

建材

水泥：（弱）稳定

建筑玻璃：负面

建材行业 2025 年信用回顾与 2026 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，2025 年前三季度下游房地产行业持续低迷，投资降幅走阔，基建投资则因财政支出重心转移及重大项目投资不利而增长放缓，建材需求缺乏实质性提振。（水泥）2025 年以来，主要因我国房地产市场深度调整，加之交通运输和公共建筑等领域投资情况不济，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，2025 年前三季度我国水泥产量同比有所下降，但需求跌幅超预期下，价格中枢下移。2025 年煤炭价格先跌后涨，前三季度成本压力减轻下，行业盈利状况有所改善，第四季度成本转嫁压力虽有所加大，但估计行业全年利润总额仍同比小幅增长。（建筑玻璃）2025 年前三季度，房地产竣工规模同比降幅较大，建筑玻璃需求持续收缩。2025 年以来行业产能开工率波动相对较大，玻璃供给量同比小幅收缩，但远不及需求降幅，玻璃库存维持高位，价格持续下探。因燃料成本压力未能同步减轻，玻璃盈利空间收窄，叠加需求下滑因素，行业经营业绩显著承压。

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。2025 年水泥行业开展合规化产能补齐，后续补充产能的停产拆除有望促成产能的实际出清，对行业供给控制产生积极影响。水泥行业错峰生产常态化开展，2025 年多省份错峰力度有

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。双碳背景下，建材领域节能降碳政策的落实有望引导落后产能退出。水泥行业于 2025 年纳入全国碳排放管理，但当年履约未形成增量成本，现行规则下预计 2026 年履约盈缺比例亦不大，奖惩效应较温和。另外，水泥行业 2025 年首次纳入可再生能源消耗责任监测，并将于 2026 年开始强制考核，行业用电成本将有所上升，但预计影响程度有限。

从样本企业数据看，**（水泥）**样本企业产能微增主要系个别企业开展收购所致，但未对产能排序产生影响。因水泥需求收缩，2025 年前三季度样本企业收入总额同比有所下降，但得益于成本压力减轻，毛利率有所回升，但整体盈利规模仍有所下降。2025 年 9 月末样本企业所有者权益小幅增长，资产负债率保持稳定，但个体企业杠杆分化仍较大。2025 年前三季度，样本企业经营性现金净流入总额同比有所增长；因个别企业理财配置及开展收购，投资性现金净流出规模略有扩大；样本企业债务性融资保持净流入，增量债务以中长期为主，融资成本有所下降。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）**样本企业产能变化亦主要受收购事项影响，产能排序未发生变化。2025 年前三季度，样本企业收入同比有所下滑，盈利能力持续弱化，亏损面有所扩大。2025 年以来，样本企业项目建设及资源配套投资收缩，刚性债务增长主要为满足经营性资金周转需求，盈利弱化下，利润留存带来的权益规模增长有限，样本企业财务杠杆小幅上升。2025 年前三季度样本企业经营性现金流表现普遍恶化，净流入额同比有所下降，投资性现金净流出规模明显收缩，债务净融资额亦同比大幅下降。2025 年 9 月末，样本企业短期刚性债务现金覆盖率持续下降，所有样本企业货币资金均无法覆盖短期刚性债务，

债务滚续压力相对较大。

2025 年前三季度，本文观测的建材行业样本企业中共 14 家新发行债券，发债企业主体信用等级绝大部分为 AAA 级及 AA⁺级，合计发行债券 48 只，发行规模合计 523.80 亿元，当期净偿还债券 71.91 亿元。截至 2025 年 9 月末，尚有债券存续的建材行业样本企业共计 17 家，其中 AA、AA⁺和 AAA 级主体数量分别为 1 家、5 家和 11 家，存续债券合计 125 只，待偿还本金余额合计 1,388.57 亿元。2025 年前三季度，建材行业样本企业主体级别均无变动。

展望 2026 年，需求端方面，我国目前将保证供需平衡作为房地产发展的主要目标，新模式构建下，城市更新投资若能良好释放，预计可为水泥需求提供一定的提振；随着稳投资措施的落实，基建投资有望止跌回稳，预计能够为水泥需求提供一定的基础支撑。因新增投资拉动效益滞后，结合近两年房地产新开工规模大幅收缩的情况综合判断，建筑玻璃需求疲弱态势仍难有改善。供给端方面，水泥行业错峰生产常态化开展，2026 年执行力度未见松动迹象，仍将为行业供需矛盾改善起到重要作用，合规化产能补齐带来的产能出清亦可在一定程度上减轻供给压力。当前玻璃成本倒挂、需求弱预期及高库存状态将对部分产能形成挤出效应，有望在一定程度上缓解供给压力，利好具有成本优势的企业。行业发展及资本性支出方面，2026 年水泥行业产能置换项目投资或将显著缩减，水泥主业投资或将主要围绕国内收购和海外产能布局，另外企业跨业多元化发展的尝试或将持续。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大幅缩减。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, 2025 年前三季度下游房地产行业持续低迷, 投资降幅走阔, 基建投资则因财政支出重心转移及重大项目投资不及预期而增长放缓, 建材需求缺乏实质性提振。

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,

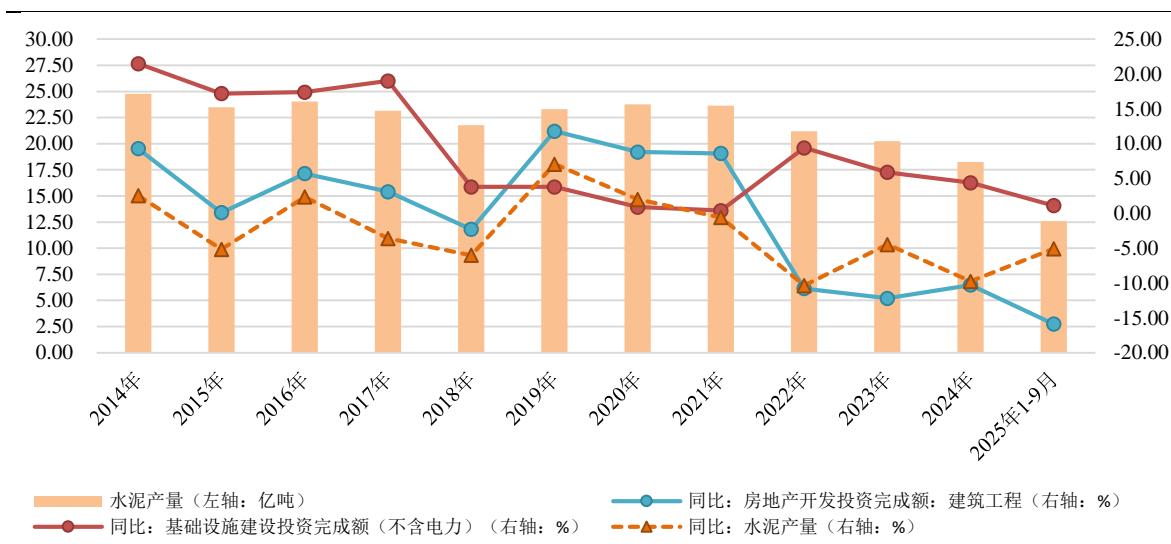
固定资产投资增长整体放缓，根据 Wind 数据显示，2022-2024 年及 2025 年前三季度我国固定资产投资完成额可比增长率分别为 5.10%、3.00%、3.20%和-0.50%。同期，房地产开发投资额增长率分别为-10.00%、-9.60%、-10.60%和-13.90%，受房地产销售持续疲弱影响，2025 年以来房地产领域投资额持续下降，且降幅走阔。基建方面，2022-2024 年及 2025 年前三季度我国基础设施建设投资（不含电力，下同）增长率分别为 9.40%、5.90%、4.40%和 1.10%，2022 年基础设施建设作为逆周期调节工具，投资额大幅增长，随后增幅持续收窄，2025 年前三季度增速明显下滑主要系因财政支出向民生领域倾斜，基建类支出下降，同时下半年重大项目储备不足，资金到位滞后所致。受以上因素影响，2025 年前三季度我国建材需求端提振不足。

（一）水泥行业

2025 年前三季度我国房地产市场深度调整，建筑工程投资跌幅走阔，加之交通运输和公共建筑等主要水泥使用领域投资情况不济，水泥需求持续收缩。

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。2022-2024 年及 2025 年前三季度，我国房地产建筑工程投资完成额增速分别为-10.80%、-12.20%、-10.30%和-15.90%，2024 年

以来负增长持续，且 2025 年前三季度跌幅走阔。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。2022-2024 年及 2025 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 9.10%、10.50%、5.90% 和 1.60%，2025 年以来投资增速进一步显著放缓；水利、环境和公共设施管理业投资完成额增长率分别为 10.30%、0.10%、4.20%和-2.40%，2025 年以来主要因公共建筑投资下降而呈负增长状态。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。2022-2024 年，全国水泥产量分别为 21.18 亿吨、20.23 亿吨和 18.25 亿吨，同比分别减少 10.36%、4.49%和 9.77%，2024 年产量系 2010 年以来最低值；2025 年以来房地产市场深度调整，叠加基建投资落地不及预期，水泥需求缺乏有力提振，产量降幅逐月走阔，前三季度我国水泥产量同比下降 5.08%至 12.59 亿吨。



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

我国水泥行业严禁新增产能，新建项目需开展产能置换，前期因产能激活及批小建大，减量置换出清效应有限，2025 年产能合规化补齐的

实施有望使得行业产能实质性下降。2025 年水泥行业继续常态化开展错峰生产，且当年各省份执行力度普遍有所加强，错峰生产仍是供需矛盾改善的主要手段。

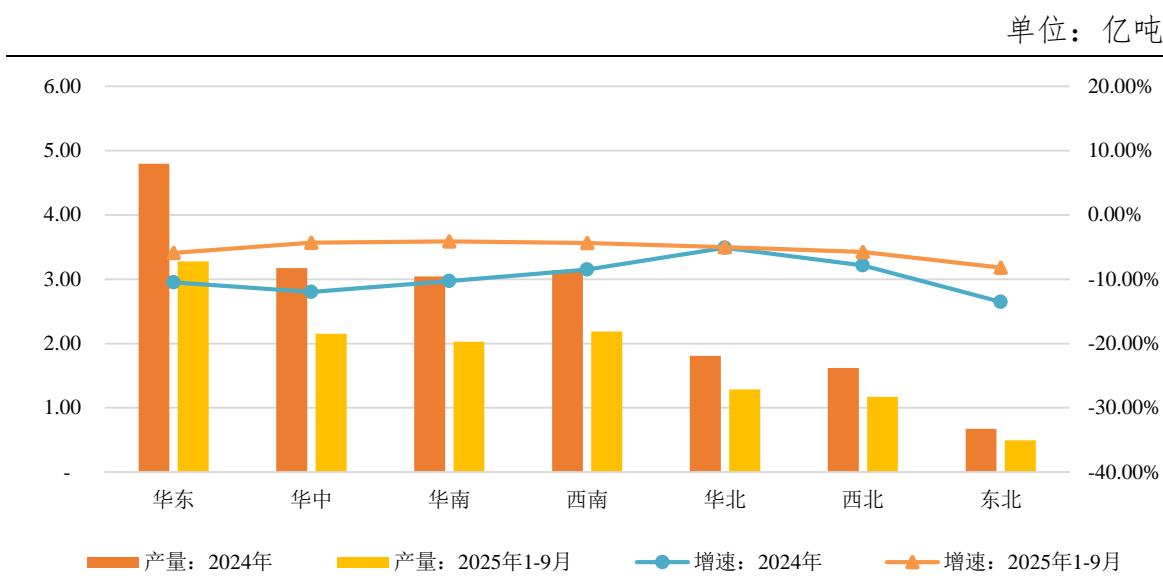
产能方面，我国水泥行业产能过剩问题由来已久，2013 年国务院出台了《化解产能过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41 号），之后至今我国严禁新增水泥熟料产能，对于新建项目要求开展产能置换。工信部于 2017 年出台《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（工信部原〔2017〕337 号，简称《置换办法》）以规范行业产能置换行为，之后分别于 2021 年 7 月和 2024 年 10 月对《置换办法》进行修订。虽然要求开展等量或减量置换，但由于首次出台的《置换办法》中规定可用于置换的产能为 2018 年 1 月 1 日以后停产及拆除的项目，因此在首次修订文件生效日前已有较多不再产生市场供给的产能通过置换项目激活，减量置换并未产生明显的产能清退效应。《置换办法》后续修订中虽对可置换产能进行约束，减少停产产能“借尸还魂”的情况，但因批小建大情况普遍，减量置换仍收效甚微。2025 年 8 月，工信部等 6 部门联合印发《建材行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》（工信部联原〔2025〕185 号，简称《建材行业稳增长工作方案》）针对批小建大情况提出严格产能调控措施，要求水泥企业于 2025 年底前对超出备案产能的部分制定产能置换方案，促进实际与备案产能统一。根据水泥网数据，2022-2025 年我国产能置换项目建成投产分别新增产能 2,318.8 万吨、2,352.9 万吨、1,463.2 万吨和 940.3 万吨，受需求收缩影响，部分产能置换项目撤销，部分产能指标用于合规化补齐，2025 年新投产产能进一步下降。后续随着产能补齐的推进，我国水泥熟料产能有望实质性下降。

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)，此后我国水泥错峰生产开始常态化执行。2025 年我国水泥行业错峰生产力度进一步加强，其中华东及华南等多数省份停产时间较上年延长 10-15 天，北方地区如山西、内蒙古和河北等省延长时间甚至达到 40-60 天，西南地区中四川错峰时间大幅延长约 50 天。

2025 年全国水泥供应格局变化不大，前三季度七大区域水泥产量均有所下滑。全国水泥价格前高后低，各区域水泥价格分化程度仍较大，前三季度七大区域水泥价格中枢小幅上移，但第四季度价格显著低于上年同期，1-11 月除华南和东北地区外其余区域水泥价格中枢同比均有所下降。

