

行业展望

2026年2月

中国水泥行业

中国水泥行业展望，2026年2月

2025年国内水泥需求持续疲软，产能利用率进一步下滑，价格震荡走低。展望2026年，预计政策托底作用有限，行业需求或进一步下探；供给端在严监管下产能出清速度加快，但过剩压力仍存；全年价格或延续低位震荡，若产能管控与企业自律显著增强，对价格修复有较大利好；水泥企业效益分化加剧，头部企业凭借规模与海外布局凸显韧性，整体偿债压力可控。

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。

目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面分析	2
行业内企业信用分析	8
结论	17
附表	19

联络人

作者

企业评级部

闫璐璐 010-66428877
llyan@ccxi.com.cn

李慧莹 010-66428877
hyli@ccxi.com.cn

刘音乐 010-66428877
yyliu@ccxi.com.cn

其他联络人

王梦莹 010-66428877
mywang01@ccxi.com.cn

摘要

- 需求端来看，2025年国内政策刺激相对克制，固定资产投资增速首度为负，需求支撑不足使得水泥产量连续第五年负增长，产能利用率进一步下滑；展望2026年，在国内宏观政策基调延续的基础上，跨周期逆周期调节措施将为水泥需求形成托底，但经济结构转型发展及地方政府化债限制下，单位投资对水泥需求的拉动作用仍有限，行业需求或进一步下探。
- 供给端来看，2025年国内产能置换政策趋严，推动部分熟料产能加速退出，水泥行业正式纳入全国碳市场，有助于驱动高能耗及落后产能的市场化退出，但产能过剩问题依然突出；展望2026年，在持续的严监管态势下，水泥熟料产能有望得到进一步控制，需持续关注未来产能出清速度及对供给端的影响。
- 价格方面，2025年以来，水泥价格震荡下行，错峰限产效果减弱，但受益于动力煤价格降幅较大等因素，行业利润实现明显修复；2026年，预计供需格局仍较难扭转，水泥价格或仍延续低位震荡态势，但若产能管控与企业自律显著增强，对价格阶段性推涨有较大利好，但反弹空间整体有限。
- 国内水泥企业区域性突出且行业集中度高，目前已形成以“双超多强”的寡头竞争格局；现阶段行业竞争主要聚焦成本控制、产业链协同与绿色转型等综合能力比拼。
- 行业财务表现来看，2025年前三季度，多数样本企业通过“开源节流”提升效益，但需关注多元化与海外市场拓展中的风险。展望2026年，产能出清与行业集中度提升有望支撑水泥价格修复，但大企业间协同效果仍待观察。预计头部企业盈利小幅改善，中尾部企业继续承压。同时，行业集中度提升加剧企业分化，头部企业杠杆或因扩张上升，区域性企业保持审慎。行业整体债务可控、资本结构稳健，但需警惕亏损企业流动性风险。2026年到期债券集中于头部企业，兑付风险较低。

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，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，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，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。

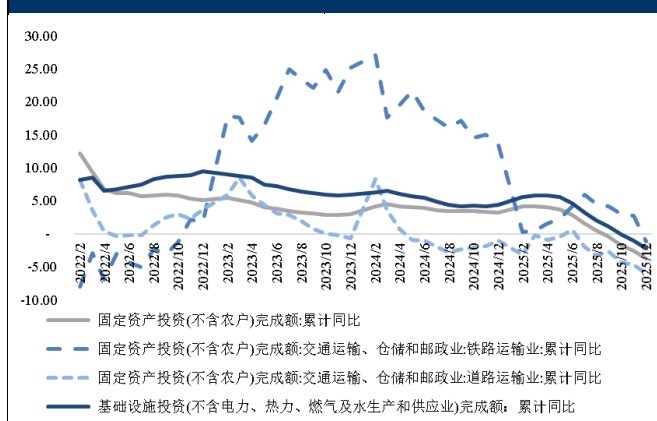
二、行业基本面分析

需求端来看，2025年国内政策刺激相对克制，固定资产投资增速首度为负，需求支撑不足使得水泥产量连续第五年负增长，产能利用率进一步下滑；展望2026年，在国内宏观政策基调延续的基础上，跨周期逆周期调节措施将为水泥需求形成托底，但经济结构转型发展及地方政府化债限制下，单位投资对水泥需求的拉动作用仍有限，行业需求或进一步下探。

需求端，基建投资和房地产投资是影响水泥行业需求的重要因素。2025年上述领域需求压力持续加大，对水泥行业的支撑作用进一步减弱。2025年，全国固定资产投资（不含农户）同比下降3.8%，固定资产投资增速首度转负。基建投资方面，当期国内基础设施（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）投资同比下降2.2%，其中，地方政府主导的公路投资增速同比下降6.0%，延续下滑态势，成为拖累基建需求的重要因素。尽管2025年新增地方政府专项债务限额提升至4.4万亿元，但前10个月发行进度低于往年同期，一定程度上影响了项目资金落地和工作量形成。

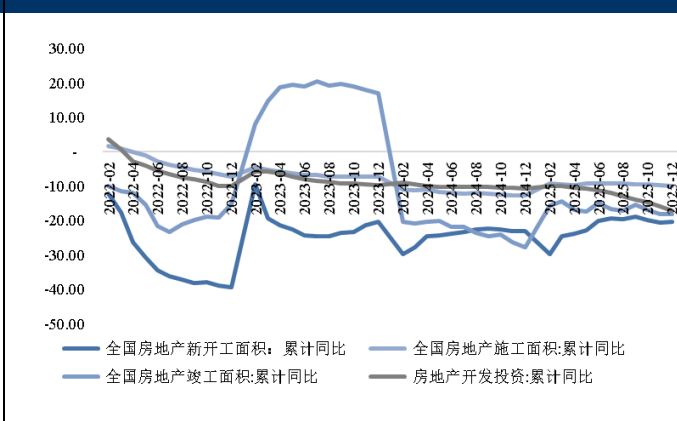
房地产投资方面，2025年深度调整态势仍在持续，全年房地产开发投资同比下滑17.2%，较2024年同期继续下降6.6个百分点。施工端表现持续疲软，房屋施工面积、新开工面积及竣工面积分别同比下降10.0%、20.4%和18.1%。尽管部分核心城市优质地块出让趋于稳定，新开工、竣工降幅出现边际收窄迹象，但整体市场仍以存量去化为主，开发端对水泥的需求拖累效应进一步凸显。

图 1：近年来我国基础设施领域投资建设情况(%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

图 2：近年来我国房地产开发投资建设情况(%)



需求压力传导下，2025年水泥产量连续第五年负增长。根据国家统计局数据，2025年全年全国水泥产量为16.93亿吨¹，同比下降6.9%，为2010年以来最低年产量，跌幅虽较2024年同期收窄2.6个百分点，但呈现“旺季不旺，逐季下滑”的态势。分季度来看²，一季度为传统淡季，但在地方专项债发行前置等因素影响下，季度产量仅同比下降1.7%，是跌幅最小的季度；二季度虽为传统旺季，但受基建项目资金落地滞后、房地产需求疲软拖累等因素影响，施工恢复不及预期，季度产量4.84亿吨，同比降幅扩大至5.7%，且6月环比降幅降至4.94%，旺季反弹幅度有限；三季度受雨水天气及资金等因素影响，季度产量4.44亿吨，同比跌幅为6.8%；四季度，投资低迷的背景下，水泥需求仍受到持续抑制，季度产量同比下降13.0%。分区域来看，2025年，全国六大区域水泥需求均较上年同期有较大下滑，其中东北、中南、华东和西北地区的下滑幅度超过全国，分别为9.15%、7.91%、7.55%和7.35%，华北地区下滑幅度为6.84%，西南地区因西藏等地基建项目开工，下滑幅度最小，但也达到了5.34%的降幅。产能利用率方面，全国熟料产能利用率延续低位震荡态势，特别是四季度以来持续下行，12月份降至38.4%，同比下降约5个百分点。专项债发行方面，2025年前11个月，主要用于项目建设的新增专项债发行规模为4.47万亿，同比增长11.88%，并呈现季度均匀扩大的态势，但同时，用于化债及土地储备及新基建等领域的新增专项债规模亦有所增加，对项目开工建设资金形成一定分流。

