下载日志已记录，仅供内部参考

国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

水泥出海国别研究之巴西

水泥制造业

■ 海外水泥国别研究系列

姓名	电话	邮箱	登记编号
鲍雁辛(分析师)	0755-23976830	baoyanxin@gtht.com	S0880513070005
申浩(分析师)	021-23185636	shenhao2@gtht.com	S0880525040041
花健祎(分析师)	0755-23976858	huajianyi@gtht.com	S0880521010001

评级： 增持

本报告导读：

本篇是海外水泥国别研究第十篇，也是非洲以外地区的第一篇，详细阐述了巴西经济发展概况、水泥供需情况、竞争格局、盈利能力及趋势。

投资要点：

- **巴西是拉美第一大国，也是重要的矿石生产国。**

  巴西国土面积 851 万平方公里，人口过 2 亿，GDP 超过 2 万亿美元，是拉丁美洲第一大国。从发展阶段看，巴西人口增长已放缓，城镇化率已经较高。

  巴西自然资源非常丰富，铁矿石已探明储量 333 亿吨，产量世界第二。截至今年 1 月外汇储备 3710 亿美元，较为充裕。此外巴西各州税务等规定有较大差异，我们认为投资巴西的企业需要有一定能力。

- **水泥产量大国，迈入复苏通道。**由于人口众多，经济发展水平较高，巴西水泥产量一度突破 7000 万吨，拉美第一。趋势上看，在 2014 年达到峰值后连续数年下滑，然自 2018 年起，巴西水泥产量迈入复苏通道。

- **巴西水泥行业 5 家较大企业，由 3 家大企业主导，有优化空间和机遇。**

  巴西第一大水泥企业 Votorantim 以 3400 万吨产能、35%份额位居第一，CSN 和 Intercement 以 1700 万吨、1600 万吨产能分列 2、3 名。上述三家企业占据 70%产能份额，处于主导地位。MIZU 和 Buzzi 分别拥有 800 万吨、720 万吨产能，也是巴西水泥行业重要的参与者。

  我们认为虽然巴西面积大，但人口集中于东南部等地区，5 家企业实力均较强，所以巴西水泥竞争格局有优化空间。2024 年 Intercement 一度要挂牌出售，CSN 水泥业务（1700 万吨产能和 800 万吨计划中的项目产能合计 2500 万吨）目前处于挂牌出售阶段，我们认为巴西水泥行业竞争格局有优化的机遇。

- **价格恢复，盈利尚可。**巴西水泥价格与产量趋势类似，经过 2015 年起的数年下滑后也已迈入复苏通道，从公司单吨收入看，当前巴西水泥吨收入约 70 美元。从巴西 3 大水泥企业盈利水平看，我们测算当前巴西头部企业单吨 EBITDA 约为 20 美元，盈利水平中规中矩。

- **风险提示。需求大幅下滑，政策风险。**

相关报告

水泥制造业《水泥出海国别研究之尼日利亚》2026.04.20

水泥制造业《水泥出海国别研究之乌干达》2026.01.21

水泥制造业《水泥出海国别研究之刚果（金）》2025.12.02

水泥制造业《水泥出海国别研究之莫桑比克》2025.11.22

水泥制造业《水泥出海国别研究之埃塞俄比亚》2025.11.22



下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 人口众多的拉美第一大国 3
2. 水泥产量大，价格恢复盈利尚可 5
2.1. 巴西属于水泥产量大国 5
2.2. 三强主导的竞争格局 6
2.3. 价格恢复，盈利尚可 7
3. 风险提示 11

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 人口众多的拉美第一大国

巴西国土面积 851 万平方公里，位于南美洲东南部，北邻法属圭亚那、苏里南、圭亚那、委内瑞拉和哥伦比亚，西邻秘鲁、玻利维亚，南接巴拉圭、阿根廷和乌拉圭，东濒大西洋。巴西国土的 80%位于热带地区。北部亚马孙平原属赤道（热带）雨林气候，年平均气温 27-29℃。中部高原属热带稀树草原气候，分旱、雨两季，年平均气温 18-28℃。南部地区年平均气温 16-19℃，属亚热带气候。

