

石油化工

证券研究报告
2019年01月20日

中石化销售公司如何估值？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张樾樾

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

贾广博

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519010002

jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋

联系人

liuzidong@tfzq.com

郑小兵

联系人

zhengxiaobing@tfzq.com

引言: 2014年9月, 25家境内外投资者以现金共计人民币1,070.94亿元认购中石化销售公司29.99%的股权。近期工商登记信息显示, “中国石化销售有限公司”已经改称为“中国石化销售股份有限公司”。据彭博援引知情人士称, 中国石化销售股份有限公司已经获得中国国务院批准在香港上市。市场对中石化销售公司关注度再起, 如在港股上市, 合理估值应该给多少?

结论是: 5000 亿左右。

业务分析: 中石化销售公司盈利稳定, 非油业务发展良好

中石化销售公司过去5年(2013-2017)净利润稳定在220~280亿区间, ROE 稳定在12%-14%之间(排除引资之前), 销售净利率在2.1%~2.5%之间。

成品油零售业务以700元/吨作为批零价差上限, 成品油销售的盈利取决于两个因素, 一是终端销售到价率, 二是单个加油站自身的成本管控能力。2017年销售到价率下降可能与公司主动争取市场份额有关。2018年底以来, 销售到价率有小幅回升。从中石化“营销与分销”板块看出, 单位成品油销售利润从2013年成品油定价机制改革以来维持在160元/吨左右。

非油业务2018年上半年, 非油业务收入163亿元, 同比增加15.6%, 非油业务利润17亿元, 同比+30%。截至2018年中期, 销售板块拥有便利店26424座, 同比+2.5%, 占有加油站总数的86%。

PE 估值: 参考港股公用事业, 合理市值4676~5178 亿元

考虑两类可比标的——公用事业和综合石油公司。因中石化销售公司历史业绩相对平稳, 更接近公用事业公司, 而几大石油公司业绩波动和PE估值波动大, 参考性一般。因此在PE估值比较中, 选择公用事业标的。

可比标的2017/2018年预期PE均值18.8/16.4倍, 对应中石化销售公司合理估值区间4676~5178亿元。

分红收益率: 持续分红能力强, 可比公司4.9%分红收益率对应5000亿市值

中石化销售公司从2015年开始实施分红, 15/16/17年分别249/166/321亿, 分红比例分别105%/63%/117%, 三年平均95%。近年来, 中石化营销和分销板块的DDA随着资产规模的增加而逐年上升, 而资本开支规模在2014~2016年下降后保持平稳, 目前二者非常接近。中石化销售公司有力量保持接近100%的分红比例。

选取两类可比公司——公用事业类和综合石油公司, 过去3年平均分红收益率4.9%。以中石化销售公司2015-2017年度平均分红245亿, 合理估值应为5003亿元(人民币)。

风险提示: 销售公司受成品油消费疲软影响, 盈利能力下滑风险; 成品油定价体系发生不利变化的风险; 公司非油品业务推进速度不及预期的风险; 公司最后没有上市的风险。

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《石油化工-行业研究简报: 烯烃月报: 烯烃利润分化, MTO 装置仍不经济》2019-01-15
- 2 《石油化工-行业研究周报: 美元指数对油价影响》2019-01-13
- 3 《石油化工-行业研究简报: 聚酯月报: 12月聚酯产业链延续弱势, 关注19年需求端变化》2019-01-08

1. 中石化销售公司如何估值？

1.1. 中石化销售公司上市预期浮出水面

2014年9月,25家境内外投资者以现金共计人民币1070.94亿元认购中石化销售公司29.99%的股权。

近期工商登记信息显示,“中国石化销售有限公司”已经改称为“中国石化销售股份有限公司”。据彭博援引知情人士称,中国石化销售股份有限公司已经获得中国国务院批准在香港上市。