图 3：近年来全国水泥产量及增速情况

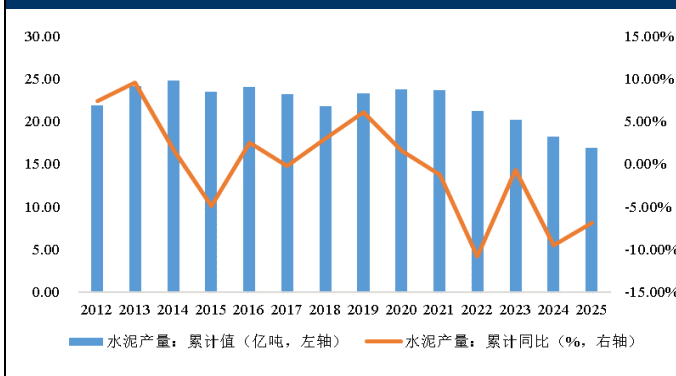
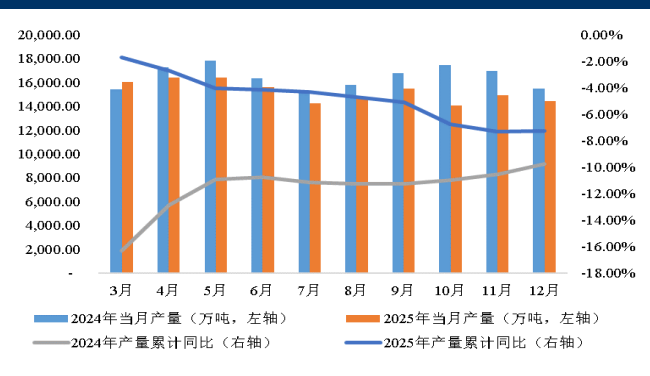


图 4：2025 年水泥月产量及同比变化情况

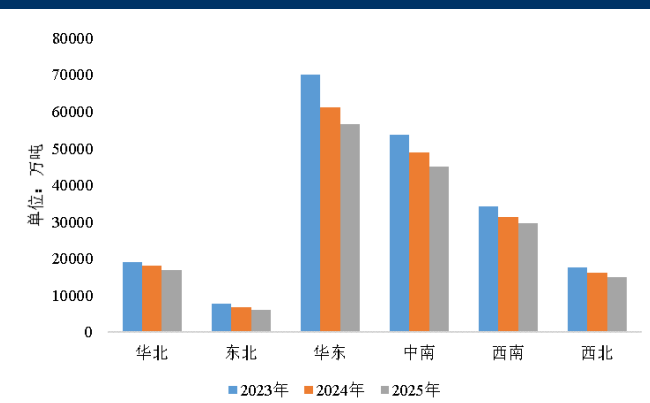


资料来源：同花顺 iFinD，中诚信国际整理

图 5：2021~2025 年全国产能利用率走势(%)



图 6：全国六大区域水泥产量变动情况 (万吨)



¹ 2024 年全国水泥产量为 18.25 亿吨，同比下降 9.5%。

² 季度及月度产量数据为累计值倒挤得出。

资料来源：同花顺 iFinD，中诚信国际整理

图 7：全国新增地方政府专项债发行金额（亿元）

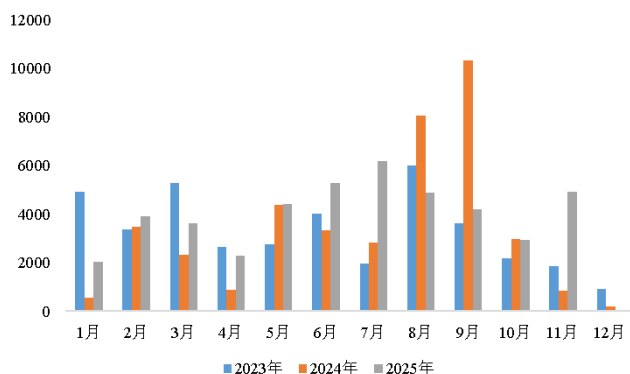
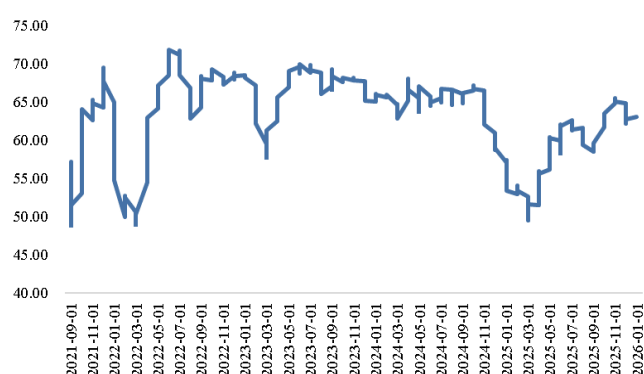


图 8：全国水泥熟料平均库容比(%)



资料来源：同花顺 iFinD，中诚信国际整理

展望2026年，行业需求仍面临下探压力。2026年是“十五五”开局之年，根据2025年中央经济工作会议，2026年我国将继续实施“更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，加大逆周期和跨周期调节力度，优化“两新”政策和“两重”项目实施，推动投资止跌回稳。中诚信国际认为，2026年宏观经济政策基调延续的背景下，稳增长政策的持续发力将对经济形成良好的托底作用，但大规模财政刺激性政策仍在一定程度上受到地方政府化债进展及经济结构转型制约，同时传统基建领域投资相对饱和，投资结构或继续分化，房地产新开工面积预计仍将下滑，单位投资对水泥需求的拉动作用或继续减弱；当前水泥熟料库容比相较于2025年一季度已升至高位，库存周转压力较大，磨机运转率亦下降至32%以下，整体来看，预计水泥行业需求仍面临下探压力。

供给端来看，2025年国内产能置换政策趋严，推动部分熟料产能实质性退出，但产能过剩问题依然突出；同年，水泥行业正式纳入全国碳市场，有助于驱动高能耗及落后产能的市场化退出；**展望2026年，**在持续的严监管态势下，水泥熟料产能有望得到进一步控制，需持续关注未来产能出清速度及对供给端的影响。

供给端，水泥产能置换政策进一步加强，国内熟料产能有所减少。2025年9月，工业和信息化部等六部门联合发布《建材行业稳增长工作方案（2025—2026年）》（以下简称《稳增长方案》），该方案在2024年10月新修订的水泥行业产能置换实施办法基础上进一步加强了对水泥熟料产能的置换出清力度。其中，“去产能”方面，《稳增长方案》严禁新增熟料产能，新建改建项目必须制定置换方案；“补产能”方面，要求水泥企业在2025年底前，对超出项目备案的产能制定产能置换方案，促进实际产能与备案产能统一。在上述政策推动下，2025年水泥行业供给格局有所优化。根据中国水泥网数据统计，2025年，国内仅投产5条熟料生产线，涉及年产能约940.3万吨，较2024年³降幅较大，且均为产能置换项目，无净新增产能。同时，行业内“补产能”进度提速，根据中国水泥网数据，截

³ 根据中国水泥网统计，2024年全年新投产熟料产线11条，涉及熟料年产能1,463.2万吨。

至2025年末，全国共有近330条熟料线补齐产能，合计补充1.14亿吨产能，退出1.75亿吨产能。截至2025年末，全国新型干法水泥生产线累计设计熟料年产能约为17.12亿吨，较年初的17.93亿吨有所下降。虽然供应压力有所减弱，但结合目前低迷的开窑率和产能利用率来看，国内水泥产能过剩问题仍较为突出。

降碳政策方面，2025年水泥行业正式纳入全国碳市场。初始阶段（至2026年底）按碳排放强度分配配额，2027年起将对照行业先进水平收紧配额，形成更强约束。作为首个履约年，水泥企业须在2025年底前完成配额清缴，碳成本将增加落后产能负担，加速小型企业退出，并推动行业向低碳技术升级和超低排放改造迈进。

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，产能置换和绿色降碳等政策的实施有助于推动产业结构优化升级，加快落后产能出清，预计在持续的严监管态势下，水泥熟料产能将得到进一步控制。同时，跨省产能置换也会加剧部分地区的行业竞争，产能指标补齐和碳配额成本将进一步增加企业的成本压力，行业整合或有所加强。

