

下行何时结束，水泥行业路在何方

——水泥行业周期性研究

联合资信 工商评级 | 刘琨轩 | 宋莹莹

自 1992 年以来水泥行业共经历了 1992—1998 年、1999—2005 年、2006—2015 年及 2016 年至今这四个周期。水泥行业需求端和主要燃料端均呈现较强周期性，水泥行业供给端呈现被动周期性，且随水泥行业逐步进入成熟发展阶段，水泥行业周期性特征更加显著。在水泥行业最近两轮周期中，样本水泥企业熟料产能整体呈现增长趋势，从财务表现看，盈利指标呈现较为明显的周期性变化，部分运营效率指标和负债率指标具有一定的周期性变化。

本轮下行周期的结束依靠行业供需关系改善，短期需求端难以恢复，改善供需失衡状态需依赖供给端发力；预计政策端将持续实施错峰停产、减量置换和加大环保措施力度等措施加快水泥熟料产能的去除，同时在多重压力下，部分水泥产能将被动出清。故本轮行业下行期中，产能规模大、运营效率高、资源禀赋强、债务负担轻、多元化发展及股东实力强的水泥企业将穿越周期。



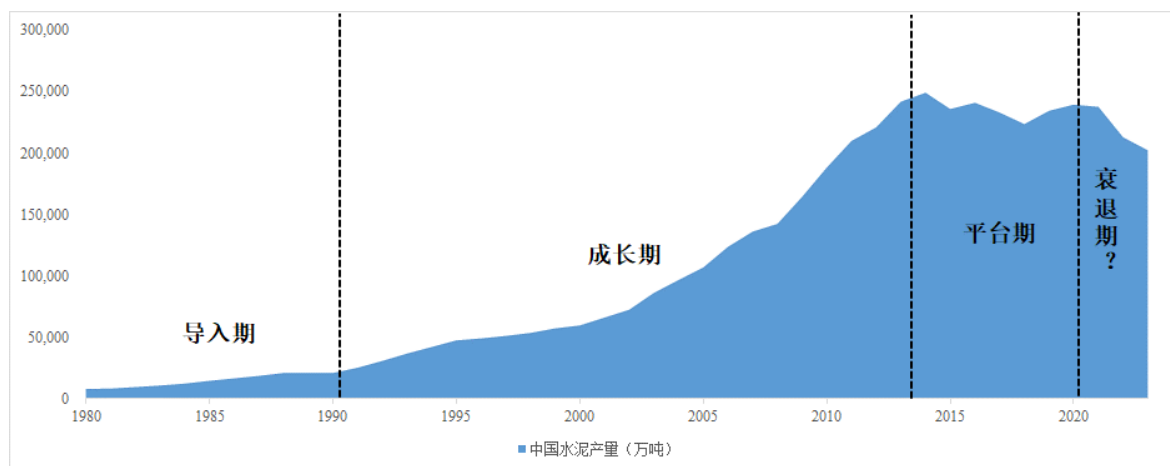
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、 中国水泥行业发展阶段总览

从市场容量变化情况来看，中国水泥行业尚未经历完整生命周期。1978—1991 年为水泥行业导入期，从统配水泥的单轨制到双轨制，进而完全取消双轨制，极大地调动了企业积极性，但水泥工艺相对落后，市场体量较小。1992 年后，中国经济进入高速增长阶段，水泥行业也进入快速成长期，特别是房地产和基建投资成为经济重要拉动引擎后，水泥需求和干法产能迅速增长，行业竞争格局由分散逐渐集中。2015 年后，随着中国经济增速中枢的回落和经济结构的调整，水泥需求和产能整体稳定，行业集中度稳中有升，行业进入平台期。2021 年起，房地产行业进入深度调整阶段，水泥需求开始下降，水泥行业或开始进入衰退期。

图 1.1 中国水泥产量情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

二、 1992 年以来中国宏观经济发展和水泥行业周期表现复盘

水泥行业虽尚未走完完整生命周期，但其作为与宏观经济强相关的周期性行业，在每个发展阶段都呈现出了周期性波动的特点，整体来看经济繁荣期比萧条期具有更好的经济表现。本文通过梳理 1992 年以来水泥行业供需基本面、水泥价格和行业整体效益等表现综合判断行业上行期和下行期，以经历一个上行期和下行期为一个周期，将 1992 年以来水泥行业发展共划分为四个周期。

（一） 1992—1998 年

水泥需求增速前高后低，与宏观经济波动高度一致，整体供不应求，行业开始突破干法水泥发展关，但干法水泥产能仍处于很低水平。

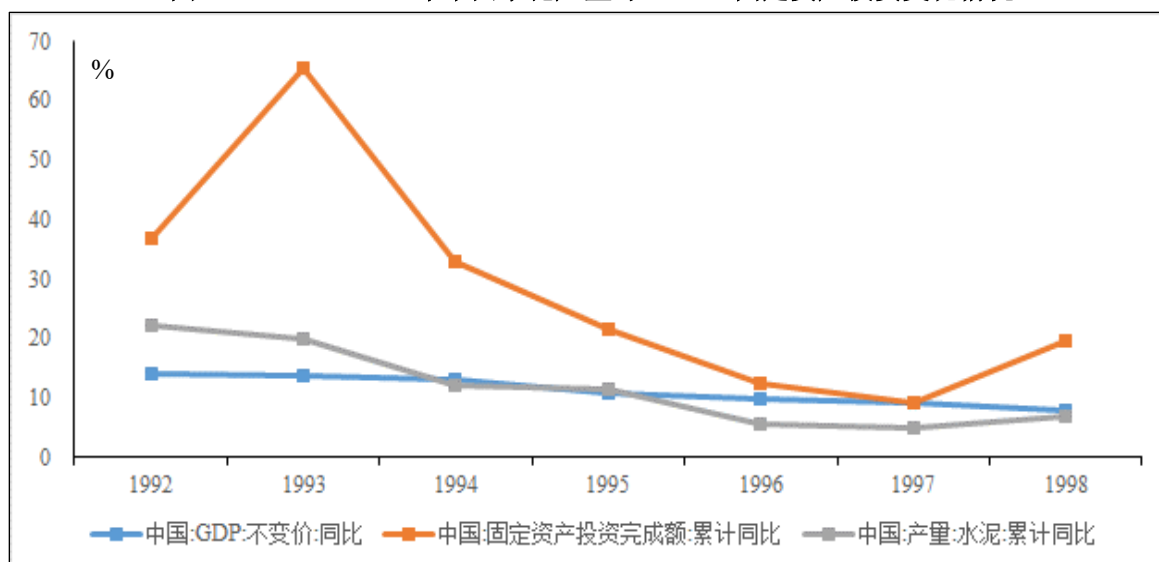
1、宏观经济情况

1980 年代末，中国在控通胀过程中进入经济下行期。1992 年，邓小平南方谈话加快中国改革开放、启动经济建设新一轮周期，劳动密集型的手工制造业为代表的主导产业快速发展。但随着经济增长，通胀再次上升，政策收缩叠加东南亚金融危机，中国经济再次进入下行周期，手工制造业出现产品过剩情况。

2、水泥行业表现

本阶段，中国水泥需求整体处于快速增长阶段，全国水泥产量年均复合增长率为 11%，但需求增速变化趋势与经济增速和固定资产投资增速大体一致，呈“前高后低”，但波动幅度要小于固定资产投资增速。供给方面，中国水泥整体处于供不应求阶段，工艺有待更新，行业代表企业逐步突破新型干法水泥发展关，水泥工业发展进程大幅加快，但小型立窑和湿法水泥厂仍为市场主流，而目前主流的新型干法水泥工艺在当时占比较小。2000 年，中国水泥产量约 6 亿吨，但干法熟料产能仅 5825 万吨，平均的单线产能仅约 2000t/d。

图 2.1 1992—1998 年中国水泥产量与 GDP、固定资产投资变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

（二） 1999—2005 年

水泥需求受益于地产投资拉动快速增长，干法水泥产能爆发式增长，水泥产能进入结构性过剩阶段，周期后期的无序竞争导致水泥价格增长乏力，叠加煤炭价格高位挤压利润，落后产能开始出清。

1、宏观经济情况

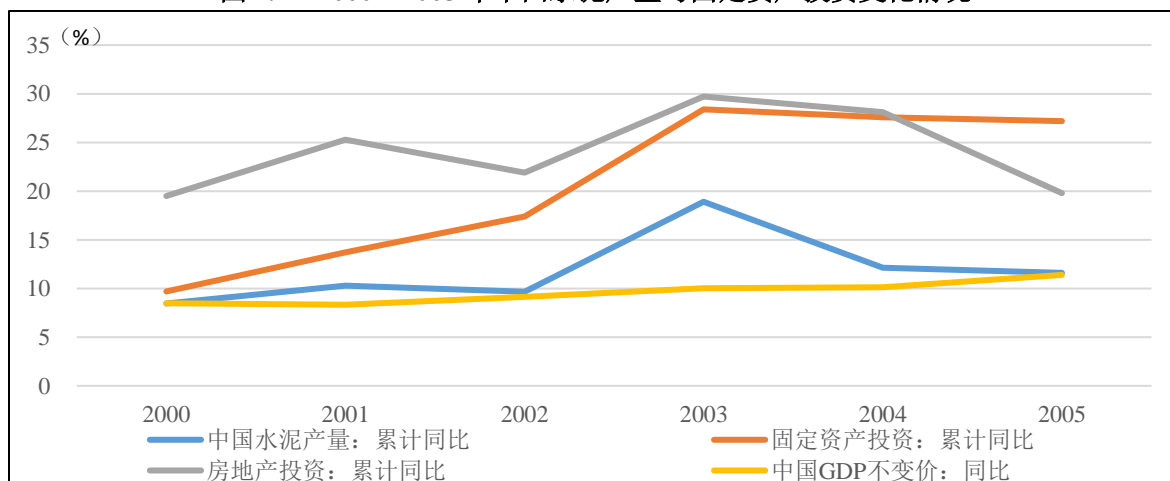
1998 年 7 月，国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，宣布从同年下半年开始全面停止住房实物分配，实行住房分配货币化。受益于房改政策红利推动，我国的房地产市场开启高速发展，房地产带动固定资产投资快速增长，煤炭、钢铁、建筑、化工等重工业引领经济进入新一轮周期。进入 2002 年后，由于国家实施积极的财政政策，叠加加入 WTO 带来外商投资快速扩张，中国经济再次进入高速增长期。2004 年开始，由于数年积极财政政策带来的局部投资过热，政府开启宏观调控，采取稳健财政政策和货币政策，严控土地和环保政策，基建投资有所放缓。

