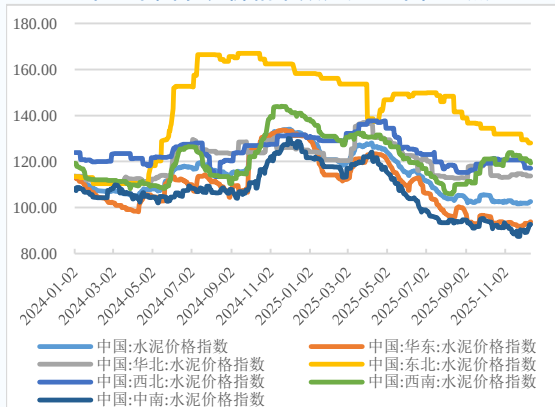


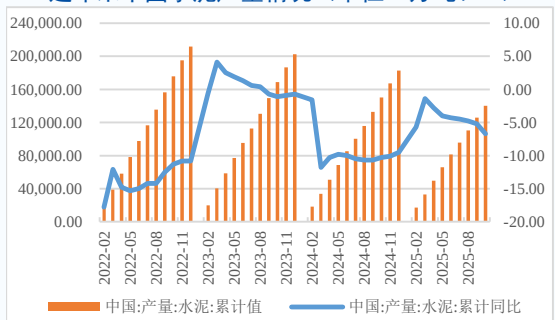
水泥行业信用风险展望

工商评级一部 | 宋莹莹 杨哲

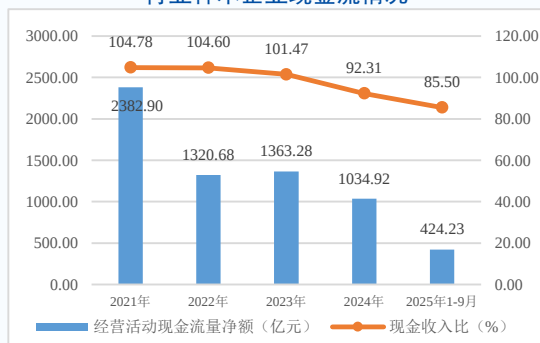
近年来中国水泥价格指数走势（单位：点）



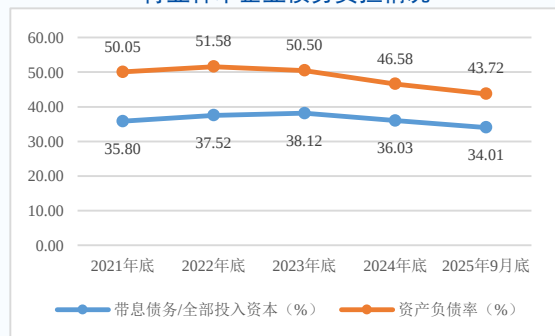
近年来中国水泥产量情况（单位：万吨、%）



行业样本企业现金流情况



行业样本企业债务负担情况



水泥行业信用风险展望 | 2026

联合资信认为，水泥行业信用风险展望为稳定。

摘要

- 2025 年以来，房地产开发投资持续负增长且下降幅度有所扩大，基建投资增幅放缓并于 2025 年 1—10 月呈现负增长，对水泥需求支撑不足，水泥行业需求持续疲弱。
- 2025 年以来，在水泥行业产能过剩日趋严重及实现“双碳目标”的背景下，水泥行业相关政策仍以限制类政策为主；但受行业无序竞争加剧影响，国家政策层面出台“稳增长”政策，为水泥行业托底。
- 2025 年以来，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，水泥产量继续下降，且下降幅度大于产能下降幅度，水泥行业供需失衡情况进一步加重。
- 2025 年 4 月，受煤炭价格下降及行业竞争加剧影响，水泥价格进入下行通道；2025 年 8 月，受煤炭价格上涨、国家稳增长政策支持、企业推涨意愿强烈等影响，水泥价格止跌并于底部盘桓；但东北区域和西南区域水泥价格变动趋势与其他区域存在较大差异；整体看，水泥价格依然处于低位运行。
- 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，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。水泥行业偿债指标恶化，但水泥行业经营获现能力较强，债务滚动压力不大。
- 2025 年以来，水泥行业面临一定的经营压力，但行业集中度较高，发债企业以高评级央企为主，新发债以中长期债券为主，信用利差持续收窄，存续债整体偿还压力可控。



公司邮箱: lianhe@lhratings.com 网址: www.lhratings.com
电话: 010-85679696 传真: 010-85679228
地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

一、行业基本面

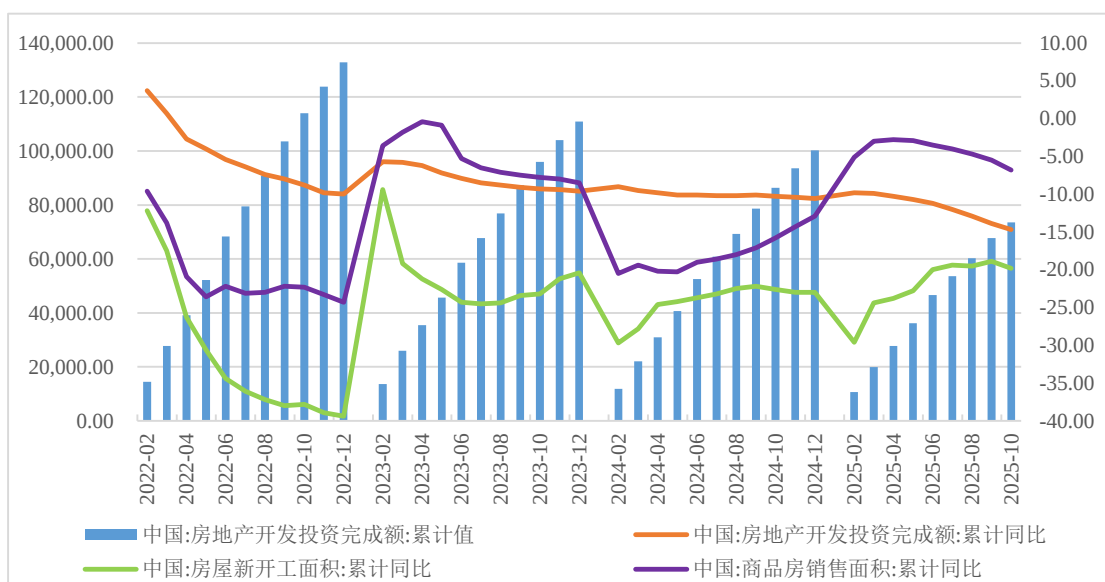
1 宏观环境

2025 年以来，房地产市场仍处于底部调整过程中，房地产开发投资持续负增长且下降幅度有所扩大，基建投资增幅放缓并于 2025 年 1—10 月呈现负增长，对水泥需求支撑不足，水泥行业需求持续疲弱。

