



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

观点聚焦
证券研究报告

2011年8月23日

石油天然气

研究部

关滨¹

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

中国对天然气进口给予增值税返还

液化天然气受益最大

行业动态：

- 根据财关税[2011]39号²，政府对进口管道天然气和液化天然气按一定比例返还进口环节增值税，进口管道天然气和进口液化天然气参照的国内销售基准价分别为0.88元/立方米和0.97元/立方米，进口增值税返还金额根据实际进口价格和国内销售基准价的倒挂比例确定。这一政策对进口液化天然气更加有利。假设液化天然气进口成本为3元/立方米，新政策下68%的进口增值税将返还给进口商，高于中亚进口管道天然气62%的返还比例。详细计算公式请参见正文图表1。进口增值税将按季度予以返还。
- 新政策有效期为2011年1月1日至2020年12月31日。该政策亦适用于2010年底前从中亚进口的全部管道天然气。

评论：

- 中石油作为国内最大的天然气进口商，显然是最大的受益者。增值税返还将减少该公司销售进口天然气导致的亏损，有助于盈利的稳定。我们假设中石油2011年进口150亿立方米中亚管道天然气，2012年及以后进口约250-300亿立方米中亚管道天然气，以及大连和如东LNG接收站进口的液化天然气，预计2011年实际收到的退税相当于2%左右的全年净利润或40亿人民币（包括2011年之前的进口退税），2012年及以后为4~5%的全年净利润或70~80亿人民币。
- 液化天然气进口受益更大，因为当液化天然气的进口价格较低、有利可图时，进口商仍可以获得进口增值税返还。从遥远的中国西部进口管道天然气，其高昂成本几乎肯定令进口商（即中石油）招致亏损，而东部沿海城市的富裕消费者对海上进口液化天然气的现货价格承受能力较强。液化天然气进口并不总是处于亏损状态，新的增值税返还政策将增加进口商的利润。
- 利好中海油母公司和中石化。中海油母公司目前运营3个液化天然气码头，未来5年还将新建3个。中石化将建设2到3个液化天然气码头。
- 利好昆仑能源——发展迅速的液化天然气经销商，新政策可能将允许中石油以更低的价格向昆仑能源供应更多的液化天然气。
- 利好整体能源进口。新政策表明，当进口成本太高时，政府不会让大型石油公司承担全部损失。该政策是政府为避免长期的天然气供应短缺而采取的前瞻性步骤，也表明了政府增加天然气消费和改善环境的决心。

估值与建议：

目前中石油A股和港股对应2011年市盈率分别为12倍和9倍，股息收益率为5~6%。考虑新退税政策带来的利好，重申对中石油H股的“审慎推荐”评级，目标价12港元。预计昆仑能源将成为中国最大的液化天然气经销商，重申对该公司“推荐”评级和16港元的目标价。

¹ 报告贡献人：何帅 heshuai@cicc.com.cn

² http://gss.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201108/t20110815_586616.html

图表 1: 进口天然气增值税返还对中石油影响分析

中石油股份	十亿立方米 进口量	人民币/立方米 进口价格	十亿元 进口增值税	人民币/立方米 销售定价, 首站井口价	增值税 返还比例	十亿元 返还的增值税款
	a	b	c=a*b*13%	d	e=(b-d)/b	f=c*e
2011年						
中亚天然气管道(*)	=15+4	2.30	5.68	0.88	62%	3.51
江苏LNG接收站	1.4	3.00	0.53	0.97	68%	0.36
大连LNG接收站	0.7	3.00	0.27	0.97	68%	0.18
					小计	4.05
					净利润(十亿元)	150.00
					对净利润影响, %	2.7%
2012年及以后						
中亚天然气管道	25-30	2.30	7.50-9.00	0.88	62%	4.60-5.50
江苏LNG接收站	4.1	3.00	1.59	0.97	68%	1.08
大连LNG接收站	4.1	3.00	1.59	0.97	68%	1.08
					小计	6.76-7.66
					净利润(十亿元)	150.00
					对净利润影响, %	4-5%

(*) 包括2010年约40亿立方米的中亚管道天然气进口量

资料来源：行业信息，公司报告，中金公司研究部

图表 2: 进口天然气增值税返还对中石油影响分析

LNG终端	省份	经营者	状态	投产时间	产能(百万吨/年)			
					首期	2010	2015E	2020E
大鹏	广东	中海油	已运行	2006	3.70	6.80	9.00	9.00
莆田	福建	中海油	已运行	2009	2.60	2.60	6.40	6.40
中西门堂	上海	中海油	已运行	2009	3.00	3.00	3.00	10.00
宁波	浙江	中海油	在建	2012	3.00		6.00	6.00
珠海	广东	中海油	在建	2013	3.50		3.50	12.00
揭阳	广东	中海油	在建	2014	2.00		2.00	2.00
海南	海南	中海油	在建	2014	2.00		2.00	3.00
如东	江苏	中石油	已运行	2011	3.50		3.50	6.50
大连	辽宁	中石油	在建	2011	3.00		3.00	6.00
曹妃甸	唐山	中石油	在建	2013	3.50		3.50	6.50
深圳	广东	中石油	在建	2014	3.00		3.00	6.00
澳门	澳门	中石化	在建	2015	5.00		5.00	5.00
青岛	山东	中石化	在建	2014	3.00		3.00	5.00
北海	广东	中石化	在建	2014	3.70		3.70	6.00
合计					44.50	12.40	56.60	89.40

资料来源：行业信息，公司报告，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

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: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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