从供应格局方面看，2025 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 3.28 亿吨，位列七大区域之首，占全国水泥总产量的 26.04%；西南、华中和华南地区水泥产量分别为 2.19 亿吨、2.15 亿吨和 2.03 亿吨，占比分别为 17.37%、17.07%和 16.09%；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 1.29 亿吨、1.17 亿吨和 0.49 亿吨，占比分别为 10.22%、9.29%和 3.93%。2025 年前三季度，七大区域水泥产量均同比下滑，其中东北地区降幅最大，为 8.19%，其余地区降幅均在 5%左右。



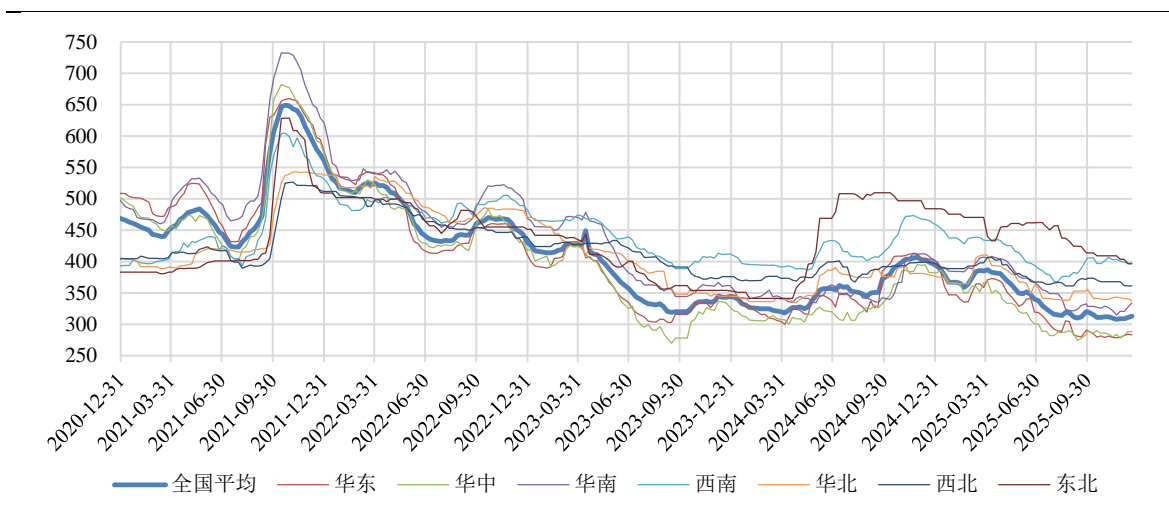
注：1) 根据 Wind 数据整理绘制；2) 华东包括：沪、苏、浙、皖、鲁；西南包括：渝、川、黔、滇、藏；华中包括：赣、豫、鄂、湘；华南包括：闽、粤、桂、琼；华北包括：京、津、冀、晋、蒙；西北包括：陕、甘、宁、新、青；东北包括：辽、吉、黑，下同。

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，2024 年行业协同意识增强，错峰生产执行落实情况良好，水泥价格整体止跌回升，全年价格中枢较上年小幅下降约 16 元/吨至 355 元/吨。2025 年以来主要因需求跌幅超预期，错峰生产加强带来的供应缩量无法完全抵消其影响，价格整体高开低走。当年第一季度春节期间价格有所回落，3 月价格回升，月底价格升至 400 元/吨左右，5-8 月以来价格快速下跌至约 315 元/吨，第四季度前期旺季价格回升不利，9 月价格系 2017 年以来最低位，至年底价格持稳。从同比数据来看，2025 年 1-4 月月度均价高于上年同期 40-60 元/吨左右，涨幅约为 12-18%，5 月正价差大幅收窄，6 月起价差转负并逐月走阔，11 月均价同比下跌幅度达 23%；价格前高后低情况下，2025 年前三季度水泥价格中枢同比微升约 11 元/吨至 352 元/吨，涨幅约为 3%，但因第四季度月度水泥价格跌幅较大，1-11 月价格中枢同比下降 12 元/吨至 343 元/吨。

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亦有所分化。从我国七大区域 PO42.5 水泥均价看，2025 年受区域水泥需求及减产力度差异影响，我国各区域水泥价格分化程度整体仍较大。东北地区因错峰生产力度很大，价格领跑其他区域，华东及华中区域竞争激烈，价格垫底；2025 年前三季度七大区域价格中枢同比提升幅度介于 0-8%，但 1-11 月除华南和东北地区以外，其他地区价格中枢均同比回落，其中华东地区降幅最大，约为 8%。

单位：元/吨



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，2025 年煤炭价格先跌后涨，价格中枢有所下移。当年前三季度水泥行业盈利状况同比有所改善，第四季度成本转嫁压力虽有所加大，但估计行业全年利润总额仍同比小幅增长。

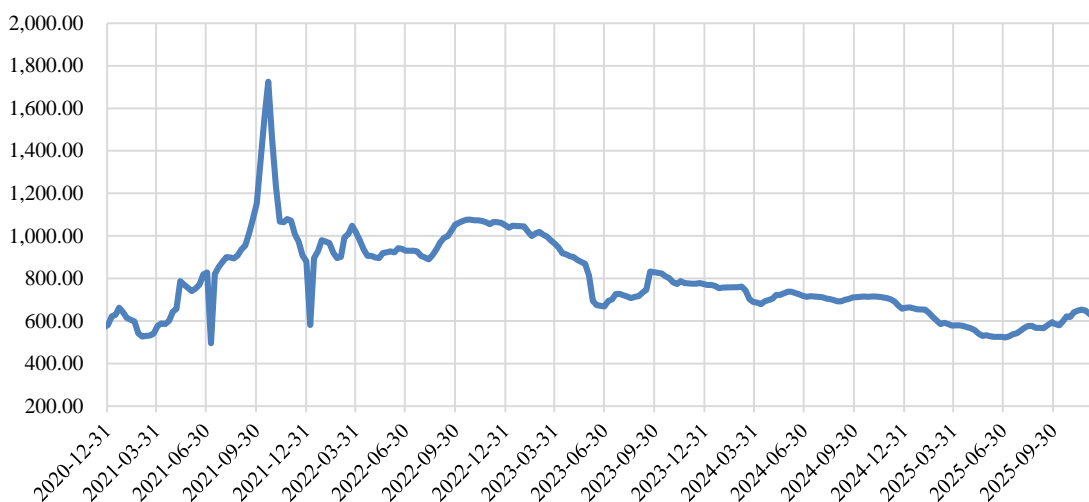
水泥熟料的原材料主要为石灰石，故熟料生产具有资源导向性的特点。虽然行业内企业熟料生产线大多配有石灰石矿山，原材料供给保障程度高，但矿山获取成本、石灰石品位、开采及运输方式、运输距离等对于

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。水泥企业通常大部分用电通过签订年度中长期合同锁定价格，2025 年以来电力采购价格保持相对稳定。

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，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，年末价格约为 660 元/吨，全年价格中枢约为 720 元/吨，较上年下降约 135 元/吨，降幅约为 16%。2025 年上半年煤炭价格延续下降走势，6 月末价格降至 520 元/吨左右，7 月起至 11 月中下旬价格逐步回升至 650 元/吨，随后再次下降，年末价格约为 590 元/吨；2025 年前三季度煤炭价格中枢约为 580 元/吨，同比下降 145 元/吨，降幅约 20%，全年看价格中枢较上年下移约 130 元/吨至 590 元/吨。

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。2025 年上半年水泥煤炭价差高于上年同期，虽自 7 月起反转，但 7-9 月同比降幅不大，前三季度行业盈利能力好于上年同期；因 10-11 月行业成本转嫁压力加大，全年盈利水平改善幅度有所收窄。

根据水泥网数据显示，2022-2024 年水泥行业利润总额分别为 686 亿元、310 亿元和 260 亿元¹；2025 年行业利润总额预计在 280-300 亿元区间。

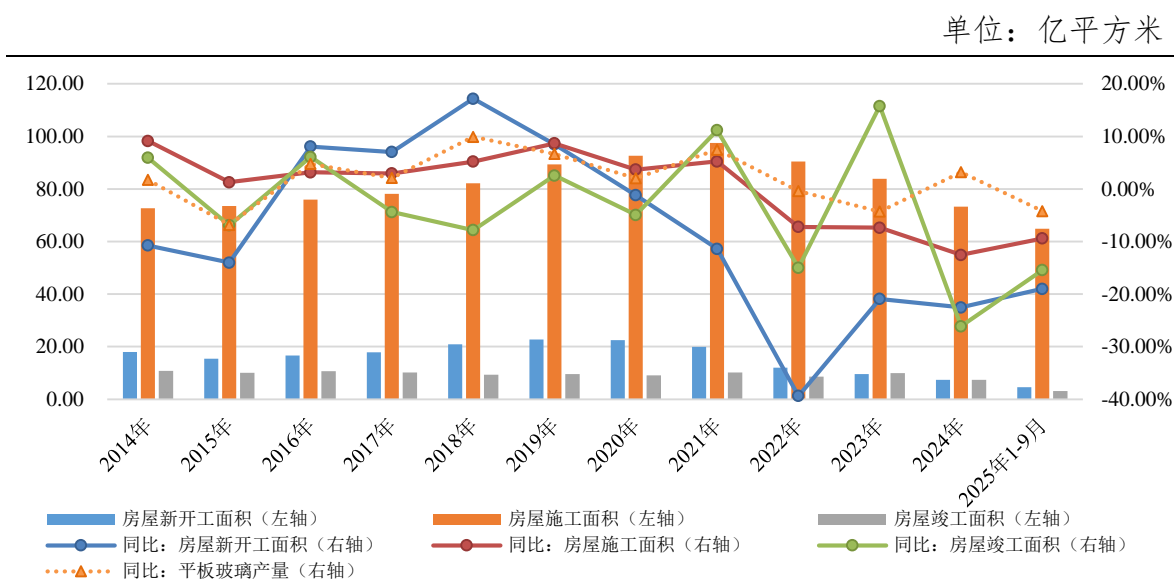
(二) 建筑玻璃行业

2025 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，交付压力下降，竣工规模同比降幅较大，建筑玻璃需求持续收缩。

¹ 2023-2024 年数据为约略数。

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，2022-2024 年我国房屋新开工面积分别为 12.06 亿平方米、9.54 亿平方米和 7.39 亿平方米，同比分别下降 39.37%、20.91% 和 22.52%，施工面积分别为 90.50 亿平方米、83.84 亿平方米和 73.32 亿平方米，同比分别下降 7.22%、7.36% 和 12.54%，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 8.62 亿平方米、9.98 亿平方米和 7.37 亿平方米，增长率分别为 -14.98%、15.78% 和 -26.13%，2024 年因新开工面积持续大幅下降，前期房地产保交付政策边际效应递减，竣工规模同比大幅下降，玻璃需求收缩。2025 年前三季度，我国房地产市场持续探底，房屋新开工和施工面积同比分别减少 19.00% 和 9.41% 至 4.54 亿平方米和 64.86 亿平方米，同时因房地产销售端持续疲弱，交付压力下降，竣工面积同比减少 15.45% 至 3.11 亿平方米，玻璃需求进一步收缩。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

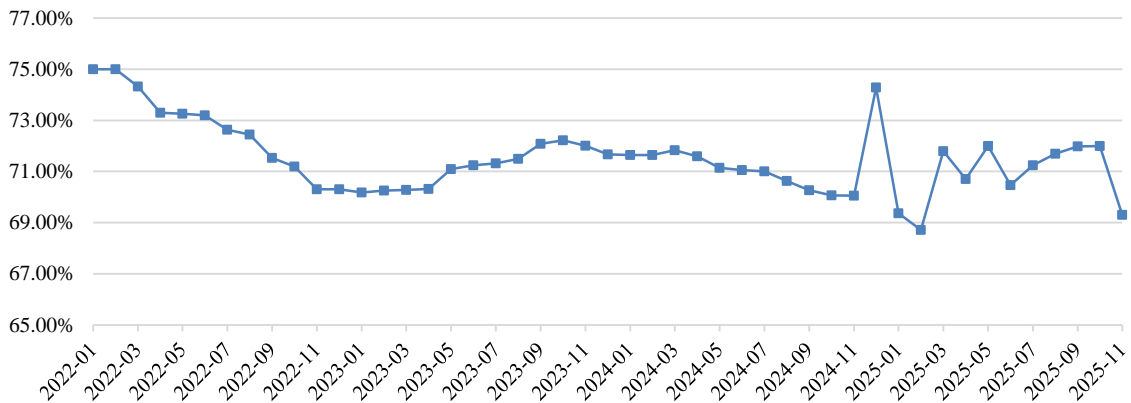
图 5. 我国房地产施工及平板玻璃产量情况

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。2025 年以来行业产能开工率波动相对较大，玻璃供给量同比小幅收缩。

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，2022 年平板玻璃行业月度开工率²整体呈单边下行走势，从年初的 75.00% 降至年末的 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 年行业开工率前稳后降，年末翘尾，1-3 月整体持稳，随后逐步回落，11 月降至 70.05%，12 月大幅回升至 74.28%；2025 年因冷修停复产相对集中，开工率波动相对较大，1-2 月大幅降至 68.71%，3 月回升至 72% 左右，之后至 10 月在 70-72% 区间波动，年末再次回落至 69% 左右。根据 Wind 数据显示，2022-

² 百川盈孚观测的 71 家企业的综合开工率。

2024 年及 2025 年前三季度我国平板玻璃产量分别为 10.13 亿重量箱、9.69 亿重量箱、10.00 亿重量箱和 7.29 亿重量箱，同比分别增长-0.38%、-4.28%、3.20%和-4.19%，2024 年因前期行业开工率相对较高，供给量同比有所增长，2025 年前三季度行业平均开工率同比略降，产量小幅收缩。



