

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

高 为

Tel: 021-68634518-8608

Email: gw2603@xcsc.com

相关研究报告：

《石化双雄估值优势显现，战略建仓时机到来》（2010.05.13）

《公司季报点评 - 中国石化（600028）：油气量价齐升、化工毛利恢复，1 季增长符合预期》（2010.04.28）

《公司季报点评 - 中国石油（601857）：一季度业绩同比大幅增长主要是低基数效应》（2010.04.28）

《成品油 5 个月来终调价，提升炼油毛利 3.8 美元，价差缩小 1.5 美元》（2010.04.14）

《公司年报点评 - 中国石化（600028）：上游资产注入提升业绩、成品油定价机制望调整》（2010.03.29）

《公司年报点评 - 中国石油（601857）：业绩低于预期，上游仍将是业绩支柱》（2010.03.26）

《调研深度报告 - 杰瑞股份（002353）：高速迈向综合性油服公司，所得税或获惊喜》（2010.03.12）

《调研深度报告 - 东华能源（002221）：LPG 问鼎区域龙头，化工仓储迎来新年》（2010.01.29）

《天然气价格改革专题一：进口气价倒逼 VS 社会承受能力，“综合性价格”改革方案将胜出？》（2009.11.17）

事件：中共中央、国务院召开的新疆工作座谈会 5 月 17 日至 19 日在北京举行。会议部署了一系列援疆政策，资源税改革被列为首要举措。酝酿数年的资源税改革将从新疆率先试点，原油、天然气资源税由从量计征改为从价计征。

点评：

□ **新疆油气资源税率先实行对石化双雄影响较小，将带动新疆产油积极性**

截至 2009 年末，新疆地质勘查探明新增石油储量 3.19 亿吨、天然气 2919 亿立方米，新疆的能源占到全国的 30% 以上。2009 年新疆原油产量为约 2500 万吨，天然气产量为约 245 亿立方米，为我国第二原油产区，天然气产量居全国第一位。中石油在疆油气资产主要是新疆油田、吐哈油田和塔里木油田，2009 年在疆油气产量约 3680 万吨油气当量，占公司总产量的约 22%；中石化在疆油气资产较少，主要是西北分公司的塔河油田，2009 年在疆油气产量约 770 万吨油气当量，占公司总产量的约 15%。假设中石油和中石化的原油实现价格分别为 70 美元/桶和 64 美元/桶、天然气出厂基准实现价格均为 800 元/千方，资源税由原来的从量计征改为比例 5% 的从价计征，中石油和中石化的 EPS 分别减少 0.014 元和 0.008 元。新疆油气资源税改革后，将带动当地配合油气生产的积极性。

□ **资源税从价计征 5% 全国推广的利空，可由天然气价改抵冲，市场已消化**

如果新疆油气资源税实行的经验向全国推广，对石化双雄有一定的利空影响，按 2010 年产量全面开征的话，中石油和中石化的 EPS 分别减少 0.071 元和 0.049 元；若下半年全面开征的话，中石油和中石化的 EPS 分别减少 0.035 元和 0.025 元；但我们认为此利空已早被市场消化，资源税改革在早期传闻阶段的 2009 年 12 月到 2010 年 2 月就已在市场中有所反应。

天然气价格改革推出，天然气价格预计上涨 0.2-0.4 元/立方，按 0.2 元测算，中石油和中石化的 EPS 可分别增加 0.057 元和 0.016 元，另外中石化普光气田可贡献 EPS0.04 元。因此我们认为天然气价格改革带来的利好总体上能覆盖油气资源税改革全国推广的不利影响。

□ **未来石油特别收益金或调整，将带来重大利好**

新疆油气资源税改革是未来理顺资源税费机制的开始，未来石油特别收益金的起征点可能将上调至 60 美元/桶、但取消的可能性较小。若调整石油特别收益金，资源税改革相当于将收益金让渡给属于地方的资源税来实现中央对地方的转移支付，既回报了地方、又理顺了税费机制；若不调整，则是单方面加重企业负担，更何况石油特别收益金的起征点已经显得太低。

