

惠誉博华 2025 年信用展望：水泥

2024 年水泥市场需求大幅下滑，行业供需矛盾进一步加剧，尽管行业加大主动限产措施，但仍不足以明显收敛需求缺口，行业库存仍处近年高位，企业间竞争加剧，水泥价格中枢再度下移，行业盈利跌至 2006 年来同期最低水平。财务表现方面，水泥企业通常债务负担不重，外部融资需求不大，但短期偿债指标偏弱，盈利持续大幅下滑可能进一步侵蚀其偿债能力。

业绩亏损压力不断强化水泥企业提价共识，自 2024 年 9 月旺季回归叠加政策带动下基建提速，水泥价格有所抬升。预计 2025 年，伴随经济逆周期调节政策持续发力，水泥需求端有望温和改善，价格可能适度上调，从而带动水泥企业盈利有所修复，同时多元化业务继续贡献业绩增量。但鉴于供需矛盾短期内难以实质性缓解，煤价仍将处于相对高位区间，水泥企业盈利改善空间有限。

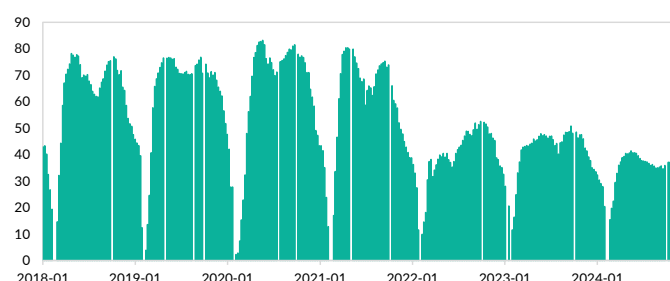
综上所述，惠誉博华对水泥行业 2025 年信用展望为“低景气稳定”。

惠誉博华

房地产低迷致使水泥需求进一步萎缩，基建投资继续托底，预计 2025 年水泥行业需求降幅小幅收窄

2024 年以来，水泥行业发运率持续处于较低水平，且较上年同期进一步下降，显示行业需求进一步萎缩，尽管基建投资稳健增长，但房地产投资的持续疲弱对水泥需求构成严重拖累。9 月以来，水泥需求呈现季节性恢复，发运率小幅回升，至 11 月末发运率回升至 36.5%，较年内低点回升约 0.6 个百分点，但仍较上年同期下降约 8.9 个百分点。

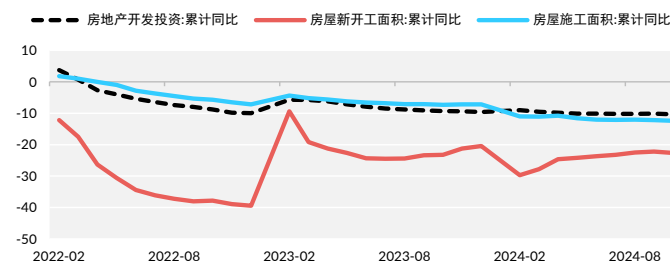
全国平均水泥发运率：当周值(%)



来源：Wind，惠誉博华

2024 年以来房地产行业低迷程度加剧，1-10 月，行业投资完成额、新开工面积、施工面积跌幅加大，同比分别下降 10.3%、22.6%、12.4%，引发房地产领域水泥需求大幅下滑。政策带动下，2024 年 9 月末房地产市场活跃度明显回升，销售端出现回暖，但投资端和施工端指标尚未改善，预计传导至投资端尚需时日。鉴于目前行业库存仍处高位、房企流动性与去库存压力依旧严峻，预计未来房地产施工增速下行趋势尚难迅速扭转，但城中村改造政策支持城市数量大幅扩围将支撑新增投资需求，惠誉博华预计 2025 年房地产行业投资同比降幅将收窄至 5%-8%，对水泥需求端的拖累有望减轻。

房地产投资累计同比增速(%)



来源：Wind，惠誉博华

基础设施投资稳定增长，但尚不足以弥补房地产市场下滑引致的需求缺口。2024 年 1-10 月，基础设施投资（不含电力）同比增长 4.3%。其中，资金来源主要依赖中央财政资金的基建投资快速增长，例如水利管理业、航空运输业、铁路运输业分别同比增长 37.9%、19.2%、14.5%，成为拉动水泥需求的重要领域。而在严格控制地方政府债务增长背景下，主要依附地方财政与城投企业

