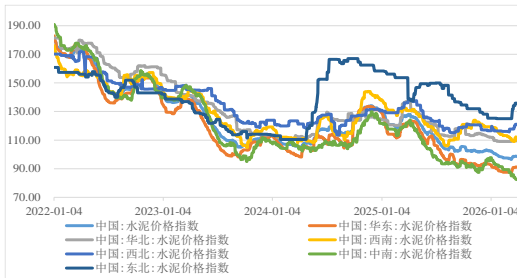


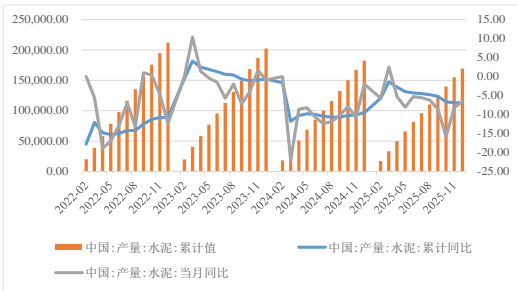
水泥行业信用分析报告 (2026年5月)

工商评级二部 | 刘丙江 李林洁

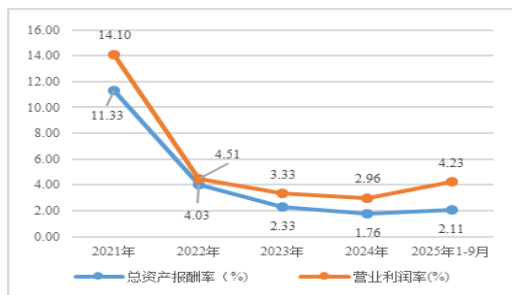
近年来中国水泥价格指数走势 (单位: 点)



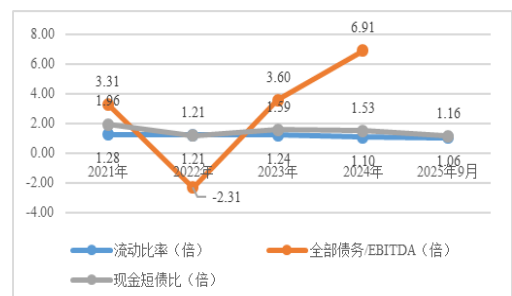
近年来中国水泥产量情况 (单位: 万吨, %)



水泥行业盈利能力指标情况



水泥行业偿债能力指标情况



水泥行业分析 | 2026

联合资信认为,水泥行业信用风险处于中等偏高水平,主要风险包括:需求持续疲软下的供需失衡加剧、价格低位运行、产能过剩压力加大,以及 ESG 合规成本抬升与部分企业偿债指标弱化的风险。同时,头部企业凭借合规优势与成本控制能力,信用韧性较强,行业分化将加速演进。

摘要

- 2025 年,基建投资近年来首次下降,房地产开发投资持续负增长,水泥需求不足的情况进一步加剧,水泥产量创新低,水泥行业产能过剩压力进一步加大。
- 水泥价格 2025 年一季度短暂横盘后,二、三季度进入下行通道,全年整体下行,至年底已触及 2022 年以来的新低。煤炭价格整体仍处于高位但较 2024 年略有下降,水泥行业盈利小幅回升但仍处于底部。
- 行业错峰生产政策全面升级,区域差异化管控落地,产能合规化整改全面启动。在“双碳”“双控”政策深化及产能置换、合规管控趋严的背景下,过剩产能化解进程将持续提速。
- 2025 年前三季度,样本水泥企业营业收入合计延续下行态势,但降幅收窄,营业利润同比增幅较大,盈利水平有所恢复,经营活动现金流量净额持续下行但仍为净流入。偿债指标有所弱化,但行业经营获现能力较强,债务滚续压力可控。



一、行业外部环境

1. 宏观经济环境

2025 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。2025 年，中国固定资产投资呈负增长，其中制造业投资和基建投资增速显著回落，地产投资降幅扩大，国内建筑行业需求端承压。展望 2026 年，基于更加积极的财政政策的出台，预计基建需求有望局部修复，但地产端整体建筑需求实质性改善仍需时日。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察年报（2025 年 12 月）》](#)。

水泥行业需求与宏观经济及固定资产投资高度相关，房地产及传统基建是水泥消费的核心领域。2025 年，全国固定资产投资同比下降，其中基建投资（不含电力）近年来首次出现负增长，房地产开发投资同比下降 17.2%，两大核心需求均出现下滑，水泥行业整体经营环境持续承压。

2. 行业政策与监管环境

2025 年，水泥行业错峰生产政策全面升级，区域差异化管控落地，产能合规化整改全面启动。在“双碳”“双控”政策深化及产能置换、合规管控趋严的背景下，水泥行业过剩产能化解进程将进一步提速。

错峰生产全面升级，区域差异化管控落地。

2025 年，全国各省市错峰生产政策在原有基础上完成全面升级，重庆、贵州、山西等区域全年停窑时间均提升至 180 天以上，山东、河北等华北省份强化非采暖季错峰的行业自律约束与考核机制，浙江、安徽等华东省份根据库存和需求动态调整停产节奏，同步启动超产产能合规化整改。错峰执行情况与企业环保绩效、产能合规性正式挂钩，差异化管控机制落地。

预计 2026 年错峰生产政策将在 2025 年升级基础上深化落地，核心趋势包括：同开同停范围扩大、违规产能错峰加码、跨省区域协同机制成熟（如川渝、晋陕豫等区域已探索常态化联动）。对未完成产能合规整改或环保绩效评级低的企业，将在原有错峰基础上额外增加停窑天数，持续推动行业供需平衡。

