下载日志已记录，仅供内部参考

水泥出海国别研究之菲律宾

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
冯晨阳(分析师)	021-23183846	fengchenyang@gtht.com	S0880525040020

评级： 增持

相关报告

水泥制造业《水泥出海国别研究之巴西》2026.06.16

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

本报告导读：

本篇是海外水泥国别研究亚洲第一篇，详细阐述了菲律宾经济发展概况、水泥供需情况、竞争格局、盈利能力及趋势。

投资要点：

- **菲律宾是经济发展较快的人口大国。**菲律宾是一个拥有 7000 多个岛屿，人口超过 1 亿的人口大国。近年来，菲律宾宏观经济发展较为稳定，年经济增长率基本保持在 6%左右。通货膨胀率保持温和水平，菲佣为代表的劳务输出量大、汇款接收金额大，菲律宾比索兑美元表现坚挺。

- **水泥供需两旺，进口冲击特征明显，国内呈 4 大 2 小竞争格局，本土财团控制力有所增强。**

  菲律宾水泥产量约 3000 万吨，人均产量不足 300kg，仍有提升潜力；2017 年起进口水泥占需求比重不断提升，2024 年进口量已达 755 万吨、占比 22%。

  菲律宾水泥呈现 4 大（Republic、Holcim、Eagle、CHP）2 小（Taiheiyo、Northern）的供给格局，合计产能 4276.5 万吨（其他产能多以粉磨为主）。我们观察到，本土财团 Aboitiz 和 CRH 于 2015 年联手收购 Lafarge 菲律宾资产，本土财团 Consunji 于 2024 年收购 Cemex 菲律宾水泥资产 CHP 后，当前前 6 大水泥企业有 4 家具备菲律宾财团背景，**本土财团对菲律宾水泥产业的控制力有所增强。**

- **2022 年后价格、盈利下行显著，保护性关税及技改降本有望提升盈利水平。**

  受低价进口水泥冲击，2022 年起菲律宾水泥美元价格开始下行（从 80 美元/吨水平降至 60 美元/吨），菲律宾水泥行业盈利下行显著，2023 起就陷入行业亏损的局面。

  2026 年菲律宾重启针对进口水泥的保护性关税，我们认为价格有望回升；我们认为超过 60 美元/吨的价格并不低，即便价格不提升，有技术能力的企业有望凭借技术降本提效获取可观盈利。

- 风险提示。进口冲击风险，成本上升风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 经济发展较快的人口大国 3
2. 水泥供需两旺，竞争较激烈 5
2.1. 水泥供需两旺，进口冲击特征显著 5
2.2. 4 大 2 小供给格局，本土财团控制力有所增强 6
2.3. 2022 年后价格、盈利下行显著 7
2.4. 重启保护性关税，水泥价格有望回升 9
3. 风险提示 10

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 经济发展较快的人口大国

菲律宾位于亚洲东南部。北隔巴士海峡与中国台湾省遥遥相对，南和西南隔苏拉威西海、巴拉巴克海峡与印度尼西亚、马来西亚相望，西濒南海，东临太平洋。共有大小岛屿 7000 多个，其中吕宋岛、棉兰老岛、萨马岛等 11 个主要岛屿占全国总面积的 96％。

