

建材

(弱) 稳定

2024 年建材行业信用回顾与 2025 年展望

工商企业评级部 杨亿 袁诗怡

摘要

建材行业所涉范围广泛，本文着重就水泥及建筑玻璃行业展开分析。建材行业系典型的投资拉动型行业，2024 年前三季度下游房地产行业景气度持续偏弱，投资额继续下降，基础设施建设投资增长放缓。**(水泥)** 主要受房地产及公共设施领域水泥需求下降拖累，2024 年以来我国水泥需求持续收缩。水泥行业错峰生产常态化开展，执行力度有所加强，对水泥供需矛盾持续起到缓冲作用。2024 年前三季度，我国水泥产量同比下滑，价格先跌后涨，预计全年价格重心同比略有下移。主要成本端煤炭的价格有所下降，7 月起水泥盈利空间边际改善，但难抵前期影响，2024 年前三季度行业利润大幅下降。**(建筑玻璃)** 2024 年前三季度房地产竣工规模大幅下降，建筑玻璃需求疲弱。同期行业产能开工率先升后降，玻璃供给量同比有所增长，玻璃库存大幅走高，价格大幅下滑，以致行业盈利显著承压。2024 年第四季度供应缩量，价格有所回升，原料价格下跌，行业盈利有所改善，但预计全年利润仍同比下降。

政策面，水泥及平板玻璃新增备案产能限制性政策持续，能够有效地从源头上控制行业产能的盲目扩张。2024 年修订的产能置换办法进一步对出让产能进行限定，减量置换效果有望逐步显现。当年水泥行业产能置换项目显著增多，且较多项目方案明确出让产能在公告后短时间内关停，可产

生即时控产效果。水泥行业错峰生产常态化开展，多省份错峰力度有所强化。在下游需求疲弱背景下，错峰生产实施的必要性愈发凸显。目前碳配额管理尚未对行业运行产生重大影响，但未来碳配额管理趋严背景下，企业运行成本或将上升；长远看，双碳政策有助于强化行业准入并推动落后企业出清，进而推动行业高质量发展。

从样本企业数据看，（水泥）新投产产能置换项目大幅减少，未对样本企业产能排序产生影响。2024 年行业盈利能力自第三季度起有所改善，但难抵前期影响，前三季度样本企业亏损面有所扩大，盈利规模同比大幅收缩。盈利弱化下，经营积累对样本企业权益补充有限，权益增长主要因个别企业增发募资开展并购事项所致。样本企业刚性债务有所增长，资产负债率均值微升，个体企业财务杠杆分化较大。2024 年前三季度，样本企业投资性现金净支出虽有所下降，但因经营性现金流弱化，仍有近半数企业存在现金流缺口。样本企业债务性融资有所增加，增量债务以中长期为主，综合融资成本随着市场利率的下行而有所下降。样本企业货币资金储备较充足，对短期债务的覆盖程度较高，部分覆盖率低的企业以国/央企为主，再融资能力较强，债务滚续压力可控。（建筑玻璃）产能置换相对较少，未对样本企业产能排序产生影响。2024 年前三季度，样本企业收入同比有所下滑，盈利能力显著弱化。样本企业刚性债务主要受非建筑玻璃业务投入等因素影响而持续增长，而权益规模增幅有限，以致财务杠杆有所上升。2024 年前三季度半数样本企业经营性现金流表现弱于上年同期，但受部分企业前期款项回笼影响，经营性现金净流入总额同比有所增长，因项目投资支出规模仍较大，样本企业加大债务性融资以补足资金缺口，增量融资以中长期为主，因债务期限结构延长，综合融资成本同比有所上升，但仍处于较低水平。2024 年 9 月末，样本企业短期刚性债务现

金覆盖率持续下降，债务滚续压力相对较大。

2024 年前三季度，本文观测的建材行业样本企业中共 13 家新发行债券，发债企业主体信用等级绝大部分为 AAA 级（占比 92.31%），合计发行债券 97 支，发行规模合计 1,044.90 亿元，同比大幅增加；当期债券净融资额转正，净增 172.49 亿元。截至 2024 年 9 月末，尚有债券存续的建材行业样本企业共计 18 家，其中 AA、AA⁺和 AAA 级主体数量分别为 1 家、5 家和 12 家，存续债券合计 145 支，待偿还本金余额合计 1,612.09 亿元。

2024 年前三季度，建材行业样本企业主体级别均无变动。

展望 2025 年，需求端方面，在政策支持下，我国房地产销售端筑底企稳预期或将增强，加之 2024 年专项债及超长期特别国债资金落地，预计可在 2025 年内形成实物工作量，有望对水泥需求形成一定基础支撑；而房地产销售端预期改善对建筑玻璃需求的提振效果则预计将滞后于水泥行业。供给端方面，水泥行业错峰生产常态化开展，2025 年预计多地执行力度将进一步加大，另外 2024 年新公告产能置换项目出让产能即时停产亦可增强控产效果。建筑玻璃行业即将进入销售淡季，当前玻璃库存较高，行业内企业到期窑炉预计按期冷修，中短期内行业开工率存下行预期，有望在一定程度上缓解供需平衡压力。行业发展及资本性支出方面，2025 年水泥行业产能置换项目投资或将增加，同时部分企业或将探索跨业多元化发展；建筑玻璃企业的光伏玻璃业务拓展力度或将下降，项目建设支出规模或将有所缩减。双碳背景下，水泥及建筑玻璃行业均将加大减碳降耗方面的资本性投入。

一、运行状况

建筑材料(简称“建材”)是指在建筑工程中应用的各种材料的统称,广义的建材从材料性质上可以分为无机、有机和复合材料,其中无机材料类包括金属材料(如黑色金属材料和有色金属材料)和非金属材料(如天然石材、烧土制品、水泥、混凝土、玻璃等),有机材料类包括植物质材料(如竹、木制品等)、矿物质材料(如沥青材料)和合成高分子材料(如塑料、涂料、粘胶剂),复合材料包括沥青砼、聚合物砼等。建材范围广泛,行业边界较为模糊,广义的建材与钢铁、有色金属及化工行业有部分重叠。从行业监管角度看,根据中华人民共和国工业和信息化部(简称“工信部”)下设原材料工业司披露的建材行业信息推断,属于其管辖范围的建材工业包括水泥、平板玻璃、建筑卫生陶瓷、耐火材料、建筑防水材料、混凝土与水泥制品、特种玻璃、玻璃纤维及制品、黏土及砂石、建筑用石制品、轻质建材、岩棉、石墨等。建材行业细分行业众多,本文重点对其中的水泥和建筑玻璃行业展开分析。

建材行业系典型的投资拉动型行业, 2024 年前三季度下游房地产行业持续低迷, 投资额继续下滑, 但在政策强支撑下, 未来中短期内存在边际修复预期; 同期, 基建投资增长放缓, 但随着政府专项债及超长期特别国债资金陆续到位并形成实务工作量, 预计能够为建材需求提供一定的基础支撑。

建材作为国民经济建设中重要的基础原材料, 其需求与国民经济发展及经济结构、固定资产投资密切相关, 建材行业属于典型的周期性行业和投资拉动型行业。下游投资可以作为反映建材品需求的先行指标, 因各建材品在建筑领域使用阶段的不同, 投资拉动效应显现时滞存在差异。水泥下游应用领域主要是房地产和基础设施建设, 建筑玻璃下游行业则主

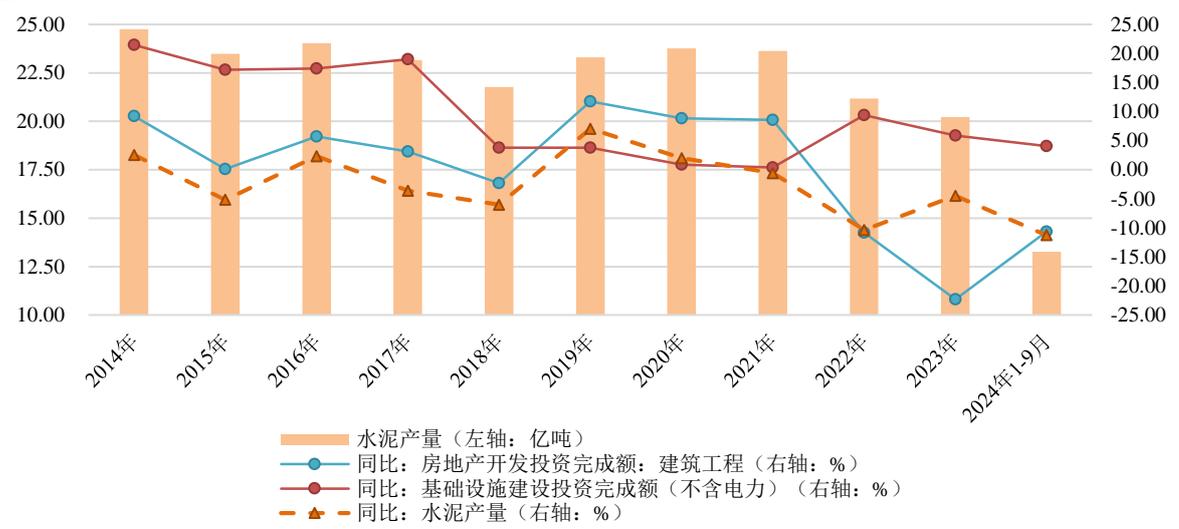
要是房地产行业。我国经济发展进入新常态后，经济结构持续调整优化，固定资产投资增长整体放缓，根据 Wind 数据显示，2021-2023 年及 2024 年前三季度我国固定资产投资完成额可比增长率分别为 4.90%、5.10%、3.00%和 3.40%。同期，房地产开发投资额增长率分别为 4.35%、-9.96%、-16.54%和-9.84%，受房地产销售持续疲软影响，2024 年以来房地产领域投资额持续下降。2024 年 9 月以来中央政治局会议加强政策预期管理，明确稳楼市基调，10 月五部委提出“四个取消、四个降低、两个增加”为楼市打上“强心针”，中短期内房地产市场低迷态势或有一定程度改善。基建方面，2021-2023 年及 2024 年前三季度我国基础设施建设投资（不含电力，下同）增长率分别为 0.40%、9.40%、5.90%和 4.10%，2022 年基础设施建设作为逆周期调节工具，投资额大幅增长，随后增幅持续收窄，其中 2024 年前三季度增速下滑主要系受 12 个重点省份政府投资项目管管理，地方政府专项债务发行缓慢所致。但值得关注的是，2024 年 8 月起地方政府专项债发行进度加快，并已完成 3.90 万亿元年度发行目标；2024 年 5 月以来我国陆续发行超长期特殊国债，截至目前已完成 1.00 万亿元发行总量，其中 7000 亿元已分三批安排至“两重”¹项目。整体看，未来中短期内房地产市场低迷状态有望改善，且基建项目资金到位并有望逐步形成实物工作量，预计能为建材需求提供一定的基础支撑。

（一）水泥行业

2024 年前三季度我国房地产建筑工程投资跌幅较大，交通运输及水利领域投资增长情况虽良好，但难以抵消房地产和公共建筑领域水泥需求下滑形成的拖累，水泥需求进一步收缩。

¹ 即指国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。

水泥需求主要来自房地产、基础设施及民用领域，其中民用需求主要体现为农村地区自建房，相较于前两个使用端，该部分需求占比相对较小，对水泥整体需求影响有限。房地产端方面，房地产开发投资中拿地投资对水泥需求的拉动作用相对滞后，安装工程和设备工具购置投资对水泥需求无实际拉动作用；由于水泥在房屋建筑工程中使用的阶段较早，在基础工程中即开始产生需求，房地产建筑工程投资额能够作为水泥即期需求释放的判断依据。2021-2023 年及 2024 年前三季度，我国房地产建筑工程投资完成额增速分别为 8.55%、-10.80%、-22.30%和-10.67%，2023 年投资深跌，2024 年前三季度仍保持较大跌幅。基础设施建设涵盖内容广泛，其中与水泥需求关联性较高的主要系交通运输（如：铁路、公路和机场）、水利工程及公共建筑建设投资。2021-2023 年及 2024 年前三季度，交通运输、仓储和邮政业投资完成额增长率分别为 1.60%、9.10%、10.50%和 7.70%，2024 年以来保持较高速度增长；水利、环境和公共设施管理业投资完成额增长率分别为-1.20%、10.30%、0.10%和 2.80%，2023 年以来主要受公共建筑投资下降影响，增速显著下滑，其中水利领域投资增速分别为 1.30%、13.60%、5.20%和 37.10%，2024 年 6 月起建设投资显著加速。由于水泥保质期短，生产企业通常以销定产，成品存货较少，故可以产量作为市场需求的估计。2021-2023 年及 2024 年前三季度，全国水泥产量分别为 23.63 亿吨、21.18 亿吨、20.23 亿吨和 13.27 亿吨，同比分别增长-0.59%、-10.36%、-4.49%和-11.27%，2024 年前三季度降幅较大，主要受房地产及公共建筑领域水泥需求收缩影响。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 1. 我国水泥产量及房地产建筑工程和基础设施建设投资增速情况

我国水泥行业产能过剩问题由来已久，前期非在役产能置换激活削弱了减量置换产生的产能出清效应。2024 年水泥行业加强错峰生产执行力度，对水泥供需矛盾的缓解持续起到积极作用。双碳目标下，未来行业生产调控仍将持续，且能效要求有望在一定程度上促成落后产能的退出。

我国水泥行业产能过剩问题自 2012 年起逐步显现，2013 年国务院虽出台了化解产能过剩矛盾的指导意见，但由于行业新增产能仍难以得到有效遏制，加之 2015 年水泥需求缩减，产能过剩情况进一步激化。2016 年 9 月末工信部发布了《建材工业发展规划（2016-2020 年）》（工信部规[2016]315 号），要求至 2020 年底前严禁新建产能备案。其后，工信部先后于 2021 年 7 月和 2024 年 10 月发布修订后的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（工信部原[2021]80 号和工信部原[2024]206 号），其中强调严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料及平板玻璃项目。

严控备案新增产能情况下，产能置换成为产能更新的重要方式，产能指标成为一种战略资源，企业主动淘汰产能的意愿不强。2021-2023 年我国产能置换项目水泥熟料设计年产能分别为 3,995.9 万吨、449.5 万吨和

504.25 万吨,产能置换项目建成投产新增产能分别为 3,183.7 万吨、2,318.8 万吨和 2,352.9 万吨²。根据公开信息整理,2024 年新公告的水泥产能置换项目年产能合计 2,917.35 万吨。2018 年至 2021 年 7 月,行业产能置换的开展遵循工信部发布的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》(工信部原[2017]337 号),其中规定可用于置换的产能为 2018 年 1 月 1 日以后停产及拆除的项目,实际已有较多不再产生市场供给的产能通过置换项目激活,削弱了减量置换产生的产能清退效应。另外,由于跨省置换的实施影响了各省份产能退出和置入的相对平衡关系,近年来广西、云南、西藏等省份因产能置换产生的产能净增量较大,相关置换项目投产后对区域供应格局产生了较大的影响。

近年来,水泥行业主要依靠错峰生产,通过“减产量”的方式改善供需关系。错峰生产于 2014 年首次执行以来不断演进,主要体现在采暖季错峰生产地理范围的扩大、错峰时间的延长、非采暖季错峰生产的开展和错峰生产针对性的提高等方面。2020 年 12 月,工信部和生态环境部联合发布了《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》(工信部联原[2020]201 号),强调了继续常态化执行水泥错峰生产,开展行业自律。2024 年以来北方地区错峰生产政策力度进一步加强,主要体现于非采暖季停产时间明确化及停产时长增加方面,其中河北、河南、山西、吉林、黑龙江等省份停产时间较上年延长 20-30 天左右,内蒙古、甘肃、辽宁三省延长甚至达到 50-60 天。南方地区中西南区域各省份错峰期限普遍较长,其中西藏错峰时间最长,达 190 天;华南区域福建错峰时间大幅延长至 155 天,广西则进一步延长 20 天至 150 天;华东区域安徽及浙江错

