

建筑材料

从胜率/赔率角度看建材行业春季躁动表现

胜率视角：1-3月建材占优，首选水泥

我们统计了 2010-2024 年 1-4 月沪深 300 指数以及中信建材指数的月度表现，整体来看，沪深 300 指数在 1-4 月份的胜率分别为 47%/53%/40%/47%，而建材指数在 1-4 月份的胜率分别为 53%/80%/53%/33%，二者胜率最高的月份均出现在 2 月份，而在 1-3 月份建材指数的胜率均高于沪深 300，但进入 4 月份建材指数胜率则明显下降。分板块来看，2 月份胜率高于 50%的子板块包括水泥、玻璃、消费建材、其他结构材料，其中水泥最高，达到 80%，其次为玻璃、其他结构材料，均在 75%左右，消费建材在 50-70%，3 月份胜率高于 50%的子板块包括其他结构材料(75%)、消费建材(63%)、水泥(60%)，4 月份仅消费建材胜率达到 50%，其他均不足 50%。站在当前时点，考虑到水泥基本面向上拐点已现，一季度业绩同比有望继续保持高增长，胜率角度水泥板块具有较好优势。

赔率视角：2-3月建材占优，首选消费建材

2010-2024 年沪深 300 指数在 1-4 月份整体赔率分别为 0.6/3.3/0.9/1.6 倍，而建材指数在 1-4 月份的赔率分别为 0.4/10.7/1.8/0.8 倍，二者赔率最高的月份同样均出现在 2 月份，在 2、3 月份建材指数相对沪深 300 具有赔率优势。分板块来看，消费建材 1-4 月份赔率均处在各个子板块前二的位置。从趋势来看，受地产贝塔下行影响，2022 年之后建材板块整体赔率优势相对沪深 300 指数有所减弱，而建材板块中非地产链品种如玻璃纤维、其他专用材料、其他结构材料赔率表现强于地产链品种。在 2022-2024 年 2 月份的表现中，水泥的赔率相对稳定，而消费建材体现出上升的趋势，进入 3 月份后，整体均有回落，且非地产链品种的赔率优势则体现的更加明显。站当前来看，考虑到一方面消费建材整体股价较之前回调更多，估值处于历史较低水平，另一方面，地产基本面或已接近底部，新建端下滑以及减值对业绩的影响或也进入尾声，我们认为当前消费建材的赔率仍然占优。

水泥节后走势与价格相关性较强，消费建材建议关注右侧机会

从过去十年来看，周期品的价格表现与其春节后股价走势有一定相关性，其中水泥相关性最强。2014 年-2024 年期间，一季度水泥价格同比正增长的年份中，水泥股在节后至 3 月末的区间内均取得正绝对收益及相对收益。截至 1 月末，全国水泥均价同比增长 10.1%，考虑到 25 年春节时间较早，淡季相对更短，且当前库存水平相对较低（全国平均水平仅 56%，同比低 11pct），节后开工实物工作量有望加快落地，水泥价格仍然存在进一步提涨的可能，当前时间仍可关注春季躁动行情。对于消费建材板块而言，年初消费建材指数的表现和商品房销售情况相关性较强，当前地产 β 仍处于左侧，但随着房地产行业优化政策的密集出台以及政策效果的逐步显现，底部信号或已临近。估值端，从 PE 估值分位数来看，北新建材、伟星新材、东方雨虹、三棵树已跌至 2021 年以来的 20%分位数以下，我们认为 25 年新建端有望开始筑底，而存量的成长逻辑将带来企业新一轮增长，估值预计存在较大修复弹性，关注消费建材右侧机会。

风险提示：节后开工需求不及预期，供给竞争加剧，历史数据存在不被重复验证的可能。

证券研究报告
2025 年 02 月 09 日

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:建材板块 Q4 持仓变化如何?》2025-01-27
- 《建筑材料-行业研究周报:信用减值进入尾声，看好消费建材行情》2025-01-19
- 《建筑材料-行业研究周报:年初淡季水泥价格怎么看?》2025-01-12