表1：2024-2025年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
2024.1	国家生态环境部、发改委、工信部、财政部、交通运输部	《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》	明确提出到2025年底前，我国重点区域水泥熟料产能的50%需完成超低排放改造，到2028年底前全国范围内80%的水泥熟料产能达到超低排放要求。
2024.2	国家发改委、工信部、自然资源部等十部门	《绿色低碳转型产业指导目录（2024年版）》	该文件是对2019年版的修订，涉及节能降碳、环境保护、资源循环利用、能源绿色低碳、生态保护修复和利用、基础设施绿色升级、绿色服务七大板块，与水泥相关的主要包括水泥节能专用设备、水泥减排工艺、水泥脱硫脱硝除尘改造、水泥超低排放改造、水泥工业固体废物无害化处理、电石渣/磷石膏等制备水泥、水泥行业能源管理体系建设、低碳产品认证等方面。
2024.5	国务院	《2024—2025年节能降碳行动方案》	提出到2025年底，全国水泥熟料产能控制在18亿吨左右；水泥、陶瓷行业能效标杆水平以上产能占比达到30%，建材行业能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出；大气污染防治重点区域50%左右水泥熟料产能完成超低排放改造。
2024.5	国家发改委、工信部、生态环境部等五部门	《水泥行业节能降碳专项行动计划》	在国务院节能降碳方案的基础上，从水泥生产能耗、替代燃料、清洁运输、综合废弃物、数字化管理等各环节提出减碳降耗目标任务，同时强化激励约束机制等政策保障。比如产量方面，实施差异化产量调控，支持能效达到标杆水平且环保绩效达到A级的水泥企业充分释放产能等。
2024.7	国家财政部、税务总局	《关于节水、环境保护、安全生产专用设备数字化智能化改造企业所得税政策的公告》	企业在2024年1月1日至2027年12月31日期间发生的专用设备数字化、智能化改造投入，不超过该专用设备购置时原计税基础50%的部分，可按照10%比例抵免企业当年应纳税额。
2024.9	国家生态环境部	《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）》	该文件将水泥等产业由地方碳排放权交易市场推广到全国碳排放权交易市场管理，2024-2026年为启动实施阶段，由生态环境部制定年度碳排放配额总量和分配方案，由省级生态主管部门向本省内重点排放企业分配配额，该阶段采用绩效评价法，配额免费、不限产量；2027年之后为深化完善阶段，配额分配方法将逐步转向基准法，形成更严格的碳排放约束机制。
2024.10	国家工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》	相比于2021年的置换政策，该办法提高了水泥置换标准，明确水泥熟料低效运行产能不能用于置换，用于新建项目置换的水泥熟料产能不能拆分转让，用于改建或补齐已建成项目的水泥熟料产能拆分转让不能超过两个项目；进一步完善了产能核定方式，规定要严格按照项目备案产能确定，简化了跨省流动程序等。
2025.1	国家工信部等四部门	《标准提升引领原材料工业优化升级行动方案（2025-2027年）》	重点研制石化化工、钢铁、有色金属、建材等行业重点排放单位碳排放核算方法，钢铁、电解铝、水泥、尿素、氢等重点产品碳足迹核算规则等碳达峰碳中和标准。
2025.3	国家生态环境部	《全国碳排放权交易市	首次扩围将钢铁、水泥、铝冶炼三个行业纳入碳排放权交易市场管理，总体按照

		场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》	“边实施、边完善”的工作思路，分两个阶段做好钢铁、水泥、铝冶炼行业纳入全国碳排放权交易市场相关工作，2024-2026年为启动实施阶段，2025年底前完成首次履约工作；2027年及之后为深化完善阶段，要求建立预期明确、公开透明的配额逐步适度收紧机制。
2025.7	中国水泥协会	《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》	提出各企业要积极响应产能置换政策，逐条逐项核查自身熟料生产线备案产能与实际产能差异情况，实际产能大于备案产能的企业要尽快补齐产能差额。
2025.9	国家工信部等六部门	《建材行业稳增长工作方案（2025-2026年）》	严禁新增水泥熟料、平板玻璃产能，新建改建项目须制定产能置换方案。严禁从非大气污染防治重点区域向大气污染防治重点区域转移水泥熟料、平板玻璃产能。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，促进实际产能与备案产能统一。
2025.11	国家生态环境部	《2024、2025年度全国碳排放权交易市场钢铁、水泥、铝冶炼行业配额总量和分配方案》	对2024、2025年度配额分配范围和方法、配额发放、配额清缴、配额结转等各项工作进行了安排部署。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

价格方面，2025年以来，水泥价格震荡下行，错峰限产效果减弱，但受益于动力煤价格降幅较大等因素，行业利润实现明显修复；2026年，预计供需格局仍较难扭转，水泥价格或仍延续低位震荡态势，但若产能管控与企业自律显著增强，对价格阶段性推涨有较大利好，但反弹空间整体有限。

2025年全国水泥价格呈“高开低走、震荡下行”态势。分季度来看，一季度，尽管受淡季因素影响需求疲软，但因上年末涨价翘尾、专项债资金支持及供给端调控，全国水泥均价同比仍上涨9.3%。4~8月，受资金短缺和连续雨水天气影响，市场需求明显不及预期，同时错峰生产措施执行不到位，叠加生产成本下行，共同导致水泥市场价格加速下跌，且6月份开始全国各区域市场价格均转为同比下降趋势。9~11月，水泥价格触底后开启缓慢上涨通道，但同比仍呈下降趋势，且受上年同期高基数影响跌幅逐步走阔。12月，下游施工持续减弱且成本支撑不足导致水泥价格整体走低。**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与错峰限产执行力度不同，价格变动幅度有所差异。东北区域通过行业自律和强有力的错峰生产措施，库存长期低位运行，水泥价格自5月以来上升企稳，并在7~10月高位运行；中南地区水泥产量高、需求疲软且外部遭受低价冲击明显，整体供需矛盾突出，水泥价格长期处于全国低位，同比变动相对缓和；西北地区以基建需求拉动为主且交通便利度不高，水泥价格受其他区域价格扰动相对更少，华北地区虽有雄安新区基建政策托底，但房地产需求持续疲软，2025年西北和华北区域水泥价格持续同比下降，上涨承压。

错峰限产效果持续减弱。2025年各地区限产力度加强，非采暖季也普遍实施限产，且错峰天数较2024年进一步延长，三季度各省月均限产天数中位数已达17天。错峰限产可对水泥供给形成一定抑制，但其调节空间有限且较大程度依赖行业自律。2025年“传统旺季”（三、四季度），水泥价格指数持续走低，且熟料平均库容比走高，限产效果较弱。

图 9：近年来全国及各区域水泥价格指数走势图

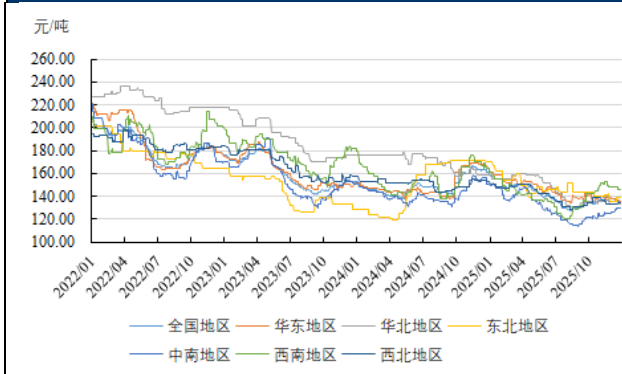


图 10：2025 年全国及各区域水泥价格指数同比变化情况



资料来源：同花顺 iFinD，中诚信国际整理

从成本端来看，煤电合计是影响水泥生产成本的重要因素。2025年上半年，国内煤炭市场供强需弱格局延续，动力煤市场价格震荡下行，且于6月末创近年新低，水泥煤价差指数虽然整体下行但仍同比上升，推动水泥行业利润明显修复。9~11月，“查超产”⁴供给收缩导致煤炭价格触底反弹上升，水泥煤价差指数因此开启同比下降通道，且降幅整体走阔。12月，煤炭价格上涨乏力转为下行态势，水泥煤价差指数相应小幅回升。电价方面，随着电力市场化改革的持续深入与新能源装机规模的持续增长，2025年以来平均上网电价整体呈下行趋势。水泥企业通过和大型煤企签订长协、开拓新的采购渠道和资源以及精细化生产等多种举措控制燃料和动力成本，采用替代燃料及工艺改进等方式降低单位产品煤耗、应用余热发电及光伏发电降低电力成本等进一步实现降本增效。水泥网数据显示，2025年行业纯水泥业务利润总额或在180~200亿元上下⁵，实现明显回升。

中诚信国际认为，2025年，受益于煤炭价格整体下行等因素，企业成本得以压降，行业利润显著修复。2026年，煤炭供需格局预计较2025年边际改善，煤价中枢或大体持平，行业效益的提升更大程度上依赖于销售端表现，若产能管控与企业自律显著增强，水泥价格有望阶段性反弹，但上涨空间有限，行业效益或低位修复。长期来看，低效产能加速出清后，未来水泥价格或将逐步回归合理区间。

图 11：近年来动力煤价格及水泥煤价差指数走势图



图 12：2025 年动力煤价格及水泥煤价差指数同比变化情况



⁴ 2025年7月10日，国家能源局综合司印发《组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，通过“查超产”的形式，展开了煤炭领域反内卷。

⁵ 根据中国水泥网大数据测算，2024年水泥行业纯水泥业务利润总额或在160亿元上下。

资料来源：同花顺 iFinD，中诚信国际整理

三、行业内企业信用分析

1、行业内企业概况分析

国内水泥企业区域性突出且行业集中度高，目前已形成以中国建材和海螺水泥为双超、若干区域龙头为多强的寡头竞争格局；现阶段行业竞争主要聚焦成本控制、产业链协同与绿色转型等综合能力比拼。