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。2025 年以来供给收缩幅度小于需求降幅，玻璃库存维持相对高位，价格持续下探，价格中枢较上年进一步下降。

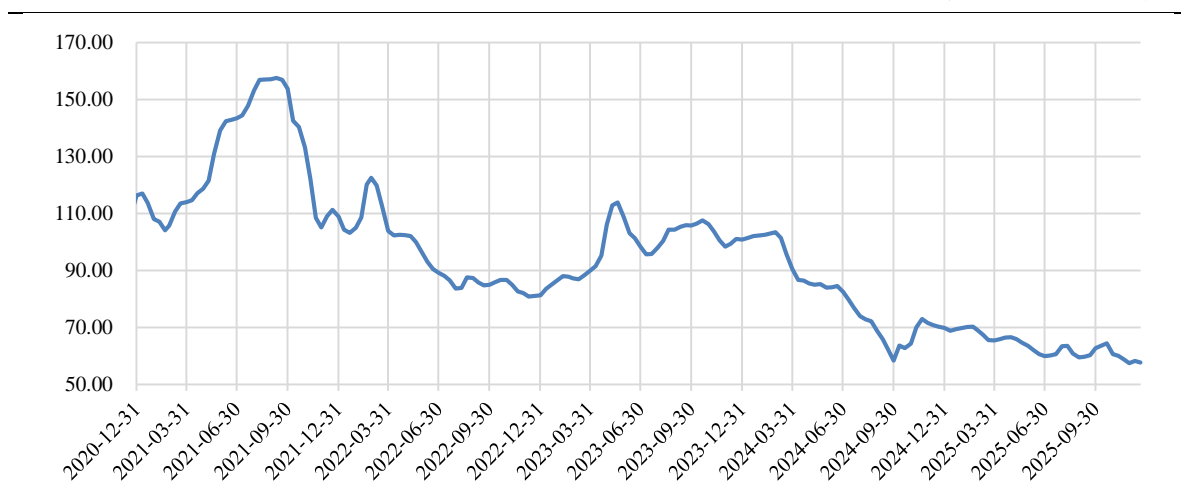
平板玻璃生产线具有明显的持续生产刚性特征，玻璃价格³对供需平衡及库存⁴水平敏感性高。2024 年玻璃供应同比有所增长，但需求同比下降超过 20%，以致库存持续增长，9 月中旬最高升至约 6,400 万重量箱，随后至 11 月末因供应缩量，叠加旺季出货增加，库存大幅下降至约 4,500 万重量箱；3 月中旬起至 9 月末玻璃价格从 100 元/重量箱快速下跌至最低 58 元/重量箱，10-11 月止跌回升至年底价格稳定在 70 元/重量箱左右，全年价格中枢约为 80 元/重量箱，同比下降约 20%。2025 年前三季度我

³ 下文以 Wind 浮法平板玻璃 4.8/5mm 市场价为例。

⁴ 下文以百川盈孚平板玻璃行业总库存为例。

国玻璃供应略有收缩，但远低于需求降幅，行业库存整体维持在 5,000-6,000 万重量箱的相对高位，价格缺乏支撑，呈小幅下降走势，9 月末降至 63 元/重量箱，前三季度价格中枢约为 64 元/重量箱，同比下降约 24%；9-10 月传统旺季价格拉升有限，年末价格小幅下探至 58 元/重量箱，全年价格中枢约为 63 元/重量箱，同比下降约 21%。

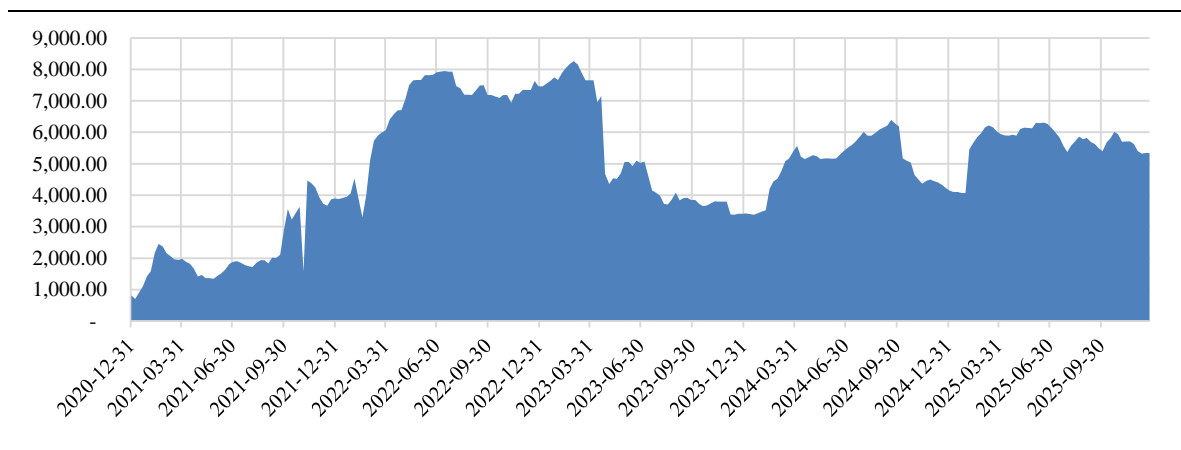
单位：元/重量箱



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. 我国平板玻璃行业总库存情况

原燃料成本占玻璃成本的比重很高，2025 年以来主流燃料中天然气价格中枢小幅下降，而石油焦价格中枢较上年显著上移；原料纯碱价格延续下行走势，全年价格降幅较大。

燃料是影响玻璃成本的关键因素，约占生产成本的 40%以上，我国玻璃生产线使用的燃料包括天然气、石油焦、重油和煤气等，部分产线配备双燃料系统。天然气方面，受采暖季因素影响，其年度价格波动通常大于其他常用燃料。以我国液化天然气市场价为例，2024 年整体呈弱势震荡态势，年初价格约为 5,600 元/吨，因需求下降及供应放量，至 3 月中旬价格大幅下跌至 4,000 元/吨，第二季度价格整体持稳，7 月起受液化厂停机检修供应收缩价格有所回升，9 月中上旬价格最高升至约 5,250 元/吨，第四季度因暖冬采暖需求减弱叠加供应增加，价格再次回落，年末价格降至 4,400 元/吨左右，全年价格中枢约为 4,550 元/吨，较上年下降约 6%；2025 年上半年天然气价格小幅震荡，春节期间需求较弱，价格最低降至 4,130 元/吨，3 月以来工业需求恢复后价格最高回升至 4,580 元/吨，4-10 月中旬价格缓慢下探，价格最低回落至 3,850 元/吨，10 月下旬起在北方提前供暖推升下，至 11 月中下旬价格最高升至 4,320 元/吨，之后因供应增加价格回落，年末降至 3,900 元/吨，全年价格中枢约为 4,250 元/吨，较上年下降约 6%。石油焦方面，以百川盈孚石油焦参考价格为例，2024 年价格波动较小，全年价格中枢约为 1,850 元/吨，较上年下降约 25%；2025 年 1-2 月石油焦价格大幅上涨，从年初的 2,000 元/吨最高升至 3,350 元/吨，主要受下游补库意愿增加，叠加炼厂存停工减产预期所致，3 月中下旬价格理性回落，至 6 月上旬回落至 2,450 元/吨，随后至 11 月中旬在下游负极及碳素领域需求支撑下价格逐步回升至 3,150 元/吨，12 月价格略有回落，年末价格约为 3,050 元/吨，全年价格中枢约为 2,750 元/吨，

较上年上升约 50%。

单位：元/吨

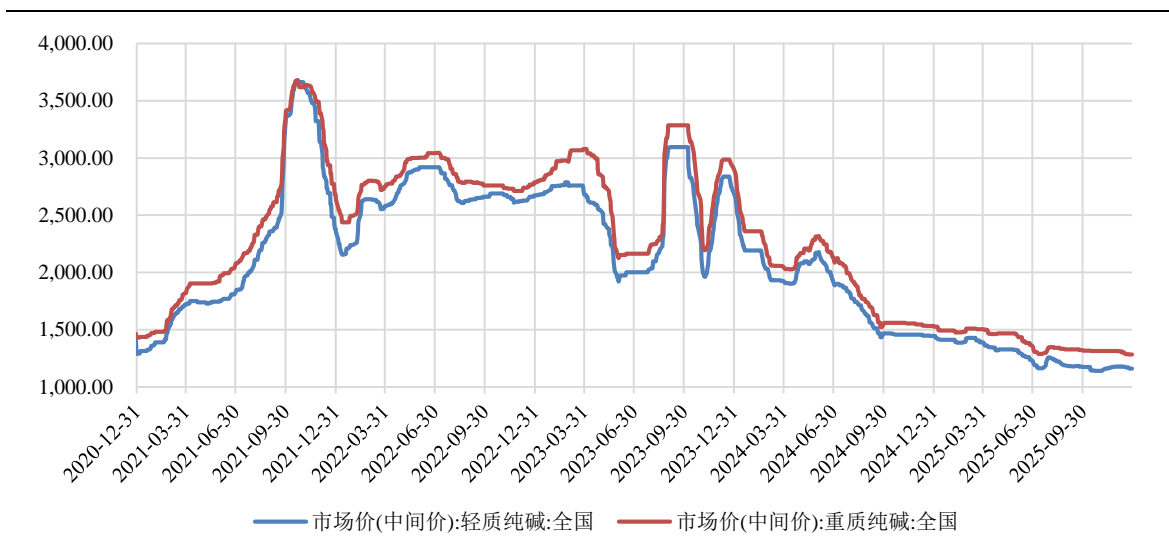


注：根据百川盈孚和 Wind 数据整理绘制。

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%。价格方面，以 Wind 重质纯碱市场价中间价为例，2024 年纯碱价格整体波动下行，年初价格约为 3,000 元/吨，至 4 月中下旬大幅降至 2,050 元/吨，之后至 6 月上旬因部分产能停车价格止跌并小幅回升至 2,300 元/吨，6 月中旬至 9 月末供需矛盾加大，价格大幅下降，最低降至 1,520 元/吨，第四季度价格稳定在 1,550 元/吨左右，全年价格中枢降至约 1,960 元/吨，降幅约为 28%。2025 年以来纯碱价格整体维持下行走势，年末价格约为 1,280 元/吨，全年价格中枢约为 1,390 元/吨，较上年下降 29%。

单位：元/吨



注：根据百川盈孚和 Wind 数据整理绘制。

图 10. 我国纯碱价格走势

2025 年受玻璃需求下滑及利润空间收窄影响，行业企业经营业绩显著承压，利润同比大幅下降。

2025 年玻璃需求持续下滑，当年价格同比跌幅较大，纯碱价格降幅与玻璃价格降幅基本持平，但主流燃料中天然气价格跌幅较小，石油焦价格甚至同比大幅增长，玻璃毛利润受挤，行业经营业绩显著承压，预计全年利润同比大幅下降。

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。2025 年水泥行业开展合规化产能补齐，有望促成产能的实际退出，可对行业供给控制产生积极影响。

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。2017 年末工信部发布了《置换办法》并于 2021 年 7 月和 2024 年 10 月对上述文件进行了修订，修订重点在于对可以用于置换的产能进行限定，主要为防止停产产能“复活”造成实际产能增长。长久以来水泥行业产能批小建大情况普遍，2025 年 8 月发布的《建材行业稳增长工作方案》要求水泥企业于 2025 年底前对超出备案产能的部分制定产能置换方案。根据水泥网数据显示，2025 年我国共有约 330 条熟料生产线补齐产能，合计补充 1.14 亿吨产能，退出 1.75 亿吨产能。虽然用于补充的产能中不乏原本开工率不高的生产线，但相关产能停产拆除仍可对行业供应端控制产生一定的积极影响。

水泥行业错峰生产常态化开展，2025 年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 2025-2026 年采暖季或 2026 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。

双碳背景下，建材领域节能降碳政策的落实有望引导落后产能退出。水泥行业于 2025 年纳入全国碳排放管理，当年履约对行业企业未产生增量成本，现行规则下 2026 年履约盈缺率亦不大，奖惩效应较温和。另外，水泥行业 2025 年首次纳入可再生能源消耗责任监测，并将于 2026 年开始强制考核，行业用电成本将有所上升，但程度预计有限。

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，工信部等四部门发布的《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）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》（国发〔2024〕12 号）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，至 2025 年末全国水泥熟料产能控制在

18 亿吨左右。2025 年 8 月发布的《建材行业稳增长工作方案》指出将推动环保绩效低的企业逐步退出。

2025 年 3 月生态环境部发布了《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》（环气候〔2025〕23 号），水泥行业正式纳入全国碳排放配额管理。2024 年为水泥行业首个碳排放管控年度，2025 年主管部门按照控排企业 2024 年经核查的实际排放量等额无偿分配配额，并要求控排企业于 2025 年末前完成首次履约；2025-2026 年度配额采用碳排放强度控制思路分配，以达到激励先进、鞭策落后的目的。根据生态环境部于 2025 年 11 月发布的《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》（国环规气候〔2025〕2 号），水泥行业纳管企业获取的 2025 年度配额将根据其熟料工序碳排放强度与行业平衡值的偏差幅度进行免费分配，该分配规则下配额最大盈缺率为 +/-3%，2026 年优势企业可以通过卖出富余配额实现收益，而劣势企业需通过碳交易补足所缺配额，产生一定的履约成本。整体看，目前碳排放配额管理产生的奖惩效应相对温和，但长远看，随着排放控制的强化，以及配额发放从免费逐步过渡至有偿的趋势下，奖惩效应将得到强化，有利于引导落后产能出清，改善行业过剩情况。