² 产能置换数据中 2021-2022 年数据来源于中国水泥网,2023 年数据根据公开信息整理计算,年产能根据生产线日产能乘以 310 天在产天数估算;投产数据均来源于中国水泥网。

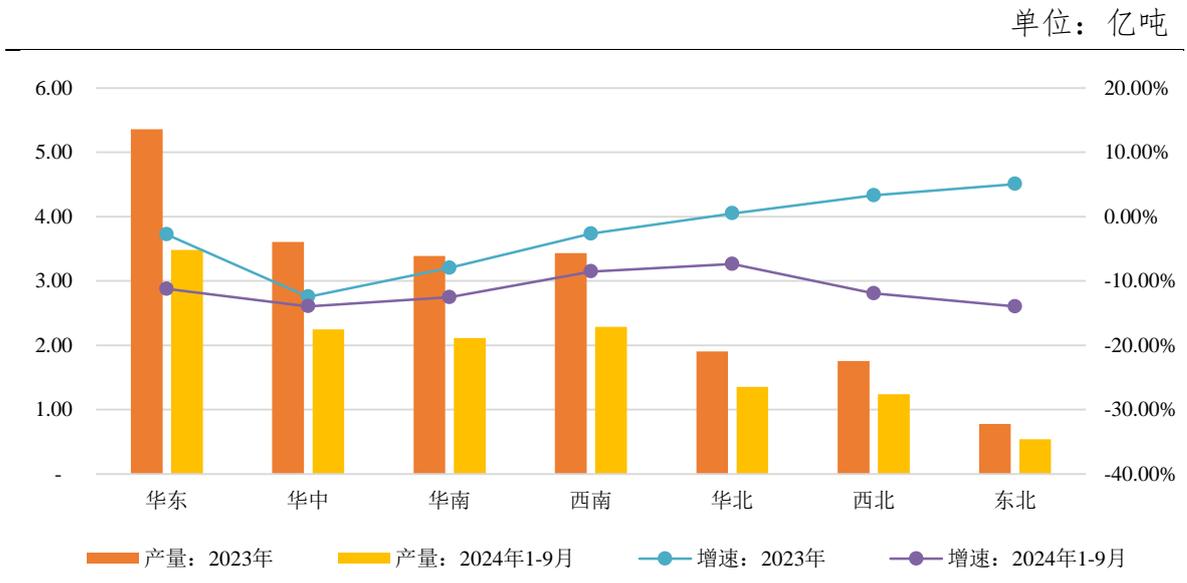
峰生产时间分别延长至 62 天和 48 天。

2020 年 9 月，我国于第七十五届联合国大会上提出：“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”。2022 年 11 月，工信部等四部委发布了《关于印发建材行业碳达峰实施方案的通知》（工信部联原[2022]149 号），其中指出我国将在严禁新增水泥熟料产能的基础上，加强产能置换监管，加快低效产能退出，并推动水泥错峰生产常态化，缩短水泥熟料装置运转时间。2024 年 5 月，国务院发布了《2024-2025 年节能降碳行动方案》（国发[2024]12 号）重申了错峰生产常态化，并要求新建及改扩建产能需达到能效标杆水平，要求能效基准水平以下产能开展技术改造或淘汰退出，至 2025 年末全国水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右。整体看，双碳目标下，未来水泥行业生产调控仍将持续，且能效要求有望在一定程度上促成落后产能的退出。

2024 年以来全国水泥供应格局变化不大，七大区域水泥产量均有所下滑。全国水泥价格先跌后涨，各区域水泥价格分化程度较上年有所加大，除东北地区外其余区域 1-11 月水泥价格重心同比略有下移。

从供应格局方面看，2024 年以来我国水泥供应的区域构成未发生重大变化，华东地区仍为水泥主产区。根据 Wind 数据显示，当年前三季度华东地区水泥产量达 3.48 亿吨，位列七大区域之首，占全国水泥总产量的 26.27%；西南、华中和华南地区水泥产量分别为 2.29 亿吨、2.25 亿吨和 2.11 亿吨，占比分别为 17.25%、16.93%和 15.93%；三北地区水泥产量仍相对较少，华北、西北和东北地区产量分别为 1.35 亿吨、1.24 亿吨和 0.54 亿吨，占比分别为 10.21%、9.35%和 4.06%。2024 年前三季度，七大区域水泥产量均同比下滑，除西南和华北地区外，其余地区降幅均在 10%

以上。



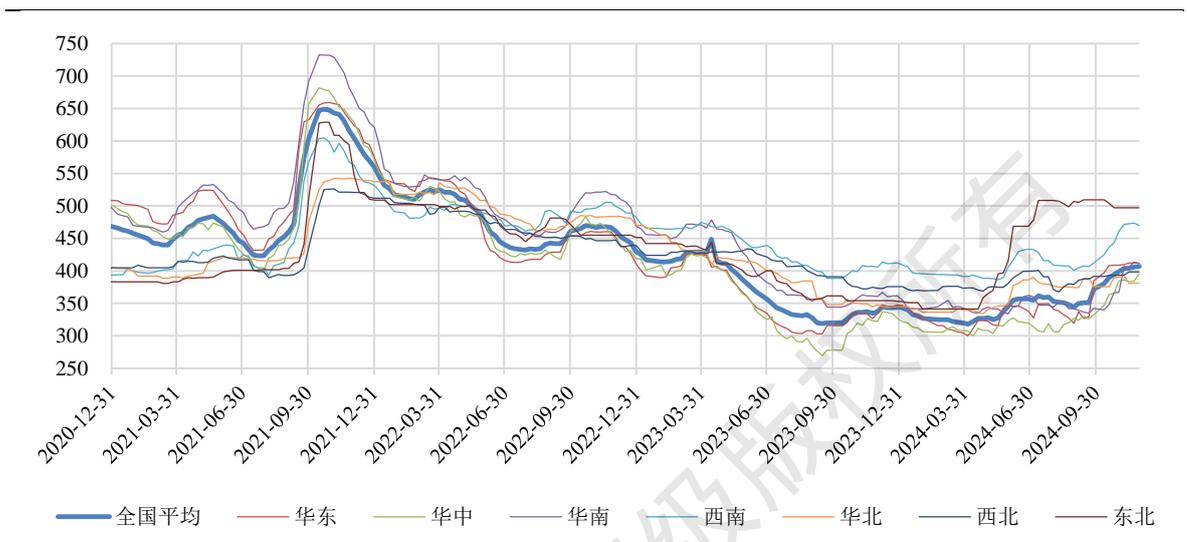
注：1) 根据 Wind 数据整理绘制；2) 华东包括：沪、苏、浙、皖、鲁；西南包括：渝、川、黔、滇、藏；华中包括：赣、豫、鄂、湘；华南包括：闽、粤、桂、琼；华北包括：京、津、冀、晋、蒙；西北包括：陕、甘、宁、新、青；东北包括：辽、吉、黑，下同。

图 2. 我国七大区域水泥产量及其增速情况

价格方面，根据 Wind 数据，以 42.5 标号普通硅酸盐散装水泥（简称“PO42.5 散装水泥”）全国平均价为例，2023 年前三季度我国水泥价格整体呈下行走势，第四季度旺季不旺，价格提升幅度有限，全年价格重心较上年下降约 120 元/吨至 350 元/吨。2024 年第一季度需求淡季水泥价格小幅走弱，行业普遍亏损背景下企业自律协同意识增强，错峰生产执行落实情况良好，6 月起水泥价格企稳回升，7-8 月高温及雨季价格下跌幅度较小，9 月起价格上涨较为明显，11 月初价格已回升至 400 元/吨。从同比数据来看，2024 年 1-4 月月度均价低于上年同期 80-110 元/吨左右，降幅约为 20-24%，5-6 月同比负价差大幅收窄，7-11 月价格领先于去年同期，正价差走阔，11 月同比增长 68 元/吨，增幅为 20%；2024 年 1-11 月水泥价格重心同比下降约 20 元/吨至 350 元/吨，降幅约为 6%。

水泥的陆路运输销售半径一般在 200 公里以内，水路运输销售半径一般在 500 公里以内。销售半径约束下行业竞争呈现较强的区域性，我国各地区水泥价格呈现一定分化。从我国七大区域 PO42.5 水泥均价看，2024 年受区域水泥需求及区域内减产力度差异影响，我国各区域水泥价格分化程度整体大于上年；东北地区 5 月起因执行非采暖季错峰生产，减产力度很大，价格率先进入上升通道，6 月价格领跑其他区域，1-11 月价格重心较上年提升约 70 元/吨至 470 元/吨，幅度约 18%，同期其他区域价格重心同比下移幅度在 2-15%之间，幅度最大的为华南地区，主要因旺季水泥提价较晚所致。

单位：吨/元



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 3. 全国及七大区域 PO42.5 散装水泥均价走势情况

煤炭为影响水泥成本的主要因素，2024 年煤炭价格有所下行，7 月起吨水泥盈利空间虽边际改善，但难抵前期影响，叠加需求下滑因素，前三季度行业利润同比大幅下降。

水泥熟料的原材料主要为石灰石，故熟料生产具有资源导向性的特

点。虽然行业内企业熟料生产线大多配有石灰石矿山，原材料供给保障程度高，但矿山获取成本、石灰石品位、开采及运输方式、运输距离等对于成本控制影响较大。因矿山治理政策趋严，近年来石灰石开采及环保治理成本有所上升。

水泥行业为能源消耗型行业，煤电成本约占熟料成本的 50-60%。电力方面，虽然大多数企业水泥熟料生产线已配套余热发电设备，可实现部分电力自给，但仍有约 70% 电力需外购。2021 年 10 月国家发展改革委印发了《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，且高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制，并将工商业目录销售电价取消，商业用户全部进入电力市场，按照市场价格购电。2024 年由于市场化购电尚处过渡期，尚未观测到行业企业电力采购价的明显上涨，但未来随着电价市场化机制的逐步落实，预计水泥企业购电成本或将上升，行业的运行与发展将愈发受到能源价格等因素市场化机制的约束。

水泥企业生产成本对煤炭价格波动的敏感性较高。煤炭的采购价格一般随行就市，但具有规模优势的企业可以通过集中采购，并与供应商形成长期合作关系获得一定程度的优惠。价格方面，以百川盈孚热值为 5,500kcal 的动力煤市场均价为例，2023 年上半年煤炭价格自高位回落，第三季度价格小幅反弹，第四季度维持相对稳定，全年价格中枢较上年下降约 130 元/吨至 825 元/吨左右，降幅约为 13%。2024 年煤炭价格呈波动下行走势，年初全年价格峰值约为 770 元/吨，前三季度全年价格重心约为 715 元/吨，较上年下降约 130 元/吨，降幅约为 16%。

单位：元/吨



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 4. 动力煤（Q5500）市场均价走势情况

根据我国水泥熟料生产线煤耗标准估算，热值 5,500kcal 的吨煤价格每上涨/下跌 100 元，吨熟料生产成本将上涨/下跌 14 元左右，水泥煤炭价差可作为水泥行业成本转移能力一个重要判断工具。2024 年第一季度水泥煤炭价差下降，行业成本转嫁压力较大，5 月起水泥煤炭价差逐步走阔，7 月中旬起持续高于上年同期价差水平，盈利情况有所改善。

2021-2023 年水泥行业利润总额分别为 1,694 亿元、686 亿元和 310 亿元³；2024 年 7 月起吨水泥盈利空间虽边际改善，但难抵前期影响，叠加需求下滑因素，当年前三季度行业利润预计同比大幅下降，根据中国水泥协会测算，行业利润总额同比下降约 65%。

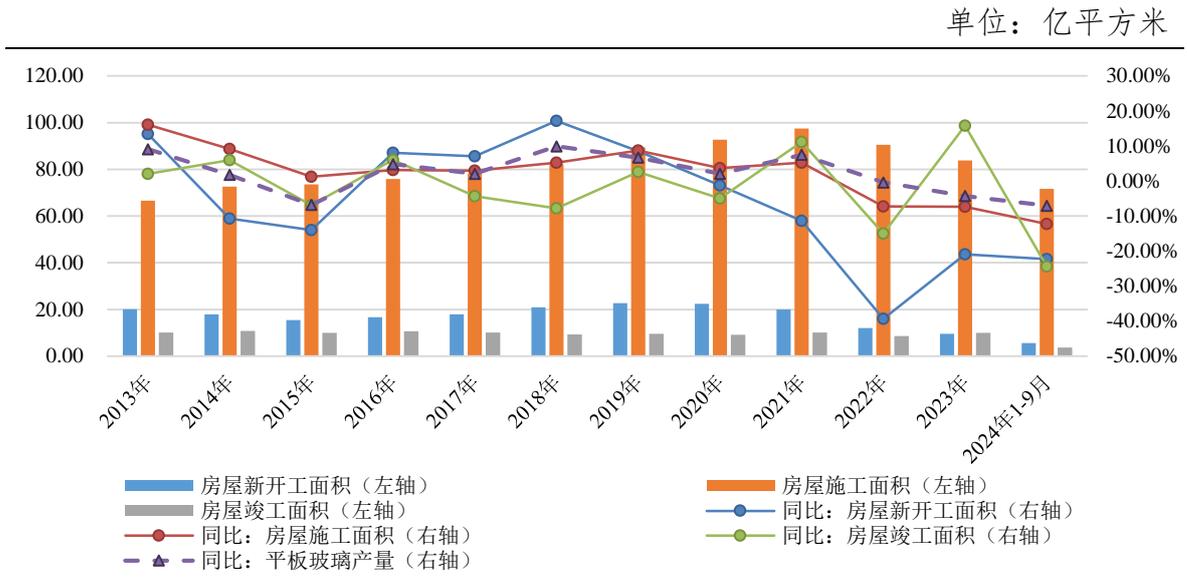
(二) 建筑玻璃行业

2024 年前三季度，房地产新开工面积持续收缩，加之新房销售表现欠佳，竣工规模同比大幅下降，以致建筑玻璃需求较弱。

³ 2021 年数据来源于工信部，2022-2023 年数据来源于中国水泥网。

平板玻璃行业下游应用广泛，包括房地产、汽车、光伏、电子等产业，其中应用于房地产领域的平板玻璃（简称“建筑玻璃”）占比在一半以上。建筑玻璃需求与房地产行业高度相关，由于建筑玻璃主要加工为门窗、幕墙及家具等，应用于房地产建筑工程后期及装修装饰过程中，房地产行业投资领先期较长，通常将房地产新开工及施工面积作为判断建筑玻璃未来一定时期内需求的先行指标，即期需求释放主要取决于开复工向竣工的传导，通常以竣工面积反映。

根据 Wind 数据显示，2021-2023 年我国房屋新开工面积分别为 19.89 亿平方米、12.06 亿平方米和 9.54 亿平方米，同比分别下降 11.38%、39.37% 和 20.91%，施工面积分别为 97.54 亿平方米、90.50 亿平方米和 83.84 亿平方米，增长率分别为 5.25%、-7.22%和-7.36%，因房地产行业景气度下行，新开工及施工面积持续下降；同期，竣工面积分别为 10.14 亿平方米、8.62 亿平方米和 9.98 亿平方米，增长率分别为 11.18%、-14.98%和 15.78%，2023 年在房地产保交付政策推动下，竣工规模呈恢复性增长，带动玻璃即期需求增长。2024 年前三季度，我国房地产市场依旧低迷，房屋新开工和施工面积分别同比减少 22.28%和 12.23%至 5.61 亿平方米和 71.60 亿平方米，同时受房地产销售疲软影响，交付压力下降，竣工面积同比减少 24.41%至 3.68 亿平方米，玻璃需求不济。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