受限于水泥产品的物理特性，其销售受运输半径约束，因此水泥企业形成天然区域壁垒，市场竞争主要在区域内展开。目前，市场呈现“全国巨头、区域龙头和中小企业”的清晰分层。**全国层面**，中国建材集团有限公司（以下简称“中国建材”）与安徽海螺水泥股份有限公司（以下简称“海螺水泥”）为业内两大巨头，其中中国建材通过持续并购整合，构建覆盖广泛的网络化产能布局；海螺水泥则依托其“T型战略”——即沿长江流域布局生产基地、利用低成本水运辐射市场的模式，建立行业成本控制标杆。截至2025年末，上述两家企业合计占据全国超30%的产能份额，具备跨区域市场调节与资源优化配置能力。**区域层面**，以金隅冀东、华新水泥、华润建材科技为代表的区域性龙头企业，凭借对本地矿产资源、销售渠道及品牌认知的深度掌控，在其核心市场范围内拥有显著的定价影响力，成为维护区域供需平衡与价格体系稳定的关键支柱。而大量中小水泥企业在日趋严格的环保要求、持续上升的技改成本以及规模劣势的多重压力下，正通过主动退出或被并购的方式不断整合进入头部企业体系。随着水泥行业产能出清的持续推进，截至2025年末，前十大企业产能集中度进一步提升至57.53%，且集中化趋势仍在持续深化。

展望未来，水泥行业将稳定于“双超多强”的寡头格局，全国性巨头依靠规模与布局平抑周期，区域龙头凭借本土优势固守市场。未来竞争核心将聚焦于资源控制、成本效率、绿色转型及产业链协同等能力。

2、以样本企业为例分析企业财务表现

2025年前三季度，多数样本企业通过“开源节流”经营效益得以改善，但仍需关注多元化业务及海外拓展中可能存在的风险。展望2026年，产能出清、行业集中度提升有望支撑水泥价格修复，但仍需关注大企业协同对复价的影响；头部水泥企业盈利中枢有望小幅上移，中尾部企业受多重因素制约，盈利水平预计持续承压。

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，最终形成的财务分析样本数为18家⁶，其中包括17家上市公司、1家存续发债主体。

⁶ 样本剔除中国建材集团有限公司、中国建材股份有限公司、西南水泥有限公司、中国联合水泥集团有限公司、南方水泥有限公司、宁夏建材集团股份有限公司、北京金隅集团股份有限公司、江西省建材集团有限公司、西藏建工建材集团有限公司、东吴水泥国际有限公司、中国天瑞集团水泥有限公司。

表2：样本企业情况

公司名称	公司简称	企业性质	水泥及熟料收入占比 (%)	熟料产能规模 (万吨/年)	全国排名	布局区域	主要涉及六大区域
天山材料股份有限公司	天山股份	央企	63.90	30,000	17	全国	六大区域均涉及
安徽海螺水泥股份有限公司	海螺水泥	国企	72.34	21,398	2	江苏、浙江、上海、福建、山东、安徽、江西、湖南、广东、广西、海南、四川、重庆、贵州、云南、甘肃、陕西、新疆、内蒙古	华东、中南、西南、西北
金隅冀东水泥集团股份有限公司	金隅冀东	国企	81.34	9,959	3	河北、天津、北京、辽宁、吉林、黑龙江、内蒙古、陕西、重庆、山西、山东	华北、东北
红狮控股集团有限公司	红狮集团	民企	55.14	7,315	4	浙江、福建、江西、广东、湖南、广西、贵州、云南、四川、甘肃、青海、新疆	华东、中南、西南
华润建材科技控股有限公司	华润建材科技	央企	65.28	6,160	5	广东、广西、福建、海南、云南、贵州、山西、湖南	中南
华新建材集团股份有限公司	华新建材	中外合资	54.92	6,075	6	湖北、湖南、云南、重庆、四川、贵州、西藏、广东、河南	西南、中南
中国山水水泥集团有限公司	山水水泥	民企	81.10	4,819	8	山东、辽宁、内蒙古东部、新疆喀什、山西、陕西	华东、华北、东北
亚洲水泥（中国）控股公司	亚洲水泥（中国）	民企	90.51	2,612	10	四川、长江中下游地区	华东、西南
亚泰集团（集团）股份有限公司	亚泰集团	民企	44.99	1,798	11	吉林、辽宁、黑龙江	东北
甘肃上峰水泥股份有限公司	上峰水泥	民企	87.43	1,662	13	浙江、安徽、江苏、宁夏、新疆、内蒙古、贵州、广西、江西	华东、西北
广东塔牌集团股份有限公司	塔牌集团	民企	88.30	1,364	15	福建、广东	中南
新疆青松建材化工（集团）股份有限公司	青松建化	国企	80.77	1,281	17	新疆	西北
江西万年青水泥股份有限公司	万年青	国企	64.99	1,184	19	江西	华东
福建水泥股份有限公司	福建水泥	国企	99.25	868	26	福建	华东
西藏天路股份有限公司	天路股份	国企	60.13	434	47	西藏	西北
浙江尖峰集团股份有限公司	尖峰集团	国企	42.86	424	49	湖北、云南、贵州、浙江	华东、西南
四川和谐双马股份有限公司	四川双马	民企	41.83	155	100	四川	西南
宁夏建材集团股份有限公司	宁夏建材	央企	28.84	--	--	宁夏	西北

注：1、熟料产能数据来自水泥网发布的2025年全国水泥熟料产能百强榜，并通过四舍五入取整；2、水泥及熟料收入占比为2024年年相关收入占营业总收入比重。
资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

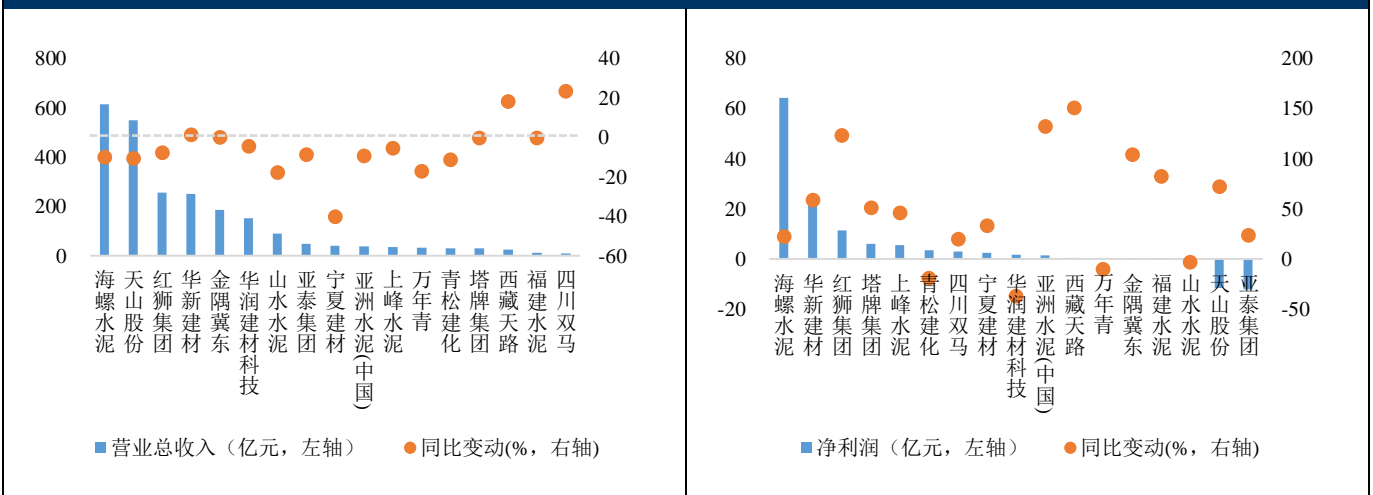
盈利能力方面，2025年前三季度，在需求及价格双跌背景下，水泥企业营业收入多延续下滑疲势，同期大多数企业重点围绕“降本控费增效”压降经营成本，同时通过区域拓展及多元化业务布局增加收入来源。从利润端来看，2025年1~9月，超75%⁸的水泥样本企业净利润明显好转，经营效益得到一定修复，但华润建材科技因主要展业区域下游开工低迷及消费疲软、万年青和山水水泥因华东区域水泥价格竞争激烈，净利润呈同比下滑态势。**区域拓展方面**，近年来，在国内需求疲软背景下，华新建材、海螺水泥、中国建材（天山股份）等头部企业凭借其成熟工艺、成本管控和全链条协同等方面优势，加速布局国际化业务，重点关注水泥需求较为旺盛的“一带一路”沿线国家。截至2025年末，中

⁷ 天山股份是中国建材旗下核心水泥运营平台，主营水泥、商混、骨料的制造与销售，是世界业务规模最大、产业链齐全的水泥公司，天山股份熟料产能规模数据来源于2024年公司年报。

