



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2010 年 1 月 20 日

石油天然气

研究部

林益欣

联系人

linyixin@cicc.com.cn

范艳瑾

分析员

fanjulia@cicc.com.cn

资源税改革预计将推出

对石油公司影响有限

行业近况：

根据中国证券报报道，资源税从价计征适时推出。财政部部长谢旭人在日前召开的全国财政工作会议上表示，今年将适时出台资源税改革方案，促进资源节约和环境保护。而此前，已经有国家能源局、国家税务总局透露出了相同信息，多个部门关于资源税的表述传递了一个强有力的信号，今年资源税改革将再次上马。

根据财经网报道，按财政部、国家税务总局透露出的改革思路，资源税改革主要包括三个方面，即扩大范围、提高税负和改变计征方式。首先，进一步扩大资源税的范围。未来将水资源全面纳入资源税征收范围，逐步对各类水资源的利用征收资源税；将耕地占用税并入资源税；在条件成熟时，逐步将森林、草场、滩涂等资源纳入资源税征税范围。其次，逐步提高资源税税负水平。以更好地调节矿山企业的超额收益，促使其规范资源开发行为，更好地利用资源。完善资源税计征方式。目前资源税实行“从量定额”征收，改革可先将原油、天然气、煤炭的征收方式改为“从价定率”征收，下一步再研究调整其他品目矿产品征收方式。

评论：

资源税推出势在必行，预计今年推出可能性较大：（1）目前通胀处于较低水平，09 年 11 月份 CPI 同比首次由负转正，仍处于较低水平（0.6%），资源税改革实施压力较小。资源税改革 2006 年已开始酝酿实施，由于 2007 年和 2008 年上半年 CPI 节节攀升，担心推高物价而推迟，2008 年下半年和 2009 年又由于金融危机经济承受能力不强而推迟。政府有可能抓住 2010 年经济复苏以及 CPI 处于低位的时机推出改革。（2）资源税改革可以增加地方政府的财政收入，分享资源价格上涨带来的好处。提高税负同时可以促进消费者节约能源，维护代际公平。

资源税从量计征如改成从价计征（税率在 3%-5% 的可能性较大），会增加石油公司税负，但影响有限。如果将资源税从现行的从量税（原油每吨 14-30 元，天然气每千立方米 7-15 元）改革成 3% 的从价税，预计将减少中石油和中石化盈利 4.2% 和 3.6%。

我们预计今年同时出台天然气价格改革和资源税改革的可能性较大，两项改革综合下来对盈利影响预计在 [-5.5%, +1.4%] 区间内。如果同时出台天然气价格改革，上调天然气价格 10%-20%，可以抵消部分不利影响。根据我们测算，天然气价格每上调 10%，中石油和中石化的业绩将分别提升 2.8% 和 1.7%。

估值与建议：

我们预计今年同时出台资源税改革与天然气价改革的可能性较大，综合下来影响较小。目前中石油 H 股 10 年的市盈率为 9.7 倍，略低于国际可比公司 9.9 倍。A 股 10 年的市盈率为 15.5 倍，相对较高。我们维持 H 股及 A 股中性的投资评级。目前中石化 H 股 10 年的市盈率为 6.9 倍，低于国际可比公司的 9.9 倍，重申审慎推荐的投资评级和 7.5 港币的目标价。中石化 A 股 10 年的市盈率为 15 倍，估值较高，维持中性的投资评级。

由于中海油已按 5% 税率征收产量税，不征收资源税，资源税的预计改革对中海油影响不大。目前中海油 10 年的市盈率为 10.2 倍，仍低于国际可比公司的 16.8 倍。公司由于其勘探及产量增长前景良好，成本较低，我们维持对中海油推荐的投资评级和 14.7 港币的目标价。

