

行业展望

2024 年 1 月

目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	10
结论	13
附表	15

联络人

作者

企业评级部

汪莹莹 010-66428877
yywang@ccxi.com.cn

杨雨茜 010-66428877
yqyang@ccxi.com.cn

刁慧然 010-66428877
hrdiao@ccxi.com.cn

其他联络人

刘洋 010-66428877
yliu01@ccxi.com.cn

杨傲楠 010-66428877
adyang@ccxi.com.cn

中国水泥行业展望，2024 年 1 月

2023 年错峰限产等政策持续发力，但在房地产投资下滑及落后产能退出较慢的情况下，水泥行业供需失衡加剧，竞争激烈导致行业整体经营效益进一步下滑，长期需求不足仍是制约行业回暖的首要因素，绿色低碳化和产能置换是行业高质量发展的关键，水泥企业将持续面临转型发展和盈利压力。

中国水泥行业的展望维持稳定弱化，中诚信国际认为，未来 12~18 个月该行业总体信用质量较“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平。

摘要

- 2023 年以来基建投资增速趋缓，房地产行业修复缓慢，水泥行业需求萎缩，2024 年水泥行业回暖程度取决于万亿国债及“三大工程”落地效果，但行业需求长期下行是经济结构转型发展的必然结果。
- 2023 年水泥产量连续第三年负增长，水泥企业产能置换及新建产能速度放慢，虽各地区错峰生产和停窑时间有所延长，但产能过剩矛盾未得到缓解，行业库存处于高位，新投产项目多的区域面临更大的产能消化和竞争压力，需关注未来实际产能去化进展和联合重组情况。
- 2023 年以来水泥行业严监管态势延续，但低效产能出清速度较慢，随着淘汰落后产能及节能降碳政策持续强化，健全碳排放核算体系及研究水泥行业纳入全国碳排放权交易市场等保障措施不断跟进，未来政策执行效果有待观察。
- 2023 年水泥价格整体延续波动下行走势，加之煤炭价格高位震荡，行业经营效益进一步下滑，债务保持增长但增速放缓，且主要由大型水泥企业集团驱动，信用风险相对可控，但产能规模小和区域布局单一的中小企业经营压力更大，需对其流动性管理及财务弹性保持关注。

一、分析思路

水泥行业的信用基本面主要从供需两个维度进行分析，供给端主要分析目前行业内整体产能、产量情况，以及供给侧改革和环保政策对水泥行业供给格局的影响，需求端主要分析下游行业发展阶段和投资节奏对水泥需求的拉动作用，并对上述供需影响下水泥价格的走势作出预测，最后结合上游材料价格波动以及企业经营策略进行综合判断。

二、行业基本面

2023年以来，需求支撑不足使得水泥产量连续第三年负增长，水泥企业产能置换投资及新建产能速度放慢，虽各地区错峰生产和停窑时间有所延长，但产能过剩矛盾未得到缓解，行业库存处于高位，新投产项目多的区域或面临更大的产能消化和竞争压力，需关注未来实际产能去化进展和联合重组情况

从水泥供给端来看，2023年去产能化进程持续推进，淘汰落后产能、严控新增产能的政策方向没有变化，新建产线建设进度和投产时间也在推迟，自“十三五”时期以来，水泥行业整体熟料设计产能规模保持相对平稳，但技术改造等带来一定的产能提升，且实际产能规模明显大于设计产能规模，行业产能过剩的局面长期存在。

根据中国水泥协会数据，2017~2022年，全国（不含港澳台地区，下同）新增水泥熟料生产线109条，新增熟料设计产能约1.69亿吨，截至2022年末，全国新型干法水泥生产线累计共有1,572条（剔除已关停和拆除生产线，不包括日产700吨以下规模生产线），全国熟料设计总产能由2017年的18.2亿吨增加至2022年的18.4亿吨，设计产能基本持平。2023年1~11月，根据公开信息整理，全国新投产水泥熟料产线14条，上述产线大多分布在湖南、山东、贵州等地，投产项目的熟料设计年产能合计约2,020万吨，较2022年下降约300万吨，基本为延期投产的减量置换项目，在不考虑技改等提升产能的情况下，2023年熟料设计年产能预计将下降约120万吨，但2023年末实际熟料年产能预计仍将超过20亿吨。从产能区域分布¹来看，中南、华东和西南地区的熟料产能规模占全国比重均超过20%，2017年至今，上述区域的新点火产能较多，尤其是跨省置换产能流入较多的广西、云南、贵州等地，新点火产能居全国前列，对当地产能控制带来一定冲击。产能集中度方面，根据中国水泥协会数据，截至2022年末，前50家和前10家大企业集团的熟料产能占全国总产能的比重分别为77%和57.9%，产能集中度提升效果不明显。此外，华东和东北地区前50家大企业集团的产能占该区域比重均在70%左右，产能集中度相对更高，除京津以外的华北地区和西南地区大企业集团的产能占比在50%左右。根据国务院办公厅于2016年发布的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，提出“到2020年，水泥熟料产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右”的目标任务，但截至2022年末部分区域

¹六大区域具体划分如下：华北地区包括北京、天津、河北、山西、内蒙古5省市；东北地区包括辽宁、吉林、黑龙江3省；华东地区包括上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东7省市；中南地区包括河南、湖北、湖南、广东、广西5省；西南地区包括海南、重庆、四川、贵州、云南、西藏6省市；西北地区包括陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆5省。

尚未实现，产能集中度仍有较大提升空间。

产量方面，受整体市场需求疲软影响，中国水泥产量已连续3年下滑，据国家统计局数据显示，2022年和2023年，全国水泥产量分别为21.18亿吨和20.23亿吨，同比下降10.8%和0.7%。**2023年分季度来看**，一季度为错峰停窑淡季，部分地区执行错峰生产和停窑时间延长，窑线运转率和水泥熟料库存同比均小幅下滑，但在春节后基建强劲发力的带动下，一季度水泥产量同比上升约4.0%；二季度为传统施工旺季，基建依然发挥托底作用但需求缓慢减少，由于资金短缺导致新开工不足、已开工项目进展缓慢以及雨水天气等因素影响，水泥需求弱于2022年同期，4月部分地区主动开展错峰生产计划或长期“开一停一”，5月窑线恢复正常运转，部分地区停窑减产效果不明显，综合影响下，二季度水泥产量同比下降约6.6%，但熟料库存压力加大；三季度水泥需求呈先抑后扬趋势，同时，过去两年因不可抗力因素导致计划投产的熟料产线集中延后至2023年，上半年新投产的项目陆续释放部分产能，水泥价格触底导致部分企业亏损，8月部分地区陆续开展错峰停窑且时间同比延长，9月窑线运转率环比回升但仍处于低位运行状态，三季度水泥产量同比下降约7.5%；10月份以来，重点项目发力抢工期支撑水泥市场，但整体需求弱于2022年同期，11月北方地区陆续停工，且企业继续执行错峰生产以消耗熟料库存，水泥产量同比小幅下降，熟料库存压力略有缓解。