图1：菲律宾地图



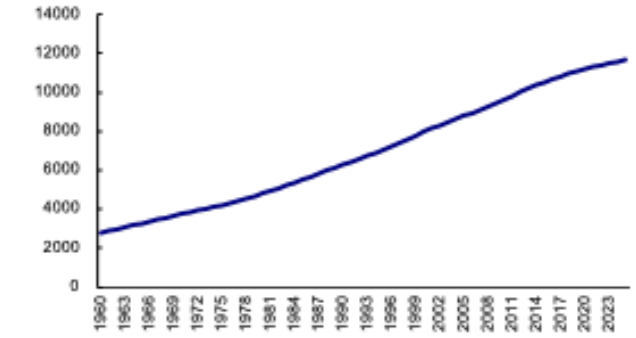
资料来源：lidicity

菲律宾人口多、局部密度极高，城镇化率不断提升。

- 据菲律宾统计局 2024 年人口普查数据，**菲总人口 1.127 亿，为全球第 13 大人口大国。**吕宋岛占该国人口的一半以上（56.9%），其次是棉兰老岛（23.9%）和维萨亚群岛（19.2%）。劳动力人口约 7000 万，占总人口的 63.9%。大学以上学历人口占人口总数的 13%。由于地区发展差异导致菲律宾人口分布很不平衡，**马尼拉的人口密度高达 4.8 万人/平方公里，**吕宋岛北部的一些省人口密度仅为数十人/平方公里。
- **菲律宾城镇化率整体呈现不断提升趋势**，在 2008 金融危机后城镇化率提升明显加速。虽然菲城镇化率不断提升，但仍不足 60%，尚有较大提升空间。此外考虑到菲律宾首都马尼拉超高的人口密度和基建水平，**我们认为菲律宾的城镇化水平亦有较大提升空间。**

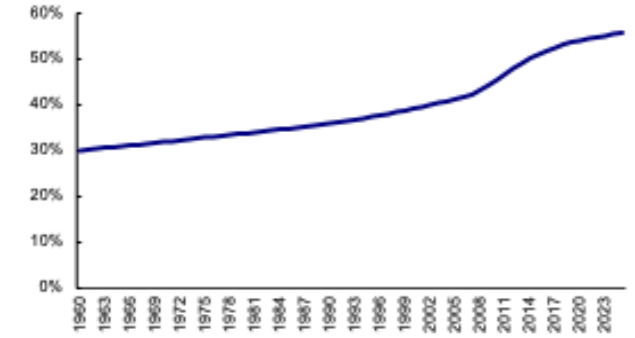
下载日志已记录，仅供内部参考

图2：菲律宾人口总数（万人）



资料来源：世界银行，国泰海通证券研究

图3：菲律宾城镇化率

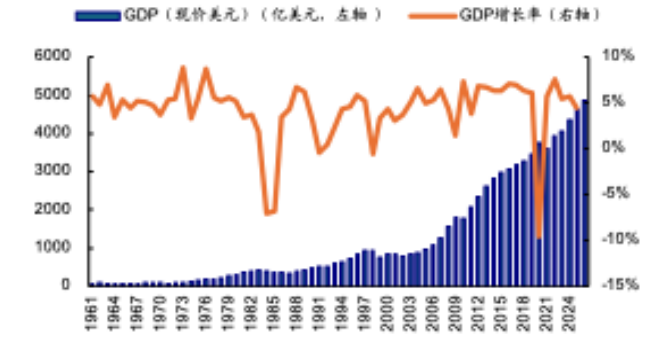


资料来源：世界银行，国泰海通证券研究

经济发展较快，消费占比较高，本土集团掌控经济命脉。

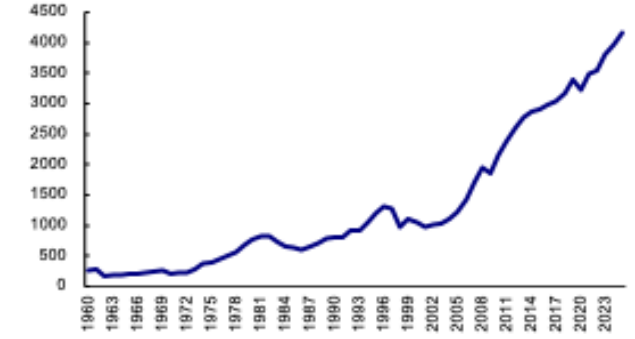
- **经济发展较快，消费占比高。**近年来，菲律宾宏观经济发展较为稳定，年经济增长率基本保持在6%左右。人均GDP不断提升。2020-2024年，菲律宾消费占GDP平均比重约为90.7%，投资占GDP平均比重约为22%，净出口占GDP平均比重约为-12.8%。2024年，菲律宾消费、投资和净出口分别占GDP比重为90.7%、23.7%和-14.4%。**以菲佣为代表的劳务输出仍是该国经济重要支柱。**目前，在国外工作的菲律宾务工人员超过200万人。2023年，菲律宾是全球第四大汇款接收国，海外汇款超过370亿美元，占该国国内生产总值（GDP）的8.5%。这些汇款收入极大促进了菲律宾国内消费。
- **三产中服务业占比较大。**2024年，菲律宾农林渔猎业增加值为2.4万亿比索（现价），约占GDP的9.1%；菲律宾工业增加值为7.3万亿比索（现价），约占GDP的27.7%；菲律宾服务业增加值为16.7万亿比索（现价），约占GDP的63.2%。其中，批发零售和汽车摩托车修理行业增加值4.88万亿比索（现价），约占GDP的18.4%；金融和保险业增加值2.89万亿比索（现价），约占GDP的10.9%；旅游业直接总增加值为2.35万亿比索（现价），对菲律宾经济的贡献为8.9%；
- **菲律宾经济主要由几大本土家族财团掌控，**如SM集团（SM Group）、阿亚拉集团（Ayala Group）、生力集团（San Miguel Corporation）、阿博伊蒂兹集团（Aboitiz Group）等，其业务横跨多个产业。外商投资企业在制造业（汽车、消费品）、农业综合企业和商业流程外包（BPO）等领域占据重要地位。

