

建筑材料

证券研究报告
2024年03月09日

过去十年建材板块春季表现带给我们哪些启示？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

林晓龙

分析师

SAC 执业证书编号: S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《建筑材料-行业研究周报:建材消费量同比下滑,继续推荐攻守兼备的水泥板块》 2024-03-03
- 《建筑材料-行业深度研究:出海系列报告之一:当前建材企业出海进展如何?》 2024-02-27
- 《建筑材料-行业研究周报:节后复工缓慢推进,继续看好短期躁动行情》 2024-02-25

近年节后表现明显走弱,地产链中水泥表现占优

过去10年中,有7/9年建材指数节后至三月末取到正绝对/相对收益,平均正收益分别为11.6%/6.8%。近三年建材指数节后表现明显走弱,我们预计主要受地产景气度下滑影响,子板块中非地产链品种涨幅居前,地产链品种中水泥表现占优。24年节后两周建材指数累计实现3.96%的绝对收益,但仍然跑输大盘1.18pct,而从前两周复工情况来看,基建、房建实物工作量落地均不及往年,导致建材消费量同比有所下滑,短期来看,建材板块催化或仍需观察旺季开工情况及实物量进展。

水泥:节后躁动效应明显,短期关注涨价催化

1) 指数表现:过去10年中,有9/10年水泥指数节后至三月末取到正绝对/相对收益,平均正收益分别为12%/9.7%。2) 影响因素:水泥节后涨幅与基建、地产景气度相关,过去受基建景气度的影响相对更大,但23年开始对地产的敏感度或逐渐提升,且近三年一季度收入表现对股价影响有所提升,我们预计主要系需求端已进入下降通道,旺季价格弹性有所减弱,因此淡季的价格基础对全年业绩往往起到托底作用。3) 板块观点:24年节后水泥价格同比有所下滑,进入三月份开工的恢复有望带动价格全面推涨,短期关注涨价催化,我们判断盈利相对底部也有望在一季度形成,去年水泥行业利润已经降至过去十年新低,我们预计24年进一步下滑空间已经较小,而旺季需求恢复若能提速,则水泥涨价弹性仍然值得期待,推荐海螺水泥、华新水泥。

玻璃:节后躁动效应不强,竣工预期或是主要影响因素

1) 指数表现:过去的7年中,有1/4年玻璃指数节后至三月末取到正绝对/相对收益,平均收益分别为28.8%/6.9%。2) 影响因素:玻璃板块节后相对收益与一季度业绩表现相关性较弱,而与竣工预期相关性较强,在19-21年间,由于年初竣工需求处于高位,且市场对全年预期相对乐观,进而使得指数在年初取得较好相对收益。3) 板块观点:24年1-2月平板玻璃单箱均价/毛利同比分别提升23/31元,截至2月末生产商库存同比低1930万重箱,我们预计24年一季度玻璃企业业绩同比或有较好增长,中期来看,竣工仍然存在下滑压力,需求端支撑或有不足,同时叠加供给端处于高位(2月末行业整体日熔量为176565T/D,同比增长10.3%),我们判断未来玻璃企业价格及盈利可能存在下滑压力。

消费建材:波动强于水泥,关注地产销售景气度变化,首推一线龙头品种

1) 指数表现:过去的10年中,有6/7年消费建材指数节后至三月末取得正绝对/相对收益,平均正收益分别为17.2%/11.2%,整体弹性好于水泥,但回撤同样更大。2) 影响因素:在市场上行期,Q1收入及商品房销售对于板块涨跌幅的影响相对较小,而在市场下行期,Q1收入表现对于板块的影响较弱,而商品房销售景气度更为重要。3) 个股表现:市场上行期(2019年),二线品种涨幅更高,下行期(22、23年)一线龙头跌幅更小。4) 板块观点:我们预计一季度商品房销售仍处于探底阶段,但收入同比增速趋势有望向上,参考18年(销售景气度趋势向下,收入增速未明显放缓),我们认为短期来看,龙头公司相对更优,中长期来看,24年成本红利或边际减弱,同时考虑到若24年原材料价格波动、需求低于预期导致价格竞争等不利因素发生,则强定价权、成本优势明显的细分龙头有望保持更强的盈利韧性,推荐北新建材、伟星新材、东方雨虹等。

风险提示: 基建、地产需求回落超预期,对水泥、玻璃价格涨价趋势造成影响、地产产业链坏账减值损失超预期、节后水泥涨价不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2024-03-08	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600585.SH	海螺水泥	23.80	买入	2.96	2.13	2.82	3.19	8.04	11.17	8.44	7.46
600801.SH	华新水泥	13.59	买入	1.30	1.29	1.87	2.20	10.45	10.53	7.27	6.18
000786.SZ	北新建材	27.17	买入	1.86	2.22	2.53	2.82	14.61	12.24	10.74	9.63
002372.SZ	伟星新材	15.53	买入	0.81	0.90	1.03	1.19	19.17	17.26	15.08	13.05
002271.SZ	东方雨虹	16.06	买入	0.84	1.40	1.75	2.19	19.12	11.47	9.18	7.33