风险提示：资源税率大幅超过预期，天然气价格改革迟迟不调。

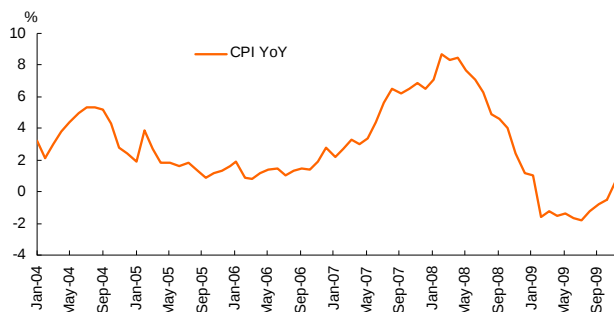
资源税改革势在必行，今年出台可能性较大

长期来看资源税改革推出势在必行：(1) 目前资源税税负较低不利于资源节约。现行原油资源税从量征收 14-30 元/吨，仅约 0.28-0.6 美元/桶。(2) 改变计征方式，政府可以分享资源价格上涨带来的好处。从量税下政府无法分享资源价格上涨带来的好处。只要实现油价高于 20 美元/桶，采用 3% 的从价税率就可以保证资源税收高于之前水平。(3) 提高资源税负，同时可以增加环境治理资金，维护代际公平。

从资源税改革推出时机来看，我们认为今年出台的可能性较大：(1) 目前 CPI 仍处于较低水平。09 年 11 月份的 CPI 同比首次由负转正，仍处于较低水平 (0.6%)，资源税改革实施压力较小。资源税改革从 2006 年已经开始酝酿实施，由于 2007 和 2008 年上半年 CPI 节节攀升，改革进程一直延迟。2008 年下半年和 2009 年由于受金融危机影响经济承受能力较弱，也不利于推出资源税改革。在 2010 年经济逐渐复苏以及 CPI 尚未处于高位的背景下推出资源税改革是较有利的时机。

(2) 提高资源税税负，可以增加财政收入，缓解财政压力。虽然资源税在全部财政收入占比较低 (2008 年总资源税 302 亿元，仅占 2008 年全国财政收入的 0.5%)，但由于资源税是地方税，是部分地方财政收入的重要来源。

图表 1: CPI 处在相对低位，利于资源税推出



资料来源：CEIC，中金公司研究部

从政府官员和媒体报道来看，目前加快推进资源税改革，认为目前是推出较好时机：(1) 2010 年 1 月 16 日财政部财政科学研究所所长贾康在清华大学中国与世界经济论坛上表示，当前在既没有通缩的压力，又不存在现实通胀压力的情况下，推出资源税改革机不可失。(2) 2009 年 6 月财政部副部长王军主持召开 2009 年两会资源税改革类建议提案办理工作座谈会，代表委员们普遍认为资源税改革势在必行，赞同扩大征收范围、改革计征方式、提高税负水平。(3) 根据财政部课题组的专题报告：2009 年进行燃油税费改革，2009 年或之后择机进行资源税改革，在资源税改革后的 1-3 年期间择机开征碳税，预计为 2012-2013 年。预期在 2014 年及之后的期间内开征环境税。

资源税从价征收对石油公司影响有限

若资源税由从量计征改成从价计征，将增加石油公司税负，但影响有限。目前原油天然气资源税从量征收，原油 14-30 元/吨 (约 0.28-0.6 美元/桶)，天然气 7-15 元/千立方米，换算成从价税率 1% 左右。若征收 3%-5% 的从价税，将增加石油公司税负。根据我们测算，3% 的从价税将分别减少中石油和中石化盈利 4.2% 和 3.6%。

图表 2: 资源税从价征收对中石油影响

中石油	从量计征	从价计征 -3%税率	从价计征 -5%税率
2010 年原油规划产量 (亿桶)	8.41	8.41	8.41
原油计划实现价格 (美元/桶)	69.77	69.77	69.77
原油资源税 (亿元)	34.15	122.27	203.79
2010 年天然气规划产量 (亿立方米)	680.37	680.37	680.37
天然气计划实现价格 (元/立方米)	0.94	0.94	0.94
天然气资源税 (亿元)	10.21	18.81	31.34
资源税合计 (亿元)	44.36	141.08	235.13
资源税从量 - 从价 (亿元)	n.a.	-96.72	-190.77
每股盈利摊薄 (元/股)	n.a.	-0.038	-0.075
每股盈利摊薄百分比	n.a.	-4.2%	-8.3%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 资源税从价征收对中石化影响