分区域来看，2023年1~11月，全国六大区域市场中，房地产投资需求贡献更大的华东、中南和西南地区水泥产量均同比有所下滑，且中南地区降幅最大，主要受河南、湖北等省份市场需求不佳影响；华北、东北和西北地区在重点项目支撑下实现同比增长，其中，西北地区因其交通网络相对发达程度不高及水泥的区域性特征等影响，各年度间产量波动最小。华东和中南地区依然是我国水泥产量最高的两大区域，华东地区产量占比基本稳定在34%左右，中南地区产量占比同比下降2个百分点至25%，其中，河南水泥产量累计同比下降15.53%至8,979.10万吨，受此影响，2023年1~11月水泥产量过亿吨省份由2022年同期的7省减少至6省，广东、安徽、江苏、山东、浙江、四川6个产量过亿的省份产量合计7.27亿吨，约占全国的38.93%，同比基本持平。此外，通过对水泥熟料设计产能及水泥产量数据的比较分析可以看出，六大区域中水泥熟料产能利用率²由高到低依次为华东、中南、西北、西南、东北、华北，具体来看，中南地区和西南地区近年来产能置换较多的广西、贵州、云南等省份，水泥产能利用率相对不高，需关注未来实际产能去化情况。

整体来看，2023年以来地产下行周期持续，且基建托底作用不及2022年同期，水泥产量实现自2021年以来的第三年负增长，虽然部分地区水泥错峰生产执行周期和停产时间均有不同程度的延长，但过去两年延期的产能置换项目集中在当年投产并释放一定产能，且实际产能大于设计产能规模，实际产能利用率有所下降，产能置换较多及大企业产能集中度不高区域的产能利用不足现象更加突出。**中诚信国际关注到**，过剩且分散的产能

² 按照国标《通用硅酸盐水泥》(GB175-2007)，普通硅酸盐水泥(P.O)熟料+石膏含量值应为“大于等于80%且小于95%”，实际生产P.O42.5、P.C42.5及32.5水泥过程中(市场主流使用标号)，需要的熟料含量基本维持在50%~80%之间。目前无法获取关于水泥实际产能的可靠数据，但基于市场主流使用标号的水泥与熟料之间的比例关系以及水泥产量，可大致推断出水泥产能利用情况的相对表现。

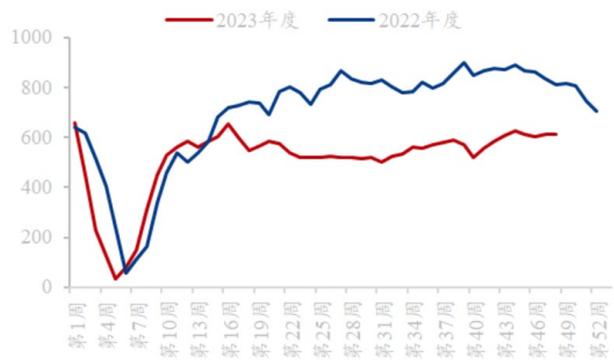
使得行业自律生产执行效果不佳，激烈竞争带来的企业效益下滑亦不利于行业长期健康发展，在行业规模不断收缩及中小企业面临亏损挑战的背景下，行业资产重组进程有待加速。

图 1：近年来全国水泥产量及增速情况



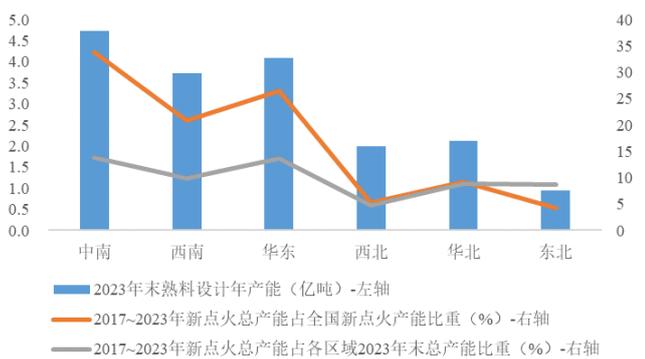
资料来源: wind, 中诚信国际整理

图 2：2022~2023 年全国水泥出库量（万吨）



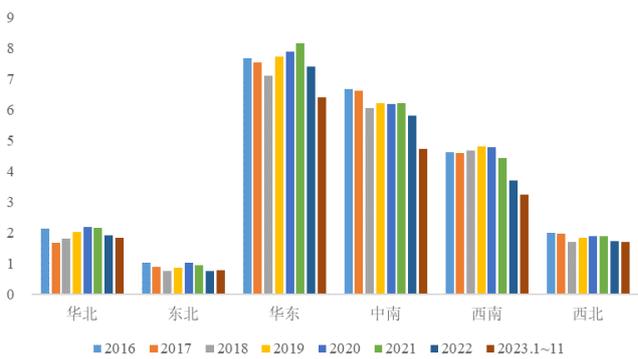
资料来源: 钢联数据、百年建筑

图 3：2017~2023 年六大区域新点火熟料生产线情况



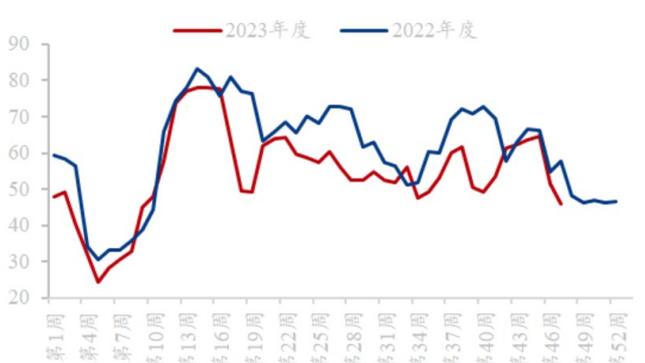
资料来源: wind, 中诚信国际整理

图 4：近年来主要区域水泥产量情况（亿吨）



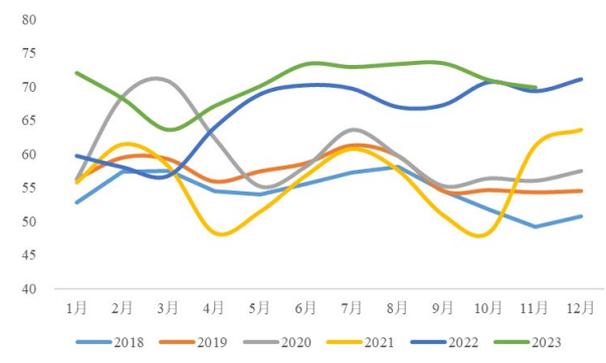
资料来源: wind, 中诚信国际整理

图 5：2022~2023 年全国水泥熟料密线运转率走势



资料来源: 钢联数据、百年建筑

图 6：全国水泥库容比变化情况（%）



资料来源: wind, 中诚信国际整理

低碳绿色发展和产能置换是目前水泥行业供给变化的最重要影响因素，2023年以来水泥行业严监管态势延续，但低效产能出清速度较慢，随着淘汰落后产能及节能降碳政策持续强化，健全碳排放核算体系及研究水泥行业纳入全国碳排放权交易市场等保障措施不断跟进，未来落后产能退出及低碳技术发展情况值得关注