图表 1 全国各地最新错峰生产政策

区域	省份	全年计划停窑时间	具体政策情况
华北	天津	120 天	错峰时段 120 天（2025 年 11 月 15 日至 2026 年 3 月 15 日），严格执行采暖季错峰标准，对未完成超低排放改造企业实施加严管控
	河北	150 天	错峰时段 120 天（2025 年 11 月 15 日至 2026 年 3 月 15 日），非错峰时段 30 天，错峰时段与大气污染防治重点时段联动
	山西	200 天	错峰时段 120 天（2025 年 11 月 15 日至 2026 年 3 月 15 日），非错峰时段生产不少于 4 次、时长不低于 80 天，遇特殊情况可适时调整

	内蒙古	151 天	错峰时段（2025 年 11 月 1 日至 2026 年 3 月 31 日），采暖段全覆盖，严禁未完成超低排放改造企业提前复产
东北	黑龙江	150 天	错峰时段（2025 年 10 月 15 日至 2026 年 3 月 15 日），连续停窑 5 个月，错峰范围覆盖全部水泥熟料生产线
	吉林	150 天	错峰时段（2025 年 11 月 1 日至 2026 年 3 月底），2025 年度将错峰生产与碳减排指标挂钩，对达标企业给予差异化管控
	辽宁	150 天	错峰时段（2025 年 11 月 1 日至 2026 年 3 月 31 日），连续停窑 150 天，同步开展产能合规核查
华东	江苏	80 天	分段错峰：春节时段（2025 年 1 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日）停窑 40 天，梅雨高温季（2025 年 6 月 1 日至 2025 年 8 月 31 日）停窑 20 天，其他时段停窑 20 天
	浙江	--	实行不定期错峰，结合大气污染防治要求实施管控，对 2500 吨/日及以下熟料生产线加严错峰
	福建	预计 155 天	按季度错峰：1 至 4 月错峰 65 天，5 至 6 月错峰 30 天，7 月停窑 12 天，三季度及四季度错峰 30 天，错峰时段与用电高峰联动
	江西	100 天	计划错峰 100 天，重点对 2000 吨/日及以下熟料生产线实施优先错峰，错峰进度与低效产能淘汰挂钩
	安徽	--	实行区域统筹动态错峰，具体停窑时间由各市确定，错峰生产与超低排放改造、碳减排考核联动
华中	山东	120 天	错峰时段 120 天（2025 年 11 月 15 日至 2026 年 3 月 15 日），非采暖季鼓励行业自律停窑，对未完成超低排放改造企业差异化管控，同步建立错峰与碳减排联动机制
	湖南	110 天	重点管控时段（2025 年 9 月 1 日至 12 月 31 日）错峰不少于 65 天，2025 至 2026 年大气污染防治特护期错峰基数为 110 天
	河南	120 天	分级错峰执行：A 级企业（2025 年 11 月 11 日至 2026 年 2 月 28 日、2026 年 3 月 11 日至 3 月 31 日），B 级及以下企业（2025 年 11 月 1 日至 2026 年 3 月 31 日），全年错峰共计 120 天
	湖北	40 天~93 天	实行分级错峰，错峰时长区间 40~93 天，将错峰时长与企业能效水平、环保绩效挂钩
华南	广东	80 天	分阶段错峰定为 40+40 天/窑，2025 年重点对珠三角区域企业实施加严错峰，错峰时段与臭氧污染防控期联动
	广西	150 天	计划错峰 150 天，错峰范围覆盖全部水泥熟料生产线，对完成超低排放改造的企业给予适当缩短错峰时长的激励。
西南	重庆	180 天~190 天	单条水泥熟料生产线错峰任务基数为 180~190 天，将错峰生产与 2500 吨/日及以下熟料产能退出挂钩，未完成错峰任务的企业限制产能置换。
	四川	140 天	实行基数+动态调整错峰，基础错峰 140 天，根据环保、能耗、环境敏感时期实时调整停窑天数
	云南	100 天~150 天	按区域执行差异化错峰：昭通等区域 100 天，怒江州 130 天，其余地区 150 天
	贵州	180 天	按季度错峰：一季度不少于 60 天、二季度不少于 30 天、三季度不少于 30 天、四季度不少于 60 天，全年错峰 180 天，错峰进度与地方双碳考核挂钩
西北	陕西	100 天	错峰时段 100 天（2025 年 12 月 1 日至 2026 年 3 月 10 日），同步开展产能合规核查
	新疆	185 天~227 天	实行采暖季+常态化错峰，总时长 185~227 天，错峰时长与企业环保绩效分级挂钩
	甘肃	100 天	错峰时段 100 天（2025 年 12 月 1 日至 2026 年 3 月 10 日），2025 年度将错峰生产与超低排放改造验收挂钩，未通过验收企业延长错峰时长
	青海	140 天~200 天	错峰周期（2025 年 11 月 1 日至 2026 年 10 月 31 日），传统窑错峰 200 天，协同处置窑不小于 140 天，连续 10 天以上停窑方可计入错峰时间
	宁夏	150 天	错峰生产 150 天，未完成错峰天数需在 2026 年底前补足，错峰生产与剩余 2500 吨/日熟料线清退挂钩

