

# 资源税调整:虽有负面影响,但未伤筋动骨

○国信证券 郑东 黄安乐

2007年7月17日,国土资源部信息中心网站转发的《财政部国家税务总局关于调整铝锌钨等税目资源税适用税额标准的通知》称,根据铝锌钨、铜矿石和钨矿石的市场价格以及生产经营情况,为进一步促进其合理开发利用,自2007年8月1日起,对三种矿产品资源税适用税额标准进行调整。

## 近10余年资源税沿革

缓征→1994年1月起征→1996年7月减征30%→2006年1月取消减征→2007年8月大幅加征

1993年12月底,政府出台《中华人民共和国资源税暂行条例实施细则》,自1994年1月起,对原先暂缓征收的有色金属矿产品开始征收资源税;1996年7月起,政府规定对有色金属资源税减征30%;到2006年1月,取消减征改为全额征收;目前出台的调整铝锌铜钨等矿产资源的税额,相对于之前的水平,相当于大幅度提高了资源税额。其中,铜矿的资源税的税额增加了300%以上,而铝锌钨的税额则上升了400%以上;增加最为显著的是钨矿的资源税,其升幅达到1300%至1500%。

## 对上市公司影响

自矿产产量越多的公司,生产成本增加的绝对数越大。表1是国内相关上市公司的矿山等级数据(为1993

年底国土资源部公布的分类历史数据,未了解到当前最新的更新资料)。

由于有色金属矿产品的资源税根据矿产产量来征收,因此,在一定的矿产品位下,企业年度产生的金属量越大,则需要上缴的资源税绝对数额也就越大。

加征虽有负面影响,但并未伤筋动骨。从2006年各公司年报中可获得资源税数据来看,各个公司的税额相差很大,并不能与各自矿产的

金属量成线性关系,这与资源税以矿产量为征税的基数存在关系,其原因在于,各个公司的矿产品位存在较大差异,矿山等级不同,采矿的入选品位也存在差异,从而造成相同的征税标准之下,税额数据的不可比。另外,资源税数据披露的不全面也影响到对比分析。

为了便于比较,生产铝锌钨的上市公司,宏达股份的资源税数据存在异常,驰宏锌铟的数据缺失,基本上以中金岭南为基准;铜类公司参照

江西铜业和铜陵铜业的历史数据。表2是假设2007年上市公司的矿产金属量不变的情况下资源税上调对每股毛利影响的粗略计算结果。

经过计算可以发现,由于原先的资源税本身基数低,因此,虽然此次调整之后大幅增加,但对相关上市公司业绩的影响相当有限,尤其是在金属价格仍维持在较高位置的情况下,资源税占金属价值的比重微乎其微,无法构成对上市公司的重大影响。其中,由于2006年云南铜业和厦

门钨业基本没有矿产,未缴纳资源税,因此没有给出成本增加数据。

由于国内仍属于精矿的卖方市场,矿山企业仍有可能通过矿价的上涨消化成本的抬升。动态来看,由于我国有色金属精矿市场的短缺格局短期之内难以得到缓解,因此,资源税的提高有可能通过矿价的上涨得到消化,从而使得矿山的利润得以维持。

综上所述分析,资源税的调整对上市公司的采矿业务的收益影响并不显著。

资源税调整变化(元/吨)

新矿石税额标准	一等矿山	二等矿山	三等矿山	四等矿山	五等矿山
铝锌矿	20.0	18.0	16.0	13.0	10.0
铜矿石	7.0	6.5	6.0	5.5	5.0
钨矿石	-	-	9.0	8.0	7.0
原矿石税额标准	一等矿山	二等矿山	三等矿山	四等矿山	五等矿山
铝锌矿	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0
铜矿石	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
钨矿石	-	-	0.6	0.5	0.5
调整幅度	一等矿山	二等矿山	三等矿山	四等矿山	五等矿山
铝锌矿	400%	414%	433%	420%	400%
铜矿石	338%	333%	329%	323%	317%
钨矿石	-	-	1400%	1500%	1300%

