

石油化工

王鹏（研究主管）

执业证书编号：S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

芮定坤

执业证书编号：S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

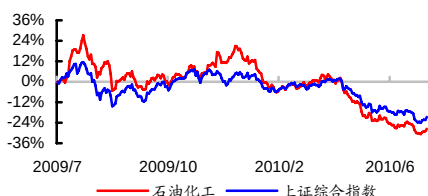
评级调整：维持

行业基本资料

上市公司家数	15
总市值(亿元)	8269
占A股比例(%)	3.60%
平均市盈率(倍)	320.20

行业表现

(%)	1M	3M	6M
石油化工	-3.16	-28.31	-35.79
上证综合指数	-4.37	-21.44	-22.69



相关报告

《石油化工-中东化工产能对国内的影响分析》2010-7-1

《石油化工-12月月报：关注美元升值，下调中石油09年业绩》2010-1-7

《石油化工-11月月报：关注海外资产收购，行业估值偏低》2009-12-2

石油化工行业

中性

征资源税对石油行业不一定是坏事

投资要点：

- 国务院在5日至6日召开的西部大开发会议上表示，将对煤炭、原油和天然气等资源税由从量征收改为从价征收，意味着上月实施的针对新疆地区的资源税改革政策将推广到西部12个省份。
- 我们预计税率和之前新疆的一样5%，我们分3种情况：在新疆、西部12省（包括新疆）、全国实行资源税，对中石油EPS的影响（年化）分别为0.02、0.03和0.08，3种情况下对中石化EPS的影响（年化）分别为0.01、0.012和0.05，以上计算没有考虑税率减免的情况。
- 根据规定高硫天然气、三次采油、用于运输消耗的原油等情况下的油气可以减免资源税，由于全国油田分散情况也比较复杂，目前很难准确计算，但是由于减免因素的存在，实际对EPS的影响会比我们上面计算的小一些，我们估计在10%以内。
- 我们之前也提到过征资源税对中石油、中石化不一定是坏事，因为资源税的征收讲了很久，市场已经充分预期，股价也已经体现，所以对股价向下的影响不大，资源税征收后国家调整暴利税起征点的可能性更大。我们认为暴利税起征点调整也是合理的：1是受资源税后适当减少暴利税平衡税负，2是很多东部老油田完全生产成本已经超过40美元/桶，超过40美元并不能算“暴利”。当然上面这些这是我们的看法，2大公司也在向国家提这个问题，但是会不会调整和时点，都不确定。
- 投资建议：6月中国石油、中国石化绝对收益分别为-4.38%、-8.07%，中石油跑赢大盘3.2个百分点，中石化略微跑输大盘0.5个百分点。
- 我们认为目前中石油股价向下的风险更小，因为一体化程度更高，上下游基本上是1:1，所以在油价上涨成品油管制的情况下业绩的风险较小，另外中石油的股价离最低股价只有10%不到的空间，中石化离最低价还有20%以上。
- 短期维持行业中性的观点，我们自今年2月最先市场下调行业评级到中性，现在为止验证的是不错的，行业短期缺乏股价刺激因素，投资机会还要等待，但对于长期资金来说，估值已经接近底部，有一定配置价值。注意如果油价下半年跌幅较大（70美元），行业会有机会。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600028	中国石化	0.71	0.78	0.85	0.92	11	10	10	9	推荐
601857	中国石油	0.56	0.74	0.86	0.90	18	14	12	12	推荐

一、西部从价征收资源税的业绩影响

国务院在 5 日至 6 日召开的西部大开发会议上表示，将对煤炭、原油和天然气等资源税由从量征收改为从价征收，意味着上月实施的针对新疆地区的资源税改革政策将推广到西部 12 个省份。

我们预计税率和之前新疆的一样 5%，这样的话，对中石油的 EPS 影响如下，我们分 3 种情景：在新疆、西部 12 省（包括新疆）、全国。中石油西部油气产量占总产量的 62% 左右。