⁸ 此处剔除数据不可得样本后，统计样本共17家，2025年1~9月净利润同比增长的样本企业共14家。

资企业在海外已投产92条熟料线，产能合计约1.02亿吨，其中华新建材⁹海外熟料产能规模最大。出口方面，2025年，中国水泥及水泥熟料出口量达1,171万吨，同比大幅增长118.2%。海外水泥吨售价普遍高于国内水泥销售均价，海外销量增长一定程度上可弥补国内水泥销量下滑带来的利润缺口，但亦对企业应对地缘政治、汇率波动等风险提出一定挑战。**多元化布局方面**，水泥企业多向上游拓展骨料业务、向下游延伸至混凝土，补充收入利润的同时亦可增强终端市场控制力，但一体化产业链或放大行业周期波动影响，尤其是单一展业区域运营主体（如万年青、天路股份等）。部分企业依托自身优势布局新能源（如光伏电站）、新材料及环保（如水泥窑协同处置固危废）等领域，与水泥板块形成协同，提升成本控制能力与环保效益，但亦需关注新业务带来的管理挑战和投资不确定性。

图 13：2025 年 1~9 月样本企业盈利情况



注：已剔除数据不可得样本（尖峰集团）。

资料来源：wind，中诚信国际整理

表3：截至2025年末样本企业水泥业务海外布局情况

指标	华新建材	海螺水泥	红狮集团	中国建材
海外产能布局	尼日利亚、阿曼、坦桑尼亚、塔吉克斯坦、南非、赞比亚、莫桑比克、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔、吉尔吉斯斯坦、马来西亚	乌兹别克斯坦、印度尼西亚、柬埔寨、缅甸、老挝	印度尼西亚、老挝、尼泊尔	突尼斯、蒙古、赞比亚、津巴布韦
海外已投产产能（万吨/年）	2,659.8	1,646.1	930.0	316.2
海外产能占比(%)	30.5	7.1	11.3	1.0
中资企业海外水泥产能排名	1	3	4	6
海外在建产能（万吨/年）	108.5	--	310.0	108.5

资料来源：上市公司年报和公开资料，中诚信国际整理

表4：截至2025年末样本企业多元化业务布局情况

指标	天山股份	海螺水泥	金隅冀东	华润建材科技	华新建材	万年青	天路股份
一体化产业链布局	骨料、混凝土	骨料、混凝土、建材贸易	骨料、危废固废处置	骨料、混凝土	骨料、混凝土	骨料、混凝土、建材贸易	骨料、混凝土、沥青砼、建筑施工

⁹ 2024 年其海外水泥销量（1,620 万吨）同比增长 37%，占总销量的 27%。

2024年多元化业务收入(亿元)	282.33	83.07	27.93	66.87	140.57	19.23	31.38
同比变动(%)	-15.91	-1.97	12.37	32.69	7.41	-30.75	-36.70
2024年多元化收入占比(%)	32.46	8.09	11.04	29.02	41.08	32.29	38.62

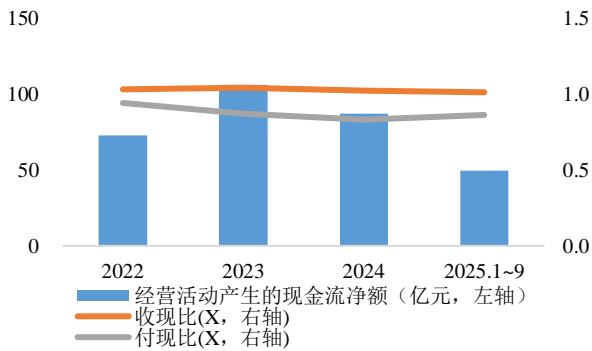
资料来源：上市公司年报和公开资料，中诚信国际整理

展望未来，2026年国内水泥需求预计继续走弱，供给端在《稳增长方案》推动下，低效产能有望加速出清，但短期内对国内供需格局改善有限，企业盈利仍将依赖水泥价格上涨。行业集中度或进一步提升，有利于头部企业通过协同推涨区域价格；但考虑到2025年四季度大企业间协同效果不及预期导致涨价失败，2026年仍需关注价格协同的实际执行与成效。同时，为应对国内供需压力，水泥企业预计将持续加强采购、能源等环节的降本力度。**中诚信国际认为**，行业下行周期中，经营承压迫使头部水泥企业加速“出海”以寻求市场增量，但仅个别水泥企业受益较大，当前海外已投产及在建的熟料产能规模仍然较小，且出口水泥量占总产量比重不到1%，对多数水泥企业盈利改善作用有限。2026年，若行业自律显著增强，水泥价格有望实现阶段性上涨，但反弹空间有限，头部企业盈利中枢小幅上移，中尾部企业则受国内需求萎缩、产能格局优化等影响，盈利水平预计持续承压。

2026年，行业集中度提升背景下，水泥企业间资产与杠杆分化加剧，头部企业杠杆或随扩张上升，区域企业保持审慎。行业整体债务可控、资本结构相对稳健，但需关注亏损企业流动性风险；**2026年**到期债券集中于头部企业，兑付风险较低。

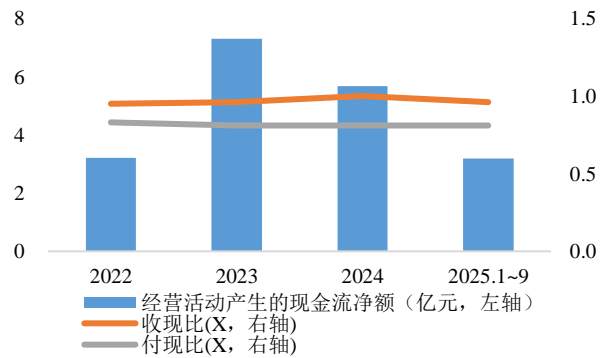
经营获现方面，水泥行业普遍实行先款后货，回款情况良好。头部企业经营活动现金流净额规模较大，年度均值超60亿元，现金回款比率稳定在1倍以上，波动较小。区域性企业经营活动现金流净额均值虽不足10亿元，但收现比同样在1倍附近，销售回款良好，整体获现能力弱于头部企业。2025年前三季度，行业量价齐跌，样本企业销售收入下降，经营获现能力持续减弱。付现比方面，区域性企业均值（0.81倍）与往年持平，而头部企业付现比有所上升，上游现金流压力传导至水泥企业，支付周期缩短，进一步压缩其经营活动现金流。**中诚信国际认为**，水泥企业对下游结算模式稳定，预计2026年获现质量仍将保持良好。头部企业凭借规模优势及海外业务效益释放，有望缓解国内需求下滑带来的现金流压力，经营获现或与上年持平；区域性企业则以国内稳经营为主，但若头部企业间协同不足、区域竞争加剧，其获现能力可能进一步走弱。

图 14: 近年来头部水泥样本企业经营获现情况



注: 已剔除数据不可得企业(华润建材科技、山水水泥、亚洲水泥(中国))。
资料来源: wind, 中诚信国际整理

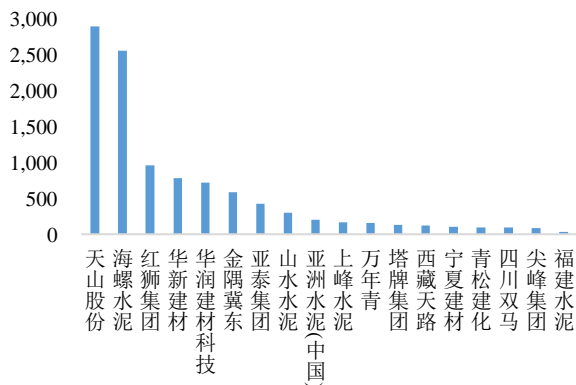
图 15: 近年来区域性水泥样本企业经营获现情况



资料来源: wind, 中诚信国际整理

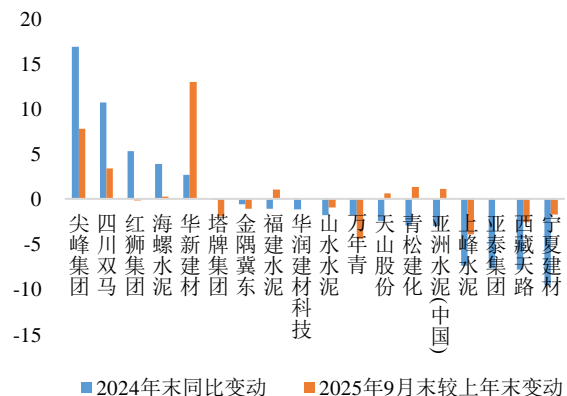
资产结构方面，水泥行业资本密集，生产线、矿山等非流动资产占比较大，头部企业因布局广泛，资产规模更高。截至2025年9月末，天山股份等全国性企业资产总额均超500亿元，而万年青等区域性企业多在200亿元以下，行业呈现“强者恒强”格局。2024年以来，在产能严控政策下，多数企业放缓扩张，出售低效产能以缓解经营压力，样本企业总资产普遍下滑；其中红狮集团、海螺水泥、华新建材等因多晶硅业务、区域整合或混凝土业务增长，资产规模有所增长；尖峰集团、四川双马因基数小，资产变动较为明显。2025年《稳增长方案》继续严禁新增熟料产能，三季度末仅华新建材因加快海外布局，资产同比增长12.97%，其余样本企业资产多延续下滑趋势。中诚信国际认为，2026年区域性企业新增产能谨慎，尤其单一展业区域企业或面临区域竞争加剧而计提存货跌价损失、闲置产线计提减值等风险，资产规模预计增幅有限；头部企业或通过区域整合与海外扩张推动资产增长，但增幅受成本与效益制约，存在不确定性。