巴西分为 26 个州和 1 个联邦区，首都巴西利亚位于中西部，是巴西的政治中心。圣保罗是巴西最大的城市，是全国工商、金融、交通中心，东南 100 公里有南美最大的海港桑托斯港。里约热内卢是巴西第二大城市，是世界著名的旅游胜地和巴西第二大港口。

图 1：巴西地图



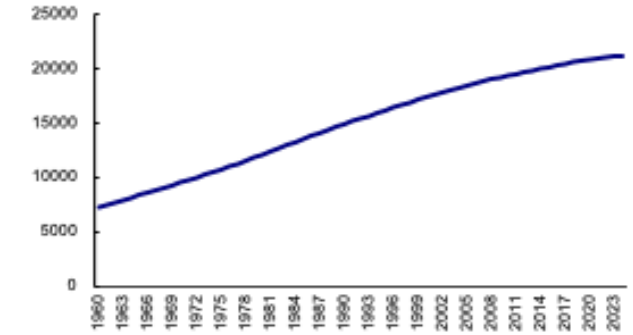
资料来源：lidicity

拉美人口第一大国，城镇化率高。

- 巴西国家地理统计局（IBGE）发布的最新人口普查数据显示，截至 2022 年底，巴西总人口为 2.03 亿，总人口数量排全球第七位，但巴西近年人口增长缓慢。巴西东南部地区人口最为集中，圣保罗州、米纳斯吉拉斯州和里约热内卢州人口居前列。其中，圣保罗州人口超 4597 万，占全国总人口的 21.63%。
- 根据世界银行统计，2024 年巴西城镇化率高达 88%，城镇化率已经非常高。我们认为未来巴西水泥需求增量更多来自于城镇化水平的提升而不是城镇化率。