资料来源：公开资料，联合资信整理

碳市场扩围与节能降碳政策协同发力。

2025 年 3 月，生态环境部正式发布《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》，标志着全国碳市场首次扩围至水泥行业，明确 2024—2026 年为启动实施阶段、2027 年后为深化完善阶段，2025 年配额按碳排放强度控制分配，全年纳入水泥行业重点排放单位 962 家，配额采用免费分配与绩效评价法管理；同月，国家发展改革委、工信部联合印发《建材行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，确立水泥行业“严管控、强协同、清超产”核心导向，严禁新增熟料产能，错峰生产与环保绩效、产能合规性挂钩，差异化管控机制落地实施。

2025 年 5 月，国家发展改革委等五部门推进《水泥行业节能降碳专项行动计划》2025 年度攻坚实施，同步印发《水泥行业超低排放改造验收管理办法》（以下简称“验收办法”）两项政策协同落地。截至 2025 年底，全国水泥熟料产能稳定控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比提升至 30%，能效基准水

平以下产能基本完成改造或退出；重点区域约 50%水泥熟料产能完成超低排放改造，累计改造规模 4.7 亿吨，验收办法明确流程与标准，全年节能降碳改造形成节能量约 500 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1300 万吨。

产能合规整改全面启动，低效产能加速退出。

2025 年 10 月，工信部印发《水泥行业产能合规整改实施细则》，对超核准批复产能、环保绩效评级为 D 级、能效未达到基准水平的产能开展全面清退，全年累计退出低效熟料产能 1.82 亿吨，2500t/d 及以下生产线成为清退主力；浙江、山东、江西、重庆、宁夏等省市已出台或完成针对性淘汰计划，严格落实产能置换管控，无合规产能置换方案的新建、改建项目一律不予备案，行业产能过剩状况初步缓解。

图表 2 部分省市淘汰熟料产能计划及情况

省市	具体计划及相关情况
浙江省	《浙江省水泥工业高质量发展暨碳达峰行动计划（2022—2025 年）》2025 年进入收官阶段，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料项目，通用水泥熟料退出产能与建设产能置换比例维持 2:1 高位；2025 年底前完成 8 条 2500 吨/日及以下熟料生产线减量置换、兼并重组和原厂址改建，同步引导熟料产能向省外重点建设区转移，严格控制新建水泥粉磨产能
山东省	2025 年已完成 2500 吨/日及以下熟料线（除特种/化工配套）清零工作；11 月省工信厅、生态环境厅联合发布《2025—2026 年度水泥常态化错峰生产工作通知》，对未完成超低排放改造企业实施差异化错峰管控，同步建立错峰生产与碳减排联动长效机制，巩固低效产能退出成果
江西省	2025 年接续推进《江西省“十四五”应对气候变化规划》落地，加快淘汰 2000 吨/日及以下普通水泥熟料生产线，对产能利用率较低的区域全面启动 2500 吨/日及以下普通熟料生产线清退；将淘汰进度与地方双碳考核挂钩，推动低效产能有序退出
宁夏回族自治区	2025 年接续落实《宁夏回族自治区能耗双控产业结构调整指导目录（试行）》要求，完成剩余 2500 吨/日及以下非化工配套水泥熟料生产线、JT 窑及直径 3.2 米以下水泥磨机清退；强化产能置换管控，严禁跨区域承接低效产能转移
重庆市	2025 年出台《重庆市水泥行业产能合规整改实施细则》，率先实现 2500 吨/日及以下普通熟料产能全退出；将超低排放改造与错峰生产、产能置换挂钩，对完成改造的企业给予差异化管控支持，同时将水泥行业碳减排目标纳入地方能耗双控考核体系

资料来源：公开资料，联合资信整理

综合来看，2025 年以来密集落地的政策形成了“产能退出+能耗约束+碳排管控+环保合规”的闭环治理体系，对水泥行业信用的影响体现为：首先，成本端刚性抬升。超低排放改造、能效提升、碳配额管理等要求显著增加企业资本支出与运营成本，中小企业在资金压力下面临更大生存挑战。其次，供给端持续收缩。错峰生产刚性化、低效产能强制退出、跨区域产能转移受限，行业实际供给能力持续下降，但收缩速度仍低于需求下滑速度，供需再平衡尚需时间。上述因素将导致企业信用分化加速，环保绩效领先、能效达标、产能合规的头部企业获得差异化管控支持（如错峰减免、税收优惠），经营韧性更强；而尾部中小产能面临错峰加码、整改压力、退出风险三重挤压，信用风险加速暴露。

二、行业结构特征

2025 年，水泥行业在需求持续收缩的背景下，呈现出“高壁垒但存量博弈加剧、高集中度但价格战普遍、区域寡头但均衡被打破、供需矛盾持续加深”的结构特征，行业信用风险中等偏高，并加速了企业的分化。

1. 行业准入壁垒

水泥行业管控较为严格，有一定的准入壁垒，但更多体现为对“新进入者”的限制，而非对“存量企业”的保护，且行业产品同质化严重，下游需求波动下降，整体看，行业竞争程度较高。

水泥行业单条水泥生产线项目总投资规模不大，日产 5000 吨的新型干法水泥生产线总投资额约在 11 亿元左右，日产万吨的新型干法水泥生产线总投资额在 20 亿元左右；相较于钢铁等行业企业，单条生产线投资门槛相对较低。