另外，2025 年 7 月国家发改委及能源局发布了《关于 2025 年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》（发改办能源〔2025〕669 号），要求对水泥行业当年可再生能源电力消耗责任完成情况进行监测，根据行业企业所在省份不同设置不同的消费比例要求，比例介于 25.2-70%；2026 年起将进入强制考核期，消费比例调整为 26.2-70%，多数省份较上年提升 1-2 个百分点。可再生能源电力消耗的强制性要求将抬高水泥行业的用电成本，但因吨水泥耗电量不大（约为 90 度左右），加之部分电力

可以通过余热发电自给，该政策影响下水泥生产成本上涨幅度预计有限。

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

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
金隅冀东水泥集团股份有限公司	金隅冀东	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		
华新建材集团股份有限公司	华新建材		
福建水泥股份有限公司	福建水泥		
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：新世纪评级整理绘制。

(二) 业务分析

1. 水泥

2024 年水泥样本企业无产能置换项目投产，年末水泥熟料总产能微升主要系个别企业开展收购所致，但未对样本企业产能排序产生影响。2024 年样本企业收入总额同比有所下降，但得益于煤炭价格下跌，毛利率有所提升，整体盈利规模则因销量下滑而有所下降。2025 年水泥需求收缩，样本企业前三季度收入总额同比持续下降，但成本压力减轻，盈利状况仍略有改善。

经对各省级工信部门于 2025 年内相继公布的生产线资料进行整理⁵，2024 年水泥样本企业无新投产生产线。截至 2024 年末，水泥样本企业拥有水泥熟料生产线共计 618 条⁶（占全国生产线总数的 38.58%），较上年末无变化。同期末，水泥样本企业年产能⁷合计 7.93 亿吨（占全国总产能的 44.19%），仅较上年末微增 0.13%，系收购因素所致。

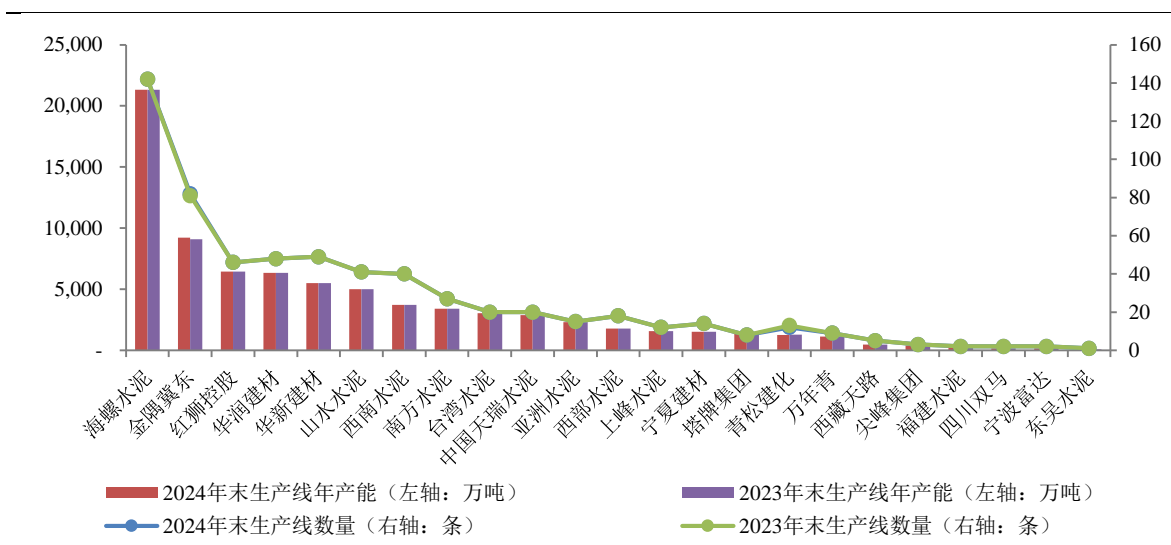
从区域分布看，水泥样本企业水泥熟料生产线主要布局于西南、华东和华南地区，生产线数量分别为 138 条、108 条和 104 条，分别占样本企业生产线总数的 22.73%、17.79%和 17.13%。年产能总量排名前三的区域分别为华东、华南和西南地区，分别为 1.62 亿吨、1.54 亿吨和 1.51 亿吨，占样本企业总产能的比重分别为 20.82%、19.74%和 19.40%。

从样本企业个体角度看，2024 年末共有 2 家企业水泥熟料产能较上年末发生变化，其中青松建化因产能置换拆除生产线 1 条（年产能 49.60 万吨）；金隅冀东因收购双鸭山新时代水泥有限责任公司，新增生产线 1 条（年产能 124.00 万吨）。2024 年末样本企业产能排名未发生变化。单线规模方面，同期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 5.50 吨/天至 4,141.67 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）。

⁵ 未更新生产线清单的省份视作无变动，根据最近一次发布的生产线清单资料进行整理。建筑玻璃生产线整理规则亦同。

⁶ 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。

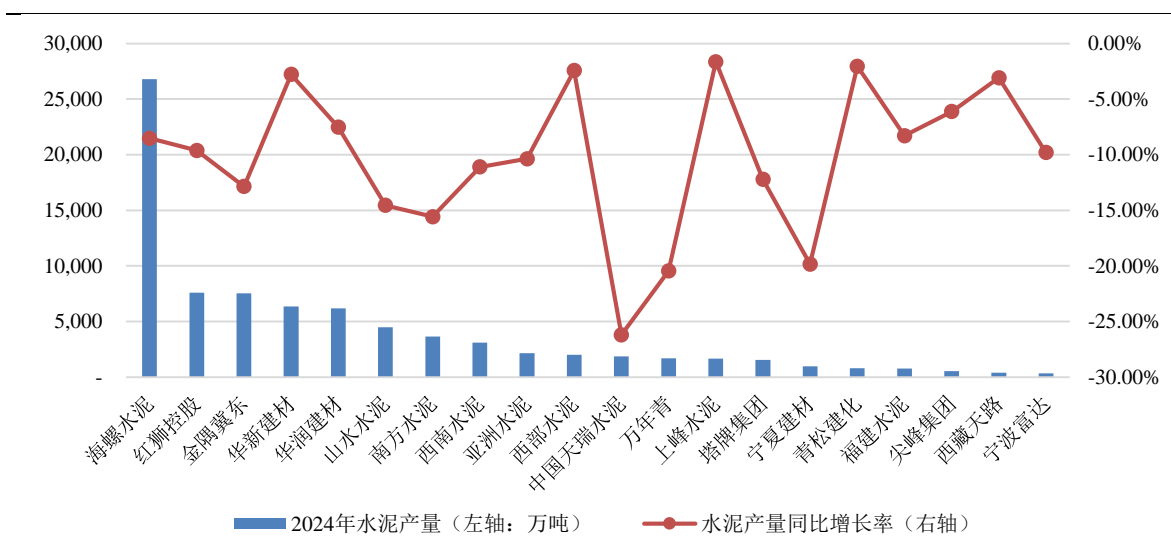
⁷ 根据工信部门披露的生产线实际日产能乘以 310 天计算，下同。



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

2022-2024 年，水泥样本企业水泥产量合计分别为 10.05 亿吨、9.37 亿吨和 8.05 亿吨，占对应年份全国水泥总产量的比重分别为 47.64%、47.20%和 46.42%，整体略有下降。2024 年受水泥需求下降影响，样本企业水泥产量同比减少 14.10%，其中上峰水泥、青松建化和西部水泥产量下滑相对温和（分别下降 1.65%、2.05%和 2.44%），中国天瑞水泥、万年青和宁夏建材降幅较大（分别为 26.19%、20.46%和 19.84%）。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 12. 水泥样本企业 2024 年水泥产量及同比变化情况

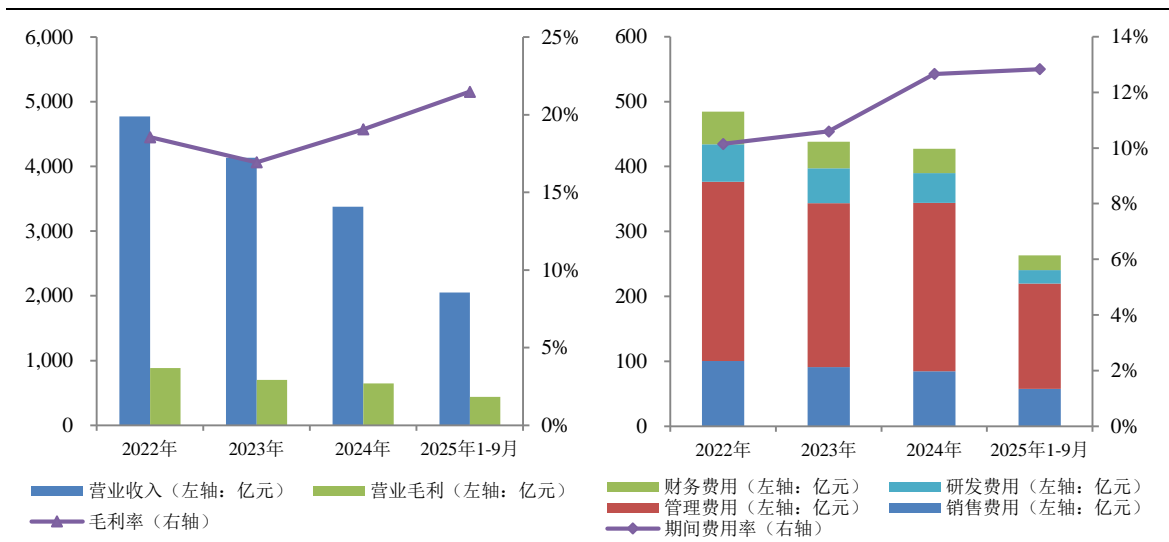
2022-2024 年，水泥样本企业营业收入总额分别为 4,773.37 亿元、4,133.42 亿元和 3,377.91 亿元⁸，同比分别减少 14.65%、13.41%和 18.28%，2024 年因水泥销售量价齐跌而持续下降，样本企业中有 21 家企业收入同比下滑，占样本总量的 91.30%。2022-2024 年样本企业毛利率分别为 18.56%、16.93%和 19.06%，2024 年主要得益于煤炭价格下降，毛利率有所回升，同期共有 12 家样本企业毛利率同比上升，占样本总量的 52.17%。2025 年前三季度⁹，主要因需求下滑，水泥销售量下降，样本企业营业收入同比减少 5.43%至 2,050.66 亿元，其中收入同比下滑的样本企业共 13 家，占比为 72.22%；同期，得益于煤炭采购成本下降，样本企业毛利率进一步升至 21.49%，同比上升 4.21 个百分点，15 家样本企业毛利率同比上升，占样本总量的 83.33%。

2022-2024 年，水泥样本企业期间费用总额分别为 484.38 亿元、438.00 亿元和 427.57 亿元，2024 年同比下降 2.38%。2024 年期间费用中，管理费用为 259.24 亿元，同比增长 2.75%；销售费用为 85.01 亿元，同比减少 6.82%，主要受红狮控股配送费减少影响；研发费用为 45.48 亿元，同比减少 15.60%，主要受海螺水泥研发项目支出减少所致；财务费用为 37.84 亿元，同比减少 6.76%，主要系台湾水泥汇兑损失减少所致。2022-2024 年，水泥样本企业期间费用率分别为 10.15%、10.60%和 12.66%，随收入下降而上升。2025 年前三季度，样本企业期间费用合计 263.18 亿元，同比增长 3.67%；其中销售费用和管理费用同比小幅增长；研发费用同比减少 18.83%，仍主要受海螺水泥研发费用缩减所致；财务费用同比增长

⁸ 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。

⁹ 因南方水泥、中国天瑞水泥、西部水泥、东吴水泥和山水水泥未公布 2025 年三季度报表，以下部分涉及前三季度数据统计时均剔除上述企业。

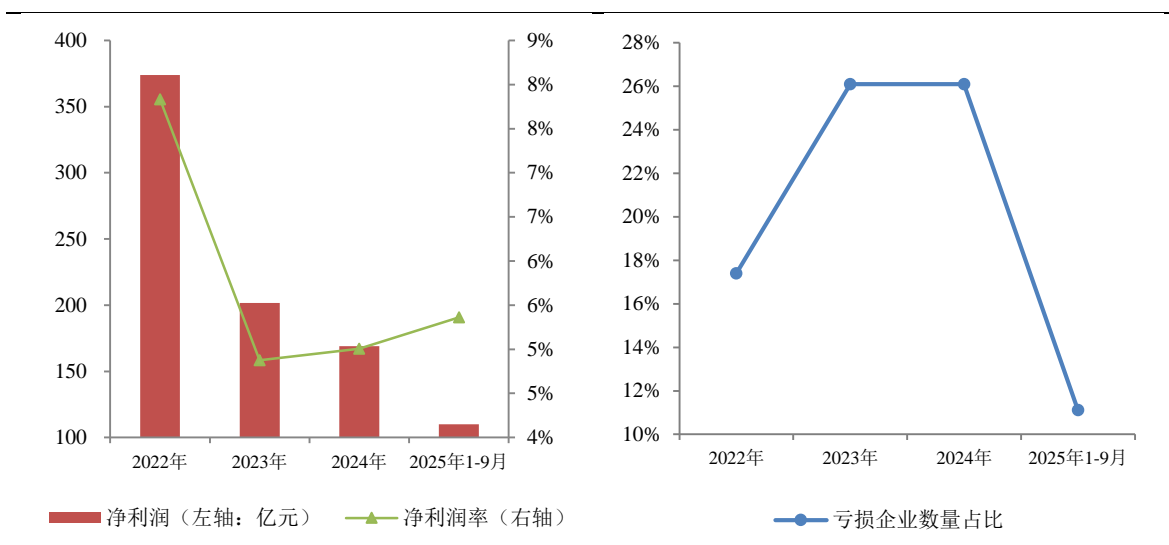
12.35%，主要系台湾水泥汇兑损失增加所致；当期期间费用率为 12.83%。



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

2022-2024 年，水泥样本企业净利润总额分别为 373.91 亿元、201.59 亿元和 169.10 亿元，净利润率分别为 7.83%、4.88%和 5.01%。2024 年样本企业净利润总额同比下滑 19.33%；其中，15 家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%。2025 年前三季度，得益于原材料成本下降，样本企业盈利状况略有改善，净利润同比增长 8.44%至 109.94 亿元，净利润率同比上升 1.06 个百分点至 5.36%；当期共有 14 家样本企业（占样本总量的 77.78%）净利润同比增长，仅福建水泥和台湾水泥 2 家（占样本总量的 11.11%）企业亏损。