图 1: 中石化销售股份有限公司近期获工商登记核准

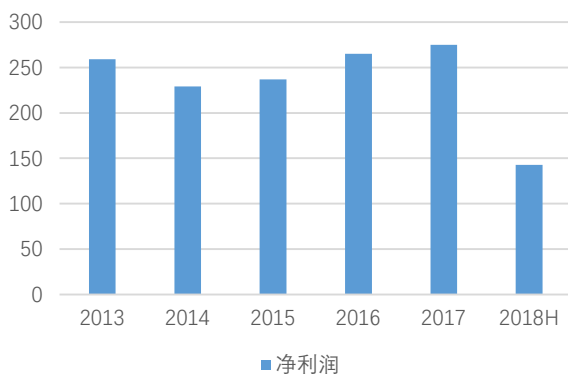


资料来源: wind, 天风证券研究所

1.2. 中石化销售公司盈利稳定, 非油业务发展良好

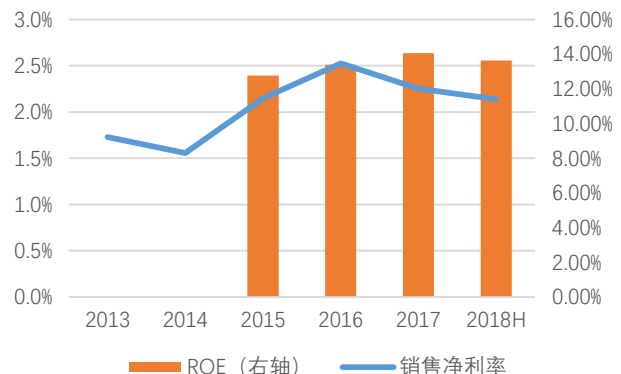
中石化销售公司过去5年(2013-2017)净利润稳定在220~280亿区间,ROE 稳定在12%-14%之间(排除引资之前),销售净利率在2.1%~2.5%之间。

图 2: 中石化销售公司净利润(亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 中石化销售公司 ROE 和销售净利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所对原油价格假设进行了调整

公司盈利稳定性得益于靠近终端零售,以及国内稳定的油品销售行业格局。根据国内成品油定价政策,“成品油批发企业对零售企业的汽、柴油最高批发价格,合同约定由供方配送到零售企业的,按最高零售价格每吨扣减300元确定”,“成品油生产经营企业对具备国

家规定资质的社会批发企业的汽、柴油最高供应价格，按最高零售价格每吨扣减 400 元确定。”即，零售业务以 700 元/吨作为批零价差上限，成品油销售的盈利取决于两个因素，一是终端销售到价率，二是单个加油站自身的成本管控能力。

销售到价率是指，实际终端零售价与发改委定价上限的比例，主要取决于终端需求和公司定价策略。17 年的销售到价率下降可能与公司主动争取市场份额有关。2018 年底以来，销售到价率有小幅回升。

从中石化“营销与分销”板块看出，单位成品油销售利润从 2013 年 成品油定价机制改革以来维持在 160 元/吨左右。

非油业务：2018 年上半年，非油业务收入 163 亿元，同比增加 15.6%，非油业务利润 17 亿元，同比+30%。截至 2018 年中期，销售板块拥有便利店 26424 座，同比+2.5%，占有所有加油站总数的 86%。

图 4：中国加油站市场格局

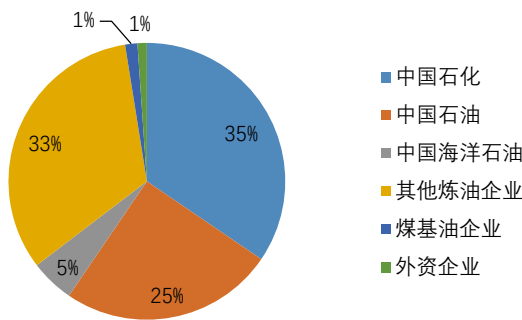
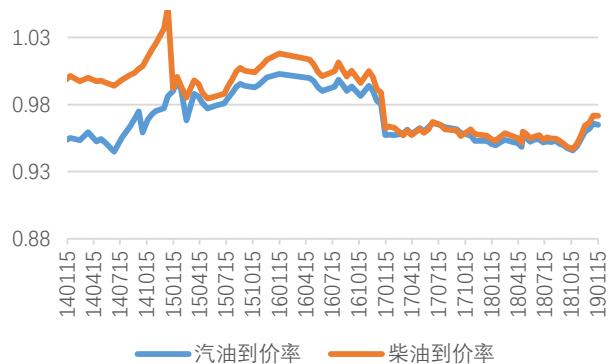


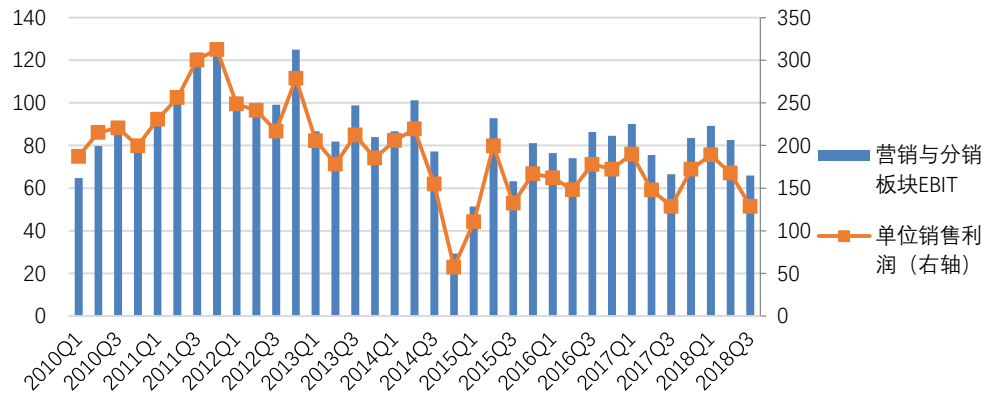
图 5：国内成品油销售到价率



资料来源：国内外油气行业发展报告（石油工业出版社），天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所对原油油价假设进行了调整

