

## 房贷新政提振下游需求，水泥行业迎政策利好

行业动态

◆事件：2014年9月30日，央行及银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，提出：1、加大对棚户区改造和保障房建设项目的支持力度；2、支持居民住房贷款需求，对拥有一套住房并结清贷款家庭再次申请贷款，银行执行首套房贷政策；3、通过发行MBS等措施增强金融机构个人住房贷款投放能力；4、支持房地产开发企业的融资需求，开展房地产投资信托基金（REITs）试点。通知鼓励商业银行支持个贷业务，对限贷放松、利率放松和融资放开等方面鼓励住房金融服务发展，为房地产行业及相关行业带来重大政策利好！

### ◆房贷新政有望改善水泥行业下游需求

今年以来水泥行业需求端疲软，1-8月水泥产量增速3.5%，为近几年最低水平。下游需求的三个主要方面，农村需求保持稳定增长，基建投资维持20%以上增速水平，房地产投资增速持续下降是需求低迷的主要原因。房地产分项目，虽近几月新开工面积、竣工面积和施工面积单月增速转正，但由于销售面积增速持续负增长，抑制着水泥行业下游需求的改善或预期！央行及银监会的房贷新政将刺激商品房需求回复，房地产投资增速有望迎来拐点。水泥行业无疑将受益于房贷新政带来的行业需求改善！

### ◆四季度为需求旺季，成本低位叠加提价因素促进行业盈利持续改善

四季度我国（特别是南部地区）水泥行业迎来水泥需求年内最旺季，产品提价为必然，行业受益于量价齐升和成本端优势，盈利水平以年为单位将继续改善。提示：以海螺为例，中报90%增长，但市场基于下半年需求预期悲观预期，一致预期并未调整，仍维持2.1-2.2元EPS预测。随四季度华东区域产品提价成行，市场一致预期不断上调为大概率事件。我们仍维持海螺水泥2014年EPS2.54元的预测。

### ◆投资建议：估值和业绩双击，推荐优选组合海螺、华新和江西

行业估值低，以海螺为例，目前股价为2014年一致预期EPS的7.6倍。建立水泥行业市盈率、对沪深300市盈率溢价和对房地产行业市盈率溢价等图谱显示，2014年至今行业估值水平一直处于历史底部，具备明确安全边际。房贷新政改善行业需求预期，需求旺季产品提价提高业绩预期，行业投资机会明确。

个股选择上，推荐优选组合：海螺水泥、华新水泥和江西水泥。

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			13A	14E	15E	13A	14E	15E	
600585	海螺水泥	17.18	1.77	2.54	2.87	9.7	6.8	6.0	买入
600801	华新水泥	7.70	0.79	1.03	1.20	9.8	7.5	6.4	买入
000789	江西水泥	10.19	1.07	1.61	1.95	9.5	6.3	5.2	买入
000877	天山股份	6.90	0.32	0.45	1.08	21.7	15.2	6.4	买入
600720	祁连山	7.16	0.60	0.75	0.81	12.0	9.5	8.8	增持
000885	同力水泥	7.63	0.14	0.30	0.35	54.6	25.4	21.7	增持
000401	冀东水泥	8.87	0.26	0.15	0.36	34.7	59.2	24.9	增持

## 买入（维持）

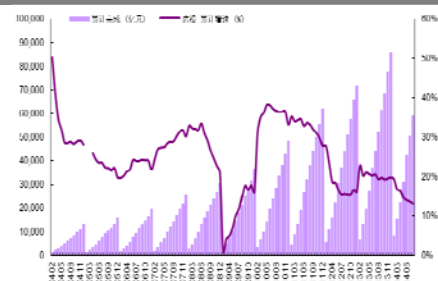
### 分析师

陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）

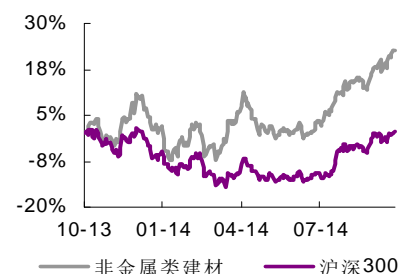
021-22169050

[chenhaowu@ebscn.com](mailto:chenhaowu@ebscn.com)