表2、假设产量不变的情况下对相关上市公司的每股毛利的影响

上市公司	06年资源税	06年矿山自产数量	单位资源税	07年的成本增量	总股本	每股毛利减少
江西铜业	5196.3	15万	1.4元/吨	20786.2	289604	0.072
云南铜业	-	-	-	-	125669	-
铜陵铜业	456	铜258万	1.3元/吨	1824	86436	0.021
宏达股份	40.4	铝锌16.32万	2.46元/吨	2634	41600	0.063
中金岭南	507.8	铝锌14.36万	4元/吨	1625	73128	0.022
驰宏锌铟	未有数据	铝锌18万	4元/吨	2037	39000	0.052
西部矿业	未有数据	铝锌13.6万,铜2.5万	-	3947	238300	0.016
厦门钨业	-	-	-	-	52460	-

资料来源:各公司数据,国信证券经济研究所

表1、主要有色金属上市公司的矿山等级情况

上市公司	矿山名称	矿山等级	金属品种
江西铜业	江西富家坞铜矿	一等	铜
	江西铜武山铜矿	二等	铜
	江西铜永平铜矿	三等	铜
	江西铜德兴铜矿	四等	铜
	山西刁泉银铜矿	四等	铜
云南铜业	云南大姚铜矿	四等	铜
	云南东川阳丹铜矿	四等	铜
	云南羊拉铜矿	五等	铜
	云南东川沾益铜矿	五等	铜
	云南东川因民铜矿	五等	铜
铜陵铜业	安徽铜陵安庆铜矿	三等	铜
	安徽铜陵凤凰山铜矿	三等	铜
	安徽铜陵狮子山(冬瓜山)铜矿	四等	铜
	安徽铜陵铜山铜矿	四等	铜
西部矿业	内蒙古获各奇铜矿	一等	铜
	青海锡铁山矿务局	二等	铅锌
宏达股份	云南兰坪铅锌矿	二等	铅锌
	四川甘洛矿	四等	铅锌
中金岭南	广东凡口铅锌矿	一等	铅锌
驰宏锌铟	云南麒麟(会泽)铅锌矿	一等	铅锌
	昭通铅锌矿	未知	铅锌
中色股份	内蒙古白音诺尔铅锌矿	一等	铅锌
厦门钨业	福建宁化钨矿	四等	钨

资料来源:国土资源部,各公司资料,国信证券经济研究所

## 铝锌铜钨资源税上调 昭示政策方向

○天相投资 牟善同

本次调整昭示了政策方向,那就是将继续提高包括有色金属在内的能源、原材料等矿业的资源税标准,其理由为“反映矿业的稀缺程度”,“促进矿业的合理开发利用”。这个政策方向将继续。

## 对行业的影响

小幅抬高生产成本,但总体影响有限,不会对金属价格产生趋势性影响。

1)铝行业:目前国内一吨铝综合成本约7500元,以综合品位15%(铅:锌=1:2)计算,生产一吨金属需要6.67吨矿石;按照调整后的单位税额每吨18元,调整前的每吨3.5元计算,每吨矿石增加成本14.5元,每吨金属增加综合成本96.7元,提高成本1.29%。

2)铜业:目前国内一吨精铜综合成本约1.5万元,以品位1.2%计算,生产一吨铜需要83.3吨矿石;按照调整后的单位税额每吨6.5元,调整前的每吨1.5元计算,每吨矿石增加成本5元,每吨精铜增加综合成本416.5元,提高成本2.78%。3)可见,本次调整将使得相关金属综合成本有1%至3%的抬高;但由于目前相关金属价格远在其成本之上,价格主要决定于供求关系,特别是需求的增长;因此判断成本的小幅提高总体影响有限,不会对金属价格产生趋势性影响。

## 对重点上市公司的影响

小幅提高生产成本,降低EPS,但直接影响有限。

1)中金岭南:按照2008年生产18万吨铝精矿、综合品位14%、调整前后税额分别为每吨4元、18元,所得税率25%计算,其他条件不变时本次调整增加公司2008年成本1800万元,降低EPS约0.018元。预测公司2007、2008年EPS分别为1.85元、2.10元。

2)云南铜业:按照2008年生产10万吨铜精矿、综合品位1.2%、调整前后税额分别为每吨6.5元、1.5元、所得税率20%计算,其他条件不变时本次调整增加公司2008年成本4166万元,降低EPS约0.027元。预测公司2007、2008年EPS分别为1.80元、2.25元。

