

油气资源税从价计征全国推广影响有限

推荐 维持评级

分析师：袁孝锋 ✉: qiuxiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

分析师：王 强 ✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511080002

1. 事件

21 日的国务院常务会议，对《中华人民共和国资源税暂行条例》作出修改。会议在总结原油、天然气资源税改革试点经验的基础上，决定对《中华人民共和国资源税暂行条例》作出修改，在现有资源税从量定额计征基础上增加从价定率的计征办法，调整原油、天然气等品目资源税税率。会议决定对《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。

2. 我们的分析与判断

(一)、油气资源税从价计征全国推广，将影响中石油和中石化 EPS 约 5 分和 6 分

油气资源税由原来的从量计征改为比例 5% 的从价计征，最早是在 2010 年 6 月 1 日开始在新疆率先实行，然后在 2010 年下半年扩至西部 12 省区；目前决定要全国推广，我们认为明年正式开始的可能性较大。按照计征方法，稠油、高凝油和高含硫天然气的资源税减征 40%、三次采油减征 30%，因此实际的油气资源综合资源税率将低于 5%；目前中石油和中石化在西部的油气资产综合资源税率为约 4.8% 和 3.5%。

表 1：资源税 5% 从价计征全国推广对石化双雄的影响

	原油	中石油	中石化	天然气	中石油	中石化
实现价格	美元/桶	100	100	元/千方	1065	1280
2010 年产量	万吨	11,608	4,609	亿立方米	630	125
旧单位资源税	元/吨	30	30	元/千方	9	7
新单位资源税	元/吨	204	198	元/千方	48	58
单位资源税增加	元/吨	174	168	元/千方	39	51
旧资源税	亿元	35	14	亿元	6	1
新资源税	亿元	236	91	亿元	30	7
资源税增加	亿元	202	77	亿元	25	6
公司总成本增加	亿元	226	84			
公司利润减少	亿元	170	63			
公司 EPS 减少	元/股	0.093	0.072			

资料来源：中国银河证券研究部

我们按 Brent 油价 110 美元/桶，石化双雄的原油实现油价为约 100 美元/桶，考虑到人民币升值、美元与人民币汇率为 6.2，综合资源税率为约 4.5%，全国油气按 5% 从价计征后，影响中石油和中石化 EPS 分别约 9 分和 7 分。

但考虑到去年下半年开始扩到西部，目前中石油在西部的油气资产主要是新疆的新疆油田、吐哈油田、塔里木油田和长庆油田、青海油田、玉门油田、西南油田，涉及的油气产量为 3,617 万吨原油和 615 亿立方米天然气，分别占中石油油气总产量的 31%和 96%；中石化在西部的油气资产主要是新疆的西北分公司塔河油田、河南油田分公司的新疆春光油田和西南分公司（主要是普光气田），涉及的油气产量为 710 万吨原油和 84 亿立方米天然气，分别占中石化油气总产量的 17%和 67%。按照目前中石油和中石化在西部的实际综合资源税率 4.8%和 3.5%来测算，5%从价计征在西部实行影响中石油和中石化 EPS 分别约 4 分和 1 分多。

表 2：资源税 5%从价计征目前西部实行对石化双雄的影响

	原油	中石油	中石化		天然气	中石油
实现价格	美元/桶	100	100	实现价格	元/千方	1065
产量	万吨	3,617	710	产量	亿立方米	615
实际征收率	%	4.50%	3.50%			
EPS 已减少	元/股	0.042	0.013			

资料来源：中国银河证券研究部

综上所述，我们测算油气资源税 5%从价计征从西部实行推广到全国，将影响中石油和中石化 EPS 分别约为 5 分和 6 分。

（二）、上游税费负担加重，往往将出台其他利好政策作为补偿

5 年多来，国家出台油气上游的税费政策使得油企上游税费负担加重，往往紧接着伴随中下游的利好政策出台作为一定程度地上补偿。

2006 年 3 月 25 日财政部出台石油特别收益金管理办法，在随后的 3 月 26 日和 5 月 24 日发改委连续两次上调成品油价格，像汽油出厂价从 4400 元/吨分别提到 4700 元/吨和 5200 元/吨。

表 3：近年来上游税费政策出台与其他政策补偿对照

时间	上游税费政策	时间	其他政策补偿
2006 年 3 月 25 日	石油特别收益金出台	2006 年 3 月 26 日	成品油价格上调 300 元
		2006 年 5 月 24 日	成品油价格上调 500 元
2010 年 5 月 25 日	资源税从价计征 5%新疆试行	2010 年 6 月 1 日	天然气陆上出厂基准价上调 230 元/千方

资料来源：中国银河证券研究部

2010 年 5 月 25 日，国务院出台油气资源税改革，6 月 1 日起按 5%从价计征先从新疆开始试行，随后的 6 月 1 日发改委上调天然气陆上出厂基准价 230 元/千方。

近日，发改委副主任张晓强 9 月 15 日在夏季达沃斯论坛上称，发改委正在研究年内推进成品油价格新的形成机制；而发改委体改司副司长连启华稍早前声称，年内有望推出新的成品油定价机制，将朝更市场化方向完善，根据发改委向国内主要油企下发的意见征求稿，成品油调价间隔将从目前的一个月缩短至 10 天，并有可能将成品油定价权下放给三大石油巨头。这次是 2 年来第一次由发改委副主任级别的官员明确表态有望年内推出成品油定价机制新的改革，我们认为如果该改革方案能年内出台，这将带来重大的利好；炼油大幅亏损的担忧将解除，炼油业务保持基本不亏而微利的局面将有所保障。

3. 投资建议

考虑到 5 月份进口原油到 7 月份消化完毕，8 月份后炼油业务迎来拐点；目前国内炼油盈亏平衡点在 Brent 每桶 110 美元左右，我们预计 9 月份中石化炼油业务将能扭亏，中石油炼油业务盈利状况稍差一些。总体来看，石化双雄安全边际均已经较高。

我们预计中石化 2011-2012 年 EPS 分别为 0.95 元和 1.08 元，目前 11 年动态 PE 不到 8 倍，具有明显的估值优势和良好的安全边际，维持“推荐”评级，合理价值区间为 11-12 元；预计中石油 2011-2012 年 EPS 分别为 0.80 元和 0.92 元，维持谨慎推荐评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁孝锋、王强，石油化工行业证券分析师。2 人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn