年底和 2013 年底，“易捷”便利店开店数目分别为 18,971 家、22,494 家和 23,431 家。目前大多数“易捷”便利店面积在 60-120 平方米。未来 3 年，销售公司的便利店门店数目有望从目前的 23431 家达到 26000 家。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

## （四）、非油业务多点开花

### 3.1 油品清净剂和柴油车尾气处理液等环保产品快速增长

中国石化亦一直致力于环境保护方面的努力。销售公司也主动开发并在便利店中销售多种环保汽车产品，协助客户创建健康良好生活环境、推进绿色环保理念，同时增加公司营业收入和利润。公司迄今已成功开发了一系列汽车相关自有品牌环保产品，包括：“海龙”燃油宝油品清净剂系列产品和“悦泰海龙”柴油车尾气处理液。

按目前中国的柴油车处理液和用油量 4% - 5% 的消耗比例，柴油车尾气处理液市场空间将达一年 500 多万吨、250 多亿元的规模。目前，销售公司已经向市场推出了悦泰海龙柴油车尾气处理液，该产品的销售正处于快速增长阶段，具有巨大的市场潜力和显著的增长空间。此外，销售公司也正尝试在旗下部分试点加油站安装屋顶太阳能发电系统，以提倡绿色行动、减少对第三方电力供应商的依赖及节省运营成本。

### 3.2 已超过 450 座加油站开展汽车服务

销售公司目前在 450 多座加油站内以自营或以出租给第三方的模式提供基础汽车服务，包括洗车、汽车美容保养及快修等。未来，销售公司计划选择商圈较好的加油站网点继续拓展基础汽车服务，凭借现有广泛布局的服务网络，发展包括代客汽车维修服务、保险产品销售及汽车租赁服务等轻资产服务，并建设基于 OBD 数据采集终端打造汇聚车辆信息的车联网平台，利用全方位线上线下汽车服务平台进一步提升加油站网点油品和非油品消费。2014 年 5 月，中石化销售公司与中国太平保险集团签约，双方整合各自领域的优势资源，为客户提供多元化服务。根据协议，销售公司将利用自身网络优势，在便利店、汽车服务等传统服务的基础上择站开展中国太平保险集团旗下车险、寿险等业务。太平保险已成立中石化项目部，预计到 2014 年底，开展有保险销售业务的加油站数量将达到 1500 个。

### 3.3 与顺丰速运合作，迈出 O2O 业务第一步

2014 年 8 月，中国石化销售公司与顺丰速运公司签订业务合作框架协议。中国石化覆盖全国的加油站便利店网络将与顺丰速运的物流网络相互连接，提升双方网络覆盖率，增强网点的服务功能，形成 1+1>2 的叠加效应。

根据协议，双方将主要在 O2O(线上与线下联动)业务、油品销售、物流配送、交叉营销等领域开展三方面业务合作：在广东中石化易捷便利店试点开设顺丰速运嘿客店，提供快递收发、电商包裹自提与商品二维码销售等 O2O(线上与线下联动)业务，并根据效果探讨在其他区域扩大合作范围；探索顺丰速运为中国石化易捷便利店与电商业务提供仓储与配送服务；中国石化将作为油品供应商，为顺丰提供优质油品，保障供应；积极开展交叉营销等其他合作业务。

### 3.4 已开展广告业务

销售公司加油站的广告业务主要是户外实体广告。2009 年 4 月，公司就加油站户外实体广告业务与一家中国较为领先的中高端户外媒体运营商签订了独家特许广告经营合作协议。协议约定，广告设施的建设、安装和维护费用由该广告合作伙伴负担，销售公司按照站点地理

位路及广告资源分配的不同收取租金。截止 2013 年底，销售公司已在 3,000 座加油站开展广告业务，并以标准的形式确定了 LED 广告画屏、大六面翻灯箱、立柱看板等广告形式。

### 3.5 和阿里云信息化合作，开启能源大数据

中石化和阿里云已就新一轮中石化信息化改造达成合作，阿里云将为中石化提供云计算和大数据平台服务。中石化正借助阿里等企业在云计算、大数据方面的技术优势，对部分传统石油化工业务进行升级，打造多业态的商业服务新模式，给社会公众提供更优质、更便捷的服务。