水泥作为能源资源密集型行业，碳排放量占全球碳排放总量比重约7%。根据中国建筑材料联合会数据，我国水泥行业碳排放量约占建材行业碳排放的83%、全国碳排放总量的10%，碳减排是水泥行业长期任务。近年来，需求低迷导致水泥产量下滑，加之企业技术改造并加大环保投入，水泥行业节能减排目标实施具有一定阶段性成果，水泥行业碳排放总量自2020年达到峰值后持续下降，2021~2022年水泥行业二氧化碳排放量较2020年累计下降13.9%，预计这一趋势将在2023年延续。此外，中国水泥行业存在长期的产能过剩问题，随着国内经济结构转型发展，未来供需失衡局面将更加严峻，淘汰低效和过剩产能、严禁各种形式的新增产能至关重要。低碳绿色发展和产能置换是目前水泥行业供给变化的最重要影响因素，也是当前产业政策的主要发力点。

产能置换政策方面，继2022年11月国家发改委等四部门联合印发《建材行业碳达峰实施方案》以来，2023年全国各省陆续发布碳达峰工作方案或行业改造提升行动计划等，强化水泥产量只减不增的总量控制目标、加快淘汰低效落后产能（主要针对2,500吨/日及以下熟料产线）、提高水泥项目产能置换比例及降低熟料单位产品综合能耗等重要任务。另外，根据国家发改委于2023年7月发布的《产业结构调整指导目录（2023年本，征求意见稿）》，调整确定鼓励类、限制类和禁止类产业目录，各省、自治区、直辖市人民政府后续将结合自身产业发展实际来制订具体措施，预计未来将进一步加快对落后产能的清理、退出等工作。**低碳绿色发展政策方面**，根据工业和信息化部、国家发展改革委、财政部等八部门于2023年8月联合印发《建材行业稳增长工作方案》，建材行业稳增长的主要目标包括：2023~2024年，水泥行业能效标杆水平以上产能占比超过15%。截至2023年上半年，水泥熟料单位产品综合能耗比2020年下降3%，达到或优于能效标杆值的水泥熟料产能占比达到13%，比2020年提升超过10个百分点³，未来产线增效减排压力仍较大。同时，《建材行业稳增长工作方案》中提出研究推动水泥行业纳入全国碳排放权交易市场，目前亦正在针对超低排放评估监测程序和方法建立明细指导并统一标准。根据中国水泥协会测算，若取消免费配额，熟料生产企业碳排放履约成本将达38.77元/吨熟料⁴，增加的履约成本很可能由水泥企业自身承担，小企业迫于成本压力或将加快出清，同时，政策的实施也将有益于推动企业加大绿色低碳关键技术研发。

表1：2023年以来水泥行业相关的重要政策/信息一览表

发布日期	部门	政策	主要内容
2023.2	中共中央 国务院	《质量强国建设纲要》	加强建材质量监管，加大对外墙保温材料、水泥、电线电缆等重点建材产品质量监督抽查力度，实施缺陷建材响应处理和质量追溯。开展住宅、公共建筑等重点领域建材专项整治，促进从生产到施工全链条的建材行业质量提升。

³数据引用自中国建筑材料联合会会长阎晓峰在2023年建筑材料行业大会上发言。

⁴以水泥熟料二氧化碳排放强度为0.85吨CO₂/吨熟料，全国碳排放配额成交均价为45.61元/吨进行推算。

2023.06	生态环境部	《关于推进实施水泥行业超低排放的意见（征求意见稿）》	推动现有水泥企业超低排放改造，到 2025 年底前，重点区域取得明显进展，50% 左右的水泥熟料产能完成改造；到 2028 年底前，重点区域水泥熟料生产企业基本完成改造，全国力争 80% 左右水泥熟料产能完成超低排放改造。严格执行产能置换政策，加大对过剩产能控制力度，坚决遏制违规新增产能，重点区域严禁新增水泥熟料产能。鼓励企业在超低排放改造时统筹开展减污降碳和清洁生产改造，积极探索污染物和温室气体协同控制工艺技术，到 2025 年，完成 8.5 亿吨水泥熟料产能清洁生产改造。
2023.06	国家发改委、工信部、生态环境部、国家市场监督管理总局、国家能源局	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》	水泥熟料单位产品综合能耗的标杆水平和基准水平分别为 100 千克标准煤/吨和 117 千克标准煤/吨
2023.7	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2023 年本，征求意见稿）》	鼓励类： 建筑材料等矿产资源的共生矿产综合利用、水泥原燃材料替代及协同处置技术；水泥行业超低排放技术；水泥生产制备全氧燃烧、富氧燃烧；新型干法水泥窑生产特种水泥工艺技术及产品的研发与应用；粉磨系统节能改造（水泥立磨、生料辊压机终粉磨等）等。 限制类： 2000 吨/日（不含）以下新型干法水泥熟料生产线（特种水泥生产线除外），60 万吨/年（不含）以下水泥粉磨站等。 淘汰类： 1、干法中空窑（生产铝酸盐水泥等特种水泥除外），水泥机立窑，立波尔窑、湿法窑，直径 3 米（不含）以下水泥粉磨设备（生产特种水泥除外）；2、无覆膜塑编水泥包装袋生产线，水泥包装袋缝底袋（两底需由缝线缝合）的生产和使用
2023.8	工信部、国家发改委、财政部、自然资源部、生态环境部、住房城乡建设部、商务部、金融监管总局	《建材行业稳增长工作方案》	处理好短期和长期、发展和减排的关系，加快推动水泥、平板玻璃等传统产业升级。2023~2024 年，建材行业稳增长的主要目标包括：行业保持平稳增长，水泥、玻璃、陶瓷行业能效标杆水平以上产能占比超过 15%。支持特种水泥、快凝材料等优化产能布局，提升应急条件下材料供给能力。研究推动水泥行业纳入全国碳排放权交易市场。实施差异化水泥错峰生产，并加强监督执法等。
2023.11	生态环境部	《关于做好水泥和焦化企业超低排放评估监测工作的通知（征求意见稿）》	为规范水泥企业超低排放评估监测工作，统一超低排放评估监测程序和方法
2023.11	国务院	《空气质量持续改善行动计划》	到 2025 年，全国地级及以上城市 PM2.5 浓度比 2020 年下降 10%，重度及以上污染天数比率控制在 1% 以内；氮氧化物和 VOCs 排放总量比 2020 年分别下降 10% 以上。大力发展新能源和清洁能源，到 2025 年，非化石能源消费比重达 20% 左右，电能占终端能源消费比重达 30% 左右。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