中石化	从量计征	从价计征 -3%税率	从价计征 -5%税率
2010 年原油规划产量 (亿桶)	2.88	2.88	2.88
原油计划实现价格 (美元/桶)	66.00	66.00	66.00
原油资源税 (亿元)	7.29	39.55	65.91
2010 年天然气规划产量 (亿立方米)	139.62	139.62	139.62
天然气计划实现价格 (元/立方米)	1.22	1.22	1.22
天然气资源税 (亿元)	1.82	4.58	7.63
资源税合计 (亿元)	9.11	44.12	73.54
资源税从量 - 从价 (亿元)	n.a.	-35.02	-64.44
每股盈利摊薄 (元/股)	n.a.	-0.031	-0.058
每股盈利摊薄百分比	n.a.	-3.6%	-6.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

出台气价改革可能性较大，预计将抵消部分影响

根据测算，天然气平均实现价格每上调 10%，将提升中石油和中石化盈利 2.8% 和 1.7%，预计将抵消资源税不利影响。考虑到居民承受能力，短期气价上调幅度预计将控制在 10%-20% 左右。长期来看中国天然气价格相对较低，上调空间较大。从过去 6 年的数据来看，中国天然气平均出厂价为美国平均出厂价的 47%，长期来看存在 100% 左右的上涨空间。未来中国天然气进口比例预计将从目前的 5.7% 上升至 2030 年的 22% 左右，而进口的天然气价格水平都比较高，如西气东输二线进口的土气到达边境成本超过 2 元/立方米，随着西气东输二线 (西段) 的建成投产，国内气价存在上调压力。

图表 4: 气价提高预计将弥补资源税不利影响

	中石油	中石化	中海油
2008 年底储量 (亿立方米)	17219.86	1970.64	1592.52
2008 年产量 (亿立方米)	527.88	83.00	68.42
2010 年规划产量 (亿立方米)	680.37	139.62	81.35
每股储量 (立方米/股)	9.41	2.27	3.57
每股规划产量 (立方米/股)	0.37	0.16	0.18
实现价格 (元/立方米)	0.94	1.22	0.86
价格上调 10% 增加的每股盈利	0.025	0.015	0.012
每股盈利增加百分比	2.8%	1.7%	1.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

估值与建议

我们预计今年同时出台资源税改革与天然气价改革的可能性较大，综合下来对油公司影响较小。在资源税从价税率 3%，气价上调 20% 的情形下，对中石油和中石化基本无影响（中石油盈利增厚 1.4%，中石化盈利减少 0.1%）。在资源税从价税率 5%，气价上调 10% 情形下，两大石油公司的盈利减少在 5% 左右。目前我们的盈利预测基于现行的资源税和气价政策，未来将按照政府实际公布的改革方案进行后续调整。

目前中石油 H 股 10 年的市盈率为 9.7 倍，略低于国际可比公司。A 股 10 年的市盈率为 15.5 倍，相对较高。我们维持 H 股及 A 股中性的投资评级。目前中石化 H 股 10 年的市盈率为 6.9 倍，低于国际可比公司的 9.9 倍，重申审慎推荐的投资评级和 7.5 港币的目标价（7.8 倍 10 年市盈率和 1.4 倍 10 年市净率）。中石化 A 股 10 年的市盈率为 15 倍，估值较高，维持中性的投资评级。

由于中海油已按 5% 征收产量税，不征收资源税，资源税的可能改革对中海油影响不大。目前中海油 10 年的市盈率为 10.2 倍，仍低于国际可比公司的 16.8 倍。公司由于其勘探及产量增长前景良好，成本较低，我们维持对中海油推荐的投资评级和 14.7 港币的目标价（12.3 倍 10 年市盈率）。