图4：菲律宾GDP概况



资料来源：世界银行，国泰海通证券研究

图5：菲律宾人均GDP（现价美元）



资料来源：世界银行，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

通货膨胀温和、汇率坚挺、外汇兑换自由。

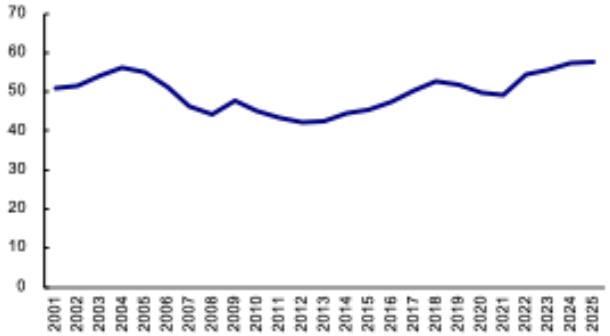
- 菲律宾的通货膨胀率保持在良好的水平，2000 年以来以 GDP 平减指数衡量的通胀率未超过 10%，且除 2015 年外未出现负值，我们认为整体通胀率比较良好。
- **菲律宾比索的汇率较坚挺**，从 2001 年以来兑美元汇率变动不大。菲律宾实行浮动汇率制。在银行体系之外，可以自由买卖外汇；外汇收入和所得可以出售给授权代理行，也允许在银行体系之外进行交易，还允许在菲律宾境内外自由存储外币，并且可以自由用于任何目的。

图6：按 GDP 平减指数衡量的菲律宾通胀（年率）



资料来源：世界银行，国泰海通证券研究

图7：菲律宾官方汇率（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

2. 水泥供需两旺，竞争较激烈

2.1. 水泥供需两旺，进口冲击特征显著

菲律宾水泥产量快速提升，但人均产量仍有增加潜力。菲律宾的水泥产量在 2007 年后不断提升，水泥工业快速发展，产量从 1000 万吨级别提升至 3000 万吨。从人均水泥产量来说，菲律宾仍不足 300kg，远低于中国、韩国等东亚国家，甚至低于乌兹别克斯坦等中亚国家，我们认为菲律宾的水泥产量仍有增加的潜力。

图8：菲律宾水泥产量（万吨）

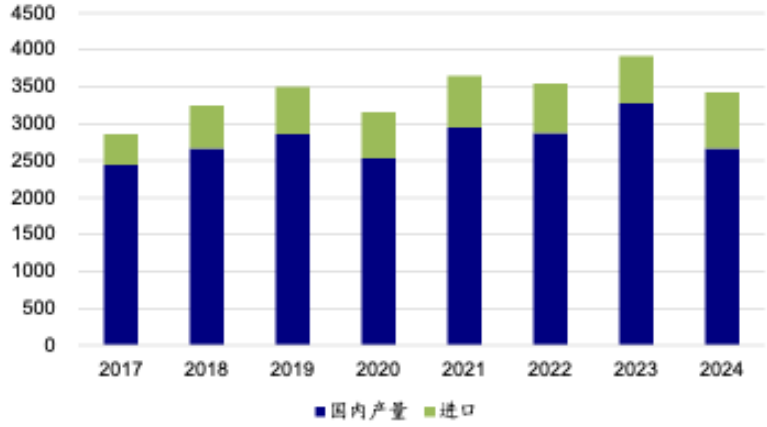


资料来源：USGS，菲律宾关税委员会，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

近年进口水泥对菲律宾冲击较大。根据菲律宾关税委员会的文件，2017年-2024年进口水泥占需求比重整体不断提升， 2017年进口量仅有413万吨，2024年进口已升至755万吨、占比已至22%。