相关研究

惠誉博华 2024 年信用展望:水泥(2024.03)

分析师

王兴萍 CPA

+ 86 (10) 5663 3871

xingping.wang@fitchbohua.com

常海中

+ 86 (10) 5663 3870

haizhong.chang@fitchbohua.com

媒体联系人

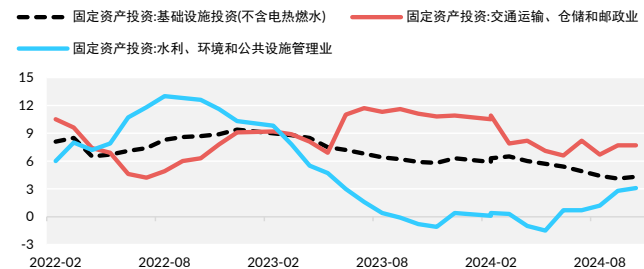
李林

+ 86 (10) 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

融资的公共设施管理投资同比下滑 3.4%。惠誉博华认为，基建各细分领域差异折射出当前中国经济结构调整和产业转型升级的趋势，在加强超常规逆周期调节政策背景下，预计 2025 年基建投资增速将继续保持稳定，为水泥行业需求形成托底作用。

基础设施投资累计同比增速(%)

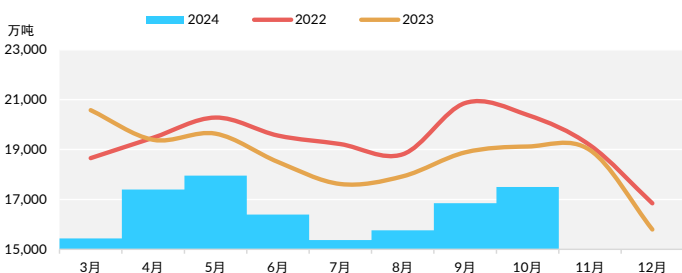


整体而言，2024 年水泥行业需求大幅下滑，主要来源于房地产投资超预期下行带来的严重拖累，基建投资虽稳步增长，但不足以弥补房地产投资下滑造成的需求缺口。预计 2025 年，伴随经济逆周期调节力度加大，一揽子政策持续落地生效，房地产投资有望边际改善，基建仍将保持稳健增长，水泥行业整体需求疲弱态势虽难以扭转，但降幅将有所收窄。

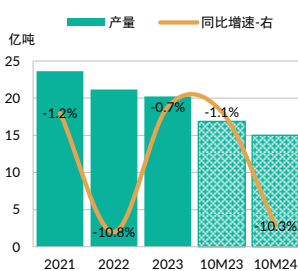
为缓解供需矛盾，水泥行业加大限产力度，产量降至 2010 年以来同期最低水平

2024 年以来，由于水泥需求严重不足，为了缓解日益加剧的供需矛盾，水泥行业加大错峰停窑限产力度，多地推行非采暖季错峰停产措施，且部分省份延长了非采暖季错峰停产时间。即便如此，2024 年水泥行业“旺季不旺，淡季更淡”特征加剧，4-5 月与 9-10 月传统旺季并未如期而至，月度产量均远低于 2023 年同期。1-10 月，水泥行业产量大幅下降 10.3%至 15.0 亿吨，降幅较上年同期扩大 9.2 个百分点，产量为 2010 年以来同期最低水平。

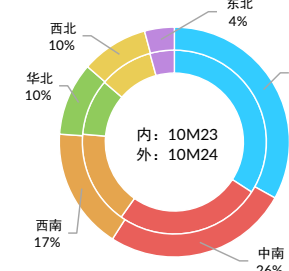
水泥行业产量当月值



水泥行业产量与同比增速



区域水泥产量占比



2024 年 1-10 月，六大区域中，仅有西南区域水泥产量同比降幅收窄，其他区域均呈现降幅加深或增速转负；华东、中南、西南、华北、西北、东北区域产量分别同比下降 13.8%、9.9%、8.3%、7.4%、11.2%、13.0%。全国仅有 2 个省市水泥产量为正增，分别为西藏、黑龙江。其中，西藏主要受益于国家重大基建工程项目持续落地与推进，通过主动衔接增发国债、地方政府专项债等方式，保持固定资产投资较快增速。黑龙江多项水利工程项目加速推进，1-9 月水利管理业投资增长 1.9 倍，助推基础设施投资同比增速达 15.5%。