中石化今年以来加快了信息化转型。3 月 27 日，在中石化集团的信息化领导小组会议上，董事长傅成玉对工业化信息化两化融合做了年度总结，并提出了 2015 年的计划。在传统两化融合的基础上，傅成玉提到了李克强总理提出的“互联网+”和“制造业 2025”两个新概念，并称实现两化融合，首先需要建立一个统一、集成、共享的，包括云计算大数据平台、物流平台、客户管理平台、支付平台在内的信息化大平台、大系统。其中，建设统一的云平台 and 大数据平台，以及 IT 运维，移动应用系统是 2015 年的六大任务之一。

## （五）、非油业务未来战略发展方向

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。

#### 便利店：

销售公司目前拥有中国最大的便利店网络，未来在单店销售额和盈利能力上有巨大发展空间。为了提升便利店客流量、顾客进店率、单店销售额以及盈利水平，销售公司制定了积极的发展计划和运营管理提升措施。例如，销售公司计划实施交叉销售及营销，优化商品组合及开发生鲜食品业务，发展自有品牌，推广环保产品与服务，并进一步扩大广告和市场宣传活动。销售公司还计划通过集中采购提高采购规模、降低成本，通过优化物流及配送体系提高运营效率以及通过运营合作以促进运营知识的交流。

#### O2O：

以“人和车”为核心，利用网点、用户和海量交易量的优势，整合“人和车”相关的商品和服务，拓展线上平台，突破物理网点数量和空间的限制，开展快递自提点服务，打造“易捷会员电商平台”，连接“车联网平台”。

#### 金融服务：

充分利用公司的全国性网络、优质的品牌和巨大的客户群，以及合作伙伴的专业经验和既有渠道，迅速布局 and 开拓包括银行卡收单、网络和移动支付和第三方预付卡在内的支付业务；全面挖掘以支付为核心的金融业务的支持和协同效应，逐步实现从“为现有客户提供便捷支付

体验”到“创造新的收入和利润增长点”。

#### 汽车服务：

销售公司计划基于加油站基础汽车服务网络发展包括保险产品销售、代客汽车维修服务、汽车租赁服务等轻资产服务，并建设基于 OBD 数据采集终端打造汇聚车辆信息的车联网平台，利用全方位线上线下汽车服务平台进一步提升加油站网点油品和非油品消费。

#### 广告：

开发资源和渠道，拓展更为多元化的广告业务。在加油站户外实体广告方面，将继续推进现有的合作模式，完善已有的广告模式并开发未被充分利用的广告资源。在尚未开展经营的加油机广告、互联网广告及移动端广告方面，拟逐步推出多项发展计划并优选业务合作伙伴开展互惠合作。

以上新业务措施的开发将促使销售公司成为一体化综合服务平台，从而提高客户忠诚度，优化用户体验，并开发新增长领域。更重要的是，对于在 2013 年仅贡献了整体 2%毛利的非油品业务来说，这些新业务措施将会大大推动其未来的增长。