水泥是重要的建筑材料，水泥行业需求主要是受固定资产投资的规模和结构影响，其中以钢筋水泥混凝土为主要形态的传统建设领域如房地产开发投资和以铁路、公路、机场、水利等为主的传统基础设施建设投资对水泥行业需求影响较大。近年来，固定资产投资规模和结构均发生了深度变化，对水泥行业需求产生的较大影响。

房地产开发投资方面，2025 年以来，受行业景气度差，商品房销售面积持续下降，房企资金紧缺影响，房地产市场仍处于底部调整过程中，房地产开发投资继续深度下探，且下降幅度有所扩大。2025 年 1—10 月，商品房销售面积同比下降 6.80%，房屋新开工面积同比下降 19.80%，受此影响，房地产开发投资完成额增速为-14.70%，增速同比下降 4.40 个百分点，房地产行业的不景气对水泥需求拖累较大。

图表 1 • 2022 年以来中国房地产开发投资等情况（单位：亿元、%）

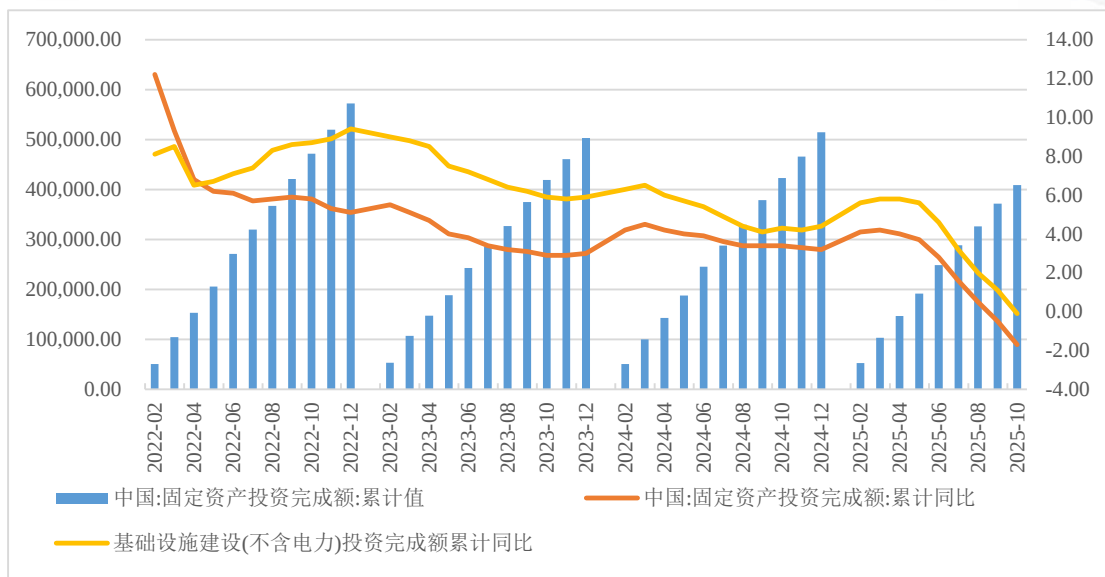


数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

基础设施投资方面，近年来，受房地产行业投资持续下行影响，基础设施投资一直是水泥需求的“稳定器”，对稳定水泥行业需求起到至关重要的作用。但 2025 年以来，基础设施建设（不含电力）投资增速持续下降，2025 年 1—10 月，呈现负增长。一方面，高速公路、铁路等传统基建项目相对饱和，大规模建设阶段已经过去，投资从传统领域向高科技制造业、能源领域及绿色转型等领域转移，这些领域投资过程中对水泥的需求远远小于传统基建项目；另一方面，2024 年以来国家加大化解地方政府债务力度，致使地方财政对基建项目投资力度受限，同时专项债用于传统基建投资的规模也在下降。综上，基础设施建设投资（不含电力）的负增长，进一步加深了水泥行业需求的下降。

受房地产投资深度下降及基础设施投资（不含电力）出现负增长影响，2025 年 1—10 月，全国固定资产投资额（不含农户）增速为-1.70%，不考虑因外部特殊因素影响致使 2020 年固定资产投资额增速为负外，这是 1992 年以来首次全国固定资产投资额（不含农户）增速为负。受上述因素影响，2025 年以来，水泥行业需求持续疲弱。

图表 2 • 2022 年以来中国固定资产投资等情况（单位：亿元、%）



数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

2 行业政策与监管环境

2025 年以来，水泥行业相关政策仍是围绕控产量、限新增、减排降耗、产业升级等相关目标实施，整体看，在水泥行业产能过剩日趋严重及实现“双碳目标”的背景下，水泥行业相关政策仍是以限制类政策为主；但受行业无序竞争加剧影响，国家政策层面出台“稳增长”政策为水泥行业托底。

图表 3 • 2025 年以来水泥行业主要相关政策情况

发布时间	发布部门	行业政策	政策目标
2025 年 3 月	生态环境部	《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》	分两个阶段做好水泥行业纳入全国碳排放权交易市场相关工作，实现积极稳妥有序扩大全国碳排放权交易市场覆盖范围
2025 年 8 月	工业和信息化部 自然资源部 生态环境部 住房和城乡建设部 水利部 农业农村部	《建材行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》	2025—2026 年，建材行业恢复向好，盈利水平有效提升，产业科技创新能力不断增强，绿色建材、先进无机非金属材料产业规模持续增长，其中 2026 年绿色建材营业收入超过 3000 亿元，绿色低碳和数字化发展水平明显提高。
2025 年	各省市工业和信息化厅/局等部门	各省市《2025—2026 年度水泥常态化错峰生产工作的通知》	减少水泥供给，缓解供需矛盾

数据来源：公开资料，联合资信整理

水泥行业纳入全国碳排放权交易市场有利于实现“双碳目标”，并推动行业整合，淘汰落后产能。

2025 年 3 月，生态环境部发布《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》（以下简称“水泥碳排工作方案”），将水泥炼行业纳入全国碳排放权交易市场相关工作分为两个阶段，分别为启动实施阶段（2024—2026 年度）和深化完善阶段（2027 年度一）。根据水泥碳排工作方案内容，重点排放单位需按年度向所在省级生态环境主管部门足额清缴其碳排放配额，如果缴纳配额后，企业仍有多余配额可以在碳排放权交易市场进行出售，获取收益；如企业发放配额不满足自身需要缴纳配额，则需要购买配额，增加企业运营成本。在启动实施阶段，企业所获得的配额数量与产能产出挂钩，行业整体配额盈亏基