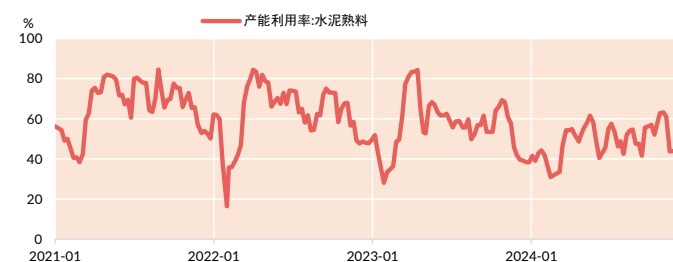
各省市水泥产量同比增速

区域	省市	10M23-同比	10M24-同比
华东	上海	31.4%	-18.7%
	江苏	0.9%	-10.3%
	浙江	-1.8%	-10.5%
	安徽	-7.1%	-8.7%
	福建	-18.1%	-21.9%
	江西	-4.3%	-19.4%
	山东	-2.1%	-17.0%
合计		-4.7%	-13.8%
中南	河南	-17.3%	-14.8%
	湖北	-10.4%	-6.7%
	湖南	-16.4%	-13.3%
	广东	-7.7%	-8.9%
	广西	-5.3%	-7.1%
	海南	-4.4%	-6.8%
合计		-11.0%	-9.9%
西南	重庆	2.4%	-15.3%
	四川	-6.5%	-6.0%
	贵州	-8.5%	-11.4%
	云南	1.1%	-7.5%
	西藏	54.6%	8.6%
合计		-2.0%	-8.3%
华北	北京	-0.5%	-24.5%
	天津	-8.2%	-13.2%
	河北	0.2%	-2.8%
	山西	-1.9%	-13.2%
	内蒙古	5.8%	-10.7%
合计		0.5%	-7.4%
西北	陕西	-3.6%	-12.9%
	甘肃	1.7%	-12.5%
	青海	18.7%	-12.8%
	宁夏	0.7%	-14.0%
	新疆	21.1%	-6.6%
合计		5.4%	-11.2%
东北	辽宁	0.5%	-22.8%
	吉林	23.2%	-12.5%
	黑龙江	8.9%	4.4%
合计		8.0%	-13.0%

来源：Wind, 惠誉博华

水泥行业产能过剩状况长期存在，水泥熟料产能利用率不高，2024 年在需求下行背景下行业过剩矛盾更趋尖锐，水泥熟料产能利用率进一步走低，从 2021 年的 60%-80%区间降至 40%-60%区间。截至 12 月 5 日，水泥熟料产能利用率当周值仅为 44.2%。考虑到水泥行业普遍存在超产现象，实际产能利用率可能更低，行业过剩产能退出较慢。

水泥熟料产能利用率



来源: Wind, 惠誉博华

2024 年 10 月 31 日, 工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法(2024 年本)》, 对水泥行业产能置换的认定标准更加严格, 并加强了与能效环保政策协同。当前水泥行业落后产能出清节奏较慢, 且普遍存在超产现象, 备案产能与实际产能差异较大。预计伴随新版产能置换办法持续实施, 产能核定方式更加完善, 将逐步推动水泥行业供给侧改革从“去产量”到“去产能”的关键转变, 进而实质性改善行业供需格局。

2024 年产能置换实施办法主要修订内容

- 加严水泥置换要求, 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等。
- 完善产能核定方式, 取消以水泥回转窑窑径和玻璃日熔化量为依据核定产能的规定, 推动备案产能与实际产能统一。
- 实施地区差异管理, 明确对位于国家大气污染防治重点区域或前三年水泥熟料平均产能利用率低于 50% 的省份新建水泥熟料生产线, 原则上不得从省外置换产能等。
- 简化跨地区产能转出程序, 位于国家大气污染防治重点区域或同一法人企业集团内部的产能跨省转出, 可不报转出地省级工业和信息化主管部门公示、公告。
- 加强与能效环保政策协同, 明确能效达不到基准水平要求的产能不能用于置换等。