2、水泥行业表现

（1）上升期（1999—2003 年）

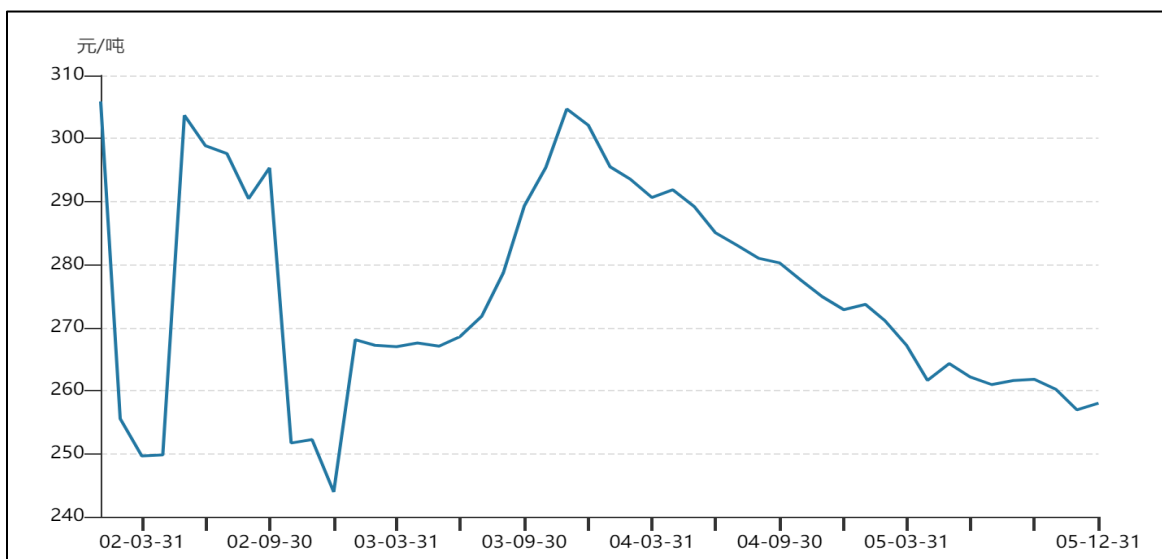
地产投资带动水泥需求快速增长，全国水泥产量年均复合增长率为 13%，2003 年达到 8.62 亿吨。供给方面，该阶段新型干法生产线得到国家“双高一优”导向和国债技改贴息资金支持，投资爆发式增加，但仍不能满足市场需求，落后产能在该阶段仍有一定盈利空间。价格方面，该阶段水泥价格虽季节性波动较为明显，但在供不应求的背景下，整体呈上升趋势。

图 2.2 2000—2005 年中国水泥产量与固定资产投资变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 2.3 2002—2005 年中国水泥平均价



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

(2) 下行期（2004—2005 年）

由于 2004 年国家收紧财政政策，基建投资增速持续下降，水泥需求增速开始放缓。供给方面，新建的新型干法产能相对效益较高、具有较强竞争优势，在需求放缓的情况下，水泥投资虽有所放缓，但新的生产线仍在不断投产（特别是东部地区），水泥总产能由不足转为结构性过剩，叠加国家的节能减排政策影响，落后产能开始出清。截至 2005 年底，全国熟料产能增加至 4.24 亿吨，为 2000 年底的 7.3 倍，但相对需求来看，新型干法熟料产能仍有发展空间。行业集中度方面，熟料产能前 10 企业占全国熟料产能比重约为 30.84%，集中度较低。价格方面，由于供需形势的变化，部分区域无序竞争加剧，2004 年开始，水泥价格开始进入下行通道。该阶段煤炭价格也在相对高位，对水泥企业利润造成负面影响，2005 年，中国水泥制造业利润总额 80.50 亿元，同比下降 38.69%。

(三) 2006—2015 年

水泥需求在地产和基建投资双拉动下达到历史高峰，“四万亿”放水和产业政策支持促使干法水泥投资大幅增加，行业集中度有所提升，非干法落后产能完成出清，但干法产能也进入过剩状态。

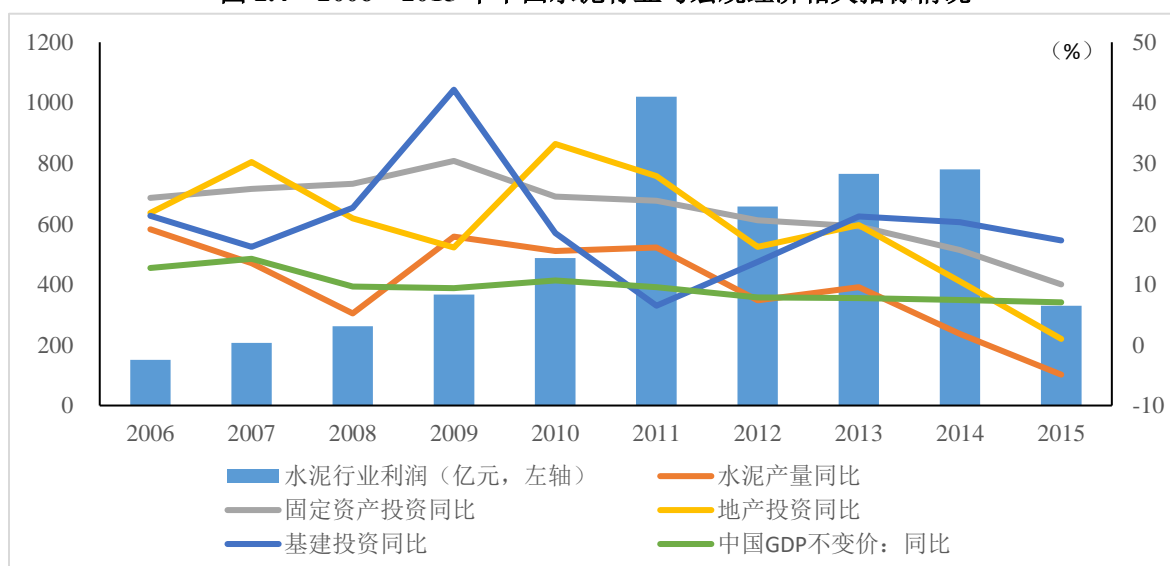
1、宏观经济情况

2006—2007 年经济在制造业投资和房地产投资带动下高速增长，外贸顺差高居不下，流动性充足，通胀压力大，房地产价格上涨明显，虽政府出台一定调控政策，

但房价上涨趋势仍未得以遏制；2008 年，特大灾害和次贷危机不利影响下，出口受挫、投资下滑，地产销售和价格进入下行通道。为稳定经济，宏观政策转向宽松，基建投资成为逆周期的对冲工具。“四万亿”投资规划发布以后，基建投资和地产投资均受到刺激，经济下行压力得以有效对冲，经济增速得以反弹。2011 年以后，我国在国际贸易结构中的定位逐渐调整，重工业投资下降，地产调控政策不断收紧，人口老龄化趋势逐渐显现的同时未出现新的显著科技周期或主导产业，经济增速呈现阶梯式下行，进入中高速增长阶段。

2、水泥行业表现

图 2.4 2006—2015 年中国水泥行业与宏观经济相关指标情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

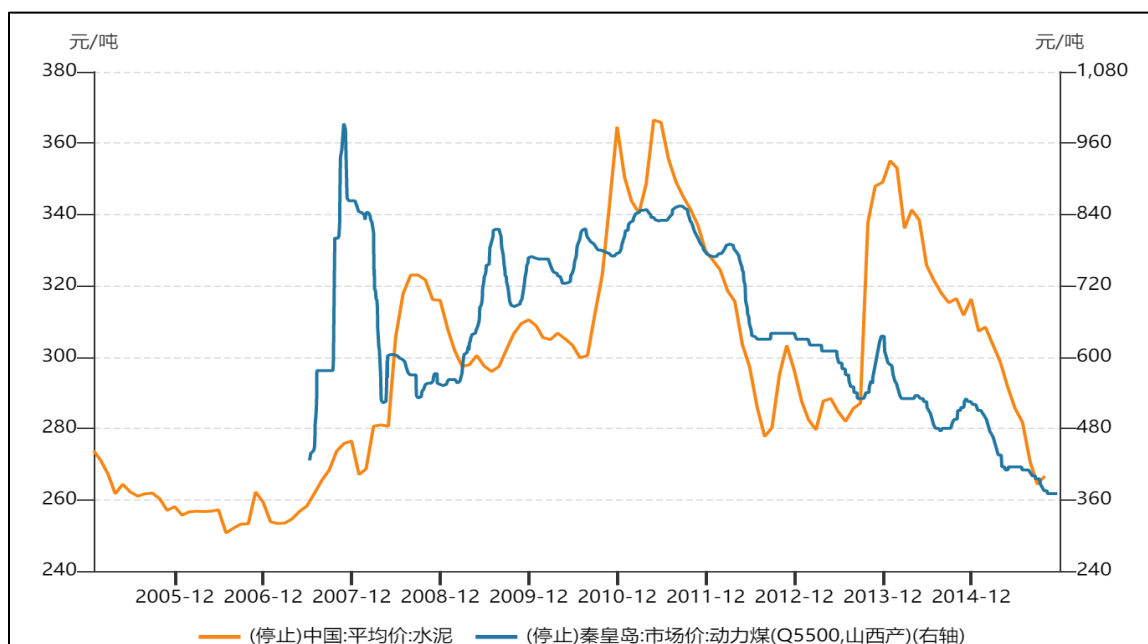
（1）上行期（2006—2011 年）

需求方面，2006—2007 年，在地产投资、新农村建设等固定资产投资拉动下，水泥需求整体保持高位，特别是 2006 年产量增长 18.91%，产量规模 12 亿吨，在“十一五”第一年就达到了五年规划值。2008 年，在金融危机影响下，中国经济、地产投资增速下滑，水泥需求增速也随之放缓，产量同比仅增长 5.20%。2009—2011 年，在“四万亿”拉动下，水泥需求高速增长，水泥年产量增速均在 15%以上。

供给方面，在水泥行业产能结构性过剩、无序竞争激烈的背景下，2006 年，国家发改委发布《关于加快水泥工业结构调整的若干意见的通知》，提出到 2010 年水泥预期产量 12.5 亿吨，新型干法水泥比重提高到 70%，累计淘汰落后生产能力 2.5 亿吨，水泥产量前 10 位企业集中度提高到 30%，前 50 位企业生产集中度提高到 50%以上。