中诚信国际认为，低效产能出清是优化行业竞争环境的关键手段，通过限制和淘汰落后生产能力，防止盲目投资和低水平重复建设，有助于推动产业结构优化升级；绿色低碳技术研发是提升产业竞争优势的重要举措，在持续严监管环境下，排放不合规的中小水泥企业面临更大压力，有助于行业整合及绿色低碳化发展。

2023年以来基建投资增速趋缓，地产行业修复缓慢，对水泥需求支撑不足，万亿国债及“三大工程”等稳增长政策为2024年水泥需求企稳创造一定条件，但行业需求长期下行是经济结构转型发展的必然结果

需求端方面，水泥需求与固定资产投资呈正相关，其中基建和房地产投资是水泥需求的重要影响因素。2022年固定资产投资平稳增长，其中基础设施投资保持较快增速，但其中与水泥强相关的道路运输业、铁路运输业投资远低于基建投资整体增速，对水泥需求的托底作用有限，且受持续低迷的房地产市场拖累，全年水泥需求降至近11年新低。2023年，全国固定资产投资（不含农户）为50.30万亿元，同比增长3.0%，其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长5.90%，地方政府和城投平台的资金压力限制了以道路运输业为代表的部分基建项目的投资能力，基建投资增长趋缓；2023年，道路运输业投资实现负增长，铁路运输投资同比保持两位数高速增长，对水泥需求起到一定支撑作用。地产投资方面，居民收入预期弱、房价下跌预期、地产开发商信用

风险等因素仍然制约市场修复节奏，2023年，房地产开发投资同比下降9.6%，商品房销售面积、新开工面积、施工面积等指标仍承压，难以提振水泥需求，行业需求整体向下。

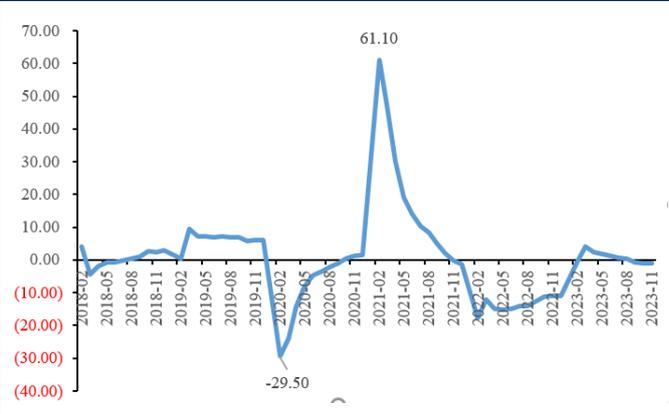
目前，我国的户籍城镇化率、人均铁路里程、人均公路里程等与美国、日本等发达国家相比仍有一定差距⁵，长期来看我国人均基建水平仍有提升空间，对水泥需求形成支撑。短中期来看，资金为制约我国基础设施投资增速的核心因素，在中央经济工作会议“防范化解风险”政策主线下，化债仍将是2024年的一项关键工作，地方性基建投资大幅增长受到一定约束，但由中央财政资金保障的基础设施建设投资将发挥更重要的作用，如2023年第四季度完成发行的万亿国债，在2023年和2024年通过转移支付的方式分别下达地方，资金主要投向水利等防灾、减灾及灾后重建项目，对水泥需求产生拉动作用，而公铁水路投资增速随着其资产回报水平的下降或将放缓，根据粗略估算，每亿元公路和铁路投资拉动的水泥需求高于水利投资，因而2024年基建对水泥需求的整体拉动作用仍存在不确定性。另一方面，2023年7月底中央政治局会议后，房地产行业一系列政策支持措施对稳定市场起到积极作用，但政策效果持续性不足，房地产市场销售下行压力较大，从需求角度来看，楼市终端销售的改善，到房地产投资数据的好转，再到水泥需求用量变化的过程有约6个月左右滞后期，终端销售无明显起色对水泥需求难以形成有效支撑。但在2023年12月举行的中央经济工作会议中再次明确指出，2024年要积极稳妥化解房地产风险、加快推进“三大工程”建设、加快构建房地产发展新模式这三大重要工作目标，且央行将为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持，若后续项目落地速度加快，或将为2024年房地产投资形成托底作用，并对水泥需求带来利好。整体来看，2024年水泥需求仍面临一定压力，万亿国债及“三大工程”等稳增长政策为水泥需求企稳创造一定条件，但从中长期来看，水泥需求恢复至历史高点的可能性很小，需求长期下行是经济结构转型发展的必然结果。

图 7：近年来我国固定资产投资增速变化情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

图 8：近年来水泥产量增速变化情况 (%)



⁵ 2022年中国城镇化率为65.22%。2022年美国/日本城镇化率分别约为83%/92%；2021年，中国/美国人均铁路里程分别为1.07/4.47公里/万人，中国/美国人均公路里程分别为37.38/202.77公里/万人。

在供需结构性失衡及煤炭价格同比回落影响下，2023年水泥价格降至历史低位后反弹动力不足，部分区域跌破现金成本使得企业盈利空间大幅收缩，掌握优质矿山资源和产业链完整度高、规模优势突出、生产成本低、拥有其他优质资产的企业安全垫更高，但需关注多元化业务拓展带来的潜在风险