3)江西铜业:按照2008年生产18万吨铜精矿、综合品位1.2%、调整前后税额分别为每吨6.5元、1.4元、所得税率20%计算,其他条件不变时本次调整增加公司2008年成本7650万元,降低EPS约0.021元。预测公司2007、2008年EPS分别为1.60元、1.45元。

可见,本次调整对重点公司2008年EPS的直接影响在2至3分之间,且这是在假设价格不变的情况下做出的分析;而实际上金属价格波动剧烈,对公司盈利的影响更大;因此,判断金属价格的长、中、短期走势是更重要的因素。

## 有助于控制能源行业过度扩张

○东方证券 施卫平

此次调整是在基本金属及能源产品价格大幅上涨了数倍,而资源税标准依然维持在1993年水平以及国家加强行业调控,强调节能减排的背景下做出的。资源税的调整,对于控制能源行业过度扩张,降低能耗是有积极意义的。

从调整幅度看,小金属(稀缺金属)、我国拥有战略资源优势的

品种的上调幅度较大,如钨矿石资源调高1200%,表达了国家对资源开发进行控制的思路决心。

此次资源税的大幅调整,对整个行业将产生一定的影响,尤其是拥有上游矿产资源的矿业。根据目前上市公司的年矿石开采量简单计算,此次资源税的调整,将增加江铜、云铜资源税支出增加1.5亿至2.0亿,相对于公司净利润,影响幅度不大。

本版制图 郭晨凯

## 上调比例基本跟随下游商品价格升幅

○国泰君安 林浩祥

国家财政部、国家税务总局通知,上调铝锌钨、铜矿石和钨矿石的资源税,新的税额标准自2007年8月1日起执行。

原有的《资源税暂行条例实施细则》在1993年颁布,在金属价格出现普遍上涨的2007年中推出新的细则恰逢其时。从变化幅度看,资源税的上调幅度约为300%至400%;而金属价格、铝、锌价格自1993年以来涨幅也分别接近400%,因此,此次资源税的上调比例基本跟随下游商品价格的升幅。

通过敏感性指标计算,在考虑不同的矿石品位情况下,铜矿石资源税占吨铜(合金属量,回收率95%)价格比例约为0.8%至1.2%;

铝锌钨资源税占对应吨金属量价格(回收率以85%约0.3%至0.6%;钨矿石资源税占钨精矿价格比例(回收率以85%)比例约为0.8%至1.5%。由于精矿产品的作价方式基本是以“金属价格-冶炼费用”的方式,以此推算多征资源税对于上游企业的盈利现状影响有限。而相比较而言,国内铜资源型公司受资源税调整影响较大。

