



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

行业动态
证券研究报告

2011 年 9 月 23 日

石油天然气

研究部

关滨¹

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511080005

guanbin@cicc.com.cn

资源税改革有望年内全国推广

行业近况:

中国政府决定在现有资源税从量计征基础上增加从价计征办法, 主要涉及原油、天然气等资源, 且对《中华人民共和国对外合作开采海洋石油资源条例》和《中华人民共和国对外合作开采陆上石油资源条例》作出相应修改。政府在 2010 年 6 月率先在新疆实施石油天然气资源税改革试点, 并在同年 12 月将资源税改革试点扩大到其他 11 个西部省份。我们预计此次文件出台, 预示着资源税改革将向全国推广。资源税从价计征的税率为 5%, 海上和陆上石油和天然气销售收入均缴纳资源税, 稠油、高凝油和高含硫天然气资源税实行减征 40%, 三次采油资源税减征 30%。

评论:

我们预计资源税全国推广的时点将在今年第四季度, 对 2011 年行业盈利的影响为 1-3 个月, 并将在 2012 年全年业绩中得到充分反映。

此次对中国近海油气开采从价征收资源税的消息应该属实, 时间点上略早, 但符合我们的预期。

我们认为, 对中国近海油气资源征收的资源税将可能取代现有的矿区使用费。矿区使用费以实物缴纳给国家, 属于利润表外项目, 因此并不反映在公司的历史收入中。根据中海油有限公司 2010 年报, 中海油有限公司向政府缴纳的矿区使用费相当于其油气销售收入的 2.2%。如果政府取消矿区使用费, 中海油的油气销售收入将会增加 2.2%, 然后再作为资源税的计税依据。

我们预计, 中国近海资源税有效税率可能低于 5%, 鉴于渤海湾油田的稠油比重较大, 我们预计将有部分资源税减免。此外, 外方合作伙伴的现有产品分成合同也可能享受资源税减免, 有效资源税率可能在 3.5-5.0% 之间。

根据我们的预测, 如果中国近海的有效资源税率为 4.5%, 资源税全国推广对中海油 2012 年净利润的影响幅度可能为 3.9%。对陆上石油和天然气生产企业的影响大致与预期相符: 对中石油 2012 年净利润的影响可能为 4.3%, 对中石化的影响可能为 3.8%。我们目前的盈利预测已经考虑了 2012 年资源税改革将在全国推广的影响。

我们预计继资源税改革后还有可能推出的政策包括: 1) 天然气定价机制的微调 2) 石油特别收益金起征点上调。这两项政策均有可能在一定程度上缓解资源税改革对公司利润的负面影响。

估值和建议:

我们预计今明两年行业盈利前景仍然稳定。尽管资源税改革对盈利和股价造成下行压力, 但我们估计影响可能比市场预期的要小。最新疲软的股价表现, 使得石油公司的股息收益率更具有吸引力(4-6%, 中海油股息收益率约 5%)。除了防御性的股息收益以外, 中海油仍可以通过即将开展的自营深水勘探, 获得储量发现。

风险:

石油特别收益金起征点上调的时间表不确定, 石油特别收益金上调延迟导致税收负担高于预期。

¹ 报告贡献人: 何帅、姚远

图表 1: 资源税改革全国推广和石油特别收益金起征点上调, 对石油公司盈利的影响

净利润	石油特别收益金 起征点(美元/桶)	资源税改革全国推广			
		中石油	中石化	中海油 ¹	中海油 ²
变化(十亿元)	40 (目前)	-7.4	-3.3	-5.5	-2.9
	45	-0.2	-0.5	-3.5	-0.8
	50	6.9	2.2	-1.4	1.2
变化(%)	40 (目前)	-4.3%	-3.8%	-7.5%	-3.9%
	45	-0.1%	-0.6%	-4.7%	-1.2%
	50	4.0%	2.6%	-1.9%	1.7%

资料来源: 公司报告、行业数据、中金公司研究部

注释:

- 1: 在最坏情形下, 中海油须同时缴纳矿区使用费和资源税;
- 2: 中金预测情形: 在中国近海, 资源税将取代现有的矿区使用费;
- 3: 我们预计中石油、中石化和中海油的原油实现价格分别为每桶 102 美元, 98 美元和 109 美元;
- 4: 由于稠油、高凝油和三次采油的资源税可以减征 30-40%, 我们预计中石油、中石化和中海油的有效资源税率分别为 4.4%, 3.8%和 4.5%;
- 5: 石油公司净利润的变化, 计算基础是资源税从价计征仅在西部 12 省执行。

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/或机构投资者提供。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。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司及其关联机构为中石化提供过投资银行服务。

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
上海市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

上海市淮海中路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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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