水泥按用途和性能一般可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类，虽然专用水泥和特性水泥技术水平较高，有一定技术性壁垒，但产量和市场份额有限，行业仍以通用水泥为主。该产品高度同质化，技术水平普遍较为成熟，为大多数水泥企业所掌握，技术性人才较容易获取，难以形成技术壁垒。

水泥行业原材料主要为石灰石，原燃料主要为煤炭，对石灰石资源有一定需求，虽然新获取石灰石矿山资源的资金需求及获取难度相对较大，但目前水泥行业企业基本都拥有一定规模的自有石灰石矿山，能够满足一定比例的自给需求，大部分企业外购需求不是很大。

受行业供给侧改革影响，目前行业只允许通过产能置换的方式新建生产线，新进入者需要通过收购水泥厂或者水泥产能来实现行业进入，且为实现双碳目标，行业环保管控持续加强。水泥行业管制情况与钢铁、煤炭等产能过剩行业较为相似。从实际情况看，水泥行业属于产能过剩及重污染行业，存在一定的行业管制。

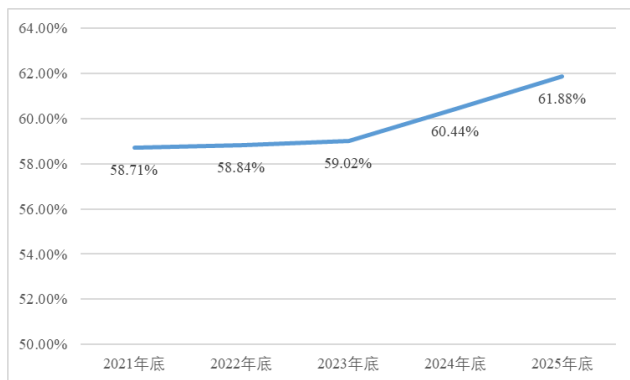
2. 行业竞争格局

水泥行业主体数量众多，以中小型企业为主，行业竞争激烈，整体呈现全国充分竞争与区域市场寡头垄断并存的格局。

从水泥行业总体竞争格局看，水泥行业企业众多，以中小型企业为主。截至 2025 年底，熟料产能 CR10 为 61.88%，CR5 为 48.04%（见图表 3、图表 4），头部企业控制力较强，但尾部产能分布分散，长尾效应明显。从区域格局看，受运输半径限制（公路 200~300 公里、水运 500 公里以上），市场被天然分割为区域性市场。中国建材、海螺水泥为全国性巨头，金隅冀东、华新水泥、红狮集团、华润建材等在各优势区域具备较强控制力。在需求上行期，区域寡头可以通过行业自律维持价格稳定；但在需求持续下行阶段，尾部企业为保住市场份额往往率先降价，头部企业被迫跟进，价格战由点及面蔓延。

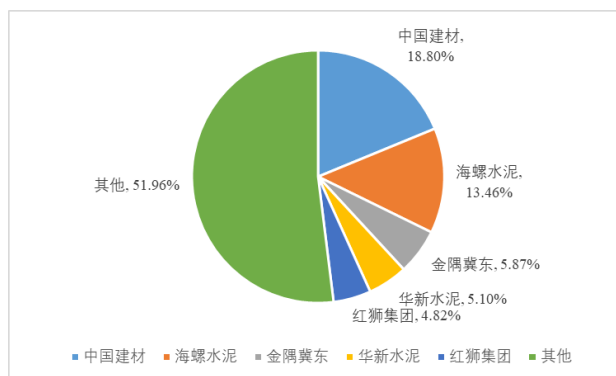
总体看，高集中度本应有利于价格稳定，但需求收缩打破了这一均衡。头部企业的规模与成本优势在价格战中仍具防御能力，而尾部中小企业因成本高、客户黏性弱，盈利能力和现金流更易受到冲击，信用分化加速。

图表 3 · 水泥行业 CR10 情况



数据来源：联合资信根据水泥网数据整理

图表 4 · 2025 年水泥行业 CR5 情况



数据来源：联合资信根据水泥网数据整理

3. 行业地位

水泥企业对上下游的议价能力和占款能力均较弱，水泥行业在上下游中地位一般。

水泥行业的上游产业主要是石灰石、煤炭和电力等行业，在水泥的全部成本中占比很高，大部分水泥企业拥有一定的石灰石资源，能够实现较大比例的自供，煤炭和电力主要为外采。水泥企业采购煤炭的价格基本随行就市，对煤炭议价能力较弱；同时外购电力价格基本都是被动接受，不具有议价空间。水泥企业采购煤炭一般采取预付部分货款及现款现货方式进行结算，先货后款情况较少，对上游煤炭供应商及电力企业均不存在较强的占款能力，在议价能力上亦较弱。

水泥企业的下游客户以基础设施建设和房地产企业为主，由于近年来房地产行业景气度下行，水泥行业下游需求疲软，行业竞争激烈，水泥价格较为透明公开，呈现波动下降的趋势，对下游议价能力较弱；水泥行业对下游一般是现款现货或者给予部分账期，很少可以实现先款后货。上下游议价能力弱意味着水泥企业是产业链中的“利润接受者”而非“利润分配者”。在成本上行或需求下行时，企业缺乏缓冲空间，盈利波动性显著高于上游或下游行业，偿债能力对价格和成本的敏感性极高。