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

2. 建筑玻璃

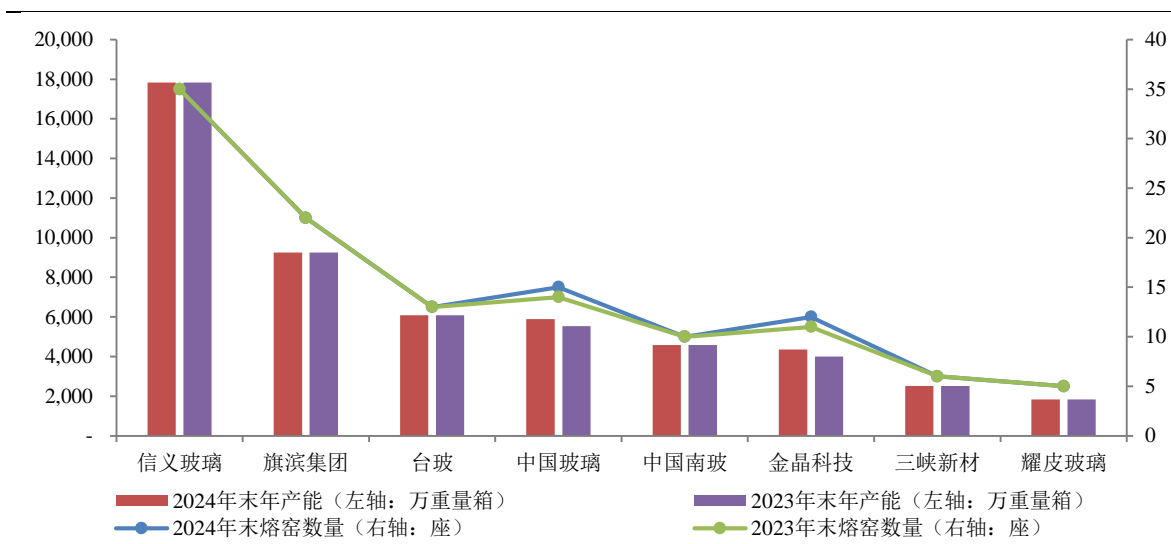
2024 年建筑玻璃样本企业产能变化主要受收购事项影响，产能排序未发生变化。当年主要因玻璃价格下跌，样本企业收入同比有所下滑，盈利能力显著弱化。2025 年前三季度，玻璃价格持续走低，样本企业收入同比继续下滑，加之生产成本降低幅度相对有限，样本企业盈利状况进一步恶化，亏损面扩大。

根据各省级工信部门披露的数据显示，2024 年建筑玻璃样本企业无新点火投产的玻璃熔窑¹⁰。截至 2024 年末，建筑玻璃样本企业拥有玻璃熔窑 118 座（占全国熔窑总数的 37.82%），受收购事项影响，较上年末净增加 2 座；年产能合计 5.23 亿重量箱（占全国总产能的 43.13%），较上年末增长 1.39%。

从样本企业个体角度看，2024 年末共有 2 家企业玻璃产能较上年末发生变化，其中金晶科技因收购山东金晶圣戈班玻璃有限公司 50% 股份实现全资控股而将后者纳入合并范围，年产能增加 360.00 万重量箱；中

¹⁰ 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。

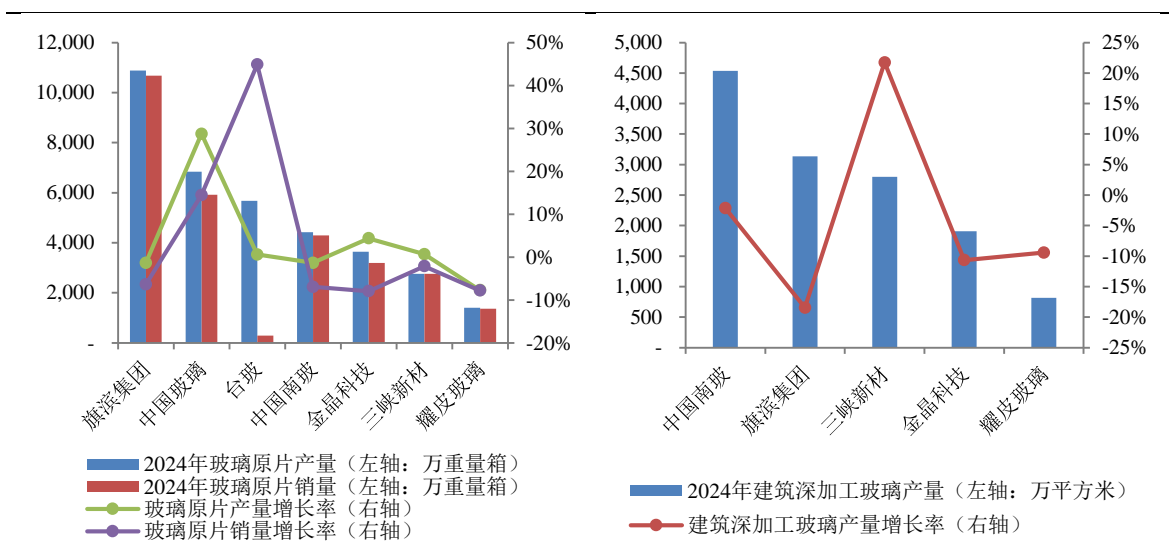
国玻璃收购甘肃凯盛大明光能科技有限公司，年产能增加 360.00 万重量箱。上述收购事项未对 2024 年末样本企业产能排序产生影响。



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），2024 年建筑玻璃样本企业玻璃原片产量合计 3.56 亿重量箱，同比增长 4.09%；因市场需求下滑，样本企业玻璃原片销量同比下降 2.25%至 2.85 亿重量箱。建筑深加工玻璃方面，样本企业中三峡新材因新投产 1 条 Low-E 镀膜玻璃生产线，玻璃原片深加工率有所提升，2024 年建筑深加工玻璃产量同比增长 21.74%；旗滨集团建筑深加工玻璃受市场订单缩减影响，产量同比下降 18.45%；其余样本企业建筑深加工玻璃产量同比均有所下降，但幅度相对较小。



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。

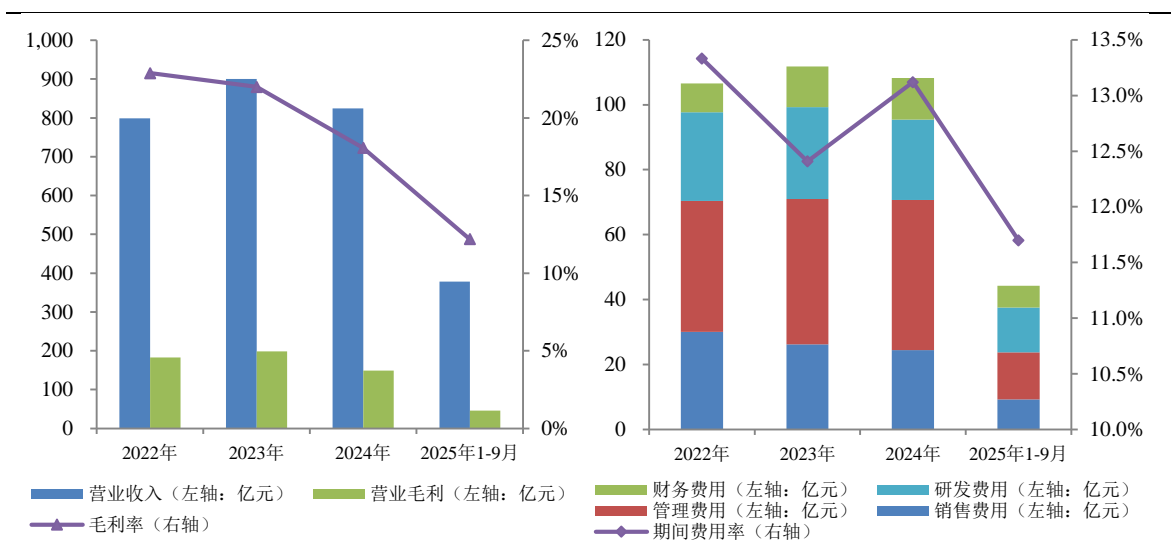
图 16. 建筑玻璃样本企业 2024 年玻璃原片产销量及建筑深加工玻璃产量同比情况

2022-2024 年，建筑玻璃样本企业营业收入总额分别为 799.29 亿元、900.51 亿元和 824.61 亿元，同比分别增长-6.18%、12.66%和-8.43%，2024 年收入同比下滑主要因玻璃价格下跌所致，当年样本企业中有 6 家企业收入同比下滑（占样本总量的 75.00%）。2022-2024 年样本企业毛利率分别为 22.89%、22.00%和 18.07%，2024 年主要因玻璃价格下降而同比下降 3.93 个百分点，当年样本企业中有 7 家企业毛利率同比下滑（占样本总量的 87.50%）。2025 年前三季度¹¹，因玻璃价格持续下跌，样本企业营业收入总额同比减少 7.18%至 378.06 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；加之受燃料影响，生产成本跌幅相对有限，样本企业毛利率同比下降 4.19 个百分点至 12.19%，同样有 4 家企业毛利率低于上年同期。

2022-2024 年，建筑玻璃样本企业期间费用总额分别为 106.57 亿元、111.75 亿元和 109.19 亿元，2024 年主要因销售费用和研发费用减少而同

¹¹ 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。

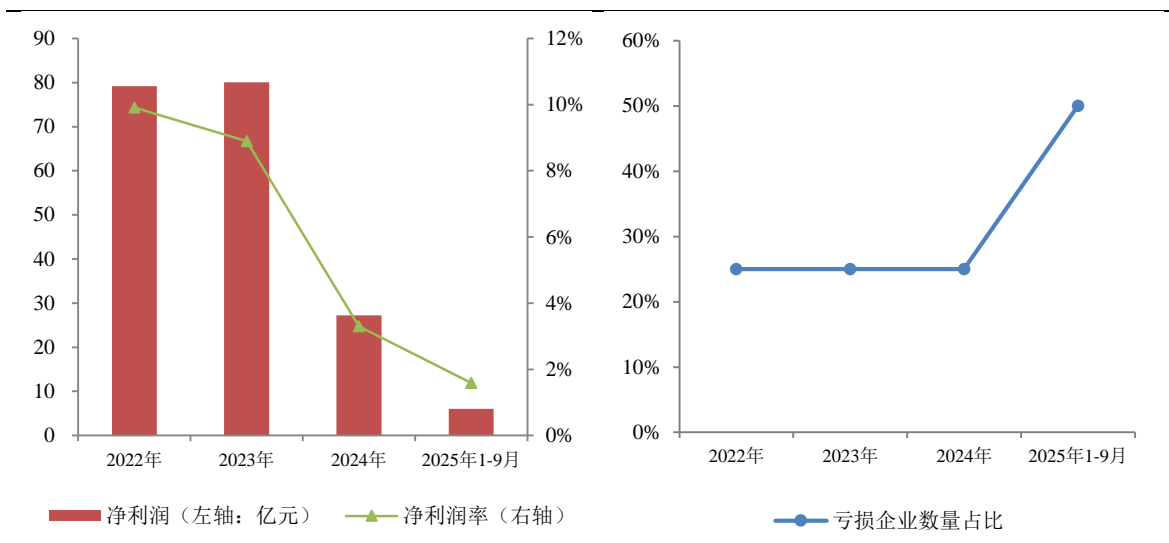
比减少 3.18%。2022-2024 年样本企业期间费用率分别为 13.33%、12.41% 和 13.12%，2024 年因收入下降而同比小幅上升。2025 年前三季度，样本企业期间费用合计 44.23 亿元，同比减少 8.77%，主要因管理费用下降导致；当期管理费用为 14.44 亿元，同比减少 21.44%，主要系旗滨集团冲回前期计提的股权激励成本所致；财务费用为 6.69 亿元，同比增长 18.01%，主要系债务增长，利息支出增加，以及台玻发生汇兑损失所致；当期期间费用率为 11.70%。



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

2022-2024 年，建筑玻璃样本企业净利润总额分别为 79.21 亿元、80.06 亿元和 27.26 亿元，净利润率分别为 9.91%、8.89%和 3.31%。2024 年样本企业净利润总额大幅缩减 65.95%，盈利能力显著弱化；当年绝大部分样本企业净利润同比下滑（7 家，占样本总量的 87.50%），中国玻璃和台玻 2 家企业净亏损，占样本总量的 25.00%。2025 年前三季度，样本企业净利润同比进一步大幅减少 60.24%至 6.01 亿元，净利润率同比下降 2.12 个百分点至 1.59%；当期共有 3 家样本企业（占样本总量的 50.00%）净利润同比下滑，金晶科技、三峡新材和台玻 3 家企业净亏损。



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

2025 年以来水泥样本企业资产规模维持低增长态势，增长主要系个别企业开展收购事项所致。样本企业刚性债务有所增长，带动负债规模小幅扩张。得益于利润留存及收购带来的少数股东权益增长，样本企业权益亦小幅增长，财务杠杆整体保持相对稳定，但企业间分化仍较明显。