2006 年石油特别收益金的起征点定为 40 美元/桶，当时的原油年均价为 65 美元/桶；随着人民币的升值，现在的起征点相对于 2006 年实际上是 33 美元/桶，而目前的原油勘探开采完全成本在 30 美元/桶左右，实际上这个价位已经没有特别收益，收益金上调中石油和中石化 EPS 将分别增加 0.121 元和 0.133 元。

□ **投资建议：**我们预计中石化 2010-2012 年 EPS 分别为 0.83/0.86/0.95 元，维持买入评级；中石油 2010-2012 年 EPS 分别为 0.78/0.94/0.96 元，维持增持评级。

表 1：石化双雄在新疆的油气产量

	2009 年原油产量		2009 年天然气产量		原油 原资源税	天然气 现资源税
	百万桶	万吨	亿立方英尺	亿立方米	元/吨	元/千方
中石油						
合计:	131.7	1,804	8,196	232.2	30	9
新疆油田	79.5	1,089	1,274	36.2	30	9
吐哈油田	11.8	161	530	15.0	30	9
塔里木油田	40.4	554	6,392	181.0	30	9
中石化						
西北分公司塔河油田	48.2	660	475	13.5	30	7

资料来源：公司报告，湘财证券研究所

表 2：新疆油气资源率先实行对石化双雄影响很小

	原油			天然气		
		中石油	中石化		中石油	中石化
实现价格	美元/桶	70	64	元/千方	800	800
产量	万吨	1,804	660	亿立方米	232.2	13.5
旧单位资源税	元/吨	30	30	元/吨	9.0	7.0
新单位资源税	元/吨	174	154	元/吨	40.0	40.0
单位资源税增加	元/吨	144	124	元/吨	31.0	33.0
旧资源税成本	百万元	541	198	百万元	209	9
新资源税成本	百万元	3,134	1,020	百万元	929	54
资源税增加	百万元	2,593	822	百万元	720	45
公司总成本增加	百万元	3,313	866			
公司利润减少	百万元	2,551	693			
公司 EPS 减少	元/股	0.014	0.008			

资料来源：公司报告，湘财证券研究所

表 3：资源税 5%从价计征全国推广对石化双雄的影响

	原油			天然气		
		中石油	中石化		中石油	中石化
实现价格	美元/桶	70	64	元/千方	800.0	950
2010 年产量	万吨	11,544	4,255	亿立方米	640.0	125.0
旧单位资源税	元/吨	30	30	元/吨	9.0	7.0
新单位资源税	元/吨	174	154	元/吨	40.0	47.5
单位资源税增加	元/吨	144	124	元/吨	31	41
旧资源税成本	百万元	3,463	1,277	百万元	58	9
新资源税成本	百万元	20,057	6,574	百万元	256	59
资源税增加	百万元	16,593	5,297	百万元	198	51
5%从价全国开征						
公司总成本增加	百万元	16,792	5,348			
公司利润减少	百万元	12,930	4,278			
公司 EPS 减少	元/股	0.071	0.049			
下半年全国开征						
公司总成本增加	百万元	8,396	2,674			
公司利润减少	百万元	6,465	2,139			
公司 EPS 减少	元/股	0.035	0.025			

资料来源：公司报告，湘财证券研究所

表 4：石油特别收益金的调整对石化双雄的影响

	原油	中石油	中石化
实现价格	美元/桶	70	64
2010 年产量	万吨	11,544	4,255
单位收益金（40 美元起征）	美元/桶	7.5	7.8
单位收益金（60 美元起征）	美元/桶	2.5	0.8
石油收益金（40 美元起征）	百万元	42,978	16,024
石油收益金（60 美元起征）	百万元	14,326	1,643
总成本减少（60 美元起征）	百万元	28,652	14,380
总成本减少（取消）	百万元	42,978	16,024
总利润增加（60 美元起征）	百万元	22,062	11,504
总利润增加（取消）	百万元	33,093	12,819
EPS 增加（60 美元起征）	百万元	0.121	0.133
EPS 增加（取消）	百万元	0.181	0.148