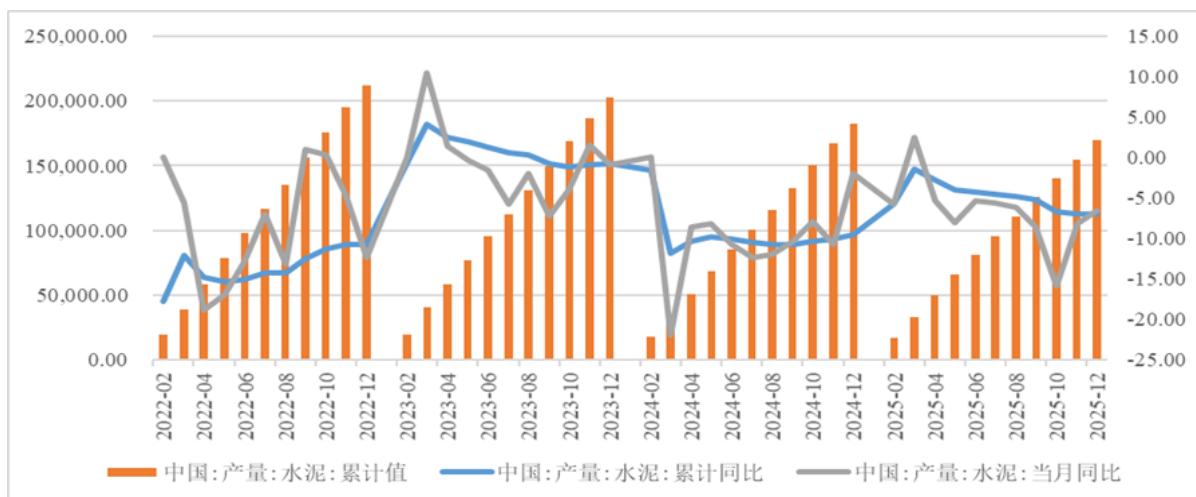
4. 行业供需情况

在减量置换及补充超产能政策的推动下，水泥行业熟料产能或将继续下降；受需求疲弱影响，2025 年以来，水泥产量继续下降，且大于产能下降幅度，供需失衡是当前水泥行业最核心的结构性矛盾。

供给方面，水泥网数据显示，2025 年，全国新投产熟料线 5 条，新增年产能 940.3 万吨，相比上年的新投产 11 条熟料产线、新增 1463.2 万吨年产能降幅较大。截至 2025 年底，全国熟料总产能为 17.12 亿吨，较上年年底下降 4.5%。同时，2022 年以来，受下游需求疲弱影响，全国水泥产量呈现持续下降态势。2025 年，全国水泥产量为 16.93 亿吨，同比下降 6.9%，创 2010 年以来产量新低。水泥熟料产能利用率约为 48%，

创历史新低，供需失衡进一步加深。

图表 5 • 水泥行业产量情况（万吨、%）



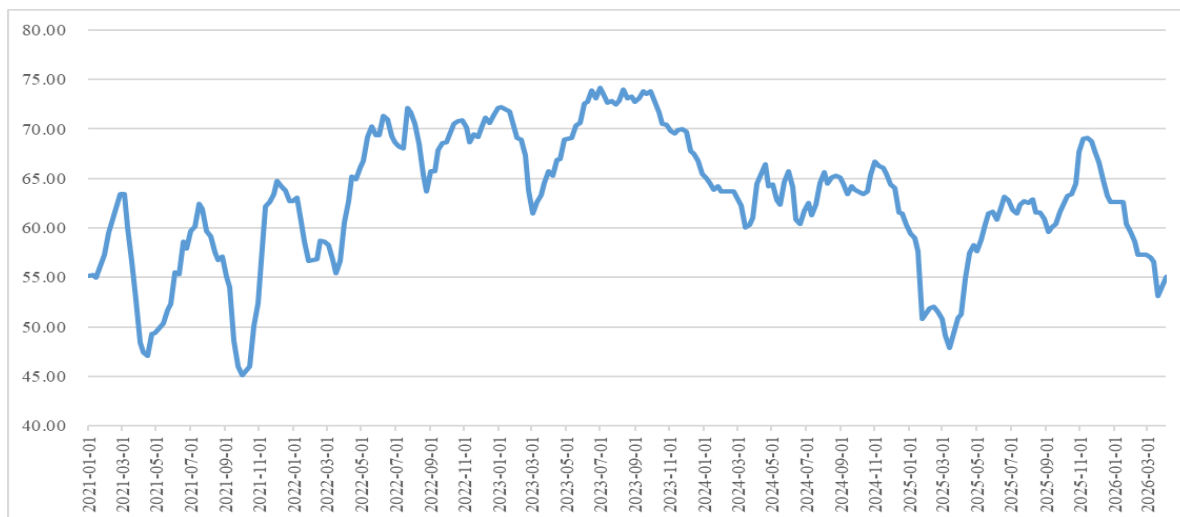
数据来源: Wind, 联合资信整理

需求方面，2025 年基建投资（不含电力）近年来首次负增长，房地产开发投资同比下降 17.2%，两大核心需求同步下降。虽然 2026 年基建需求有望在积极财政政策下局部修复，但地产需求实质性改善仍需时日，整体需求仍将承压。

水泥价格全年下行，库容比高位运行

2025 年以来，水泥价格在一季度短暂横盘后，二、三季度进入下行通道，全年整体下行，至年底已触及 2022 年以来的新低（见图表 7），价格走势与供需变化高度相关：在水泥价格走势方面，2025 年一季度，因下游需求短暂提振、库容比处于低位，水泥价格整体维持平稳；4—9 月，随着生产恢复、需求不足，库容比快速回升，水泥价格开始进入下行通道；进入 4 季度，在水泥库容比再次攀升的背景下，因企业降价空间已不大，叠加各地重新开始错峰生产，供给端硬收缩，水泥价格下降趋势放缓，部分区域价格横盘调整。整体来看，2025 年水泥价格整体下行，且创 2022 年以来的新低，价格走势反映了行业供需持续偏弱的格局。