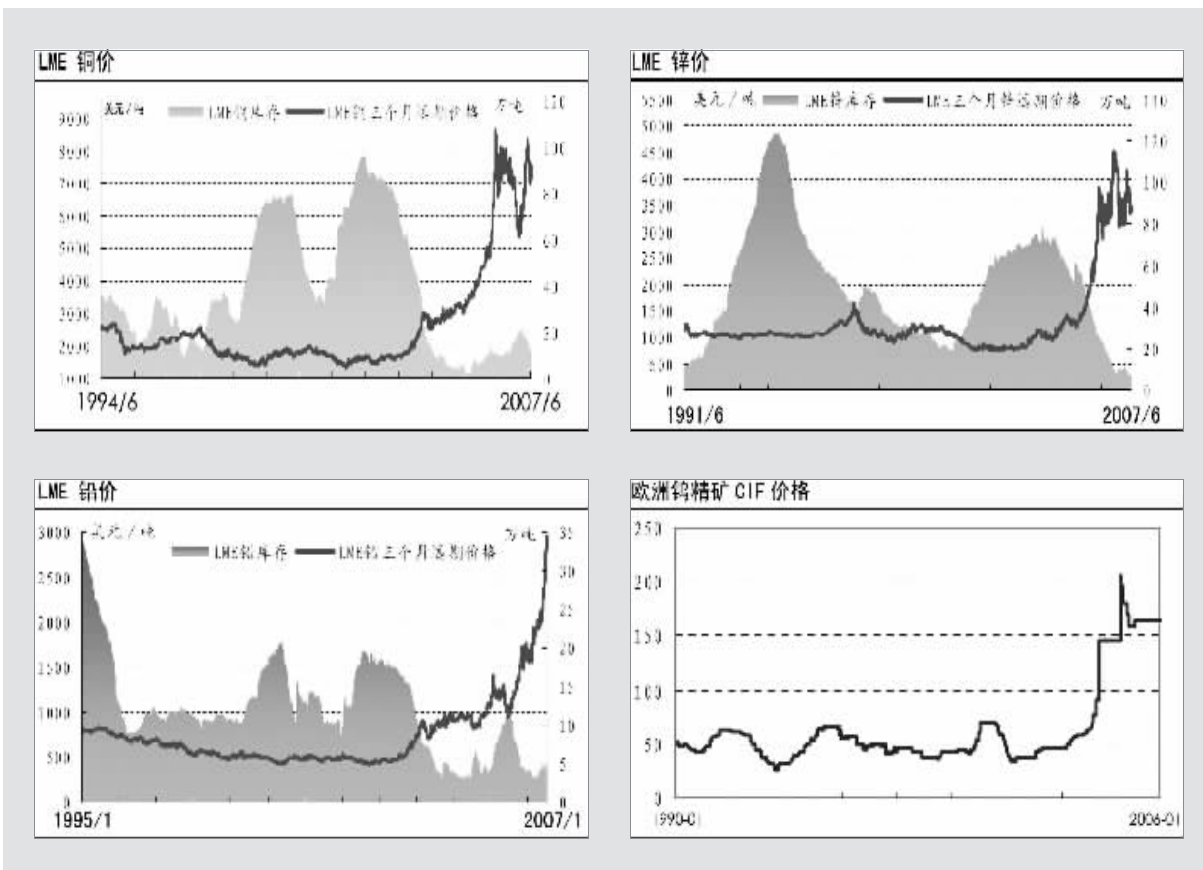
在本轮商品价格景气周期中,资源型企业是最大的获益者,产品的定价权也基本掌握在上游企业中。资源税的调整对于上游企业的负面影响,很可能通过价格传导影响下游冶炼企业,并最终影响商品的价格;另一方面,对于资源税的加征有望促进国内铜精矿、铅精矿等产品的进口,从而提升外盘金属价格的上扬。因此

资源税调整对于行业利润的最终影响短期还难以量化。

目前矿山企业的运营毛利率基本保持在50%甚至以上,因此,仅仅通过此次资源税的调整,对于行业显性调控作用十分有限。建议关注未来矿产资源补偿费征收标准是否会进一步调整。

此次资源税调整的出台,并非为国家针对资源性行业的调控措施,而是在景气运行周期中调节其合理税负的结果;资源税的调整的幅度,对于当前有色金属工业影响并不显著。

分别以原有和调整后的资源税占成本,2006年相关公司资源税占成本净利率的比例列示如下。相比较而言,铜业公司业绩受资源税调整较大。



## 价格上涨有望冲抵资源税上调所增成本

○中国国际金融有限公司 丁申伟

加收资源税对铅、锌、铜矿企业有负面影响,但影响有限,维持投资评级和盈利预测不变。

加收资源税增加企业的生产成本。对于铝锌企业,每吨矿石增加16元的资源税相当于铅生产成本增加

3.5%、锌生产成本增加1.7%。同样,对于铜企业,每吨矿石增加5.4元的资源税相当于铜生产成本增加3.2%。

具体到关注的公司,静态的来看,以2006年公司所缴资源税来估算的资源税对公司业绩的影响。铅锌类公司影响最大的为中金岭南,净利润将下降1.5%;铜业公司影响最大

的为江西铜业,净利润将下降3.2%。

动态的来看,虽然资源税上调增加企业生产成本,但是有色金属价格也在上涨,而且日波动幅度经常在1%以上,因而对企业盈利影响有限。由于对铅、锌、铜这三种金属2007/2008年价格假设较为保守,故维持各公司的投资评级和盈利预测。