的调整目标。2006—2007 年，干法水泥产能保持快速增长，尤其是中部地区崛起迅速，行业整体仍供大于求，落后产能继续出清，华东地区率先完成大部分落后产能淘汰，行业开启兼并重组，无论是外资企业拉法基、瑞豪、CRH 以及亚洲水泥，还是本地龙头海螺、中国建材集团、金隅等都进行了收并购。2007 年 1 月，由国家发展改革委、国土资源部、人民银行推出《关于公布国家重点支持水泥产业结构调整大型企业（集团）名单的通知》，确定海螺集团等 12 家为全国性重点企业，内蒙古乌兰集团等 48 家为区域性重点企业，国家对 60 家大型水泥企业在项目投资、兼并重组、项目核准、土地审批、信贷投放等方面予以优先支持。同年，中国建材集团一次性在东南经济区对数十家大型新型干法水泥企业进行整合组建了南方水泥。在行业兼并重组及头部新产能不断投产的背景下，水泥行业集中度有所上升。截至 2008 年底，水泥熟料产能 CR10 占全国比重上升至 41.87%。2009—2011 年，“四万亿”推进水泥产能进入发展最快时期，全国新增熟料产能 6.6 亿吨，平均每年投产 2.2 亿吨，基本完成了新型干法水泥工艺对落后产能的替代。落后产能淘汰开始加速，截至 2009 年底，全国已累计淘汰落后水泥产能 24000 万吨。2010—2011 年，中国分别淘汰落后水泥产能 14031 万吨和 15497 万吨。整体来看，该阶段水泥产能增幅远高于需求增幅，至 2011 年末全国熟料产能达 14.23 亿吨，2011 年熟料产能利用率为 77%，部分地区进入干法产能过剩状态。

图 2.5 2005—2015 年中国水泥和煤炭价格变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

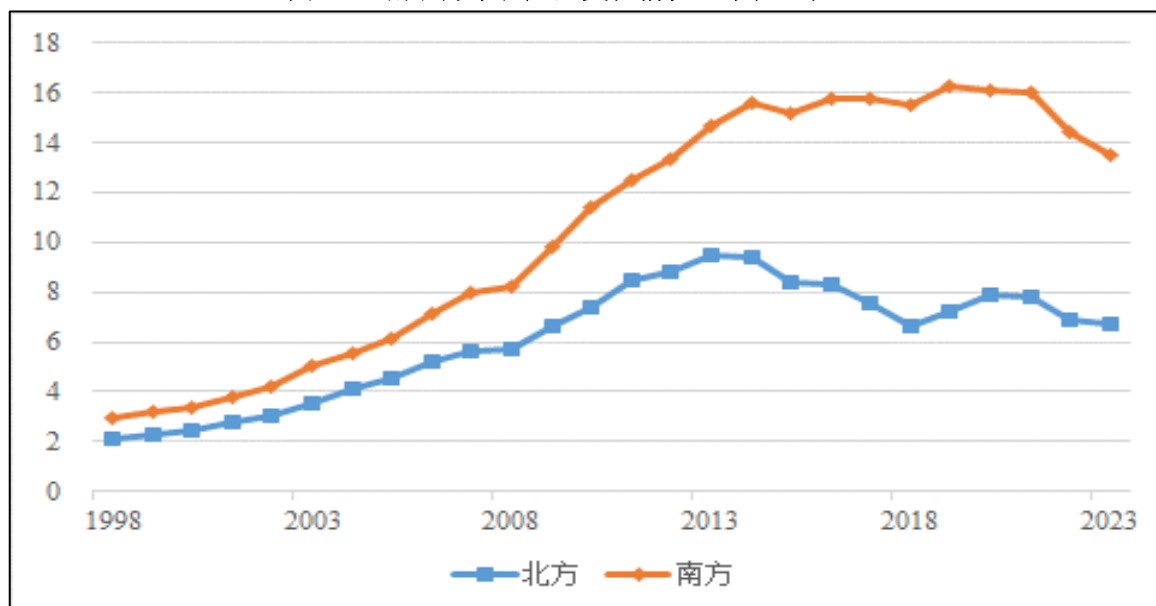
价格方面，由于行业集中度较低、行业恶性竞争，2006 年水泥价格并没有随市场容量扩大而显著上涨，进入 2007 年，受行业结构调整、需求拉动和煤炭价格上涨综合影响，水泥价格多次上扬。2008 年四季度开始，需求增速放缓、新产能持续投放导致水泥市场供求关系偏松，水泥价格开始回落。至 2010 年四季度，随经济和水泥需求复苏，水泥价格进入上升通道。

效益方面，该阶段水泥行业的收入和利润情况受益于需求增加仍呈快速增长态势，2006—2011 年年均复合增长率 46.64%，2011 年水泥行业利润突破千亿，达 1019.66 亿元。

（2）下行期（2012—2015 年）

需求方面，随着地产调控不断加深，水泥产量增速随地产投资增速整体放缓，2014 年中国水泥产量达到历史最高水平，随后进入平台期。受经济发展速度不同影响，南北地区水泥需求在此期间出现分化，北方（东北、西北、泛华北含鲁豫）地区水泥需求自 2014 年开始进入五年的下行期，而南方水泥需求则保持高位波动。

图 2.6 南北方水泥产量变化情况（单位：亿吨）



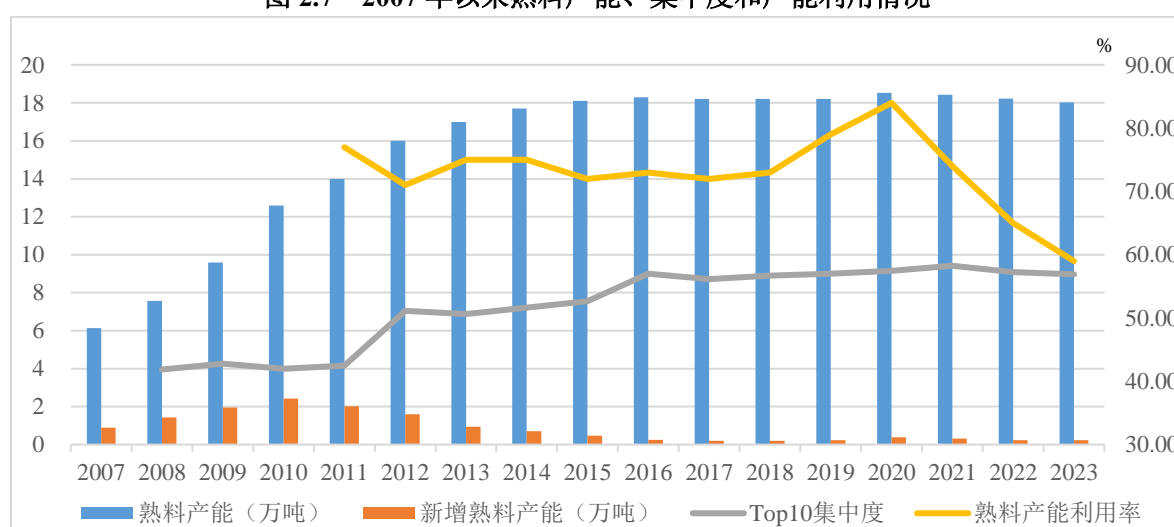
注：北方包括东北、西北、华北（含山东、河南）地区，南方包括华东、西南、华南和两湖地区

资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

供给方面，随着产能进入过剩状态、国家调整产业政策，水泥新增产能快速下降，2012—2015 年期间，新增熟料产能 3.98 亿吨，产能仍处于净增加状态。在此期间，水泥落后产能淘汰仍保持很大力度，2013 年 10 月国发 41 号文《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》提出 2015 年前再淘汰水泥落后产能 1 亿吨。截至 2015 年底，

落后水泥产能基本出清完毕。虽 2012—2013 年，在大力淘汰落后产能背景下，水泥产能利用率有小幅回升，但不断新投产的熟料产能导致 2014 年水泥需求进入平台期后供需矛盾再次加剧。2015 年，全国熟料设备运转率仅 68%，产能利用率约 72%。全国各地区均呈过剩，特别是北方地区供需关系严重不平衡。竞争格局方面，水泥行业的兼并重组仍在继续，代表案例是 2011 年末中建材组建西南水泥，通过联合重组等方式，在云、贵、川、渝三省一市水泥产能超过 1 亿吨。水泥行业集中度持续提高，2015 年熟料前十强占比达到了 52.65%。

图 2.7 2007 年以来熟料产能、集中度和产能利用情况



资料来源：联合资信根据 Wind 和水泥网数据整理

价格方面，在供大于求、需求增速放缓的市场环境下，水泥企业价格竞争激烈，水泥价格自 2011 年下半年开始大幅走低，2012 年 8 月降至 278 元/吨。随后，水泥价格于低位调整，仅旺季和秋冬季节有所回调，2013 年四季度在行业自律和地产投资小幅恢复推动下，水泥平均价回升至 330 元/吨的高位。2014—2015 年，受需求不足和上游成本下降影响，水泥价格一路走低。

行业效益方面，2012 年受行业需求增速大幅放缓和产能过剩导致价格大幅下降影响，水泥行业利润总额同比下降 33%。2013 年，水泥需求和价格均有所修复，行业利润总额同比回升 16.40%。2014 年，行业效益在需求平稳和价格前高后低的背景下整体稳定。2015 年，行业需求和价格双降，水泥行业利润同比下降 58%，回落至 330 亿元，与 2009 年接近。

（四）2016 年至今

十三五期间，棚改货币化等扩内需政策和基建投资放缓综合影响下水泥需求在高位平台波动，供给侧改革政策、错峰生产对抑制过剩产能取得一定成效，行业利润连续五年增长，达历史高峰；2021 年以后，水泥需求随地产投资下行，行业供需矛盾再次凸显，行业亏损面持续扩大。

1、宏观经济情况

“十三五”期间，在 GDP 增速中枢下降背景下，中国经济增长结构逐渐转变，消费升级和居民城镇化为代表的内需成为新的发掘空间。2015 年下半年中国开始推进棚改货币化，央行创设 PSL（抵押补充贷款）等货币政策工具，有效刺激房地产经济，特别是三四线城市地产市场开始快速发展，但房价不断上涨也带来一定泡沫，虽调控不断升级，地产投资仍保持中速增长。十三五前期，在宽松财政政策和 PPP 模式推广背景下，基建投资高速增长，后随地方政府债务风险管控加强而减速。制造业方面，供给侧改革从 2016 年初开始落地推进，对经济运行和结构变化逐渐产生较为明显的影响，粗放式生产和过剩产能受到严格规范和去化，环保限产成为工业生产端的重要影响变量，新经济发展则得到了国家重点政策支持。进出口方面，中国外贸规模持续增长，在全球贸易大幅萎缩的情况下，我国出口仍实现较快增长，成为全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体。整体来看，2016—2019 年，中国经济保持中高速增长目标，GDP 年均实际增速为 6.7%。

2020 年，新冠疫情暴发导致经济增速大幅放缓，2021 年在外贸高景气度的带动下，工业生产、制造业投资表现较好，经济整体有所恢复；但疫情对消费以及服务业仍造成较大冲击，房地产投资边际走弱，基建投资则保持低位运行。2022 年，外贸回落，房地产投资持续下行，消费同比出现下降，基建投资再次成为逆周期调节工具，工业、服务业承压运行，经济下行压力较大。2023 年，地产投资继续探底，基建和制造业投资保持中速增长，消费有所恢复，出口继续走弱，工业生产稳步回升，服务业增长较快，经济增速小幅回升。当前阶段，中国经济面临外部环境不确定性、国内有效需求不足和大循环不畅等问题，面临宏观经济下行压力。