图 6：中国石化营销与分销板块 EBIT 与单位盈利（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 估值方法一：PE

考虑两类可比标的——公用事业和综合石油公司。因中石化销售公司历史业绩相对平稳，更接近公用事业公司，而几大石油公司业绩波动和 PE 估值波动大，参考性一般。因此在 PE 估值比较中，选择公用事业标的。

可比标的 2017/2018 年预期 PE 均值 18.8/16.4 倍，对应中石化销售公司合理估值区间 4676~5178 亿元。

表 1：可比公司分红收益率

可比公司-公用事业	PE (2017)	PE (2018E)
香港中华煤气	31.2	28.7
中电控股	16.1	15.7
中国燃气	21.6	16.5
电能实业	13.9	14.4
中广核电力	8.0	9.2
新奥能源	25.0	17.7
华润电力	16.0	12.5
平均	18.8	16.4
中石化销售公司净利润	275	286 (年报未披露, 按照中报乘以 2)
对应市值	5178	4674

数据来源: wind, 天风证券研究所, 注: 港股公用事业公司 2018 年业绩预测按照 wind 一致预期

1.4. 估值方法二: 分红收益率

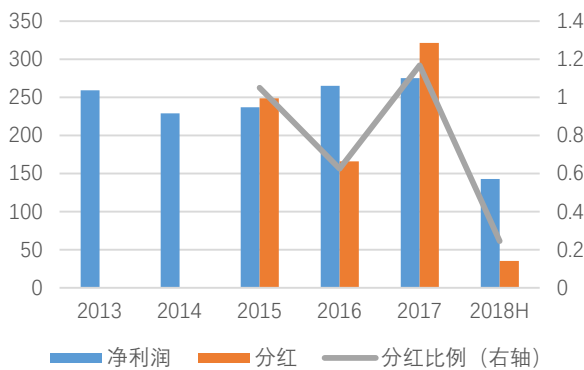
中石化销售公司历史分红情况如何?

中石化销售公司从 2015 年开始实施分红, 15/16/17 年分别 249/166/321 亿, 分红比例分别 105%/63%/117%, 三年平均 95%。

为什么中石化销售公司可以做到接近 100%的分红比例?

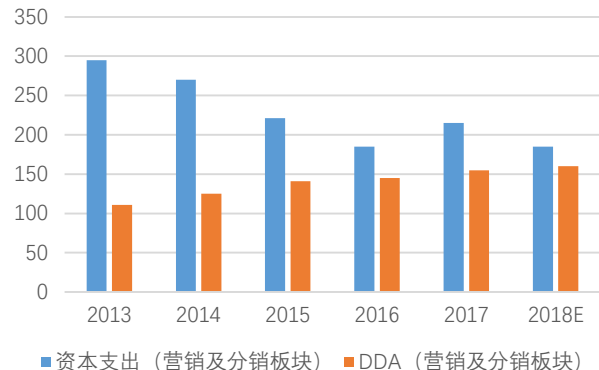
因为没有销售公司的相关数据, 我们用中石化营销和分销板块的数据代替。近年来, 中石化营销和分销板块的 DDA 随着资产规模的增加而逐年上升, 而资本开支规模在 2014~2016 年下降后保持平稳, 目前二者非常接近。中石化销售公司有能力保持接近 100%的分红比例。

图 7: 中石化销售公司分红比例 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 8: 中石化销售公司资本开支和 DDA 逐渐靠近 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所对原文油价假设进行了调整

按照分红收益率, 合理估值是多少?