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



## 相关研报

## 事件描述

2014年9月30日，央行及银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，提出：

- 1、加大对棚户区改造和保障房建设项目的支持力度；
- 2、支持居民住房贷款需求，对拥有一套住房并结清贷款家庭再次申请贷款，银行执行首套房贷政策；
- 3、通过发行 MBS 等措施增强金融机构个人住房贷款投放能力；
- 4、支持房地产开发企业的融资需求，开展房地产投资依托基金（REITs）试点。

通知鼓励商业银行支持个贷业务，对限贷放松、利率放松和融资放开等方面鼓励住房金融服务发展，为房地产行业及相关行业带来重大政策利好！

具体通知内容请详见附录部分。

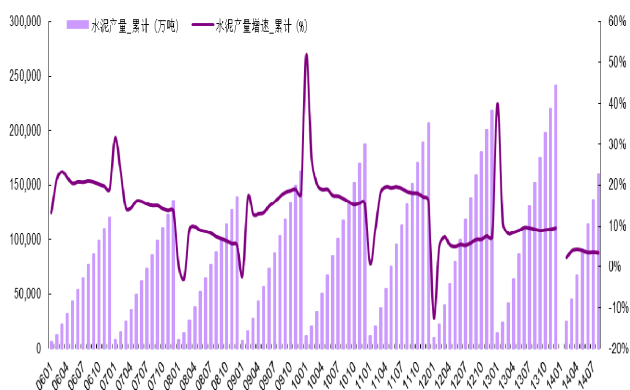
## 房贷新政有望改善水泥行业下游需求

2014年1-8月我国水泥行业产量15.9亿吨，同比增长3.5%，增速水平较2013年同期下降5.7个百分点，环比1-7月略降0.16个百分点；单8月产量2.2亿吨，同增3%，环增0.8%。

这一增速水平为近几年来最低的增速水平。

图 1：全国水泥行业累计产量与增速

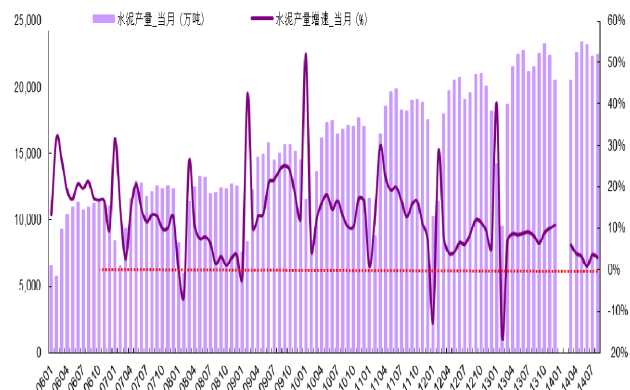
14年1-8月我国水泥产量15.92亿吨，同比增长3.53%



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 2：全国水泥行业月度产量与增速

14年8月我国水泥产量2.24亿吨，同比增长2.97%



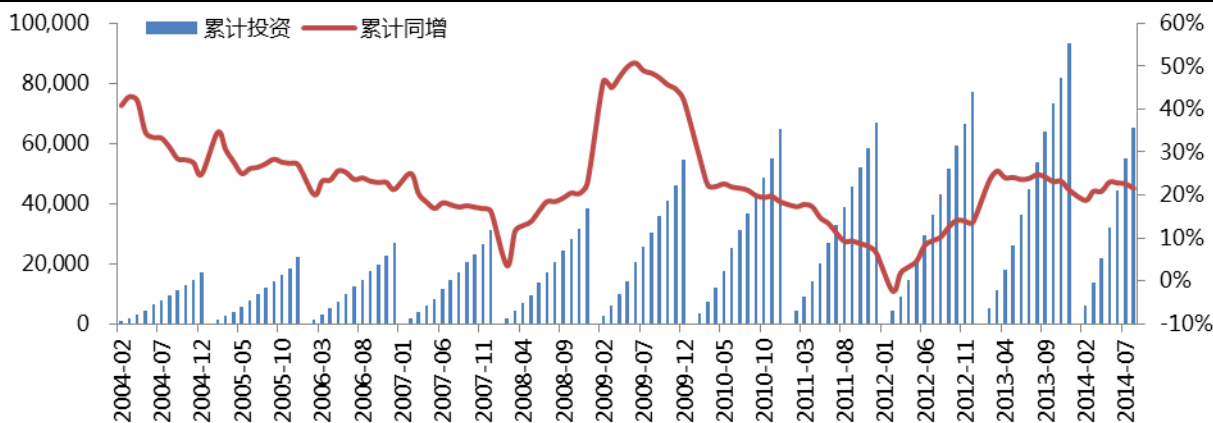
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