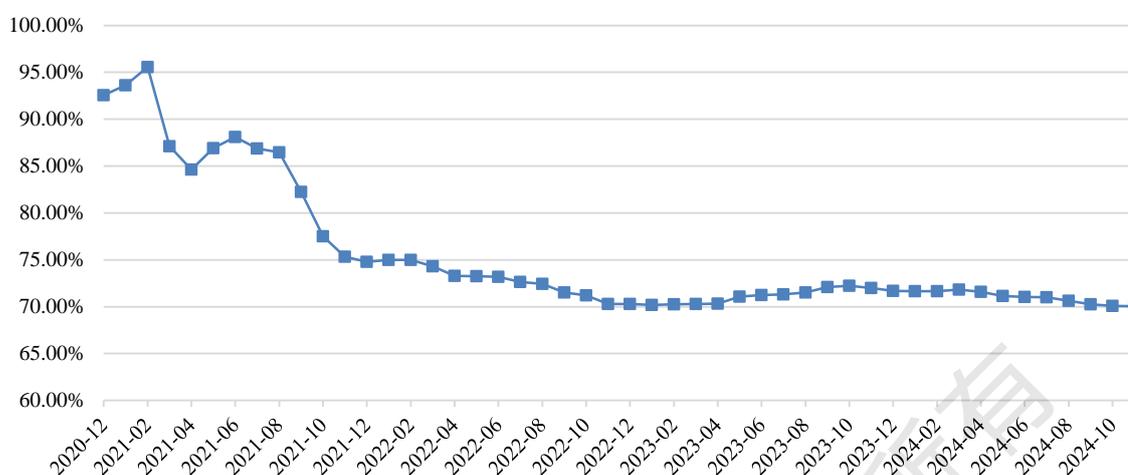
图 5. 我国房地产施工及平板玻璃产量情况

政策控制下，玻璃新增产能持续受限，供给主要受现有产线冷修停产及复产影响。2024 年行业产能开工率先升后降，玻璃供给量同比小幅增长。

2013 年起我国新增平板玻璃产能受到严格的政策约束，政策规定新建生产线需实施产能置换。相较于水泥行业，近年来平板玻璃产能置换较少，行业有效产能主要受生产线冷修停/复产影响。根据百川盈孚数据显示，2021 年平板玻璃行业开工率⁴前高后低，9 月因多地落实能耗双控政策而对高能耗行业实施限电限产，玻璃行业企业生产受到较大影响，加之部分窑龄即将到期的生产线放水冷修，至年末开工率大幅回落至 74.80%。2022 年 1-2 月产能开工率小幅回升，3 月起至年末开工率持续下降至 70.30%。2023 年 1-4 月行业开工率保持在 70%左右水平，5-10 月小幅回升至 72.20%，年末微降至 71.67%。2024 年行业开工率先升后降，3 月峰值为 71.83%，随后逐步回落，11 月降至 70.05%。根据月度开工率均值测

⁴ 百川盈孚观测的 71 家企业的综合开工率。

算,2021-2023 年行业全年平均开工率分别为 84.93%、72.71%和 71.18%,2024 年前三季度平均开工率同比微增 0.28 个百分点至 71.20%。根据 Wind 数据显示,2021-2023 年及 2024 年前三季度我国平板玻璃产量分别为 10.17 亿重量箱、10.13 亿重量箱、9.69 亿重量箱和 7.61 亿重量箱,同比分别增长 7.50%、-0.38%、-4.28%和 5.67%,2024 年前期行业开工率相对较高,以致前三季度供给量同比有所增长,9 月以来单月供应量开始下降,11 月同比降幅约 14%。



注：根据百川盈孚数据整理绘制。

图 6. 我国平板玻璃生产线开工率情况

玻璃价格主要受供需平衡及库存水平影响。2024 年前三季度供给微增但需求走弱,以致玻璃库存大幅走高,价格大幅下滑,第四季度供应缩量,价格有所回升,但当年价格中枢仍较上年明显下降。

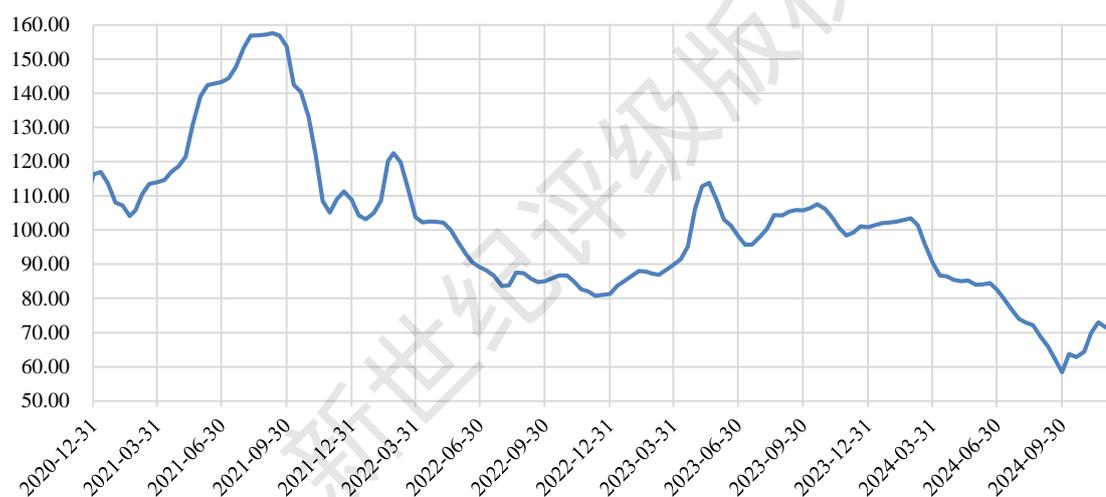
平板玻璃生产线具有明显的持续生产刚性特征,玻璃价格⁵对供需平衡及库存⁶水平敏感性高。2021 年房地产竣工规模大幅增长带动玻璃需求增长,加之 7-8 月原燃料价格大幅上涨推动,企业跟进调价,玻璃价格最

⁵ 下文以 Wind 浮法平板玻璃 4.8/5mm 市场价为例。

⁶ 下文以百川盈孚平板玻璃工厂总库存为例。

高升至 157 元/重量箱，系近 10 年来的最高值，第四季度房地产资金面紧张，玻璃需求量收缩导致价格快速下跌，年末价格回落至 110 元/重量箱左右。2022 年主要受疫情因素影响，需求释放较弱，1-7 月行业库存持续走高，最高达到 7,700 万重量箱，玻璃价格持续走低；第四季度旺季不旺，库存维持高位，玻璃价格延续下行走势，至年末跌至 80 元/重量箱，全年价格中枢约为 89 元/重量箱，较上年下降 27%。2023 年上半年，玻璃行业开工率相对较低，供给缩减，加之保交付政策推动下需求释放情况良好，玻璃库存有所消纳，价格有所回升，5 月价格最高升至 114 元/重量箱，下半年价格有所波动，全年价格中枢约为 100 元/重量箱，较上年提升约 13%。2024 年玻璃供应同比有所增长，但需求同比下降约 20%，以致库存持续增长，9 月中旬最高升至约 6,400 万重量箱，随后至 11 月末因供应缩量，叠加旺季出货增加，玻璃库存大幅下降至约 4,500 万重量箱，价格止跌回升至 71 元/重量箱，1-11 月价格中枢约为 80 元/重量箱，较上年下降 20% 左右。

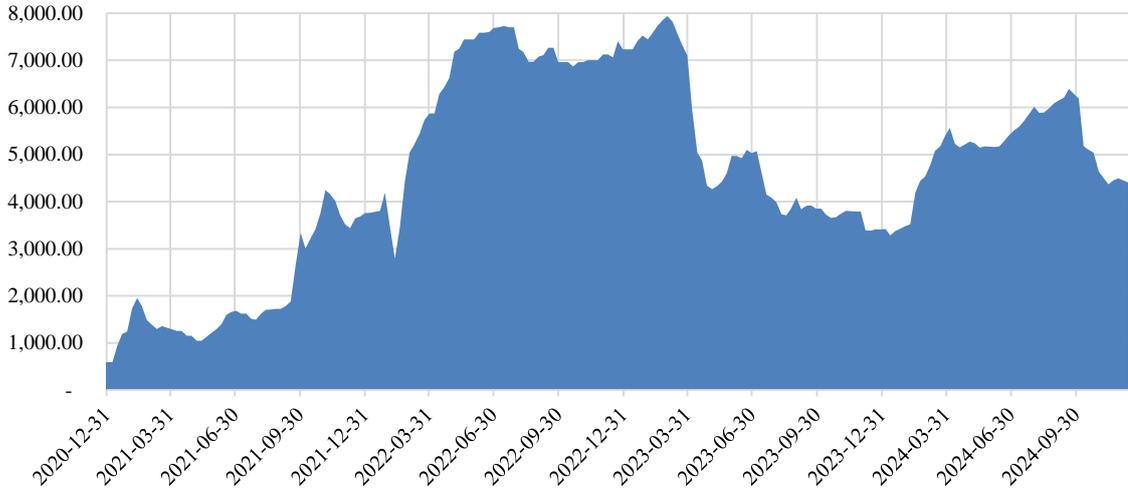
单位：元/重量箱



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 7. 我国浮法平板玻璃 4.8/5mm 市场价走势

单位：万重量箱



注：根据百川盈孚数据整理绘制。

图 8. 我国平板玻璃工厂总库存情况

原燃料成本占玻璃成本的比重很高,2024 年以来燃料价格相对平稳,石油焦价格中枢较上年有所下降,天然气价格中枢持稳;原料纯碱价格呈波动下行走势。

重油、石油焦、天然气等燃料是影响玻璃成本的关键因素,约占生产成本的 40%以上。重油和石油焦均为石油炼化产品,价格波动具有较强的同向性。以百川盈孚石油焦参考价格为例,2021 年价格整体波动上行,年内价格峰值为 3,200 元/吨,年末价格为 2,750 元/吨,全年价格中枢在 2,500 元/吨左右。2022 年 1-4 月价格大幅上涨,5 月价格最高升至 5,200 元/吨左右,5 月中旬起价格开始回落,至年末价格降至 3,650 元/吨左右,全年价格中枢在 4,400 元/吨左右,较上年上涨约 75%。2023 年价格整体呈下行走势,1-2 月价格企稳微升,3 月价格快速下跌,随后至年末价格持续缓降,年末价格为 1,778 元/吨,全年价格中枢约为 2,300 元/吨,较上年下降约 45%。2024 年石油焦价格波动较小,全年价格中枢约为 1,850 元/吨,较上年下降约 25%。天然气方面,其价格走势大体与石油焦趋同,

但因用气存在明显的峰谷，峰值主要出现在冬季用气高峰时，通常第四季度价格走势与石油焦背离较大。以我国液化天然气市场价为例，2021-2023 年价格中枢分别为 4,900 元/吨、6,800 元/吨和 4,500 元/吨；2024 年第一季度价格自高位下跌，第二及第三季度价格回升，第四季度价格再次回落，11 月末价格为升至约 4,400 元/吨，全年价格中枢约为 4,450 元/吨，较上年基本持平。

单位：元/吨



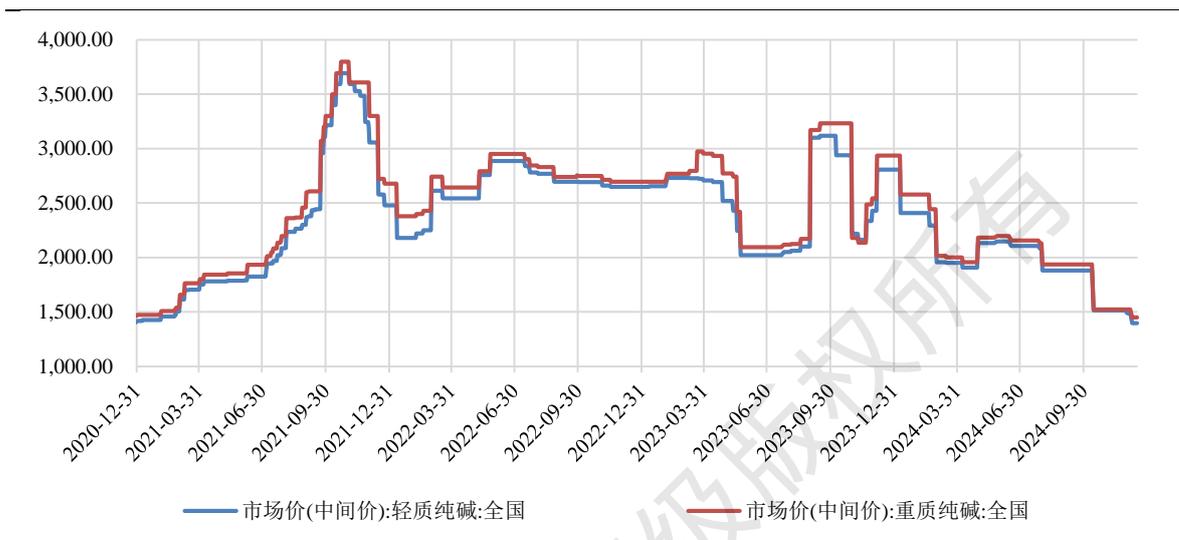
注：根据百川盈孚和 Wind 数据整理绘制。

图 9. 我国石油焦及天然气价格走势

硅砂和纯碱系玻璃的主要原料，多数玻璃企业建线时已配套竞得周边硅砂资源，可满足部分原料自给，硅砂用量虽大，但占玻璃成本比重仅 10%左右，自供成本较为稳定，外购价格波动对玻璃成本影响相对较小。纯碱系基础化工原料，价格相对较高，且波动较大，近年来纯碱成本占玻璃生产成本的比重约为 30%。纯碱价格方面，以 Wind 重质纯碱市场价中间价为例，2021 年 1-10 月价格呈上涨走势，尤其是第三季度起受安全环保以及限电影响，供应减少，而下游正值需求旺季，价格大幅走高，11 月初价格最高升至 3,800 元/吨，后随着产能开工率提升，且下游进入淡季，

至年底价格回落至 2,680 元/吨。2022 年纯碱价格波动较小，但处于近年相对高位，中枢约为 2,725 元/吨，较上年上升约 400 元/吨。2023 年纯碱价格历经数次骤升骤降，1 月至 5 月中旬价格于 2,700-3,000 元/吨区间波动，5 月下旬价格骤降至 2,100 元/吨左右，至 8 月末价格持稳，9 月初迅速上调至 3,100 元/吨，价格维持约 2 个月，11 月初再次骤降至 2,200 元/吨左右，12 月价格再次快速回升，至年底价格升至约 3,000 元/吨，全年价格中枢约为 2,750 元/吨，较上年基本持平。2024 年纯碱价格整体波动下行，第一和第四季度降幅较大，第二和第三季度小幅波动，全年价格中枢降至约 2,000 元/吨，降幅约为 25%。

单位：元/吨



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 10. 我国纯碱价格走势

2024 年前三季度，玻璃行业企业经营显著承压，第四季度玻璃价格回升叠加原料价格下降，行业盈利有所改善，但全年利润预计仍将同比下降。

根据工信部数据显示，2021 年平板玻璃行业收入和利润总额分别为

1,184 亿元和 247 亿元，创历史新高。2022 年玻璃价格大幅下降，叠加原燃料价格上涨因素影响，下半年行业全面呈现亏损状态。2023 年需求端有所恢复，玻璃价格恢复性上涨，同时得益于燃料价格重心回落，行业盈利能力有所恢复。2024 年前三季度玻璃价格大幅下降，同期原燃料价格降幅相对较小，行业经营显著承压，第四季度玻璃价格企稳回升，纯碱价格下行，行业盈利有所改善，但全年利润预计仍将同比下降。

二、政策环境

新增备案产能限制性政策持续，能够有效地从源头上控制行业产能的盲目扩张。2024 年修订的产能置换办法进一步对出让产能进行限定，减量置换效果有望逐步显现。当年水泥行业产能置换项目显著增多，且较多项目方案明确出让产能在公告后短时间内关停，可产生即时控产效果。