根据中石化销售公司的业务属性, 我们选取两类可比公司——公用事业类和综合石油公司, 过去 3 年平均分红收益率 4.9%。以中石化销售公司 2015-2017 年度平均分红 245 亿, 合理估值应为 5003 亿元 (人民币)。

表 2: 可比公司分红收益率

可比公司-公用事业	三年平均分红收益率
香港中华煤气	2.10%
中电控股	3.20%
中国燃气	1.10%
电能实业	16.50%

中广核电力	3.20%
新奥能源	1.20%
华能国际电力	6.80%
华润电力	5.70%
平均	4.98%
可比公司-石油公司	三年平均分红收益率
中国石油股份	2.30%
中国石油化工股份	6.20%
中国海洋石油	3.60%
上海石油化工股份	7.20%
平均	4.83%
综合平均	4.90%

数据来源：wind，天风证券研究部整理

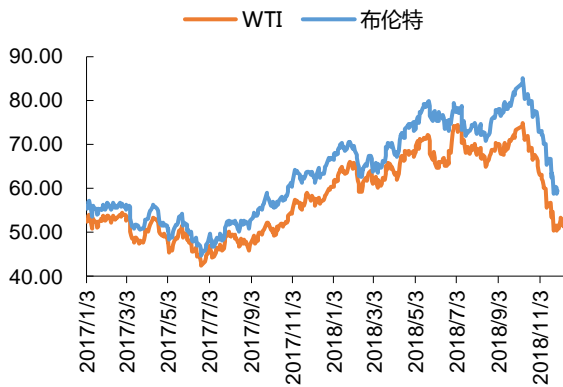
2. 周度数据回顾

2.1. 原油行情回顾

2.1.1. 原油价格与钻机

本周原油价格，WTI 52.59 美元/桶，环比+4.63 美元；布伦特 61.68 美元/桶，环比+4.62 美元。钻机方面，美国原油钻机 873 台，环比-4 台。

图 9：国际原油价格（美元/桶）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：美国原油钻机数量（台）

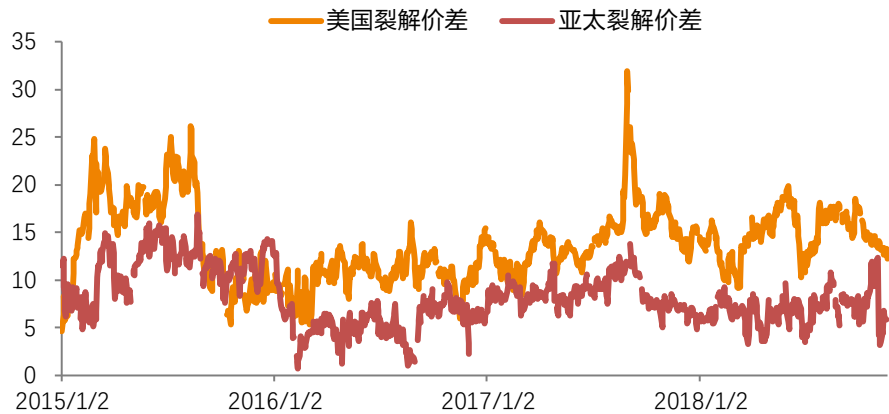


资料来源：贝克休斯，天风证券研究所

2.1.2. 原油裂解价差

截至 18 年 11 月 21 日，国际裂解价差，美国裂解价差指数 12.26，环比-1.13；亚太裂解价差指数 8.13，环比+1.51。

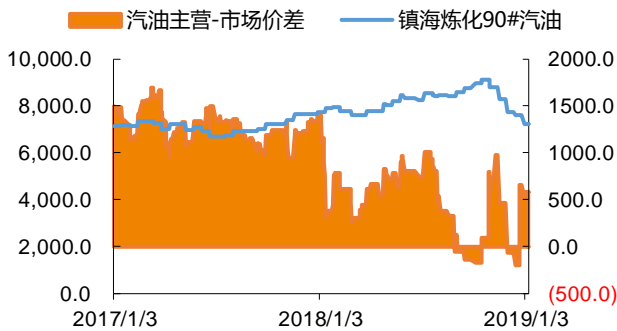
图 11: 国际裂解价差 (美元/桶)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

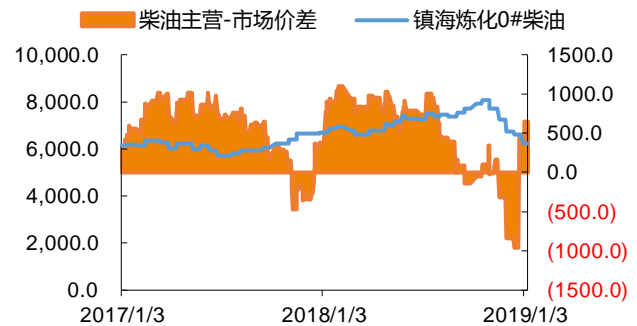
国内市场价差方面, 汽油市场价差为 585 元/吨, 环比+50 元; 柴油市场价差为 645 元/吨, 环比+200 元。华北地区汽柴油裂解价差为 492 元/吨, 环比-362 元。

图 12: 汽油市场价差 (元/吨)