图9：菲律宾水泥产量和进口（万吨）



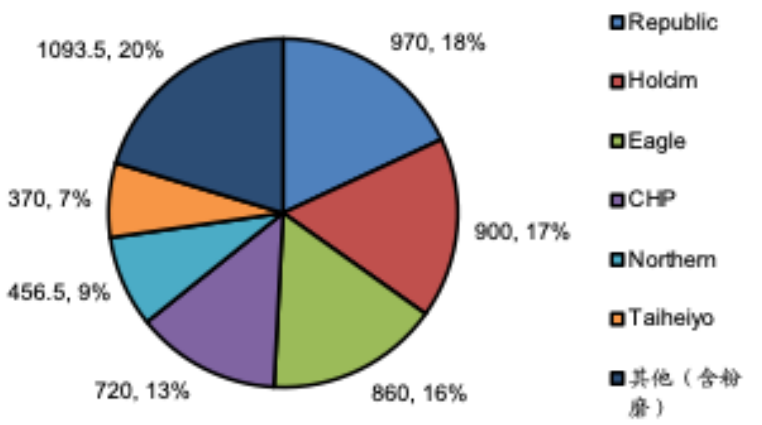
资料来源：菲律宾关税委员会，国泰海通证券研究

2.2. 4大2小供给格局，本土财团控制力有所增强

菲律宾水泥行业整体呈4大2小格局。

- Republic是菲律宾第一大水泥企业，此前由Lafarge控制，后由本地财团Aboitiz联合CRH水泥接手，产能970万吨，产能占比18%；
- Holcim以900万吨产能、17%占比位居第二；
- 本土生力集团控制的Eagle以860万吨产能、16%份额位居第三；
- CHP是本土财团Consunji于2024年从Cemex手中取得，产能720万吨、13%产能占比；
- 日本Taiheiyo和Northern分别控制370、456.5万吨产能，余下1093.5万吨产能多以粉磨产能为主。

图10：菲律宾水泥竞争格局（万吨）



资料来源：Eagle2025年报，Republic官网，华新收购Holcim菲律宾公告，Eagle官网，CHP官网，SMC公告，Cemnet，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

下图清晰展示了菲律宾水泥企业产线布局，大部分产能集中于吕宋岛南部、首都马尼拉周边，Holcim 和 Republic 在南部棉兰老亦有布局。

图11：菲律宾产线分布



资料来源：菲律宾关税委员会

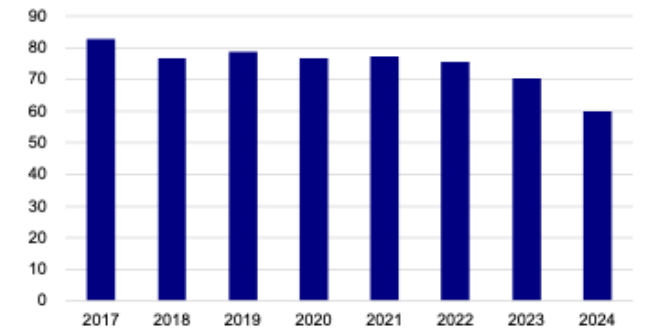
2.3. 2022 年后价格、盈利下行显著

低价进口冲击之下，2022 年后菲律宾水泥价格加速下行。前文已述近年菲律宾进口水泥量不断增加，这里主要是来自于越南的低价水泥（进口价格仅 3000 多比索）。受此影响我们看到菲律宾水泥企业的出厂价格亦不断下行，叠加汇率影响，美元计价的菲律宾水泥企业出厂价格在 2022 年后加速下行，从此前接近 80 美元/吨下降至 2024 年 60 美元/吨。