2023年以来全国水泥价格整体低位下行。1~2月，受春节假期影响，市场需求较弱，3月南方地区已基本恢复正常施工，北方地区需求也逐步提升，需求出现阶段性改善，并且企业严格执行错峰生产，水泥库容比有所下降，价格触底回升。受房地产行业持续调整及基建项目资金短缺等影响，4、5月份未出现传统季节性旺季上升行情，6~8月，受降雨、高温的影响，需求持续减弱，前三季度全国平均水泥发货率约为53.8%，较上年同期下降1.4个百分点，较2019年下降两成以上。此外，由于库存持续高位运行，促使水泥价格持续下探，9月价格创自2017年3月以来新低。10月以来，南方水泥市场进入旺季，库容比略有下降但仍处于历史高位，并且由于多区域水泥价格已经跌至现金成本价附近，部分地区企业积极推动价格上调，价格指数呈小幅回升趋势，11月全国水泥价格月度平均指数110.92，环比增长3.45%，同比下降27.91%。分区域来看，六大区域水泥价格走势与全国水泥价格大致相同，但因不同区域市场需求变化幅度及市场竞争激烈程度的差异化，价格变动幅度略有不同。根据中国水泥网数据，2023年11月华北地区水泥价格指数降幅接近30%，为六大区域中跌幅最大，一方面系需求恢复不足，另一方面由于其2022年价格居六大区域首位，2023年其他区域供应流入导致供需错配加剧；华东和中南地区价格跌幅位于华北地区之后，主要因其水泥耗用量居前两位且交通便利，市场竞争更加充分，水泥企业为争取市场份额会牺牲部分价格因素，此外，西南地区因大多数省份需求较弱且大企业集团的产能集中度相对其他区域更低，市场竞争压力亦较大，价格跌幅与华东和中南地区较为接近；而对于以基建需求拉动为主且交通便利度不高的西北地区，水泥价格受其他区域价格扰动更少，2023年价格跌幅最小（接近16%），且11月在六大区域中水泥价格指数最高。目前，华东、中南和西南地区价格处于历史相对低位，12月部分区域年底赶工以及错峰停窑导致供应减少，加之企业主动提价，水泥价格已有一定反弹，但持续的价格上行仍有赖于需求的恢复，目前市场驱动力仍稍显不足。总体来看，水泥行业充分竞争，价格水平受供需关系影响很大，虽然目前库存仍处于高位，需求尚未企稳，但部分区域水泥价格已接近现金成本区域，企业通过停窑限产、延长错峰生产天数等控制供应量以达到推涨价格的动机较强，短期内水泥价格下行压力可控。

图 9：近年来全国及各区域水泥价格指数走势图

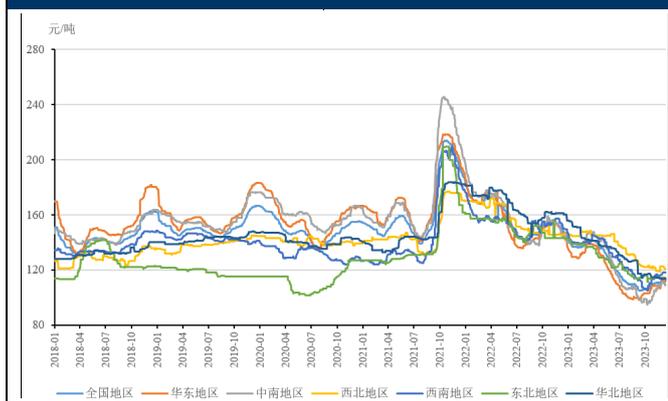
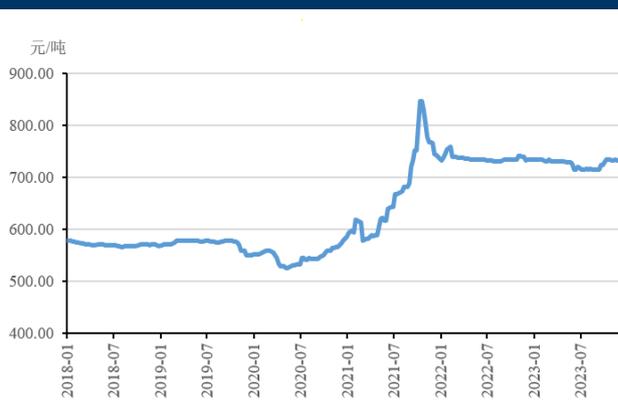


图 10：近年来动力煤价格指数走势



资料来源：中国水泥网，秦皇岛海运煤炭交易市场协会，中诚信国际整理

从成本端来看，采用新型干法生产工艺的水泥企业，煤电合计在水泥熟料生产成本中占比在60%左右，其中煤炭在总成本中占比近40%，是影响水泥生产成本的重要因素。2023年以来，煤炭供需关系相对稳定，企业积极开展煤炭增产保供稳价工作，煤炭价格居相对高位窄幅震荡，全年均价较2022年有所回落。根据秦皇岛海运煤炭交易市场协会数据，11月末动力煤价格指数与上年同期持平。但2023年水泥价格持续走低导致水煤价差大幅下滑，中国水泥指数网数据显示，11月全国水泥煤价差指数（CCPDI）跌至98.55，水泥企业盈利持续承压，数字水泥网数据亦显示，预计2023年前三季度全国水泥企业利润总额同比下降60%左右，处于2011年以来同期盈利低位，利润总额和销售收入均为近八年以来同期最低。为此，水泥企业加大降本力度，通过加强与大型煤企合作、开拓新的采购渠道和资源等方式降低燃料成本，同时，通过精细化生产控制以降低煤电耗用量，并加大技术研发以寻找替代燃料等降低能源成本。中诚信国际认为，2024年煤炭供需量均将平稳增长，在进一步落实中长期合同制度以优化稳定煤炭供应的政策背景下，预计国内煤炭价格将保持相对稳定，水泥企业成本压力预计不会大幅上升，但仍然是制约企业利润回升的重要因素之一。

在行业产能持续过剩、需求反弹趋势不明确以及环保压力加大的背景下，水泥企业通过多种方式开源节流，以稳定经营业绩并培育新的业务增长点。开源方面，水泥企业通过产业链纵向延升和多元化业务拓展等方式培养第二成长曲线，并通过国际化寻找更多的市场机会。第一，产业链纵向延升方面，水泥企业向上游发展毛利率较高的骨料业务、向下游延伸至混凝土等以增强终端市场控制力，以华新水泥为例，目前以骨料和混凝土为主的非水泥业务已成为其利润的重要贡献点，但仍需关注市场需求变化及企业投资回报率情况。第二，跨行业发展方面，水泥企业主要向新能源和新材料等领域做战略布局，新能源以进入门槛相对较低的光伏电站项目投资布局为主，还有少部分企业如红狮控股集团有限公司等通过企业并购布局硅料行业，此外，还会通过与新能源、煤炭、港航物流等行业龙头企业建立战略合作，或参与设立产业基金等方式对战略新兴产业进行股权投资，但需关注到，目前光伏行业投资持续增长，需警惕集中投产可能带来的产能过剩