图表 5：不同政策情形下对公司盈利综合影响

中石油				
资源税从价计征税率	3%	3%	5%	5%
天然气价格上调幅度	10%	20%	10%	20%
资源税从价计征每股收益摊薄	-0.038	-0.038	-0.075	-0.075
每股天然气规划产量（立方米/股）	0.37	0.37	0.37	0.37
天然气实现价格（元/立方米）	0.94	0.94	0.94	0.94
天然气价格上调增厚每股收益	0.025	0.050	0.025	0.050
两项政策实施后每股收益变动	-0.013	0.012	-0.050	-0.025
每股收益变动百分比	-1.4%	1.4%	-5.5%	-2.7%

中石化				
资源税从价计征税率	3%	3%	5%	5%
天然气价格上调幅度	10%	20%	10%	20%
资源税从价计征每股收益摊薄	-0.031	-0.031	-0.058	-0.058
每股天然气规划产量（立方米/股）	0.16	0.16	0.16	0.16
天然气实现价格（元/立方米）	1.22	1.22	1.22	1.22
天然气价格上调增厚每股收益	0.015	0.030	0.015	0.030
两项政策实施后每股收益变动	-0.016	-0.001	-0.042	-0.027
每股收益变动百分比	-1.8%	-0.11%	-4.9%	-3.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6：一体化石油公司估值

	货币	股价	市值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
		2010-1-19	(百万美元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
国际超大公司															
ExxonMobil	美元	69.11	328,085	7.9	17.7	11.8	9.1	3.0	3.2	2.9	2.6	4.2	6.8	4.8	4.0
Royal Dutch Shell	英镑	18.50	186,571	6.4	7.8	5.4	4.8	1.3	0.8	0.8	0.7	3.3	3.6	2.7	2.4
BP	英镑	6.29	193,805	8.2	8.1	6.0	5.3	1.9	1.2	1.1	1.0	4.8	3.7	3.0	2.7
Chevron Texaco	美元	79.23	158,957	6.7	15.4	10.0	7.6	1.8	1.8	1.6	1.5	3.6	5.1	3.7	3.2
TotalFinaElf	欧元	44.54	150,590	9.4	12.7	9.9	8.6	2.0	2.0	1.8	1.7	3.9	5.4	4.3	3.8
中值				7.9	12.7	9.9	7.6	1.9	1.8	1.6	1.5	3.9	5.1	3.7	3.2
国际大公司															
ENI	欧元	18.45	106,411	7.6	12.6	9.8	8.1	1.5	1.4	1.3	1.2	3.6	4.7	4.0	3.6
ConocoPhillips	美元	53.02	78,665	n.a.	14.3	8.2	6.7	1.4	1.3	1.2	1.1	3.1	5.1	3.8	3.4
Occidental	美元	78.92	64,057	9.4	21.2	13.5	10.2	2.5	2.2	1.9	1.8	4.5	7.9	5.5	4.6
Repsol YPF	欧元	18.45	32,435	8.3	15.0	10.5	8.5	1.1	1.1	1.0	1.0	5.2	6.5	5.3	4.6
Marathon	美元	31.64	22,396	6.4	16.8	8.8	6.0	1.1	1.0	0.9	0.8	3.3	5.0	3.6	2.9
中值				7.9	15.0	9.8	8.1	1.4	1.3	1.2	1.1	3.6	5.1	4.0	3.6
新兴市场公司															
ONGC	卢比	1,196.85	56,145	12.9	11.7	11.1	10.5	3.3	2.5	2.2	1.9	6.8	5.5	5.2	5.0
PTT	泰铢	244.00	21,077	13.3	11.4	9.3	7.8	1.8	1.6	1.4	1.3	6.2	7.6	6.5	5.5
Gazprom	卢布	189.35	151,862	6.0	7.3	6.1	4.8	1.0	0.8	0.7	0.7	6.9	5.7	5.1	4.1
Petrobras	里尔	36.55	194,751	9.7	11.8	10.3	8.8	2.3	2.3	2.0	1.8	6.7	6.8	6.2	5.6
中海油H股	港币	12.22	70,306	10.6	16.6	10.2	8.6	2.9	2.5	2.1	1.7	7.3	8.4	5.5	4.7
中国石油H股	港币	9.56	354,480	13.2	13.0	9.7	7.9	1.9	1.8	1.6	1.4	6.6	7.2	5.5	4.8
中国石化H股	港币	6.66	148,158	16.7	8.0	6.9	5.8	1.5	1.4	1.2	1.1	10.3	5.5	4.6	4.6
中值				12.9	11.7	9.7	7.9	1.9	1.8	1.6	1.4	6.8	6.8	5.5	4.8
中国石油A股	人民币	13.85	354,480	22.2	21.3	15.5	12.7	3.2	3.0	2.6	2.3	10.3	11.2	8.6	8.2
中国石化A股	人民币	13.06	148,157	38.0	17.7	15.0	12.6	3.4	3.1	2.7	2.3	18.8	10.0	8.3	8.4