来源: 工业和信息化部, 惠誉博华

惠誉博华认为, 2024 年水泥供给缩量主要源于需求端大幅下滑, 行业为收敛供需缺口而主动实施限产措施, 行业供给过剩矛盾尚未实质性改善。预计 2025 年需求端表现仍是影响水泥产量的重要因素, 中长期来看, 新的产能置换办法有望加快行业内落后产能退出, 并逐步推动水泥行业从“去产量”到“去产能”的关键转变。

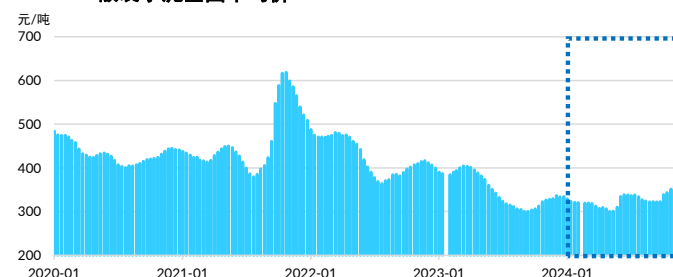
需求大幅下滑, 行业竞争加剧, 2024 年水泥价格中枢再度下移

2024 年以来, 由于需求端大幅下滑, 出货节奏较慢, 水泥行业库存持续处于近年较高水平, 在行业协力限制供给作用下, 水泥、熟料库容比均较 2023 年略有改善, 但需求不足仍是掣肘水泥价格上行的关键拖累项。整体而言, 2024 年以来水泥价格呈低位震荡态势, 尽管年内出现阶段性回升, 但反弹动力不足, 价格中枢同比再度下移。据中国水泥协会数据, 2024 年 1-9 月, P.O42.5 水泥全国均价为 373 元/吨, 同比下降 7.2%。

具体来看, 一季度传统淡季叠加需求端弱于往年, 水泥价格较上年四季度有所下滑; 行业主动加大错峰生产执行力度, 限制水泥供给以缓解供需失衡, 行业库存有所下降, 从而支撑了 5 月底以来

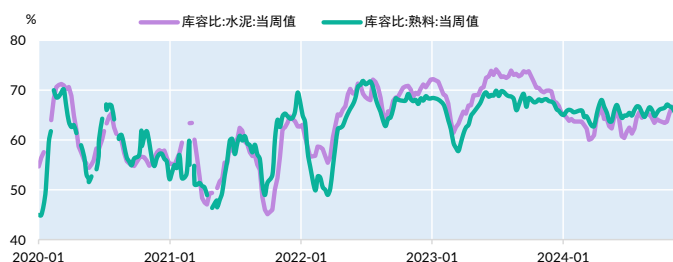
的水泥价格反弹, 但需求疲弱难以支撑价格持续回升, 7-9 月价格再次回落。自 9 月末以来, 伴随超长期特别国债和地方政府专项债加快形成实物工作量, 基建提速叠加传统旺季回归, 加之盈利长期大幅下滑进一步强化水泥企业提价共识, 促使水泥价格季节性回升并创年内高点。截至 2024 年 11 月 30 日, P.O42.5 散装水泥全国均价为 363.4 元/吨, 较上年同期回升约 10.2%。