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2025-02-07	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603737.SH	三棵树	41.90	买入	0.33	1.24	1.59	1.91	126.97	33.79	26.35	21.94
600801.SH	华新水泥	12.14	买入	1.33	0.88	1.39	1.51	9.13	13.80	8.73	8.04
002080.SZ	中材科技	12.37	买入	1.33	0.44	0.97	1.20	9.30	28.11	12.75	10.31
600585.SH	海螺水泥	23.96	买入	1.97	1.81	2.18	2.61	12.16	13.24	10.99	9.18
002271.SZ	东方雨虹	12.32	买入	0.93	0.63	0.82	0.99	13.25	19.56	15.02	12.44
002225.SZ	濮耐股份	5.25	增持	0.25	0.14	0.25	0.31	21.00	37.50	21.00	16.94

资料来源：Wind、天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 胜率视角：1-3月建材占优，首选水泥..... 3
2. 赔率视角：2-3月建材占优，首选消费建材..... 3
3. 水泥节后走势与价格相关性较强，消费建材建议关注右侧机会 5

图表目录

- 图 1：水泥指数节后收益情况 vs 一季度水泥价格表现..... 5
 - 图 2：玻璃指数节后收益情况 vs 一季度水泥价格表现..... 5
 - 图 3：玻纤指数节后收益情况 vs 一季度水泥价格表现..... 6
 - 图 4：消费建材指数节后收益情况 vs 一季度商品房销售表现 7
 - 图 5：当前重点消费建材公司 PE 估值分位数（截至 2025 年 2 月 6 日） 7
-
- 表 1：2010-2024 年 1-4 月各板块胜率情况..... 3
 - 表 2：2010-2024 年 1-4 月各板块赔率情况..... 4
 - 表 3：2017-2024 年 2 月份各板块赔率情况 4
 - 表 4：2017-2024 年 3 月份各板块赔率情况 4

在年初 1-2 月往往处于基本面数据的真空期，且市场流动性处于相对充裕状态，而进入三月两会的召开也会带动市场情绪，因此从过去来看，A 股往往会出现春季躁动的行情，而节后开工需求的爆发、实物工作量的形成往往会拉动一波建材需求的小高峰，因此建材板块的春季躁动表现会相对更强，在本篇报告中，我们通过复盘过去十余年沪深 300 和建材指数在年初的表现，以期从赔率和胜率角度对春季躁动行情的判断提供一定参考。

1. 胜率视角：1-3 月建材占优，首选水泥

我们统计了 2010-2024 年 1-4 月沪深 300 指数以及中信建材指数的月度表现，整体来看，沪深 300 指数在 1-4 月份的胜率分别为 47%/53%/40%/47%，而建材指数在 1-4 月份的胜率分别为 53%/80%/53%/33%，二者胜率最高的月份均出现在 2 月份，而在 1-3 月份建材指数的胜率均高于沪深 300，但进入 4 月份建材指数胜率则明显下降。分板块来看，2 月份胜率高于 50%的子板块包括水泥、玻璃、消费建材、其他结构材料，其中水泥最高，达到 80%，其次为玻璃、其他结构材料，均在 75%左右，消费建材在 50-70%，3 月份胜率高于 50%的子板块包括其他结构材料（75%）、消费建材（63%）、水泥（60%），4 月份开始各子板块胜率开始明显下降，仅消费建材胜率达到 50%，其他均不足 50%。站在当前时点，25 年开年水泥价格基数较高，在低库存+供给格局持续优化下，节后开工水泥价格有望继续提涨，部分水泥企业发布业绩预告，24Q4 水泥企业业绩环比明显改善，向上拐点已现，25Q1 水泥企业业绩同比有望继续保持高增长，胜率角度水泥板块仍具有优势。

表 1：2010-2024 年 1-4 月各板块胜率情况

板块	1月		2月		3月		4月	
	单月上涨次数	整体胜率	单月上涨次数	整体胜率	单月上涨次数	整体胜率	单月上涨次数	整体胜率
水泥(中信)	6	40%	12	80%	9	60%	4	27%
陶瓷(中信)	4	27%	11	73%	6	40%	5	33%
玻璃(中信)	2	25%	6	75%	2	25%	3	38%
其他结构材料(中)	1	13%	6	75%	6	75%	1	13%
其他装饰材料(中)	5	63%	4	50%	5	63%	4	50%
玻璃纤维(中信)	3	38%	4	50%	2	25%	3	38%
其他专用材料(中)	2	25%	4	50%	4	50%	1	13%
沪深300	7	47%	8	53%	6	40%	7	47%
建材指数(中信)	8	53%	12	80%	8	53%	5	33%