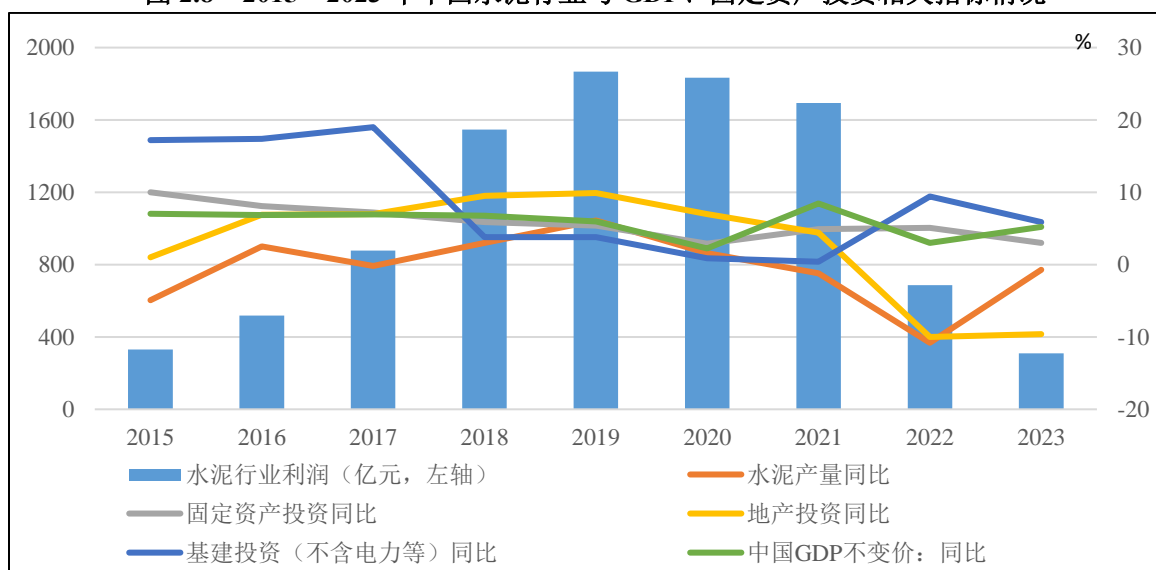
2、水泥行业表现

（1）上行期（2016—2020 年）

需求方面，2016—2020 年，在棚改货币化政策拉动下，房地产投资保持中速增长，年同比增速在 6.9%~9.9%之间，但考虑到该阶段地产投资受土地成交价格上升影响大，地产投资增速对水泥需求拉动效应边际减弱；基建端，2016—2017 年，基建投

资高速增长，不含电力基建投资同比增速 17.40%和 19.00%；2018 年以后受强化地方政府性债务风险管控的因素影响，基建投资增长缓慢，特别是 2020 年受疫情影响，不含电力基建投资同比降至 0.90%。整体来看，2016—2020 年水泥需求处于平台期，全国水泥产量保持在 21~24 亿吨之间。分区域来看，2016—2018 年水泥需求整体仍呈“南强北弱”，2019—2020 年北方地区需求恢复速度则高于南方地区。

图 2.8 2015—2023 年中国水泥行业与 GDP、固定资产投资相关指标情况



资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

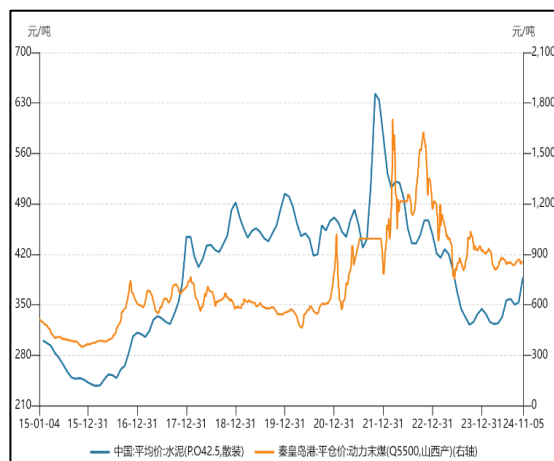
供给方面，2016 年，国家开始对过剩产能行业推行供给侧改革政策。2016 年 5 月份发布的《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》提出严禁新增产能以及暂停实际控制人不同企业间的水泥熟料产能置换，目标是到 2020 年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料、平板玻璃产量排名前 10 家企业的生产集中度达 60%左右。2018 年 1 月，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，对水泥产能置换细则进行了规定。上述政策颁布均对新增水泥产能起到一定遏制作用。2016—2019 年，年熟料新增产能波动下降，保持在 2000~2500 万吨之间，同时伴随存量产能的压降，2019 年底熟料产能下降至 18.20 亿吨。2016 年，水泥行业兼并重组再次开启，中国建材集团吸收合并中国中材集团、金隅股份重组冀东水泥、世界建材巨头拉法基和豪瑞完成合并后也对中国区水泥资产进行了整合，水泥企业的参股合作也较多，如海螺水泥、华润水泥和部分区域型水泥企业展开股权类合作。截至 2016 年底，中国水泥熟料前十强占比提升至 57%，前五十占比为 75%，大型水泥企业集团的区域布局和竞争格局在“十三五”期间趋于稳定。在“十三五”期间，熟料产能利用率整体呈上升趋势，2020 年约为 84%。但

值得注意的是，随着行业效益的改善，部分地区严禁新增和产能置换政策并没有执行到位，存在重复置换、僵尸产能复活、跨区域置换导致区域内产能过剩加剧等问题。2020 年，全国水泥熟料产能净增加 3400 万吨达到历史最高至 18.54 亿吨，西南、两广区域新增产能较多。2020 年 10 月，工信部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法(修订稿)》(以下简称“实施办法修订稿”)，并发函征求意见，对水泥产能置换要求和比例都做出了更加严格的规定。

由于水泥回转窑点火关停成本相对钢铁、玻璃等行业较低，熟料产线的错峰停产也成为行业供给调节的重要手段。十三五期间，随着行业集中度提高和效益导向逐渐成为共识，水泥企业间的自律合作有所改善，行业协会引领的错峰生产开始发挥重要的供给调节作用，从北方地区供暖季开始，区域和时间逐渐扩大和拉长，逐步进入常态化。另外，“2+26”城市限产、蓝天保卫战三年行动、矿山综合整治等环保治理行动，对水泥企业生产也形成有效限制。

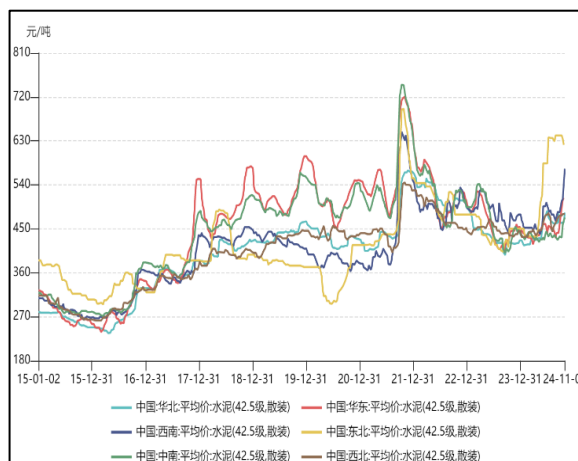
价格方面，受供需关系改善和上游煤炭价格有所修复影响，水泥价格自 2016 年开始进入上行通道，2018—2020 年呈高位波动。分区域来看，2016—2017 年，各区域水泥价格整体上升，2018 年以后华东、中南地区价格整体高位波动，东北和西南地区由于区域供需关系较差，价格相对较低。

图 2.9 2015 年以来水泥和煤炭价格情况



资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

图 2.10 2015 年以来分区域水泥价格情况



资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

行业效益方面，2016—2019 年，受益于水泥价格表现良好、上游煤炭价格稳定于合理空间，水泥行业利润持续增长，2019 年达到历史最高值 1867 亿元。2020 年，受煤炭价格上升影响，水泥行业利润 1833 亿元，与 2019 年基本持平。

(2) 下行期（2021 年至今）

需求方面，地产端，2021 年以来，中国房地产开发投资增速持续下降，2022 年

转为负，至 2024 年 9 月仍未扭转趋势；基建端，2021 年基建投资仍保持低位，不含电力口径同比增速 0.40%，2022 年基建作为逆周期调节工具再次启用、投资增速显著回升，2023 年以来，基建投资增速有所放缓，但仍保持在温和增长区间，2024 年前三季度累计同比增长 4.10%。整体来看，地产投资的下降对该阶段水泥需求形成拖累，基建投资对水泥需求支撑不足，水泥需求持续下降，2021—2023 年年均复合下降 7.47%，2023 年中国水泥产量已跌至 20 亿吨关口。

供给方面，2021—2023 年水泥新增产能整体减少，且随着减量置换政策¹执行，熟料产能逐年下降。该阶段，水泥错峰生产继续常态化，南方地区、春夏季的错峰生产逐渐推开，另外，差异化错峰使得水泥错峰政策更加合理，也推动水泥企业提高环保水平和协同处置等能力。随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出，“能耗双控”预警机制确立，部分“能耗”高预警地区水泥企业生产也受到了影响。2022 年 11 月 2 日，工业和信息化部、国家发展和改革委员会等部门联合印发《建材行业碳达峰实施方案》，对水泥行业提出的目标为“十四五”期间水泥产品单位能耗、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。该方案的提出后，单线产能较低、能耗水平相对标杆能耗较高的产线将面临淘汰压力。以山东省为例，《2022 年山东省利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》要求除特种水泥熟料和化工配套水泥熟料生产线外，2500 吨/日以下的水泥熟料生产线全部整合退出，2500 吨/日的水泥熟料生产线整合退出一半，其余 2500 吨/日水泥熟料生产线须确定产能置换方案。尽管水泥产能实现压降，但 2021 年四季度以来水泥需求下降速度更快，2021 以来，水泥熟料产能利用率持续下降，根据水泥协会初步统计，2023 年已下降至 59%历史低位，过剩问题亟待解决。

水泥价格方面，2021 年前三季度，由于上游煤炭价格快速上涨、错峰和能耗双控导致供给偏紧，水泥价格快速冲高。但随 2021 年四季度以来供需矛盾再次凸显，库存上升、行业竞争加剧，水泥价格开始从高位回落。在需求弱于预期、效益恶化的背景下，水泥企业前期形成的自律意识也有所松动，部分地区“价格战”开启，价格一度跌至 300 元/吨以下。2024 年下半年以来，水泥企业亏损面较大，推涨意愿较强，行业自律、错峰生产执行到位，供需矛盾小幅缓解，水泥价格小幅回升。

行业效益方面，受需求下降、价格下跌和上游煤炭价格高位挤压多重影响，2021—2023 年水泥行业利润年均复合下降 57.20%，2023 年为 310.3 亿元。2024 年上半年，主要发债及上市水泥企业利润总额亏损企业占比 41%，较 2023 年上升 12 个百分