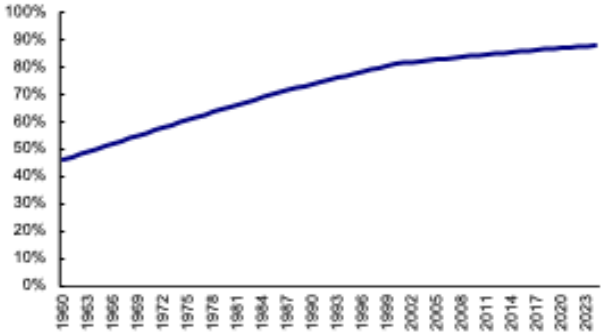
下载日志已记录，仅供内部参考

图2：巴西人口总数（万人）



资料来源：世界银行，国泰海通证券研究

图3：巴西城镇化率

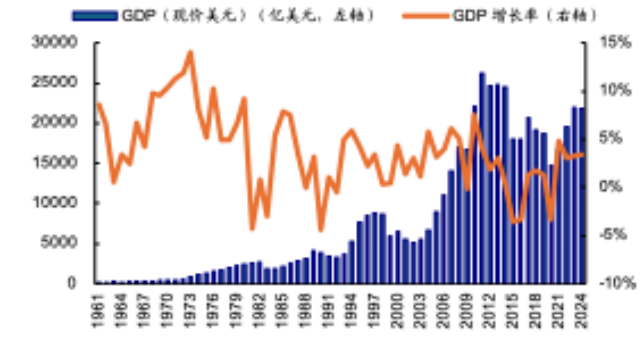


资料来源：世界银行，国泰海通证券研究

矿石、森林、水利资源丰富，GDP 体量较大。

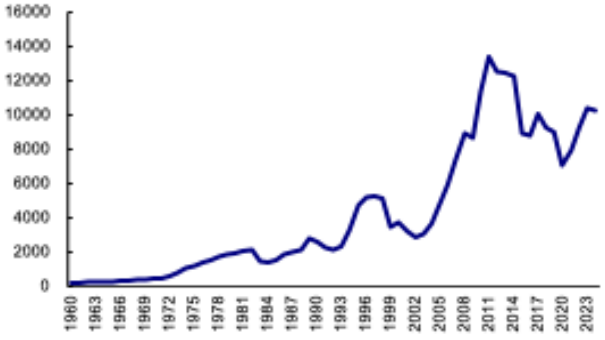
- 巴西自然资源十分丰富。铌、锰、钛、铝矾土、铅、锡、铁、铀等 29 种矿物储量位居世界前列。铌矿储量已探明 520 万吨，占全球总量的 90%以上。**巴西已经探明铁矿储量 333 亿吨，居世界第五位，产量居世界第二位。**2007 年底以来，在巴西沿海陆续发现多个特大盐下油气田，里贝拉等区块盐下超深水油气开发不断取得进展。巴西国家石油管理局（ANP）数据显示，2024 年底巴西石油储量同比增长 5.92%，达 168.4 亿桶，天然气储量增加 5.17%，达 5460 亿立方米。
- 巴西的森林面积 4.98 亿公顷，相当于其领土的 58.5% 。其中，98%为天然林，只有 2%为人工林。巴西水力资源丰富，拥有世界 12%的淡水资源，但水资源分布不均，北部地区占比超过 65%。
- 巴西 GDP 体量较大，虽在资源牛市结束的影响之下美元计价的 GDP 在 2015-2020 年出现较大的波折，但现已逐渐恢复，2024 年达 2.2 万亿美元的水平。巴西整体经济发展水平较高，人均 GDP 在 2010 年就已突破 1 万美元。

图4：巴西 GDP 概况



资料来源：世界银行，国泰海通证券研究

图5：巴西人均 GDP（现价美元）



资料来源：世界银行，国泰海通证券研究

通货膨胀较温和，兑美元汇率承压但贬值速度尚可。

- 巴西的通货膨胀率整体较为温和，除 2021 年达到 13%以外，近 20 年基本都低于 10%。

下载日志已记录，仅供内部参考

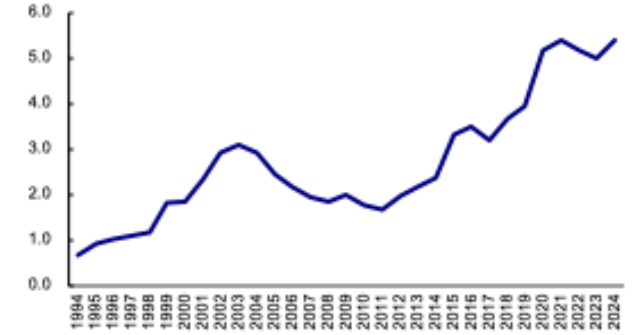
- **巴西作为资源大国，外汇储备充裕。截至 2026 年 1 月，巴西外汇储备约为 3710 亿美元。**巴西雷亚尔较美元呈贬值趋势，但速度较为可控。
- 巴西投资税务复杂。外资在投资利润汇出、撤资或利润再投资时需出示外国投资证明，并缴纳资本利得税。资本汇出税率为 15%。巴西税务法规较为复杂，作为联邦制国家，各州涉及税务的规定有较大差异。企业涉税财务须由专业机构做好审查。我们认为去巴西投资并不容易。

