

2009 年 01 月 04 日

市场数据

行业优化平均市盈率	26.24
市场优化平均市盈率	20.60
国金水泥指数	2894.52
沪深 300 指数	1817.72
上证指数	1820.81
深证成指	6485.51
中小板指数	2730.11


相关报告

- 1 《11 月行业盈利数据点评》，2008.12.28
- 2 《关注煤价下跌对行业的正面影响》，2008.12.22
- 3 《拐点提前,亮点犹在》，2008.12.18
- 4 《水泥股大涨点评》，2008.11.6

贺国文

 (8621)61038234
 hegwa@gjzq.com.cn

联系人：赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

水泥行业研究简报

——财税[2008]156 号文将对落后淘汰产生重大积极影响

减持

持有

增持

事件

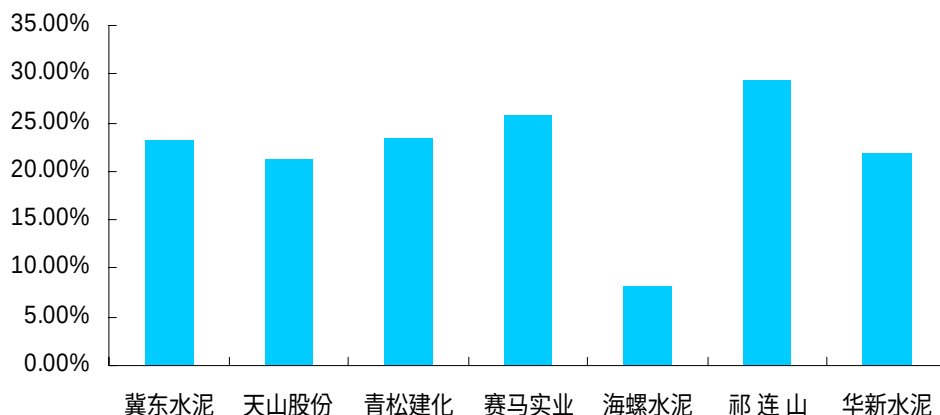
- 2008 年 12 月中旬，财政部和国家税务总局发布的财税[2008]156 号文《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》，其中对于水泥的描述如下：
 - ◆ 对采用**旋窑法工艺生产**并且生产原料中掺兑废渣比例不低于 30%的水泥（包括水泥熟料），实行增值税即征即退的政策；该项政策自 2008 年 7 月 1 日起开始执行。
 - ◆ **2008 年 7 月 1 日起，以立窑法工艺生产的水泥（包括水泥熟料），一律不得享受本通知规定的增值税即征即退政策。**

点评：取消立窑水泥的增值税优惠，将压窄立窑企业的利润空间，加大落后产能企业的经营压力，促进行业未来的供求关系改善，行业利润进一步向新型干法水泥企业集中。

增值税退税是水泥企业的一块重要利润来源

- 增值税退税按照最新的会计准则，主要列在利润表的营业外收入科目中，每月根据掺兑废渣的比例，以及相关销售品种的对对应情况，符合相关部门的批准后，按照收取现金的情况得以确认。在水泥企业的营业外收入中，增值税返还占绝大部分，是水泥企业利润的一块重要来源。

图表1：前三季度主要水泥企业营业外收入占利润总额的情况



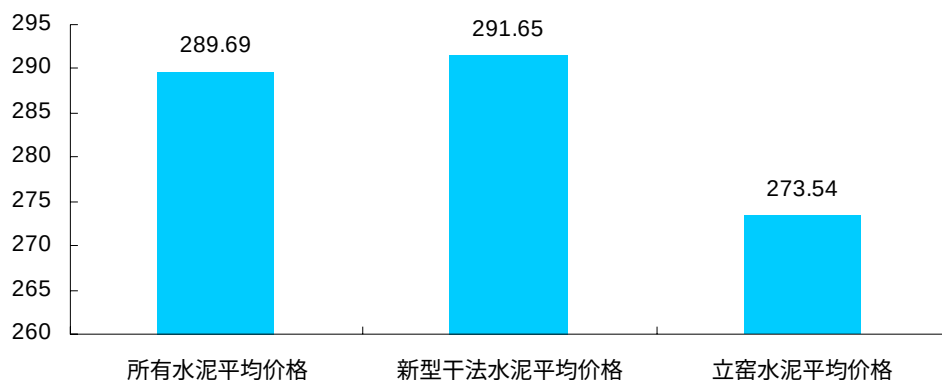
来源：国金证券研究所

- 增值税退税政策具备一定的持续性，反映的是国家对于水泥企业综合利用的政策性扶持，在考虑水泥企业未来的利润成长性时，增值税退税不应只作为偶然的一次性收入来看待，至少在可以预期的政策期（鼓励资源综合利用）内，应作为一项持续性较强的利润来源来对待。