本平衡，但是进入深化完善阶段，会逐步收紧行业配额总量，采取对标行业先进水平优化配额分配方法，届时企业获取到的配额数量会逐步减少。

水泥碳排工作方案的实施，一方面，可以推动水泥行业尽快实现“双碳目标”；另一方面，也可以加速行业整合，淘汰落后产能，头部企业可通过改造升级等措施来降低排放，甚至可能存在多余配额出售获利，但中小型企业可能面临技术升级困难、配额无法满足需求，购买配额的相关成本侵蚀盈利及现金流，在行业下行阶段，存在被出清风险。

《建材行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》的实施有利于严格控制水泥产能总量、推动行业转型升级并优化产业结构，以实现水泥行业的稳定发展。

2025 年 8 月，六部门联合发布《建材行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》（以下简称“稳增长工作方案”），在水泥产能方面，稳增长工作方案中依然要求严禁新增水泥产能，现有超备案产能需在 2025 年底前制定置换方案等，旨在加速行业整合与淘汰，行业总产能被严格控制，并通过超产产能置换压缩行业产能，实力更强的企业将通过收购指标解决超产问题并优化布局，而缺乏竞争力的落后产能将加速退出市场。

在产业升级转型方面，一方面，在供给端，明确行业发展方向，加强数字化转型和绿色改造，引导行业从追求规模到追求质量，发展高端绿色产品。另一方面，在需求端，从多维度为升级产品开拓下游市场，如在稳增长工作方案中提出推进绿色建材的应用，在政府采购工程项目中提升绿色建材应用比例等，打通上下游链接。在目前行业需求疲软、竞争激烈的背景下，为水泥企业发展提供思路及方向，有利于水泥行业进行产业升级。

错峰生产常态化、多地错峰停窑时间延长，加大非采暖季错峰停产力度；但在水泥供需严重失衡的背景下，错峰生产政策调节水泥价格的作用在下降。

综合全国各地发布的具体错峰政策和水泥企业的执行情况来看，2025 年以来水泥错峰生产在执行力度进一步加强、范围进一步扩大，执行标准更加规范；受需求持续疲软影响，非采暖季错峰停产时间延长，部分企业除了积极执行错峰生产计划，还根据自身库存情况自主停窑。但随着水泥行业需求深度下跌，水泥行业产能利用率已经下降至较低水平，错峰生产政策调节价格的作用在下降。

图表 4 • 全国部分地区错峰生产政策情况

区域	省份	全年计划停窑时间	具体政策情况
华北	京津	120 天	时间：每年自 11 月 15 日至次年 3 月 15 日
	河北	236 天	采暖季停产：2024 年 11 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日；4 月至 6 月、10 月：每月自律错峰生产停窑 10 天，一般安排在每月下旬；7 月至 9 月：每月自律错峰生产停窑 15 天，一般安排在每月中下旬
	山西	200 天	各片区非采暖季（春夏秋冬）错峰生产次数不少于四次，错峰生产时间不低于 80 天，如遇特殊情况适时再做相应调整。采暖季错峰时间：2024 年 11 月 15 日—2025 年 3 月 15 日（120 天）
	内蒙古	151 天	根据水泥生产线差异性情况进行错峰停窑，最长停窑 151 天
东北	黑龙江	不少于 150 天	各有窑企业在 2025 年 10 月 25 日—2026 年 3 月 15 日，连续停窑不少于 5 个月
	吉林	不少于 150 天	每年自 11 月 1 日至次年 3 月底，冬季错峰停产时间不少于 150 天
	辽宁	约 256 天	错峰生产范围涉及所有水泥熟料生产线，错峰生产时间由 2025 年 11 月 1 日至 2026 年 3 月 31 日连续停 5 个月，共计 151 天；非采暖季错峰时间为 2026 年 4—10 月，原则上每月错峰 15 天，合计约 105 天。
华东	福建	170 天	2025 年错峰 170 天
	江西	--	2025 年一季度计划错峰不少于 50 天
	安徽	约 177 天	阶段性、周期性停产
	江苏	--	主动错峰与行业自律
	浙江	--	政府指导+行业协会组织+企业自律

区域	省份	全年计划停窑时间	具体政策情况
	山东	210 天以上	2025 年 4—5 月停产 15 天，6 月停产 15 天；7 月份停产 20 天；2025 年 11 月 15 日至 2026 年 3 月 15 日
华中	湖南	120 天	2025—2026 年大气污染防治特护期，水泥熟料生产线错峰生产天数基数为 120 天
	河南	121 天以上	采暖季（冬季）的强制性错峰和非采暖季（春夏季）的行业自律性错峰；2025 年 11 月 15 日—2026 年 3 月 15 日，停窑 121 天
	湖北	41—101 天	全年各企业要求错峰停产时间存在差异，基本在 41—101 天
华南	广东	95 天	2025 年所有熟料生产线错峰生产计划停窑 95 天/窑
	广西	160 天	2025 年每条生产线平均全年错峰 160 天
西南	重庆	190 天	2025 年度单条水泥熟料生产线错峰任务基数为 190 天
	四川	190 天	2025 年水泥行业单条水泥熟料生产线错峰任务基数为 190 天
	云南	210 天	常态化错峰生产和行业自律结合
	贵州	--	2025 年每季度错峰生产工作将一季一策，一季度全省所有新型干法水泥熟料生产线全部执行 70+N 天错峰停窑
西北	陕西	100 天以上	所有水泥熟料生产线都必须执行错峰生产政策，2025 年 12 月 1 日至 2026 年 3 月 10 日开展采暖季错峰生产（100 天）；2026 年 4 月至 11 月，由省水泥协会牵头组织，结合市场供需协商确定
	新疆	184—210 天	各地区水泥熟料生产线停产时间不同，需停产 184—210 天
	甘肃	--	2025 年 11 月至 2026 年 4 月期间执行采暖期错峰；2026 年 5 月至 10 月期间执行非采暖期错峰
	青海	140—200 天	2024 年 11 月 1 日—2025 年 10 月 31 日期间执行错峰生产，传统窑错峰生产时间累计为 200 天；协同处置窑不少于 140 天，具体时间按各企业承诺的错峰计划时间执行；计划外的停窑不计入错峰生产时间；连续 10 天以上错峰停窑方可计入错峰生产时间，鼓励同开同停
	宁夏	约 216 天	所有水泥熟料生产企业需 2025 年 11 月 15 日至 2026 年 3 月 31 日停产；夏秋季非采暖期暂定 80 天