图 6：按 GDP 平减指数衡量的巴西通胀（年率）



资料来源：世界银行，国泰海通证券研究

图 7：巴西官方汇率（1 美元的本币，时期均值）



资料来源：世界银行，国泰海通证券研究

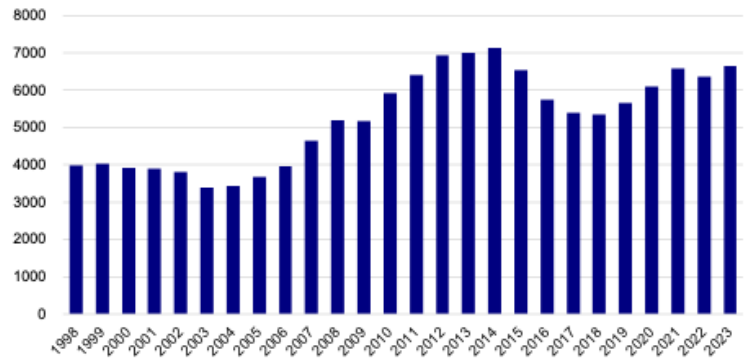
综上，我们认为，巴西作为南非人口大国、经济大国，经济发展水平较高，市场规模大，汇率贬值可控，是个值得投资的国家。但考虑到巴西税务、财务等较为复杂，我们认为要获得成功还需要企业具备较强的相关专业知识和经验。

2. 水泥产量大，价格恢复盈利尚可

2.1. 巴西属于水泥产量大国

人口基数大，水泥产量大。作为美洲人口第一大国家，巴西人口超过 2 亿，叠加经济发展水平相对较高（人均 GDP 超过 1 万美元），水泥产量较大，2008 年以来水泥产量均超 5000 万吨。从产量趋势看，与经济发展匹配，巴西水泥产量自 2015 年经历了数年下滑，近几年开始复苏。

图 8：巴西水泥产量（万吨）



资料来源：USGS，国泰海通证券研究

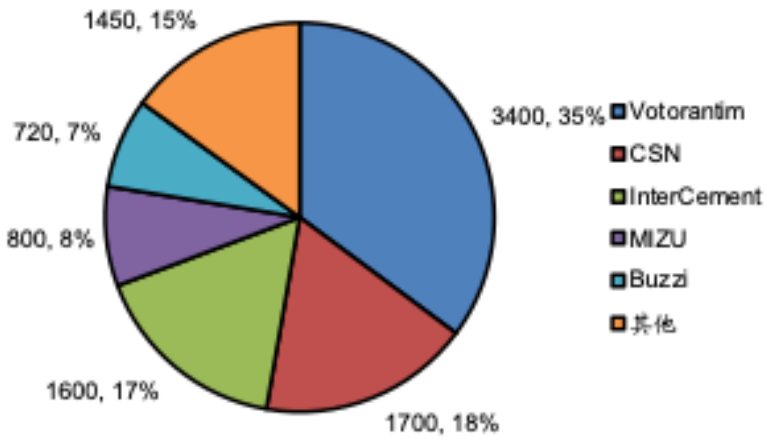
下载日志已记录，仅供内部参考

2.2. 三强主导的竞争格局

巴西水泥呈现 3 强主导的竞争格局。

- 第一大水泥企业是本土企业 Votorantim，其全球产能 5400 万吨，巴西产能高达 3400 万吨、产能占比 35%。其他产能位于北美、南美其他国家以及地中海沿岸国家。
- CSN 水泥是巴西后起之秀，CSN 集团 2022 年收购 Holcim 巴西公司，将产能扩大至 1700 万吨，目前以 18%产能占比位居巴西第二位。
- Intercement 以 1600 万吨产能、17%产能占比位居巴西第三，因债务问题，现通过债转股由原债权人控股。
- MIZU 以 800 万吨产能位居第四，其是由本土水泥、混凝土一体化集团控股。
- 意大利 Buzzi 通过收购 Cimento National 将产能扩张至 720 万吨。
- 其余产能较小或仅是粉磨产能。