资料来源：Wind、天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 建材：近年节后表现明显走弱，地产链中水泥表现占优	4
2. 水泥：节后躁动效应明显，短期关注涨价催化	5
3. 玻璃：“躁动”效应不强，竣工预期或是主要影响因素	8
4. 消费建材：波动强于水泥，关注地产销售景气度变化，首推一线龙头品种	10
5. 风险提示	11

图表目录

图 1：中信水泥指数绝对涨跌幅	5
图 2：中信水泥指数相对涨跌幅	5
图 3：2014-2023 年一季度基建、地产投资情况与水泥节后涨跌幅	6
图 4：2014-2023 年一季度水泥收入、净利润同比与节后涨跌幅	6
图 5：水泥价格走势	7
图 6：水煤价差走势	7
图 7：2014-2023 年水泥行业利润	7
图 8：中信玻璃指数绝对涨跌幅	8
图 9：中信玻璃指数相对涨跌幅	8
图 10：2014-2023 年一季度玻璃收入、净利润同比与节后涨跌幅	9
图 11：t 月前 12-18 个月新开工面积移动平均值	9
图 12：2020-2024 年 1-12 月玻璃价格走势	9
图 13：不同燃料对应玻璃毛利走势	9
图 14：浮法玻璃库存	10
图 15：浮法玻璃在产产能	10
图 16：消费建材绝对涨跌幅	10
图 17：消费建材相对涨跌幅	10
表 1：2014-2024 节后至 3 月末建材及其子行业绝对收益 (%)	4
表 2：2014-2024 节后至 3 月末建材及其子行业相对收益 (%)	4
表 3：2021-2024 年百年建筑网调研春节后全国建筑工地开复工数据	4
表 4：建材子板块历年 Q1 涨幅排名	5
表 5：2014-2023 年消费建材行业收益、Q1 商品房销售面积&消费建材收入同比增速	11

表 6：消费建材个股节后至三月末涨跌幅（%）11

1. 建材：近年节后表现明显走弱，地产链中水泥表现占优

我们统计了过去十年春节后至三月末建材指数表现，绝对收益角度，过去十年建材指数节后至三月末表现有7年为上涨，平均涨幅11.56%，21-23年表现为下跌，平均跌幅-4.61%，而相对收益角度，过去十年中有9年建材指数在节后至三月末的区间内跑赢大盘，平均相对收益达6.78%，仅2023年跑输大盘，录得-2.89%的相对收益。从趋势来看，近三年建材指数节后表现明显走弱，我们预计主要受地产景气度下滑影响。24年节后两周建材指数累计实现3.96%的绝对收益，但仍然跑输大盘1.18pct，而从前两周复工情况来看，根据百年建筑网统计数据，虽然开工率同比去年略好，但从劳务上工率来看，基建、房建实物工作量落地均不及往年，导致建材消费量同比有所下滑，短期来看，建材板块催化或仍需观察开工情况及实物量进展。

表 1：2014-2024 节后至 3 月末建材及其子行业绝对收益 (%)

年份	建材指数	其他结构材料	陶瓷	其他装饰材料	水泥	其他专用材料	玻璃	玻璃纤维
2014	2.81	—	0.04	—	4.73	—	—	—
2015	23.82	—	23.08	—	22.81	—	—	—
2016	14.56	—	7.30	—	20.18	—	—	—
2017	5.09	-4.71	1.11	10.55	8.56	3.20	-0.13	4.06
2018	3.56	30.76	5.25	5.20	5.27	9.18	-2.26	0.34
2019	25.69	34.10	43.84	25.72	24.67	34.61	28.81	10.87
2020	5.40	4.83	-7.85	6.74	12.67	-3.83	-0.62	-19.71
2021	-3.61	19.28	1.22	-10.06	5.44	18.66	-2.80	-23.99
2022	-4.22	14.37	-4.93	-11.33	3.99	4.70	-7.19	-9.51
2023	-6.01	0.21	-8.76	-9.83	-2.69	-6.53	-9.77	-1.06
2024	3.96	19.00	9.98	3.75	0.75	12.93	5.48	3.99

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：2024 年为节后至 3 月 1 日

表 2：2014-2024 节后至 3 月末建材及其子行业相对收益 (%)