## 四、化工盈利反转，电商业务有望成为“化工界的京东”

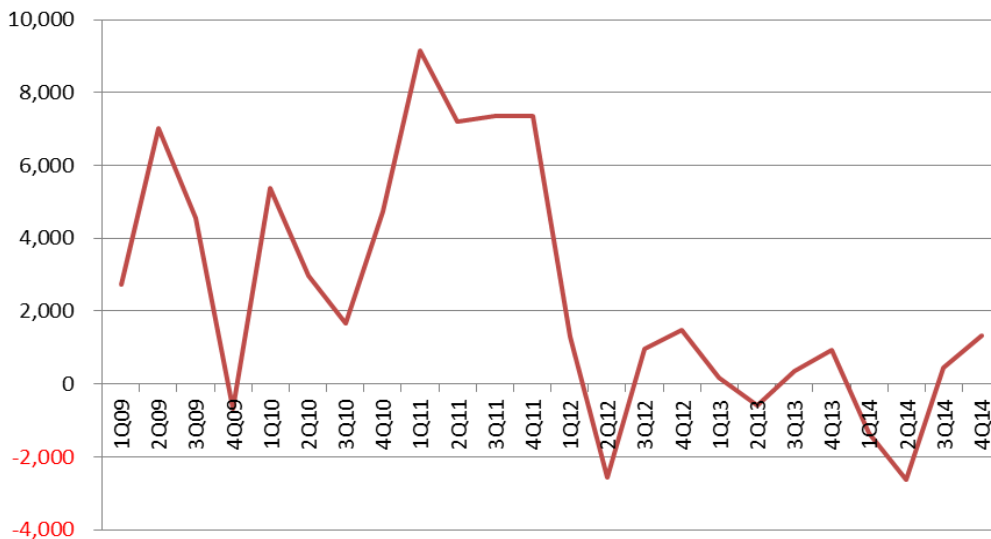
### （一）、化工业务盈利将有所修复

中石化化工板块作为对化工中上游的综合反应，其盈利情况基本与石化行业的景气周期相吻合。

上一轮石化周期景气高峰（2004-2006 年）直接推动了大量的新产能建设，由于金融危机的原因，这部分新产能延迟投放而主要集中在 2010 年，产能投放区域主要集中在中国和中东。2010 年的产能增速接近 10%，但当年需求增速由于金融危机后需求的恢复性增长而达到 11%，再加上 2011 年开始新增产能相比 2010 年较少；因此 2010 年底到 2011 年，新一轮石化景气周期一度到来；无奈 2011 年下半年开始欧美经济二次探底而乙烯下游需求疲软而景气迅速下滑。近几年，全球经济复苏不容乐观；中国宏观经济下台阶、进入新常态，石化化工饱受产能过剩、需求疲软影响；再加上，原油价格下跌对化工产品价格造成很大冲击。

但随着原油价格下了一个台阶之后，油头的化工企业相对于煤头的化工企业表现出了很大的优势。目前公司的聚烯烃等化工品的盈利出现了巨大的恢复。同时，公司优化原料结构，加大轻质原料比例，降低原料成本；推进产品结构调整，加大新产品的研发、生产和销售力度，其中化工聚烯烃新产品与专用料比例达到 57.4%，高附加值橡胶比例达到 17.4%，合成纤维差别化率达到 76.7%；优化生产装置运行，合理安排装置负荷，对不能达到边际成本的化工装置实施关停措施。更进一步创造了效益。

图 7：中石化的化工板块单季度 EBIT（百万元）



资料来源：中国银河证券研究部



## （二）、化工业务可发展成国内最大的化工电商品平台

中国石化是中国最大的石油产品（包括汽油、柴油、航空煤油等）和主要石化产品（包括合成树脂、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶、化肥和中间石化产品）生产商和供应商，是世界第四大乙烯生产商。2014 年公司的化工收入规模超 4000 亿元。

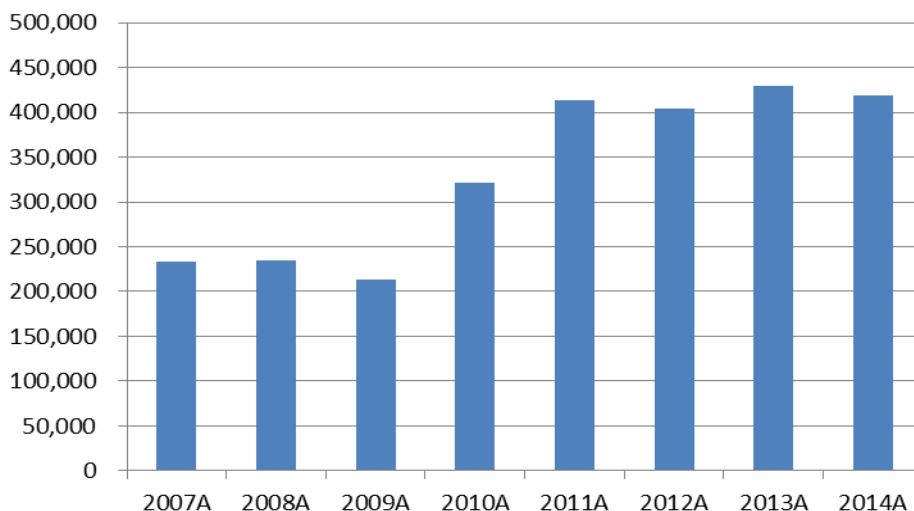
3 月 27 日，在中石化集团的信息化领导小组会议上，董事长傅成玉对工业化信息化两化融合做了年度总结，并提出了 2015 年的计划。在传统两化融合的基础上，傅成玉提到了李克强总理提出的“互联网+”和“制造业 2025”两个新概念，并称实现两化融合，首先需要建立一个统一、集成、共享的，包括云计算大数据平台、物流平台、客户管理平台、支付平台在内的信息化大平台、大系统。其中，建设统一的云平台 and 大数据平台，以及 IT 运维，移动应用系统是 2015 年的六大任务之一。