表 1：资源税按 5% 从价征收对中石油的影响 单位：百万吨、亿方、百万元、元/股

	原油产量	天然气产量	5% 资源税影响利润	影响 EPS
新疆	19	196	2776	0.02
西部 12 省	35	522	5628	0.03
全国	119	591	15349	0.08

资料来源：中投证券研究所 注：假设国际油价均价 80 美元/桶，实际税率 22%

对中石化的影响偏小一点，除了新疆，中石化在西部 12 省的石油很少，主要是天然气。

表 2：资源税按 5% 从价征收对中石化的影响 单位：百万吨、亿方、百万元、元/股

	原油产量	天然气产量	5% 资源税影响利润	影响 EPS
新疆	7	13	801	0.01
西部 12 省	7	83	1024	0.012
全国	36	125	4303	0.05

资料来源：中投证券研究所 注：假设国际油价均价 80 美元/桶，实际税率 22%

这里面我们没有考虑资源税减免的情况，包括高硫天然气、三次采油等。具体规定如下：

（一）油田范围内运输稠油过程中用于加热的原油、天然气，免征资源税。

（二）稠油、高凝油和高含硫天然气资源税减征 40%。

稠油，是指地层原油粘度大于或等于 50 毫帕/秒或原油密度大于或等于 0.92 克/立方厘米的原油。高凝油，是指凝固点大于 40℃ 的原油。高含硫天然气，是指硫化氢含量大于或等于 30 克/立方米的天然气。

（三）三次采油资源税减征 30%。

三次采油，是指二次采油后继续以聚合物驱、三元复合驱、泡沫驱、二氧化碳驱、微生物驱等方式进行采油。

全国的油田很多，即使是中石油和中石化目前也很难计算出多少量的原油天然气用于运输过程加热，或多少属于三次采油，所以很难准确计算，但是由于减免因素的存在，实际对利润和 EPS 的影响会比我们上面计算的小一些，我们估计在 10% 以内。

所以整体上看，资源税西部 12 省执行对中石油中石化 EPS 的影响分别约为 0.03 和 0.01（年化），全国实行的话，影响分别为 0.08 和 0.05，基本上和天然气涨价的利好对冲抵消了。

二、征资源税对石油行业不一定是坏事

我们之前也提到过征资源税对中石油、中石化不一定是坏事，因为资源税的征收讲了很久，市场已经充分预期，股价也已经体现，所以对股价向下的影响不大，如果征资源税后国家可以减少暴利税的话对石油石化是有利的。

暴利税是交给国税的，而资源税交给地方，因此这也是西部资源税先于其他地方推出的原因，用来给西部地方政府多一些资金用于西部开发建设。

现在来看国内财政赤字并不高，国税收入相对还是比较多的，因此我们认为**存在这种可能性**：推行资源税增加地方税收，同时减少一些暴利税（对国税影响不大），这样整体上不增加石油行业的税负，因为目前的税收相比较其它国家已经很重了。

另外我们认为调整暴利税起征点也是合理的：目前很多东部老油田完全生产成本已经超过 40 美元/桶，对于这些油田，超过 40 美元的油价并不能算“暴利”，暴利税起征点定在 40 美元的时候石油石化的成本还比较低。

当然上面这些这是我们的看法，2 大公司也在向国家提这个问题，但是国家会不会调整暴利税起征点，什么时候调整，都不确定。

对于石油石化的投资建议：

6 月份中国石油、中国石化绝对收益分别为 -4.38%、-8.07%，中石油跑赢大盘 3.2 个百分点，中石化略微跑输大盘 0.5 个百分点。

我们认为目前中石油股价向下的风险更小，因为一体化程度更高，上下游基本上是 1:1，所以在油价上涨成品油管制的情况下业绩的风险较小，另外中石油的股价离最低股价只有 10% 不到的空间，中石化离最低价还有 20% 以上。

短期维持行业中性的观点，我们自今年 2 月最先市场下调行业评级到中性，现在为止验证的是不错的，行业短期缺乏股价刺激因素，投资机会还要等待，但对于长期资金来说，估值已经接近底部，有一定配置价值。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券, 获得 2009 年证券市场周刊评选的最佳石化行业分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黑猫股份、煤化工行业等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434