

增持 维持
建材行业重大事项点评
2014年10月08日

地产新政促 2015 年水泥需求回升， 水泥股短期或有超额收益

建材行业分析师：周煜
SAC 执业证书编号：S0850513120001
电话：021-23219972
Email: zy9445@htsec.com

9月30日，央行、银监会公布通知，对我国房贷政策作出调整：1.三套房贷令取消；2.二套房贷大放松：现持一套房贷还清，则二套普通房按首套贷；3.针对外地人的限贷令取消；4.鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券(MBS)、发行期限较长的专项金融债券，定向投放房贷。我们对此次事件点评如下：

地产救市将促水泥需求短期回升，但中长期需求回落趋势不变

水泥需求 30%来自于房地产，40%来自于基建，30%来自农村建设，而基建和农村建设很大程度上亦受房地产带来的财政收入和农村居民收入影响（计量经济学角度即水泥的房地产、基建、农村需求三个影响因子存在多重共线性问题）。因此水泥需求周期基本与地产投资周期趋同，研究水泥需求走势很大程度上就等于研究地产周期；

1998年前我国以福利分房制度为主，房地产部门非市场化，房地产周期波长偏短（5-6年），不符合典型库兹涅茨周期特征（波长约18年），因此1998年前的水泥需求周期亦较短；

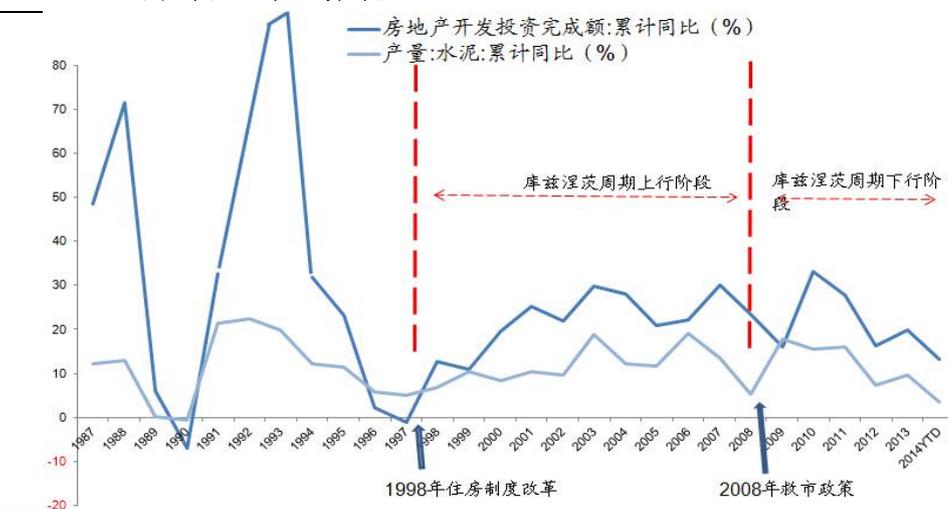
本轮房地产上行周期（库兹涅茨周期）起始于1998年全面住房制度改革，货币化住房分配制度释放市场经济的内生增长动力，房地产市场经历了长达10年的库兹涅茨周期上行，水泥需求亦经历持续高速增长的黄金十年（复合增速达10.5%）；

按库兹涅茨周期波长判断，2008年房地产本应迎来下行拐点，但“四万亿”外生政策冲击拉长周期上行阶段，地产投资拐点扭头向上，水泥需求亦再度回升；

随“四万亿”政策效应消退，加之经济周期内在规律要求，2012年起地产周期再度下行，水泥需求增速亦明显回落；

本轮地产救市政策力度仅次于2008年，或将再度延缓地产周期下行，短期水泥需求增速有望回升。但长周期角度来看，未来10年水泥需求增速整体下一台阶的判断不变（0-5%）。

图 1 水泥需求周期与地产投资周期



资料来源：Wind，海通证券研究所

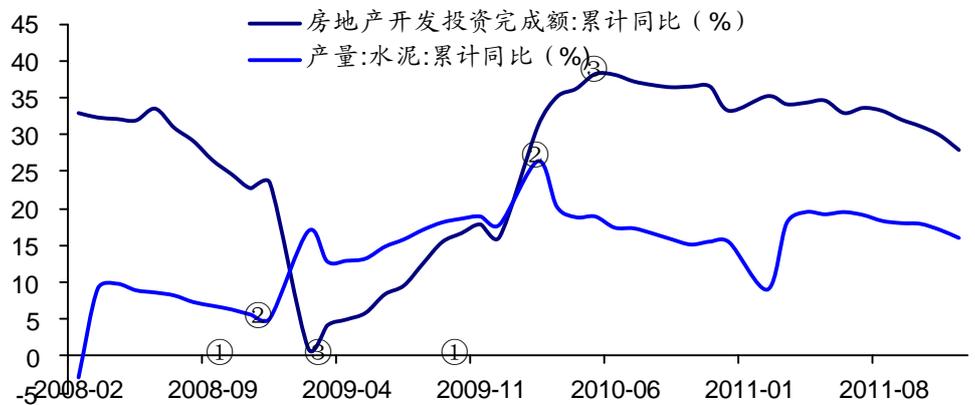
本轮地产救市对水泥需求正面影响或将在 2015 年一季度末体现

2008 年 10 月房地产系列救市政策出台，2009 年 3 月房地产开发投资增速见底回升；2009 年 10 月房地产调控政策“国四条”出台，2010 年 6 月房地产开发投资增速见顶回落。从历史规律总结，房地产政策对房地产开发投资的影响时滞约为半年（5~8 个月）；