年份	建材指数	其他结构材料	陶瓷	其他装饰材料	水泥	其他专用材料	玻璃	玻璃纤维
2014	5.36	—	2.59	—	7.28	—	—	—
2015	8.81	—	8.07	—	7.80	—	—	—
2016	5.98	—	-1.28	—	11.60	—	—	—
2017	3.08	-6.72	-0.90	8.54	6.55	1.19	-2.14	2.05
2018	5.28	32.48	6.98	6.93	7.00	10.91	-0.54	2.06
2019	6.45	14.85	24.60	6.47	5.42	15.36	9.57	-8.38
2020	13.34	12.76	0.08	14.67	20.61	4.11	7.31	-11.78
2021	9.47	32.36	14.30	3.02	18.52	31.73	10.28	-10.91
2022	3.26	21.85	2.54	-3.85	11.47	12.17	0.28	-2.04
2023	-2.89	3.34	-5.64	-6.71	0.44	-3.40	-6.65	2.07
2024	-1.18	13.86	4.84	-1.39	-4.39	7.79	0.34	-1.14

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：2024 年为节后至 3 月 1 日

表 3：2021-2024 年百年建筑网调研春节后全国建筑工地开工复工数据

指标	开复工率				劳务上工率			
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
时间								
第 1 期 (正月初十)	17.5%	27.3%	10.5%	13.0%	23.50%	25.70%	14.70%	15.50%
第 2 期 (正月十七)	48.6%	51.0%	38.4%	39.9%	48.70%	60.20%	43.30%	38.10%
第 3 期 (正月廿四)	86.9%	69.6%	76.5%		83.60%	70.80%	68.20%	
第 4 期 (二月初二)	93.8%	80.4%	86.1%		96.90%	81.20%	83.90%	

资料来源：百年建筑网、天风证券研究所

建材子板块来看，建材子板块在历年节后表现的排名波动相对较大。2017 年以来，仅在 2017 及 2020 年，传统地产链建材品种在各子板块中涨幅居前，而在 18、19 以及 21 年之后，涨幅居前的均为非地产链建材品种，其中以混凝土管材为代表的其他结构材料板块在 21-23 年连续三年位居第一位，传统建材品种中，水泥板块近三年节后表现均位列各子板块第三位，同时好于其他地产链建材品种。

表 4：建材子板块历年 Q1 涨幅排名

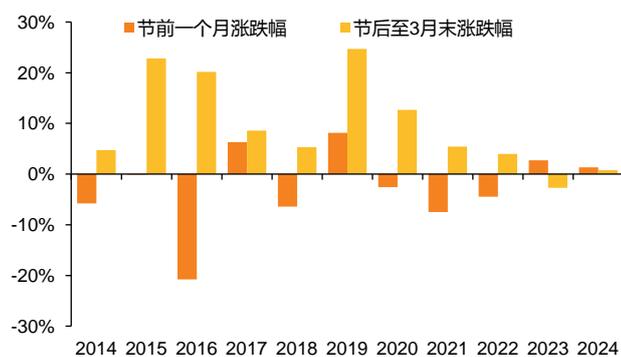
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
其他结构材料	7	1	3	3	1	1	1
陶瓷	5	4	1	6	4	4	5
其他装饰材料	1	5	5	2	6	7	7
水泥	2	3	6	1	3	3	3
其他专用材料	4	2	2	5	2	2	4
玻璃	6	7	4	4	5	5	6
玻璃纤维	3	6	7	7	7	6	2

资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 水泥：节后躁动效应明显，短期关注涨价催化

水泥指数节后存在明显的“躁动”现象。我们统计了 2014-2023 年水泥指数数据，在过去的 10 年中，有 9 年时间水泥指数自节后至 3 月末的时间内录得正收益，其中有 3 年涨幅超过 20% (2015、2016、2019)，最大涨幅达到 24.7% (2019)，平均涨幅为 12%，仅 2023 年录得负收益，为 -2.7%；从相对收益角度，过去十年水泥指数节后至 3 月末全部取得正相对收益，其中 2020 年最高达到 20.6%，平均收益为 9.7%。

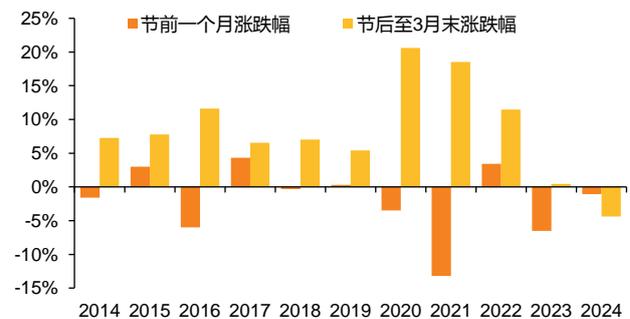
图 1：中信水泥指数绝对涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：2024 年为节后至 3 月 1 日