图 9：巴西水泥产能竞争格局（万吨）



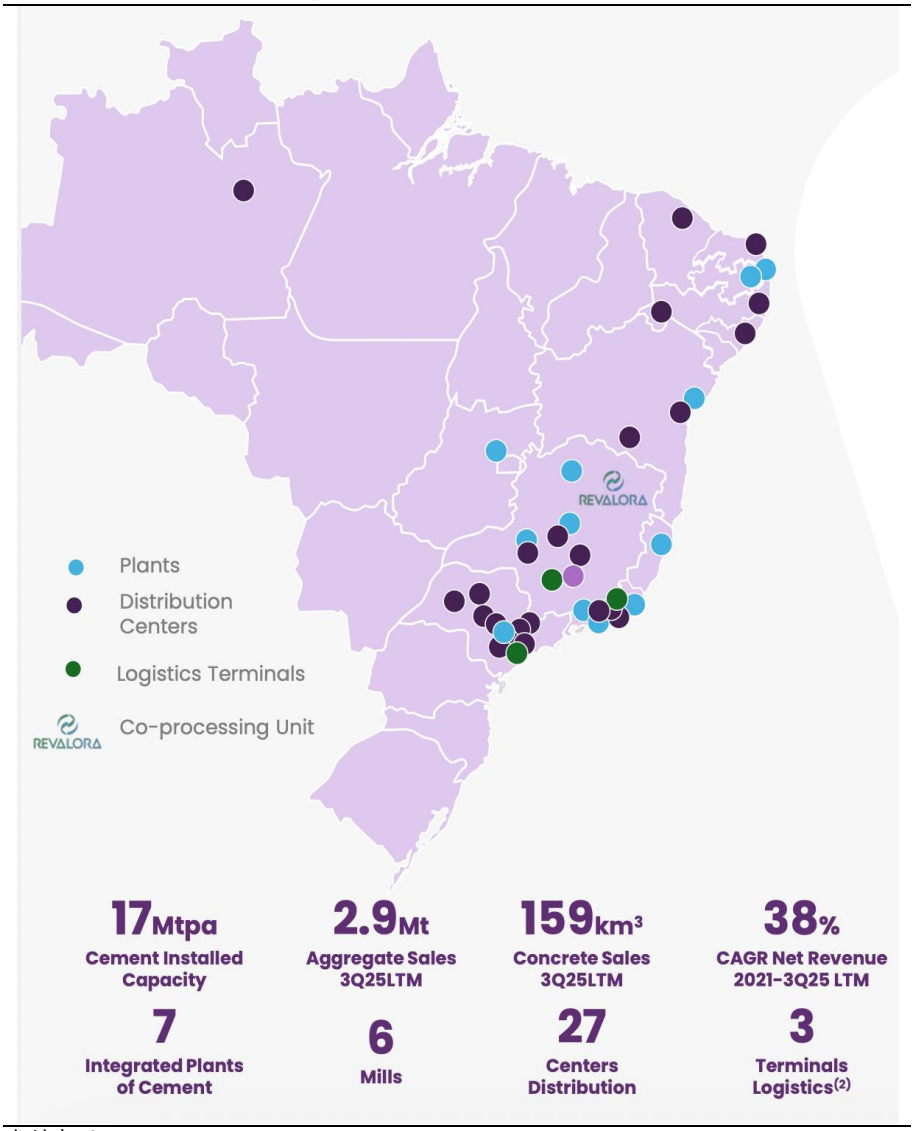
资料来源：Global Cement，Votorantim 年报，CSN 年报，Cimento 网站，MIZU 官网，Buzzi 官网，国泰海通证券研究

我们认为巴西水泥竞争格局尚可，但有优化空间和机遇。巴西水泥行业有 5 家大企业，其中 3 家产能较大企业处于主导地位，就巴西 851 万平方公里的面积来说并不多，但考虑到西北部的亚马逊雨林人迹罕至，大部分经济活动和人口活动在东南部地区，综合评判我们认为巴西水泥行业竞争格局尚可。比如巴西重要的钢铁产地米纳斯吉拉斯州就是水泥超级大州，区内水泥产能众多，仅 CSN 就有 4 座综合性工厂位于此州，巨头 Votorantim 以及 Buzzi 在此处均有布局，竞争比较激烈。我们认为巴西水泥竞争格局仍有优化空间。

