

2016-10-8

行业研究(点评报告)

评级 **看好** 维持

分析师 范超
 ☎ (8621)68751757
 ✉ fanchao@cjsc.com.cn
 执业证书编号: S0490513080001

分析师 李金宝
 ☎ (8621)68751757
 ✉ lijib2@cjsc.com.cn
 执业证书编号: S0490516040002

联系人 张佩
 ☎ (8621)68751757
 ✉ zhangpei1@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《长江建材数据库 20161002》 2016-10-2
- 《旺季需求改善有限, 稳守消费博弈主题》 2016-9-25
- 《长江建材数据库 20160925》 2016-9-25

建材行业

地产调控政策出台, 建材行业影响几何?

报告要点

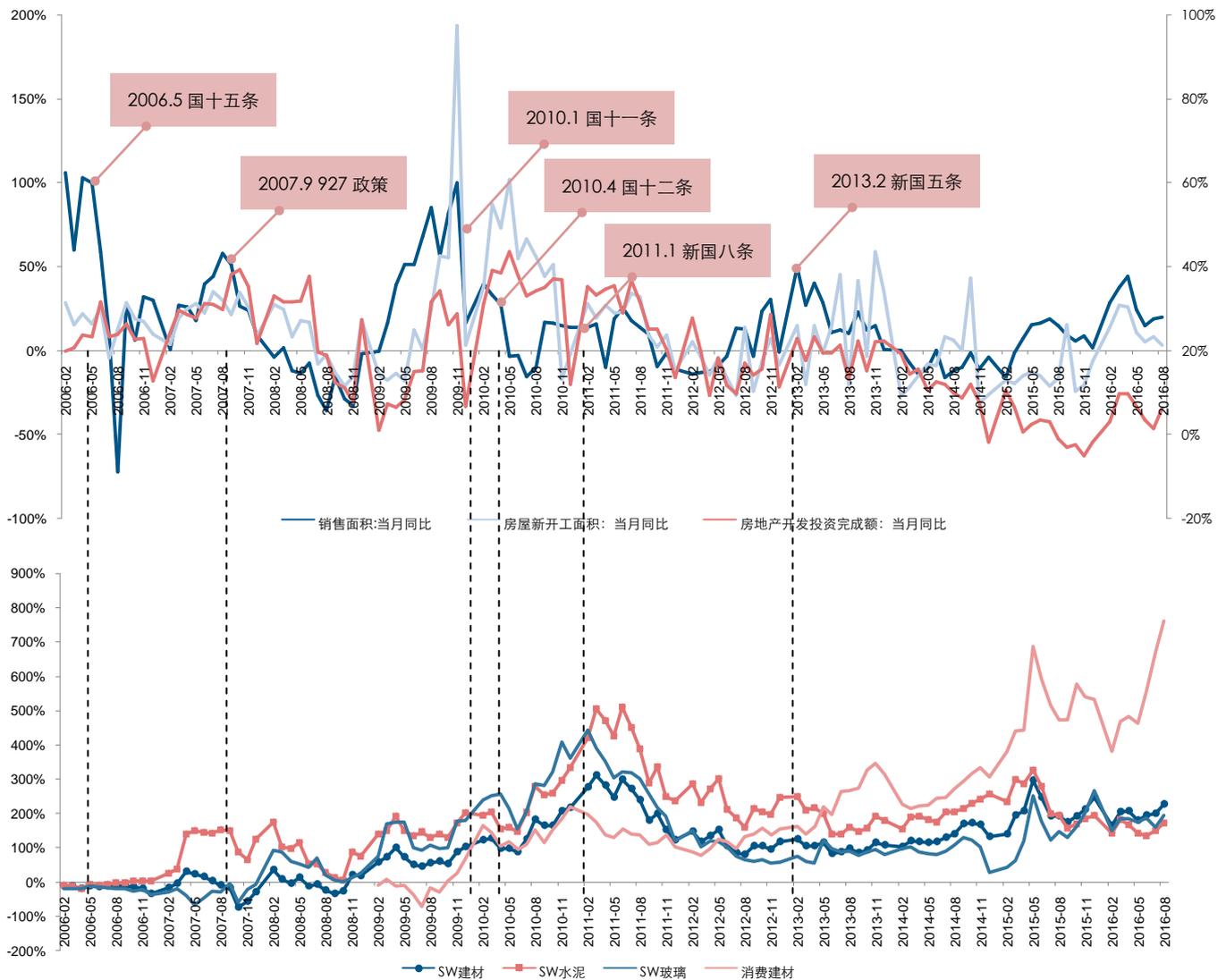
■ 事件描述

九月底以来, 全国 10 多个城市陆续出台房地产调控政策, 限购限贷或加强监管, 对建材行业的影响我们分析如下:

■ 事件评论

- **回顾历史: 2005 年以来每一轮房地产紧缩政策均会带来销售面积增速的显著回落, 新开工和投资增速紧随其后。**2006 年 5 月国十五条、2007 年 9 月 927 政策、2010 年 1 月国十一条、2010 年 4 月国十二条、2011 年 1 月新国八条、2013 年 2 月新国五条公布后商品房销售面积增速均明显回落(见图 1、表 1), 房屋新开工面积同步或略滞后回落, 地产投资增速基本同步于房屋新开工面积增速。
- **地产紧缩政策对建材板块股价的影响: 短期均会调整, 玻璃股价调整最为显著, 消费建材呈现一定抵御性。**地产销售和 investment 增速回落直接影响建材板块的需求预期, 从历史股价表现来看, 我们发现: 1) 建材行业股价在短期内均有调整, 2007.9、2010.4、2011.1、2013.2 地产政策调整后的 2-3 月股价均出现回调, 且玻璃股价弹性要大于水泥(表 3); 2) 消费建材在 2012 年以后抵御性明显增强, 体现在: 一是股价自 2012 年末开始趋势向上, 涨幅超出行业; 二是地产政策收紧下股价波动要弱于之前, 在最近一轮政策调整时最大跌幅为 22%。消费建材的抵御性主要源自近年来龙头企业借助消费升级持续扩张, 实现了较稳定的收入增长(图 2)。