图 2：中信水泥指数相对涨跌幅

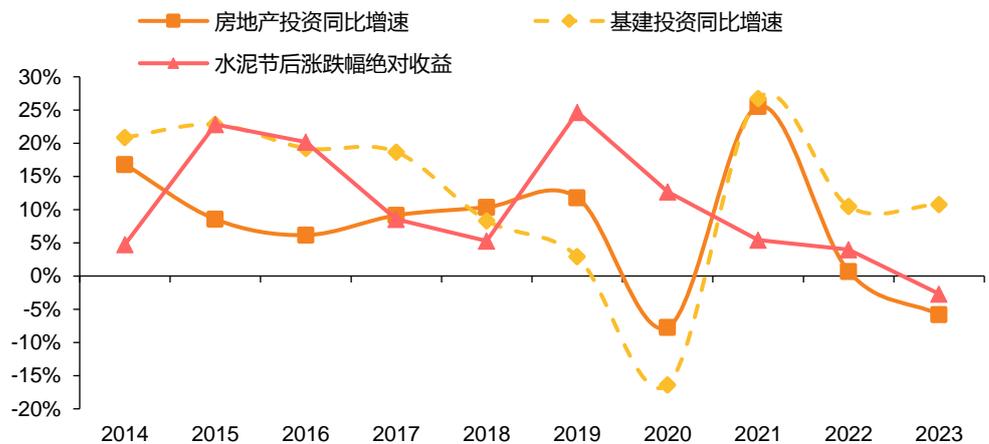


资料来源：Wind、天风证券研究所

注：2024 年为节后至 3 月 1 日

整体来看，水泥板块节后涨幅与基建、地产景气度有一定关系，相比之下，过去受基建景气度的影响相对更大，而 23 年开始对地产的敏感度或逐渐提升。从过去十年来看，在节后水泥指数绝对收益表现较好的 2015、2016 年，对应当年一季度基建投资都保持较高增速，而 2019 年一季度虽然基建投资增速有所放缓，但受地产投资高景气提振，水泥亦录得较高绝对收益。而在相对收益角度，除 20 年受到外部因素影响之外，2016、2022 年相对收益较高的年份中，对应一季度基建投资均有较快增长，而 23 年一季度虽然基建仍维持较高增速，但由于地产景气度出现较大下滑，水泥指数的相对收益也表现较差。

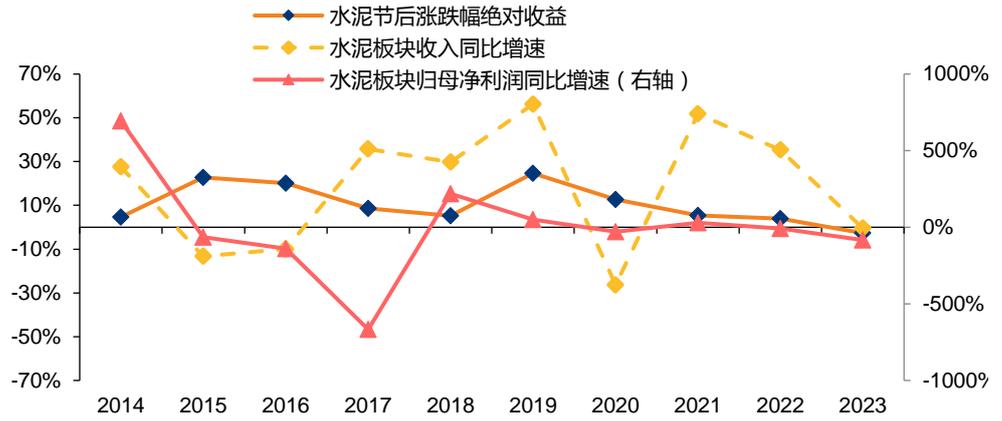
图 3：2014-2023 年一季度基建、地产投资情况与水泥节后涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

此前水泥板块节后涨幅与一季度收入表现相关性较弱，近几年有所增强。2014、2017、2018、2019 年水泥一季度收入同比均取得 30% 上下甚至超过 50% 的同比涨幅，但对应当年份一季度指数超额收益并未明显增长，而在 15、16 年虽然一季度收入同比出现下滑，但相对收益表现仍然不错。由此可见此前水泥板块节后涨幅与收入表现关系不大，但近三年来看，收入表现和指数走势相关性有所加强，如 2021、2022 年一季度水泥收入同比高增，对应相对收益明显提升，但 2023 年一季度板块收入同比小幅下滑，对应相对收益也出现明显下降。我们认为主要系此前市场对全年的需求预期相对平稳，而由于一季度处于淡季，需求占比在四个季度中相对偏低，所以使得一季度收入变化对全年实际影响较小，而随着近年来水泥需求进入下滑通道，旺季价格弹性较之前有所减弱，因此淡季的价格基础对全年业绩往往起到托底作用，从而使得一季度收入表现对股价的影响被市场放大。