图 16: 2025 年 9 月末样本企业总资产情况 (亿元)



资料来源: wind, 中诚信国际整理

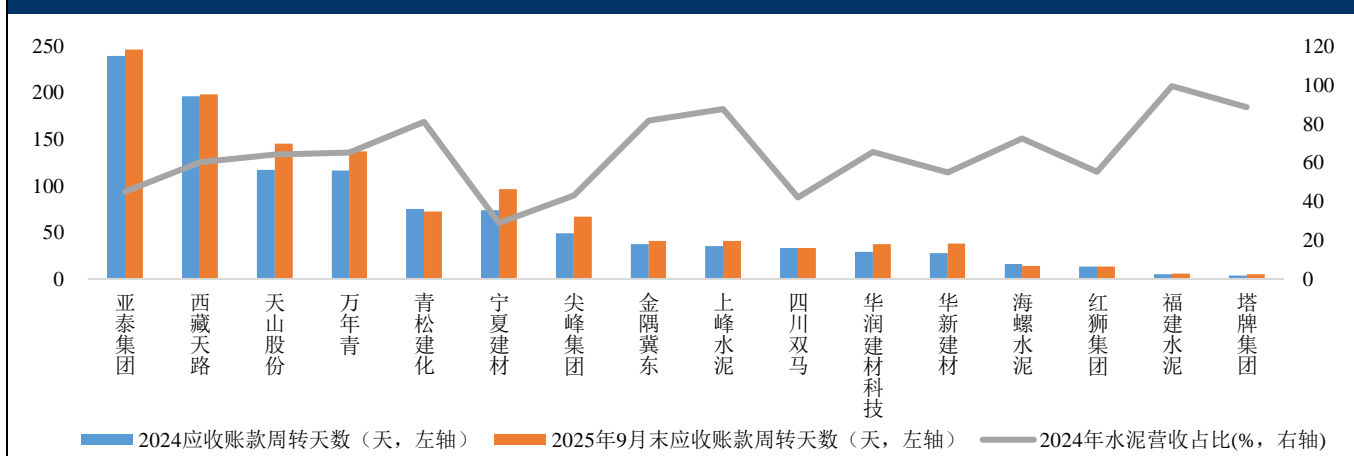
图 17: 近年来样本企业总资产变动情况(%)



营运效率方面，水泥行业普遍采用预付货款或保证金模式（如红狮集团）结算，因此整体应收账款周转速度快，对营运资金占用较小。尽管如此，水泥企业应收账款周转速度仍受其业务构成等因素表现分化。从样本企业来看，福建水泥、塔牌集团、海螺水泥、金

隅冀东、上峰水泥等以水泥为核心主业（水泥营收占比超70%）的企业，应收账款周转速度很快；红狮集团水泥营收虽占比仅约55%，但剩余大部分营业收入来源于高周转的煤炭贸易，因此应收账款周转速度亦高于行业平均水平；青松建化水泥营收占比亦超80%，但应收账款周转天数高于上述样本企业，主要系其允许下游信用资质良好客户使用银行承兑汇票所致；其余样本企业，如亚泰集团、天路股份、天山股份等应收账款周转天数较长，主要与工程施工、房地产、骨料混凝土等其他业务板块对其营运资金形成一定挤占有关。截至2025年9月末，样本企业应收账款周转天数多较2024年末略有拉长，但整体波动较为平稳，或与企业为抢占市场份额，对信用良好的客户适当放宽账期有关。

图 18：近年来样本企业应收账款周转情况

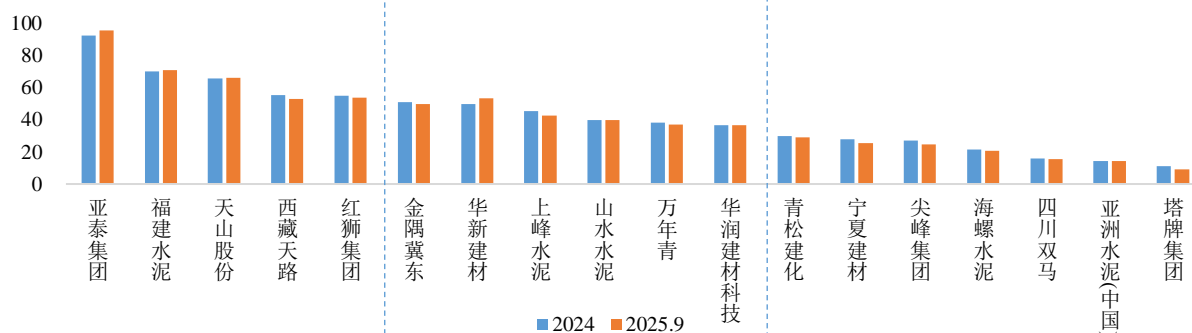


注：已剔除数据不可得样本（山水水泥、亚洲水泥（中国））。

资料来源：wind，中诚信国际整理

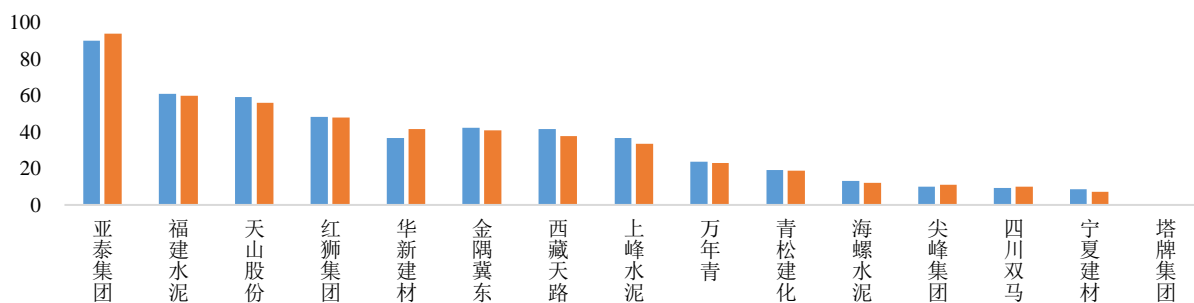
资本结构方面，样本企业财务杠杆水平主要可分为三档，第一档企业资产负债率保持在30%以下，以海螺水泥、塔牌集团为代表，资本结构稳健，且近年来财务杠杆维持在较低水平。第二档企业资产负债率处于30%~50%之间，财务杠杆处于行业中等水平，代表企业包括金隅冀东、上峰水泥等。第三档企业资产负债率高于50%，杠杆水平相对较高，但整体仍处于可控范围，该类企业多因通过加杠杆推进多元化布局，杠杆率偏高，例如红狮集团跨界收购多晶硅业务、天路股份延伸至水泥下游的建筑施工领域，天山股份则主要因区域产能整合财务杠杆高于行业均值。此外，亚泰集团和福建水泥因近年经营持续亏损，未分配利润下降导致权益规模缩减，资产负债率也呈逐年上升趋势。从总资本化比率来看，除亚泰集团外，其余样本企业多数维持在50%以下，且2025年9月末波动不大，整体来看，样本企业对外部债务依赖程度有限，财务结构稳定性良好。

图 19：近年来样本企业资产负债率情况(%)



资料来源：wind，中诚信国际整理

图 20：近年来样本企业总资本化比率情况(%)



注：已剔除数据不可得样本（华润建材科技、山水水泥、亚洲水泥（中国））。

资料来源：wind，中诚信国际整理

总债务方面，样本企业总债务规模呈两极分化，其中上峰水泥、天路股份、万年青等区域性企业债务规模水平规模较小，均在100亿元以下，红狮集团、海螺水泥、金隅冀东等全国性水泥企业债务规模超200亿元，均与自身业务规模相匹配，天山股份因2020年整合中国建材旗下资产负债率较高的四大水泥企业，合并口径债务规模远超其他样本企业。2025年9月末，华新建材因布局海外业务收购豪瑞尼日利亚资产，带动债务规模较2024年末增加29.29%，塔牌集团和尖峰集团总债务规模虽较上年末增幅超25%，但总债务规模不及10亿元。从债务结构来看，塔牌集团、华新建材、海螺水泥等短期债务占比控制良好；万年青等企业因长期债务转短期，短期债务占比有所抬升，但宁夏建材、亚泰集团、福建水泥等短期债务占比长期处于较高水平，债务结构有待优化，且2025年9月末短债占比较上年末进一步提升，需警惕其短期流动性风险。中诚信国际认为，水泥企业多具备一定财务弹性，但部分企业如亚泰集团、福建水泥等存在财务杠杆高企且短债占比偏高的情况，需对其流动性压力保持关注。