P.O 42.5 散装水泥全国均价



来源: 国家统计局, 惠誉博华

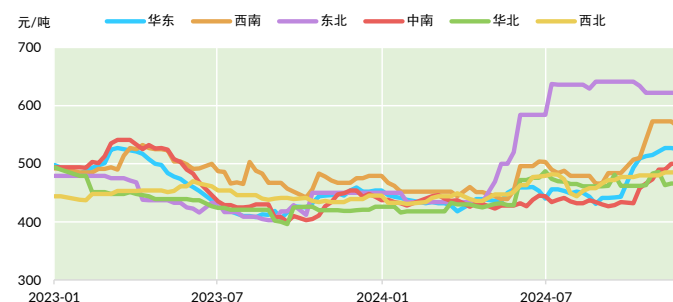
水泥、熟料库容比



来源: Wind, 惠誉博华

从区域来看, 在 2023 年领跌全国后, 2024 年以来东北地区水泥价格走势一枝独秀, 主要源于区域内严格执行错峰生产, 有效控制水泥产量并大幅压减库存, 水泥价格大幅抬升。2023 年西南地区水泥价格跌幅最小, 因而导致今年库存压力偏高, 市场竞争较为激烈, 尽管错峰力度较大, 但 1-8 月水泥价格出现阶段性反弹后随之回落, 9 月伴随雨季结束旺季来临, 水泥价格上调幅度高于全国平均水平。整体来看, 2024 年前 8 个月, 北方区域水泥价格表现优于南方地区, 主要原因是错峰停窑时间较长且执行到位率, 水泥库存压力相对更小; 而南方地区受库存压力影响, 市场竞争激烈, 水泥价格提涨难度很大。9 月旺季回归后南方地区水泥价格明显抬升, 主要是水泥企业扭亏意愿强烈, 提价共识有所强化。

P.O 42.5 散装水泥区域均价



来源: Wind, 惠誉博华

煤价为影响水泥成本的重要变量。2024 年以来煤炭价格中枢同比略有下移，但依旧处于历史相对高位，年内整体呈现“前高后低”走势，震荡幅度较小，煤价对水泥价格的影响依旧较大。2024 年，国内原煤产量仍稳居高位，进口量同比继续高增，供应端较为充足；电煤需求稳定但库存高企，非电煤需求相对低迷，导致需求支撑力度有限，整体煤炭供需格局偏宽松。预计 2025 年经济基本面继续好转将支持煤炭需求缓慢增长，行业供需将继续保持适度平衡，煤价中枢有望继续维持较高区间。

环渤海动力煤价格走势



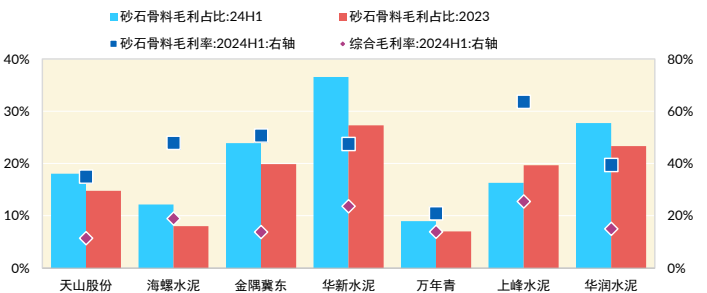
来源：Wind，惠誉博华

整体来看，近 3 年的需求连续下滑加剧了水泥市场供需矛盾，行业竞争加剧，水泥价格中枢不断下移，加之煤价持续处于相对高位区间，进一步压缩水泥行业盈利空间。在长期亏损压力下，水泥企业提价共识不断强化，预计 2025 年水泥价格将适度抬升。但考虑到需求端难以大幅改善，供需矛盾短期内难以破局，价格抬升幅度有限。

多元化业务布局继续多点开花，助力水泥企业强化其市场竞争力与抗风险能力

水泥相关一体化业务继续扩张。2024 年以来，水泥企业继续拓展相关一体化业务，扩张砂石骨料、混凝土等领域产能。2024 年半年报数据显示，天山股份、海螺水泥、华润水泥、华新水泥等多家水泥企业砂石骨料产能均较 2023 年末进一步提升，且砂石骨料业务毛利率持续远高于其综合毛利率，在水泥业务利润大幅下滑背景下，成为公司盈利的重要支撑点。其中上峰水泥砂石骨料收入较上年同期下滑 28.9%，导致毛利占比有所下降，但板块毛利率仍高达 63.6%。

部分公司砂石骨料业务

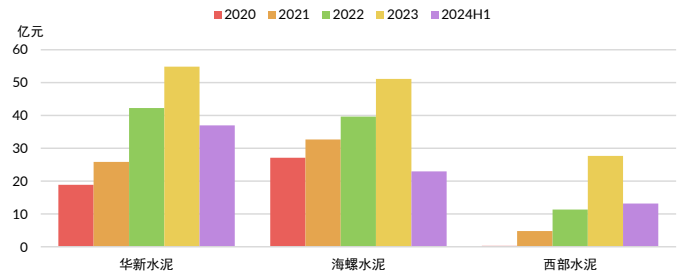


来源：Wind，惠誉博华

国际化布局的水泥企业海外收入继续贡献增量，海外投资与并购加速。样本公司中，海螺水泥、华新水泥、红狮集团、西部水泥等海外已投产产能规模领先，并持续加速拓展。截至 2024 年 9 月末，华新水泥海外产能增至 1544 万吨/年，已布局塔吉克斯坦、