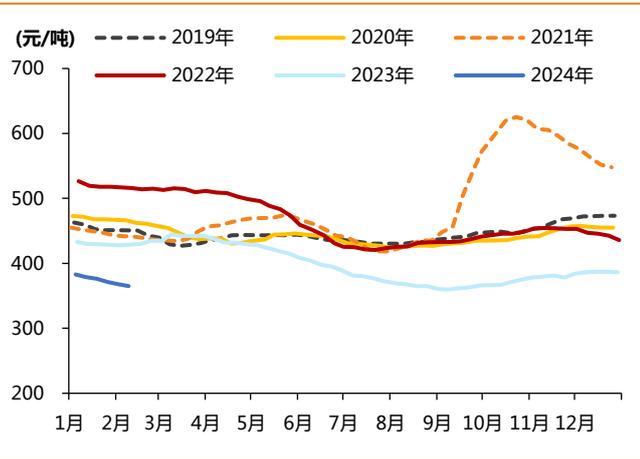
图 4：2014-2023 年一季度水泥收入、净利润同比与节后涨跌幅



资料来源: Wind、天风证券研究所

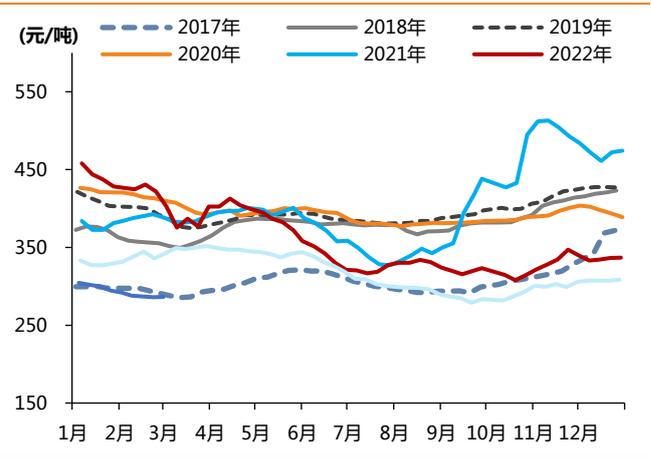
24 年节后水泥价格同比有所下滑，进入三月份开工的恢复有望带动价格全面推涨，短期关注涨价催化。24 年节后首周全国水泥均价约 365 元/吨，同比下滑 63 元/吨，降幅约 15%，市场需求依旧处于淡季期，加之受降温、雨雪天气影响，大部分工程项目和搅拌站尚未施工，仅有少量备货需求，但因春节前期大部分地区水泥价格跌到相对底部，目前企业多处于保本或亏损状态，为了改善经营状况，以及提振市场信心，部分先行开启涨价模式，3 月份随着需求的启动，预计价格推涨有望全面落实。成本端来看，节后首周动力煤价格同比低约 204 元/吨，或对冲部分价格下降压力。我们判断盈利相对底部也有望在一季度形成，随着开工恢复带动需求好转，水泥企业盈利有望边际改善。中国水泥协会预计 23 年水泥行业实现利润 320 亿元左右，同比下滑 53%，从绝对值水平来看已经降至过去十年新低，我们预计 24 年进一步下滑空间已经较小，而旺季需求恢复若能提速，则水泥涨价弹性仍然值得期待。

