

湘财证券研究所
石油和化工研究小组
王 强

Tel: 021-68634518-8221

 Email: wq2835@xcsc.com
田 蓓

Tel: 021-68634518-8221

 Email: tb2848@xcsc.com
冯 舜

Tel: 021-68634518-8020

 Email: fs2855@xcsc.com
相关研究报告：

《公司中报点评-中国石油 (601857)：业绩上游依赖度不减，成品油销售有突破》(2010.08.27)

《公司中报点评-沧州明珠 (002108)：BOPA 毛利率下降，未来关注新型功能性隔膜的发展》(2010.08.26)

《公司深度报告-齐翔腾达 (002408)：把握甲乙酮每涨 1000 元提升业绩 4 毛的弹性》(2010.08.25)

《公司中报点评-沈阳化工 (000698)：受益丙烯酸酯价格上涨，关注渣油消费税免征》(2010.08.24)

《公司深度研究-广汇股份 (600256)：油气煤“三相”能源梦逐步拉开画卷》(2010.08.24)

《公司中报点评-中国石化 (600028)：2 季度环比炼油营销回升、化工下滑、勘探续主力》(2010.08.23)

《2010 年中期策略_石油化工行业-油价向上走、投资往上游》(2010.06.26)

《BP 墨西哥湾漏油的后续影响分析》(2010.06.23)

《成品油下调 vs 天然气上调，短期压力 vs 中期利好》(2010.06.01)

《石化双雄估值优势显现，战略建仓时机到来》(2010.05.13)

事件：

财政部、税务总局发文通知调整部分燃料油消费税政策，为了促进烯烃类化工行业的健康发展和生产同类产品企业间的公平竞争，2010 年对用作生产乙烯、芳烃等化工产品原料的国产燃料油免征消费税，对用作生产乙烯、芳烃等化工产品原料的进口燃料油返还消费税。燃料油生产企业对外销售的不用作生产乙烯、芳烃等化工产品原料的燃料油应按规定征收消费税。

对企业自 2010 年 1 月 1 日起至文到之日前购买的用作生产乙烯、芳烃等化工产品原料的燃料油所含的消费税予以退还。乙烯等化工产品具体是指乙烯、丙烯、丁二烯及其衍生品等化工产品；芳烃等化工产品具体是指苯、甲苯、二甲苯、重芳烃及混合芳烃等化工产品。

点评：
□ 消费税免征将提升业绩 3 毛

公司 CPP 和 DCC 装置各需要 50 万吨渣油原油，目前常减压装置只能保证供应 CPP 装置，DCC 装置需要外购，缺 30 万吨需进口来解决，但要交 812 元/吨的消费税使原料价格缺少竞争力。

现在按照该通知的规定，公司能享受消费税返还，理论上讲，公司 30 万吨渣油消费税免征，按 6.6 亿股本测算，可提升公司业绩 3 毛以上。由于公司降低 DCC 装置的负荷，预计消费税免征实际可以提升 2010 年业绩约 3 毛。这个免征应该会持续，困扰公司的成本问题将得到一劳永逸地解决。

□ 由氯碱企业转型成专注于丙烯链的石化企业

公司主营业务分成四块：第一块是以生产 PVC 糊树脂为主的氯碱化工；第二块是 DCC 炼油装置，主要生产汽柴油和丙烯；第三块是以自产丙烯为原料，生产丙烯酸及酯和环氧丙烷；最后一块是新投产的 CPP 装置，主要生产乙烯和丙烯，以及裂解石油气、燃料气、液化石油气和 MTBE 等。CPP 技术具有世界先进水平，为国内首创，具有一定推广价值，今年 4 月发改委的评估肯定了公司的生产操作水平，公司已由一个传统的氯碱企业彻底转变为“小油头、大化工”的石化企业。

□ 投资策略：我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.76 元、0.93 元和 0.97 元，对应 PE 分别为 12.0 倍、9.8 倍和 9.4 倍（8 月 30 日收盘价 9.13 元），给予 2010 年 20 倍 PE，目标价 15 元，上调至“买入”评级。

□ 风险提示：油价大幅下跌致丙烯酸酯等产品价差回落

(万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	548,679	591,145	450,581	847,150	1,016,600	1,067,500
净利润	15,444	9,617	6,859	49,827	61,515	63,535
EPS (元)	0.23	0.15	0.10	0.76	0.93	0.97
PE	38.5	61.8	86.7	12.0	9.8	9.4

表 1：利润表

(万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	548,679	591,145	450,581	847,150	1,016,600	1,067,500
营业成本	475,155	528,770	369,056	711,222	851,134	894,908
营业税金及附加	9,545	9,777	41,652	33,886	40,664	42,700
销售费用	8,427	7,945	7,676	11,860	14,232	14,945
管理费用	29,053	21,651	21,086	25,415	30,498	32,025
财务费用	7,658	9,603	6,207	8,472	10,166	10,675
资产减值损失	293	2,353	640	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	18,527	11,047	3,917	56,296	69,906	72,247
营业外收入	5,710	2,183	1,780	2,000	2,000	2,000
营业外支出	329	64	59	100	100	100
利润总额	23,908	13,166	5,638	58,196	71,806	74,147
所得税	8,498	4,437	-610	8,729	10,771	11,122
净利润	15,411	8,729	6,248	49,467	61,035	63,025
少数股东权益	-33	-888	-611	-360	-480	-510
归属母公司净利润	15,444	9,617	6,859	49,827	61,515	63,535
摊薄后 EPS (元)	0.23	0.15	0.10	0.76	0.93	0.97

资料来源：公司报告，湘财证券研究所

附录：

财政部、税务总局通知调整部分燃料油消费税政策通知

财政部 国家税务总局

关于调整部分燃料油消费税政策的通知

财税[2010]66 号

各省、自治区、直辖市、计划单列市财政厅（局）、国家税务局，新疆生产建设兵团财务局：

为了促进烯烃类化工行业的健康发展和生产同类产品企业间的公平竞争，经国务院批准，现将部分燃料油消费税政策调整如下：

一、2010 年 1 月 1 日起到 2010 年 12 月 31 日止，对用作生产乙烯、芳烃等化工产品原料的国产燃料油免征消费税，对用作生产乙烯、芳烃等化工产品原料的进口燃料油返还消费税。燃料油生产企业对外销售的不用作生产乙烯、芳烃等化工产品原料的燃料油应按规定征收消费税。生产乙烯、芳烃等化工产品的化工企业购进免税燃料油对外销售且未用作生产乙烯、芳烃化工产品原料的，应补征消费税。

对企业自 2010 年 1 月 1 日起至文到之日前购买的用作生产乙烯、芳烃等化工产品原料的燃料油所含的消费税予以退还。

二、乙烯等化工产品具体是指乙烯、丙烯、丁二烯及其衍生品等化工产品；芳烃等化工产品具体是指苯、甲苯、二甲苯、重芳烃及混合芳烃等化工产品。

三、用燃料油生产乙烯、芳烃等化工产品产量占本企业用燃料油生产产品总量 50%以上（含 50%）的企业，享受本通知规定的优惠政策。

四、燃料油消费税的免、返税管理参照《国家税务总局关于印发<石脑油消费税免税管理办法>的通知》（国税发[2008]45 号）和《财政部 海关总署 国家税务总局关于进口石脑油消费税先征后返有关问题的通知》（财预[2009]347 号）执行。

财政部 国家税务总局

二〇一〇年八月二十日（税务总局网站）

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。