风险，硅料行业很高的资金和技术壁垒也会带来更大的投资风险。第三，水泥业务国际化方面，在国内市场需求长期下滑的大背景下，企业通过海外产能布局和市场拓展以寻求国际化发展，以中国建材集团旗下建材板块国际化的投资运营管控平台中材水泥有限责任公司2023年底获得增资82.3亿元，以及华新水泥扩建海外水泥粉磨站产能并收购海外公司股权为代表，将国内成熟的产业经验复制到基建尚不完善且竞争强度不大的“一带一路”国家，以扩充收入和利润来源。节流方面，水泥企业通过收缩投资和出售资产等方式节约支出。在行业利润持续下滑甚至面临生存危机的情况下，水泥企业减少指标购置和产能兼并重组，延缓非必要技改和产能置换项目，转而出售经营效益差、环保压力大的水泥厂股权，以应对盈利和现金流周转压力。

表2：截至2023年6月末主要水泥企业开展骨料业务情况

公司名称	骨料年产能 (亿吨)	骨料毛利率	2023年1~6月		2023年1~6月	
			骨料收入(亿元)	骨料收入占比	骨料收入增速	营业收入增速
华新水泥股份有限公司	2.40	45.13%	21.62	13.66%	69.08%	10.02%
新疆天山水泥股份有限公司	2.30	37.15%	25.68	4.81%	5.98%	-18.36%
安徽海螺水泥股份有限公司	1.30	57.55%	16.88*	2.58%	116.84%	16.28%
唐山冀东水泥股份有限公司	0.62	47.91%	5.89	4.07%	11.81%	-14.01%
华润水泥控股有限公司	0.83	--	--	--	--	--
天瑞集团股份有限公司	0.30	--	7.33	18.32%	37.58%	-24.85%
甘肃上峰水泥股份有限公司	约0.20	70.29%	2.19*	6.82%	-41.57%	-9.49%
江西万年青水泥股份有限公司	0.15	34.93%	1.43	3.47%	-7.66%	-29.74%

注：1.海螺股份和上峰水泥骨料收入和毛利率计算范围包括骨料和机制砂；2.上峰水泥骨料产能取自公司2023年3月7日投资者调研纪要。

资料来源：中诚信国际根据上市公司年报和公开资料整理

中诚信国际认为，行业下行周期中，水泥价格降至历史低位使得企业面临很大的盈利压力甚至生存压力，具有优质矿山资源、更低生产成本、产业链布局更加完善、市场布局更加合理充分的企业具有更高的安全垫，通过非相关行业优质资产布局亦可分散单一行业波动风险，但需关注新进入行业带来的经营管理风险和投资风险。

三、行业财务表现

2022年以来水泥企业面临下游需求不足及能源价格高企的双重挑战，盈利及经营获现水平承压，流动资金及业务多元化拓展资金需求扩大，债务融资规模随之增长，需对中小水泥企业的经营压力、债务滚动及财务弹性保持关注

中诚信国际选取了水泥行业上市公司及发债企业作为样本，并将存在母子公司关系的母公司剔除，最终形成的分析样本数为19家，其中截至2022年末，公开市场有存续债券⁶的企业为9家，无存续债的上市公司10家。

表3：样本企业情况

公司名称	公司简称	水泥收入占比 (%)	熟料产能规模 (万吨/年)	主要布局区域
中国建材股份有限公司	中国建材	42.58	35,929	全国

⁶ 包含2023年下半年存量债券全部到期的企业。

安徽海螺水泥股份有限公司	海螺水泥	46.86	26,936	安徽、甘肃、四川、西藏、云南、陕西、广西、贵州、重庆、湖南、江苏、江西、浙江、广东、海南
唐山冀东水泥股份有限公司	冀东水泥	78.80	11,000	河北、内蒙古、陕西、重庆、山西、山东、辽宁、吉林、黑龙江
华新水泥股份有限公司	华新水泥	58.06	7,616	四川、西藏、云南、重庆、湖北、湖南
红狮控股集团有限公司	红狮集团	55.63	7,272	甘肃、四川、新疆、云南、广西、贵州、湖南、江西、浙江、福建
华润建材科技控股有限公司	华润建材科技	93.53	6,501	广东、云南、广西、贵州、山西、福建、海南
中国山水水泥集团有限公司	山水水泥	79.56	5,121	山东、内蒙古、新疆、山西、辽宁、吉林
天瑞集团股份有限公司	天瑞集团	34.86	3,385	河南、辽宁
亚洲水泥（中国）控股公司	亚洲水泥（中国）	98.12	2,663	四川、湖北、江西
尧柏特种水泥集团有限公司	尧柏水泥	80.48	1,910	新疆、陕西
吉林亚泰(集团)股份有限公司	吉林亚泰	40.04	1,845	吉林、辽宁、黑龙江
甘肃上峰水泥股份有限公司	上峰水泥	65.92	1,634	安徽
广东塔牌集团股份有限公司	塔牌集团	90.63	1,473	福建、广东
江西万年青水泥股份有限公司	万年青	67.28	1,375	江西
新疆青松建材化工（集团）股份有限公司	青松建化	71.52	1,290	新疆
福建水泥股份有限公司	福建水泥	95.43	930	福建
浙江尖峰集团股份有限公司	尖峰集团	50.55	363	湖北
西藏天路股份有限公司	天路股份	60.39	325	西藏
四川和谐双马股份有限公司	四川双马	59.04	约 200	四川

注：1、熟料产能规模为2022年末数据；2、水泥收入占比为2023年上半年水泥收入占营业总收入比重，若无半年度数据则采用2022年占比数据。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

水泥行业多为以销定产、产销结合模式，产销率通常较高，2022年受房地产市场需求萎缩、经济持续面临下行压力等多重因素冲击，国内水泥产量同比下降，加之全年水泥价格水平震荡下滑，样本企业营业总收入均值同比有所下降，其中水泥收入均值同比下降18.14%；同期，煤炭价格的波动上涨使得水泥企业成本压力加大，样本企业水泥板块毛利率大幅下滑，且市场竞争激烈及融资成本增加使得期间费用率明显上升，净利润均值同比大幅下降58.69%。2023年以来，水泥需求量继续下滑，煤炭价格高位震荡且水泥价格持续呈波动下行趋势，销售端及成本端压力仍然较大，上半年样本企业水泥收入均值同比下降12.00%，水泥板块毛利率普遍下滑⁷，部分企业期间费用率有所改善但仍保持高位，整体来看，当期净利润均值同比下降47.42%，且亏损面积增大。分企业性质来看，由于水泥行业大型企业集团主要为国央企背景，民营企业因产能规模相对更小或市场区域覆盖完整度不够，收入和利润规模相对较小，经营压力更大，但从2022年及2023年上半年财务表现来看，民营样本企业收入及利润降幅普遍更小，三季度来看暂未见亏损；亏损企业仍以地方国企为主，主要为规模较小的单一区域企业及以华北、东北等价格较低区域为主的企业。此外，考虑到第三季度水泥价格继续走弱且第四季度为主要错峰停产季节，预计2023年全年水泥企业较难实现业绩的扭转。