2013 年 10 月，国务院发布了《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发[2013]41 号），其中针对建材行业两大子行业水泥和平板玻璃首次提出严禁新增产能项目。2016 年 9 月末，工信部发布了《建材工业发展规划（2016-2020 年）》（工信部规[2016]315 号），其中将严禁新建产能备案时间定为至 2020 年底前。工信部规[2016]315 号文件有效期届满后，工信部于 2021 年 7 月发布的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（工信部原[2021]80 号）中重申严禁备案和新建扩大产能的项目，该内容在 2024 年修订发布的文件（工信部原[2024]206 号）中仍然保留。整体看，新增备案产能限制性政策持续，能够有效地从源头上控制产能的盲目扩张。

2015 年 4 月，工信部发布了《关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》（工信部产业[2015]127 号），首次对水泥及平板玻璃行业置换产能的确定、产能置换指标交易、置换方案内容和确认以及置

换方案监督落实等方面规范进行了明确。2018 年 1 月、2021 年 7 月和 2024 年 10 月，工信部发布并更新了《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，其中 2024 年修订的重点内容在于增加了置换新建生产线能效水平的要求，对可以用于置换的产能进行进一步的限定，另外对部分细则进行了明确（如同法人同厂区内的产能置换）。2024 年水泥行业产能置换热度重启回升，10 月起公示产能置换办法的项目个数占全年总个数的 50% 以上。现行文件明确出让产能不得自 2013 年以来连续两年及以上停产，并且 2024 年以来连续两年运转天数不得小于 90 天，在此要求下，减量置换带来的产能出清效果有望逐步显现。另外，新世纪评级观察到，不同于以往产能置换方案中较多出让产能需待到新产能投产后才停产拆除，2024 年置换方案中较多明确公告日起或项目手续完善后出让产能即停产，可产生即时控产效果。

水泥行业错峰生产常态化开展，多省份错峰力度有所强化。在下游需求疲弱背景下，错峰生产实施的必要性愈发凸显。

2020 年 12 月，工信部和生态环境部联合发布了《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》（工信部联原[2020]201 号），强调了继续执行水泥错峰生产，开展行业自律。近年来，错峰生产除在上述政策要求的北方各省得到有力落实外，其他省份也因地制宜，针对地方供需情况合理开展。新世纪评级通过对各省份出台的 2024-2025 年采暖季或 2025 年全年错峰生产规划进行收集整理，发现多省份错峰力度有所强化。错峰生产的常态化开展将持续对行业供求关系的平衡和行业企业有序竞争的维持起到积极作用，尤其在行业需求收缩背景下，错峰生产实施的必要性更加凸显。

目前碳配额管理尚未对行业产生重大影响，但未来碳配额管理趋严背景下，企业运行成本或将上升。长远看，双碳政策有助于强化行业准入并推动落后企业出清，进而推动行业高质量发展。

我国于 2020 年 9 月首次提出了“2030 碳达峰和 2060 碳中和”的愿景。2022 年 11 月，工信部等四部门发布《关于印发建材行业碳达峰实施方案的通知》，指出在“十四五”期间，建材产业结构调整取得明显进展，行业节能低碳技术持续推广，水泥、玻璃、陶瓷等重点产品单位能耗、碳排放强度不断下降，水泥熟料单位产品综合能耗水平降低 3%以上；“十五五”期间，建材行业绿色低碳关键技术产业化实现重大突破，原燃料替代水平大幅提高，基本建立绿色低碳循环发展的产业体系。2024 年 5 月，国务院发布的《2024-2025 年节能降碳行动方案》明确新建及改扩建产能需达到能效标杆水平，并要求能效基准水平以下产能开展技术改造或淘汰退出。

目前针对水泥行业的碳排放配额管理已在多个碳排放权交易试点省/市开展，根据新世纪评级观测，碳排放配额管理虽尚未对行业企业产生重大影响。但在碳排放权配额控制强化，配额发放从免费逐步过渡至有偿的趋势下，水泥行业企业碳履约成本或将持续上升。长远看，双碳政策的实施将有利于提高行业准入门槛，同时未能满足政策要求的企业或将被强制出清，对行业过剩的改善起到积极影响。

三、样本分析

(一) 样本筛选

本文以发债企业及上市公司为基础筛选水泥及建筑玻璃分析样本，二者构成建材行业初始样本。其中，水泥样本的认定标准为具备水泥熟料

生产能力，且最近一个完整会计年度水泥或水泥熟料收入或毛利对总收入或总毛利贡献最大的企业；建筑玻璃样本的认定标准为具备玻璃原片生产能力，且最近一个完整会计年度玻璃原片及建筑加工玻璃收入或毛利合计数对总收入或总毛利贡献最大的企业。初始样本企业根据以下原则进行进一步的筛选：①在综合考虑数据可获得性和覆盖程度的基础上将集团企业充分下解，保留下属企业作为样本；②剔除因同时从事其他主营业务，导致财务特征与所归属的子行业内企业的一般特征差异较大，并对本文分析内容产生重大影响的样本。最终本文筛选出水泥样本企业 23 家，建筑玻璃样本企业 8 家，后文将分别针对上述 2 个建材子行业样本企业的经营和财务状况进行分析。

表 1. 样本企业名单及其细分行业归属

水泥行业样本		建筑玻璃行业样本	
企业名称	企业简称	企业名称	企业简称
安徽海螺水泥股份有限公司	海螺水泥	中国南玻集团股份有限公司	中国南玻
中国西部水泥有限公司	西部水泥	信义玻璃控股有限公司	信义玻璃
华润建材科技控股有限公司	华润建材	株洲旗滨集团股份有限公司	旗滨集团
中国天瑞集团水泥有限公司	中国天瑞水泥	山东金晶科技股份有限公司	金晶科技
亚洲水泥(中国)控股公司	亚洲水泥	上海耀皮玻璃集团股份有限公司	耀皮玻璃
东吴水泥国际有限公司	东吴水泥	中国玻璃控股有限公司	中国玻璃
中国山水水泥集团有限公司	山水水泥	湖北三峡新型建材股份有限公司	三峡新材
唐山冀东水泥股份有限公司	冀东水泥	台湾玻璃工业股份有限公司	台玻
甘肃上峰水泥股份有限公司	上峰水泥		
江西万年青水泥股份有限公司	万年青		
四川和谐双马股份有限公司	四川双马		
广东塔牌集团股份有限公司	塔牌集团		
新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	青松建化		
宁夏建材集团股份有限公司	宁夏建材		
华新水泥股份有限公司	华新水泥		
福建水泥股份有限公司	福建水泥		

水泥行业样本		建筑玻璃行业样本	
企业名称	企业简称	企业名称	企业简称
南方水泥有限公司	南方水泥		
西南水泥有限公司	西南水泥		
西藏天路股份有限公司	西藏天路		
浙江尖峰集团股份有限公司	尖峰集团		
红狮控股集团有限公司	红狮控股		
台湾水泥股份有限公司	台湾水泥		
宁波富达股份有限公司	宁波富达		

注：根据 Wind 数据整理。

(二) 业务分析

2023 年水泥样本企业新投产产能置换项目数量同比大幅减少，减量置换下年末水泥熟料总产能微降，单线规模小幅提升；产能置换未对样本企业产能排序产生影响。2023 年样本企业水泥产销量有所下滑，叠加水泥价格下跌影响，样本企业收入下降，盈利能力显著弱化。2024 年行业盈利能力自第三季度起有所改善，但难抵前期影响，前三季度样本企业亏损面有所扩大，盈利规模同比大幅收缩。

经对各省份工信部门于 2024 年内相继公布的生产线资料进行整理，2023 年水泥样本企业产能置换项目新投产生产线共计 7 条，同比减少 5 条，年产能合计 914.50 万吨，同比减少 58.33%。截至 2023 年末，水泥样本企业拥有水泥熟料生产线共计 695 条⁷（占全国生产线总数的 43.36%），较上年末减少 5 条；年产能⁸合计 8.80 亿吨（占全国总产能的 49.13%），仅较上年末微降 0.08%。

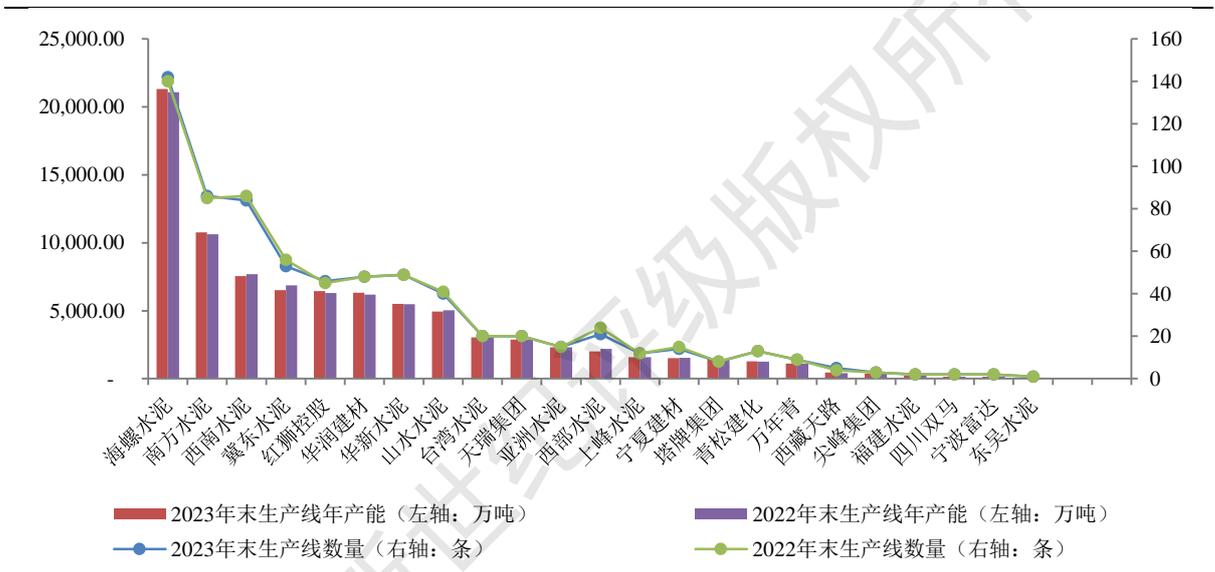
从区域分布看，水泥样本企业水泥熟料生产线主要布局于西南、华中

⁷ 仅统计中国地区生产线数量，不包含海外生产线；仅统计样本企业控股的生产线，与其他方共同投资成立的合营及联营企业的生产线不纳入统计；产能置换项目被置换的生产线若未拆除，则仍纳入统计；南方水泥和西南水泥产能统计未考虑业务整合的影响。

⁸ 根据工信部披露的生产线实际日产能乘以 310 天计算，下同。

和华东地区，生产线数量分别为 189 条、130 条和 127 条，分别占样本企业生产线总数的 27.19%、18.71%和 18.27%。年产能总量排名前三的区域分别为西南、华东和华中地区，分别为 1.97 亿吨、1.87 亿吨和 1.72 亿吨，占样本企业总产能的比重分别为 22.43%、21.20%和 19.55%。2023 年样本企业在华中地区新投产生产线共计 2 条，年产能合计 279 万吨；华东、华南、东北、西北和西南地区各投产 1 条生产线，年产能分别为 155 万吨、155 万吨、139.50 万吨、124 万吨和 62 万吨。

从样本企业个体角度看，2023 年末企业水泥熟料产能较上年末变化不大，各样本企业产能排名未发生变化。单线规模方面，主要因产能置换，2023 年末水泥样本企业水泥熟料生产线实际日产能均值较上年末上升 25.84 吨/天至 4,084.75 吨/天；其中单线产能均值排名前三大的企业分别为塔牌集团(5,937.50 吨/天)、亚洲水泥(4,966.67 吨/天)和台湾水泥(4,900 吨/天)。

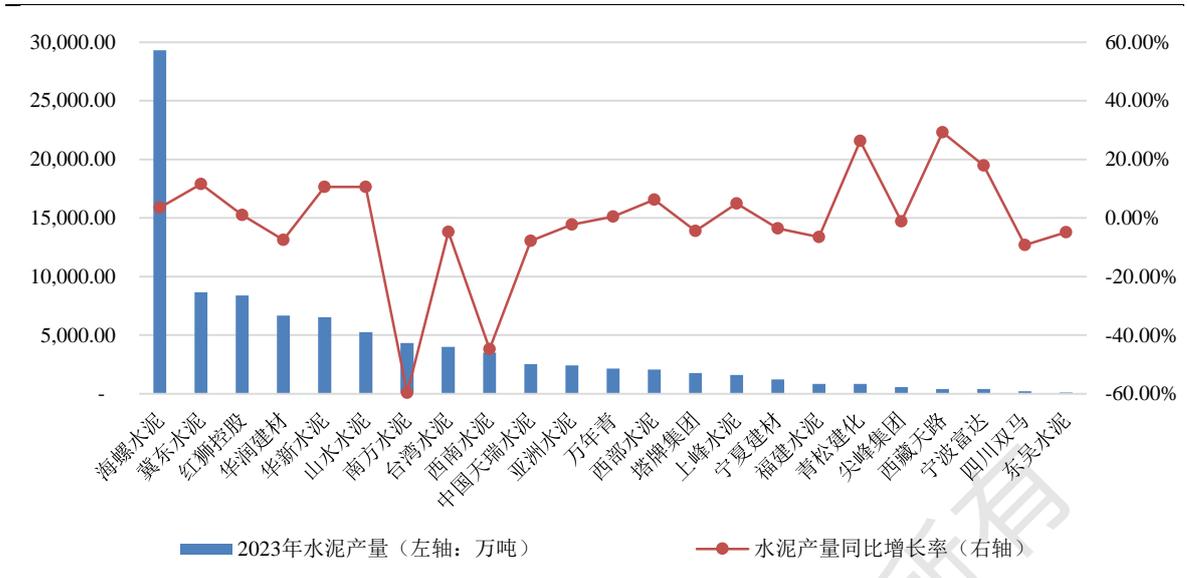


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 11. 水泥样本企业水泥熟料生产线条数及年产能变化情况

2021-2023 年，水泥样本企业水泥产量合计分别为 11.32 亿吨、10.05

亿吨和 9.36 亿吨，占对应年份全国水泥总产量的比重分别为 47.93%、47.19%和 46.37%，整体略有下降。2023 年样本企业水泥产量同比减少 6.82%，共有 12 家样本企业水泥产量同比下降（占样本总量的 52.17%），其中南方水泥和西南水泥因业务区域调整影响产量降幅较大（分别为 59.70%和 44.79%），西藏天路和青松建化水泥产量增长较明显（分别为 29.20%和 26.29%）。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 12. 水泥样本企业 2023 年水泥产量及同比变化情况