最新的是中石化和阿里云已就新一轮中石化信息化改造达成合作，阿里云将为中石化提供云计算和大数据平台服务。对部分传统石油化工业务进行升级，打造多业态的商业服务新模式，给社会公众提供更优质、更便捷的服务。

另外在物流上面，公司是国内化工物流行业标准的引领者。为客户量身定制多层次、高效率、低成本的物流整体解决方案。与众多知名物流服务商建立了战略伙伴关系，年物流运作量达到 1500 万吨以上。在全国范围内建设及租赁有 70 余个中转仓库，拥有 4500 辆铁路槽车，在长江沿线拥有四个独立自有液体罐区和码头，总罐容达 32 万立方，物流服务的范围可以延伸到全国。

可以预期的是中国石化将在 2015 年，将会把化工产品的销售搬到网上，成立化工电商交易平台，中国石化将成为化工电商的“京东”。

图 8：中石化的化工板块收入规模超 4000 亿元（百万元）



资料来源：中国银河证券研究部

## 五、投资建议

由于原油价格的大幅下跌，公司也下调了 2015 年的资本开支，同比下调约 12%。目前公司每股净资产接近 5.1 元，销售公司重组实施完成后，增资资金届时全部计入资本公积，公司每股净资产将达到 5.6 元，今年底则到 6 元左右，对应目前 PB 只有 1.1 倍左右，公司的价值显著低估。

我们预计 2015-2017 年 Brent 油价均价为 65 美元、75 美元和 80 美元/桶，预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.44 元、0.59 元和 0.69 元；维持“推荐”评级。

表 2：盈利预测表

利润表 (Rmb mn)	2012	2013	2014	2015E	2016E
部门收入	4,672,486	4,805,422	4,670,746	4,025,189	4,345,534
原油部门	228,309	219,466	211,094	154,114	179,138
炼油部门	1,264,851	1,305,473	1,267,778	849,892	1,010,064
营销部门	1,463,179	1,492,367	1,463,836	1,338,396	1,447,073
化工部门	404,376	430,096	419,201	373,950	400,423
公司总部	1,311,771	1,358,020	1,308,837	1,308,837	1,308,837
减：部门间抵扣	-1,938,868	-1,972,176	-1,889,105	-1,491,599	-1,651,295
其他经营收入	52,427	47,064	44,273	43,557	46,957
<b>收入合计</b>	<b>2,786,045</b>	<b>2,880,310</b>	<b>2,825,914</b>	<b>2,577,146</b>	<b>2,741,197</b>
经营费用					
销售成本	-2,442,167	-2,526,550	-2,512,695	-2,287,019	-2,415,572
折旧和摊销	-70,456	-81,265	-90,458	-91,562	-95,656
勘探费用	-15,500	-12,600	-10,969	-9,000	-9,000
销售/管理/行政费用及其它	-159,257	-163,903	-140,485	-112,169	-117,410
<b>经营费用合计</b>	<b>-2,687,380</b>	<b>-2,784,318</b>	<b>-2,754,607</b>	<b>-2,499,750</b>	<b>-2,637,639</b>
YoY%	12%	4%	-1%	-9%	6%
经营收益 (EBIT)					
原油部门	70,054	54,793	47,057	13,783	29,808
炼油部门	-11,444	8,599	-1,954	17,411	20,139
营销部门	42,652	35,143	29,449	35,985	41,053
化工部门	1,178	868	-2,181	11,281	13,622
公司总部	-3,775	-3,411	-1,064	-1,064	-1,064
<b>经营收益合计</b>	<b>98,665</b>	<b>95,992</b>	<b>71,307</b>	<b>77,396</b>	<b>103,558</b>
EBIT 利润率	4%	3%	3%	3%	4%
融资成本净额	-9,881	-4,246	-12,049	-10,140	-10,793
投资收益	235	947	2,616	2,000	2,000
应占联合合营公司的损益	1,626	2,359	3,630	2,500	2,500
<b>除税前正常业务利润</b>	<b>90,645</b>	<b>95,052</b>	<b>65,504</b>	<b>71,757</b>	<b>97,265</b>
所得税	-23,846	-24,763	-17,571	-17,939	-24,316

实际税率	26%	26%	27%	25%	25%
除税后正常业务利润	66,799	70,289	47,933	53,818	72,949
少数股东权益	-2,917	-4,157	-1,467	-2,422	-3,283
<b>净利润</b>	<b>63855</b>	<b>66104</b>	<b>46439</b>	<b>51368</b>	<b>69638</b>

资料来源：中国银河证券研究部

## 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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

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