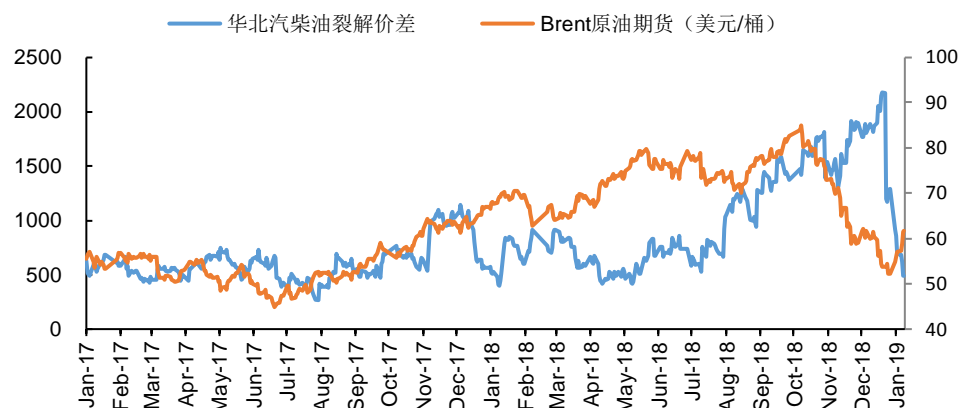
资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 13: 柴油市场价差 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 14: 华北汽柴油裂解价差 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

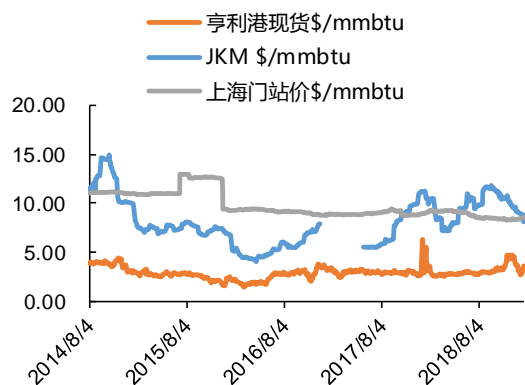
2.2. 天然气行情回顾

2.2.1. 天然气价格与价差

本周天然气现货价格, 亨利港 3.51 美元/百万英热, 环比+0.56 美元; JKM8.35 美元/百万

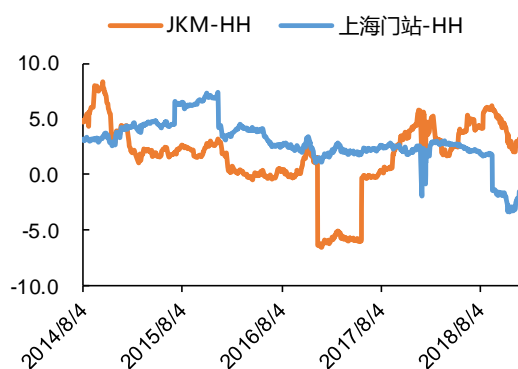
英热，环比-0.49 美元；上海门站价仍为 2.06 元/方。价差方面，JKM-HH 为 1.97 美元/百万英热，环比-1.13 美元；上海-HH-1.90 美元/百万英热，环比-0.61 元。

图 15：天然气价格（美元/百万英热）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 16：天然气国际价差（美元/百万英热）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

2.2.2. 国内 LNG 价格与开工率

本周 LNG 出厂价方面，全国多数地区持续向上，全国平均价为 5232.59 元/吨，环比-173.69 元；开工率方面，全国平均开工率为 35.28%，环比-1.53pct。

图 17：LNG 出厂均价价（元/吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 18：LNG 平均开工率



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

2.3. 聚酯产业链行情回顾

2.3.1. 聚酯产品价格与价差

本周涤纶长纤均价为 9058 元/吨，环比+58 元；涤纶短纤价格 8740 元/吨，环比+36 元；PTA 价格 6303 元/吨，环比+61 元；PX 价格内盘 8100 元/吨，环比持平，外盘 1069 美元/吨，环比+55 美元。

图 19：涤纶长丝均价（元/吨）

图 20：涤纶短纤价格（元/吨）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 21: PTA 价格 (元/吨)



资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 22: PX 价格 (元/吨)