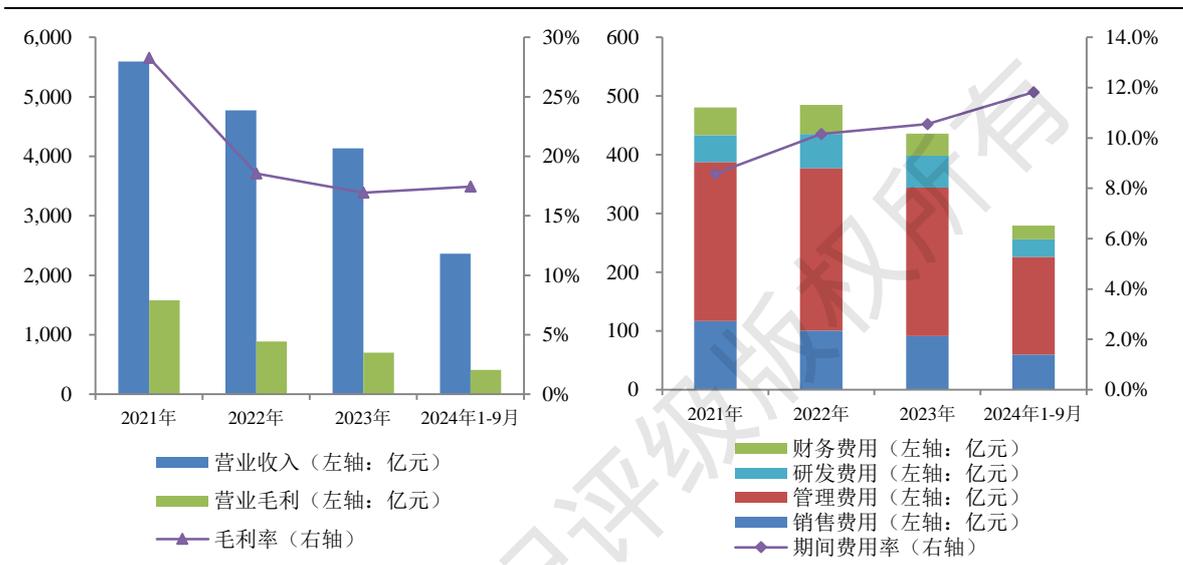
2021-2023 年，水泥样本企业营业收入总额分别为 5,595.33 亿元、4,774.75 亿元和 4,133.71 亿元⁹，同比分别增长 4.83%、-14.67%和-13.43%，2023 年因水泥销售量价齐跌而持续下降，样本企业中有 17 家企业收入同比下滑，占样本总量的 73.91%。2021-2023 年样本企业毛利率分别为 28.28%、18.55%和 16.94%，主要因水泥价格下跌而持续下降，2023 年 14 家样本企业毛利率同比下滑，占样本总量的 60.87%。2024 年前三季度¹⁰，

⁹ 指人民币，非以人民币作为本位币披露报表的样本企业均根据对应期末汇率中间价折算加总，下同。

¹⁰ 因中国天瑞水泥、西部水泥和东吴水泥仅公布半年度报表，以下部分涉及前三季度数据统计时均剔除上述企业。

样本企业营业收入合计 2,363.01 亿元，同比进一步下滑 18.60%，其中收入同比下滑的样本企业共 18 家，占样本总量的 90.00%；同期，样本企业毛利率较上年同期微降 0.23 个百分点至 17.45%，其中 12 家样本企业毛利率同比下降，占样本总量的 60.00%。

2021-2023 年，水泥样本企业期间费用总额分别为 480.72 亿元、484.93 亿元和 436.16 亿元，2023 年主要受南方水泥和西南水泥业务区域调整，经营规模收缩影响而同比下降 10.06%。2024 年前三季度，样本企业期间费用合计 279.37 亿元，同比减少 4.08%；其中销售费用和管理费用同比小幅下降，研发费用降幅较大（16.87%）主要系海螺水泥研发支出减少所致，财务费用同比增长 14.08%，主要因华新水泥海外业务产生的汇兑损失增加所致；当期期间费用率为 11.82%，因收入下滑而进一步上升。

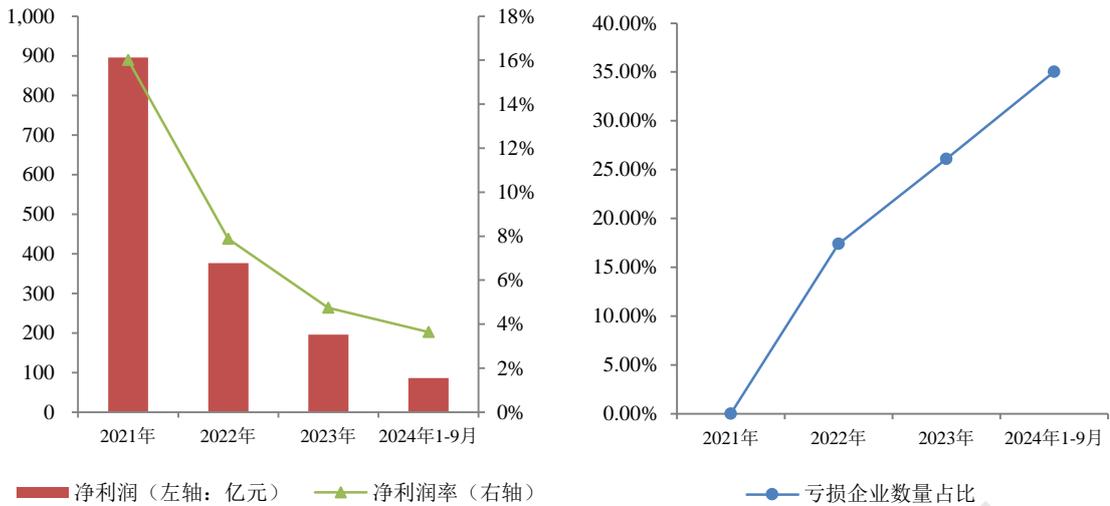


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 13. 水泥样本企业营业收入、营业毛利、毛利率及期间费用情况

2021-2023 年，水泥样本企业净利润总额分别为 895.74 亿元、376.17 亿元和 196.94 亿元，净利润率分别为 16.01%、7.88%和 4.74%，2023 年样本企业净利润大幅缩减 47.91%，盈利能力持续弱化。2023 年有 15 家

样本企业净利润同比下滑，占样本总量的 65.22%；净利润亏损的企业共计 6 家，占样本总量的 26.09%。2024 年前三季度，样本企业盈利情况进一步恶化，净利润同比下降 51.61%至 86.06 亿元，净利润率同比下降 2.49 个百分点至 3.64%；当期共有 15 家样本企业（占样本总量的 75.00%）净利润同比下滑，7 家企业亏损（占样本总量的 35.00%），亏损面有所扩大。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 14. 水泥样本净利润、净利润率及亏损面情况

2023 年建筑玻璃样本企业产能置换相对较少，仅 1 家样本企业产能因产能置换项目投产而有所增加，但未对产能排序造成影响。2023 年玻璃价格回升，需求恢复下样本企业玻璃原片销量同比增长，同时得益于深加工玻璃及其他非建筑玻璃业务拓展，收入有所增长，期间费用增加下净利润同比仍实现微增。2024 年前三季度，玻璃价格持续下跌，样本企业收入同比有所下滑，盈利能力显著弱化。

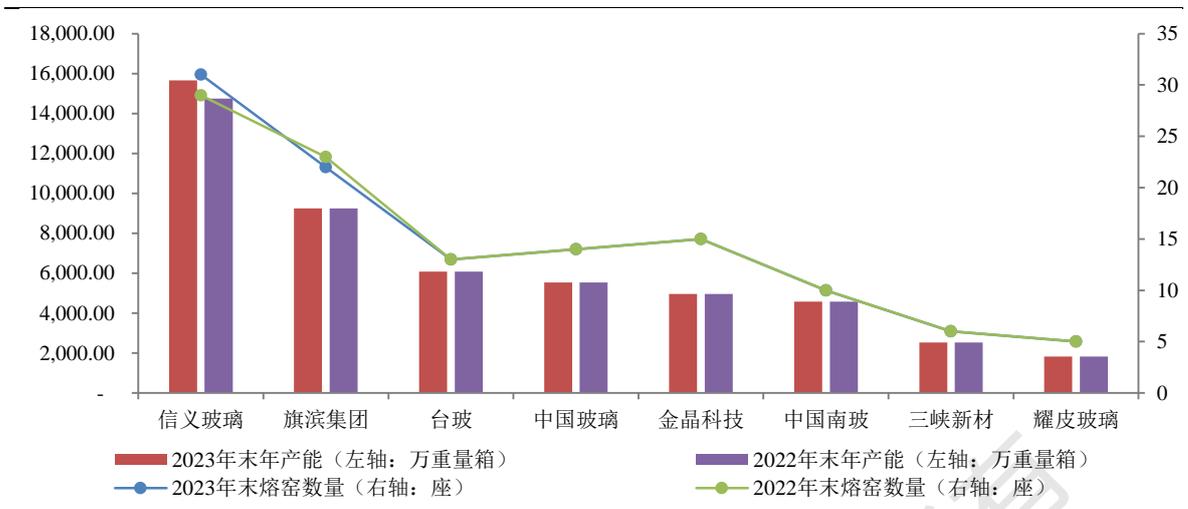
根据各省份工信部门披露的数据显示，2023 年建筑玻璃样本企业新点火投产的玻璃熔窑¹¹共计 3 条，实际年产能¹²合计 1,638.00 万重量箱。

¹¹ 工信部门披露的平板玻璃熔窑，剔除其中压延工艺生产线及药用玻璃对应生产窑炉。

¹² 根据工信部披露的生产线实际年产能汇总，若未披露年产能的，则以日熔化量按在产 300 天折算为年产能。

截至 2023 年末，建筑玻璃样本企业拥有玻璃熔窑 116 座（占全国熔窑总数的 37.30%），较上年末净增加 1 座；年产能合计 5.04 亿重量箱（占全国总产能的 41.10%），较上年末增长 1.85%。

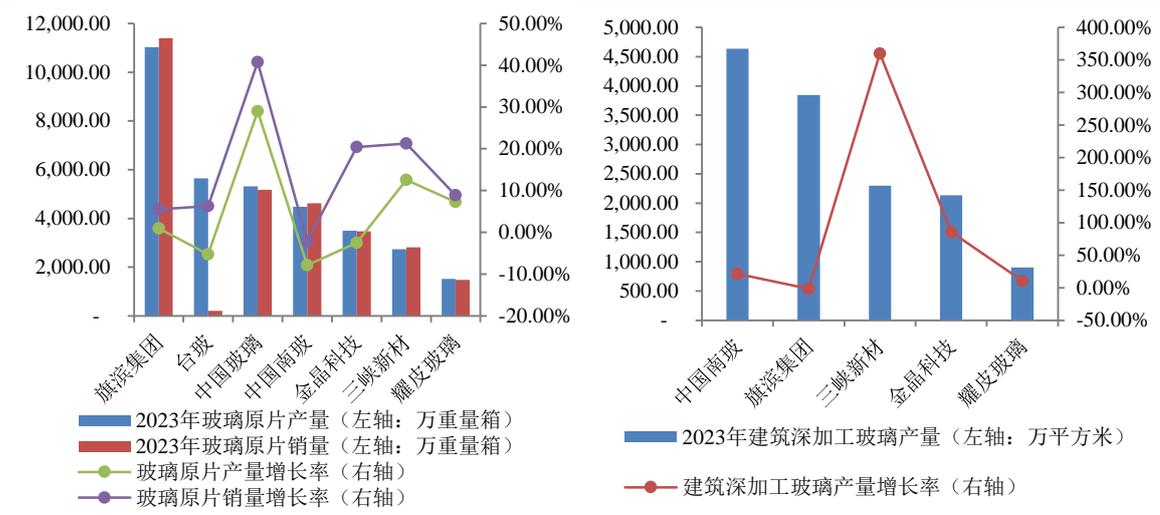
从样本企业个体角度看，2023 年末仅信义玻璃 1 家因置换项目投产，产能较上年末增加 918.00 万重量箱/年，其余企业产能均未发生变化，样本企业产能排序亦未发生变化。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 15. 建筑玻璃样本企业玻璃熔窑数量及年产能变化情况

剔除数据缺失的样本（信义玻璃），2023 年建筑玻璃样本企业玻璃原片产量合计 3.42 亿重量箱，同比增长 2.77%；因市场需求恢复性增长，样本企业玻璃原片销量同比增长 12.38%至 2.92 亿重量箱。样本企业中三峡新材、金晶科技、中国南玻和耀皮玻璃加大了玻璃原片深加工率，2023 年建筑深加工玻璃产量同比分别增长 360.00%、85.74%、21.62%和 10.59%，其中三峡新材增幅较大主要系新投产 2 条 Low-E 镀膜玻璃生产线所致；旗滨集团深加工玻璃产量同比微降 1.71%。



注：1) 根据样本企业数据整理绘制；2) 因数据缺失，左图未列示信义玻璃数据，右图未列示信义玻璃、中国玻璃和台玻数据，三峡新材数据根据产能数据列示。

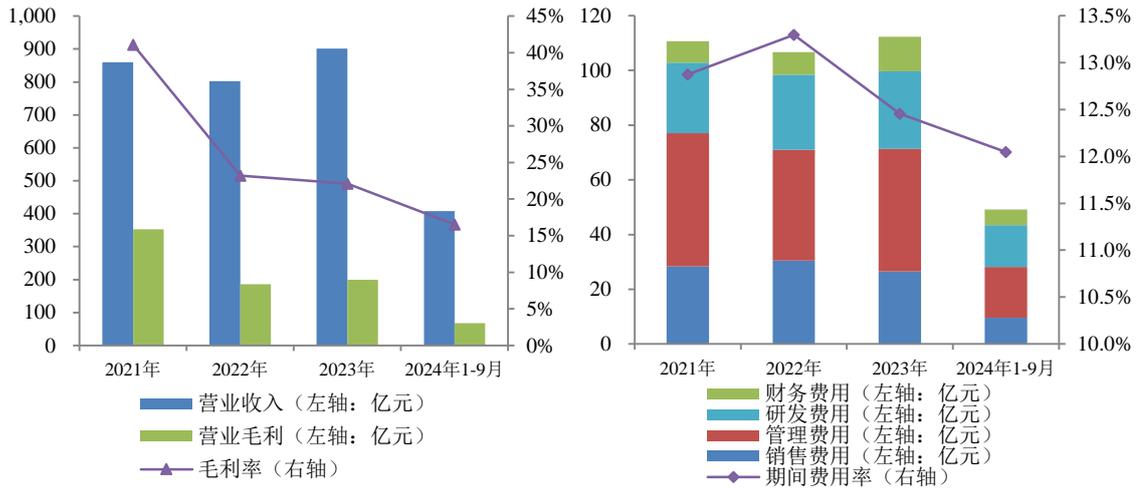
图 16. 建筑玻璃样本企业 2023 年玻璃原片产销量及建筑深加工玻璃产量同比情况

2021-2023 年，建筑玻璃样本企业营业收入总额分别为 859.57 亿元、802.71 亿元和 901.71 亿元，同比分别增长 41.77%、-6.61%和 12.33%，2023 年主要得益于玻璃价格上升及部分企业拓展的光伏玻璃项目投产而增长，当年所有样本企业收入均同比增长。2021-2023 年样本企业毛利率分别为 41.09%、23.22%和 22.11%，2023 年同比微降 1.11 个百分点，当年样本企业中有 5 家企业毛利率同比下滑（占样本总量的 62.50%），主要受建筑深加工玻璃利润空间收窄所致。2024 年前三季度¹³，因玻璃价格下跌，样本企业营业收入总额同比减少 6.46%至 408.05 亿元，当期样本企业中有 4 家企业（占样本总量的 66.67%）营业收入总额同比减少；样本企业毛利率同比下降 1.83 个百分点至 16.54%，5 家样本企业毛利率低于上年同期，占样本总量的 83.33%。

2021-2023 年，建筑玻璃样本企业期间费用总额分别为 110.66 亿元、106.72 亿元和 112.31 亿元，2023 年主要因管理费用及财务费用增长而同