图表 6 近年来中国水泥库容比情况（单位：%）



数据来源：Wind，联合资信整理

图表 7 • 2022 年以来水泥行业价格走势情况（单位：点）



数据来源：Wind，联合资信整理

三、行业风险状况

2025 年，水泥行业在需求持续收缩、供给约束加码的双重作用下，面临多重风险交织叠加的复杂局面。周期性风险处于高位，ESG 合规成本持续抬升，价格战与盈利恶化风险加剧，而替代品威胁在中长期维度上也在缓慢累积，整体信用风险水平有所上升，行业分化加剧，头部企业合规与规模优势更加突出。

1. 行业周期性

水泥行业与宏观经济高度正相关。2025 年房地产与基建投资双低迷，需求持续疲弱，供需失衡加剧，价格整体下行，周期性风险凸显。

水泥行业是国民经济的基础材料工业，因此水泥行业发展与宏观经济发展水平、固定资产投资、人口增长、城镇化水平、产业结构等因素密切相关。在经济健康运行时，工业化和城镇化水平不断提高、固定资产投资力度加大，水泥行业市场空间增大，发展较快；经济下行周期中，城镇化、工业化进程放缓，水泥行业市场空间受到一定挤压，发展放缓。同时，水泥行业需求端具有明显的周期性，下游的基建和房地产行业受宏观经济影响较大。整体看，水泥行业也随着宏观经济和政策周期的变化而变化，周期性较强。

2025 年，基建投资（不含电力）近年来首次负增长，房地产开发投资同比下降 17.2%，两大核心需求引擎同步失速，需求收缩的幅度和持续性均超过以往。从产能利用率、价格水平、行业亏损面等指标综合判断，当前行业处于本轮周期底部区域，但尚未出现明确的向上拐点信号。在周期下行中，成本领先、区域市场份额稳固、多元化布局完善的企业（如海螺水泥、华新水泥等）具备更强的抗周期能力；而高成本、高负债、单一区域依赖度高的尾部企业，在价格下行中盈利迅速恶化，现金流承压，信用风险加速暴露。

2. 替代品威胁

目前无完全替代水泥的产品，但替代品对水泥需求形成一定挤压。

目前行业一直在研发和寻找水泥的替代产品，但目前来看还没有发现某种产品可以完全替代水泥用于生产混凝土，但是可以通过增加矿渣粉、粉煤灰、石灰石粉、硅粉等材料来降低混凝土中水泥使用占比来降低水泥的使用。同时，在房屋建筑过程中，也可以通过钢结构来替代混凝土结构进行房屋建设。从替代水泥或者替代混凝土的产品看，替代品成本不是很高。随着“双碳”目标推进和固废资源化利用政策加码，替代品对水泥需求的边际挤压将逐步加大，虽然不会颠覆水泥的基础材料地位，但将进一步压低水泥的中长期需求。

3. ESG 风险

水泥行业高耗能、高排放特征突出，环保与安全生产监管趋严，行业 ESG 合规压力持续加大。

水泥行业是典型的高耗能、高排放行业，是全国碳排放和污染物治理的重点监管领域，环保与能耗约束已成为影响行业发展的核心因素。2025 年，水泥行业面临的环境风险仍处于较高水平，主要污染物中颗粒物、氮氧化物、二氧化硫及碳排放管控持续收紧，对行业造成的影响为环保技改投入增加、错峰生产常态化、部分落后产能加速出清，企业生产成本上升、开工率受限，行业供给端持续收缩。

水泥行业安全生产风险贯穿矿山开采、熟料煅烧、粉磨加工全流程，安全监管与处罚力度持续强化。2025年，水泥行业面临的安全管理风险仍需警惕，矿山坍塌、设备故障、粉尘爆炸等事故仍有发生，事故严重程度以一般及较大事故为主，相关企业面临停产整改、行政处罚、信用降级等后果，对行业造成的影响为企业安全投入持续增加、矿山开采合规门槛提高，部分中小产能因安全不达标被关停，行业供给进一步优化，头部企业合规优势凸显。

四、行业财务状况

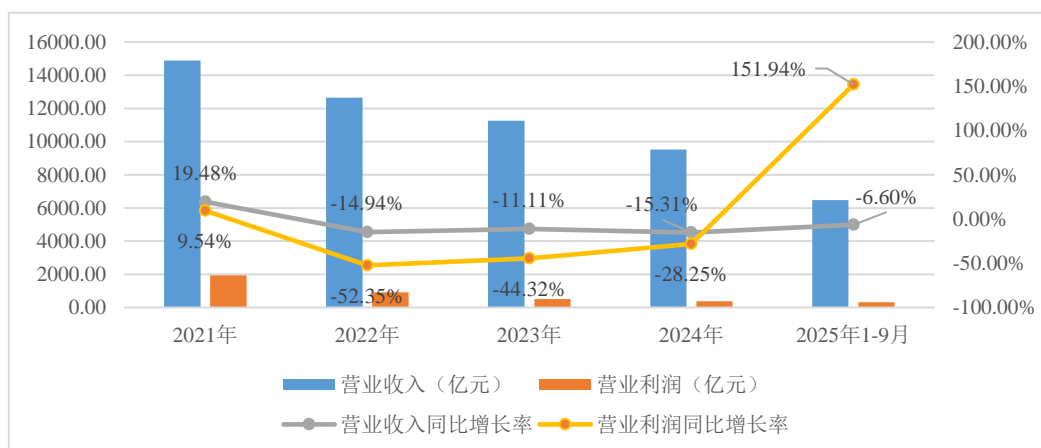
2025年前三季度，水泥行业财务表现分化，盈利端出现边际改善，但需求疲弱带来的营收压力仍存；杠杆水平持续下降，债务风险有所缓释，但偿债指标走弱仍需关注。受益于成本端下降和价格阶段性回暖，行业利润同比大幅回升，同时经营现金流保持净流入，推动行业资产负债率和带息债务占比持续回落，债务压力有所缓解。