取消对立窑水泥的增值税优惠，立窑企业经营压力变大

- 财税[2008]156 号文《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》相对于财税[2001]198 号文，最大的特点在于：区别对待了新型干法旋窑水泥与立窑水泥。之前的[2001]198 号文并未区分该点，这意味着立窑水泥未来不能享受增值税退税带来的利润增加，而且该项政策的执行日期是 2008 年 7 月 1 日，这还意味着部分立窑企业面临着返还已收退税的压力。
- 我们还需要强调的是：从理论上讲，立窑企业的利润构成中，增值税比重更高（实际情况根据各地财政实力有些差异）。理由在于：立窑企业由于其生产工艺的特点，根本不具备生产 42.5 级以上水泥的能力，因此立窑企业在 2008 年 6 月 30 日之前，是以 PO32.5 和 PC32.5 水泥标号为主，6 月 30 日取消 PO32.5 标号后，主要生产 PO32.5。而标号越低，则掺兑废渣比重可能越高，越可能获得增值税，而对于新型干法水泥企业而言，生产 42.5 级以上的水泥由于废渣比重较低，则得不到增值税的返还。
- 结合我们在 2009 年年度策略报告中分析的主要观点：水泥行业利润增速在 2009 年将出现下降（尤其在向上拐点出现以前），立窑等落后水泥无疑在景气下降过程中面临更大的经营压力。

图表2：新型干法水泥与立窑水泥今年前三季度水泥价格对比（元/吨）



从右图可以看得出，立窑水泥价格比干法水泥低 5.5%、吨熟料煤耗要高 39%，这表明立窑等水泥在主营业务成本上的劣势非常明显，而其得以生存的很大空间在于增值税返还、人工成本低、以及交税不规范等形成，因此，立窑企业的增值税返还政策取消将很大程度压窄立窑企业的生存空间，直接造成经营压力。

来源：国金证券研究所

图表3：我国各类水泥窑型平均热耗对比

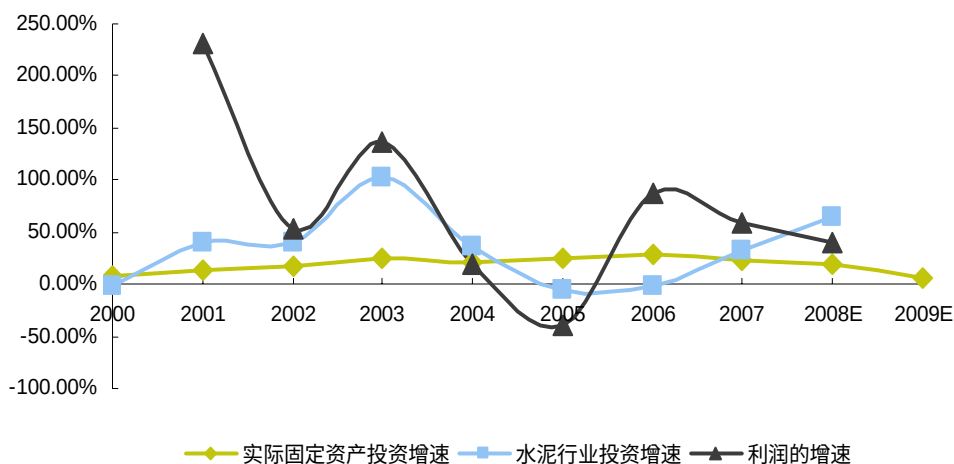
窑型	新型干法窑	机立窑	湿法窑	干法中空窑
吨熟料千克标准煤	115	160	208	243
热耗指数	100	139	181	211