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：某月胜率的计算方式为某月指数上涨的次数/总年数，由于数据可得性，玻璃、其他结构材料、其他装饰材料、玻璃纤维、其他专用材料的时间维度为 2017-2024 年

2. 赔率视角：2-3 月建材占优，首选消费建材

我们用指数历年中在某月的涨幅总和/跌幅总和再取绝对值来表征指数在某月的整体赔率，从结果来看，沪深 300 指数在 1-4 月份的赔率分别为 0.6/3.3/0.9/1.6 倍，而建材指数在 1-4 月份的赔率分别为 0.4/10.7/1.8/0.8 倍，二者赔率最高的月份同样均出现在 2 月份，赔率最低的月份均出现在 1 月份，在 2、3 月份建材指数相对沪深 300 具有赔率优势，但在 1、4 月份建材指数的赔率低于沪深 300。分板块来看，消费建材 1-4 月份赔率均处在各个子板块前二的位置，周期品中水泥赔率相对较高，而玻璃、玻纤则相对较差。从趋势来看，受地产贝塔下行影响，2022 年之后建材板块整体赔率优势相对沪深 300 指数有所减弱，而建材板块中非地产链品种如玻璃纤维、其他专用材料、其他结构材料赔率表现强于地产链品种。在 2022 年 2024 年 2 月份的表现中，水泥的赔率相对稳定，而消费建材体现出上升的趋势，进入 3 月份后，整体均有回落，且非地产链品种的赔率优势则体现的更加明显。站在当前时点，考虑到一方面消费建材整体股价较之前回调更多，估值处于历史较低水平，另一方面，地产基本面或已接近底部，新建端下滑以及减值对业绩的影响或也进入尾声，

我们认为当前消费建材的赔率仍然占优。

表 2：2010-2024 年 1-4 月各板块赔率情况

板块	1月			2月			3月			4月		
	总涨幅	总跌幅	赔率	总涨幅	总跌幅	赔率	总涨幅	总跌幅	赔率	总涨幅	总跌幅	赔率
水泥(中信)	41%	-76%	0.5	89%	-10%	8.9	77%	-37%	2.1	31%	-39%	0.8
陶瓷(中信)	32%	-107%	0.3	105%	-7%	14.2	64%	-46%	1.4	33%	-70%	0.5
玻璃(中信)	14%	-40%	0.3	53%	-13%	4.1	9%	-38%	0.2	19%	-50%	0.4
其他结构材料(中	6%	-57%	0.1	41%	-13%	3.1	63%	-14%	4.5	19%	-66%	0.3
其他装饰材料(中	48%	-16%	3.0	31%	-19%	1.7	26%	-12%	2.1	27%	-26%	1.1
玻璃纤维(中信)	23%	-29%	0.8	29%	-12%	2.4	6%	-43%	0.1	18%	-23%	0.8
其他专用材料(中	9%	-54%	0.2	46%	-8%	5.7	31%	-16%	1.9	2%	-42%	0.1
沪深300	36%	-58%	0.6	45%	-14%	3.3	33%	-39%	0.9	35%	-23%	1.6
建材指数(中信)	30%	-69%	0.4	73%	-7%	10.7	63%	-35%	1.8	35%	-43%	0.8

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：某月赔率的计算方式为某月的月度指数涨幅总和/跌幅总和再取绝对值，由于数据可得性，玻璃、其他结构材料、其他装饰材料、玻璃纤维、其他专用材料的时间维度为 2017-2024 年

表 3：2017-2024 年 2 月份各板块赔率情况

板块	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
水泥(中信)	1.7	0.8	4.6	1.8	2.0	1.6	1.6	1.5
陶瓷(中信)	2.7	0.8	9.1	1.0	2.5	2.3	1.1	1.0
玻璃(中信)	1.7	0.6	7.8	1.5	1.4	1.1	0.7	1.6
其他结构材料(中信)	1.7	1.3	10.4	0.7	1.9	1.5	1.3	0.9
其他装饰材料(中信)	2.2	0.8	3.2	1.2	0.8	0.5	0.9	1.6
玻璃纤维(中信)	1.8	0.9	2.2	0.8	0.9	1.6	1.0	1.8
其他专用材料(中信)	2.2	0.7	15.1	1.0	2.4	2.2	1.0	1.0
沪深300	1.6	0.6	4.6	0.9	1.0	1.1	0.8	3.6
中信建材指数	2.0	0.8	6.3	1.5	1.3	1.0	1.0	1.5