2024 年，债务高企的 Intercement 挂牌出售其巴西产能和阿根廷 Loma 水泥产能，虽然最后与债权人以债转股方式解决债务问题，但是股权已经易主，考虑到原债权人并非全部专业从事水泥生产的人员，我们认为这部分产能未来仍有整合机会。CSN 面临同样的问题，水泥资产正在挂牌出售，根据规划，今年 CSN 水泥业务将完成出售。所以我们认为巴西水泥竞争格局优化空间和机遇并存。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：CSN 水泥工厂分布



资料来源：CSN Presentation

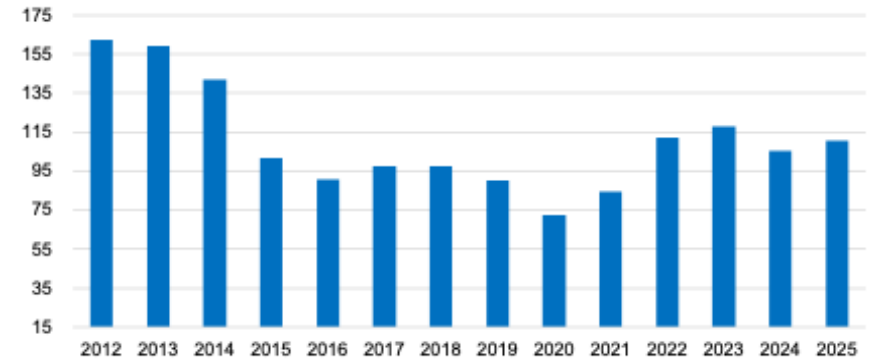
2.3. 价格恢复，盈利尚可

巴西水泥价格从低点逐步恢复。供给格局尚可，价格随需求恢复。上文我们分析了巴西水泥竞争格局，我们认为巴西没有一家企业可以像部分非洲国家水泥企业一样独立于需求而推涨水泥价格。前文可以看出巴西人口增长缓慢、城镇化率已经很高，我们认为巴西水泥需求增量依赖于城镇化水平的提升，巴西水泥需求处于缓慢恢复期。

从 Votorantim 巴西单吨收入可以看出，巴西水泥价格随着需求波动，2015 年开始随着需求走弱价格下滑，2020 年新冠再次打击了巴西水泥价格，其后巴西水泥价格随着需求有所恢复。

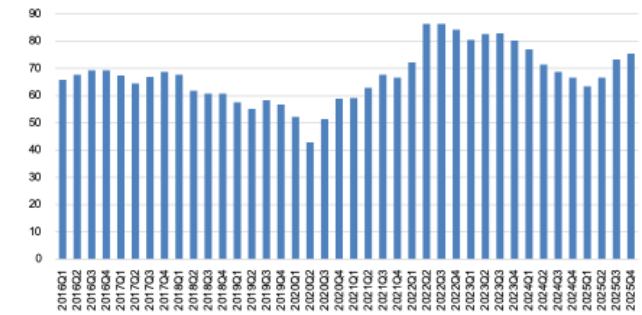
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：Votorantim 巴西单吨收入（美元/吨）



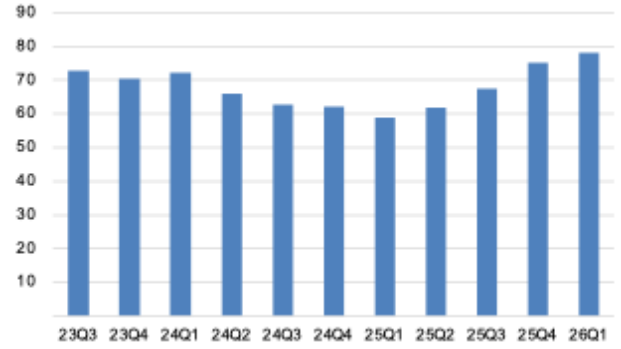
资料来源：Votorantim2012-2025 年报，Cimento，Wind，国泰海通证券研究
注：销量根据巴西销量乘以 35%测算。