水泥行业下游需求主要来自于三个方面，农村、基建和房地产。近几年以来我国农村需求一直保持稳定增长，基建投资则维持在20%以上增速水平，作

为我国稳增长的主要发动引擎！而房地产投资增速持续下降则是水泥行业需求低迷的主要原因。

图 3：固定资产投资中基础设施建设投资增速

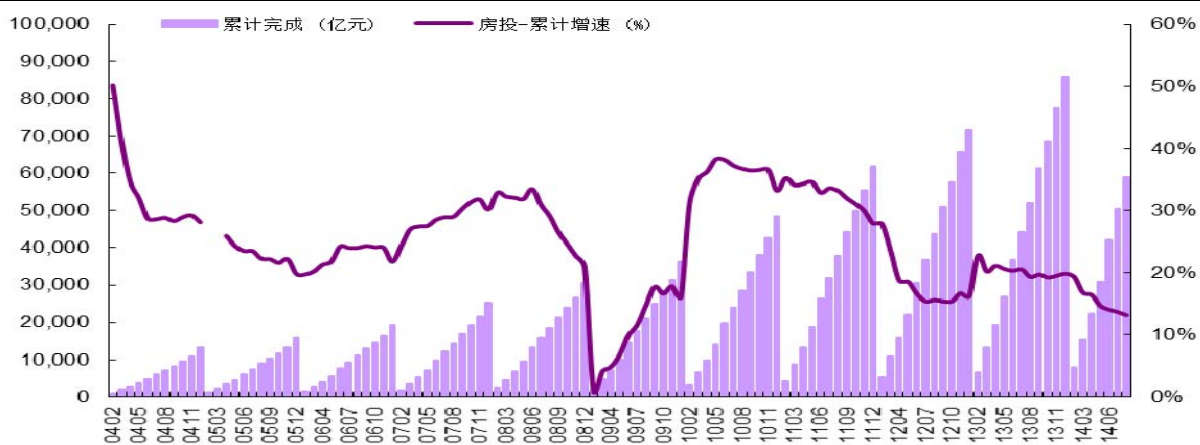
14 年 1-8 月我国基础设施建设投资同比增长 21.6%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 4：全国房地产投资运行情况-累计