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：2月赔率的计算方式为2月的月度指数涨幅总和/跌幅总和再取绝对值

表 4：2017-2024 年 3 月份各板块赔率情况

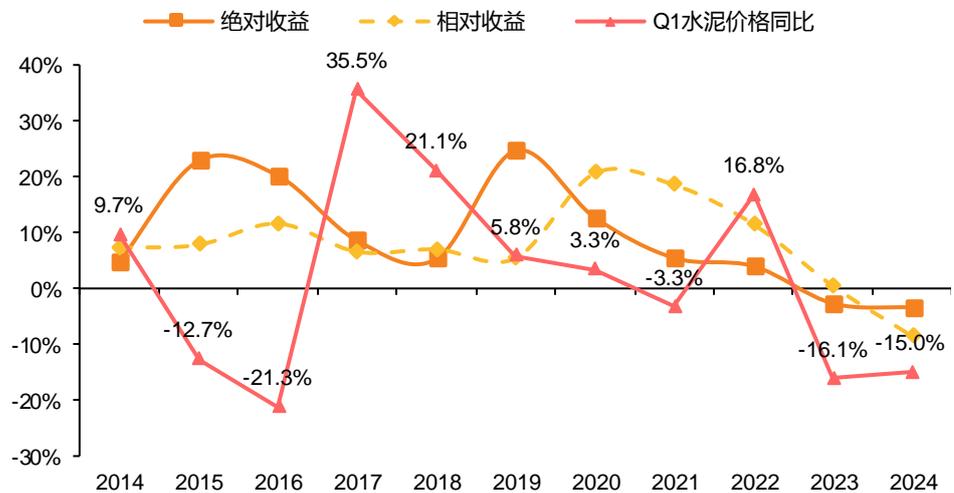
板块	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
水泥(中信)	1.0	1.2	2.0	1.1	1.0	1.0	0.5	0.5
陶瓷(中信)	0.5	1.2	1.6	0.8	1.0	0.5	0.6	1.0
玻璃(中信)	0.6	0.8	1.4	0.6	0.8	0.8	0.6	1.1
其他结构材料(中信)	0.4	1.5	2.1	1.9	2.1	1.3	0.7	1.4
其他装饰材料(中信)	1.4	1.3	1.9	1.2	1.2	1.0	0.7	0.8
玻璃纤维(中信)	0.9	1.0	1.1	0.6	0.7	0.5	0.9	1.4
其他专用材料(中信)	0.8	1.3	1.6	0.9	1.8	0.9	0.4	1.5
沪深300	1.0	0.7	1.5	0.7	0.7	0.6	0.9	1.1
中信建材指数	0.9	1.0	1.8	1.0	1.0	0.8	0.6	0.9

资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 水泥节后走势与价格相关性较强，消费建材建议关注右侧机会

从过去十年来看，周期品的价格表现与其春节后股价走势有一定相关性，其中水泥相关性最强。通过复盘发现，2014年-2024年期间，一季度水泥价格同比正增长的年份中，水泥股在节后至3月末的区间内均取得正绝对收益及相对收益。2023年以来，受价格战影响，年初水泥价格同比出现大幅下滑，进而导致水泥股春季表现同样不佳，24年四季度初水泥再次掀起一轮复价潮，且执行效果较好，水泥价格在24四季度创下年内新高，进而为2025年开年奠定了良好的基础，截至1月末，全国水泥均价同比增长10.1%，考虑到25年春节时间较早，淡季相对更短，且当前库存水平相对较低（全国平均水平仅56%，同比低11pct），亦有望对价格提供更多支撑。我们认为一方面供给端竞合关系的改善有望继续延续，另一方面，在政策“各项工作能早则早、抓紧抓实”要求下，节后开工实物工作量有望加快落地，水泥价格仍然存在进一步提涨的可能，当前时间仍可关注春季躁动行情。