¹ 2021 年 7 月，工信部正式发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法》

点，亏损面继续扩大。

三、 水泥行业周期性特征

（一）水泥行业需求端呈现周期性变化

水泥行业需求端周期受地产周期引领，与宏观经济基本同步

回顾几轮周期表现，水泥需求与地产周期有强相关关系，水泥行业每次上行期都由地产销售投资放量开启，每次下行期都以地产调控政策收紧、地产投资减速为起点。但由于基础设施建设等逆周期调节因素的平滑，水泥行业的周期相对地产周期滞后，周期时间也更长，与宏观经济周期基本同步，各地区需求情况分化也受到区域经济发展情况分化影响。

（二）水泥行业供给端呈现被动周期性变化

水泥行业供给端由产业政策干预、市场和企业行为主导，对行业效益起关键性作用。

水泥行业的成长期初期，水泥企业在需求利润拉动、国家产业政策支持的背景下，积极扩张产能；行业逐渐进入旧工艺产能过剩状态，无序竞争导致行业效益下滑，落后产能开始出清；在国家出台淘汰落后产能、支持兼并重组政策的推动和“四万亿”规划刺激下，水泥企业干法水泥快速增长，收并购潮开启，落后产能加速淘汰，行业集中度提升。随着水泥需求进入平台期，行业产能前期增速过快问题凸显，“价格战”导致行业效益下滑；之后，供给侧改革政策发力，水泥企业自律意识增强，错峰生产执行到位，供给端得到控制。2022 年水泥需求进入下行期后，单纯依靠错峰生产已较难平衡供需矛盾，行业自律意识松动，部分地区“价格战”重启叠加煤炭价格高位，企业效益下滑显著。可以看到的是，2015 年和 2020 年，水泥需求相差并不大，2015 年原材料煤炭价格处于低位，但 2020 年行业利润高于 2015 年约 1500 亿元，供给侧改革政策的有效实施和行业整合背景下的企业自律对行业效益起到了关键性作用。

（三）水泥行业主要燃料呈现周期性变化

水泥上游煤炭行业也呈现强周期性，加剧水泥行业周期性波动。

煤炭作为水泥生产的燃料动力，是水泥生产成本的主要构成。煤炭行业整体表现与宏观经济周期也较为同步，但由于煤炭仍是中国重要的基础能源，煤炭的保供稳价受政策影响更大，且由于运距较长和海外煤炭供应影响，区域价格分化情况不显著。建材行业作为煤炭行业的下游之一，议价能力相对电力行业和钢铁行业较弱。对于水泥企业而言，煤炭价格成本上升向下游传导往往受到供需关系情况影响，在需求不足

时，传导难度较大，价格调整相对滞后，且幅度有限；在供给偏紧时，则推涨积极、更有意愿扩大自身的盈利空间。

（四）水泥行业周期性表现受到行业发展阶段影响

随水泥行业逐步进入成熟发展阶段，周期性特征更加显著。

在成长期前期，水泥行业整体在需求拉动下，行业收入和利润表现整体增长，行业利润在下行期下降幅度相对较小、下行周期时间也较短。进入成长期后期及平台期，水泥行业的利润波动特征更加明显。

四、水泥行业前五大企业在水泥行业周期中的经营及财务表现

根据中国水泥网数据，截至 2023 年底，水泥行业熟料排行榜前五大水泥企业分别中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”）、安徽海螺水泥股份有限公司（以下简称“海螺水泥”）、唐山冀东水泥股份有限公司（以下简称“冀东水泥”）、华新水泥股份有限公司（以下简称“华新水泥”）和红狮控股集团有限公司（以下简称“红狮集团”），合计熟料产能为 8.51 亿吨，占水泥行业熟料总产能 18.40 亿吨的 46.26%，其中中国建材和海螺水泥为全国化布局水泥企业，另外三家水泥企业区域化布局水泥企业，同时这五家企业中，海螺水泥、华新水泥及红狮集团均有一定规模海外业务。

表 4.1 2023 年水泥行业前五大水泥企业熟料产能布局情况（单位：万吨/年）

中国建材		海螺水泥		冀东水泥		华新水泥		红狮集团	
区域	产能	区域	产能	区域	产能	区域	产能	区域	产能
天山股份	32000.00	东部区域	786.00	河北区域	5231.00	湖北	2582.00	广西	1121.00
宁夏建材	1571.00	中部地区	13448.00	山西区域	1677.00	云南	1664.00	云南	877.50
甘肃祁连山	2100.00	南部区域	4400.00	陕西区域	1212.00	湖南	781.00	浙江	852.50
北方水泥	--	西部区域	7192.00	东北区域	970.00	海外	1508.00	海外	921.00
--	--	海外地区	1110.00	其他区域	2269.00	其他	1680.00	其他	3820.00
合计	--	合计	26936.00	合计	11359.00	合计	8215.00	合计	7592.00

注：1. 中国建材公开数据未披露各区域熟料产能分布情况，故按照下属子公司形式列示，其中天山股份下设 14 个区域管理公司，分别为中联水泥（山东）、中联同力（河南）、南方水泥（上海）、浙江水泥、江西水泥、中南水泥、川渝水泥、云南水泥、贵州水泥、嘉华水泥、新疆水泥；2. 尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于公开资料中，可以获取的样本水泥企业经营和财务数据相对有限，2003 年之前的数据较难获取且不具有完整性，且中国建材 2006 年以前部分数据无法获取，红狮集团 2009 年以前部分数据无法获取，结合第二部分行业周期的划分，故在该部分研究中，我们将重点研究 2006—2015 年及 2016 年至今这两个水泥行业周期中样本

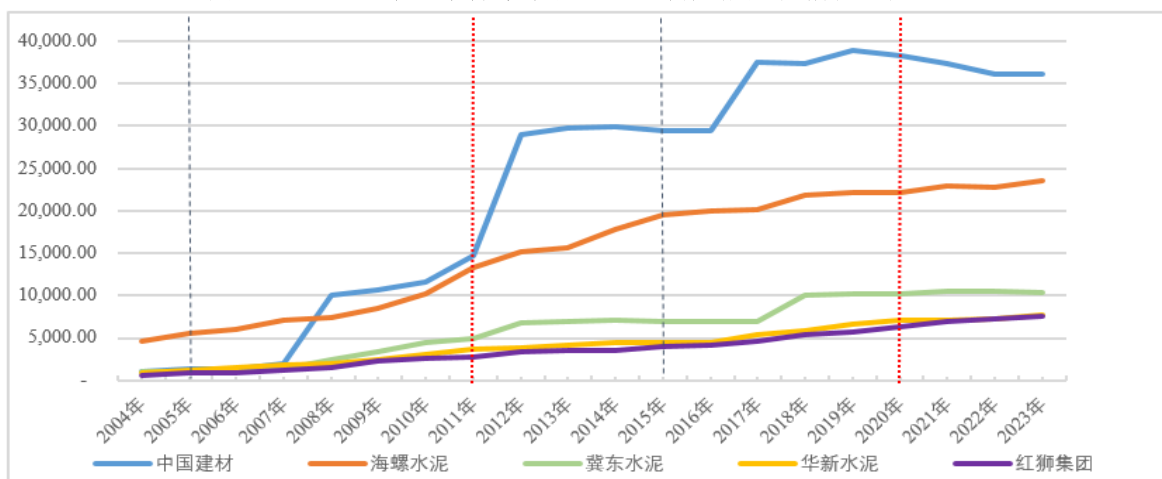
水泥企业经营及财务表现。

（一）水泥行业前五大企业在水泥行业周期中的经营表现

在水泥行业最近两轮周期中，样本水泥企业熟料产能整体呈现增长趋势，但受企业发展战略及股东背景差异影响，样本水泥企业规模差异较大；在 2021 年以来的行业下行期，样本水泥企业销量均出现下行，行业或进入衰退期。

从 2004 年以来，在水泥行业两轮周期中，样本水泥企业熟料产能整体呈现增长趋势，即使在下行期，除因行业政策致使个别水泥企业熟料产能有所下降外，其余水泥企业产能均保持增长。一方面，水泥行业下游需求增长促进水泥企业投资建设新产线，同时水泥企业通过收并购等形式增加产能，提高行业集中度；但 2021 年以来，水泥行业下游需求持续疲软，境内竞争激烈，以境内业务布局为主的水泥企业熟料产能有所下降；但部分减量置换生产线投产及海外布局生产线建成投产等致使海螺水泥、华新水泥和红狮集团熟料产能仍保持增长。另一方面，水泥产品保质期短且行业淡旺季明显，为了保证旺季水泥供应等，在水泥行业全面实现新型干法水泥生产技术后，水泥行业供给侧改革以错峰生产、减量置换及环保限产等措施来控制水泥供给，直接要求水泥企业缩减产能的政策相对较少。

图 4.1 2004 年以来样本水泥企业熟料产能变化情况（万吨）



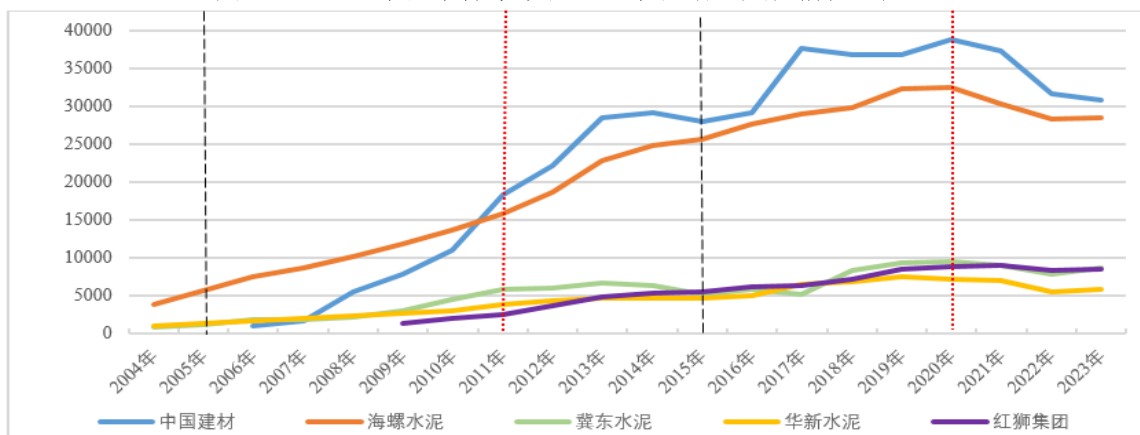
资料来源：联合资信根据公开资料整理

从目前行业竞争格局看，样本企业中，中国建材和海螺水泥属于第一梯队，其余三家企业属于第二梯队，且头部企业和第二梯队企业规模差异持续明显，主要是企业发展战略和股东背景不同，致使规模扩张方式及发展速度存在较大差异。中国建材作为央企，在水泥行业发展过程中，其通过不断在全国各个区域进行并购重组，持续整合水泥行业企业，提高行业集中度，发展成为全球最大的水泥企业，熟料产能呈现阶