14 年以来我国房地产投资增速持续下降，1-8 月我国房地产投资同比增长 13.2%



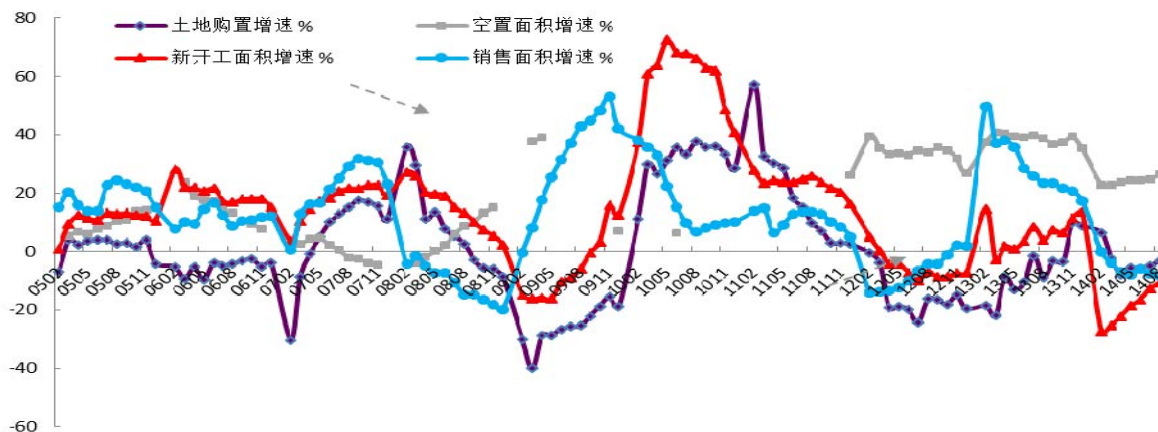
资料来源：WIND、光大证券研究所

进一步分析，房地产分项目，虽近几月新开工面积、竣工面积和施工面积单月增速已转正，但由于销售面积增速持续负增长，明显抑制着资本市场和实体经济对未来房地产开发投资预期。

当前，央行及银监会联合发布的《通知》会有效改善商品房买卖双方的预期，刺激商品房需求回复，“销售-购置-新开工”的逻辑链条通畅，房地产投资增速有望迎来拐点！水泥行业需求的一个“短腿”将补足！

图 5：销售--土地购置--新开工的逻辑依据及跟踪

“销售-土地购置-新开工”跟踪图谱



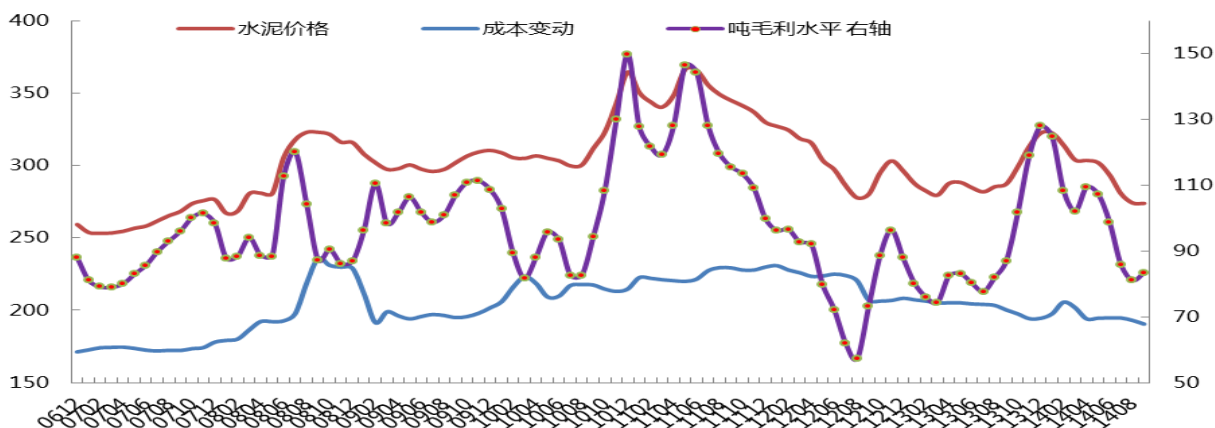
资料来源：WIND、光大证券研究所

### 旺季提价将提高业绩预期

水泥行业季节性特征明显，4 季度为我国，特别是南部地区（含华东、中南、东南和西南区域），水泥行业年内需求最旺季，产品提价为必然，行业受益于量价齐升和成本端优势，盈利水平以年为单位将继续改善！