图 5: 水泥价格走势



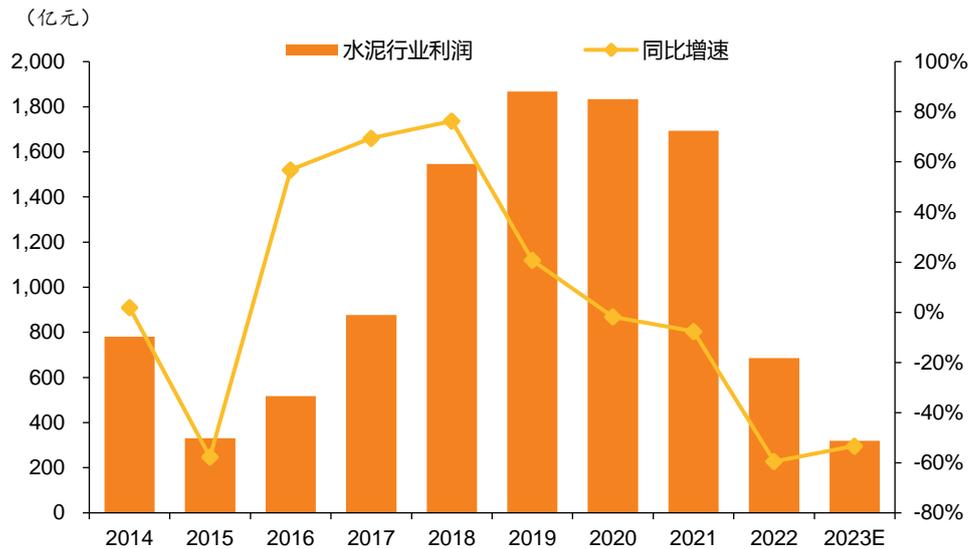
资料来源: 数字水泥网、天风证券研究所

图 6: 水煤价差走势



资料来源: 数字水泥网、天风证券研究所

图 7: 2014-2023 年水泥行业利润

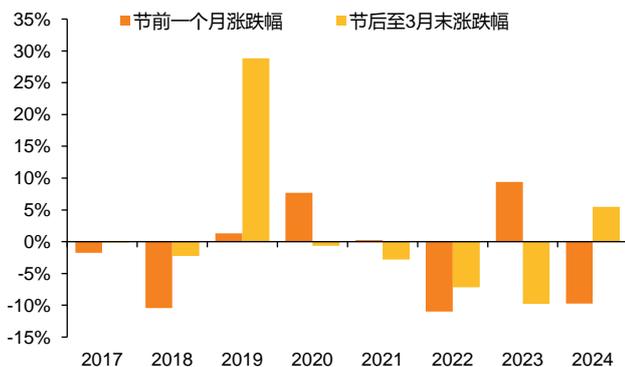


资料来源：Wind、新华网、水泥网 APP 公众号、天风证券研究所

3. 玻璃：“躁动”效应不强，竣工预期或是主要影响因素

玻璃指数“春季躁动”表现不稳定。我们统计了 2017-2023 年中信玻璃指数数据，在过去的 7 年中，仅 2019 年玻璃指数自节后至 3 月末的时间内录得正收益，涨幅达 28.8%，其他 6 年玻璃指数均录得负收益，平均跌幅为 3.8%。相对收益角度，过去 7 年中有四年玻璃指数节后至三月末跑赢大盘，分别为 2019-2022 年，其中 19-21 年相对收益较高，平均达 6.9%，而 23 年节后跑输大盘，录得-6.6%的相对收益。

图 8：中信玻璃指数绝对涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：2024 年为节后至 3 月 1 日

图 9：中信玻璃指数相对涨跌幅



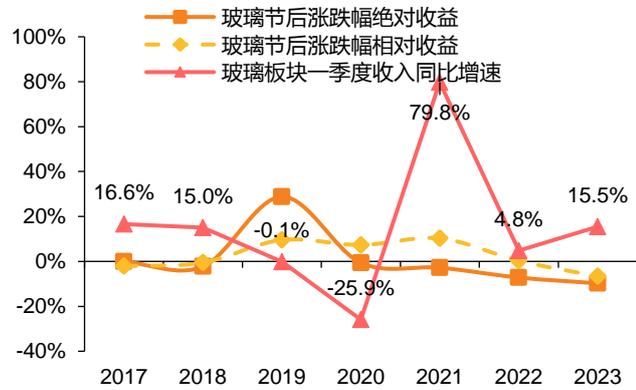
资料来源：Wind、天风证券研究所

注：2024 年为节后至 3 月 1 日

玻璃板块节后相对收益与一季度收入、利润表现相关性较弱，而与竣工预期相关性较强。从收入角度来看，除 2020 年受特殊原因影响导致一季度收入同比下滑较多之外，其他年份玻璃企业一季度收入同比均保持基本持平或小幅增长情况，而从利润角度，玻璃企业 2019、2020、2022、2023 年一季度利润同比均有 30%以上下滑，其中在节后玻璃涨跌幅相对收益较好的 2019-2021 年期间，除 2021 年之外，其他年份玻璃企业一季度收入、利润表现均不佳，因此整体来看，玻璃指数节后表现与一季度企业收入、利润情况相关性较弱。我们认为指数表现与竣工预期相关性较强，我们以 t 月前 12-18 个月的新开工面积

移动平均值所表征的 t 月理论竣工需求，按照此模型，16-18 年理论竣工需求整体处于相对底部位置，19 年 Q2 开始明显回升，景气度持续到 22 年年初见顶，而在 19-21 年间，由于年初竣工需求处于高位，且市场对全年预期相对乐观，进而使得指数在年初均取得较好相对收益。

图 10：2014-2023 年一季度玻璃收入、净利润同比与节后涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