图 1：水泥指数节后收益情况 vs 一季度水泥价格表现

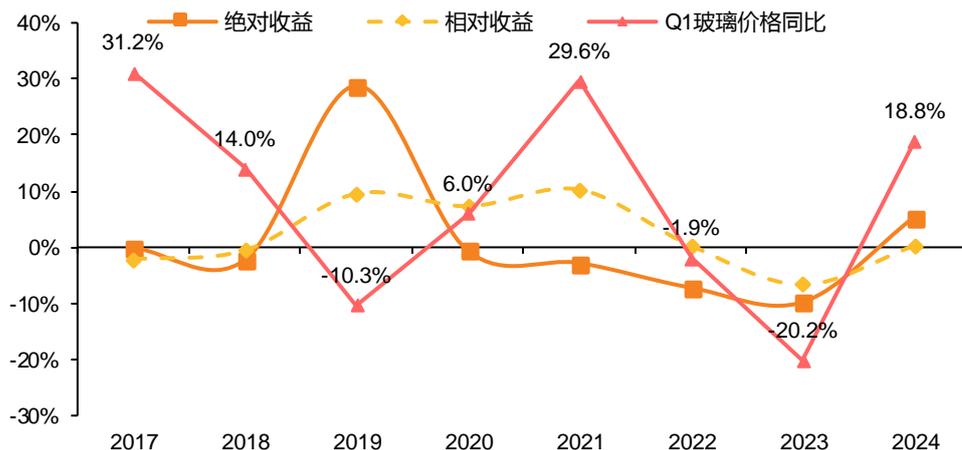


资料来源：Wind、数字水泥网、天风证券研究所

注：指数收益区间取节后开盘至3月末，相对收益为中信水泥指数相对沪深300指数情况

玻璃、玻纤年初价格和指数走势的相关性要弱于水泥。在2017-2024年期间，玻璃指数年初变动的方向有4次和价格变动方向一致，而玻纤指数有3次，整体来看，指数年后的表现与Q1价格的相关性弱于水泥，主要原因在于玻璃生产商及中下游库存体量相对较多，受到库存影响，价格的变动与需求之间往往存在一定时间差，因此当前指数的表现往往反映对未来价格的预期，而玻纤还需考虑供给端产能冲击的影响。截至1月末，5mm浮法白玻全国均价同比下降37%，处于近年来最低水平。节后来看，一方面，节前多数加工工厂的原片储备不高，节后开工存采购需求，另一方面，多数浮法厂库存已降至偏低位，且个别产线节前存冷修计划，产能或进一步缩减，因此在节后厂库压力预期可控下，浮法厂存在拉涨价格的可能，有望催化玻璃指数短期向上修复。玻纤方面，截至1月末，2400tex缠绕直接纱均价同比增长21%，考虑到部分长协品种提价效果或在年初开始显现，我们预计一季度玻纤企业业绩同比有望实现高增长，但另一方面，考虑到24年下半年新增产能较多，实际产能冲击或在25年上半年逐渐体现，因此后续玻纤价格可能仍需经历阶段性压力测试，关注需求释放情况。