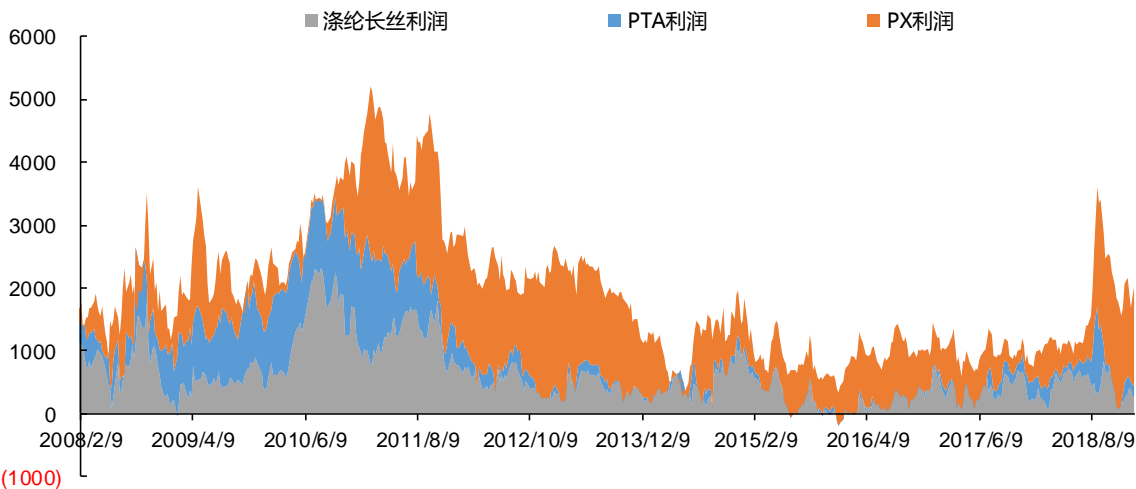
资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 23: 聚酯单位盈利情况 (元/吨)



资料来源：中纤网，天风证券研究所

本周聚酯产品盈利情况，涤纶长丝单位盈利 281 元/吨，环比+13 元/吨；涤纶短纤单位盈利 377 元/吨，环比-1 元/吨；PTA 单位盈利 153/吨，环比-52 元/吨；PX 单位盈利 1576 元/吨，环比+184 元。



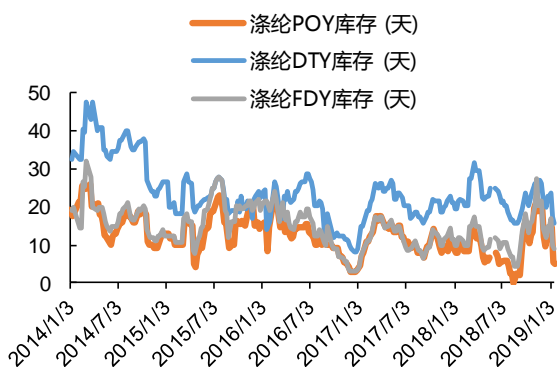
资料来源：中纤网，天风证券研究所

2.3.2. 聚酯产品库存与开工率

涤纶产品 POY 库存 5 天，环比-0.5 天；DTY 库存 15.5 天，环比-2 天；FDY 库存 9 天，环

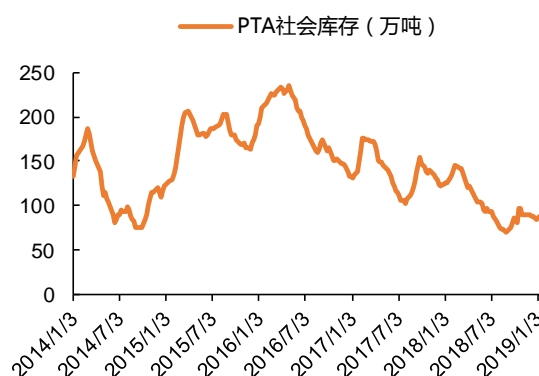
比-1天。PTA 流通库存 87.6 万吨，环比+0.1 万吨。

图 24: 涤纶库存 (天)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

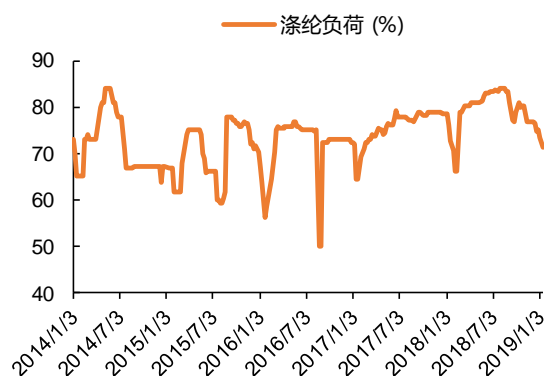
图 25: PTA 流通库存 (万吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

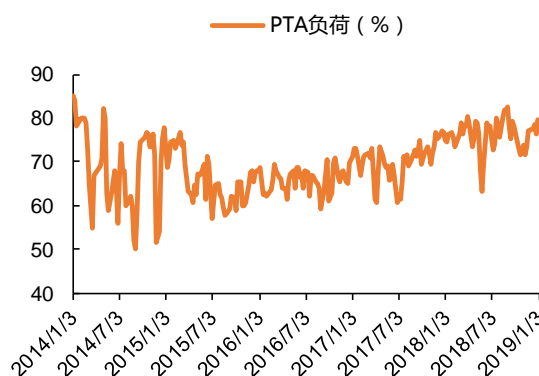
本周涤纶产品整体开工率 71.3%，环比-2.0pct；PTA 开工率 77.6%，环比-0.6pct。