¹³ 因信义玻璃和中国玻璃仅公布半年度报表，以下部分涉及前三季度数据统计时均剔除上述企业。

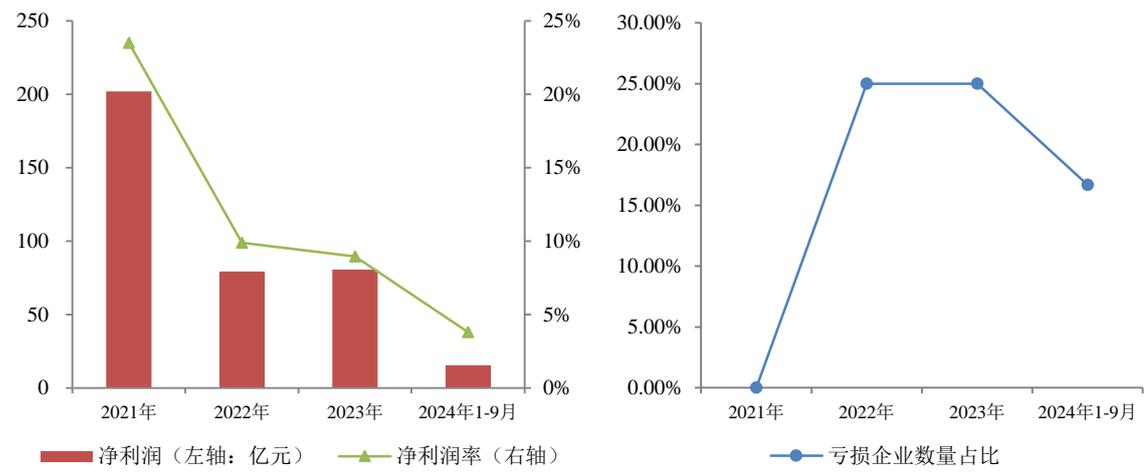
比增长 5.24%，前者主要系员工薪资增长所致，后者主要系债务规模增加所致。2023 年样本企业期间费用率为 12.46%，同比小幅下降。2024 年前三季度，样本企业期间费用合计 49.16 亿元，同比增长 3.15%，期间费用率为 12.05%，主要因财务费用增长所致。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 17. 建筑玻璃样本企业营业收入、营业毛利、毛利率及期间费用情况

2021-2023 年，建筑玻璃样本企业净利润总额分别为 201.91 亿元、79.45 亿元和 80.74 亿元，净利润率分别为 23.49%、9.90%和 8.95%，2023 年样本企业盈利状况较上年基本持平。2023 年 5 家样本企业净利润同比增长，占样本总量的 62.50%；净利润亏损的企业共 2 家（包括耀皮玻璃和中国玻璃），占样本总量的 25%。2024 年前三季度，样本企业净利润同比减少 46.67%至 15.50 亿元，净利润率同比下降 2.86 个百分点至 3.80%，盈利能力明显弱化；当期共有 5 家样本企业（占样本总量的 83.33%）净利润同比下滑，1 家企业净亏损（占样本总量的 16.67%）。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 18. 建筑玻璃样本净利润、净利润率及亏损面情况

(三) 财务分析

1. 财务杠杆

2023 年以来水泥样本企业资产规模扩张缓和，资产增长主要因部分企业通过并购拓展非水泥业务所致。样本企业刚性债务有所增长，带动负债规模扩张。因样本企业盈利能力普遍下降，经营积累对权益补充有限，权益增长主要因个别企业增发募资实施并购事项所致。样本企业财务杠杆整体波动较小但分化仍较明显。

2021-2023 年末，水泥样本企业资产总额分别为 9,553.95 亿元、9,536.82 亿元和 9,666.10 亿元，较上年末分别增长 11.49%、-0.18%和 1.36%，2023 年维持低增长态势。水泥行业重资产特征较为明显，2023 年末固定资产和在建工程合计 3,832.48 亿元（合计占资产总额的 39.65%），主要因红狮控股多晶硅业务拓展而较上年末增长 7.36%；无形资产合计 1,251.43 亿元（占资产总额的比重为 12.95%），较上年末增长 6.88%，主要因样本企业购买采矿权及土地使用权所致。另外，2023 年末样本企业商誉总额为 154.55 亿元，较上年末增长 3.37%，主要系前述红狮控股多晶硅业务

拓展涉及溢价收购所致。2023 年末样本企业应收账款¹⁴合计 343.92 亿元，较上年末减少 12.08%，主要受前述南方水泥业务区域调整及企业加强账款催收影响；各企业应收账款占比分化较大（0-16.76%），水泥业务回款情况普遍较好，分化主要受商砼及其他非水泥业务（如建筑施工和物流业务等）拓展的影响。2024 年 9 月末¹⁵，样本企业资产总额增减互现，合计金额为 9,857.93 亿元，较上年末增长 1.98%；其中固定资产和在建工程合计 4,045.15 亿元，较上年末增长 5.55%，主要因台湾水泥收购拓展欧洲可再生能源及储能业务及前述样本企业产能置换项目建设投入所致；无形资产为 1,372.79 亿元，较上年末增长 18.56%，亦主要受台湾水泥收购事项影响；应收账款为 372.27 亿元，较上年末增长 8.24%，主要因行业季节性特性，三季度末为行业应收账款高峰期，样本企业应收账款规模小于上年同期末。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，水泥样本企业负债总额分别为 3,822.28 亿元、3,773.79 亿元、3,801.11 亿元和 3,922.16 亿元，其中刚性债务总额分别为 2,170.59 亿元、2,238.41 亿元、2,416.80 亿元和 2,590.01 亿元，其占负债总额的比重持续上升至 66.04%。2023 年末及 2024 年 9 月末样本企业负债增长主要因刚性债务增长带动。

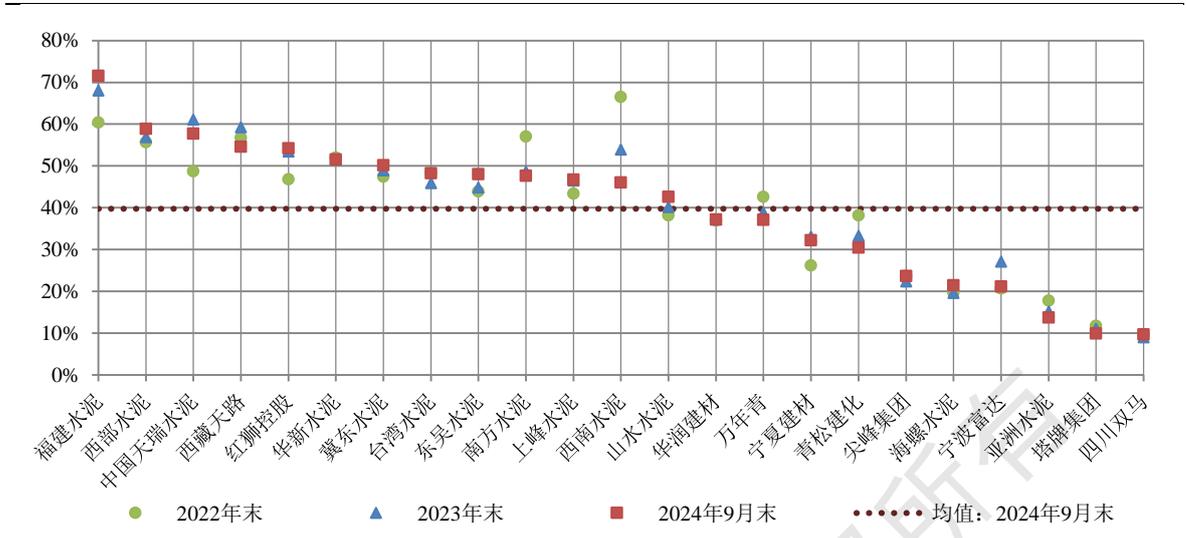
2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，水泥样本企业所有者权益总额分别为 5,731.67 亿元、5,763.03 亿元、5,864.99 亿元和 5,935.78 亿元，2023 年以来增长主要因台湾水泥发行海外存托凭证募资开展并购事项所致，因样本企业盈利能力普遍下降，经营积累对权益补充有限。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，水泥样本企业资产负债率分别为

¹⁴ 港股及台股企业含应收票据，下同。

¹⁵ 未披露 2024 年 9 月末数据的样本企业以 2024 年 6 月末数据替代，下同。

40.01%、39.57%、39.32%和 39.79%，2023 年以来财务杠杆小幅波动。2023 年末和 2024 年 9 月末，样本企业中均有 12 家企业(占总样本量的 52.17%)资产负债率较上年末上升。从分布情况看，样本企业财务杠杆分化较明显，2024 年 9 月末样本中 20 家上市公司资产负债率均值为 37.42%（中位数为 37.21%），3 家非上市公司资产负债率均值为 50.99%(中位数为 47.63%)；样本企业中四川双马资产负债率最低，仅为 9.67%，而福建水泥资产负债率最高，为 71.59%。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 19. 水泥样本企业资产负债率分布及变化情况

因业务转型及拓展，建筑玻璃样本企业资产规模持续扩张，但 2024 年以来项目建设及资源配套投资放缓。投资资金需求推动下，样本企业刚性债务持续增长，而权益规模增幅有限，以致财务杠杆有所上升。

2021-2023 年末，建筑玻璃样本企业资产总额分别为 1,421.26 亿元、1,544.11 亿元和 1,671.68 亿元，较上年末分别增长 18.96%、8.64%和 8.26%，2023 年末共有 4 家样本企业资产规模较上年末扩张，占样本总量的 50%。建筑玻璃样本企业重资产特征明显，2023 年末固定资产和在建工程合计 830.35 亿元（占资产总额的比重为 49.67%），较上年末增长 16.06%，主

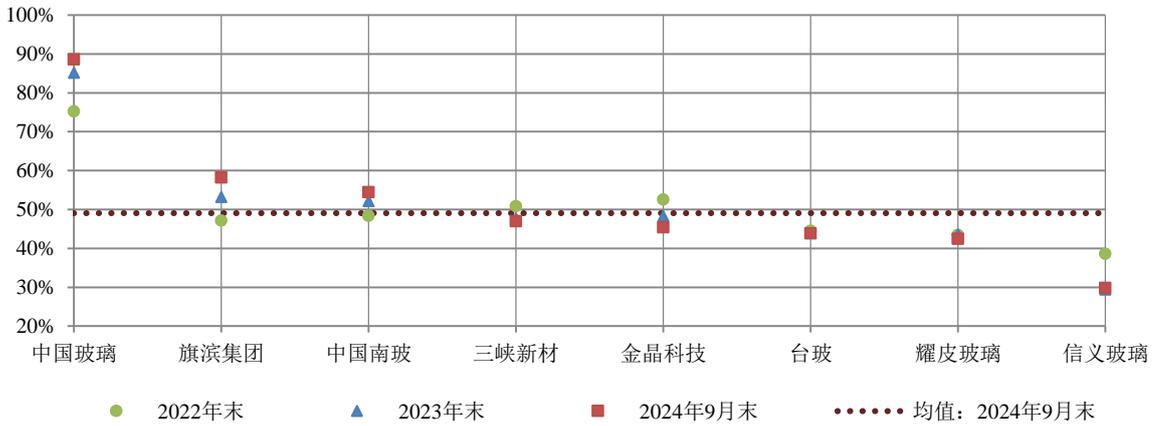
要因部分样本企业光伏玻璃项目投入增加所致；无形资产为 123.28 亿元（占资产总额的比重为 7.37%），较上年末增长 21.19%，主要因部分样本企业新增光伏玻璃配套砂矿采矿权所致。2023 年末样本企业存货合计 130.01 亿元，较上年末减少 10.90%，主要得益于市场需求恢复性增长，成品玻璃库存有所减少；应收账款合计 106.02 亿元，较上年末增长 22.12%，主要因中国南玻和旗滨集团光伏玻璃及深加工玻璃业务赊销增加，以及信义玻璃票据结算增加所致。2024 年 9 月末，样本企业资产总额合计 1,725.51 亿元，较上年末增长 3.22%；其中，固定资产和在建工程合计 875.49 亿元，较上年末增长 5.44%，项目投资有所放缓；存货为 154.24 亿元，较上年末增长 18.56%，主要因需求较弱，玻璃库存大幅上升；前述其他资产科目较上年末变化不大。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，建筑玻璃样本企业负债总额分别为 595.52 亿元、727.33 亿元、789.72 亿元和 846.98 亿元，持续增长，主要因项目建设资金需求推动债务融资增长所致；同期末，样本企业刚性债务总额分别为 356.83 亿元、467.35 亿元、491.35 亿元和 538.71 亿元，2023 年以来其占负债总额的比重保持在 60%以上。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，建筑玻璃样本企业所有者权益总额分别为 825.73 亿元、816.78 亿元、881.96 亿元和 878.53 亿元，2023 年末因经营积累较上年末增长 7.98%，2024 年 9 月末较上年末微降 0.39% 主要系分红所致。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，建筑玻璃样本企业资产负债率分别为 41.90%、47.10%、47.24%和 49.09%，2023 年末样本企业负债和权益规模同步增长，财务杠杆变动不大，2024 年 9 月末债务增幅较大而权益补充有限，财务杠杆较上年末上升 1.85 个百分点。2023 年末和 2024 年

9 月末，样本企业中各有 4 家企业的资产负债率较上年末上升（占总样本量的 50%）。从分布情况看，除中国玻璃财务杠杆高企（2024 年 9 月末为 88.47%）外，其他样本企业财务杠杆均较低（低于 60%）。



注：根据样本企业数据整理绘制。

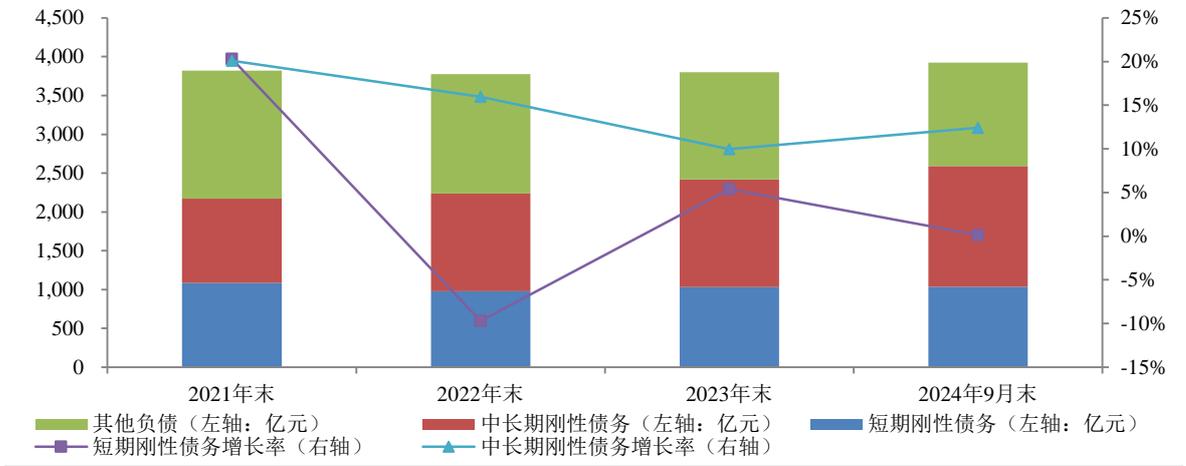
图 20. 建筑玻璃样本企业资产负债率分布及变化情况

2. 偿债能力

2024 年前三季度，水泥样本企业经营性现金净流入规模普遍同比有所缩减，当年新公告置换项目尚未进入投建高峰期，样本企业投资性现金净支出规模有所下降，但仍有近半数样本企业存在现金流缺口，样本企业债务性融资有所增加。样本企业增量债务以中长期为主，且仍以借款为主，融资成本有所下降。

2023 年以来，水泥样本企业增量刚性债务以中长期为主，期限结构有所优化，2023 年末和 2024 年 9 月末中长期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为 57.28%和 60.08%，较上年末分别上升 1.04 个百分点和 2.80 个百分点。样本企业刚性债务以借款为主，2023 年末和 2024 年 9 月末短期借款及长期借款合计金额占刚性债务总额的比重分别为 74.23%和 70.14%。根据财务数据测算（不考虑利息资本化的影响，下同），2023 年样本企业平均综合融资成本为 3.62%，同比下降 34BP，2024 年前三季度