⁷ 2023年上半年，受益于国家西部开发等政策支持，以西藏区域为主的天路股份水泥板块收入同比增长约20%，毛利率同比上升7个百分点，但因整体规模仍较小，抗风险能力较弱，当期净利润成亏损态势；同期，塔牌集团加强市场及成本管控，出清低效产能，水泥板块收入同比增长约10%，毛利率同比上升8个百分点。

图 11：近年来样本企业盈利情况

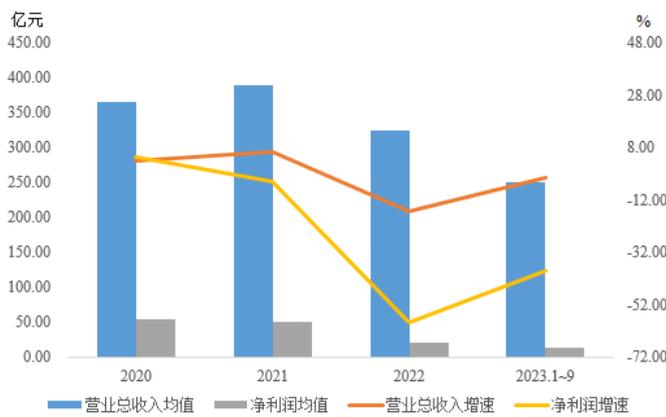
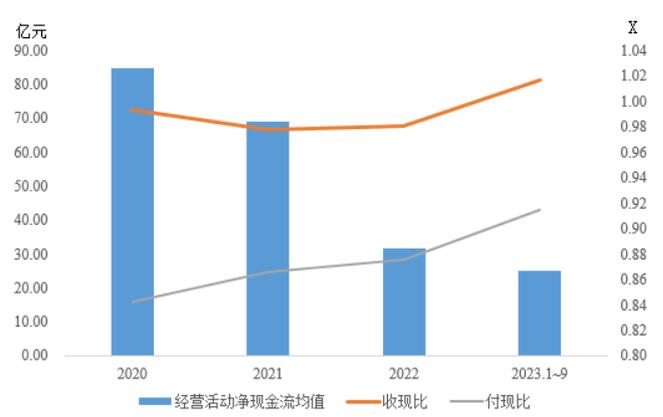


图 12：近年来样本企业获现情况



资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

水泥产品销售多为款到发货，行业内企业整体收现能力较好，各年度收现比均值变化不大，2022年经营获现水平通常随盈利能力同向变化，利润的收缩使得样本企业经营净现金流均值出现大幅度下滑。2023年以来水泥行业需求端延续疲软态势，但当期水泥企业产量降幅不明显，供需失衡使得水泥企业库存量仍保持较大规模，存货周转速度明显变慢，但受益于样本企业付现比同比下降，2023年前三季度样本企业经营净现金流均值同比有所上升。同时，中诚信国际关注到，短期流动性压力以及对短期内行业发展预期的弱化使得部分企业延缓产能建设、技改升级或安全环保等领域的投资支出，2023年前三季度多家企业构建固定资产等投资活动现金支出同比显著减少。

2022年经营获现水平的大幅下降使得水泥企业外部融资需求增加，样本企业的债务规模保持增长；2023年以来水泥企业加强经营性管理并控制资本支出规模，使得2023年9月末样本企业总债务增长幅度较上年有所下降，且主要由大型水泥企业集团驱动，多元化业务的拓展成为当期债务增长的重要来源，截至2023年9月末，样本企业总资本化比率均值较上年末有所上升。此外，2023年以来随着市场流动性放松，样本企业债务结构有所改善，2023年9月末长短期债务比均值（短期债务/长期债务）由上年末的1.16倍下降至0.86倍，需对短期债务占比显著高于行业水平的企业保持关注。从企业性质来看，中建材股份及其下属企业债务率处于相对高位，民营上市公司融资行为更为保守，债务率普遍更低。偿债能力方面，2022年以来样本企业债务规模上升和盈利能力弱化使得偿债指标持续下滑，部分中小企业因经营亏损而面临一定的流动性压力，货币资金对短期债务的覆盖不足。

债券发行方面，我国水泥行业债券发行较为集中，截至2023年末，全市场存续债券余额接近900亿元⁸，其中中建材股份及其下属企业存续余额占比达到75.32%，其他部分头部企业存续金额占比亦较大，如冀东水泥、红狮集团存续债券余额分别为71.96亿元、62.97

⁸ 未包含北京金隅集团股份有限公司存续债券余额 459.66 亿元。

亿元，而中小规模水泥企业整体发债较少。2024年样本企业到期需兑付债券合计395.00亿元，其中中建材股份及其下属企业到期债券292.00亿元，其他企业短期内到期需兑付债券金额较少。整体来看，水泥行业发债主体多为信用实力及融资能力较强的头部企业，一年内到期债券规模尚可，集中兑付压力不大。

但值得关注的是，由于水泥产品的生产和消费具有很强的区域性，不同区域样本企业的信用水平存在较大差异。例如，六大区域中华东和中南地区水泥产量全国占比维持高位，华新水泥、红狮集团等区域龙头企业营收规模及盈利长期保持行业领先水平，但2022年以来受区域竞争激烈及价格降幅较大的影响，偿债指标均有所下滑。东北地区水泥价格和产量较低，产能分布以东北为主的亚泰集团持续亏损，2022年以来亏损缺口持续扩大，加之房地产等板块的拓展使其资金压力进一步加大，2023年9月末亚泰集团资产负债率为79.48%，处于行业较高水平，货币资金/短期债务为0.03倍，面临很大的短期偿债压力，且于2023年底已发生借款逾期。此外，部分水泥企业主要布局单一省份，产能和收入规模较小，盈利能力亦与当地经济发展情况正相关，抗风险能力更弱，如产能分布以西藏为主的天路股份及以福建为主的福建水泥自2022年以来出现亏损，总资本化比率均高于行业平均水平，面临一定的债务压力。