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 7：上游石油公司估值

	货币	股价	市值		P/E				P/B				EV/EBITDA				
				2010-1-19	(百万美元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
美国大市值公司																	
Anadarko Petroleum	美元	65.89	32,386	9.4	n.a.	39.2	20.5	1.6	1.6	1.6	1.5	10.3	9.3	6.2	5.0		
Apache Corp	美元	107.66	36,193	51.0	19.4	11.0	8.5	2.2	2.3	1.9	1.6	9.0	6.9	4.8	4.0		
Devon Energy	美元	73.03	32,433	n.a.	20.2	11.8	9.9	1.9	2.1	1.8	1.6	8.9	8.1	5.8	5.1		
EOG Resources	美元	96.87	24,446	9.8	32.1	24.5	13.2	2.7	2.5	2.3	2.0	9.2	8.6	6.9	4.8		
Murphy Oil	美元	56.85	10,855	6.2	18.1	11.1	8.4	1.7	1.5	1.4	1.2	6.1	5.3	3.9	3.3		
XTO Energy	美元	47.35	27,479	13.2	13.5	21.9	22.8	1.6	1.5	1.4	1.4	6.1	5.9	6.2	5.9		
中值				9.8	19.4	16.8	11.6	1.8	1.9	1.7	1.5	9.0	7.5	6.0	4.9		
美国小市值公司																	
Newfield Exploration	美元	52.94	7,034	n.a.	10.4	11.2	11.2	2.7	2.5	2.0	1.7	6.1	5.9	5.4	5.2		
Noble Energy	美元	77.7	13,479	9.9	23.0	19.7	14.7	2.1	2.1	1.9	1.7	9.0	8.7	6.8	5.5		
Pioneer Natural Resources	美元	50.53	5,827	27.0	n.a.	28.4	17.7	1.6	1.7	1.6	1.5	11.7	10.1	6.7	4.9		
中值				18.5	16.7	19.7	14.7	2.1	2.1	1.9	1.7	9.0	8.7	6.7	5.2		
亚洲公司																	
CNOOC	港币	12.22	70,306	10.6	16.6	10.2	7.8	2.9	2.5	2.1	1.7	7.3	8.4	5.5	4.7		
PetroChina	港币	9.56	354,480	13.2	13.0	9.7	3.6	1.9	1.8	1.6	1.4	6.6	7.2	5.5	4.8		
Sinopec	港币	6.66	148,158	16.7	8.0	6.9	2.7	1.5	1.4	1.2	1.1	10.3	5.5	4.6	4.6		
ONGC	卢比	1196.85	56,145	12.9	11.7	11.1	10.5	3.3	2.5	2.2	1.9	5.9	5.5	5.2	5.0		
PTTEP	泰铢	148	14,945	11.7	18.3	13.2	11.1	4.0	3.7	3.3	2.8	6.9	6.7	5.2	4.5		
中值				12.9	13.0	10.2	7.8	2.9	2.5	2.1	1.7	6.9	6.7	5.2	4.7		

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 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、发表或引用。