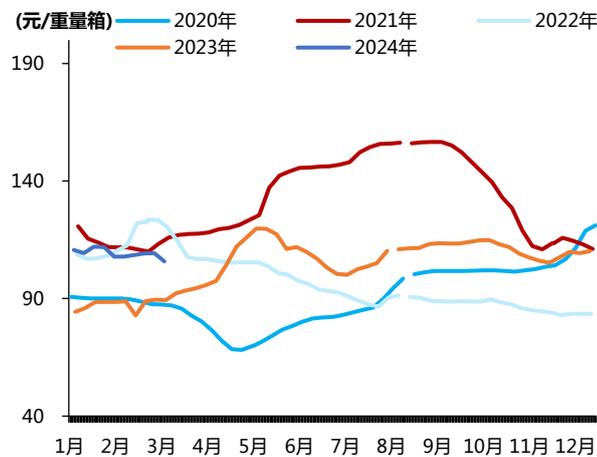
图 11：t 月前 12-18 个月新开工面积移动平均值



资料来源：Wind、天风证券研究所

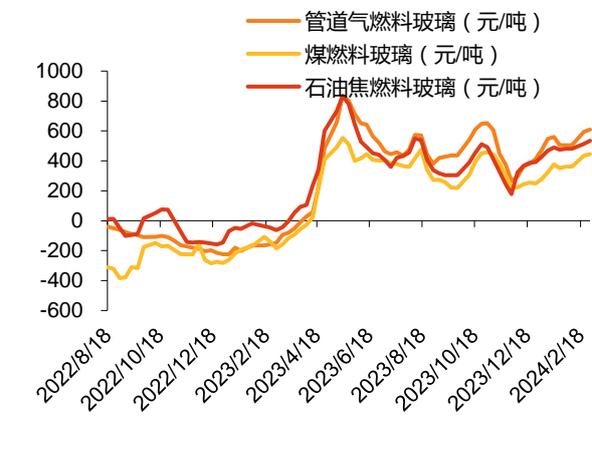
一季度玻璃企业利润同比或有较快增长，但中期来看由于需求端支撑力度不足叠加供给高位，未来价格及盈利可能存在下滑压力。24 年 1-2 月份平板玻璃均价约 110 元/重箱，同比提升 23 元，涨幅 25.9%，按照不同燃料平均值计算单箱重毛利约 23 元，同比提升 31 元，主要系纯碱价格走弱。2 月节前中下游有一定备货，节后终端需求恢复有限，中下游补货动力偏弱，导致生产商库存快速上涨，截至 2 月末生产商库存达 5093 万重箱，同比下降 1930 万重箱。供给端来看，虽然处于传统冷修季，但利润支撑下，产线点火仍然较为积极，年初至今在产产能日熔量增长 3550T/D，截至 2 月末行业整体日熔量为 176565T/D，同比增长 10.3%，因此从实际消费量来看，我们预计 1-2 月同比仍有所增长，我们预计一季度玻璃企业业绩同比或有较好增长，中期来看，根据我们新开工-竣工模型，竣工仍然存在下滑压力，需求端支撑或有不足，同时叠加供给端处于高位，我们判断未来玻璃企业价格及盈利可能存在下滑压力。

图 12：2020-2024 年 1-12 月玻璃价格走势



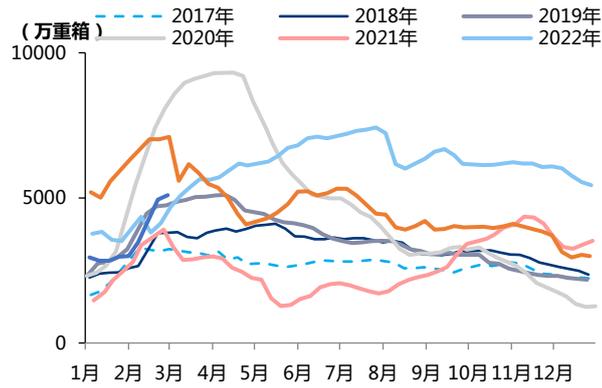
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 13：不同燃料对应玻璃毛利走势



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 14：浮法玻璃库存



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 15：浮法玻璃在产产能

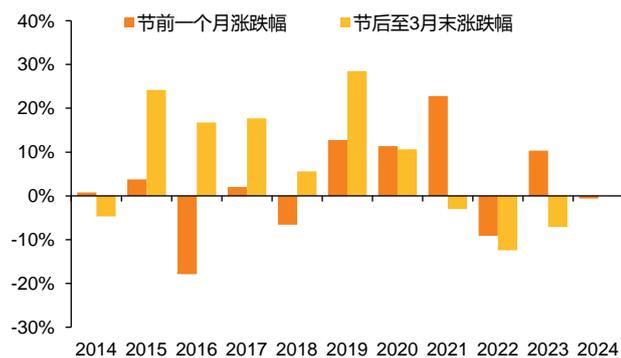


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

4. 消费建材：波动强于水泥，关注地产销售景气度变化，首推一线龙头品种

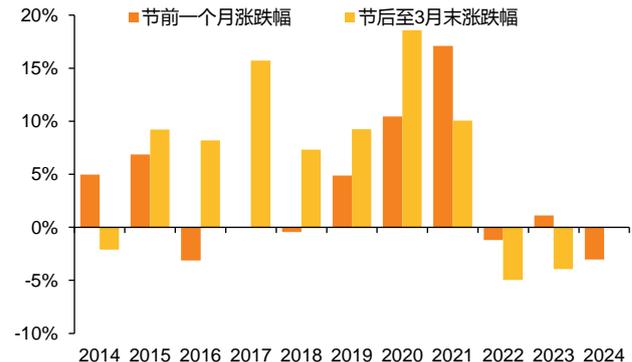
我们统计了 2014-2023 年消费建材板块情况，在过去的 10 年中，有 6 年时间消费建材指数自节后至 3 月末的时间内录得正收益，其中有 2 年涨幅超过 20%（2015、2019），最大涨幅达到 28.5%（2019），平均涨幅为 17.2%，2014 年及 2021-2023 年录得负收益，平均负收益为 -6.8%；从相对收益角度，过去十年消费建材节后至 3 月末有 7 年取得正相对收益，其中 2020 年最高达到 18.6%，平均收益为 11.2%，但 2022 年及 2023 年节后至三月末消费建材均跑输大盘。整体来看，相比于水泥板块，在市场上行阶段，消费建材弹性要好于水泥，如 2015、2019 年消费建材涨幅更好，但在市场进入下行期，水泥表现则要更强。