吉尔吉斯斯坦等 12 个国家，12 月初，华新水泥宣布拟收购尼日利亚上市公司 Lafarge Africa Plc（间接持股 83.81%），进而拓展西非市场。2024 年 7 月，天山水泥公告拟收购突尼斯 CJO 及其控股子公司 GJO100%的股权，以推进公司水泥业务的国际化布局。惠誉博华认为，中短期内国内水泥需求难有明显起色，水泥企业出海扩张步伐有望加速。

部分水泥公司海外收入



来源：Wind，惠誉博华

绿色转型持续推进。2024 年以来，天山水泥、海螺水泥、冀东水泥等多家企业继续推进光伏发电、低碳燃料替代等项目，进一步实现减碳降耗。9 月，生态环境部发布《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）》，明确 2024 年为首个管控年度，2025 年需完成首次履约工作。依据已纳入碳市场的发电行业先例，行业纳入初期，配额发放通常较为宽松，之后将逐渐收紧，且碳价格可能逐年上涨，因而预计在 2024-2026 年，碳成本对水泥企业利润影响有限，到 2027 年，碳成本差异将逐步加剧水泥企业盈利分化，具有碳减排优势的水泥企业将获取更大利润空间。

时间	阶段	目标
2024-2026 年	启动实施阶段	以夯实碳排放管理基础、推动企业熟悉市场规则为主要目标，培育市场主体，完善市场监管，提升各类主体参与能力和管理水平。2024 年作为水泥、钢铁、电解铝行业首个管控年度，2025 年底前完成首次履约工作。
2027 年——	深化完善阶段	政策法规体系更加完善，监督管理机制更加健全，各方参与市场能力全面提升；碳排放数据质量全面改善，数据准确性、完整性全面加强；配额分配方法更为科学精准，建立预期明确、公开透明的配额逐步适度收紧机制。

来源：生态环境部，惠誉博华

惠誉博华认为，在水泥市场需求下降时，砂石骨料、海外扩张、绿色转型等领域可提供稳定的收入与利润来源。通过有效多元化运营，水泥企业可有效分散市场风险，并强化其竞争力。

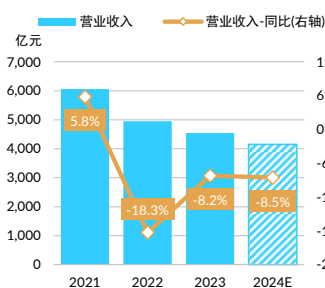
水泥企业利润继续大幅下滑，可能进一步侵蚀其偿债能力，伴随价格改善预期强化，预计 2025 年行业盈利小幅改善

中国水泥协会预计，2024 年前三季度水泥行业利润总额同比降幅高达 65%左右，行业销售利润率不足 2%，低于工业利润率近 4 个百分点，处于 2006 年以来同期最低盈利水平，亏损面达到历史最大，销售收入亦创下 2010 年以来同期最低。

惠誉博华选取了 18 家水泥行业样本公司进行分析，并对其盈利情况进行分析和预测。测算结果显示，2024 年，剔除合并口径子公司影响后，16 家样本公司营业收入与净利润预测值合计将同比分别继续下滑 8.5%、86.4%，较 2023 年低位水平再度大幅下滑。

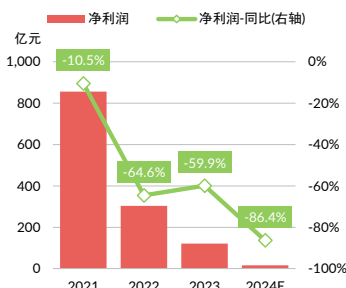
截至 2024 年 9 月末，样本公司普遍呈现盈利大幅下滑或亏损明显扩大，其中净亏损公司数量达 8 家，较 2023 年增加 3 家，其中亚泰集团、福建水泥、亚洲水泥（中国）等 3 家公司净利率指标表现更弱，低于-10%。水泥主业盈利普遍大跌，成为水泥企业业绩下滑的关键拖累，例如福建水泥，2024 年前三季度综合毛利率仅为-5.96%；仅有少数有效多元化业务开展相对成熟的公司利润降幅相对较小，如华新水泥、西部水泥等。华新水泥的骨料业务与海外业务贡献利润规模较为可观，一定程度上对冲了国内水泥市场的下滑；西部水泥近年来海外产能扩张迅速，海外收入与利润规模稳定增长。