资料来源：公司报告，湘财证券研究所

表 5：国际一体化石油公司估值比较

代码	公司	股价	总市值	EPS			PE			PB
		美元	百万美元	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
XOM US Equity	EXXON MOBIL CORP	64.46	302,837	3.99	5.80	7.29	17.0	11.1	8.8	2.6
857 HK Equity	PETROCHINA CO-H	1.13	283,985	0.08	0.11	0.13	14.7	10.2	8.9	1.4
RDSA LN Equity	ROYAL DUTCH SH-A	28.03	172,159	2.04	3.00	3.69	14.9	9.3	7.6	1.2
CVX US Equity	CHEVRON CORP	79.70	160,097	5.26	8.74	10.16	13.5	9.1	7.8	1.6
PETR4 BZ Equity	PETROBRAS-PREF	16.55	156,312	1.67	1.94	2.26	11.1	8.6	7.3	1.3
BP/ LN Equity	BP PLC	8.11	152,401	0.88	1.07	1.24	10.9	7.6	6.6	1.4
GAZP RM Equity	GAZPROM	5.29	125,136	1.05	1.14	1.36	5.5	4.6	3.9	0.6
FP FP Equity	TOTAL SA	50.41	118,393	5.28	5.74	6.39	11.9	8.8	7.9	1.5
386 HK Equity	CHINA PETROLEU-H	0.77	104,018	0.10	0.11	0.12	8.5	6.9	6.3	1.1
COP US Equity	CONOCOPHILLIPS	57.28	85,251	3.26	6.27	7.50	14.1	9.1	7.6	1.3
ENI IM Equity	ENI SPA	20.91	83,733	1.69	2.38	2.77	14.7	8.8	7.6	1.2
SLB US Equity	SCHLUMBERGER LTD	66.84	79,727	2.62	2.92	3.93	23.4	22.9	17.0	3.9
RIL IN Equity	RELIANCE INDS	23.63	77,907	1.19	1.19	1.58	14.1	19.9	15.0	2.4
ROSN RM Equity	ROSNEFT OIL	7.19	76,235	0.68	1.11	1.24	12.4	6.5	5.8	1.3
883 HK Equity	CNOOC LTD	1.68	75,093	0.10	0.15	0.17	16.3	11.5	10.0	2.5
STL NO Equity	STATOIL ASA	22.40	71,437	0.92	2.37	2.77	25.2	9.5	8.1	2.0
OXY US Equity	OCCIDENTAL PETE	83.03	67,434	3.59	5.99	7.63	21.5	13.9	10.9	2.0
BG/ LN Equity	BG GROUP PLC	15.68	53,002	1.01	1.15	1.34	17.4	13.6	11.7	2.1
SU CN Equity	SUNCOR ENERGY	31.26	48,799	0.85	1.58	2.81	75.9	19.8	11.1	1.4
ONGC IN Equity	OIL & NATURAL GA	22.79	48,545	2.03	2.12	2.26	8.5	10.7	10.0	2.1
LKOH RM Equity	LUKOIL OAO-CLS	53.07	45,139	8.28	10.21	10.88	6.8	5.2	4.9	0.7
国际石油公司平均							17.6	10.8	8.8	2.0
三大石油公司 H 股平均							13.2	9.5	8.4	1.7
600028CH Equity	中石化-A 股	9.0 元		0.70	0.83	0.86	12.9	10.8	10.5	2.4
601857CH Equity	中石油-A 股	11.1 元		0.56	0.78	0.94	19.8	14.2	11.8	2.3
石化双雄 A 股平均							16.3	12.5	11.1	2.4