数据来源：公开资料，联合资信整理

3 行业运行情况

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，且下降幅度大于产能下降幅度，水泥行业供需失衡情况进一步严重。

水泥供给方面，新投产水泥产能方面，2025 年 1—10 月，全国约新投产熟料线 5 条，其中减量置换 1 条，等量置换 3 条，新增 1 条，涉及总产能约 762 万吨/年（按照 300 天计算），预计新增 100.5 万吨产能。受水泥行业景气度下行影响，2025 年水泥行业新投产熟料产能规模继续下降，且 2025 年陆续有多条熟料生产线取消新建。超产能去除方面，2024 年 10 月工业和信息化部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，要求推动水泥行业熟料生产线备案产能与实际产能的统一，2025 年 8 月发布的“稳增长工作方案”再次强调水泥企业要在 2025 年底前对超出项目备案的产能制定产能置换方案，从目前行业超产能补产情况看，已经有部分水泥企业根据最新要求的置换比例制定了产能置换方案，较多为减量置换，并陆续实施，但大规模实施预计在 2026 年。2025 年，受超产补产政策影响，水泥熟料产能或将会有所减少但减少规模或并不大。

图表 5 • 水泥行业新投产熟料生产线情况

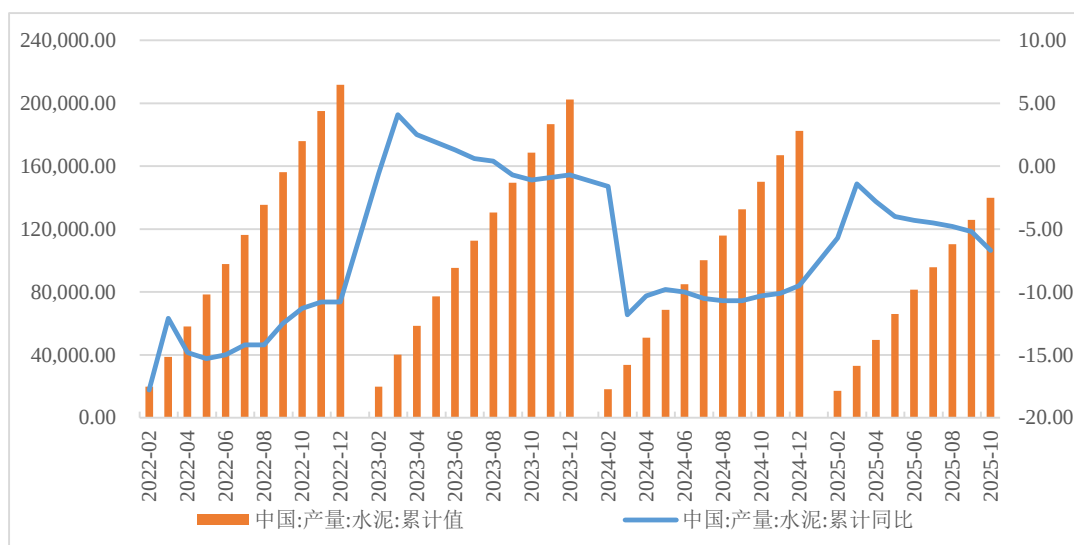
投产时间	水泥企业	设计产能	分布地点	置换方案	新增产能
2025 年 1 月	梅州皇马水泥有限公司	4600t/d	广东梅州	执行 1:1.25 的置换比例，关停 2500 吨/日生产线，并由控股股东关停其他子公司水泥产线做补充	或减少 34.5 万吨产能
2025 年 4 月	陕西声威水泥集团	4500t/d	陕西咸阳	非产能置换项目，为全新建设项目	新增产能 135 万吨

2025 年 5 月	赤峰山水远航水泥有限公司	4500t/d	内蒙古自治区赤峰市	“退城入园”等量搬迁技术改造项目	未新增产能
2025 年 6 月	重庆铜梁西南水泥有限公司	7300t/d	重庆市	1:1 等量置换	未新增产能
2025 年 10 月	分宜海螺水泥公司	4500t/d	江西新余	1:1 等量置换, 拆二合一迁建项目	未新增产能

数据来源：公开资料，联合资信整理

水泥产量方面，2025 年 1—10 月，全国水泥产量为 14.00 亿吨，同比下降 6.70%。2025 年以来，水泥熟料产能利用率在 30~60%之间徘徊，根据中国水泥网数据显示，截至 2024 年底，全国熟料产能 17.93 亿吨，全年水泥熟料在产产能利用率约 59.6%，水泥产能利用率约 50.8%，结合上文分析，判断 2025 年水泥行业熟料产能下降幅度应低于水泥产量下降幅度，水泥熟料产能利用率同比或继续下降，水泥行业供需失衡情况进一步加重。

图表 6 • 水泥行业产量情况（万吨、%）

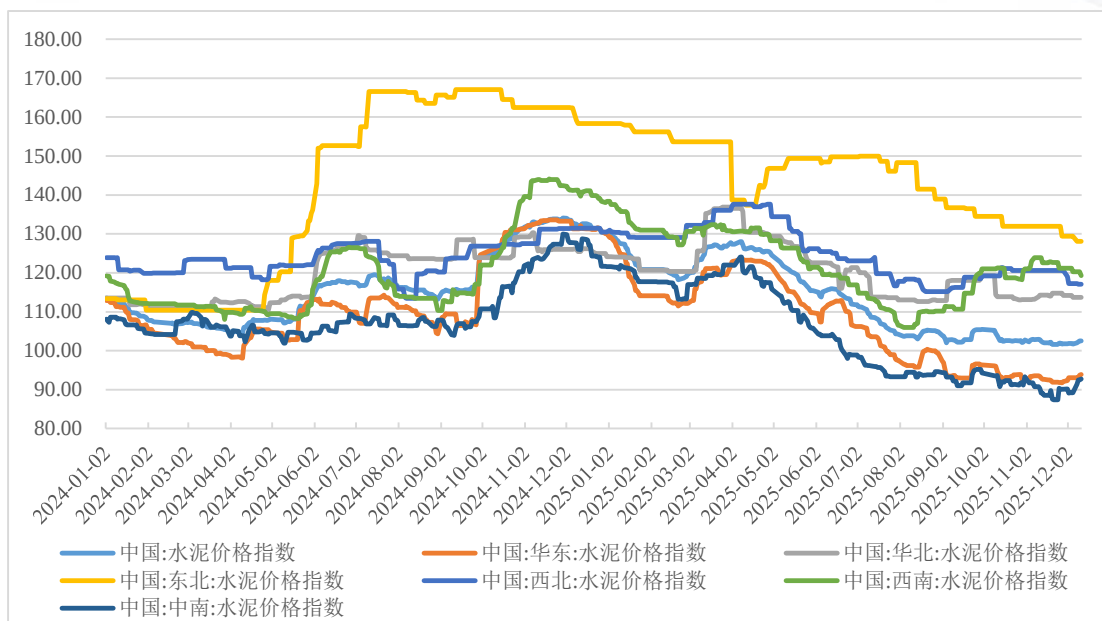


数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

受煤炭价格下降及行业竞争加剧影响，2025 年 4 月，水泥价格进入下行通道；受煤炭价格上涨、国家稳增长政策支持、企业推涨意愿强烈等因素影响，2025 年 8 月，水泥价格止跌并于底部盘桓；但东北区域和西南区域水泥价格变动趋势与其他区域存在较大差异；整体看，水泥价格依然处于低位运行。