2022 年成本上行显著。菲律宾是个能源进口国，由于 2022 年能源价格飙升以及美元强加息周期，菲律宾能源价格飙升，CeMAP 成员的制造费用从 2021 年的 27 美元/吨升至 2022 年的 33 美元/吨。

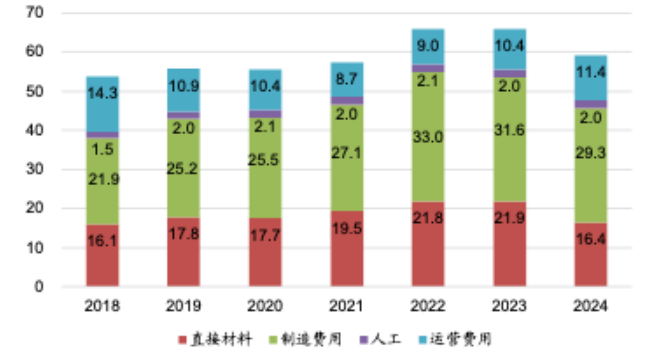
下载日志已记录，仅供内部参考

图12：菲律宾 CeMAP 水泥企业出厂价（美元/吨）



资料来源：菲律宾关税委员会，Wind，国泰海通证券研究

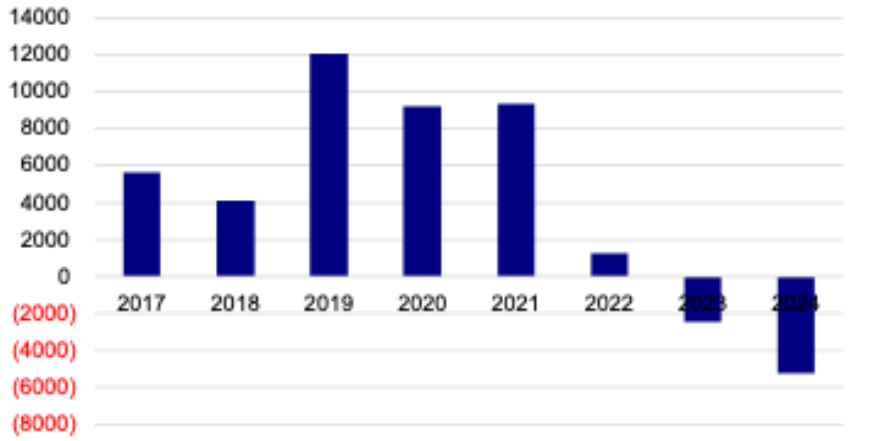
图13：菲律宾 CeMAP 水泥企业成本构成（美元/吨）



资料来源：菲律宾关税委员会，Wind，国泰海通证券研究

价格下行、成本上涨，菲律宾水泥企业盈利自 2022 年起承压。在价格下行，成本上涨的背景下，我们看到菲律宾企业盈利显著下滑。我们以收入-成本-费用作为运营利润，2022 年运营利润迅速收窄至 1288 百万比索，2023 年出现亏损，2024 年亏损扩大至 5232 百万比索（净利润亏损 7178 百万比索）。

图14：CeMAP 成员运营利润（百万比索）



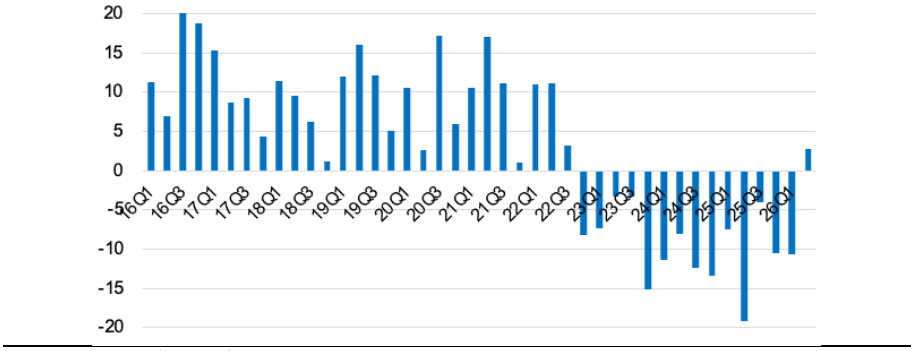
资料来源：菲律宾关税委员会，国泰海通证券研究

具体到单个企业，我们看到：

- CHP 单季度利润在 2023 年开始转负，经过 13 个季度后于 2026 年二季度转正；
- Republic 单季度净利润自 2023 年起持续为负，2026Q2 显著减亏。