1. 行业的增长性

2025年前三季度，水泥行业样本企业营业收入合计延续下行态势，但降幅收窄，得益于煤炭价格同比下降及2025年1—5月水泥价格的反弹，营业利润同比增幅较大。

受供需失衡影响，水泥产销量继续下降影响，2024年样本水泥企业营业收入合计延续下行态势，营业收入合计同比降幅扩大，营业利润亦延续下降态势。2025年前三季度，水泥产销率同比继续下降，但2025年1—5月，水泥价格同比有所增长，2025年6—9月，水泥价格同比虽然有所下降，但综合看，2025年1—9月，水泥价格同比小幅增长，带动水泥行业样本水泥企业营业收入同比降幅有所收窄；同时得益于煤炭价格同比下降影响，样本水泥企业营业利润同比增幅较大。

图表 8 • 水泥行业增长性指标



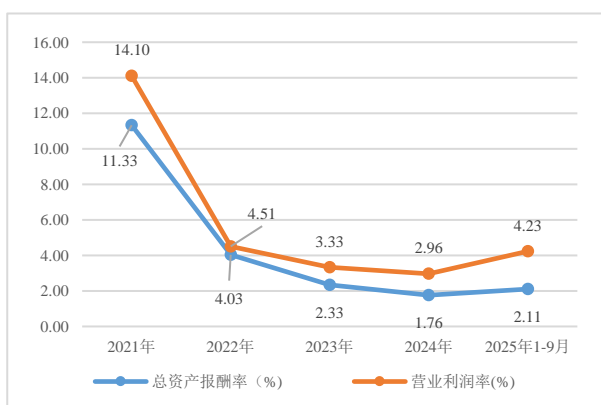
数据来源：Wind，联合资信整理

2. 盈利水平

2025 年前三季度，水泥行业样本企业盈利底部修复，但仍处于历史低位，现金流虽收窄但仍保持净流入，行业暂无系统性流动性危机。

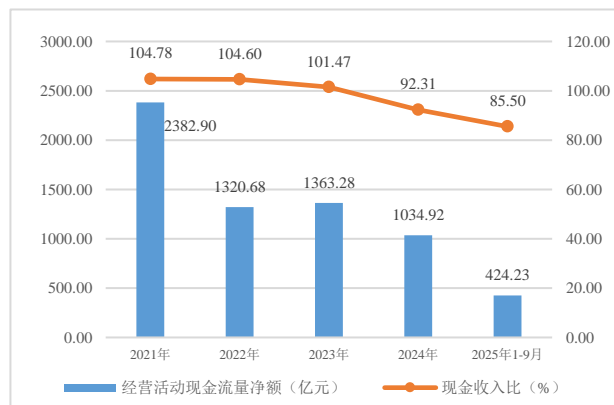
受水泥供需失衡，水泥价格下行至低位影响，2024 年，水泥行业盈利能力趋弱，营业利润率和总资产报酬率持续下行。2025 年前三季度，水泥价格有所反弹，营业利润率和总资产报酬率有所恢复。现金流方面，随着营业收入下降，2024 年水泥行业经营活动现金流量净额延续下降趋势，现金收入比亦有所下降，但仍保持在较高水平。2025 年前三季度，水泥行业经营活动现金流量净额和现金收入比进一步下行，但经营活动现金流净额仍为净流入。