## 行业概述

## 全球金属价格 中期调整空间有限

○国泰君安 林浩祥

进入2007年,基本金属商品价格依然停留在历史的高点。上半年基本金属价格呈现差异化走势,金属铜、锌价格都出现了较大的调整,耀阳的镍价经历了近期的急挫之后,资金近期开始关注铅金属;铝、锡价格波动则相对平稳。

## 供给:会适度的增长

目前处于行业链条上游的资源型企业,矿石毛利率基本都处于50%至80%的丰厚盈利区间,这很自然地引发对于供给过快增长的担忧。

对于采矿行业的判断,需要把握一点即是,矿山的投建和产能的释放是一个逐步推进的过程。在供需紧张导致价格快速上涨的背景下,许多工业产品通过短周期的扩张行为,即可恢复供需平衡。而矿石的供应受到资源勘探、矿山建设、交通运输等诸多条件的制约,扩产周期一般需要3年至5年。正是由于供给对应矿山投建周期的滞后效应,2002年以来采矿投入的持续低迷,导致了2004年至2005年供给的缓慢增长。

认清了矿山的投建长周期的特点,即可明白矿石的供给是缓慢增长,供需关系是逐步转换的过程,那么金属价格的确定趋势性上涨或下跌也是一个中长期的过程。因此,金属价格有望在目前位置上继续保持高位震荡。同时,对于自2004年至2005年以来采矿投资的不断增长,使2007年之后金属的供需关系有望得到逐步缓解,这将构成金属价格中期调整的重要原因。

## 需求:中期趋势不会萎缩

从价格/消费的弹性角度分析,建筑建材、交通运输、机械设备、电力电子、包装等行业对于金属材料需求刚性,诸多行业对于金属材料和高分子塑料、陶瓷、木材等材料也有着较强的市场分割,使得金属行业的价格/需求弹性系数长期围绕在1附近。从产业的完整运行周期看,在逐渐传导和消化了上游金属原材料涨价因素之后,下游市场对于金属的消费规模不会明显减退。

另一方面,从人均金属消费量来看,中国、巴西和印度的平均用量与美国、日本还存在非常大的差距;而从消费结构看,处于产业升级、大量投资基础设施建设的发展中国家,金属消费市场还存在较大的潜在增长潜力(例如发展中国家在建筑行业铜消费较低,在未来消费不断升级后,铜的用量有望得到提升)。因此可以预计,未来发展中国家将成为带动全球金属消费增长的主要动力。

再从宏观面看,虽然近期的部分经济数据引发人们对于美国经济减速、金属消费发展空间性与发展中国家的消费萎缩的担忧。但从制造业、行业采购指数和订单指数看,金属的消费依然旺盛。同时更需要注意到,由于“增量部分”的经济实体如中国、印度、巴西等国家经济持续快速增长,其金属消费大大高于全球的平均增速,由此对全球金属的消费需求总量形成重要支撑。因此,以中性的眼光看待,全球金属市场的消费将是持续平稳的增长。

## 价格:中期调整空间有限

金属商品牛市的成因,一方面由于2002年以来全球矿山建设投入的减缓,造成供给增速放慢,而同期全球经济平稳向上,从而形成供需关系的紧张;另一方面,全球资本市场的活跃,金属商品吸引了相当部分的投资热钱。

对于金属商品价格持续维持高位的看法,以五年期考察CRB各种商品指数中升幅时发现,价格指数升幅较大的除工业品和软商品(可可、咖啡、橙汁、白糖)商品外,消耗性资源型产品(原油,取暖油,天然气)、基本金属和贵金属升幅更大。由此对目前金属价格所处位置的理解,必须考虑矿产资源由于其自身的稀缺性和不可再生性的特点,其价值应给予重新认识——即重估资源型产品的价值。

考察以十年期CRB指数变化趋势时,可以发现,目前基本金属的升幅与能源指数升幅基本持平。其中2002年以来的能源价格经历了短暂调整后,整体依然保持了向上的趋势,即消耗性资源型产品价格存在趋势性上涨的现象。而金属商品虽然部分可以回收利用(目前废铜、废铝的回收利用比例约占新增金属量的1/3),但基于资源型矿产的稀缺性和不可再生性的认识,可以断定金属商品价格中期调整的空间是一个有限的范围。