

**公司动态跟踪报告**

制造业

石油化工行业

**中国石化 (600028)**

当前价：11.86 元

**谨慎推荐**

(维持评级)

2008 年 4 月 28 日

**季度业绩回顾**

## 战略看多中石化的逻辑

**石化行业首席分析师：李晨**

 电话：021-68866252  
 E-mail:lichen@guosen.com.cn

**行业研究助理：严蓓娜(实习)**

 电话：021-68866253  
 E-mail:yanbn@guosen.com.cn

**相关研究报告：**

 中石化深度报告《春夜喜雨》 ——08 年 4 月  
 中石油深度报告《转机已现》 ——08 年 4 月

**独立性声明：**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

- **中石化是 A 股市场受油价与通胀影响最大的公司**

“股市看信贷，信贷看通胀，通胀看油价，油价看美元，美元看次债。”中石化可能是 A 股市场受油价与通胀等因素影响最大的公司，在“高油价”+“高通涨”时期，由于政府执行严厉的成品油价格管制，造成公司盈利大幅下滑，加之在高油价高通涨时期 A 股市场下跌带来的估值下降，引发中石化 A 股的剧烈下跌。

- **一旦外部环境反转，中石化 A 股两年三倍并非不可想象**

假如未来两年外部环境反转，美国次债危机平息、美元企稳、油价下跌、国内 CPI 回落、信贷放松、股市上涨。其中“油价下跌”+“CPI 回落”必然导致“政府对成品油价格管制的放松”，中石化盈利必将大幅上升，加之市场估值水平回升，中石化 A 股收复失地，上涨 200%并非不可想象。

- **1 季报提升未来业绩预期**

- **炼油巨亏 业绩尚可**

08 年 1 季度实现 EPS0.077 元，略高于市场预期。影响公司业绩最大的是炼油业务，1 季度炼油业务巨亏 - 255 亿元，同比减少 300 亿元，折合每股税前减利 0.34 元，如果公司炼油不亏损，公司每股 EPS 将增加 0.26 元左右。考虑到 4 月 1 日起实行新财政补贴的影响，预计 2 季度业绩在 0.22 元左右，环比增长 180%。

- **“油田资产减值”成为公司利润蓄水池**

1 季报显示，公司在油田资产上计提了高达 90 亿元的减值准备，折合每股税前 0.10 元，如果油价居高不下，预计 90 亿元的油田减值将在下半年拨回，虽然 1 季报公布业绩只有 0.077 元，但是实际盈利应在 0.15 元以上。

- **建议“战术上谨慎、战略上推荐”**

前途是光明的，道路是曲折的，这符合市场在不断修正错误中发现价值的规律。短期的内外部不确定性可能造成股价的波动，我们建议战术上“谨慎”、战略上“推荐”，给予中石化“谨慎推荐”的投资评级。

## 一、中国股市与油价以及美国次债的内在联系

国内著名宏观经济分析师高善文认为：“股市看信贷，信贷看通胀，通胀看油价。”如果再顺着加两句话，“油价看美元，美元看次债。”我们基本可以找出中国股市与油价以及美国次债的内在联系。

中石化可能是 A 股市场受油价与通胀等因素影响最大的公司。在“高油价”+“高通涨”时期，由于政府执行严厉的成品油价格管制，造成公司盈利大幅下滑，加之在高油价高通涨时期 A 股市场下跌带来的估值下降，引发中石化 A 股的剧烈下跌。

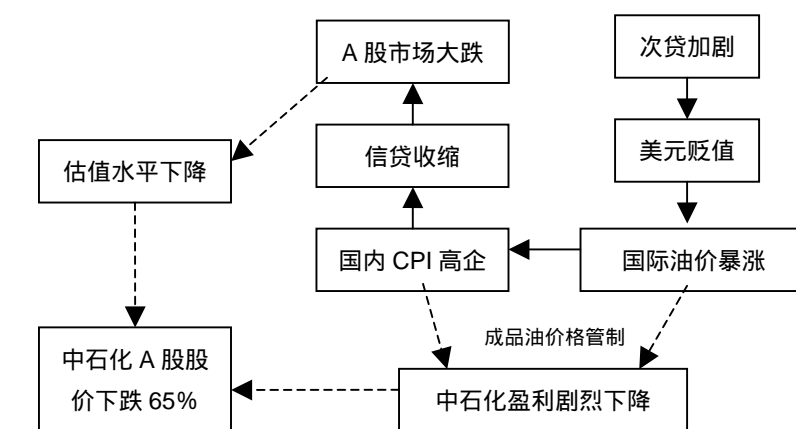
A 股市场大幅下挫，主要受到信贷紧缩的影响，国家控制信贷是为应对高企的 CPI，然而此轮的通货膨胀的起因是以原油为代表的上游原材料价格暴涨造成的。作为世界工厂，中国进口大量的原材料结合国内丰富劳动力资源，将成品输出到国际市场。随着国内加工能力的快速扩张和国内需求的增长，拉动了对资源的需求。原油价格的暴涨正是 CPI 上涨的源头，一方面石油作为基础原料联系着广大的关联产品成本，带动化工产品（包括农药、化肥）塑料与所有进口产品的运输成本都不断提高；另外一方面拉动了其他形式能源的价格，如煤炭和粮食价格也相继飙升；即使国内没有上调成品油价格，CPI 和 PPI 同样在不断上升。

原油价格的变化更取决于美元走势。我们认为世界原油市场供需基本面决定的油价水平在 80 美元/桶左右，目前接近 120 美元的油价中，约包含了每桶 40 美元的金融溢价。产生金融溢价的原因在于大量资金集聚于原油等大宗商品市场，资金涌入商品市场的主要原因还是次贷的恶化，次贷造成债券、信贷和股票市场的深度下调和美元贬值，资金流入商品市场以规避风险。