图 26: 涤纶开工率



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 27: PTA 开工率



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

2.4. 石化产品价差

本周石化产品价差涨幅前三为：顺丁橡胶与原料价差（35.4%）、己内酰胺（35.2%）、丙烯酸与原料价差（27.3%）。

表 3: 石化产品价差 (元/吨)

产品价差	2019/01/18	本周涨跌	上周涨跌	本月涨跌	上月涨跌
顺丁橡胶与原料价差	780	35.4%	-55.6%	-10.9%	-23.8%
己内酰胺	769	35.2%	-28.6%	-58.8%	-2.6%
丙烯酸与原料价差	637	27.3%	-4.3%	-28.3%	28.2%
甲乙酮与原料价差	1550	20.4%	-14.2%	-30.3%	-11.8%
PTA 与原料价差	204	19.1%	-30.7%	-197.9%	34.3%
己二酸	3915	8.3%	-4.6%	9.9%	-22.2%
涤纶长丝与原料价差	303	6.6%	-12.6%	-12.2%	-56.6%

锦纶长丝与原料价差	5733	2.1%	-8.4%	-2.9%	3.5%
苯乙烯	3141	2.1%	9.6%	17.3%	-33.8%
丁二烯与原料价差	7000	0.7%	12.1%	1.1%	5.7%
ABS	5999	0.7%	-5.7%	-5.1%	1.0%
氨纶与原料价差	16131	0.4%	0.5%	1.5%	1.2%
PVC	4481	-3.0%	-2.6%	7.3%	6.4%
PDH 价差	1295	-13.4%	0.9%	-4.1%	-8.6%
聚乙烯与原料价差	1392	-24.2%	-8.0%	23.4%	23.2%
聚丙烯与原料价差	-170	-43.2%	24.3%	-122.8%	-226.6%

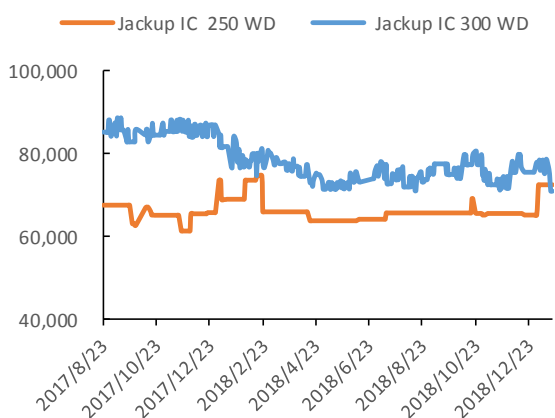
资料来源：中纤网，隆众资讯，天风证券研究所

2.5. 油田服务

本周海上钻井日费率方面，自升式钻井平台（250米）日费率 72434.4 美元/天，环比持平。自升式钻井平台（300米）日费率 70906.3 美元/天，环比-7700.1；半潜式钻井平台（<1500米）日费率 126780 美元/天，环比持平。半潜式钻井平台（1500+米）日费率 273753.7 美元/天，环比持平。半潜式钻井平台（4000+米）日费率 250034.5 美元/天，环比-196.0。

使用率方面，自升式钻井平台（250米）使用率 54.35%，环比持平。自升式钻井平台（300米）使用率 54.21%，环比-1.0pct；半潜式钻井平台（<1500米）使用率 42.9%，环比持平。半潜式钻井平台（1500+米）使用率 60.98%，环比持平。半潜式钻井平台（4000+米）使用率 38.64%，环比+1.1pct。

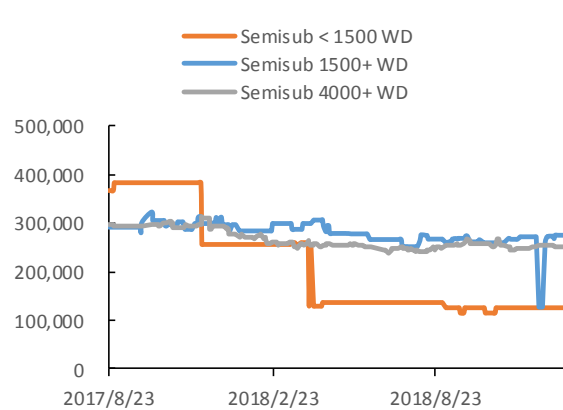
图 28：自升式钻井平台日费率（美元/天）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