- **股价短期调整后均出现反弹, 反弹空间和时间不同, 但重回上涨通道往往伴随利率周期的刺激和房贷政策的宽松。**2007.9 股价回落后较快反弹, 但超过之前水平是在 2008 年底, 这期间经历了 2008 年 4 季度贷款利率的连续下调(表 4)以及年底国十三条的宽松房贷政策; 2010.4 短期回落后股价大幅反弹一路上涨至 2011 年初, 这期间地产销售和 investment 增速虽然回落但仍处于相对高位水平; 2011.1 回落后是小幅反弹和很长一段时间的 下行, 直到 2012 年 6-7 月贷款利率的两次下调才得以改善; 2013.2 股价回落后直到 2014 年末才回到之前水平, 依然是贷款利率的频繁下调和宽松房贷政策的刺激所致, 但消费建材例外, 在 小幅回落后一路强势上涨。
- 此次地产调控政策集中出台体现了政府稳定楼市的态度, 地产销售增速回落压力或将加剧, 如若回落, 建材板块股价表现短期内可能承压, 建议关注具备一定抵御性的消费建材和短期回落后依附于货币宽松的反弹行情。

图 1: 历史上房地产紧缩政策均带来销售面积增速的下滑, 建材板块股价对应均有调整



资料来源: Wind, 长江证券研究所

说明: 建材、水泥、玻璃、消费建材板块股价表现为相对于沪深 300 指数的相对收益

2005 年以来每一轮房地产紧缩政策均会带来销售面积增速的显著放缓。如表 1、图 1 所示, 2006 年 5 月“国八条”将个人住房贷款首付比例从不低于 20%上调至不低于 30%, 地产销售面积当月同比增速从 5 月的 100%下降至 6-8 月份的 59%、9%、-72%; 2007 年 9 月 927 政策规定二套首付比例不得低于 40%, 贷款利率上浮至基准利率的 1.1 倍, 地产销售面积增速从 9 月的 51%下降至 10-12 月的 27%、24%、9%; 2009 年底到 2010 年上半年政策不断加码, 将二套房贷款首付比例从不得低于 40%提升至 50%、60%, 销售面积增速也从 100%一路下滑至低位水平; 2013 年 2 月新国五条再次重申坚持执行以限购、限贷为核心的调控政策, 严格执行商品住房限购措施, 地产销售增速从 2 月的 49%下降至 3-6 月的 27%、40%、28%、11%。