来源：国金证券研究所

需要再次强调：落后产能在投资逻辑中的关键地位

- 如果没有落后产能的淘汰空间、以及国家通过基建保增长的措施，2009 年将是需求增速向下的周期和供给增速向上的周期的交叉点，行业景气态势将不容乐观。

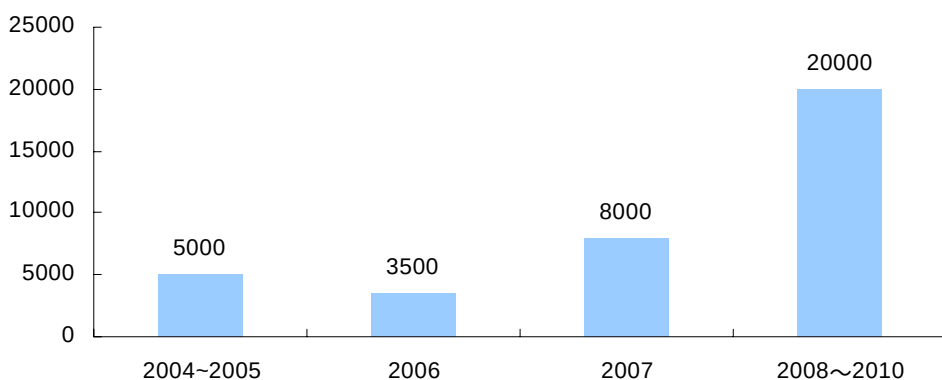
图表4：近几年需求面周期和供给面周期变化对利润周期变化的影响



来源：国金证券研究所

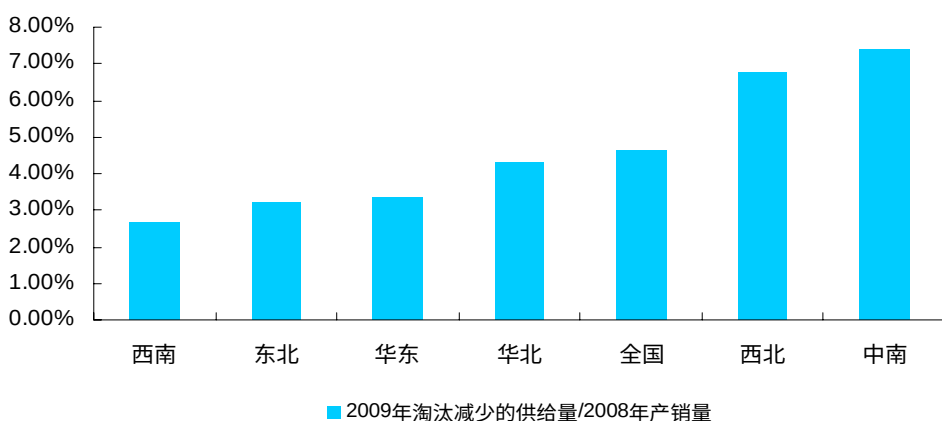
- 落后产能淘汰的空间还很大。2008 年前三季度大约淘汰了 4000 万吨左右，我们预计 2008 年全年淘汰量在 6500 万吨，则 2009~2010 年平均存在 7000 万吨左右的淘汰空间，这个数字相当于 2008 年产销量的 5%，成为左右未来两年景气的重要指标。

图表5：落后产能淘汰进展 (万吨)



来源：国金证券研究所

图表6：各个地区的（淘汰减少的2009年供给量/2008年产销量）预测



来源：国金证券研究所

小结：落后产能将遇到前期从未遇到过的政策性差别待遇；落后产能淘汰到了重点值得预期的时候；建议“买入”水泥股，尤其是 2009 年有明确高增长的水泥股。

- 全国性范围内采取对待立窑的差别待遇，取消其享受增值税退税的资格，这表明一种非常明显的政府态度：淘汰落后产能的力度并未放松，而是进一步加强。
- 立窑淘汰进入关键的最后两年，我们认为值得重点预期：2010 年是行政淘汰任务的最后一年；2009 年低点出现之前行业经营层面的压力将促进淘汰；全国范围内取消立窑水泥享受增值税退税的资格，收窄其利润空间；某些区域开始执行差别电价，如广东等，都将增加其经营成本。
- 对行业目前盈利状况的补充。我们在 12 月 28 日行业盈利数据点评中分析了此轮盈利向下的观点出现在 10 月份，我们认为，行业利润在 10 月份单月下降是符合预期的，长三角、珠三角需求快速下降是主要原因。**我们在此需要补充说明的是：利润指标是结果性数据，是反映供求关系的滞后性指标，10 月份利润的快速下降是符合预期的。**
- 对于 2009 年乃至 2010 年的水泥行业的基本面，我们坚持前期判断：2009 年将出现某个低点，低点过后，我们将迎来水泥行业基本面的新一轮上升增长期，2010 年我们看好水泥行业（理由：基建的需求面临时间上的增量；淘汰的最后时间段存在集中淘汰的可能；行业投资可能在 2009 年增速出现下降，对 2010 年造成较小的压力）。
- 因此，我们建议增持水泥行业，买入水泥股，现在至未来低点出现之前买入水泥股，将在低点出现前享受估值提升带来的超额收益，低点出现后将同时享受估值提升和利润增长的双重收益。

图表7：重点公司估值表

	12月31日股价	EPS		增速 (09/08)	PE		最新报告 期每股净	最新PB	投资建议
		2008年	2009年		2008年	2009年			
冀东水泥	9.9	0.411	0.605	47.20%	24.09	16.36	4.80	2.06	买入
青松建化	7.3	0.356	0.546	53.37%	20.51	13.37	3.67	1.99	买入
赛马实业	17.14	1.171	1.533	30.91%	14.64	11.18	8.17	2.10	买入
祁连山	6.89	0.432	0.585(摊薄)	76.58%	15.95	11.78	2.59	2.66	买入
天山股份	10.62	0.797	1.235	54.96%	13.32	8.60	2.77	3.83	买入
海螺水泥	25.93	1.735	2.070	19.31%	14.95	12.53	13.53	1.92	买入
华新水泥	14.81	1.141	1.323	15.95%	12.98	11.19	9.78	1.51	买入

来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。