图 21: 近年来样本企业总债务及变动情况

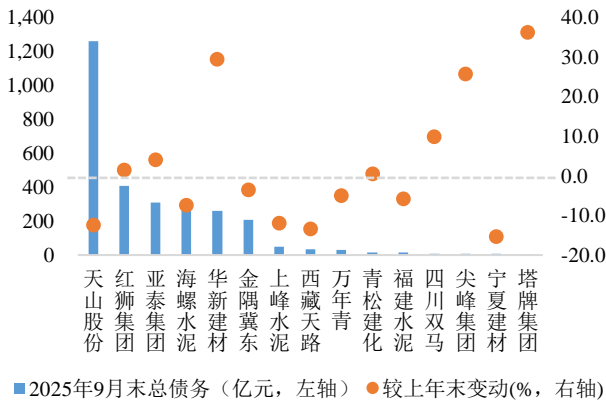
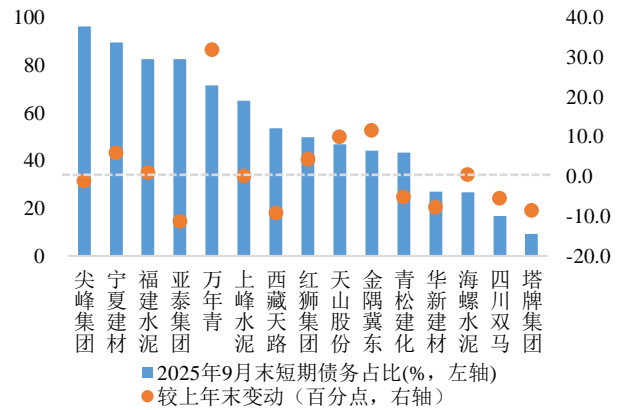


图 22: 近年来样本企业短期债务占比及变动情况



注: 1、已剔除数据不可得样本(华润建材科技、山水水泥、亚洲水泥(中国)); 2、总债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+长期借款+应付债券+租赁负债; 3、短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据。

资料来源: wind, 中诚信国际整理

偿债指标方面, 近年来, 样本企业短期偿债指标波动走弱, 但整体表现良好。2025年以来水泥行业仍处于筑底调整期, 销售收入下降导致样本企业经营获现能力走弱, 货币储备平均水平有所下降, 2025年9月末样本企业现金短期债务比均值为2.14倍, 较上年末略有下降, 其中海螺水泥(9.38倍)明显优于行业平均水平, 亚泰集团(0.05倍)、福建水泥(0.10倍)明显低于样本企业均值。水泥企业长期偿债指标表现相对较好, EBITDA对利息支出平均保障能力很强, 但近年来行业周期下行使得行业整体经营效益下滑, 2022~2024年样本企业EBITDA对利息支出的覆盖倍数呈下行趋势, 对债务保障能力平均水平存在波动, 2024年宁夏建材(1.05倍)、尖峰集团(1.18倍)、海螺水泥(1.61倍)明显高于样本企业平均水平(3.80倍)。中诚信国际认为, 水泥企业债务水平与其业务规模相匹配, 行业下行期, 产能新增受限或一定程度上限制水泥企业债务扩张, 具有优质矿山资源、更低生产成本、产业链布局更加完善、海内外市场布局更加合理充分多元的企业具有更高的安全垫。

图 23: 近年来样本企业短期偿债指标走势(X)

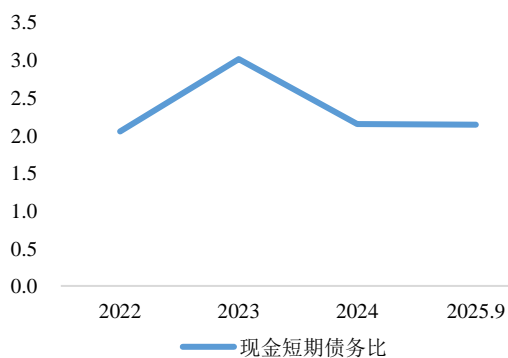
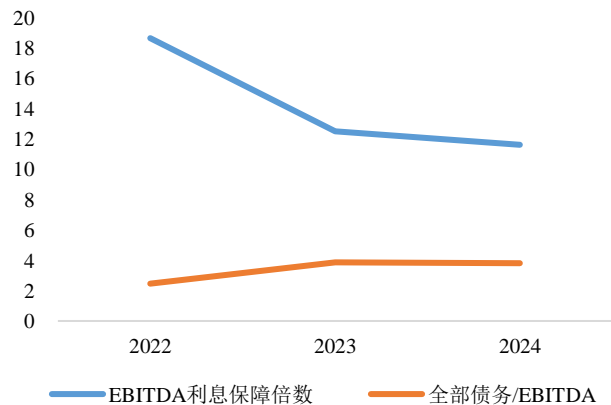


图 24: 近年来样本企业长期偿债指标走势(X)



注：1、现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据；2、现金短期债务比=现金类资产/短期债务；3、已剔除数据不可得样本（华润建材科技、山水水泥、亚洲水泥（中国））和极端值样本（塔牌集团）。

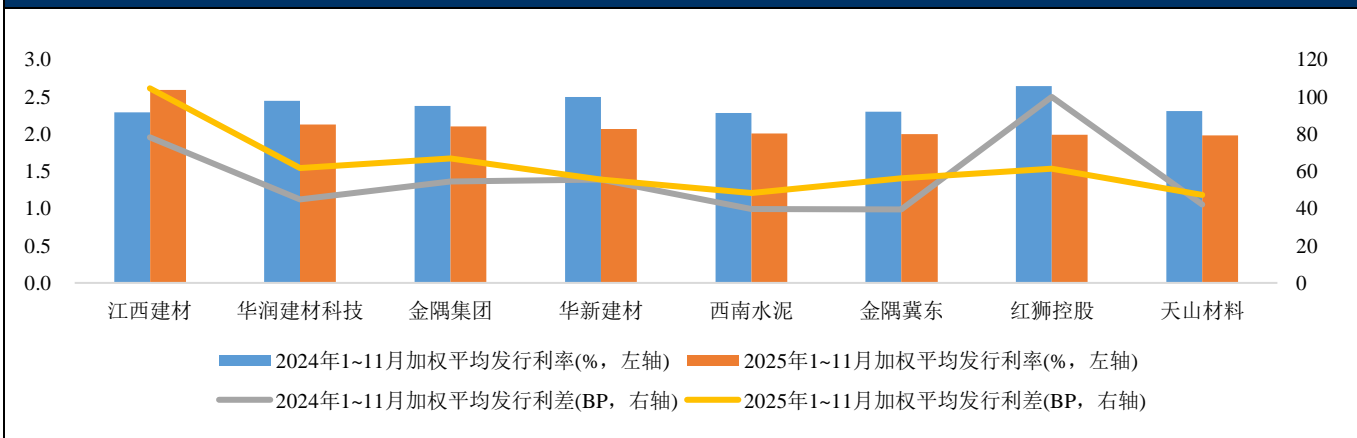
资料来源：wind，中诚信国际整理

注：已剔除数极端值样本（塔牌集团、亚泰集团、四川双马、天路股份、福建水泥）。

资料来源：wind，中诚信国际整理

债券发行方面，根据wind统计，2025年1~11月，水泥行业新发债共计49只，涉及发债主体13家，发债规模合计523.80亿元，新发债数量和发行规模分别同比下降14.68%和15.52%。同时，在科创债新规利好带动下，水泥行业当期新发行5只科创债，规模合计50.00亿元，较2024年同期有明显提升。从期限看，3年期及以下的中短期债券（合计占比46.96%）发行数量有所减少，中长期及永续债发行数量同比增加，新发债期限结构向长期限延长。从发行成本来看，除江西建材外，各发行主体当期发债加权平均发行利率进一步下探；但除红狮控股和华新建材发行利差收窄外，其他水泥发债主体加权平均发行利差均走阔，一定程度上反映出，行业下行期，投资者或出于信用或流动性风险考量，对部分水泥企业新发债券要求更高的收益补偿。从募集资金用途来看，2025年1~11月，水泥企业新发债仅1.11%募集资金用于补流、1.47%募集资金（7.70亿元）用于项目建设，其余均为偿还到期债务或置换银行借款；对比2024年同期有7.8%募集资金（47.90亿元）用于项目建设或购买资产，企业资本开支意愿减弱且到期债务滚续需求减少共同导致新发债规模下滑。