综合融资成本进一步降至 3.01%。



注：根据样本企业数据整理绘制。

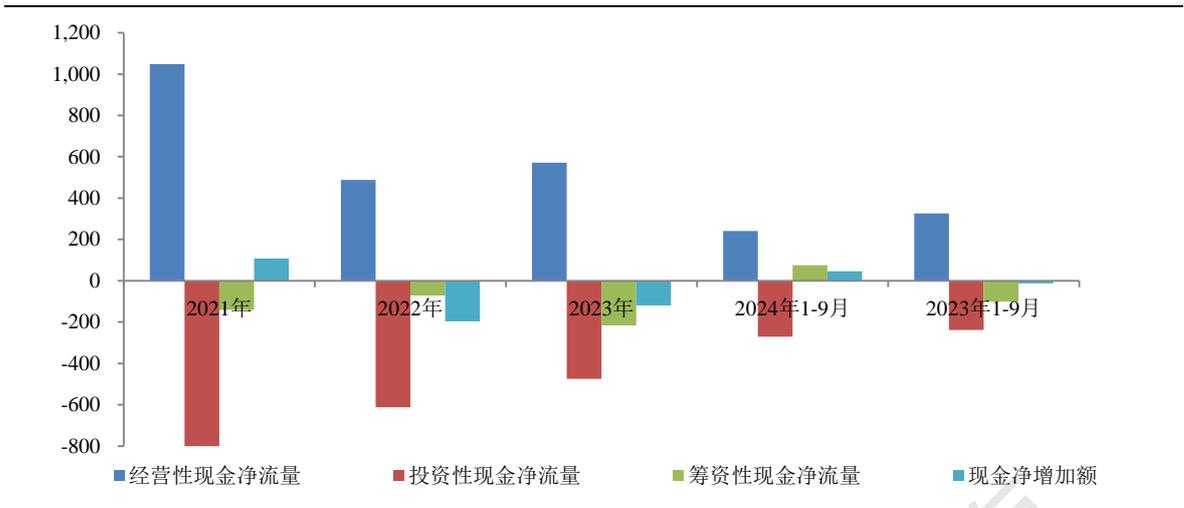
图 21. 水泥样本企业负债构成及刚性债务变化趋势

2021-2023 年及 2024 年前三季度，水泥样本企业经营性现金净流量总额分别为 1,049.21 亿元、487.41 亿元、571.12 亿元和 241.49 亿元，其中 2023 年主要得益于票据管理及应收账款催收力度的加强而同比增长 17.17%；2024 年前三季度受行业盈利能力弱化影响而同比缩减 26.00%，共有 17 家企业（占样本总量的 73.91%）经营性现金流入净额小于上年同期。

2021-2023 年及 2024 年前三季度，水泥样本企业投资性净现金流总额分别为 -799.72 亿元、-612.19 亿元、-475.06 亿元和 -270.89 亿元。若不考虑业务区域调整的南方水泥和西南水泥，2023 年主要因海螺水泥存量产能置换项目持续投入，样本企业投资性现金净流出额同比增长 22.97%；因 2022-2023 年新公告的产能置换项目较少，2024 年产能置换项目量虽重启增长，但集中于下半年且尚未进入投建高峰期，2024 年前三季度投资性现金净流出额同比减少 27.34%。2023 年和 2024 年前三季度，分别有 13 家和 11 家样本企业经营性现金净流量无法完全覆盖投资性现金净支出额，存在覆盖缺口的企业数量占比保持在 50%左右。

2021-2023 年及 2024 年前三季度，水泥样本企业筹资性现金净流量总额分别为-141.30 亿元、-71.89 亿元、-215.78 亿元和 75.33 亿元，2023 年样本企业债务净融资额为正，但因企业分红，以致筹资性现金净流量总额维持净流出状态；2024 年前三季度，样本企业债务性净融资增长，筹资性现金净流量总额转正。

单位：亿元



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 22. 水泥样本企业现金流情况

2021-2023 年，水泥样本企业 EBITDA 总额分别为 1,504.47 亿元、857.64 亿元和 650.70 亿元，2023 年因行业利润下滑而同比下降 24.13%，EBITDA 对利息支出及刚性债务的覆盖能力持续弱化。2024 年第三季度起样本企业盈利状况虽边际改善，但全年 EBITDA 预计仍将同比下降，上述偿债能力指标仍将进一步下降。

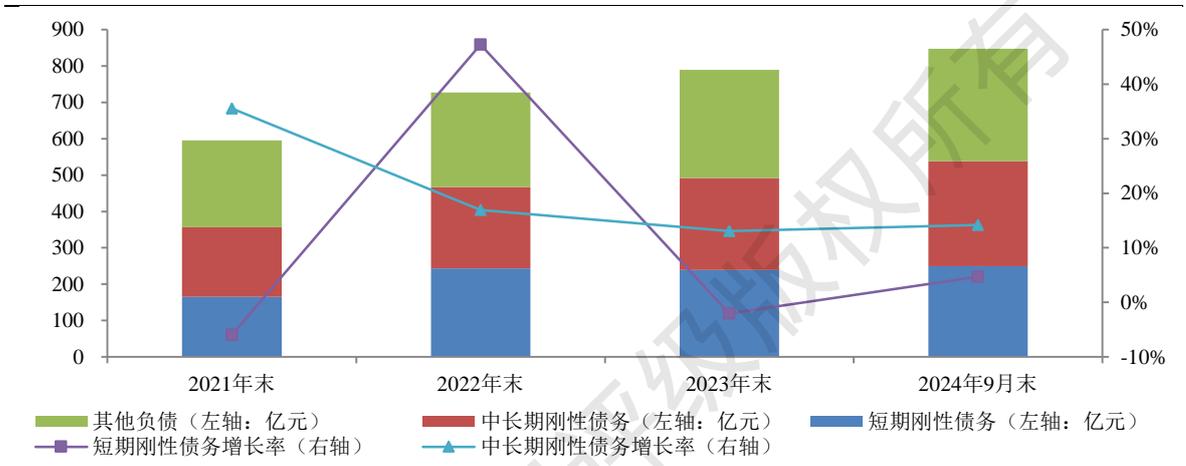
表 2. 水泥样本企业主要偿债能力指标及其变化趋势

指标名称	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年前三季度
EBITDA/刚性债务 (x)	0.76	0.39	0.28	-
EBITDA/利息支出 (x)	18.55	9.83	7.72	-
综合融资成本 (%)	4.08	3.96	3.62	3.01

注：根据样本企业数据整理计算。

2024 年前三季度玻璃行情走弱，半数样本企业经营性现金流表现弱于上年同期，但受部分企业前期款项回笼影响，样本企业经营性现金净流入规模同比仍有所增长。样本企业光伏等其他玻璃项目投资支出虽有所收缩，但投资性净流出金额仍较大，样本企业加大债务性融资以补足资金缺口。样本企业为项目建设匹配中长期债务性融资，债务期限结构有所延长，融资成本相较 2023 年以前虽有所上升，但仍处于较低水平。

2023 年以来，建筑玻璃样本企业增量债务以中长期为主，2023 年末和 2024 年 9 月末中长期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为 51.46% 和 53.63%，较上年末分别上升 3.58 个百分点和 2.17 个百分点。样本企业债务融资工具发行较少，刚性债务绝大部分为金融机构借款，2024 年 9 月末占比约为 85%。根据财务数据测算，2023 年样本企业平均综合融资成本为 3.44%，同比上升 51BP，主要因债务结构长期化所致；因基准利率下行，2024 年前三季度样本企业平均综合融资成本降至 2.96%。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 23. 建筑玻璃样本企业负债构成及刚性债务变化趋势

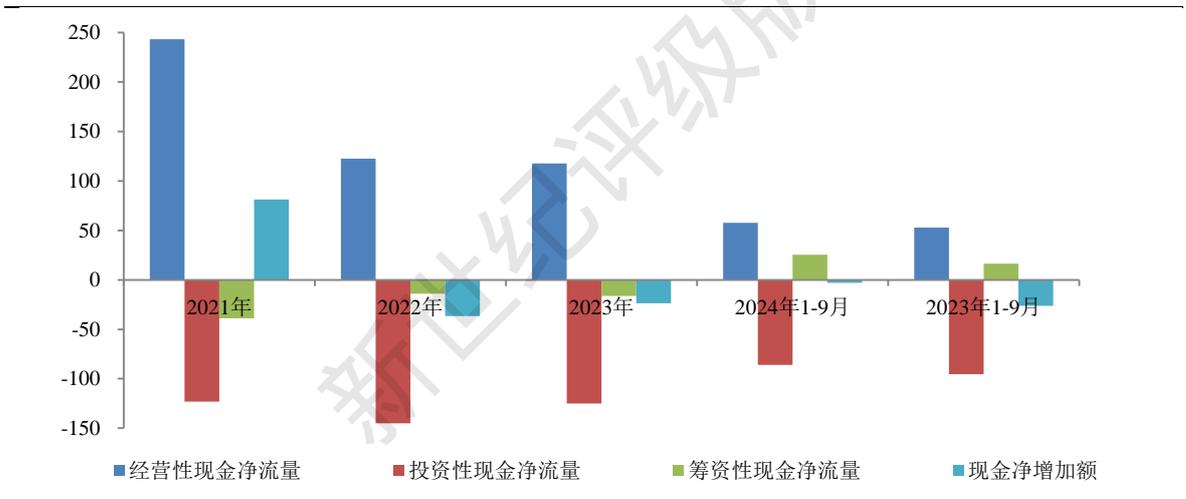
2021-2023 年及 2024 年前三季度，建筑玻璃样本企业经营性现金流量净额分别为 243.19 亿元、122.57 亿元、117.50 亿元和 57.64 亿元，2023 年净流入规模同比微降，主要受赊销及未到期票据增加影响；2024 年前三季度，主要得益于部分样本企业前期赊销款回笼及票据到期兑付，

经营性现金净流量总额同比增长 9.17%，但仍有 4 家企业（占样本总量的 50%）经营性现金流入净额同比减少。

2021-2023 年及 2024 年前三季度，建筑玻璃样本企业投资性现金净流量总额分别为-123.17 亿元、-145.08 亿元、-124.87 亿元和-86.07 亿元，主要因光伏玻璃、电子玻璃等非建筑玻璃业务拓展投资，2023 年和 2024 年前三季度持续呈较大金额净流出状态，但规模有所收缩。2023 年及 2024 年前三季度仍分别有 5 家和 4 家样本企业经营性净现金流无法完全覆盖投资性现金净支出，占样本总量的比重分别为 62.50%和 50.00%；2024 年前三季度，覆盖缺口较大的企业主要系旗滨集团，缺口达 32.80 亿元，占所有样本企业覆盖缺口的 85.99%。

2021-2023 年及 2024 年前三季度，建筑玻璃样本企业筹资性现金净流量总额分别为-38.73 亿元、-14.12 亿元、-16.32 亿元和 25.42 亿元，2021-2023 年样本企业债务性融资净额为正，因现金分红导致筹资性现金流维持净流出状态；2024 年前三季度样本企业债务净融资额同比增长，而当期现金分红金额大幅下降，筹资性现金净流量转正。

单位：亿元



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 24. 建筑玻璃样本企业现金流情况

2021-2023 年,建筑玻璃样本企业 EBITDA 总额分别为 314.23 亿元、163.74 亿元和 176.34 亿元,2023 年因行业盈利恢复性增长而增长 7.69%,但由于样本企业刚性债务规模持续扩大,EBITDA 对刚性债务及其孳息的覆盖程度持续下降。2024 年样本企业利润预计同比大幅下降,上述偿债能力指标或将显著弱化。

表 3. 建筑玻璃样本企业主要偿债能力指标及其变化趋势

指标名称	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年前三季度
EBITDA/刚性债务 (x)	0.93	0.40	0.37	-
EBITDA/利息支出 (x)	35.72	13.55	10.70	-
综合融资成本 (%)	2.61	2.93	3.44	2.96

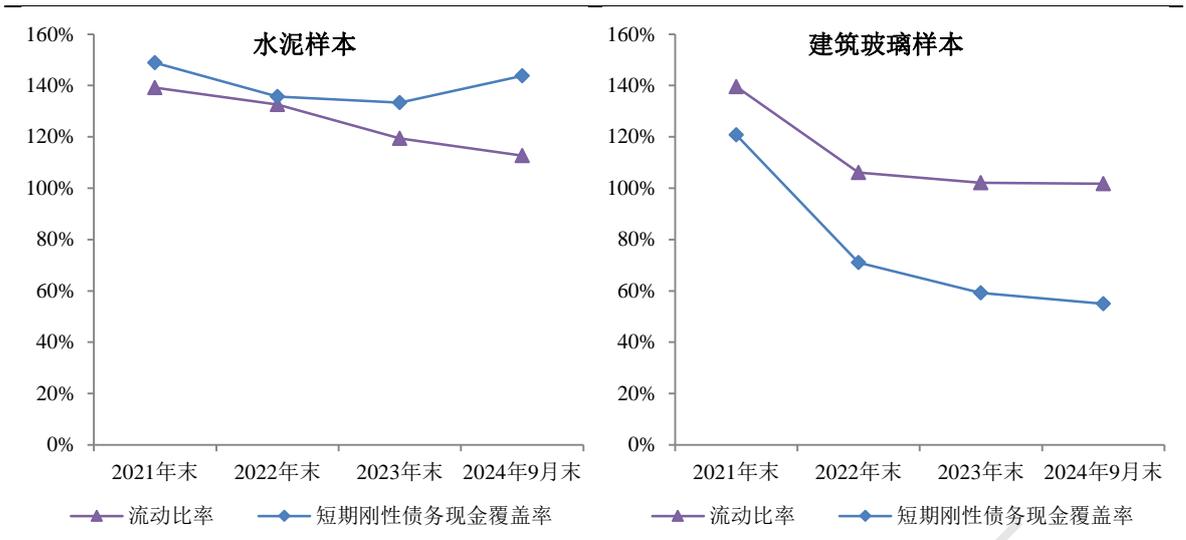
注:根据样本企业数据整理计算。

3. 流动性

2024 年 9 月末,水泥及建筑玻璃样本企业流动比率均值较上年末均有所下降。水泥样本企业货币资金储备较充足,对短期债务的覆盖程度较高,部分覆盖率低的企业以国/央企为主,再融资能力较强,债务滚续压力可控;玻璃样本企业短期刚性债务现金覆盖率持续下降,面临的债务滚续压力相对较大。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末,水泥样本企业流动比率均值分别为 139.23%、132.54%、119.34%和 112.67%,2023 年以来持续下降;短期刚性债务现金覆盖率分别为 148.86%、135.67%、133.31%和 143.74%,其中 2024 年 9 月末主要因中长期债务融资增加,部分资金尚未投入使用,该指标有所回升。2024 年 9 月末,共有 9 家样本企业(占样本总量的 39.13%)货币资金能够完全覆盖短期刚性债务;样本企业中中国天瑞水泥、西南水泥和福建水泥等覆盖率较低,后两者拥有国/央企背景,再融资能力较强,债务滚续压力相对可控。

2021-2023 年末及 2024 年 9 月末，建筑玻璃样本企业流动比率均值分别为 139.59%、106.14%、102.12%和 101.77%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 120.78%、71.00%、59.20%和 54.97%，2023 年以来二者均有所下降。2024 年 9 月末，所有样本企业货币资金均无法完全覆盖短期刚性债务，其中中国玻璃和信义玻璃覆盖率偏低，面临一定的债务滚续压力。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 25. 水泥及建筑玻璃样本企业流动性指标及走势

四、行业内企业债券融资与评级情况

(一) 债券融资

2021-2023 年，新世纪评级观测的建材行业样本企业（即前文所述建材行业初始样本）发行债券¹⁶规模合计分别为 808.00 亿元、609.80 亿元和 696.00 亿元，2023 年债券融资规模同比略有增长；2021-2023 年，偿还债券规模合计分别为 819.15 亿元、847.46 亿元和 741.02 亿元，净融资规模分别为-11.15 亿元、-237.66 亿元和-45.02 亿元，整体保持净偿还状态。