表 1: 2005 年以来房地产调控政策

时间	政策	内容
2006年5月	国十五条	90平方米以下住房须占项目总面积七成以上，即“70/90政策”；购房不足5年转让须交营业税；空置3年以上商品房不得作为贷款抵押物；个人住房贷款首付比例不低于30%
2007年9月	927政策	二套首付比例不得低于40%，贷款利率上浮1.1倍
2008年12月	国十三条	放宽二套房贷政策
2009年12月	国四条	明确表态“遏制房价过快上涨”
2010年1月	国十一条	二套房贷款首付不得低于40%
2010年4月	国十二条	二套房贷款首付不得低于50%，贷款利率上浮1.1倍
2011年1月	新国八条	二套房贷首付提至60%，贷款利率上浮1.1倍
2013年2月	新国五条	再次重申坚持执行以限购、限贷为核心的调控政策，坚决打击投资投机性购房；增加普通商品住房及用地供应
2014年9月	930政策	各地陆续松绑限购政策：首套普通自住住房贷款最低首付款比例为30%，贷款利率下限为基准利率的0.7倍
2015年3月	330政策	二套房贷首付款比例调整为不低于40%
2016年2月	央行房贷政策	在不实施“限购”措施的城市，首套原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点

资料来源：政府网站，长江证券研究所

表 2: 2005 年以来房地产紧缩调控政策

政策	时间	地产销售面积增速				
		政策公布当月N	N+1	N+2	N+3	N+4
国十五条	2006年5月	100%	59%	9%	-72%	28%
927政策	2007年9月	51%	27%	24%	9%	-4%
国十一条	2010年1月	-	39%	33%	27%	-3%
国十二条	2010年4月	27%	-3%	-3%	-15%	-10%
新国八条	2011年1月	-	14%	16%	-10%	19%
新国五条	2013年2月	49%	27%	40%	28%	11%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 3: 2005 年以来房地产紧缩调控政策下板块涨跌情况

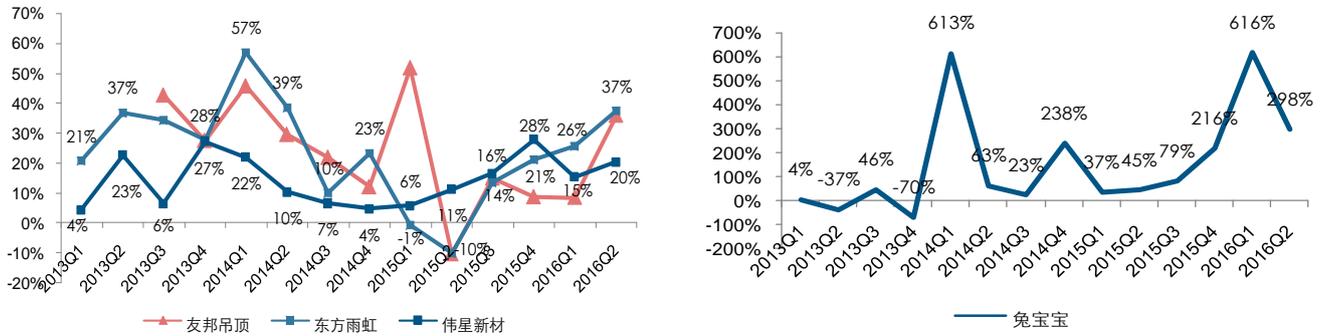
政策	时间	板块相对于沪深300的最大跌幅			
		SW建材	SW水泥	SW玻璃	消费建材
国十五条	2006年5月	-21%	-2%	-25%	-
927政策	2007年9月	-56%	-85%	-56%	-
国十一条	2010年1月	-25%	-40%	12%	-60%
国十二条	2010年4月	-9%	-8%	-102%	-9%
新国八条	2011年1月	-30%	5%	-140%	-67%
新国五条	2013年2月	-22%	-40%	-20%	-22%