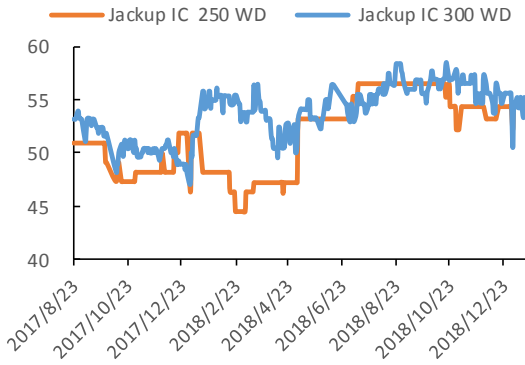
图 30：自升式钻井平台使用率（%）

图 29：半潜式钻井平台日费率（美元/天）

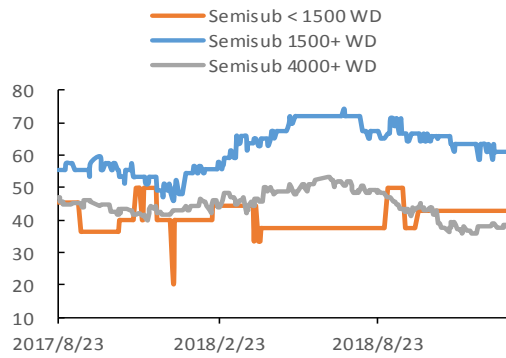


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 31：半潜式钻井平台使用率（%）



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所



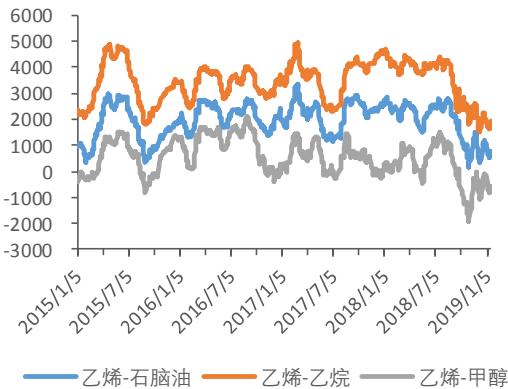
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

2.6. 烯烃价差

本周乙烯与上游价差, 乙烯-石脑油 745 元/吨, 环比+244 元/吨, 乙烯-乙烷 1960 元/吨, 环比+235 元/吨, 乙烯-甲醇-554.0 元/吨, 环比+268 元/吨; 乙烯与下游价差, LDPE-乙烯 51 元/吨, 环比-299 元/吨, MEG-乙烯-319.79 元/吨, 环比-154 元/吨。

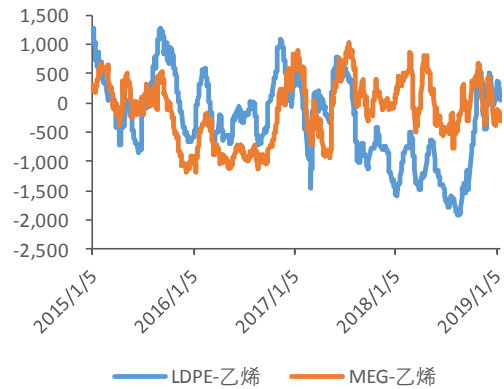
本周丙烯与上游价差, 丙烯-石脑油 806 元/吨, 环比-162 元/吨, 丙烯-丙烷 1186 元/吨, 环比-283 元/吨, 丙烯-甲醇-493 元/吨, 环比-138 元/吨; 丙烯与下游价差, PP-丙烯 9 元/吨, 环比+116 元/吨, 丙烯酸-丙烯 774 元/吨, 环比+137 元/吨, PO-丙烯 1451.3 元/吨, 环比+388 元/吨。

图 32: 乙烯与上游价差 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 33: 乙烯与下游价差 (元/吨)



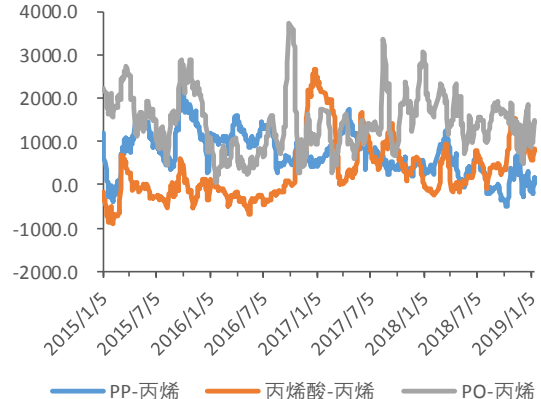
资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 34: 丙烯与上游价差 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 35: 丙烯与下游价差 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com