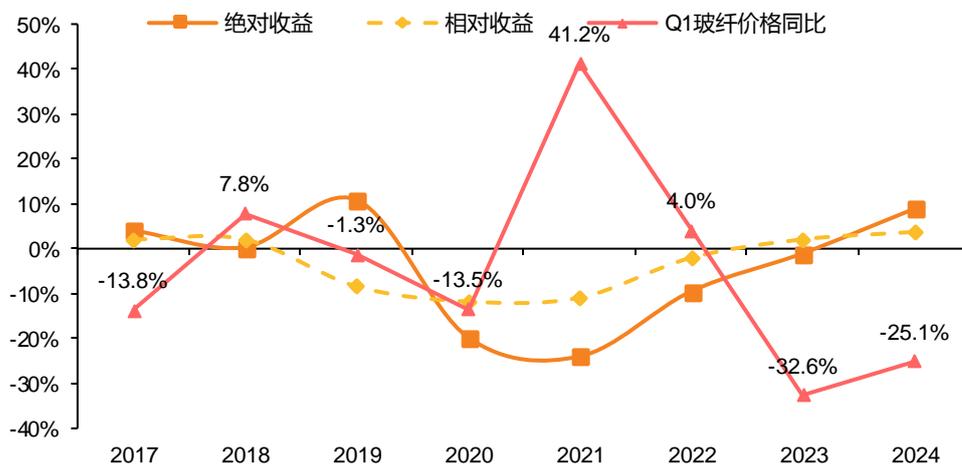
图 2：玻璃指数节后收益情况 vs 一季度水泥价格表现



资料来源：Wind、卓创资讯、天风证券研究所

注：指数收益区间取节后开盘至3月末，相对收益为中信玻璃指数相对沪深300指数情况

图 3：玻纤指数节后收益情况 vs 一季度水泥价格表现

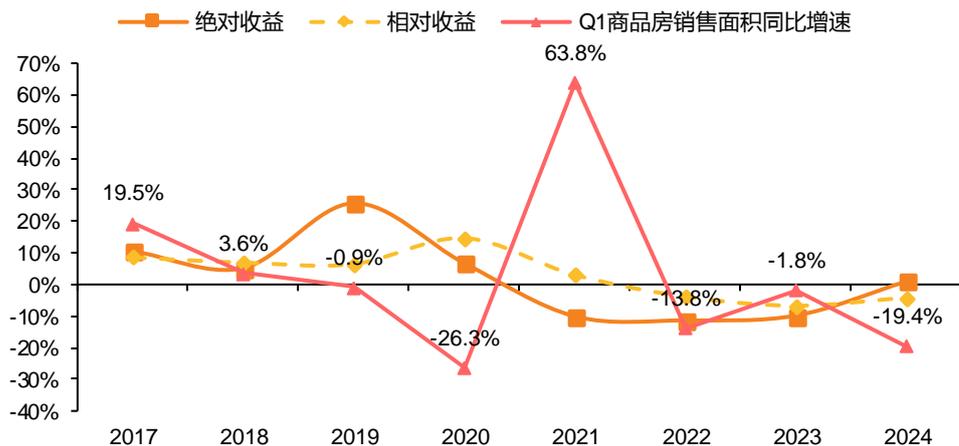


资料来源：Wind、卓创资讯、天风证券研究所

注：指数收益区间取节后开盘至3月末，相对收益为中信玻璃纤维指数相对沪深300指数情况

对于消费建材板块而言，其与地产的相关性更强，而销售数据是地产需求的前瞻指标，因此从过去来看，年初消费建材指数的表现和商品房销售情况相关性较强。2017年，一季度商品房销售面积分别在2017、2018、2021年同比实现正增长，而在这三年中，消费建材节后均录得正相对收益，而2022-2024年的一季度商品房销售面积同比均出现下滑，对应的，消费建材指数均跑输大盘。2025年来看，截至1月26日，30大中城市商品房成交面积同比基本持平，当前地产β仍处于左侧，但随着房地产行业优化政策的密集出台以及政策效果的逐步显现，底部信号或已临近。估值端，从PE估值分位数来看，北新建材、伟星新材、东方雨虹、三棵树已跌至2021年以来的20%分位数以下，我们认为25年新建材端有望开始筑底，而存量的成长逻辑将带来企业新一轮增长，估值预计存在较大修复弹性，关注消费建材右侧机会。

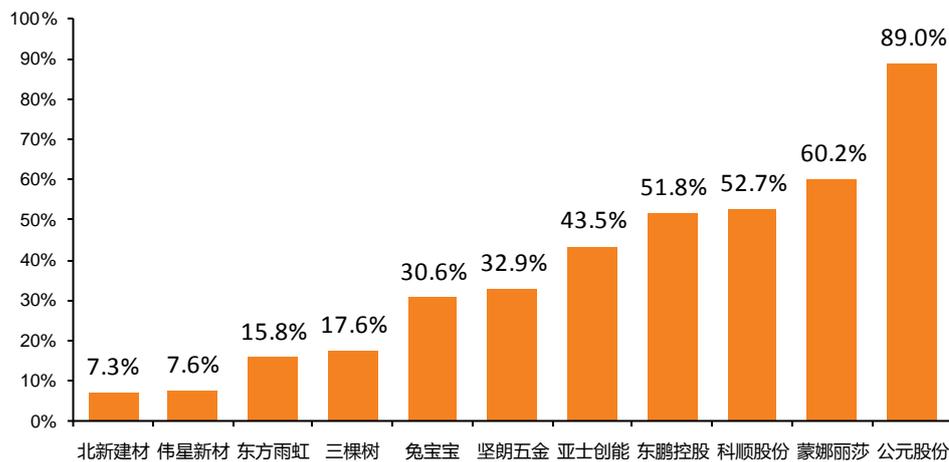
图 4：消费建材指数节后收益情况 vs 一季度商品房销售表现



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：指数收益区间取节后开盘至3月末，相对收益为中信其他装饰材料指数相对沪深300指数情况

图 5：当前重点消费建材公司 PE 估值分位数（截至 2025 年 2 月 6 日）



资料来源：Wind、天风证券研究所

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