2022-2024 年末，水泥样本企业资产总额分别为 9,536.68 亿元、9,666.06 亿元和 9,869.68 亿元，较上年末分别增长-0.18%、1.36%和 2.11%，2024 年维持低增长态势。水泥行业重资产特征较为明显，2024 年末固定资产和在建工程合计 4,081.26 亿元（合计占资产总额的 41.35%），较上年末增长 6.49%，主要因台湾水泥收购拓展欧洲水泥业务、可再生能源及储能业务，红狮控股投资多晶硅项目，以及西部水泥投资乌干达及莫桑比克水泥项目所致；无形资产合计 1,178.97 亿元（占资产总额的比重为 11.95%），较上年末增长 8.03%，亦主要受台湾水泥收购事项的影响。另

外，2024 年末样本企业商誉总额为 212.26 亿元，较上年末增长 10.21%，主要系前述台湾水泥收购事项、海螺水泥收购西巴布亚海螺水泥有限公司¹²以拓展印尼市场及四川双马拓展生物医药业务形成的收购溢价。2024 年末样本企业应收账款¹³合计 353.32 亿元，较上年末增长 2.73%，主要受台湾水泥商砼及工程业务回款滞后影响；各企业应收账款占比分化较大（0.08%-13.74%），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。2025 年 9 月末¹⁴，样本企业资产总额增减互现，合计金额为 9,961.52 亿元，较上年末微增 0.93%；其中固定资产和在建工程合计 4,086.29 亿元，较上年末微增 0.12%；无形资产为 1,211.56 亿元，较上年末增长 2.76%，主要系金隅冀东收购山东及辽宁 4 家企业，采矿权增加所致；商誉为 224.39 亿元，较上年末增长 21.22%，主要因华新建材收购尼日利亚水泥资产（Lafarge Africa Plc 83.81%的股权）所致；应收账款为 363.15 亿元，较上年末增长 2.78%，主要系行业季节性因素影响。

2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，水泥样本企业负债总额分别为 3,773.77 亿元、3,801.10 亿元、3,881.27 亿元和 3,931.65 亿元，其中刚性债务总额分别为 2,245.66 亿元、2,424.59 亿元、2,476.05 亿元和 2,561.68 亿元，其占负债总额的比重持续上升至 65.16%。2024 年末及 2025 年 9 月末样本企业负债增长主要因刚性债务增长带动。

2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，水泥样本企业所有者权益总额分别为 5,762.91 亿元、5,864.96 亿元、5,988.41 亿元和 6,029.87 亿元，2024

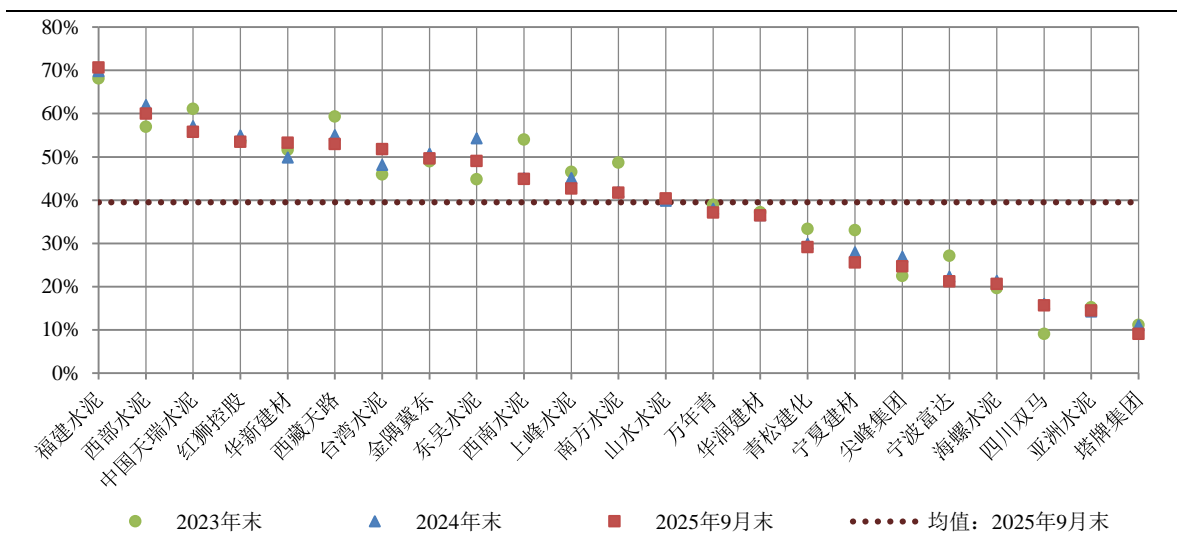
¹² 原名为国投印尼巴布亚水泥有限公司，2024 年 10 月海螺水泥收购国家开发投资集团有限公司所持其 51% 股权实现全资控股，并将其纳入合并范围。

¹³ 港股及台股企业含应收票据，下同。

¹⁴ 未披露 2025 年 9 月末数据的样本企业以 2025 年 6 月末数据替代，下同。

年末较上年末增长 2.10%，主要因台湾水泥收购事项产生的少数股东权益增长及外币报表折算差额调整；2025 年 9 月末较上年末微增 0.69%，主要得益于经营积累及收购事项产生的少数股东权益增长。

2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，水泥样本企业资产负债率分别为 39.57%、39.32%、39.33%和 39.47%，财务杠杆保持相对稳定。2024 年末和 2025 年 9 月末，多数样本企业资产负债率有所下降，上升的样本企业个数分别为 9 家和 5 家（分别占总样本量的 39.13%和 21.74%）。从分布情况看，样本企业财务杠杆分化较明显，2025 年 9 月末样本中 20 家上市公司资产负债率均值为 37.52%（中位数为 37.07%），3 家非上市公司资产负债率均值为 48.98%（中位数为 44.88%）；样本企业中四川双马资产负债率最低，仅为 8.99%，而福建水泥资产负债率最高，为 70.65%。



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

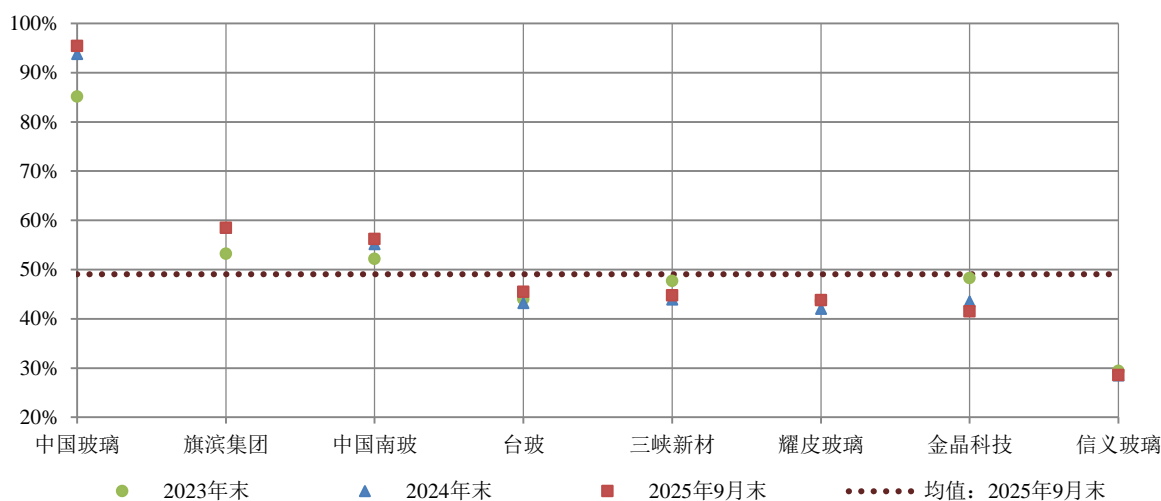
2025 年以来，建筑玻璃样本企业资产规模扩张显著放缓，项目建设及资源配套投资收缩，刚性债务增长主要为满足经营性资金周转需求，盈利弱化下，利润留存带来的权益规模增长有限，财务杠杆小幅上升。

2022-2024 年末，建筑玻璃样本企业资产总额分别为 1,544.11 亿元、1,671.68 亿元和 1,700.18 亿元，较上年末分别增长 8.64%、8.26%和 1.70%，2024 年样本企业资产规模扩张明显放缓。建筑玻璃样本重资产特征明显，2024 年末固定资产和在建工程合计 884.54 亿元（占资产总额的比重为 52.03%），较上年末增长 6.53%，主要系部分样本企业光伏玻璃产能建设投入增加所致；无形资产为 75.95 亿元（占资产总额的比重为 4.47%），因摊销而较上年末减少 1.62%。2024 年末样本企业存货合计 132.01 亿元，较上年末微增 1.47%；应收账款合计 110.61 亿元，较上年末增长 4.32%，主要因旗滨集团光伏玻璃业务赊销增加所致。2025 年 9 月末，样本企业资产总额合计 1,712.46 亿元，较上年末微增 0.72%；其中，固定资产和在建工程合计 876.81 亿元，项目投资明显减少，因折旧计提而较上年末微降 0.87%；存货为 136.55 亿元，较上年末增长 3.44%，因需求疲弱，玻璃库存上升所致；应收账款为 124.12 亿元，较上年末增长 12.21%，主要系中国南玻和旗滨集团光伏玻璃业务赊销增加所致。

2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，建筑玻璃样本企业负债总额分别为 727.33 亿元、789.72 亿元、825.36 亿元和 837.24 亿元，2024 年以来主要在刚性债务增长带动下持续增长；同期末，样本企业刚性债务总额分别为 477.32 亿元、501.77 亿元、546.81 亿元和 563.62 亿元，2024 年以来增长主要系经营性资金周转需求增长所致，2025 年 9 月末刚性债务占负债总额的比重进一步升至 67.31%。

2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，建筑玻璃样本企业所有者权益总额分别为 816.78 亿元、881.96 亿元、874.82 亿元和 875.23 亿元，2024 年末有所减少，主要系分红所致；2025 年 9 月末较上年末变动不大，主要因行业盈利能力显著弱化，利润留存相对有限。

2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，建筑玻璃样本企业资产负债率分别为 47.10%、47.24%、48.55%和 48.89%，2024 年末负债规模增长叠加权益规模收缩影响，样本企业财务杠杆有所上升，2025 年 9 月末权益补充不及债务增幅，财务杠杆进一步上升。2024 年末和 2025 年 9 月末，样本企业资产负债率较上年末上升的企业数量分别为 3 家和 7 家企业（分别占总样本量的 37.50%和 87.50%）。从分布情况看，中国玻璃财务杠杆高企，2025 年 9 月末资产负债率为 95.36%，信义玻璃不到 30%，其他样本企业均介于 40- 60%之间。



注：根据样本企业数据整理绘制。

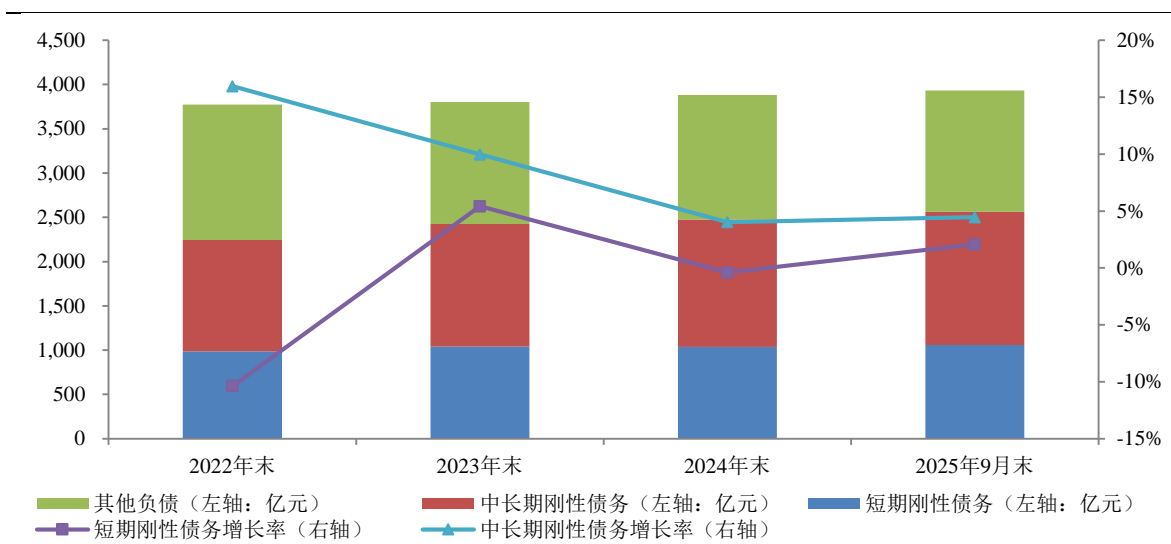
图 20. 建筑玻璃样本企业资产负债率分布及变化情况

2. 偿债能力

2025 年前三季度，行业盈利情况改善下，水泥样本企业经营性现金净流入规模同比有所增长。因部分企业增加理财配置及进行资产收购，投资性现金净流出总额同比略有上升。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。

2024 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, 2024 年末和 2025 年 9 月末中长期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为 58.16%和 58.72%, 较上年末分别上升 1.06 个百分点和 0.56 个百分点。样本企业刚性债务以借款为主, 2024 年末和 2025 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 67.97%和 67.79%。根据财务数据测算(不考虑利息资本化的影响, 下同), 2024 年样本企业平均综合融资成本为 3.25%, 同比下降 35BP, 2025 年前三季度综合融资成本进一步降至 2.92%。