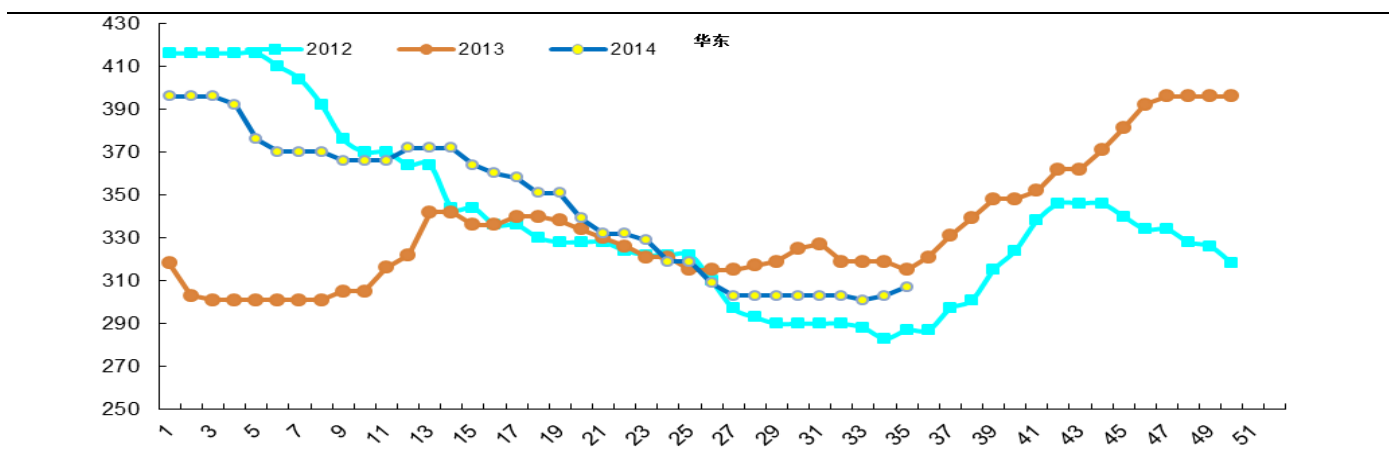
图 6：水泥产品单位价格、成本、吨毛利变动图谱

全行业，吨盈利水平自 2014 年年初以来持续环降，9 月已环升



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 7：华东区域水泥产品价格变动趋势（以周为频率）



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

提示：以海螺为例，2014 年中报 90% 增长，但市场基于下半年由于房地产投资持续下行的需求端悲观预期，一致预期并未调整，仍维持 2.1-2.2 元 EPS 预测。随着 4 季度华东区域产品提价成型，市场一致预期不断上调为大概率事件！我们仍维持海螺水泥 2014 年 EPS2.54 元的预测。

表 1：优选推荐组合比较

	目前股价	2014 年 eps 一致预期	一致 PE	我们的 eps 预期	PE
海螺水泥	17.18	2.27	7.57	2.54	6.76
华新水泥	7.70	0.92	8.37	1.03	7.48
江西水泥	10.19	1.37	7.44	1.61	6.33

资料来源：WIND、光大证券研究所

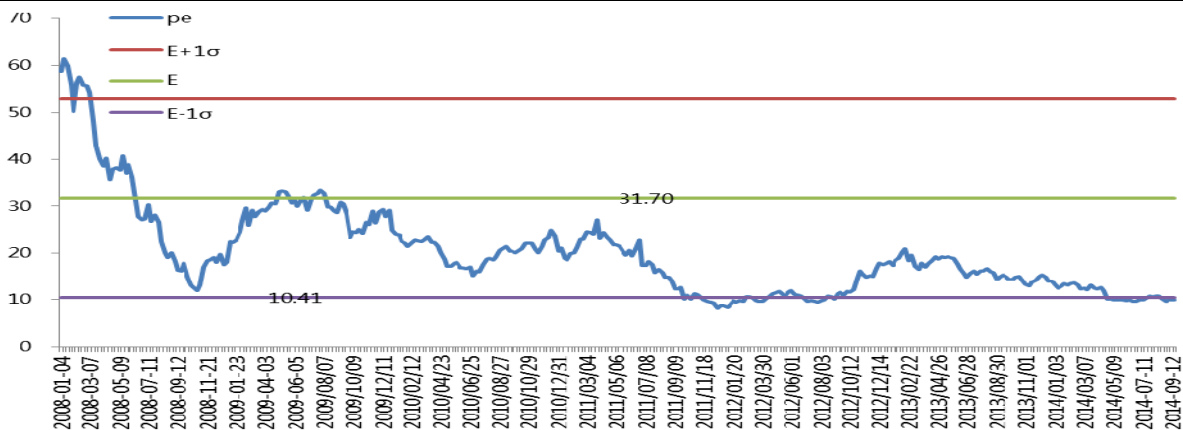
## 投资建议：估值和业绩双击

结合估值和基本面给出投资建议。行业估值低，建立水泥行业市盈率、对沪深 300 市盈率溢价、对房地产行业市盈率溢价等图谱显示，2014 年至今行业估值一直处于历史底部，具备明确安全边际！以海螺为例，吨 EV 水平为历史纵向低位！