从全国水泥价格指数环比看，2025 年 1—2 月，受春节放假停工等影响，水泥进入传统淡季，水泥价格继续进入下行通道；2025 年 3 月到 4 月上旬，水泥价格小幅波动回升，一方面系水泥企业盈利压力较大，推动水泥价格上涨意愿加强；另一方面系行业错峰停产措施执行较好，水泥产量下降，供需矛盾略有缓解。2025 年 4 月中下旬开始，水泥价格进入下行通道，一方面系煤炭价格持续下降，水泥企业盈利有所恢复；另一方面系进入二季度后，采暖季错峰停产结束，水泥企业陆续恢复生产，部分企业以价换量，致使水泥行业无序竞争加剧。2025 年 8 月份中旬，水泥价格止跌并开始底部震荡，之所以水泥价格可以止跌，一方面系 8 月下旬后水泥行业进入传统施工旺季，需求有所恢复；另一方面，水泥价格已经下降至很低水平，上游煤炭价格于 2025 年 8 月开始持续上涨，部分区域价格跌破成本线，水泥企业亏损加剧，稳价推涨意愿强烈；同时，2025 年 8 月，国家层面出台“稳增长工作方案”，对低价无序竞争进行治理，提振了行业企业信心。但行业需求依然疲软，供需矛盾依然存在，故水泥价格上涨支撑不足，呈现底部震荡。

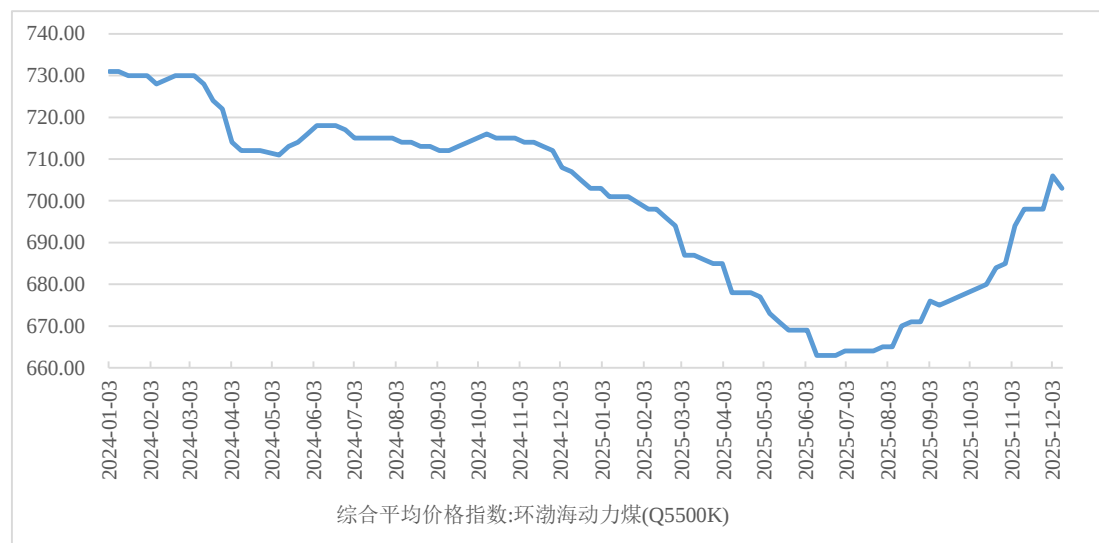
图表 7 • 2024 年以来水泥行业价格走势情况（单位：点）



从各区域水泥价格看，东北地区水泥价格与其他各区域水泥价格波动趋势存在较大差异，2025 年 4 月份以来，东北地区水泥价格呈现上升后企稳趋势，主要系东北地区冬季错峰生产，库存长时间维持低位，而随着春季基建项目的陆续开工等致使市场需求陆续恢复，致使 4 月份东北地区水泥供需偏紧平衡所致。进入 8 月后，东北地区水泥价格呈现逐步下降趋势，主要系此前东北地区水泥价格维持高位，进入 8 月后，水泥需求进一步下降，协同限产控制价格模式亦无法稳定水泥价格。但即使进入下行通道，黑龙江和吉林的水泥价格也依然保持相对高位，2025 年 12 月 5 日，哈尔滨（42.5 级，散装）和长春（42.5 级，袋装）普通水泥价格分别为 619.00 元/吨和 598.00 元/吨。

西南地区水泥价格自 2025 年 8 月以来，水泥进入上行通道，主要系西南地区自 2025 年 8 月或 9 月增加水泥停窑时间，如成都 8 月停窑 20 天，9 月停窑 15 天；昆明三季度累计停窑 50 天；重庆 9—10 月停窑不少于 30 天等，并且加强了协同限产执行力度。同时，叠加行业需求恢复及国家稳增长政策支持，水泥价格表现相较于其他区域存在较大差异。

图表 8 • 2024 年以来煤炭价格走势情况（元/吨）



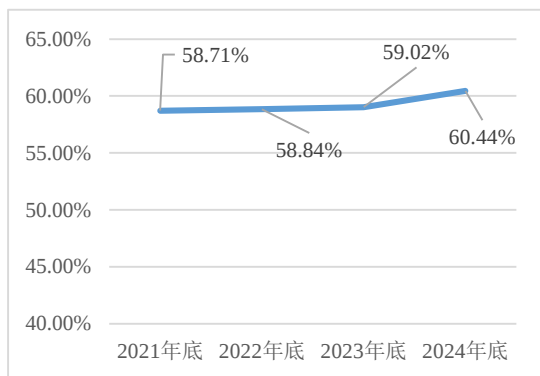
4 行业竞争格局

水泥行业竞争格局呈现全国充分竞争和区域市场寡头垄断竞争并存的特点。

从水泥行业竞争格局看，水泥行业企业众多，水泥产品同质化较为严重，特种水泥占比较小，主要为普通硅酸盐水泥，标准化程度高；且水泥行业价格、产能、产量等信息较为透明。受上述特点影响，水泥行业竞争呈现充分竞争格局。但水泥行业又呈现区域市场寡头垄断竞争。一方面，受单价低及重量大影响，水泥产品为短腿产品，公路运输的经济半径通常只有 200~300 公里；水运成本较低，可延伸至 500 公里以上，全国市场被天然分割成无数个区域性市场，在一个区域内，可能只有少数几家甚至一两家企业主导。另一方面，受政策等影响，目前水泥行业进入壁垒很高且行业集中度高，国家严禁新增产能，产能置换也存在种种限制，经过多年的竞合，水泥行业集中度已经提高到很高水平，2024 年底 CR10 为 60.44%，龙头企业在行业内具有极大影响力。