图 25：2025 年 1~11 月水泥企业新发债发行成本情况



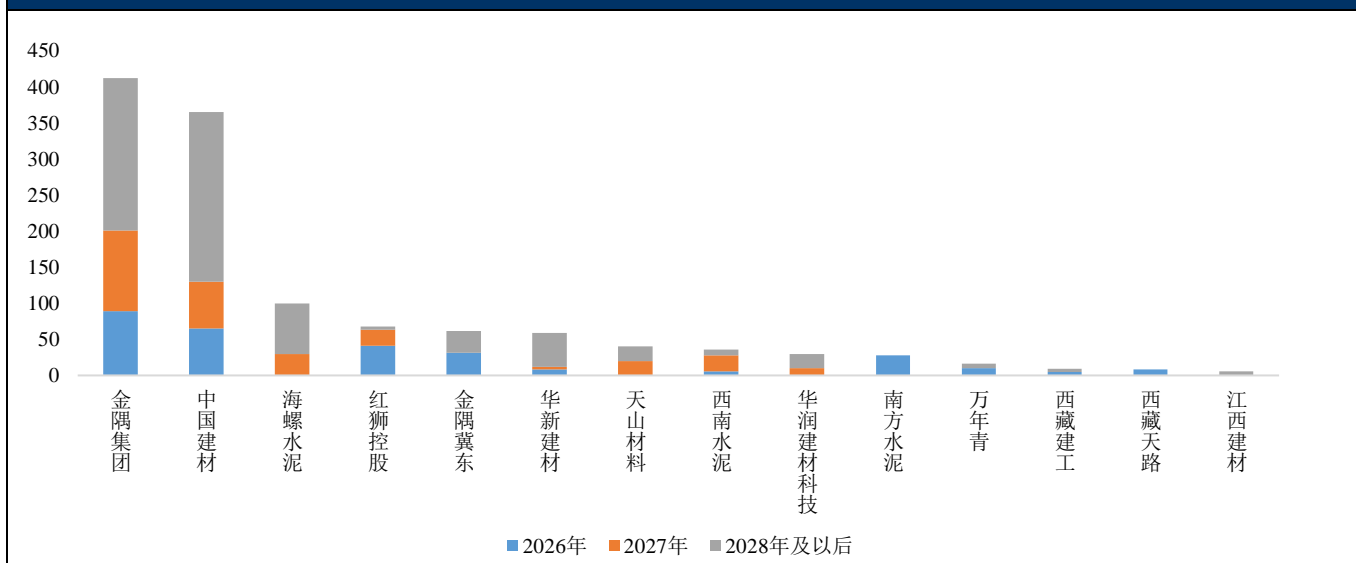
资料来源：wind，中诚信国际整理

存量债券方面，截至2025年11月末，水泥行业存续债券规模合计1,254.80亿元，较2024年同期末1,319.34亿元同比减少4.89%；存续发债主体共14家，其中AAA发债主体数量占比为71.43%。从到期情况来看，2026年到期债券相对集中的为金隅集团（88.88亿元）、中国建材（65.00亿元）和红狮集团（41.00亿元），其中金隅集团作为北京市国资委监管的A+H股上市公司，直接融资渠道畅通且可获得一定的政府支持；中国建材背靠央企并在港上市，且具备TDFI资质，再融资渠道顺畅，债券滚续压力较小；红狮控股则持有杭州银行等优质金融资产，资产变现能力强，货币资金储备充足，对债券偿付形成有力支撑。

中诚信国际认为，水泥行业发债主体多为信用实力及融资能力强的头部企业，2026年到

期债券规模尚可，集中兑付压力不大。

图 26：截至 2025 年 11 月末水泥企业到期债券分布情况（亿元）



资料来源：wind，中诚信国际整理

整体来看，2025年前三季度，得益于煤炭成本下降，水泥行业利润明显修复，水泥企业经营基本面依然呈现分化态势，具备资源禀赋优势和较强规模效应的企业普遍展现出更优的经营韧性。**展望2026年**，行业“反内卷”推动落后产能出清速度加快，水泥价格有望得到一定修复，国内需求端仍显疲弱，头部企业为应对国内销量下滑加速“出海”。此外，在行业集中度持续提升的趋势下，水泥企业间的资产规模与财务杠杆将进一步分化。全国及区域龙头企业资产规模持续扩大，业务扩张可能带动其杠杆水平有所上升；而区域布局较为单一的企业则普遍保持审慎经营，财务杠杆相对较低。整体来看，水泥行业对外部债务依赖程度不高，总债务增速总体可控，资本结构保持稳健，长期偿债能力良好。但仍需关注部分因持续亏损导致未分配利润下滑、财务杠杆高企的企业，其流动性风险值得警惕。债券方面，2026年水泥行业到期债券主要集中于再融资渠道通畅的头部企业，行业整体集中到期偿付压力处于可控范围。

四、结论

2025年，水泥行业仍面临显著的下行压力。需求端来看，国内固定资产投资增速首度为负，下游地产行业投资深降、基建投资增速转负，双重拖累下水泥需求延续下滑，当期全国水泥产量跌幅虽较2024年同期收窄，但呈现“旺季不旺，逐季下滑”的低迷态势。供给端来看，产能置换深化实施及碳排放制度完善等一系列政策趋严执行，有助于整合行业供给规模，但产能过剩问题仍较为严峻。2025年水泥价格呈现高开低走、震荡下行态势，且常态化错峰限产对价格调控效果减弱；行业效益虽在煤炭成本下降带动下实现边际修复，但行业分化持续加剧。

展望2026年，国内宏观政策基调延续，跨周期逆周期调节措施将为水泥需求形成托底，

但长期来看，经济结构转型发展及地方政府化债限制下，单位投资对水泥需求的拉动作用仍有限，行业需求将进一步下探。同时，错峰限产、产能置换及碳排放约束等政策仍将持续影响行业供给，2026年产能去化情况有赖于政策执行力度与行业自律程度。短期内国内供需关系仍难以扭转，2026年水泥价格或仍将延续低位震荡走势，若产能管控与企业自律显著增强，对价格修复有较大利好，行业效益或低位修复。头部企业凭借资源、规模优势及海外布局拓展盈利增长点，区域性企业则保持审慎经营，行业集中度提升将进一步加剧分化，整体债务虽可控，但需警惕亏损企业流动性风险，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	营业收入 (亿元)				净利润 (亿元)			
	2022	2023	2024	2025.1~9	2022	2023	2024	2025.1~9
天山股份	1,325.81	1,073.80	869.95	549.38	50.74	20.10	(6.51)	(11.49)
海螺水泥	1,320.22	1,409.99	910.30	612.98	161.40	107.49	76.63	64.07
金隅冀东	345.44	282.35	252.87	185.75	14.07	(17.48)	(11.36)	0.16
华新建材	304.70	337.57	342.17	250.33	30.24	32.18	29.53	25.05
红狮集团	422.73	395.76	354.74	256.78	22.62	13.09	9.04	11.36
万年青	112.82	81.90	59.57	33.28	5.84	3.15	0.19	0.17
亚泰集团	129.68	92.52	72.15	47.83	(44.20)	(49.76)	(35.29)	(12.19)
福建水泥	25.91	20.51	17.35	11.13	(3.13)	(4.02)	(2.28)	(0.38)
天路股份	38.45	40.86	31.38	24.13	(5.81)	(5.46)	(1.37)	0.35

公司简称	经营活动净现金流 (亿元)				总债务 (亿元)			
	2022	2023	2024	2025.1~9	2022	2023	2024	2025.1~9
天山股份	152.52	169.51	124.60	48.69	1,353.81	1,417.91	1,434.84	1,256.12
海螺水泥	96.49	201.06	184.76	111.00	226.58	236.91	305.15	282.45
金隅冀东	22.69	29.90	31.81	20.73	213.88	212.8	213.22	205.41
华新建材	45.68	62.36	59.77	32.27	161.34	194.52	201.9	261.04
红狮集团	45.10	68.00	34.45	35.66	277.36	371.11	401.97	407.75
万年青	8.45	7.63	7.98	4.16	36.13	30.97	31.35	29.74
亚泰集团	(7.42)	25.42	5.51	0.76	306.94	282.19	296.82	308.80
福建水泥	(2.07)	(1.22)	1.51	0.60	13.86	16.68	16.66	15.67
天路股份	(0.49)	2.24	4.29	3.27	51.97	50.43	41.13	35.62

公司简称	资产负债率 (%)				现金类利息覆盖倍数 (x)			
	2022	2023	2024	2025.1~9	2022	2023	2024	2025.1~9
天山股份	66.31	65.89	65.47	65.96	0.22	0.33	0.25	0.25
海螺水泥	19.67	19.59	21.31	20.59	6.35	10.34	9.77	9.38
金隅冀东	47.43	48.94	50.67	49.59	1.11	0.81	0.83	0.71
华新建材	52.00	51.61	49.80	53.22	2.22	1.25	1.08	1.06
红狮集团	46.83	53.47	54.91	53.47	0.69	0.72	0.61	0.47
万年青	42.60	38.89	37.95	37.07	3.41	3.91	3.97	2.36
亚泰集团	77.98	84.72	92.04	95.24	0.10	0.03	0.04	0.05
福建水泥	60.41	68.08	69.84	70.65	0.16	0.13	0.08	0.10
天路股份	56.78	59.32	55.03	52.94	1.33	1.27	1.18	1.42

资料来源: wind, 中诚信国际整理

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

闫璐璐
李慧莹
刘音乐

企业评级部
企业评级部
企业评级部

资深分析师
高级分析师
分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
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
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>