图 13：近年来样本企业资本结构情况

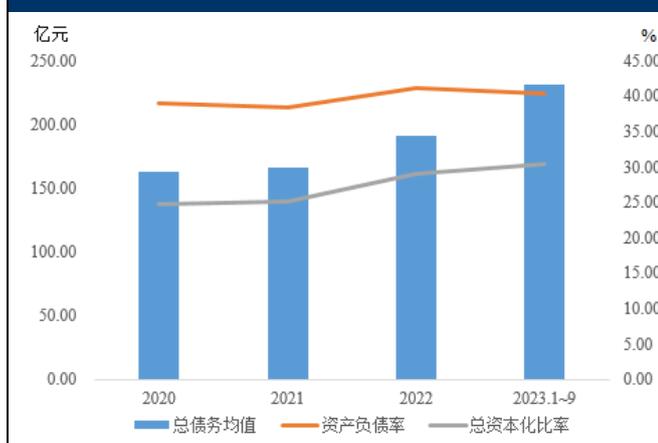
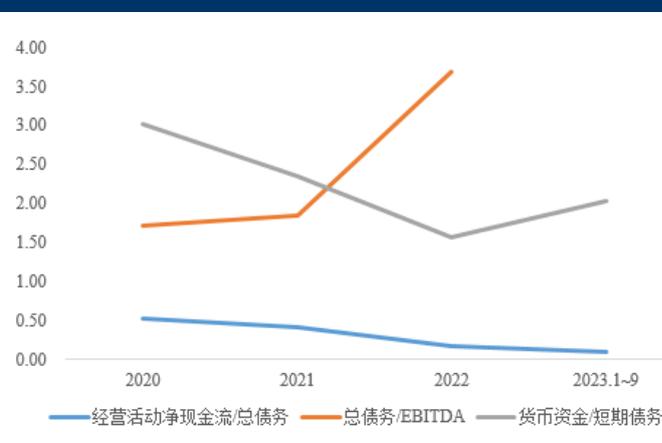


图 14：近年来样本企业偿债能力情况 (X)



注：2022年9月末经营活动净现金流/总债务为年化数据。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

总体来看，短期内需求不足的局面较难改变，水泥企业仍将面临收入及成本两端的压力，盈利空间持续收缩，对融资和资金管理能力提出更高要求；对于经营获现能力持续下滑、多元化业务拖累较大且财务杠杆较高的企业，需对其债务滚动及偿债压力保持关注。

四、结论

目前，经济结构转型发展使得以基建和房地产投资为主要驱动力的水泥需求高增长难以继，水泥行业景气度自高点回落，2023年水泥产量已连续第三年下滑，预计未来将处于长期下行通道。虽然错峰限产周期延长、双碳等一系列政策趋严执行有助于优化行业

供给格局，但落后产能退出速度仍较慢，行业产能过剩局面依然严峻，供需结构性失衡使得水泥库存持续高位运行，价格下探至历史低位，煤炭价格虽同比有所回落但依然较高，企业盈利情况进一步恶化，行业内资源整合及行业集中度提升仍有待加快。为适应新形势下行业高质量发展要求并提升综合竞争力，大型水泥企业集团加大技术研发并寻找替代能源等以降低生产成本，同时通过多元化发展培育新的业绩增长点，但产能规模小、区域布局不完善且经营获现能力弱的中小企业缺乏充足的资源和资本实力，转型发展压力大，加之金融机构对产能过剩行业放贷政策相对谨慎，经营安全垫低、债务规模大且受多元化业务拖累的企业面临较大的资金周转压力。2024年“万亿国债”和“三大工程”等稳增长政策拉动的投资需求有助于水泥需求企稳，但水泥价格趋势性反转动力不足，行业整体经营效益改善压力大，中诚信国际认为水泥行业信用水平维持稳定弱化。

附表一：部分样本企业财务数据

公司简称	营业总收入（亿元）				净利润（亿元）			
	2020	2021	2022	2023.1~9	2020	2021	2022	2023.1~9
中国建材	2,589.54	2,786.27	2,358.76	1,595.81	216.63	256.58	148.39	64.17
海螺水泥	1,762.43	1,679.53	1,320.22	990.43	363.70	341.66	161.40	90.74
冀东水泥	354.80	363.38	345.44	223.44	51.84	41.82	14.07	-4.47
华新水泥	293.57	324.64	304.70	241.65	61.74	58.05	30.24	22.24
红狮集团	332.62	485.09	422.73	311.85	65.36	55.36	22.62	18.09
华润建材科技	337.39	359.44	287.80	159.83	76.00	63.16	16.64	6.00
福建水泥	29.60	36.17	25.91	14.95	3.04	3.81	-3.13	-2.93
天路股份	70.77	57.77	38.45	28.09	7.99	1.00	-6.02	-2.62
公司简称	经营活动净现金流（亿元）				总债务（亿元）			
	2020	2021	2022	2023.1~9	2020	2021	2022	2023.1~9
中国建材	642.30	500.89	263.51	145.01	1,946.98	1,902.94	1,966.92	2,116.66
海螺水泥	347.97	339.01	96.49	97.01	104.54	119.17	222.91	263.00
冀东水泥	87.28	62.11	22.69	22.66	144.63	173.42	203.16	214.93
华新水泥	84.05	75.95	45.68	35.03	84.20	109.37	174.58	187.73
红狮集团	90.77	88.04	45.10	24.59	190.67	225.04	277.09	367.58
华润建材科技	86.42	49.34	28.32	--	27.77	85.14	146.79	175.99
福建水泥	4.05	4.62	-2.07	-1.49	14.14	12.74	13.81	16.53
天路股份	5.96	-0.16	-0.49	0.88	32.04	51.02	51.97	50.61
公司简称	经营活动净现金流/总债务(X)				总债务/EBITDA(X)			
	2020	2021	2022	2023.1~9	2020	2021	2022	2023.1~9
中国建材	0.33	0.26	0.13	0.07*	3.80	3.44	5.09	--
海螺水泥	3.33	2.84	0.43	0.37*	0.20	0.25	0.89	--
冀东水泥	0.60	0.36	0.11	0.11*	1.33	1.87	3.31	--
华新水泥	1.00	0.69	0.26	0.19*	0.87	1.13	2.51	--
红狮集团	0.48	0.39	0.16	0.07*	1.81	2.26	4.45	--
华润建材科技	3.11	0.58	0.19	--	0.27	0.99	6.24	--
福建水泥	0.29	0.36	-0.15	-0.09*	2.11	1.62	-39.76	--
天路股份	0.19	0.00	-0.01	0.02*	2.57	10.09	-32.51	--

注：标*为年化数据。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

附表二：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

作者

部门

职称

汪莹莹
杨雨茜
刁慧然

企业评级部
企业评级部
企业评级部

资深分析师
分析师
分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
(穆迪投资者服务公司成员)
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹杆胡同2号银河SOHO5号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn/>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
An Affiliate of Moody's Investors Service
ADD:Building 5Galaxy SOHO
No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District,
Beijing,PRC.100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>