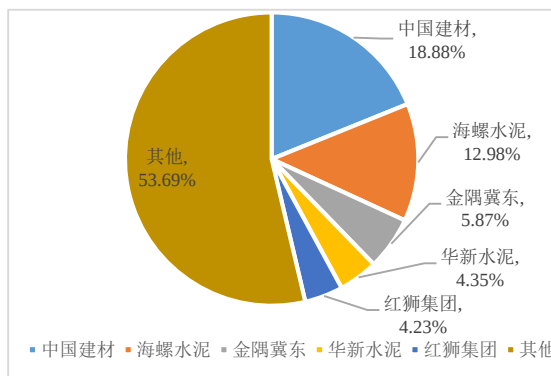
从水泥行业企业看，随着行业集中度的提高及行业产能限制政策的实施，水泥行业企业竞争格局基本已经稳定，行业企业竞争格局呈现“全国性巨头引领+区域龙头割据”的竞争格局。中国建材和海螺水泥作为行业两大巨头，引领行业发展，同时区域性龙头企业金隅冀东、华新水泥、红狮集团、华润建材等在各优势区域市场具备较强控制力。

图表 9 • 水泥行业 CR10 情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图表 10 • 2024 年水泥行业 CR5 情况



数据来源：Wind，联合资信整理

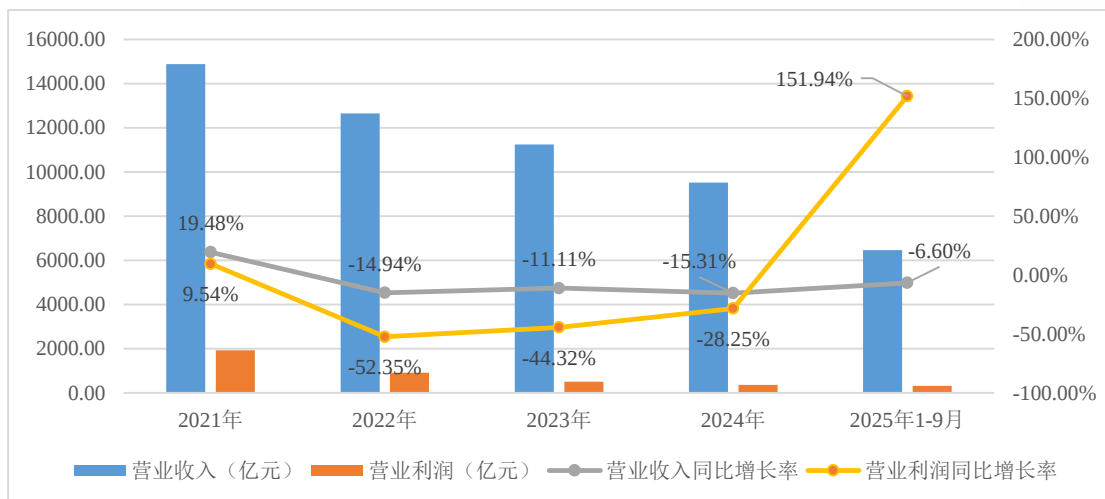
二、行业财务状况

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 月水泥价格的反弹及影响，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 11 • 水泥行业成长性指标



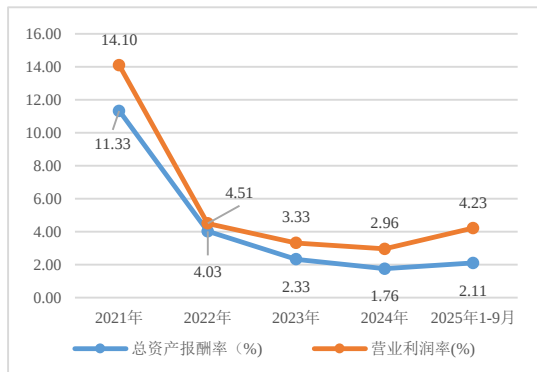
数据来源: Wind, 联合资信整理

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。

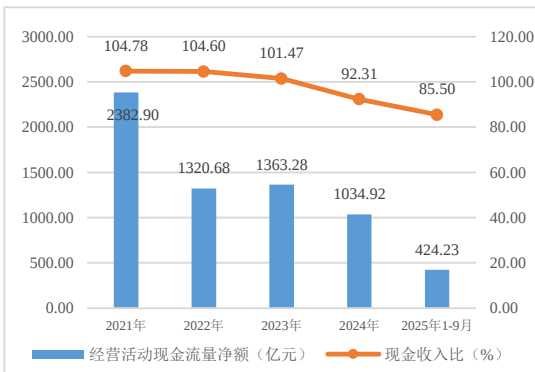
受水泥供需失衡，水泥价格下行至低位影响，2024 年，水泥行业盈利能力趋弱，营业利润率和总资产报酬率持续下行。2025 年前三季度，水泥价格有所反弹，营业利润率和总资产报酬率有所恢复。现金流方面，随着营业收入下降，2024 年水泥行业经营活动现金流量净额延续下降趋势，现金收入比亦有所下降，但仍保持在较高水平。2025 年前三季度，水泥行业经营活动现金流量净额和现金收入比进一步下行，但经营活动现金流净额仍为净流入。