资料来源：Bloomger，湘财证券研究所

表 6：中国石油分板块盈利预测

部门收入	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
(百万元)	2,029,970	1,753,951	2,337,858	2,633,558	2,966,602
勘探与生产板块	626,367	405,326	502,473	569,903	645,181
对外销售	125,845	96,677	120,594	136,777	154,844
分部间销售	500,522	308,649	381,880	433,126	490,338
炼油与化工板块	560,729	501,300	678,637	762,918	857,934
对外销售	164,319	119,778	189,104	215,279	245,162
分部间销售	396,410	381,522	489,533	547,639	612,773
销售板块	778,141	768,295	1,061,981	1,187,096	1,327,207
对外销售	724,584	732,806	1,008,882	1,127,741	1,260,846
分部间销售	53,557	35,489	53,099	59,355	66,360
天然气与管道板块	63,315	77,658	93,190	111,828	134,193
对外销售	56,609	68,902	83,871	100,645	120,774
分部间销售	6,706	8,756	9,319	11,183	13,419
总部	1,418	1,372	1,578	1,814	2,087
对外销售	1,247	1,112	1,262	1,452	1,669
分部间销售	171	260	316	363	417
减：部门间抵消	957,366	734,676	934,146	1,051,665	1,183,307
营业额合计	1,072,604	1,019,275	1,403,713	1,581,893	1,783,295
经营利润					
勘探与生产板块	240,470	105,019	150,242	179,215	173,909
炼油与化工板块	-93,830	17,308	14,880	19,028	20,287
销售板块	7,982	13,265	15,930	17,806	19,908
天然气与管道板块	16,057	19,046	23,297	27,957	33,548
总部	-11,108	-11,194	-11,150	-11,150	-11,150
经营利润总额	159,571	143,444	193,199	232,856	236,502
勘探与生产板块	150.7%	73.2%	77.8%	77.0%	73.5%
炼油与化工板块	-58.8%	12.1%	7.7%	8.2%	8.6%
销售板块	5.0%	9.2%	8.2%	7.6%	8.4%
天然气与管道板块	10.1%	13.3%	12.1%	12.0%	14.2%
总部	-7.0%	-7.8%	-5.8%	-4.8%	-4.7%
融资成本净额	-1,848	-4,596	-4,500	-4,500	-4,500
应占联营公司及合 营公司的利润	4,290	1,184	1,200	1,200	1,200
税前利润	162,013	140,032	189,899	229,556	233,202
所得税费用	-35,211	-33,473	-42,727	-51,650	-52,471
本年利润	126,802	106,559	147,172	177,906	180,732
EPS	0.62	0.56	0.78	0.94	0.96