## 二、过去半年，中石化 A 股下跌 65% 的逻辑

过去半年及未来数月中，美国次贷危机通过以下路径影响中石化的股价：次贷重挫美元、美元推高油价、油价推高通涨、通胀紧缩信贷、信贷拉低股市。其中：“高油价”+“高通涨”+“政府管制成品油价格”导致中石化盈利锐减，加之 A 股市场下跌引起的估值水平下降，造成中石化 A 股下跌 65%。

图 1：过去半年及未来数月中，美国次贷对中国资本市场与中石化的影响

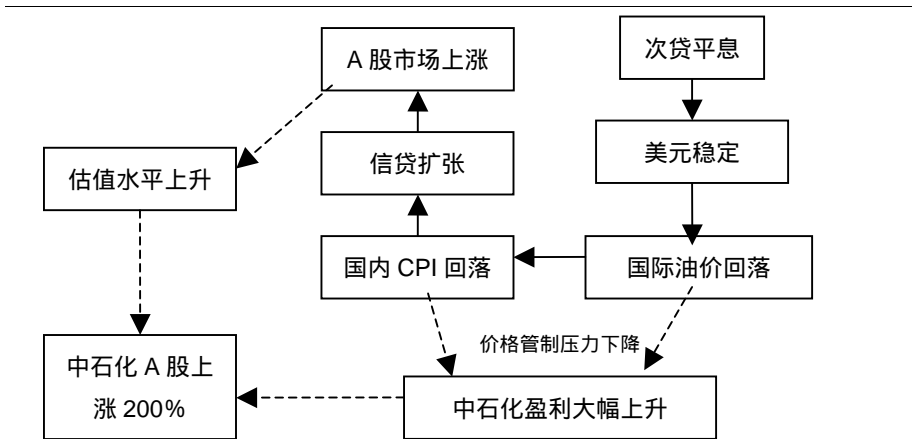


资料来源：国信证券经济研究所

### 三、未来两年，预计中石化 A 股可能上涨 200%的逻辑

未来两年，美国次债危机逐渐平息、美元企稳、油价回落、通胀回落、信贷放松、股市上涨。其中“油价回落”+“CPI 回落”必然导致“政府对成品油价格管制的放松”，根据中石化自身的盈利特征，盈利必将大幅上升，加之 A 股市场估值水平回升的共同作用下，中石化 A 股收复失地，即上涨 200%并非不可想象。

图 2：未来两年，中石化 A 股可能上涨 200%的逻辑



资料来源：国信证券经济研究所

风险分析：

中石化未来两年可能上涨 200%，是基于以下前提：

- 1、美国次债危机在未来 2 年内平息、美元在 2 年内企稳；
- 2、油价的泡沫逐步消退，两年内逐步回落至 80 - 100 美元的区间或以下；
- 3、未来 2 年内，国内成品油价格管制压力下降，最好能形成合理的价格机制。

**需要特别指出的是：我们虽然认为中石化 A 股“两年三倍并非不可想象”，但是并不认为中石化 A 股在未来数月内没有下跌风险。**我们担心今年三季度美国次债危机可能进一步恶化，促使美元贬值，加之三季度是原油需求的传统旺季，双重因素叠加将推高国际原油价格，将对中石化 A 股产生短期不利影响。

### 四、公司 1 季报提升未来业绩预期

#### 1、炼油巨亏 业绩尚可

08 年 1 季度实现 EPS0.077 元，略高于市场预期。按国内会计准则，勘探及生产板块 1 季度实现营业利润 124 亿元，比上年同期微升 6%；营销与化工合计同比减少了 30 亿元的盈利；影响公司业绩最大的是炼油业务，1 季度炼油业务巨亏 - 255 亿元，同比减少 300 亿元，折合每股税前减利 0.34 元，如果公司炼油不亏损，公司每股 EPS 将增加 0.26 元左右。

#### 2、“油田资产减值”成为公司利润蓄水池

1 季报显示，公司在油田资产上计提了高达 90 亿元的减值准备，折合每股税前 0.10 元，如果油价居高不下，预计 90 亿元的油田减值将在下半年拨回。

#### 3、1 季报提升全年业绩信心

公司 1 季报虽然公布业绩只有 0.077 元，但是实际盈利在 0.15 元以上。考虑到 4 月 1 日起实行新财政补贴的影响，预计 2 季度业绩在 0.22 元左右，环比增长 180%；预期中报业绩为 0.27 - 0.30 元/股之间，全年 EPS 预计在 0.70 元以上。

## 五、投资建议

从短期看，未来数月内，美国次债危机仍难言见底。如果危机进一步恶化，则美元势必继续贬值，继续推高原油价格。我们担心今年三季度美国次债危机可能进一步恶化，加之三季度是原油需求的传统旺季，美元贬值与需求上升的双重因素可能进一步推高国际原油价格，从而对中石化股价产生压力。

但是从中长期看，美国次债危机逐渐平息、美元企稳、油价回落、通胀回落、信贷放松、推动市场估值水平逐步上升；通胀回落下油价管制放松甚至炼油机制理顺，再加上加油站巨大的网络将发挥效应，中石化的盈利能力得到彻底解放，两者叠加效应可能会使股价逐步收复失地。

前途是光明的，道路是曲折的，这符合市场在不断修正错误中发现价值的规律。短期的内外部不确定性可能造成股价的波动，我们建议战术上“谨慎”、战略上“推荐”，给予中石化“谨慎推荐”的投资评级。

国信证券投资评级：		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。