梯式增长。海螺水泥作为地方国企，采取“T型”战略发展布局，通过自建扩张为主，财务及收并购为辅的方式在全国扩张产能，依靠自身强大的竞争实力熟料产能持续增长，整体发展较为稳健。冀东水泥属于典型的北方区域型水泥企业，业务仅布局于北方，受北方区域市场需求较南方市场更早进入下行阶段影响，冀东水泥熟料产能增长较早进入停滞期，后期产能变化主要依靠控股股东的业务整合。华新水泥为中外合资企业，采取“十字型”发展战略，以武汉为中心，向四周拓展，且在境外拓展水泥生产线存在优势，故在境内水泥行业竞争格局基本固定后，通过海外业务拓展，熟料产能依然保持增长。红狮集团为激进民营水泥企业，通过自建及收购拓展业务，在行业平台期及衰退期，产能增长幅度依然较快。

从样本水泥企业水泥销量情况看，在 2012—2015 年水泥行业下行周期中，受产能增长影响，部分样本水泥企业水泥销量仍能保持增长，但增速有所放缓；在 2021 年以来的下行周期中，样本水泥企业水泥销量均出现下降，即使华新水泥、红狮集团及海螺水泥通过增加境内外区域布局提高熟料产能也无法弥补下游需求下降带来的销量下滑。

图 4.2 2004 年以来样本水泥企业水泥销量变化情况（万吨）



注：中国建材和海螺水泥的部分年份水泥销量为水泥及熟料销量

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）水泥行业前五大企业在水泥行业周期中的财务表现

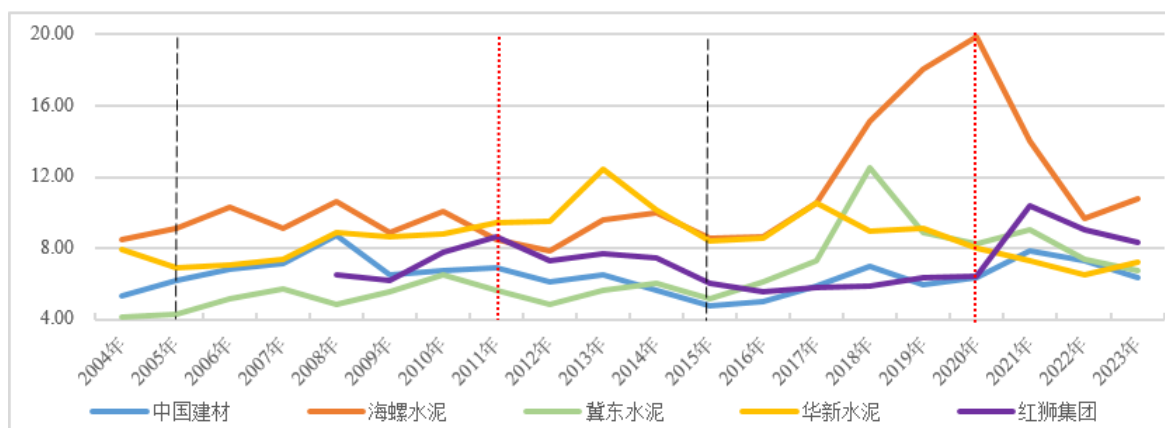
1、样本水泥企业周转效率表现

样本水泥企业存货周转率周期性表现不明显，2011 年以来总资产周转率周期性表现较为明显；海螺水泥运营效率表现较好，中国建材和冀东水泥运营效率表现一般。

受水泥产品保质期较短的特性影响，水泥企业存货规模均不大且以原材料为主，从数据看，除海螺水泥外，样本企业的存货周转率和行业周期走势对应性一般。在

2016 年以来的行业周期中，海螺水泥的存货周转效率和行业周期变化对应性较强，主要因为海螺水泥 2018—2020 年建材贸易业务收入规模持续增长且较大，致使在 2016—2020 年行业上行期间，海螺水泥存货增幅远远低于销售收入增幅，存货周转效率大幅上升，但 2022 年以来海螺水泥缩减贸易业务，相关收入规模大幅下降，致使存货周转率持续下降。

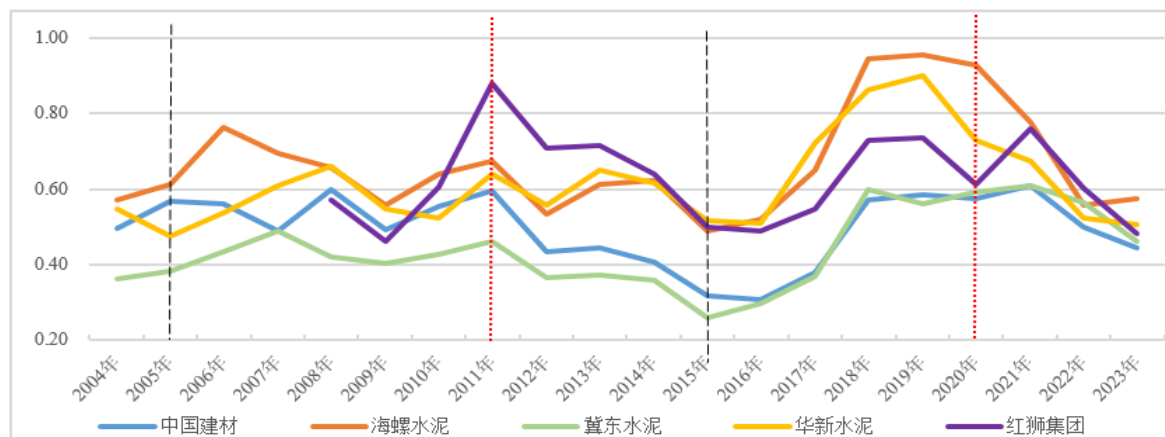
图 4.3 2004 年以来样本水泥企业存货周转率情况（次）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2010 年及以前，样本水泥企业的总资产周转率走势和水泥行业周期走势对应性不强，但 2011 年以来，样本水泥企业的总资产周转率走势和水泥行业周期走势基本对应，主要是因为 2011 年以前，样本水泥企业收入和资产总额均呈现快速增长趋势，但 2011 年以来，样本水泥企业资产总额保持增长趋势，营业收入受行业周期变化影响呈现周期性变动所致。

图 4.4 2004 年以来样本水泥企业总资产周转率情况（次）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

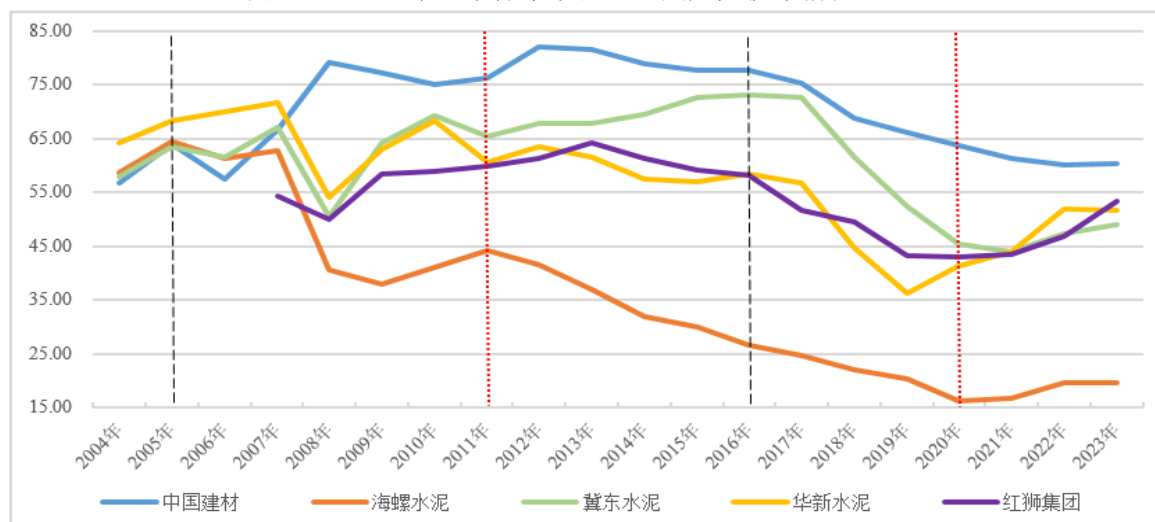
从样本企业存货和总资产周转率数据看，海螺水泥的资产周转效率相对较好，冀东水泥和中国建材资产周转效率较为一般。2023 年中国建材、海螺水泥、冀东水泥、华新水泥和红狮集团的熟料产能利用率分别为 68%、81%、68%、64%和 90%，其中海螺水泥产能全国化布局，且以中部及南部区域居多，熟料产能利用率较高；中国建材虽全国化布局，但水泥资产以收购获取为主，部分熟料产能未能充分利用，整体运营效率较为一般；冀东水泥产能均布局于北方区域，受错峰停产影响，全年停窑时间较长，熟料产能利用率亦处于一般水平。华新水泥由于 2021 年以来布局区域水泥下游需求下行较为明显，熟料产能利用率从 80%以上持续下降至一般水平，总资产周转率在下行期下降明显。

2、样本水泥企业债务负担表现

行业竞争格局稳定后，样本水泥企业资产负债率呈现周期性变化；但海螺水泥资产负债率呈现持续下降趋势，处于行业很低水平。

从样本水泥企业资产负债率情况看，除海螺水泥以外，在产能扩张期，样本水泥企业的资产负债率都处于较高水平，不呈现周期性变化，但 2016 年以来，随着行业竞争格局基本稳定，样本水泥企业资产负债率走势呈现周期性变化，在行业上行期，受盈利增长影响，企业加强去杠杆，债务负担呈下降趋势，在下行期，受经营获现能力下降等影响，企业增加债务规模维持运营稳定。海螺水泥受盈利能力和经营获现能力强劲影响，货币资金极其充足，资产负债率自 2008 年以来呈现持续下降趋势，处于行业很低水平。中国建材由于业务发展主要依靠收并购，收并购带来的债务和商誉规模较大，债务负担相对略高。