资料来源：公司报告，湘财证券研究所

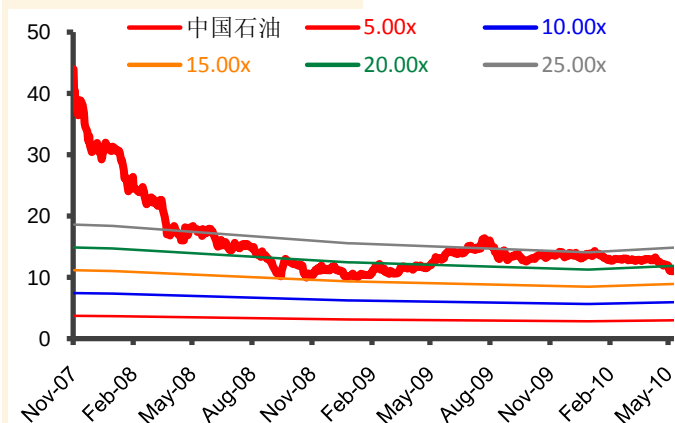
表 7：中国石化分板块盈利预测

部门收入	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
(百万元)	2,853,901	2,350,069	2,753,881	3,008,714	3,299,269
勘探板块	196,501	123,835	156,747	177,617	199,184
销售收入	177,796	106,350	138,912	159,426	180,629
对外销售	26,403	19,342	26,605	33,685	41,660
分部间销售	151,393	87,008	112,308	125,741	138,969
其他经营收入	18,705	17,485	17,835	18,191	18,555
炼油板块	870,703	703,571	765,103	843,638	930,235
销售收入	824,729	699,662	760,540	838,607	924,687
对外销售	132,209	95,792	106,476	117,405	129,456
分部间销售	692,520	603,870	654,064	721,202	795,231
其他经营收入	4,957	3,909	4,563	5,032	5,548
其他收入	41,017	0	0	0	0
销售板块	816,763	783,091	899,707	979,255	1,069,934
销售收入	806,017	780,789	897,470	976,820	1,067,274
对外销售	802,817	778,417	894,777	973,890	1,064,072
分部间销售	3,200	2,372	2,692	2,930	3,202
其他经营收入	906	2,302	2,237	2,435	2,660
其他收入	9,840	0	0	0	0
化工板块	253,456	218,457	354,125	394,855	446,490
销售收入	247,026	213,860	348,813	388,932	439,793
对外销售	219,723	192,735	313,932	350,039	395,814
分部间销售	27,303	21,125	34,881	38,893	43,979
其他经营收入	6,430	4,597	5,312	5,923	6,697
企业与其他	716,478	521,115	578,199	613,349	653,425
销售收入	716,394	521,025	578,109	613,259	653,335
对外销售	232,051	229,629	230,000	230,000	230,000
分部间销售	484,343	291,396	348,109	383,259	423,335
其他经营收入	84	90	90	90	90
减：部门间抵消	1,358,759	1,005,771	1,152,054	1,272,025	1,404,716
营业额合计	1,495,142	1,344,298	1,601,826	1,736,690	1,894,553
经营利润	26,336	84,431	94,634	98,464	109,108
勘探板块	66,569	19,644	27,368	29,174	31,266
炼油板块	-63,635	23,077	14,995	15,275	20,727
销售板块	38,519	30,300	49,159	52,267	54,851
化工板块	-12,950	13,615	5,312	3,949	4,465
企业与其他	-2,167	-2,205	-2,200	-2,200	-2,200
板块贡献					

勘探板块	252.8%	23.3%	28.9%	29.6%	28.7%
炼油板块	-241.6%	27.3%	15.8%	15.5%	19.0%
销售板块	146.3%	35.9%	51.9%	53.1%	50.3%
化工板块	-49.2%	16.1%	5.6%	4.0%	4.1%
企业与其他	-8.2%	-2.6%	-2.3%	-2.2%	-2.0%
税前利润	22,116	80,568	90,634	94,464	105,108
所得税费用	2,840	-16,084	-18,127	-18,893	-21,022
本年利润	24,956	64,484	72,507	75,571	84,087
少数股东权益	3,569	-2,724	-3,045	-3,174	-3,532
归属母公司净利润	28,525	61,760	69,462	72,397	80,555
EPS	0.29	0.71	0.80	0.83	0.92
安哥拉油气贡献			0.03	0.03	0.03
收购后 EPS			0.83	0.86	0.95