房贷新政改善行业需求预期，需求旺季产品提价提高业绩预期，行业投资机会明确。

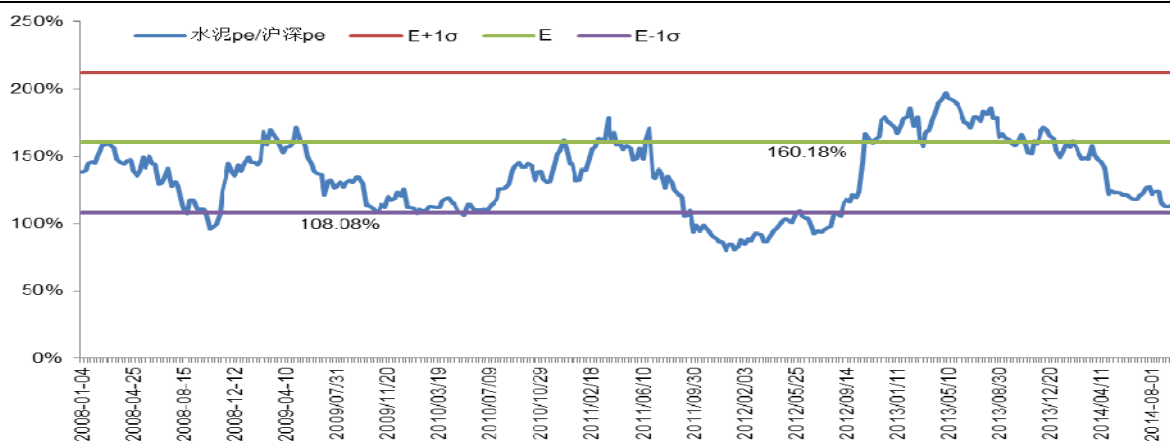
个股选择上，推荐优选组合：海螺水泥、华新水泥和江西水泥。

图 8：水泥行业市盈率历史运行一览（整体法、TTM）



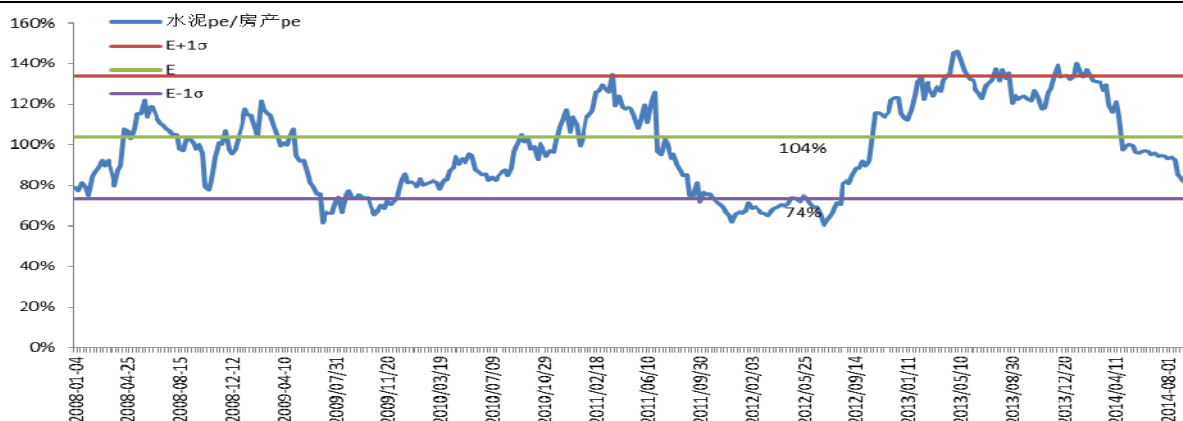
资料来源：WIND、光大证券研究所

图 9：水泥行业市盈率对沪深 300 市盈率溢价（整体法、TTM）



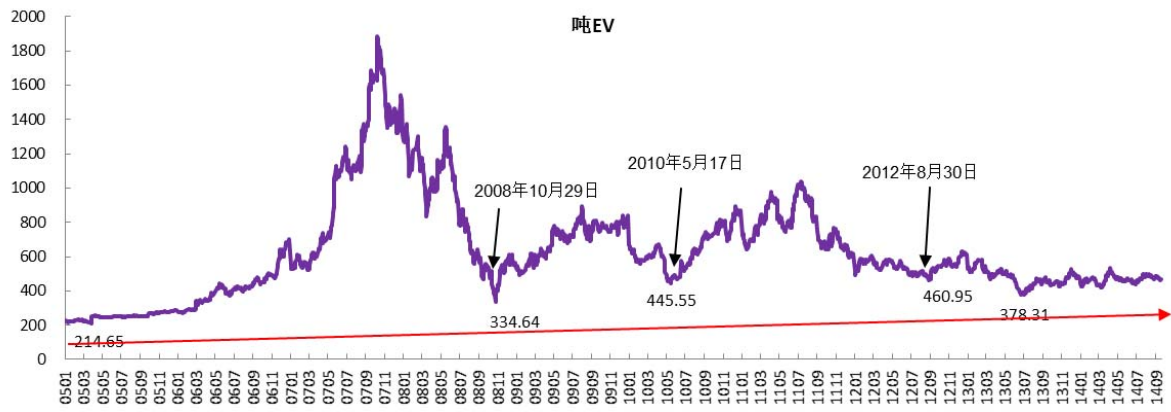
资料来源：WIND、光大证券研究所

图 10：水泥行业市盈率对房地产行业市盈率溢价（整体法、TTM）



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 11：海螺水泥吨 EV 历史运行一览



资料来源：WIND、光大证券研究所

## 附录：

### 中国人民银行、中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知

网页链接：

[http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2014/20140930160525301502298/20140930160525301502298\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2014/20140930160525301502298/20140930160525301502298_.html)

为进一步改进对保障性安居工程建设的金融服务，继续支持居民家庭合理的住房消费，促进房地产市场持续健康发展，现就有关事项通知如下：

#### 一、加大对保障性安居工程建设的金融支持

鼓励银行业金融机构按照风险可控、财务可持续的原则，积极支持符合信贷条件的棚户区改造和保障房建设项目。对公共租赁住房 and 棚户区改造的贷款期限可延长至不超过 25 年。进一步发挥开发性金融对棚户区改造支持作用；对地方政府统筹规划棚户区改造安置房、公共租赁住房和普通商品房建设的安排，纳入开发性金融支持范围，提高资金使用效率。

#### 二、积极支持居民家庭合理的住房贷款需求

对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为 30%，贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍，具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市，对拥有 2 套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭，又申请贷款购买住房，银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展规划，向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。

银行业金融机构要缩短放贷审批周期，合理确定贷款利率，优先满足居民家庭贷款购买首套普通自住房和改善型普通自住房的信贷需求。

#### 三、增强金融机构个人住房贷款投放能力

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等多种措施筹集资金，专门用于增加首套普通自住房和改善型普通自住房贷款投放。

#### 四、继续支持房地产开发企业的合理融资需求

银行业金融机构在防范风险的前提下，合理配置信贷资源，支持资质良好、诚信经营的房地产企业开发建设普通商品住房，积极支持有市场前景的在建、续建项目的合理融资需求。扩大市场化融资渠道，支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具。积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点。

人民银行、银监会各级派出机构要针对辖区内不同城市情况和当地政府对房地产市场的调控要求，支持当地银行业金融机构把握好各类住房信贷政策的尺度，促进当地房地产市场持续健康发展。

请人民银行上海总部，各分行、营业管理部、省会（首府）城市中心支行，各省（自治区、直辖市）银监局将本通知联合转发至辖区内城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、城乡信用社、外资银行及村镇银行。