图 4.5 2004 年以来样本水泥企业资产负债率情况（%）



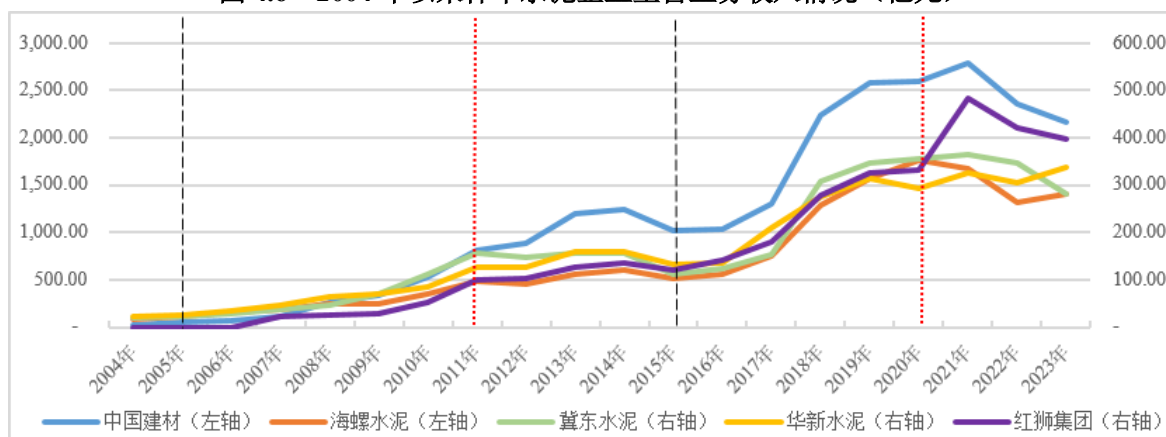
资料来源：联合资信根据公开资料整理

3、样本水泥企业盈利能力表现

样本水泥企业盈利表现基本与水泥行业周期走势对应，相较于上一轮周期，2016年以来的水泥周期中，样本水泥企业收入及利润波动幅度更大；受区域布局、产能利用率、资源禀赋以及债务负担等因素不同影响，样本水泥企业盈利能力存在较大差异。

从2004年以来的样本水泥企业的收入及盈利走势看，水泥行业周期走势基本对应，在水泥行业上行期，样本水泥企业收入及盈利保持增长，在水泥行业下行期，样本水泥企业收入及盈利呈现下行趋势，但2016年以来的行业周期中水泥企业收入和利润总额变动幅度要大于2006—2015年行业周期。其中，2016—2020年上行期中，由于2016年以来行业集中度提高，头部水泥企业市场占有率较高，推动了水泥销售价格的上涨，水泥利润空间增大，致使水泥企业收入和利润增幅更大；2021年以来下行期中，水泥价格深度下降但煤炭价格高企致使水泥利润空间持续收窄，水泥企业利润下降幅度较上一个下行周期扩大。

图 4.6 2004 年以来样本水泥企业主营业务收入情况（亿元）

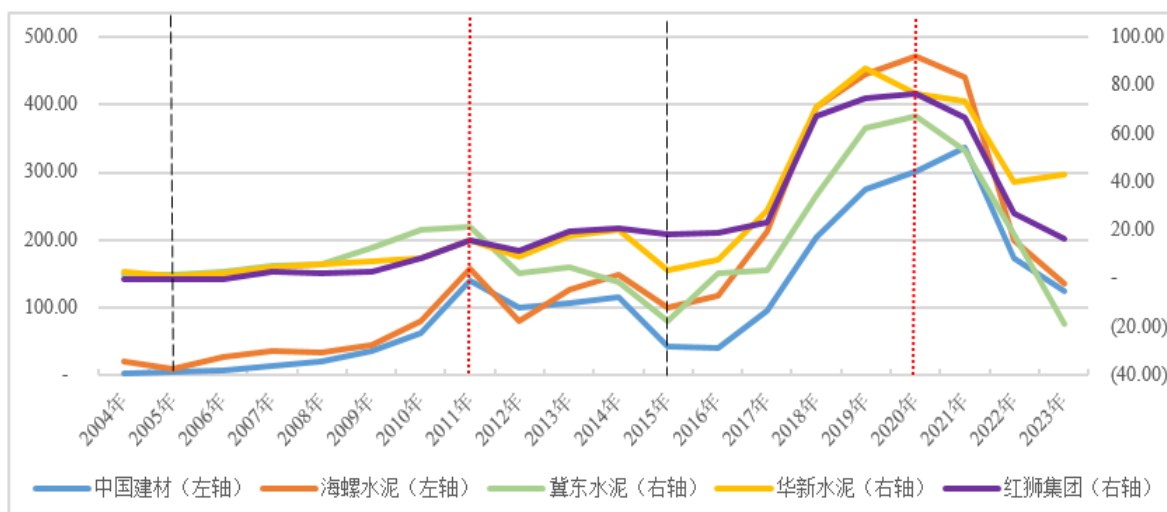


资料来源：联合资信根据公开资料整理

从样本企业之间对比发现，冀东水泥盈利能力相对一般，为样本企业中唯一在下行期出现亏损企业，海螺水泥盈利能力表现最好，主要是因为样本水泥企业之间的区域布局、产能利用率、资源禀赋、债务负担等存在较大差异所致。从区域布局看，冀东水泥布局于北方等内陆城市运输成本较高，海螺较多熟料产线布局于长江沿线且较多水泥粉磨机布局于沿海，运输成本具有优势；同时冀东水泥主要产能布局于京津冀，环保投入相对较大，同时受采暖季限产影响，冀东水泥相关设备停产带来的停工费和修理费较高，致使冀东水泥期间费用率为样本企业中最高。从产能利用率看，水泥行业为重资产的制造行业，规模效应对生产成本影响较大，产能利用率越高摊销到单位水泥成本中的折旧等不变成本就越低，冀东水泥的熟料产能利用率持续低于70%，海

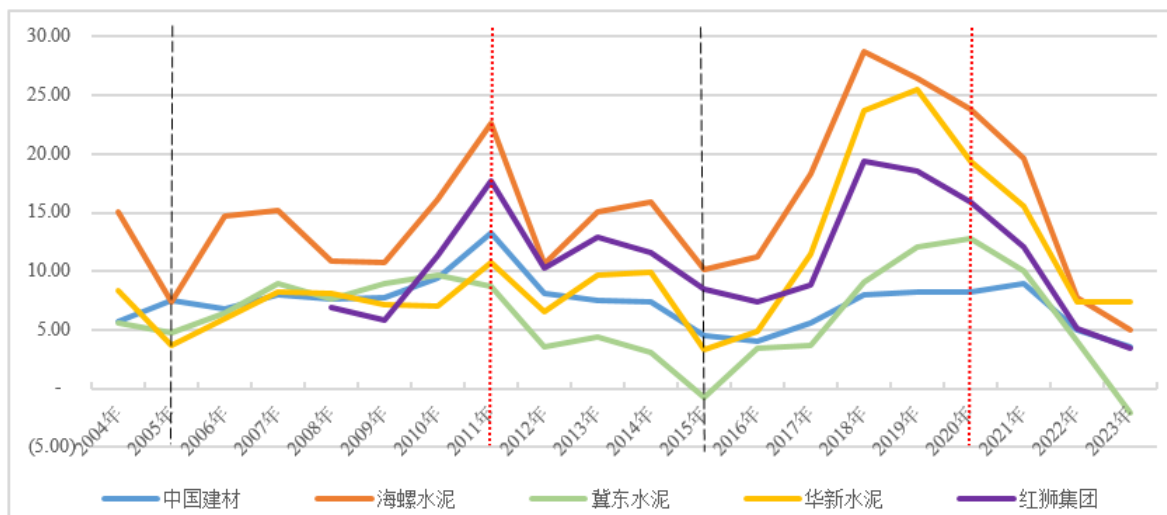
螺水泥和红狮集团的熟料产能利用率则持续处于 80%以上的较高水平。从资源禀赋看，较高的石灰石自给率有利于降低生产成本，但冀东水泥的石灰石自给率并不高，2023 年为 83%，而海螺水泥和华新水泥自给率均 95%以上。从债务负担看，海螺水泥债务负担轻，财务费用持续为负，而其他样本企业债务负担略重，财务费用一定程度侵蚀利润。

图 4.7 2004 年以来样本水泥企业利润总额情况（亿元）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 4.8 2004 年以来样本水泥企业总资产报酬率情况（%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

综合上述分析，水泥销量和营业收入、利润总额及总资产负债率等盈利指标呈现较为明显的周期性变化；竞争格局稳定后，资产负债率呈现周期性变化；总资产周转率自 2011 年后呈现周期性变化，存货周转率周期性变化不太明显；整体看，随着水

泥行业发展不断成熟，2016 年以来的周期中，样本水泥企业经营及财务指标周期性变化更加明显。在判断行业处于何种周期性阶段时，可以参考水泥企业历史水泥销量及盈利指标变化情况。

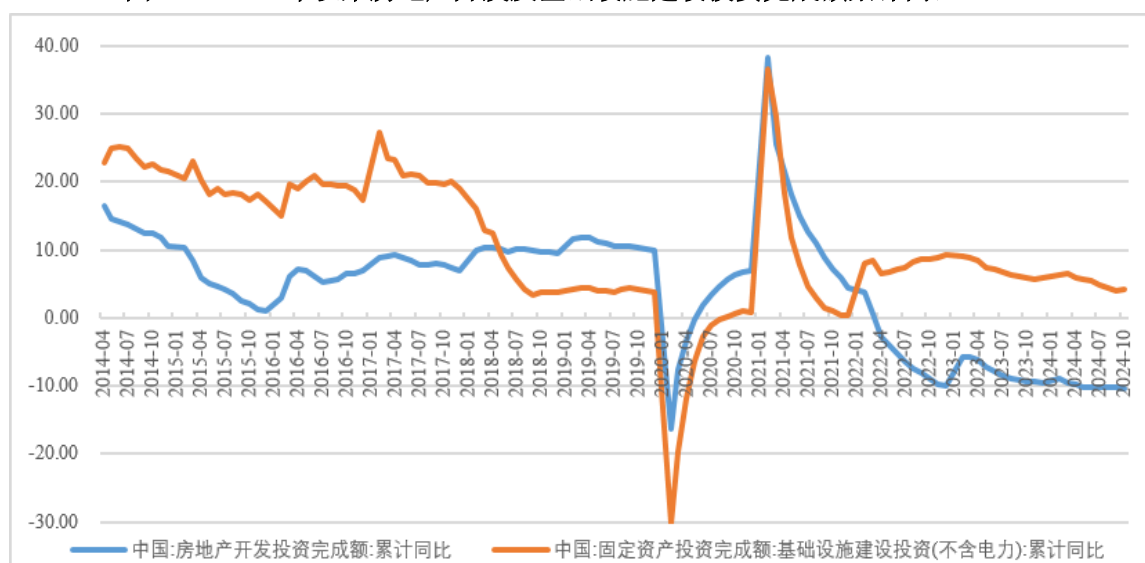
五、 水泥行业未来周期及穿越水泥企业特征研判

（一）水泥行业周期预判

本轮下行周期的结束依靠行业供需关系改善，但短期内需求端难以恢复，改善供需失衡状态需依赖供给端发力；预计在政策端持续发力及多重压力下，部分水泥产能或将被被动出清。

2021 年以来，水泥行业进入下行周期，水泥企业整体经营及财务表现均出现不同程度下滑，考虑上一轮下行周期的结束主要是受益于供给侧改革措施限制了水泥生产及一系列宏观政策拉动地产和基建投资增长带动下游需求恢复，本轮下行周期的结束依然需要依赖供需关系的改善。