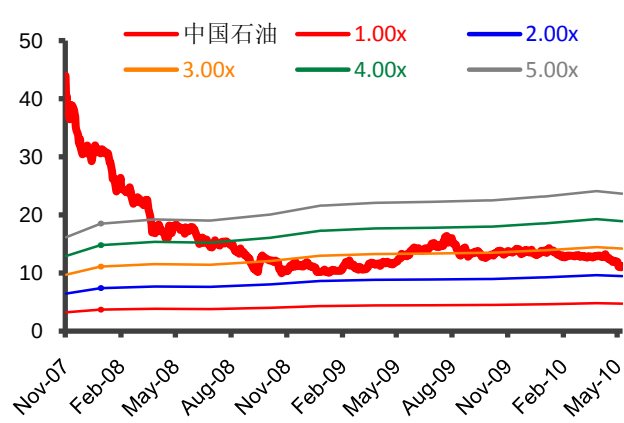
资料来源：公司报告，湘财证券研究所

图 1：中国石油 601857 近十年来 PE-Bands



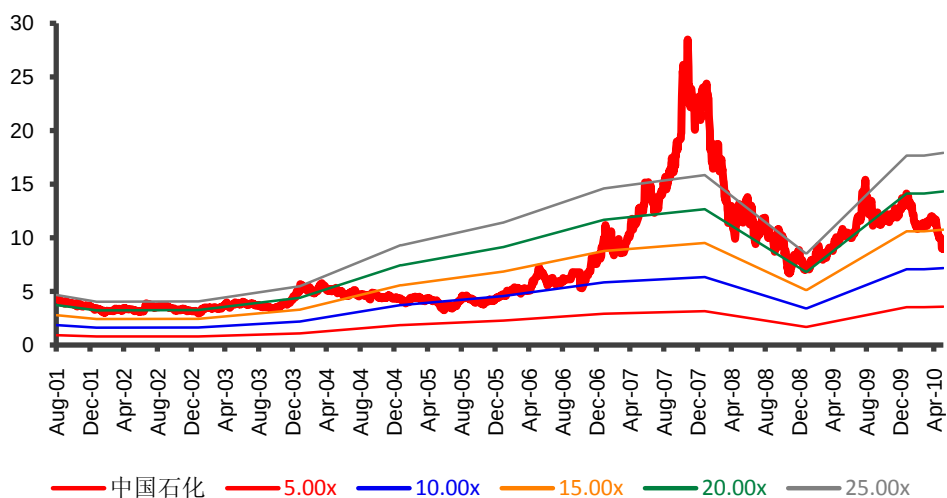
资料来源：wind，湘财证券研究所

图 2：中国石油 601857 近十年来 PB-Bands



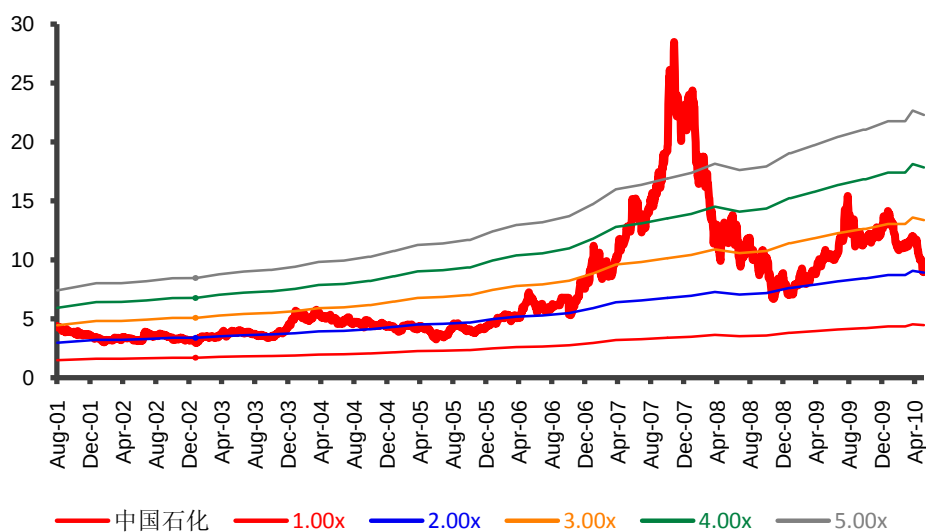
资料来源：wind，湘财证券研究所

图 3: 中国石化 600028 近十年来 PE-Bands



资料来源: wind, 湘财证券研究所

图 4: 中国石化 600028 近十年来 PB-Bands



资料来源: wind, 湘财证券研究所

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。