样本公司收入与增速

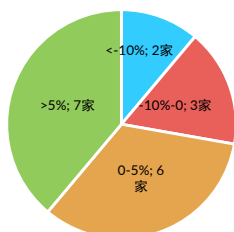


注：上述合计值均剔除天山水泥合并范围内子公司西南水泥、南方水泥的影响。下同
来源：Wind，惠誉博华

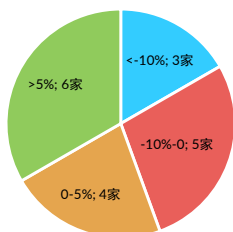
样本公司净利润与增速



2023样本公司净利率分布

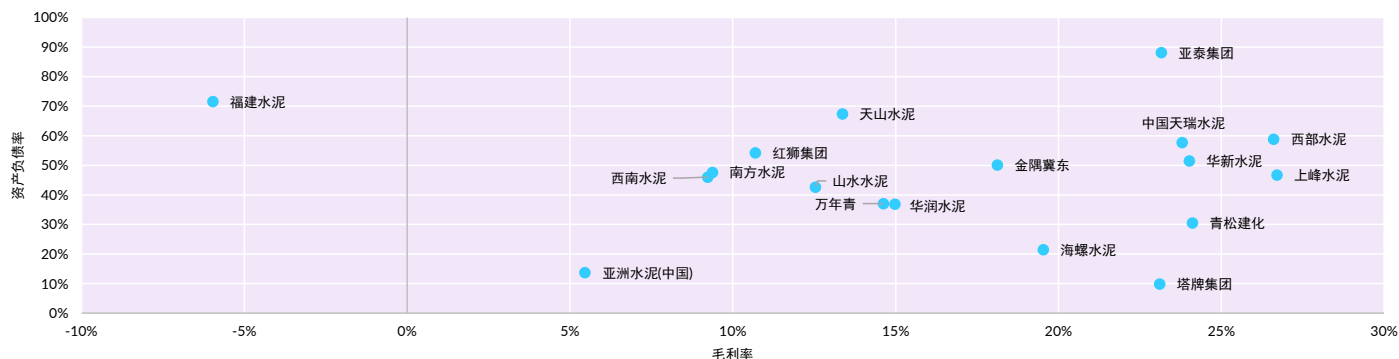


24Q3样本公司净利率分布



注：中国天瑞水泥、西部水泥2024净利率采用半年度数据
来源：Wind，惠誉博华

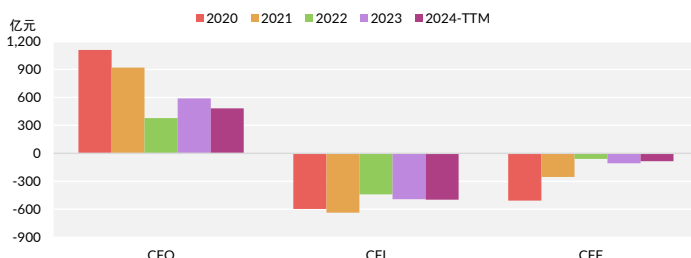
24Q3末样本公司毛利率与资产负债率



注：港股样本公司为2024H1数据

2024 年，受累于水泥行业量价齐跌，水泥企业经营性现金流延续弱势，预计较 2023 年进一步收敛。投资活动方面，水泥企业继续拓展多元化业务布局，寻求新的业绩增长点，资本支出与上年基本持平。筹资活动维持小幅净流出，行业整体外部融资需求不大。