图 12：Intercement Brazil 单吨收入（美元/吨）



资料来源：2016-2025 年 Intercement 季报，Wind，国泰海通证券研究

图 13：CSN 水泥单吨收入（美元/吨）



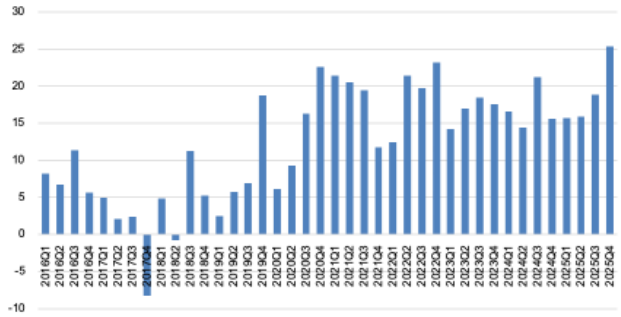
资料来源：2023-2026 年 CSN 季报，Wind，国泰海通证券研究

巴西水泥价格和盈利水平中规中矩。

- 从 Intercement 巴西、CSN 水泥的单吨收入可以看出，近几年巴西单吨收入并不高，Intercement 巴西单吨收入在 60 美元左右，CSN 水泥单吨收入在 70 美元左右。全球范围内比较，我们认为巴西水泥价格低于欧美非，但是仍高于亚洲大部分地区。
- 从 Intercement 巴西、CSN、Votorantim 3 家公司单吨 EBITDA 表征的盈利可以看出，Intercement 巴西近年单吨 EBITDA 大致在 15-20 美元区间，CSN 单吨 EBITDA 约 20 美元，Votorantim 超过 20 美元（其单吨收入明显更高，预计除水泥外有较多其他业务，所以 EBITDA 也偏高）。整体来看我们认为 3 家盈利水平相差不大，盈利在全球处于中规中矩的水平。

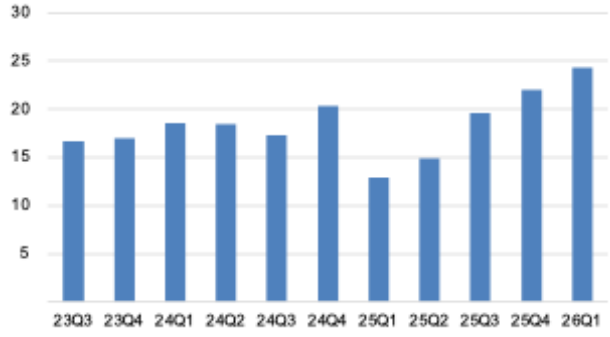
下载日志已记录，仅供内部参考

图 14：Intercement Brazil 单吨 EBITDA（美元/吨）



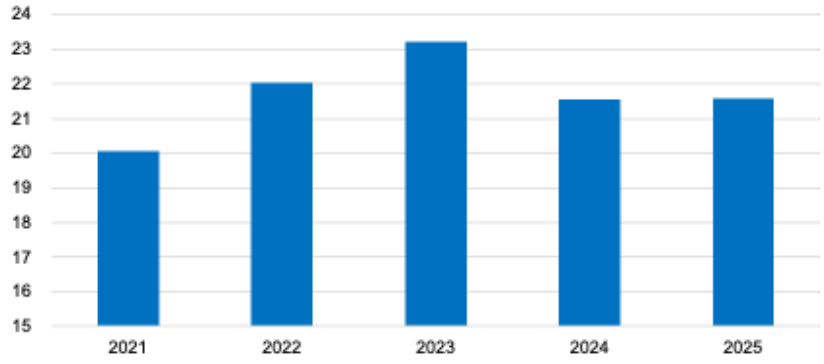
资料来源：2016-2025 年 Intercement 季报，Wind，国泰海通证券研究