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

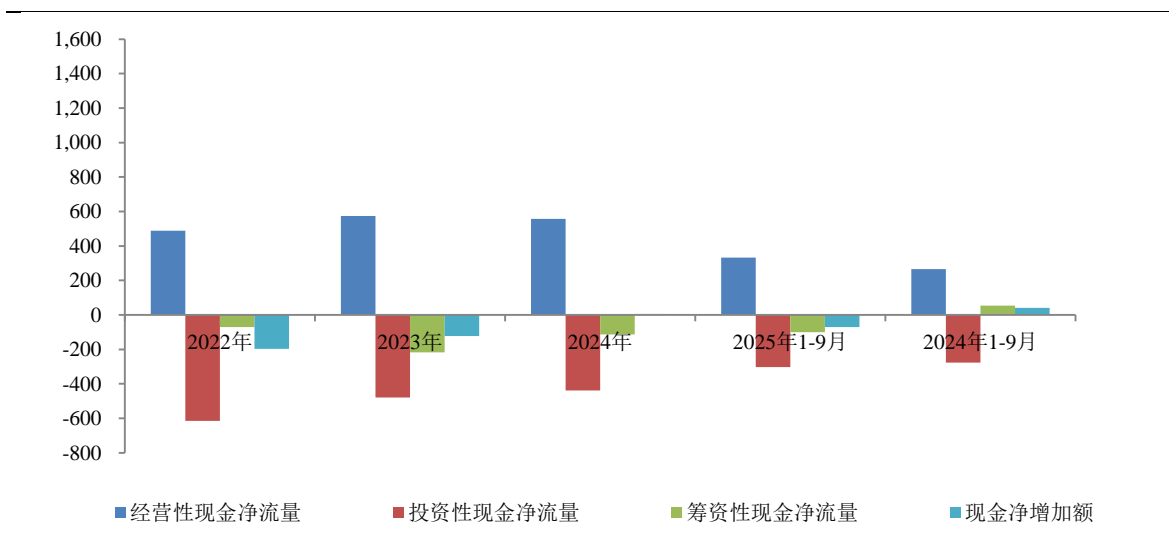
2022-2024 年及 2025 年前三季度, 水泥样本企业经营性现金净流量总额分别为 488.27 亿元、574.26 亿元、558.35 亿元和 332.71 亿元, 2024 年同比下降 2.77%, 主要因水泥销量下滑, 样本企业盈利规模收缩所致; 2025 年前三季度主要得益于原燃料价格下降, 行业盈利能力改善, 而同比增长 25.58%, 当期共有 18 家企业(占样本总量的 78.26%)经营性现金流入净额大于上年同期。

2022-2024 年及 2025 年前三季度, 水泥样本企业投资性现金净流量

总额分别为-614.44 亿元、-479.05 亿元、-438.98 亿元和-301.81 亿元，2024 年投资支出同比有所收缩；2025 年前三季度，主要因海螺水泥认购收益凭证及华新建材收购尼日利亚水泥资产，样本企业投资性现金净流出额同比增长 8.84%。2024 年及 2025 年前三季度，样本企业经营性现金净流量总额均能够覆盖投资性现金净支出额，但仍分别有 8 家和 7 家企业存在覆盖缺口（占样本总量的比重分别为 34.78%和 30.43%）；2025 年前三季度华新建材缺口金额较大（37.32 亿元），主要因前述资产收购导致投资性现金支出增加所致。

2022-2024 年及 2025 年前三季度，水泥样本企业筹资性现金净流量总额分别为-71.08 亿元、-216.94 亿元、-113.23 亿元和-100.60 亿元，同期样本企业债务净融资额均为正，分别为 147.83 亿元、132.61 亿元、69.41 亿元和 46.97 亿元，但因分红，筹资性现金净流量总额维持净流出状态。

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

2022-2024 年，水泥样本企业 EBITDA 总额分别为 859.23 亿元、652.69 亿元和 633.21 亿元，2024 年主要因利润下滑而同比下降 2.98%，EBITDA

对刚性债务的覆盖能力小幅弱化，但主要得益于融资成本下降，其对利息支出的覆盖能力略有上升。2025 年样本企业盈利状况略有改善，全年 EBITDA 或小幅上升，但因债务规模亦小幅增长，上述偿债能力指标预计同比保持相对稳定。

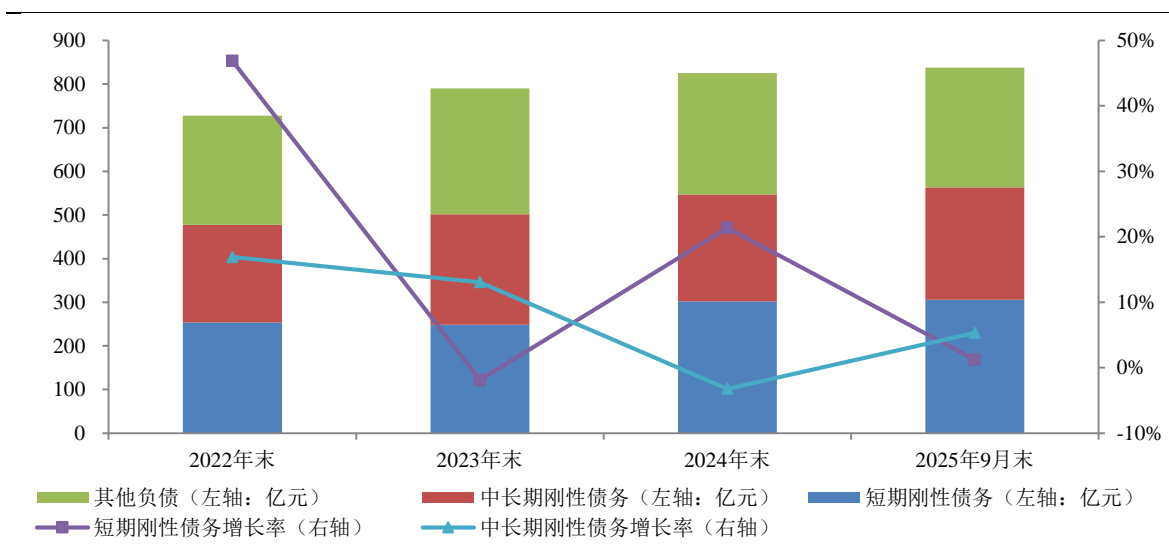
表 2. 水泥样本企业主要偿债能力指标及其变化趋势

指标名称	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年前三季度
EBITDA/刚性债务 (×)	0.39	0.28	0.26	-
EBITDA/利息支出 (×)	9.88	7.78	7.96	-
综合融资成本 (%)	3.93	3.59	3.25	2.92

注：根据样本企业数据整理计算。

2025 年前三季度，建筑玻璃样本企业盈利能力普遍恶化，经营性现金净流入规模同比有所缩减，样本企业在光伏等其他玻璃业务方面的投资支出明显收缩，债务净融资规模同比大幅减少，融资方式仍以借款为主，融资成本有所下降。

2024 年建筑玻璃样本企业经营性资金周转需求增加，增量债务以短期为主，期末短期刚性债务占刚性债务总额的比重为 55.22%，较上年末上升 5.64 个百分点。2025 年以来，为调整债务结构，建筑玻璃样本企业增量刚性债务以中长期为主，当年 9 月末长期刚性债务占刚性债务总额的比重较上年末上升 0.99 个百分点至 45.77%。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，2025 年 9 月末占比约为 85%。根据财务数据测算，2024 年样本企业平均综合融资成本为 2.85%，因基准利率下行而同比下降 54BP，2025 年前三季度综合融资成本进一步降至 2.78%。



注：根据样本企业数据整理绘制。

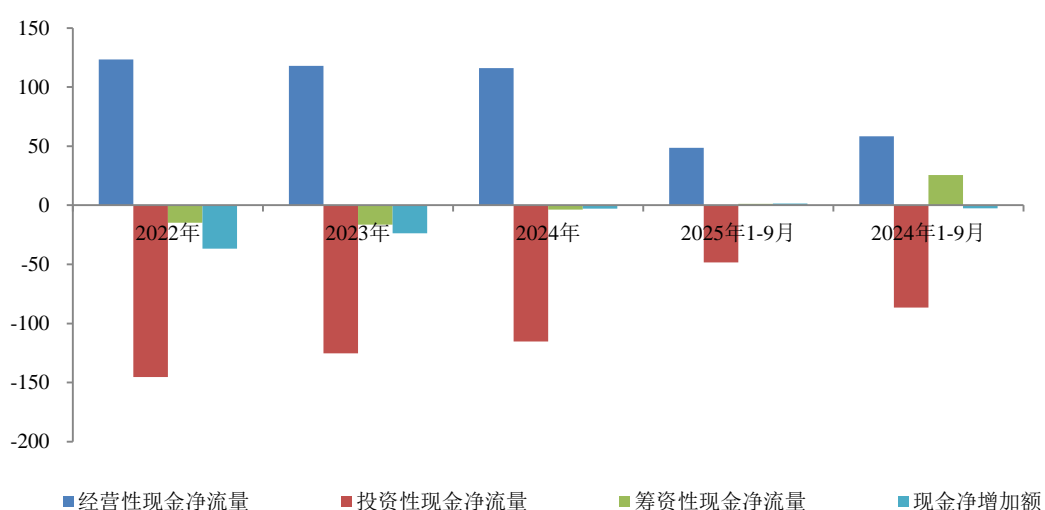
图 23. 建筑玻璃样本企业负债构成及刚性债务变化趋势

2022-2024 年及 2025 年前三季度，建筑玻璃样本企业经营性现金净流量总额分别为 123.47 亿元、117.90 亿元、116.17 亿元和 48.72 亿元，2024 年因盈利弱化，多数样本企业经营性现金净流入规模同比大幅下降，但主要因信义玻璃加强款项催收，样本企业经营性现金净流入总额仅微降 1.47%；2025 年前三季度受盈利能力弱化影响，样本企业经营性现金净流入总额同比下降 16.64%，当期共有 6 家企业（占样本总量的 75.00%）净额同比减少。

2022-2024 年及 2025 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 -145.34 亿元、-125.26 亿元、-115.37 亿元和 -48.46 亿元，主要因非建筑玻璃业务拓展投资，持续呈净流出状态，2025 年前三季度投资支出明显收缩，净流出额同比下降 44.01%。2024 年，经营性现金流无法完全覆盖投资性现金净支出的样本企业为 3 家，占样本总量的 37.50%；2025 年前三季度，因经营性现金流弱化，存在覆盖缺口的企业数量增至 6 家，占样本总量的 75.00%；同期，覆盖缺口较大的企业主要系旗滨集团，金额为 5.26 亿元，占有所有样本企业覆盖缺口的 37.66%。

2022-2024 年及 2025 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-14.82 亿元、-16.47 亿元、-3.54 亿元和 1.25 亿元，2022-2024 年样本企业债务性融资净额均为正（76.69 亿元、5.34 亿元和 47.82 亿元），因现金分红导致筹资性现金流维持净流出状态；2025 年前三季度样本企业债务净融资额同比大幅减少 84.34%，因现金分红金额亦同比大幅下降 61.77%，当期筹资性现金流呈小额净流入状态。

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

2022-2024 年，建筑玻璃样本企业 EBITDA 总额分别为 163.74 亿元、176.34 亿元和 127.51 亿元，2024 年因盈利能力弱化而同比下降 27.69%，叠加刚性债务规模增长影响，EBITDA 对刚性债务及其孳息的覆盖程度均有所下降。2025 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	2022 年度	2023 年度	2024 年度
EBITDA/刚性债务 (x)	0.39	0.36	0.24
EBITDA/利息支出 (x)	13.44	10.63	8.55

指标名称	2022 年度	2023 年度	2024 年度
综合融资成本 (%)	2.90	3.39	2.85

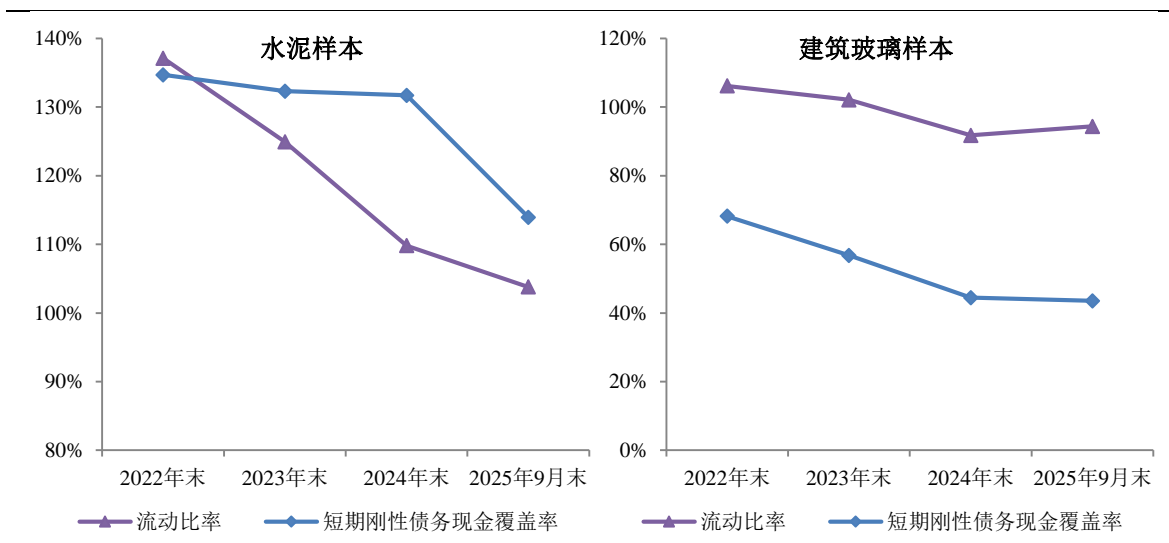
注：根据样本企业数据整理计算。

3. 流动性

2025 年 9 月末，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，面临的债务滚续风险相对较大。

2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，水泥样本企业流动比率分别为 137.11%、124.94%、109.81%和 103.79%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 134.68%、132.31%、131.71%和 113.94%，2024 年以来二者均有所下降。2025 年 9 月末，共有 10 家样本企业（占样本总量的 43.48%）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。