图表 9 • 水泥行业盈利指标



数据来源：Wind，联合资信整理

图表 10 • 水泥行业现金流情况



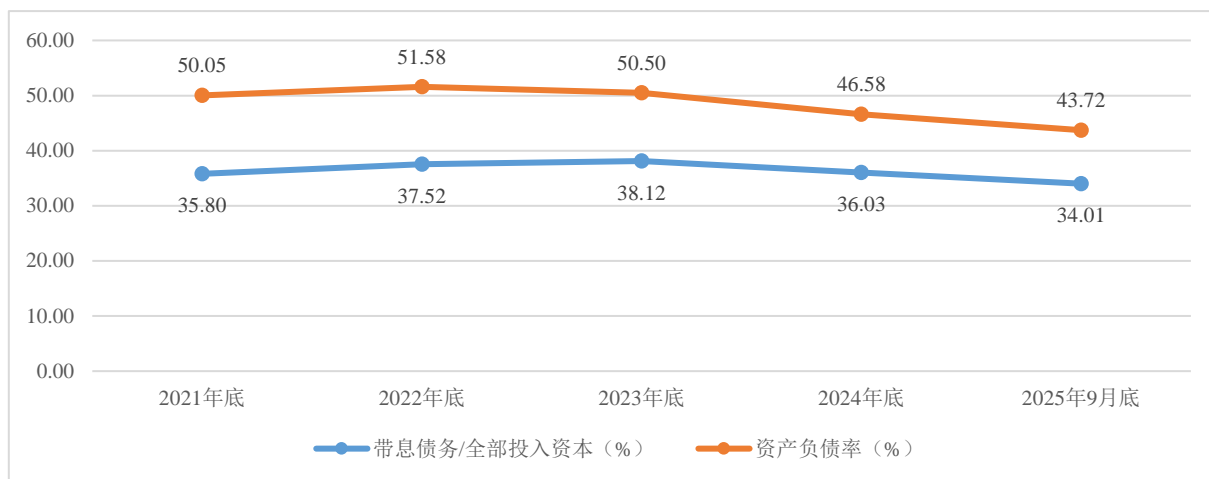
数据来源：Wind，联合资信整理

3. 杠杆水平

水泥行业样本企业资本支出规模下降，经营获现能力良好，主动去杠杆，财务结构趋于稳健，为应对需求下行提供了缓冲空间。

水泥行业整体经营获现能力较强，水泥行业财务杠杆呈下降趋势。截至 2025 年 9 月底，水泥行业带息债务/全部债务和资产负债率较上年底分别下降 2.01 个百分点和 2.87 个百分点。受水泥行业整体不景气影响，行业资本支出规模呈下降趋势，加之经营获现能力良好，财务杠杆继续下降。但需关注在营收和利润下行背景下，部分企业资产端缩水导致资产负债率分母变小，形成“被动降杠杆”的表象。

图表 11 • 水泥行业财务杠杆指标



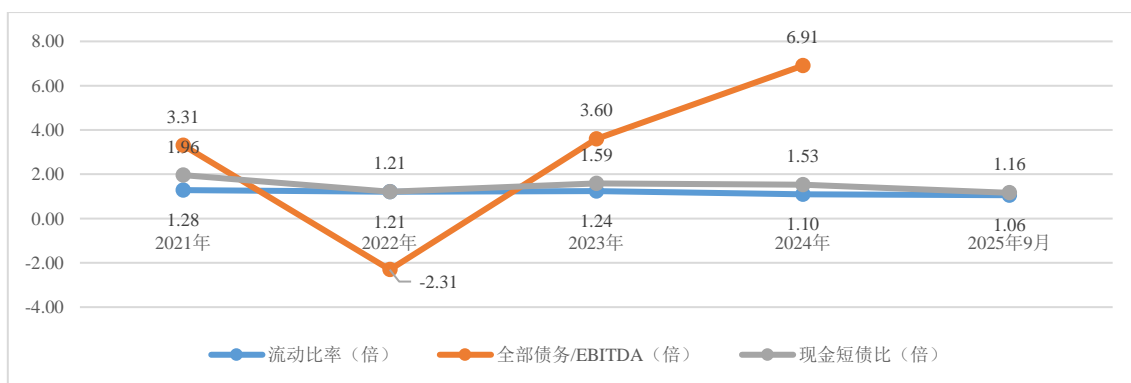
数据来源：Wind，联合资信整理

4. 偿债水平：

2025 年前三季度，水泥行业样本企业偿债指标恶化，但经营获现能力较强，债务滚续压力可控。EBITDA 对债务的覆盖良好，长期偿债基础未根本动摇。

近年来，水泥行业企业整体偿债指标弱化。短期偿债指标方面，现金短债比和流动比率弱化明显，截至 2025 年 9 月底，水泥行业现金短债比和流动比率分别为 1.16 倍和 1.06 倍。整体看，行业短期偿债指标虽持续下行，但水泥行业流动资产中货币资金占比相对较高，存货和应收账款的变现能力尚可，且行业经营获现能力较强，叠加头部企业融资渠道畅通，债务滚续压力不大，但需关注尾部企业面临融资成本上升、授信收缩的困境等再融资风险。从长期偿债指标看，2022 年因巨亏导致 EBITDA 对全部债务失去保障，2023 年以来，受益于 EBITDA 的修复，行业平均全部债务/EBITDA 有所改善，当前行业长期偿债指标仍处于可接受区间。

图表 12 • 水泥行业偿债指标



数据来源：Wind，联合资信整理

五、总结

水泥行业周期性显著，2025 年以来，水泥行业整体处于需求持续收缩、供给侧政策持续收紧、竞争格局加速优化的阶段，行业运行呈现需求低迷、供需失衡加剧、盈利边际修复、杠杆持续优化、偿债能力有所弱化的核心特征，信用风险整体处于中等偏高水平。2025 年，水泥行业表现出行业深度调整、尾部出清加速、头部优势强化的趋势，行业正处于需求下行与供给出清并行的深度调整期。

展望未来，短期内水泥行业错峰政策将进一步深化，跨省区域协同机制成熟，违规产能错峰加码，但仍将面临房地产与基建需求疲弱、产能过剩压力较大、价格低位运行、ESG 合规成本上升等压力，行业景气度依旧偏弱；长期看，随着低效产能持续退出、供给约束不断强化、行业集中度稳步提升，叠加绿色低碳转型推进，供需格局有望逐步改善，行业信用质量将随结构优化而稳步修复。

整体看，水泥行业整体信用风险处于中等偏高水平，但并非系统性风险，但仍需关注行业信用风险的分化，头部企业仍具备防御能力，尾部企业信用风险预将加速暴露。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。