图 15：CSN 水泥单吨 EBITDA（美元/吨）



资料来源：2023-2026 年 CSN 季报，Wind，国泰海通证券研究

图 16：Votorantim 巴西分部单吨 EBITDA（美元/吨）



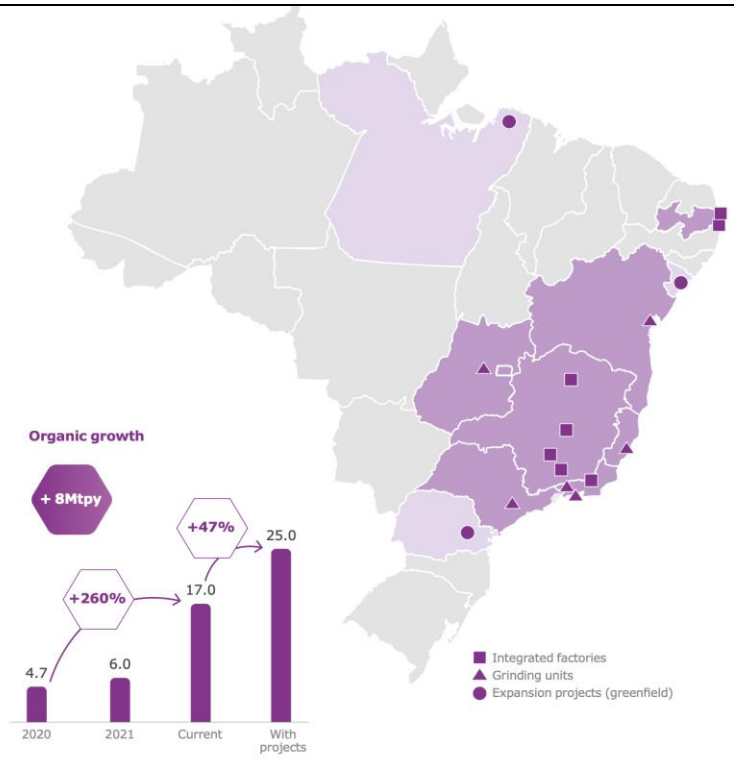
资料来源：Votorantim2021-2025 年报，Cimento，Wind，国泰海通证券研究
注：销量根据巴西销量乘以 35%测算

综上我们认为：

- **巴西人口众多、经济体量大、水泥需求量大，虽然投资环境、税务、财务、法律等复杂，仍是水泥企业出海投资绕不开的国家。**
- **巴西水泥销量和价格处于恢复通道，当前价格在 70 美元左右，单吨 EBITDA 在 20 美元左右，价格和盈利水平中规中矩。**
- **我们认为 Votorantim 市占率已高达 35%，在巴西反垄断的监管之下，提升市场份额的难度很大；Intercement 的巴西资产仍有出售可能；CSN 水泥资产正在投标阶段（下图可以看出 CSN 有 1700 万吨的水泥产能，计划中的项目有 800 万吨产能，如果顺利完成合计产能将达到 2500 万吨）。我们认为未来巴西水泥市场竞争格局仍有变数，优化空间和机遇并存。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：CSN 水泥工厂分布



资料来源：CSN 综合报告书

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 风险提示

需求大幅下滑：巴西矿石资源丰富，如果遇到全球经济疲软，大宗产品价格下行，巴西将遇到水泥需求疲软以及汇率贬值的双重压力；

政策风险：巴西作为州联邦制国家，法律、政策、税务、财务等较为复杂，政策成本较高。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666