样本公司现金流



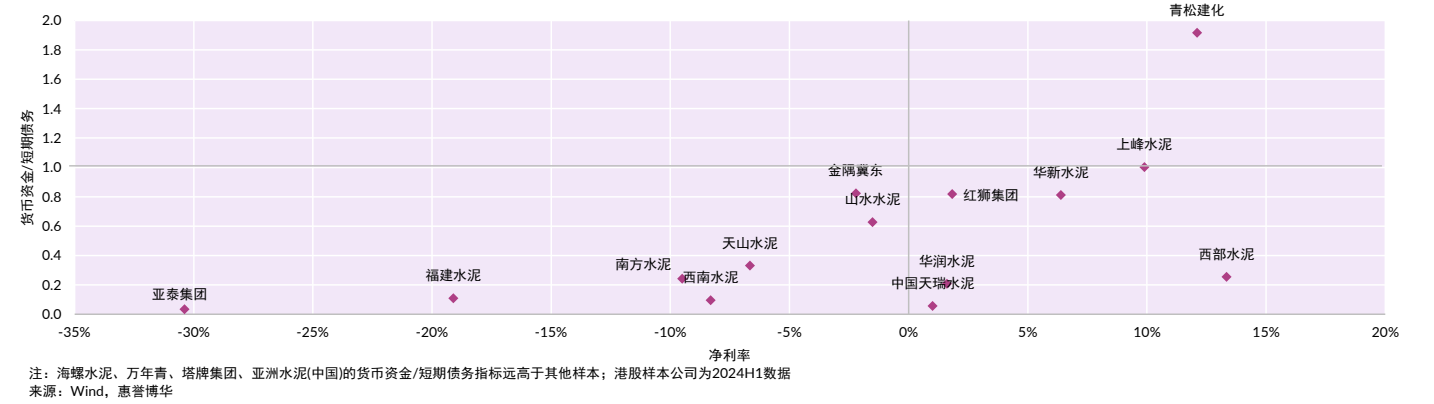
注：上述合计值不包含港股样本
来源：Wind，惠誉博华

水泥企业普遍债务负担不重，资产负债率不高，截至 2024 年 9 月末，样本企业中有 2 家资产负债率超 70%，分别为亚泰集团、福建水泥，二者短期偿债压力亦较大。短期流动性方面，水泥企业货币资金/短期债务指标依然表现偏弱，大多数样本公司该指标小于 1 倍。样本公司中，海螺水泥、万年青、塔牌集团、亚洲水泥（中国）等 4 家公司该指标表现明显强于其他样本，显示较高的财务灵活性。惠誉博华认为，尽管水泥行业整体债务负担与外部融资压力不大，但持续的盈利大幅下滑将大大弱化水泥企业偿债能力，未来盈利能否改善是影响水泥企业信用质量的关键要素。

整体而言，行业需求大幅下滑，加之成本刚性特点，2024 年水泥行业盈利再度大幅下滑，亏损面继续扩大，可能进一步侵蚀水泥企业偿债能力。预计 2025 年，行业供需矛盾短期内难以实质性缓解，但预计经济逆周期调节力度加大，需求有望温和改善，降幅可能小幅收窄。加之水泥企业提价共识不断强化，水泥价格有望上调，水泥行业盈利有望出现小幅改善。

综上所述，惠誉博华对水泥行业 2025 年信用展望为“低景气稳定”。

24Q3末样本公司净利率与货币资金/短期债务指标



附录 1：水泥行业样本公司名单

代码	公司简称	公司
1	天山水泥	天山材料股份有限公司
2	西南水泥	西南水泥有限公司
3	南方水泥	南方水泥有限公司
4	海螺水泥	安徽海螺水泥股份有限公司
5	金隅冀东	唐山冀东水泥股份有限公司
6	华新水泥	华新水泥股份有限公司
7	红狮集团	红狮控股集团有限公司
8	亚泰集团	吉林亚泰(集团)股份有限公司
9	青松建化	新疆青松建材化工(集团)股份有限公司
10	万年青	江西万年青水泥股份有限公司
11	上峰水泥	甘肃上峰水泥股份有限公司
12	塔牌集团	广东塔牌集团股份有限公司
13	福建水泥	福建水泥股份有限公司
14	华润水泥	华润建材科技控股有限公司
15	亚洲水泥(中国)	亚洲水泥(中国)控股公司
16	山水水泥	中国山水水泥集团有限公司
17	中国天瑞水泥	中国天瑞集团水泥有限公司
18	西部水泥	中国西部水泥有限公司

来源：惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。