¹⁶ 不含资产证券化产品。

2023 年末建材行业样本企业存续债券本金余额为 1,439.60 亿元。

2024 年以来，债券市场利率中枢下移，前三季度建材行业样本企业债券融资规模显著增加。当年前三季度共有 13 家（包括水泥企业 12 家，建筑玻璃企业 1 家）企业新发行债券，发行债券共计 97 支，包括超短期融资券 30 支、短期融资券 2 支、公司债 38 支和中期票据 27 支，发行规模合计 1,044.90 亿元；同期偿还债券规模合计 872.41 亿元，债券净融资规模由负转正，净增 172.49 亿元。截至 2024 年 9 月末，尚有债券存续的建材行业企业共计 18 家（包括水泥企业 16 家，建筑玻璃企业 2 家），存续债券共计 145 支，待偿还本金余额合计 1,612.09 亿元，较上年末增长 11.98%。

表 4. 建材行业 2021~2023 年度及 2024 年前三季度债券发行、偿还及期末存续数据

所属年度	发行			偿还			存续		
	企业(家)	债券(只)	金额(亿元)	企业(家)	债券(只)	金额(亿元)	企业(家)	债券(只)	金额(亿元)
2021 年度	14	83	808.00	18	79	819.15	19	152	1,722.28
2022 年度	12	53	609.80	13	79	847.46	18	130	1,484.62
2023 年度	12	66	696.00	15	74	741.02	19	127	1,439.60
2024 年前三季度	13	97	1,044.90	13	81	872.41	18	145	1,612.09
合计	-	299	3,158.70	-	313	3,280.05	-	-	-

注：根据 WIND 资讯数据整理。

(二) 信用评级

1. 主体信用等级分布与迁移

2024 年前三季度，前述 13 家新发行债券的建材行业样本企业中 AAA 级主体共计 12 家，AA⁺级主体仅 1 家。截至 2024 年 9 月末，18 家尚有债券存续的建材行业企业中 AAA 级主体共计 12 家，AA⁺级主体共计 5

家，AA 级主体仅 1 家。2024 年前三季度，建材行业企业主体级别均无变动。

表 5. 建材行业主体信用等级分布（截至 2024 年 9 月末）

发行主体 最新信用等级	2024 年前三季度		截至 2024 年 9 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	12	92.31	12	66.67
AA ⁺	1	7.69	5	27.78
AA	0	-	1	5.56
合计	13	100.00	18	100.00

注：根据所收集的公开信息整理。

表 6. 行业内发债企业主体信用等级迁移情况（单位：家）

2024 年 9 月末 \ 2023 年末	AAA	AA ⁺	AA
AAA	11		
AA ⁺		5	
AA			1

注：根据所收集的公开信息整理。

2. 信用事件/评级行动

2024 年前三季度，建材行业样本企业中发债企业¹⁷累计发布重大事项公告 188 份，涉及企业 15 户，主要涉及重大人事变更和资产划转等。针对重大事项，期内评级机构合计出具关注公告 2 份，其中涉及企业 2 户，未涉及级别调整。

表 7. 2024 年前三季度重大事项公告与评级行动情况

公告类型	人事变动	资产划转	债务扩张	其他	合计
重大事项公告（份）	47	3	0	138	188
评级关注公告（份）	-	-	-	-	2
评级观察名单（份）	-	-	-	-	0
不定期跟踪评级报告（份）	-	-	-	-	0

¹⁷ 指 2023 年末有存续债券及当期新发债的企业。

注：根据所收集的公开信息整理。

2024 年前三季度，建材行业样本企业未发生违约/展期事件。

五、信用展望

政策支持下，我国房地产销售端筑底企稳预期或有增强，加之 2024 年专项债及超长期特别国债资金落地，预计可在 2025 年内形成实物工作量，有望对水泥需求形成一定基础支撑；而地产端销售端改善对建筑玻璃需求的提振效果或将滞后于水泥行业。

房地产方面，2024 年 10 月五部委提出“四个取消、四个降低、两个增加”，近期我国房地产销售出现边际改善迹象，根据 Wind 数据显示，11 月单月商品房销售面积及金额同比分别增长 3.25% 和 1.38%，系 17 个月以来首次正增长。未来中短期内房地产销售端筑底企稳预期有所增强，销售改善是房地产投资修复的基础，进而对水泥和建筑玻璃等建材品需求形成托举，对水泥需求提振效果预计快于建筑玻璃需求。

基建方面，2024 年 3.90 万亿元地方政府专项债及当年新增的 1.00 万亿元超长期特殊国债均集中于下半年发行，资金将逐步安排至具体项目，预计 2025 年内可逐步形成实物工作量，对水泥需求形成一定基础支撑。

水泥行业错峰生产常态化开展，2025 年预计多地执行力度将进一步加大，另外 2024 年新公告产能置换项目出让产能即时停产亦可增强控产效果。当前玻璃库存较高，进入销售淡季后，建筑玻璃企业到期窑炉预计按期冷修，中短期内行业开工率存下行预期，有望在一定程度上缓解供需平衡压力。

水泥行业推行错峰生产时间已久，2020 年 12 月工信部和生态环境部联合发布了《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》，水泥错峰生产常态化开展。根据各省份目前已出台的 2024-2025 年采暖季或 2025 年

全年的错峰生产规划，2025 年预计多地执行力度将进一步加大。2024 年在新产能置换政策文件出台刺激下，10 月起新公告产能置换项目大幅增加，其中较多方案明确出让产能生产线在公告日后短期内停产，有望增强控产效果。

2025 年春节时间较早，建筑玻璃行业即将进入销售淡季，当前玻璃库存虽较前期有所回落，但仍处于较高水平，预计企业不会延迟窑龄到期生产线冷修期，中短期内行业开工率存下行预期，供需平衡压力有望得到一定程度的缓解。

2025 年水泥行业产能置换项目投资或将增加，同时行业企业或将探索跨业多元化发展；建筑玻璃行业企业光伏玻璃业务拓展力度或将下降，项目建设支出规模或将有所缩减。双碳背景下，水泥及建筑玻璃行业均将加大减碳降耗方面的资本性投入。

2024 年水泥行业新公告产能置换项目预计于 2025 年进入投资高峰期，行业资本性支出或将同比增加。相关业务拓展方面，受骨料价格持续下跌影响，水泥行业企业骨料业务的拓展力度持续下降，围绕砂石矿山资源获取及生产线建设方面的投入或将进一步下降；水泥行业企业开始尝试跨业多元化发展，如红狮控股拓展多晶硅业务以及台湾水泥拓展再生能源和储能业务等。

建筑玻璃行业与房地产行业关联性很高，房地产行业弱景气周期内，行业企业前两年表现出较强的非建筑玻璃业务拓展意愿，主要方向为光伏玻璃，但因 2024 年以来光伏玻璃价格亦大幅下跌，行业企业新增产能意愿显著下降，重点在于推进存量已开工项目建设以期尽早达产，预计 2025 年行业企业资本性支出规模或将缩减。

根据工信部等四部门发布的《关于印发建材行业碳达峰实施方案的通知》和国务院发布的《2024-2025 年节能降碳行动方案》的要求，建材行业各子行业企业将持续加大减碳降耗方面的资本投入。

新世纪评级版权所有

附录一

2024 年 9 月末行业内发债主体信用等级分布及主要经营与财务数据
(2024 年 9 月末 (TTM), 合并口径)

发行人中文名称	发行人简称	所属子行业	是否样本分析样本	最新评级/展望	评级机构	资产总计 (亿元)	刚性债务 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (TTM) (亿元)	净利润 (TTM) (亿元)	经营活动现金净流量 (TTM) (亿元)	销售毛利率 (TTM) (%)	流动比率 (%)	短期刚性债务现金覆盖率 (%)
中国建材集团有限公司	中建材集团	水泥	否	AAA/稳定	联合资信	7,170.31	3,614.24	2,395.35	66.59	3,201.46	58.51	336.35	17.06	1.00	22.11
中国建材股份有限公司	中国建材	水泥	否	AAA/稳定	联合资信	5,018.13	1,947.46	1,907.88	61.98	1,862.23	8.25	221.00	18.01	0.83	42.84
天山材料股份有限公司	天山股份	水泥	否	AAA/稳定	联合资信	2,964.67	1,314.99	966.57	67.40	884.52	-19.10	92.21	15.23	0.62	31.45
北京金隅集团股份有限公司	金隅集团	水泥	否	AAA/稳定	中诚信国际	2,702.40	1,242.57	959.35	64.50	1,123.97	-17.34	-113.12	10.55	1.44	27.34
安徽海螺水泥股份有限公司	海螺水泥	水泥	是	AAA/稳定	中诚信国际	2,520.91	308.92	1,979.87	21.46	1,101.06	69.20	207.52	16.83	3.69	926.40
红狮控股集团有限公司	红狮控股	水泥	是	AAA/稳定	中诚信国际	953.54	425.86	436.19	54.26	362.32	0.09	58.30	10.59	0.90	62.86
华润建材科技控股有限公司	华润建材	水泥	是	AAA/稳定	联合资信	730.85	170.84	458.89	37.21	244.20	3.01	39.18	14.19	0.59	21.91
华新水泥股份有限公司	华新水泥	水泥	是	AAA/稳定	中诚信国际	688.31	217.45	333.70	51.52	343.11	25.75	61.14	25.06	0.89	80.37
唐山冀东水泥股份有限公司	冀东水泥	水泥	是	AAA/稳定	联合资信	604.37	220.33	301.15	50.17	244.48	-17.12	24.86	14.11	1.02	81.41
南方水泥有限公司	南方水泥	水泥	是	AAA/稳定	新世纪评级	437.10	144.56	228.92	47.63	118.02	4.57	11.60	14.51	1.17	20.78
西南水泥有限公司	西南水泥	水泥	是	AAA/稳定	联合资信	331.28	122.93	178.83	46.02	88.90	-1.92	-0.98	11.89	0.66	9.48
西藏建工建材集团有限公司	藏建集团	水泥	否	AA+/稳定	联合资信	243.10	92.79	108.42	55.40	61.90	-2.98	-2.33	19.15	1.50	103.06
江西省建材集团有限公司	江西建材	水泥	否	AA+/稳定	中诚信国际	188.18	53.84	108.28	42.46	63.37	-2.01	5.40	15.75	1.47	154.50
甘肃上峰水泥股份有限公司	上峰水泥	水泥	是	AA+/稳定	新世纪评级	177.10	61.66	94.35	46.72	53.35	3.74	10.58	26.97	1.32	99.28
江西万年青水泥股份有限公司	万年青	水泥	是	AA+/稳定	中诚信国际/中证鹏元	163.97	36.59	103.17	37.08	62.23	-1.11	6.43	15.24	2.08	309.03
西藏天路股份有限公司	西藏天路	水泥	是	AA/稳定	新世纪评级	128.85	43.87	58.44	54.65	33.22	-3.53	2.87	10.31	1.41	97.21
台湾水泥股份有限公司	台湾水泥	水泥	是	-	-	1,301.42	443.62	673.21	48.27	302.95	20.78	64.93	20.47	1.85	182.53
中国天瑞集团水泥有限公司	中国天瑞水泥	水泥	是	-	-	374.23	144.95	158.12	57.75	64.25	-7.56	-48.90	19.54	1.46	5.64
中国西部水泥有限公司	西部水泥	水泥	是	-	-	359.54	117.57	147.92	58.86	83.38	2.76	29.40	26.68	0.82	25.50

发行人中文名称	发行人简称	所属子行业	是否样本分析样本	最新评级/展望	评级机构	资产总计(亿元)	刚性债务(亿元)	所有者权益合计(亿元)	资产负债率(%)	营业收入(TTM)(亿元)	净利润(TTM)(亿元)	经营活动现金净流量(TTM)(亿元)	销售毛利率(TTM)(%)	流动比率(%)	短期刚性债务现金覆盖率(%)
中国山水水泥集团有限公司	山水水泥	水泥	是	-	-	310.07	55.21	177.84	42.64	158.61	-11.78	1.28	8.52	0.80	62.59
亚洲水泥(中国)控股公司	亚洲水泥	水泥	是	-	-	193.39	11.19	166.78	13.76	57.57	-4.69	5.49	6.55	5.14	1,195.55
广东塔牌集团股份有限公司	塔牌集团	水泥	是	-	-	131.37	0.25	118.38	9.89	43.49	5.23	5.83	23.85	5.93	6,599.23
宁夏建材集团股份有限公司	宁夏建材	水泥	是	-	-	112.15	10.13	75.99	32.24	96.95	1.95	6.69	5.48	1.92	164.87
新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	青松建化	水泥	是	-	-	97.12	19.62	67.51	30.49	43.71	3.67	3.29	23.13	2.01	130.21
四川和谐双马股份有限公司	四川双马	水泥	是	-	-	81.90	2.30	73.98	9.67	11.58	5.59	5.05	55.40	3.00	448.42
浙江尖峰集团股份有限公司	尖峰集团	水泥	是	-	-	70.87	7.01	54.08	23.69	28.51	0.44	1.33	21.82	0.88	61.55
宁波富达股份有限公司	宁波富达	水泥	是	-	-	40.81	4.58	32.18	21.15	18.83	2.19	3.93	21.97	1.61	211.22
福建水泥股份有限公司	福建水泥	水泥	是	-	-	38.61	17.85	10.97	71.59	16.73	-3.22	-0.53	-5.75	0.20	10.70
东吴水泥国际有限公司	东吴水泥	水泥	是	-	-	10.19	2.73	5.30	48.05	2.47	-0.50	-1.39	-5.05	2.17	16.63
凯盛科技集团有限公司	凯盛集团	建筑玻璃	否	AAA/稳定	联合资信	1,022.83	649.63	233.93	77.13	303.90	0.26	1.85	17.30	0.84	7.11
株洲旗滨集团股份有限公司	旗滨集团	建筑玻璃	是	AA+/稳定	新世纪评级	354.37	147.67	148.04	58.22	160.99	11.62	9.57	21.81	1.28	99.09
中国南玻集团股份有限公司	中国南玻	建筑玻璃	是	AA+/稳定	中诚信国际	319.10	119.29	145.43	54.42	165.52	8.63	24.88	19.60	1.00	63.81
信义玻璃控股有限公司	信义玻璃	建筑玻璃	是	-	-	466.18	64.80	327.24	29.81	238.16	53.73	51.82	35.75	1.08	25.99
台湾玻璃工业股份有限公司	台玻	建筑玻璃	是	-	-	201.69	43.95	113.25	43.85	99.42	-2.05	15.28	11.12	1.31	96.13
中国玻璃控股有限公司	中国玻璃	建筑玻璃	是	-	-	155.18	104.20	17.74	88.57	59.09	-4.25	9.37	8.26	0.46	19.38
山东金晶科技股份有限公司	金晶科技	建筑玻璃	是	-	-	113.48	34.55	61.96	45.40	72.27	3.38	4.71	17.99	0.98	85.80
上海耀皮玻璃集团股份有限公司	耀皮玻璃	建筑玻璃	是	-	-	80.43	15.51	46.28	42.46	57.52	0.70	7.12	15.94	1.35	61.78
湖北三峡新型建材股份有限公司	三峡新材	建筑玻璃	是	-	-	35.08	8.74	18.60	46.99	18.97	0.35	-0.41	10.50	0.78	63.26

资料来源：根据 Wind 数据整理、计算。

注：1) 上海新世纪资信评估投资服务有限公司简称“新世纪评级”，中诚信国际信用评级有限责任公司简称“中诚信国际”，联合资信评估有限公司简称“联合资信”，中证鹏元资信评估股份有限公司简称“中证鹏元”；2) 港股及台股上市公司数据均按照人民币折算；3) 藏建集团、中国天瑞水泥、西部水泥、东吴水泥、山水水泥、信义玻璃、中国玻璃数据根据 2024 年 6 月末 (TTM) 数据计算填列；

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。