2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，建筑玻璃样本企业流动比率分别为 106.14%、102.12%、91.74%和 94.38%，2024 年末主要因短期借款增加及部分长期借款重分类而较上年末有所下降，2025 年 9 月末债务期限结构调整下该指标略有回升；短期刚性债务现金覆盖率分别为 68.21%、56.79%、44.48%和 43.53%，2024 年以来持续下降。2025 年 9 月末，因短期刚性债务规模增长，所有样本企业货币资金均无法实现完全覆盖，其中中国玻璃覆盖率偏低，面临一定的债务滚续风险。



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

2022-2024 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¹⁵规模合计分别为 559.80 亿元、531.00 亿元和 1,035.90 亿元，偿还债券规模合计分别为 790.46 亿元、614.82 亿元和 925.01 亿元，净融资规模合计分别为 -230.66 亿元、-83.82 亿元和 110.89 亿元，2024 年样本企业到期债券规模上升，叠加债券利率中枢下移，债券融资规模大幅增长，净融资规模由负转正。截至 2024 年末，建材行业样本企业存续债券余额为 1,460.48 亿元。

2025 年前三季度，建材行业样本企业中 共有 14 家（包括水泥企业 13 家，建筑玻璃企业 1 家）企业新发行债券，发行债券共计 48 只，包括超短期融资券 12 只、短期融资券 2 只、公司债 17 只和中期票据 17 只，发行规模合计 523.80 亿元；同期偿还债券规模合计 595.71 亿元，净融资规

¹⁵ 不含资产证券化产品。

模为-71.91 亿元。截至 2025 年 9 月末，尚有债券存续的建材行业企业共计 17 家（包括水泥企业 15 家，建筑玻璃企业 2 家），存续债券共计 125 只，待偿还本金余额合计 1,388.57 亿元，较上年末减少 4.92%。

表 4. 建材行业 2022-2024 年度及 2025 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			期末存续		
	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)
2022 年度	11	45	559.80	13	68	790.46	18	124	1,433.42
2023 年度	11	45	531.00	15	59	614.82	15	115	1,349.60
2024 年度	13	95	1,035.90	13	85	925.01	17	129	1,460.48
2025 年前三季度	14	48	523.80	14	56	595.71	17	125	1,388.57
合计	-	233	2,650.50	-	268	2,926.01	-	-	-

注：根据 Wind 数据整理。

(二) 信用评级

1. 主体信用等级分布与迁徙

2025 年前三季度，前述 14 家新发行债券的建材行业样本企业中，包含 AAA 级主体 9 家，AA⁺级主体 4 家，AA 级主体 1 家。截至 2025 年 9 月末，17 家尚有债券存续的建材行业企业中，包含 AAA 级主体 11 家，AA⁺级主体 5 家，AA 级主体 1 家。2025 年前三季度，建材行业债券发行人的主体级别均未调整。

表 5. 建材行业主体信用等级分布（截至 2025 年 9 月末）

发行主体最新信用等级	2025 年前三季度		截至 2025 年 9 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	9	69.23	11	64.71
AA ⁺	4	30.77	5	29.41
AA	1	7.69	1	5.88
合计	14	100.00	17	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）

2025 年 9 月末 \ 2024 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 年第四季度及 2025 年前三季度，建材行业样本企业所涉发债企业¹⁶累计发布重大事项公告 161 份，涉及企业 15 家，主要涉及重大人事变更、债务扩张等。针对重大事项等，期内评级机构合计出具关注公告、不定期跟踪评级报告（含列入观察名单）等 9 份，其中涉及企业 7 家，未发生级别调整事项。

表 7. 2024 年第四季度及 2025 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）	45	0	11	105	161
评级关注公告（份）	-	-	-	-	9
评级观察名单（份）	-	-	-	-	-
不定期跟踪评级报告（份）	-	-	-	-	-

注：根据所收集的公开信息整理。

2024 年第四季度及 2025 年前三季度，行业内发债企业未发生违约/展期事件，主体信用等级（含评级展望）未发生变动。

五、信用展望

我国目前将保证供需平衡作为房地产发展的主要目标，新模式构建下，城市更新投资若能良好释放，预计可为水泥需求提供一定的提振；因

¹⁶ 指 2024 年第四季度及 2025 年前三季度期间有存续债的企业。

投资拉动效益滞后，建筑玻璃需求疲弱态势仍难有改善。未来随着稳投资措施的落实，基建投资有望止跌回稳，预计能够为水泥需求提供一定的基础支撑。

2025 年 12 月中央经济工作会议提出着力稳定房地产市场，具体措施包括“控增量、去库存、优供给”，重点在于平衡供求关系，揭示出我国对行业处于深度调整阶段的认知，从实际出发制定措施调整市场需求结构，而非一味宣誓止跌回稳的目标。另外，会议指出我国将加快构建房地产发展新模式，城市更新将成为主要抓手，2026 年由此带来的投资增量有待进一步观察，若投资释放良好，水泥需求有望得到一定的提振，但对于建筑玻璃需求拉动效应滞后，结合近两年房地产新开工规模大幅收缩的情况综合判断，建筑玻璃需求疲弱态势仍难有改善。

中央经济工作会议还提出“推动投资止跌回稳”的政策目标，并部署了一系列稳投资措施，包括适当增加中央预算内投资规模，优化实施“两重”项目，优化地方政府专项债券用途管理等。投资落地后或可对 2026 年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，2026 年仍将为行业供需矛盾改善起到重要作用；用于合规化补齐产能的生产线停产拆除可在一定程度上对供给端控制产生积极影响。当前玻璃成本倒挂、需求弱预期及高库存状态将对部分产能形成挤出效应，有望在一定程度上缓解供给压力，利好具有成本优势的企业。

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 2025-2026 年采暖季或 2026 年全年的错峰生产规划，2026 年执行力度未有松动迹象，错峰生产预计仍

是供需关系改善最重要的手段。2026 年随着用于合规化产能补足的生产线的停产拆除，行业产能实质性出清可在一定程度上对行业供应端控制产生积极影响。

2025 年建筑玻璃行业盈利能力大幅下滑，第四季度以来行业毛利润维持微负状态，2026 年需求仍预期疲弱，叠加高库存因素，压制价格上行空间，预计到期窑炉将不会延迟放水，已冷修但不具备成本优势的产能亦可能延后复产，供给压力有望得到一定程度的缓解，利好具有成本优势的企业。

2026 年水泥行业产能置换项目投资或将显著缩减，水泥主业投资或将主要围绕国内收购和海外产能布局，另外企业跨业多元化发展的尝试或将持续。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大幅缩减。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。

2025 年受需求收缩及产能合规化补齐要求影响，较多水泥产能置换项目撤销，根据水泥网统计，共有 31 条熟料生产线不再实施，预计 2026 年行业国内产能置换项目支出将显著收缩，当年行业企业围绕水泥主业的资本性支出或将以国内收购及海外产能布局为主。水泥相关业务拓展方面，行业企业在砂石骨料矿山资源获取及建设方面投资支出或将进一步下降；但在跨业多元化业务方面的尝试或将持续，以发掘利润增长点，对冲水泥主业波动风险。

建筑玻璃行业企业前两年在以光伏玻璃为主的其他玻璃领域业务拓展意愿强烈，随着项目的陆续建成，存量项目未来投资支出已不大，且目前光伏玻璃领域竞争加剧、业务盈利能力显著弱化的背景下，企业进一步投资拓展的可能性不大，预计 2026 年行业企业资本性支出规模或将大幅

缩减。

双碳背景下，我国将持续推进制造业绿色低碳发展，环保绩效低的企业将面临退出压力。另外，水泥行业已纳入全国碳排放管理，奖惩机制将增强行业节能降碳改造意识。整体看，2026 年建材行业各子行业企业在减碳降耗方面的资本投入或将增长。

附录一

2025 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
(2025 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	7,248.75	3,610.36	2,424.65	66.55	3,003.56	134.92	253.05	19.37	0.89	15.29
中国建材股份有限公司	中国建材	水泥	否	AAA/稳定	联合资信	5,087.33	2,006.26	1,945.47	61.76	1,805.10	60.31	229.32	19.69	0.76	29.91
天山材料股份有限公司	天山股份	水泥	否	AAA/稳定	联合资信	2,897.28	1,285.74	986.27	65.96	804.73	22.91	139.48	20.28	0.53	17.98
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、大公国际	2,670.67	1,312.40	899.23	66.33	1,031.65	-26.19	1.52	10.41	1.60	30.14
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	960.10	407.72	446.78	53.47	333.69	15.30	55.22	15.22	0.63	43.98
华新建材集团股份有限公司	华新建材	水泥	是	AAA/稳定	中诚信国际	785.30	262.82	367.40	53.22	345.31	38.78	58.23	28.65	0.95	94.46
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	719.96	159.40	457.56	36.45	223.33	2.33	38.46	17.70	0.58	85.97
金隅冀东水泥集团股份有限公司	金隅冀东	水泥	是	AAA/稳定	联合资信	586.58	210.36	295.70	49.59	253.05	-7.09	34.92	20.26	0.88	60.00
南方水泥有限公司	南方水泥	水泥	是	AAA/稳定	新世纪评级	404.68	125.59	236.09	41.66	99.29	7.78	24.27	19.06	0.96	11.06
西南水泥有限公司	西南水泥	水泥	是	AAA/稳定	联合资信	328.23	112.28	180.93	44.88	84.24	7.66	19.69	22.41	0.53	6.56
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	235.41	83.48	105.90	55.01	60.76	-1.56	5.66	21.27	1.39	87.98
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	194.85	50.11	122.07	37.35	53.86	-0.46	8.48	18.88	1.58	175.97
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	168.83	52.16	96.83	42.65	52.31	7.65	10.56	28.31	1.17	46.06
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	157.99	37.32	99.43	37.07	52.66	0.17	8.70	18.34	1.74	205.99
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	124.87	35.75	58.77	52.94	35.07	-0.34	6.05	16.93	1.39	117.86
安徽海螺水泥股份有限公司	海螺水泥	水泥	是			2,553.42	280.18	2,027.71	20.59	841.77	88.25	192.28	25.35	3.10	734.87
台湾水泥股份有限公司	台湾水泥	水泥	是			1,357.98	511.70	655.69	51.72	365.93	-12.07	87.20	16.53	1.90	169.28
中国天瑞集团水泥有限公司	天瑞水泥	水泥	是			363.51	118.04	160.83	55.76	64.96	3.25	6.85	21.72	1.45	4.86
中国西部水泥有限公司	西部水泥	水泥	是			357.86	117.04	143.31	59.95	100.61	9.88	12.88	26.00	0.85	21.69
中国山水水泥集团有限公司	山水水泥	水泥	是			299.86	50.15	178.83	40.36	134.87	1.40	10.03	16.73	0.84	53.19
亚洲水泥(中国)控股公司	亚洲水泥	水泥	是			198.96	13.76	170.30	14.40	54.99	3.42	6.24	16.94	3.59	88.57
广东塔牌集团股份有限公司	塔牌集团	水泥	是			132.32	0.22	120.42	8.99	42.63	7.53	9.06	22.79	7.62	5,151.89

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(%)
宁夏建材集团股份有限公司	宁夏建材	水泥	是			104.37	6.94	77.70	25.55	59.26	2.89	9.87	11.68	2.26	325.05
新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	青松建化	水泥	是			96.61	18.38	68.52	29.08	39.33	2.79	4.21	23.23	1.96	146.62
四川和谐双马股份有限公司	四川双马	水泥	是			92.97	8.28	78.47	15.60	12.47	3.58	3.60	39.34	1.98	184.18
浙江尖峰集团股份有限公司	尖峰集团	水泥	是			81.47	10.45	61.43	24.61	27.74	7.07	3.72	25.28	1.00	26.47
宁波富达股份有限公司	宁波富达	水泥	是			40.70	4.34	32.09	21.14	15.58	2.04	3.82	28.22	2.32	323.08
福建水泥股份有限公司	福建水泥	水泥	是			36.21	16.13	10.63	70.65	17.31	-0.52	2.91	11.32	0.18	6.35
东吴水泥国际有限公司	东吴水泥	水泥	是			8.75	2.69	4.46	48.97	2.24	-0.30	-0.15	-4.90	1.72	148.98
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	358.74	162.36	149.09	58.44	158.29	4.69	16.75	10.58	1.22	79.97
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	312.70	129.76	137.05	56.17	140.43	-3.86	12.37	12.79	0.95	50.40
信义玻璃控股有限公司	信义玻璃	建筑玻璃	是			491.13	70.55	350.95	28.54	213.69	18.90	51.98	28.72	1.18	41.06
台湾玻璃工业股份有限公司	台玻	建筑玻璃	是			203.01	58.78	110.79	45.43	97.83	-2.68	6.64	7.30	1.13	42.54
中国玻璃控股有限公司	中国玻璃	建筑玻璃	是			134.76	93.21	6.25	95.36	51.84	-10.16	10.35	3.46	0.31	8.17
山东金晶科技股份有限公司	金晶科技	建筑玻璃	是			94.52	25.42	55.28	41.51	48.51	-5.36	2.33	3.72	0.83	68.58
上海耀皮玻璃集团股份有限公司	耀皮玻璃	建筑玻璃	是			84.59	16.28	47.56	43.77	55.75	1.92	6.62	18.97	1.25	50.62
湖北三峡新型建材股份有限公司	三峡新材	建筑玻璃	是			33.02	7.17	18.26	44.72	13.97	-0.64	-0.60	2.22	0.61	33.15

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”，大公国际资信评估有限公司简称“大公国际”；2) 港股及台股上市公司数据均按照人民币折算；3) 南方水泥、藏建集团、中国天瑞水泥、西部水泥、山水水泥、东吴水泥、信义玻璃、中国玻璃数据根据 2025 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。