图 16：消费建材绝对涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 17：消费建材相对涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

消费建材节后涨跌幅受到商品房销售以及一季度收入的影响，在市场上行期，二者对于板块涨跌幅的影响相对较小，如 2015、2019 年，虽然一季度商品房销售均出现下滑，但消费建材整体绝对及相对收益表现仍较好，而在市场进入下行期，一季度收入表现对于板块的影响较弱，而商品房销售更为重要，2014、2018 年，虽然商品房销售同比下滑或增速同比明显放缓，虽然消费建材整体一季度收入表现仍维持较高增速，但最终板块绝对收益表现均较差。我们认为主要原因系收入主要反映短期预期，而商品房销售反映长期预期，在市场下行期间，市场对于行业趋势的敏感性增强，而对反映短期预期的收入等指标的敏

感性有所减弱。2022 年以来，一季度商品房销售连续回落叠加企业收入增速放缓，消费建材板块均录得负相对收益。

表 5：2014-2023 年消费建材行业收益、Q1 商品房销售面积&消费建材收入同比增速

年份	绝对收益	相对收益	一季度商品房销售面积同比增速	一季度消费建材板块收入同比增速
2014	-4.7%	-2.1%	-3.8%	26.5%
2015	24.2%	9.2%	-9.2%	3.3%
2016	16.8%	8.2%	33.1%	15.4%
2017	17.7%	15.7%	19.5%	31.8%
2018	5.6%	7.3%	3.6%	26.3%
2019	28.5%	9.2%	-0.9%	20.7%
2020	10.6%	18.6%	-26.3%	-13.4%
2021	-3.0%	10.1%	63.8%	97.9%
2022	-12.4%	-4.9%	-13.8%	8.0%
2023	-7.1%	-3.9%	-1.8%	3.6%

资料来源：Wind、天风证券研究所

我们将市值 100 亿以上的消费建材公司看作一线龙头，将市值在 100 亿以下的作为二线龙头，1) 在市场整体处于上行区间，以 2019 年为例，所有样本个股均取得正收益，其中二线龙头的涨幅更高；2) 在市场整体处于下行区间，以 2022、2023 年为例，多数个股均取得负收益，其中一线龙头的整体跌幅更小。展望 2024 年，从宏观基本面来看，1-2 月份 30 大中城市商品房成交面积同比下滑 38.6%，我们预计一季度商品房销售仍处于探底阶段，微观角度来看，23 年一季度整体收入基数较低，若 3 月中下旬开工进展加快，则 24 年一季度收入同比增速仍有望改善，参考历史经验，我们认为短期来看，龙头公司相对更优，中长期来看，24 年成本红利或边际减弱，同时考虑到若 24 年原材料价格波动、需求低于预期导致价格竞争等不利因素发生，则强定价权、成本优势明显的细分龙头有望保持更强的盈利韧性。

表 6：消费建材个股节后至三月末涨跌幅（%）

品种	公司	2018	2019	2022	2023
一线品种	北新建材	11.17	23.32	-6.31	-6.22
一线品种	东方雨虹	2.24	28.09	-9.03	-12.22
一线品种	三棵树	10.85	57.58	-16.61	-6.48
一线品种	坚朗五金	9.50	31.40	-32.66	-22.15
一线品种	伟星新材	-0.49	16.13	-9.47	3.80
二线品种	兔宝宝	-2.04	37.94	-13.04	-12.54
二线品种	亚士创能	10.32	17.65	-25.78	-21.74
二线品种	科顺股份	-1.81	33.04	-27.86	-11.44
二线品种	蒙娜丽莎	4.00	42.34	-26.03	-9.00

资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 风险提示

基建、地产需求回落超预期，对水泥、玻璃价格涨价趋势造成影响：水泥、玻璃价格的变动主要受地产和基建需求影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，当前水泥及玻璃价格变动体现了较好的景气度，但若后续因天气、疫情、政策等原因导致基建、

地产开复工持续性不及预期，可能导致水泥和玻璃价格上涨持续性不及预期。

地产产业链坏账减值损失超预期：尽管 2022 年以来，地产链的消费建材等类型公司均对风险客户应收账款进行了大额减值计提，但若后续地产景气度仍无好转，不能排除部分此前低风险客户也变为高风险客户，进而使得减值计提超预期的可能。

节后水泥涨价不及预期：节后水泥涨价需受到需求端支撑和供给端协同的共同作用，若需求端支撑不足，或供给端竞合关系受损，均会影响涨价预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com