图表 12 • 水泥行业盈利指标



数据来源: Wind, 联合资信整理

图表 13 • 水泥行业现金流情况



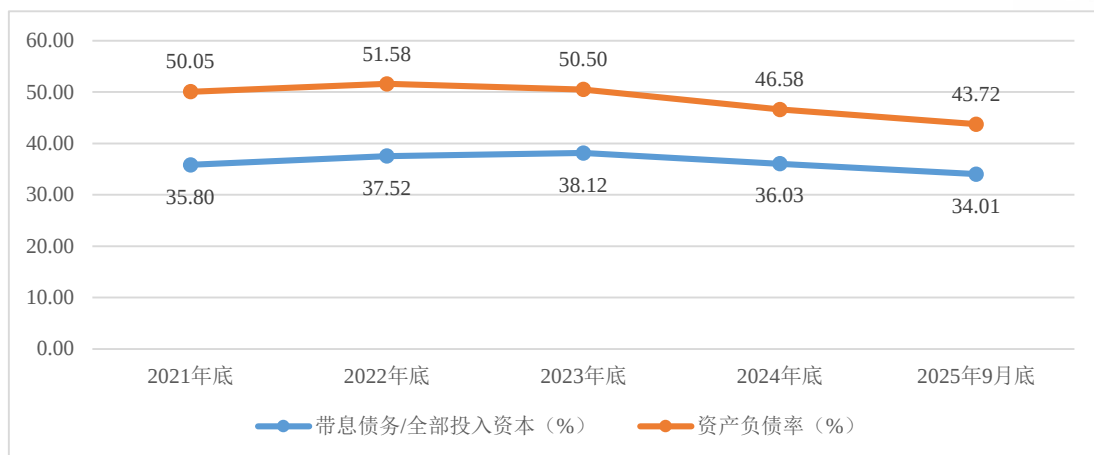
数据来源: Wind, 联合资信整理

3 杠杆水平

截至 2025 年 9 月底，水泥行业财务杠杆继续下降。

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。

图表 14 • 水泥行业财务杠杆指标



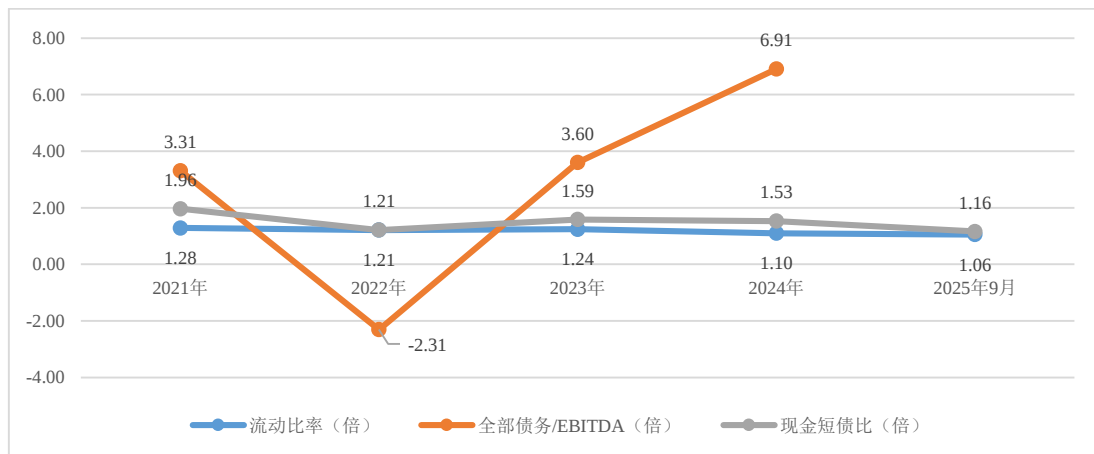
数据来源：Wind，联合资信整理

4 偿债水平

2025 年前三季度，水泥行业偿债指标恶化，但水泥行业经营获现能力较强，债务滚续压力不大。EBITDA 对债务的覆盖良好。

近年来，水泥行业企业偿债指标持续弱化。全部债务/EBITDA 呈下行趋势，2022 年因个别水泥企业亏损较为严重，使得行业平均全部债务/EBITDA 为负值。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，但水泥行业经营获现能力较强，债务滚续压力不大，长期偿债指标虽恶化，但 EBITDA 对全部债务的覆盖仍良好。

图表 15 • 水泥行业偿债指标



数据来源：Wind，联合资信整理

三、行业债券市场表现

2025 年以来，水泥行业面临一定的经营压力，但行业集中度较高，发债企业以高评级央国企为主，新发债以中长期债券为主，信用利差持续收窄，存续债整体偿还压力可控。

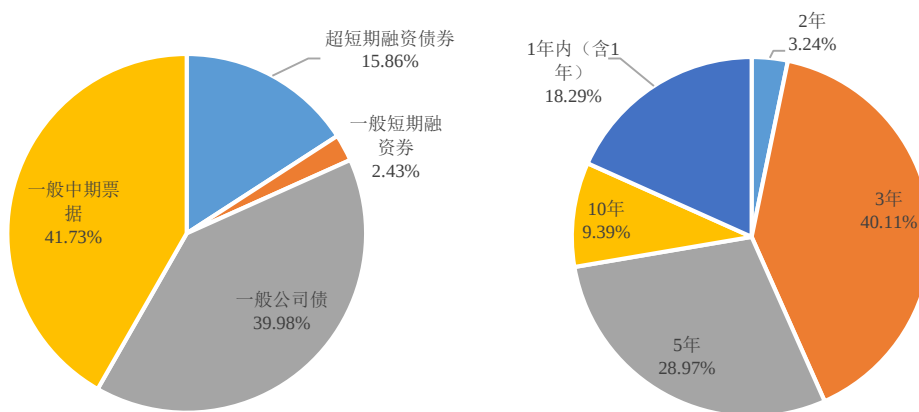
1 行业发债企业情况

一级市场情况：截至 2025 年 11 月底，水泥行业发债主体共计 16 家，2025 年以来，发债水泥企业信用评级保持稳定，未出现上调或下调的迁徙情况。

2 债券市场情况

2025 年 1—11 月，水泥行业新发债主体共 14 家，累计发行债券 55 支，发行金额累计 617.80 亿元。从品种结构看，随着企业融资成本的下行，一般中期票据和一般公司债占比较高，中长期债券发行规模提升，1 年内（含 1 年）债券占比下降至 18.29%。