图 5.1 2014 年以来房地产开发及基础设施建设投资完成额累计同比（%）



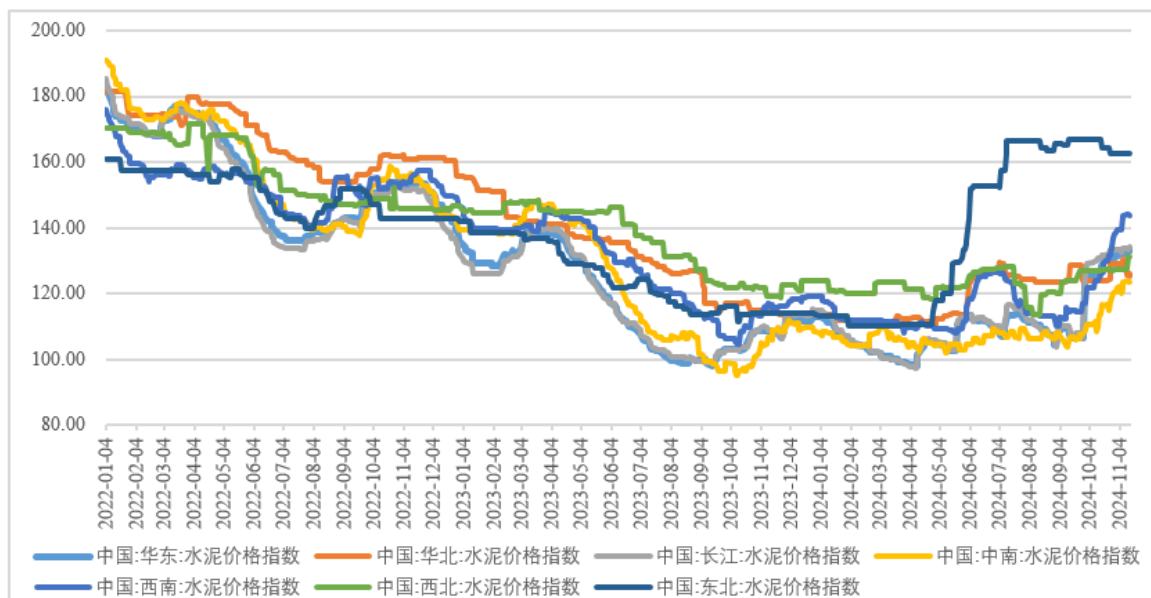
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从需求端看，2024 年 1—10 月，水泥产量为 15.01 亿吨，我们预估 2024 年全年水泥产量约为 18 亿吨，我们以保守和乐观两种情况预测未来一段时间水泥行业需求。保守情境下，考虑 2024 年陆续出台的相关房地产政策影响下，房地产行业销售已经略有恢复，但消耗目前房地产库存仍需一定时间，短期内房地产开发投资额实现正增长难度较大，但一定程度可以抑制房地产开发投资额的继续下降，下降幅度或将缩小；受化债政策等影响，基础设施建设投资力度或有所增强，但发力仍需时间；基于此情

景假设，短期内水泥下游需求或将在 16~18 亿吨。乐观情景下，随着房地产销售的陆续恢复，受此前新开工面积持续下降至较低水平影响，房地产企业将增加新开工及施工力度，房地产开发投资额停止负增长或呈现微增；同时，化债政策缓解地方政府偿债压力后，基础设施建设投资增速上升，水泥下游需求较 2024 年将有所增长，预估需求在 18~20 亿吨。

从供给端看，2024 年除了政府相关部门出台政策延长错峰停产时间外，2024 年 5 月以来，行业企业陆续组织自律停产措施控制供给，部分区域实施每月停产 15 天的自律措施，水泥产量受到有效控制，供需失衡状态有所改善，水泥价格开始底部回升。2024 年在行业旺季仍需通过较大规模停产才能维持行业供需平衡，水泥行业产能过剩情况已经十分严重。上文中已经分析了水泥企业财务指标的周期性表现，如果水泥行业下行期结束，水泥企业整体盈利能力将有所恢复，考虑 2023 年以来水泥企业陆续出现亏损，我们以 2022 年的水泥行业产能利用表现为基础预估行业供需平衡下未来水泥熟料产能情况。从保守和乐观两种状态下水泥行业需求看，当水泥行业下游需求在 16 亿吨、18 亿吨和 20 亿吨的时候，水泥行业供需平衡状态下，熟料产能约为 13.70 亿吨、15.41 亿吨和 17.12 亿吨，相较于 2023 年 18.03 亿吨的熟料产能，水泥行业尚需去除约 4.33 亿吨、2.62 亿吨和 0.90 亿吨的熟料产能。

图 5.2 2020 年以来各区域水泥价格指数（点）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

水泥行业有效熟料产能的去除需要依靠政策指导及企业实施。从政策端看，目前相关部门控制水泥供给的措施主要为错峰停产、减量置换及加大环保力度来实施。

2024 年 5 月，国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》中要求，到 2025 年底，能效基准水平以下熟料产能完成技术改造或淘汰退出，目前能效在基准水平以下熟料产能仍有相当比重，且 2024 年以来水泥需求下滑，价格深跌，部分企业亏损严重，在此背景下再拿出巨资进行改造比较困难，预计会有部分低效企业提前淘汰出局。同时随着水泥碳排放权交易市场的建设和不断完善，预计在碳排放权交易市场深化完善阶段，碳配额将逐步收紧，或将能够促进行业部分落后产能的去化。

从企业端看，受 2024 年下半年自律停产等影响，水泥价格有所恢复，但一旦价格回升到企业盈亏平衡点后，部分企业将增加生产，自律停产将无法控制供给，行业供需将恢复失衡状态，故 2024 年行业企业自律停产控制供给可持续性并不强。且停产带来相关费用增加将导致单吨水泥生产成本进一步上升，部分经济效益不高及生产成本较高的水泥企业即使在水泥价格修复的情况下仍然面临亏损。同时，持续低位运行的背景下，前期依靠增加杠杆扩大产能且在本轮上升期仍未解决债务负担的水泥企业将面临流动性压力。在多重压力下，部分水泥产能将被动出清。

（二）穿越行业周期企业特征研判

本轮行业下行期中，产能规模大、运营效率高、资源禀赋强、债务负担轻、多元化发展及股东实力强的水泥企业或将穿越周期。

根据上文预判，本轮行业下行周期尚会持续一段时间，在该期间内，水泥行业企业将面临多重压力和挑战，在此背景下，我们预判能够穿越本轮周期的水泥企业需具备以下特征。

1、产能规模大

下行期中，我们预判水泥行业将会出清部分有效产能，规模越大的企业，产能去除带来的影响将越小，特别是第一梯队的中国建材和海螺水泥，或许可以借助此次产能出清调整和优化自身产业布局。但是对于千万吨以下的水泥企业而言，产能缩减或将带来较大影响。

2、运营效率及原燃料自给率高

较高的运营效率和原燃料自给率能够降低单吨水泥生产成本，增加企业水泥产品盈利空间，提高企业应对水泥价格下降的能力，故在下行期，单吨水泥生产成本较低的企业出现亏损的概率和规模更小。同时石灰石储备充足及自给率高，一方面降低了生产成本，另一方面也保障了生产稳定性，随着石灰石资源审批流程趋严，拥有丰富的石灰石储备可以为业务的持续发展提供支持。在上文水泥样本企业分析中，运营效率及原燃料自给率较高的海螺水泥，2023 年在行业部分企业发生亏损时，仍能保证

较大规模盈利。

3、债务负担轻

在水泥行业发展历程中，较多企业通过收并购及负债投资扩大产能，资产负债率处于相对较高水平，高负债一方面会使企业面临还款压力，另一方面带来的财务费用也会侵蚀利润和现金流，特别是在行业下行期，企业盈利空间被极度压缩，盈利能力和经营获现能力都持续下降，而且如果出现亏损致使财务数据恶化，银行融资或将受到一定阻碍，债务滚续将面临不确定性，同时财务费用支付也给公司带来较大现金流压力，公司或将出现流动性紧张。所以在下行期，低杠杆企业抗风险能力更强。

4、业务及布局多元，但需要辨别风险，不能盲目多元化发展

面对水泥行业下行，多元化发展的水泥企业抗风险能力将优于单一业务的水泥企业，特别是综合性建材企业如中国建材，中国建材多元化业务不仅仅是拓展水泥上下游，同时发展石膏板、风电叶片、玻璃纤维等多种产业，其他产业的发展一定程度上能够弥补水泥业务下行带来的业绩下滑。但在行业下行期为了弥补业绩下行或者转型而增加投资非水泥上下游业务或将给企业带来较大投资风险，短期内如果没有实现投资回报，可能给公司带来较大流动性压力。

同时，部分水泥企业发展区域多元化布局，如海螺水泥和华新水泥布局海外市场，其中华新水泥海外市场布局已相对成熟，2023 年境外收入的增长对境内水泥业绩下降有较好的弥补作用。但发展海外业务存在较大的外汇无法归集国内、地缘风险及政策风险等，在自身实力不强的情况下，发债海外业务的水泥企业或将面临更大风险。

5、股东实力强

在下行期中，水泥企业经营获现能力下降，但环保投资、生产线维护等投资支出依然较大，可能会出现经营活动现金流可能无法覆盖投资支出需求的情况，水泥企业存在一定外部融资需求，对于央国企而言，股东背景为企业融资渠道通畅及低成本融资提供支撑，特别是对于部分债务负担重或出现盈利亏损的水泥企业，低成本通畅的融资能够在下行期降低企业流动性压力。

六、 总结

从市场容量变化情况来看，整体看，我国水泥行业尚未经完整生命周期。同时通过对宏观经济及水泥行业供给、价格及行业效益等方面研究，自 1992 年以来水泥行业共经历了 1992—1998 年、1999—2005 年、2006—2015 年及 2016 年至今这四个周期；水泥行业需求端和主要燃料端均呈现较强周期性变化，水泥行业供给端呈现被

动周期性变化，且随水泥行业逐步进入成熟发展阶段，周期性特征更加显著。

水泥行业周期性变化对企业经营及财务产生较大影响，在水泥行业最近两轮周期中，样本水泥企业熟料产能整体呈现增长趋势，但受企业发展战略及股东背景差异影响，样本水泥企业规模差异较大；在 2021 年以来的行业下行期，样本水泥企业销量均有所下降，行业或进入衰退期。从样本企业财务表现看，盈利指标呈现较为明显的周期性变化；竞争格局稳定后，资产负债率呈现周期性变化；总资产周转率自 2011 年后呈现周期性变化，存货周转率周期性变化不太明显；整体看，随着水泥行业发展不断成熟，样本水泥企业经营及财务表现周期性变化更加明显。

我们预判本轮下行周期的结束依靠行业供需关系改善，短期需求端难以恢复，改善供需失衡状态需依赖供给端发力；预计政策端将持续实施错峰停产、减量置换和加大环保措施力度等措施加快水泥熟料产能的去除，同时在多重压力下，部分水泥产能将被动出清。故本轮行业下行期中，产能规模大、运营效率高、资源禀赋强、债务负担轻、多元化发展及股东实力强的水泥企业将穿越周期。

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。