从历史规律来看，水泥需求增速拐点早于地产投资增速拐点，原因是基建投资先于地产投资而动（2008 年 6 月铁路基建即开始加速，2010 年 1 月铁路基建开始减速）。基建政策出台时点及见效明显早于房地产政策，国家出台基建投资相关政策不像房地产政策诸多掣肘，且基建投资是政府部门直接实施，而房地产政策须经过房地产市场再传导至地产商投资行为；

剔除基建投资维度，单纯考虑房地产救市政策对水泥需求影响，本轮救市政策对水泥行业基本面的正面效应或将在 2015 年一季度末体现。

图 2 地产政策拐点、地产投资拐点与水泥需求拐点



资料来源：Wind，海通证券研究所；图中①为房地产政策拐点，②为水泥需求增速拐点，③为房地产投资增速拐点

后续水泥股有望获得超额收益表现

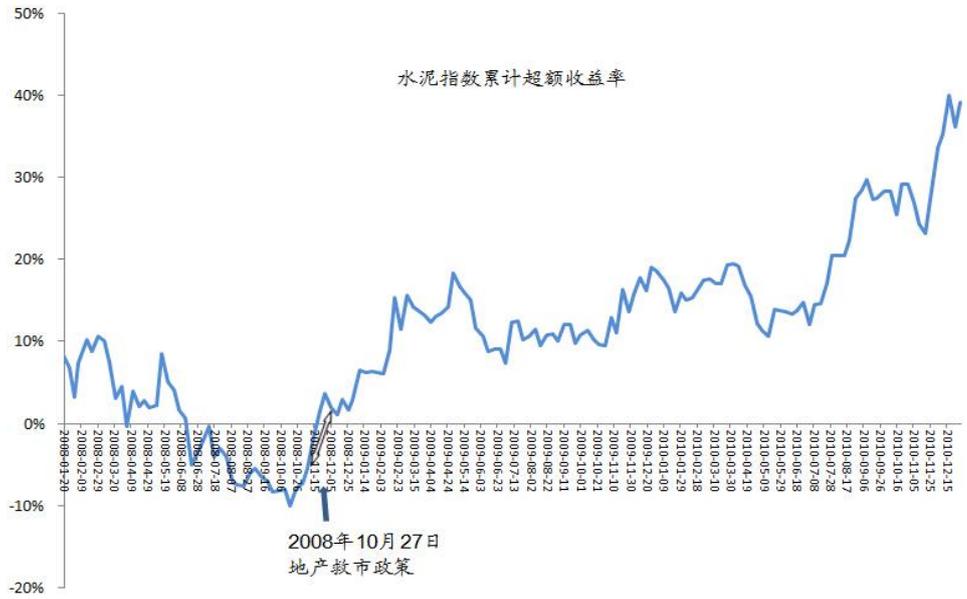
2008 年 10 月 27 日房地产救市政策出台后，水泥股出现明显超额收益。2008 年 10 月 27 日至 12 月 10 日阶段高点，水泥指数累计上涨 73%（期间上证指数累计上涨 21%）；

但上述水泥股表现是 10-11 月密集出台刺激政策合力推动的结果，如 2008 年 11 月 9 日国务院常务会议宣布对宏观经济政策进行重大调整，财政政策“稳健”转为“积极”，货币政策“从紧”转为“适度宽松”，同时公布两年总额达 4 万亿元的庞大投资计划，11 月 10 日水泥股集体涨停；

因此我们仅考察 10 月 27 日地产救市政策出台后，7 个交易日内水泥板块表现，10 月 27 日至 11 月 5 日，水泥指数累计上涨 8%，海螺水泥股价上涨 22%，期间上证指数累计上涨 2%，水泥股亦具有明显超额收益；

由于本轮地产救市政策仅次于 2008 年且弱于 2008 年，加之目前时点市场对未来宏观政策预期与 2008 年迥异，因此我们预计水泥股后续有望获得超额收益表现，但可能弱于 2008 年。（9 月 30 以来 2 个交易日海螺水泥 H 股累计上涨 2%，恒生国企指数累计上涨 1%）。个股推荐**海螺水泥**（成本优势显著，行业景气下行周期有望持续扩大市场份额）及**塔牌集团**（转型预期较强；水泥产能有望大幅扩张）。

图 3 2008 年地产救市政策出台后水泥股表现



资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：

房地产企业专注于去库存，新开工积极性不高导致水泥需求增速不达预期。

信息披露

分析师声明

周煜：建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

海螺水泥、北京利尔、金隅股份、东方雨虹、塔牌集团、上峰水泥、冀东水泥、天山股份、龙泉股份、禾盛新材、中国玻纤、长海股份。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。