资料来源：Wind，长江证券研究所

消费建材标的包括兔宝宝、友邦吊顶、伟星新材、东方雨虹等细分行业龙头，抵御性主要源自近年来龙头企业借助消费升级持续扩张，实现了较稳定的收入增长。2013Q1 兔

宝宝、东方雨虹、伟星新材收入增速分别为 9%、21%、4%，2013H 增速 8%、31%、16%。

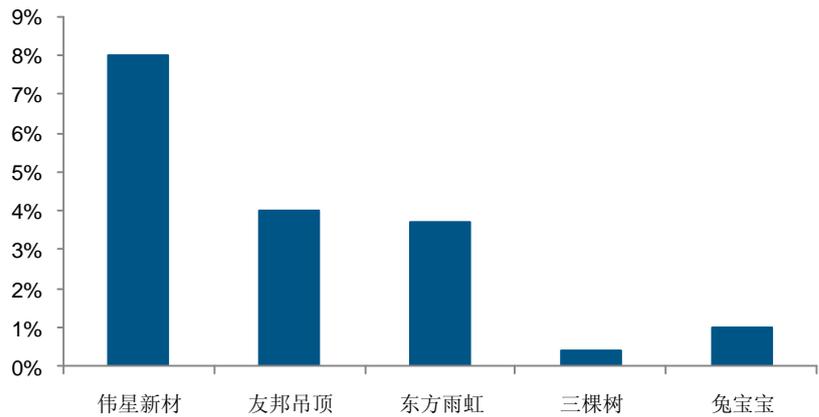
图 2：消费建材公司收入增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

说明：由于兔宝宝收入中包含贴牌收入，在成本较稳定下我们用毛利润增速去拟合真实的收入增速

图 3：消费建材细分领域龙头市占率对比



资料来源：Wind, 长江证券研究所

表 4：2005 至 2016 年 6 月贷款基准利率调整表

调整时间	一年(含)	五年以上	五年以上利率变化
2006.4.28	5.85%	6.39%	0.27%
2006.8.19	6.12%	6.84%	0.45%
2007.3.18	6.39%	7.11%	0.27%
2007.5.19	6.57%	7.20%	0.09%
2007.7.21	6.84%	7.38%	0.18%
2007.8.22	7.02%	7.56%	0.18%
2007.9.15	7.29%	7.83%	0.27%
2007.12.21	7.47%	7.83%	0.00%
2008.9.16	7.20%	7.74%	-0.09%

2008.10.08	6.93%	7.47%	-0.27%
2008.10.30	6.66%	7.20%	-0.27%
2008.11.27	5.58%	6.12%	-1.08%
2008.12.23	5.31%	5.94%	-0.18%
2010.10.20	5.56%	6.14%	0.20%
2010.12.26	5.81%	6.40%	0.26%
2011.02.09	6.06%	6.60%	0.20%
2011.04.06	6.31%	6.80%	0.20%
2011.07.07	6.56%	7.05%	0.25%
2012.06.08	6.31%	6.80%	-0.25%
2012.07.06	6.00%	6.55%	-0.25%
2014.11.22	5.60%	6.15%	-0.40%
2015.03.01	5.35%	5.90%	-0.25%
2015.05.11	5.10%	5.65%	-0.25%
2015.06.28	4.85%	5.40%	-0.25%
2015.08.26	4.60%	5.15%	-0.25%
2015.10.24	4.35%	4.90%	-0.25%

资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示：地产销售大幅回落

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼 (200122)
电话：021-68751100 传真：021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)
传真：027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室 (100032)
传真：021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)
传真：0755-82750808, 0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。