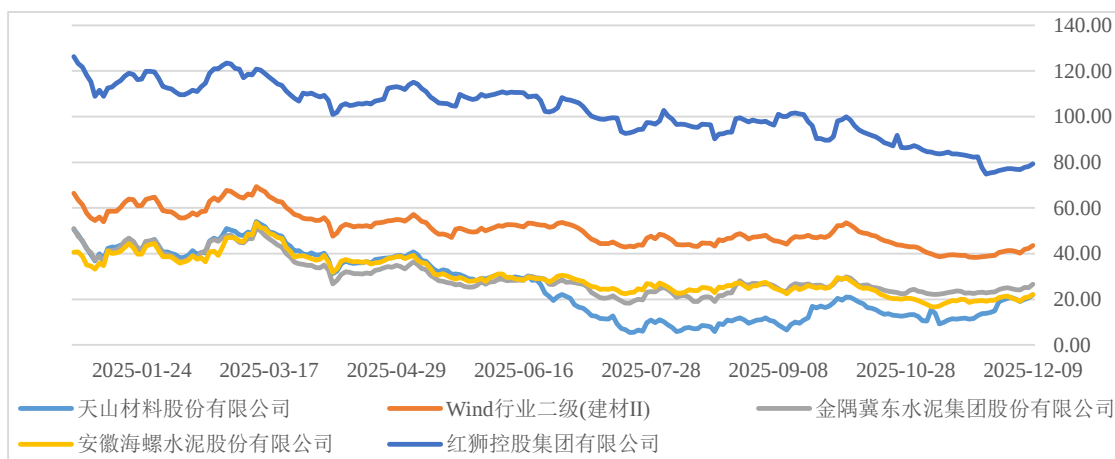
图表 16 • 水泥行业企业 2025 年 1—11 月债券发行类型与期限结构情况（单位：期、亿元）



注：债券样本不包括结构化产品及可转债
资料来源：Wind，联合资信整理

发行成本方面，2025 年以来，随着国债收益率的下行及信用利差的收窄，主要水泥企业信用债利差呈下行趋势，发行成本持续降低。

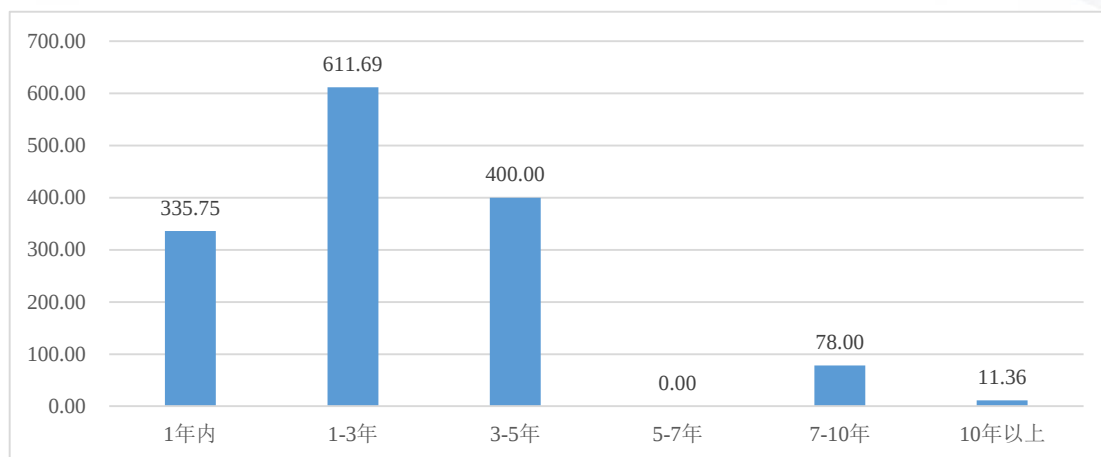
图表 17 • 2025 年水泥企业信用债利差走势（单位：BP）



注：债券样本不包括结构化产品及可转债
资料来源：Wind，联合资信整理

债券到期方面，截至 2025 年 12 月 10 日，水泥行业发债企业存续债规模 1436.79 亿元，其中存续债规模较大的主要为高评级央国企，期限以 1—3 年为主，整体偿还压力可控。

图表 18 • 水泥行业企业 2025 年 12 月 10 日债券到期期限分布情况（单位：亿元）



注：到期日按回售日计算
资料来源：Wind，联合资信整理

四、展望

2025 年以来，房地产行业投资规模继续下降，且降幅扩大；同时基建投资增幅放缓并于 2025 年 1—10 月呈现负增长，对水泥行业需求拉动作用减弱，整体看，水泥的需求端延续疲软态势。2025 年 1—10 月全国水泥产量同比继续下降，且下降幅度大于产能下降幅度，水泥行业供需失衡情况进一步严重。受煤炭价格下降及行业竞争加剧影响，2025 年 4 月，水泥价格环比进入下行通道；2025 年 8 月以来，受煤炭价格上涨、国家稳增长政策支持、企业推涨意愿强烈等因素影响，水泥价格止跌并于底部盘桓；整体看，水泥价格依然处于低位运行。受水泥价格同比增长影响，水泥行业样本企业营业收入降幅收窄，叠加煤炭价格同比下降影响，水泥行业样本企业盈利有所恢复，杠杆水平继续下降，但整体看，水泥行业经营效益仍处于低位，行业仍存在较多亏损企业。

展望未来，需求端方面，短期看，上游煤价或仍将处于缓慢上升状态，但预计短期内难以大幅上升。水泥下游需求短期内仍难以修复，2026 年为“十五五”开局年，预计 2026 年基建投资或将保持一定强度，但房地产行业受近年来房企拿地、销售及新开工面积的持续下降等因素影响，房地产开发投资仍难恢复继续保持负增长，水泥行业下游需求仍较弱。长期看，随着传统基建投资的持续下降，基建投资（不含电力）投资或将呈现负增长；房地产开发投资下降到一定规模后维持稳定，水泥行业需求将会进一步下降。供给端方面，短期看，考虑各企业 2025 年底确认的“补超产”方案的落地实施，水泥行业熟料产能或将实现实质性减少，但水泥行业产能已经进入深度过剩阶段，“补超产”政策能够一定程度上缓解产能过剩情况，但无法解决行业产能过剩局面，行业供需失衡情况仍需坚持实施强力度的错峰停产及协同停产等措施来调节。从长期看，采取直接或间接去产能政策势在必行，或通过行业企业兼并重组淘汰落后产能，或通过“双碳目标”相关政策和措施促进行业落后产能退出。但整体看，水泥行业产能退出因路径依赖和地方阻力进展缓慢，产能下降速度或无法跟上需求下降速度，行业供需失衡将是常态。水泥价格方面，在行业供需失衡的大背景下，水泥价格或将持续处于低位徘徊，但受成本变化、政策影响，或呈现阶段性修复；同时行业呈现区域寡头格局，龙头企业具备一定的协同稳价能力，故各区域水泥价格或存在一定差异。

债券市场方面，水泥行业债券融资主体仍将以高信用等级的央企和国企为主，水泥行业债券市场整体信用风险可控。2026 年需要重点关注水泥行业发债企业受下游需求疲弱、区域市场行情波动、债务集中到期等因素对其效益和流动性等方面的影响。

整体看，水泥行业信用品质表现一般，预计行业信用风险将保持稳定。

相关研究

[《2025 年半年度水泥行业信用风险总结与展望》](#)
[《2025 年度水泥行业分析》](#)

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。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。