中国人民银行

银监会

2014 年 9 月 29 日



## 行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					13A	14E	15E	13A	14E	15E	13A	14E	15E	上次	本次
600585	海螺水泥	4000	17.18	23.80	1.77	2.54	2.87	9.7	6.8	6.0	1.62	1.34	1.16	买入	买入
600801	华新水泥	890	7.70	10.30	0.79	1.03	1.20	9.8	7.5	6.4	1.32	1.14	1.02	买入	买入
000789	江西水泥	409	10.19	13.50	1.07	1.61	1.95	9.5	6.3	5.2	1.98	1.58	1.33	买入	买入
000877	天山股份	880	6.90	7.98	0.32	0.45	1.08	21.7	15.2	6.4	0.91	0.87	0.78	买入	买入
600720	祁连山	776	7.16	8.40	0.60	0.75	0.81	12.0	9.5	8.8	1.34	1.33	1.23	增持	增持
000885	同力水泥	427	7.63	7.47	0.14	0.30	0.35	54.6	25.4	21.7	2.10	1.42	1.36	增持	增持
000401	冀东水泥	1212	8.87	8.90	0.26	0.15	0.36	34.7	59.2	24.9	1.00	0.85	0.80	增持	增持

资料来源：光大证券研究所

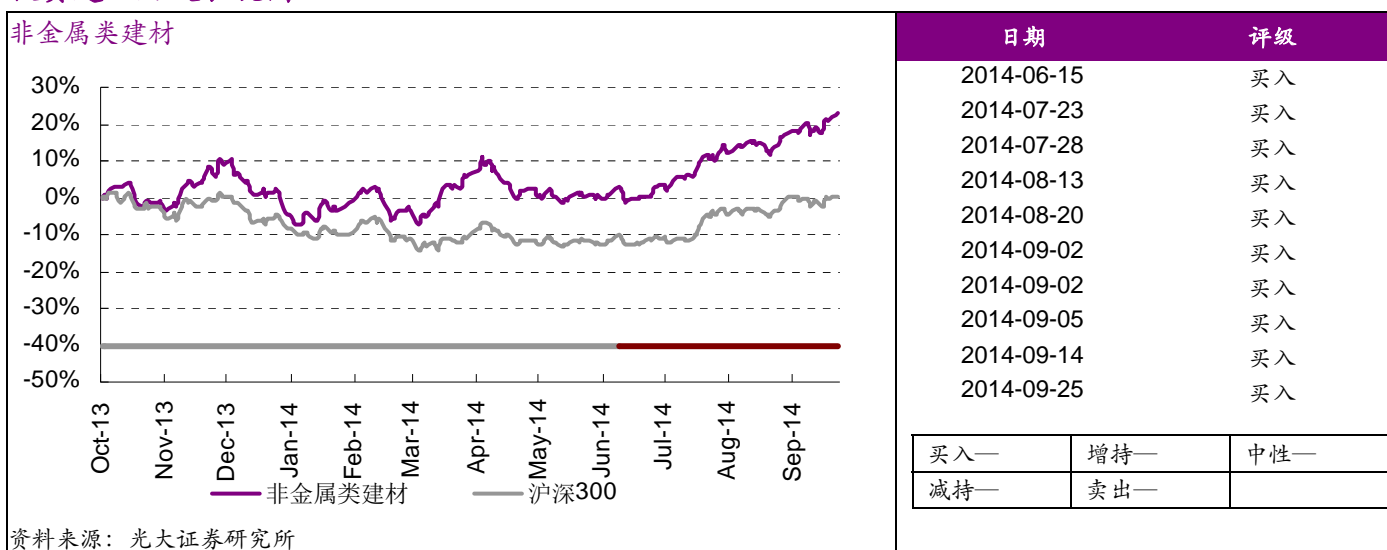
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

## 投资建议历史表现图



## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	奚亦扬	021-22169091	-	xiyy@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lixiao1@ebsecn.com
	黄晓华	0755-83553249	-	huanglh@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	张辉	021-22167108	13611990668	zhanghui1@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
	吉喆	021-22169129	18918212345	jizhe@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com