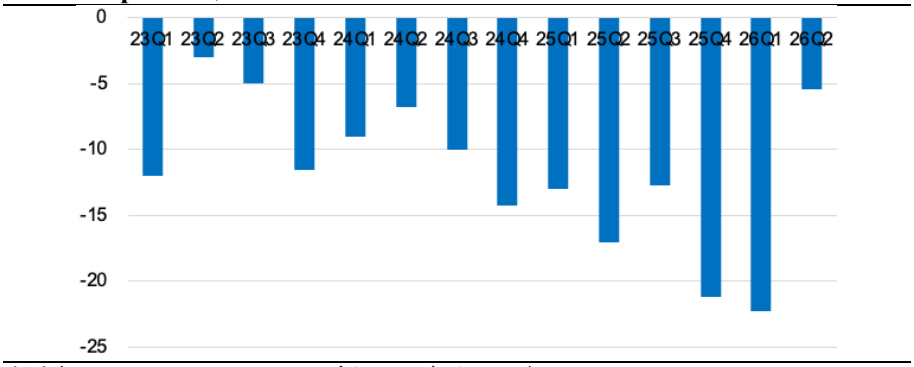
下载日志已记录，仅供内部参考

图15：CHP 经营利润（百万美元）



资料来源：彭博，国泰海通证券研究

图16：Republic 净利润（百万美元）



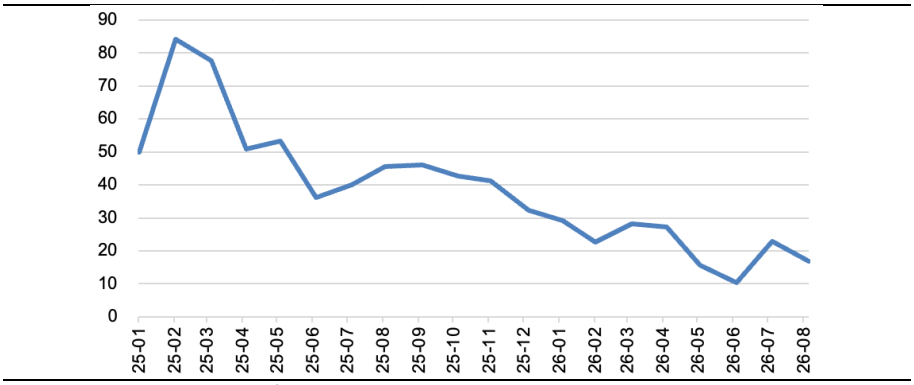
资料来源：Aboitiz 23Q1~26Q2 季报，国泰海通证券研究

2.4. 重启保护性关税，水泥价格有望回升

保护性关税重启，越南水泥量明显减少。由于越南水泥低价冲击不断，菲律宾自 2026 年 3 月起对越南水泥征收 349 比索/吨的保护性关税，2026 年 6 月起对印尼等国也征收 349 比索/吨的保护性关税。从下图可以看出，此前越南出口至菲律宾的水泥量超过 40 万吨/月，征收保护性关税后明显减少至约 20 万吨/月。

理论上如果越南水泥份额不变，菲律宾水泥价格或提 升 349 比索/吨，如果菲律宾水泥价格不变，越南水泥份额有望大幅降低。我们认为实际情况或介于二者之间，菲律宾的水泥价格有望回升，但幅度或有限，但从份额上有望挤压进口水泥。菲律宾水泥价格的提升有赖于关税绝对额的继续提高。

图17：越南出口至菲律宾水泥熟料量（万吨）



资料来源：越南海关，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

综上，我们认为菲律宾是水泥价格中规中矩的大市场，**需求潜力大。**当前菲律宾水泥企业盈利水平低，主要是由于其 60 美元/吨的价格难以覆盖约 60 美元/吨的高额成本。但是我们认为，此市场恰恰给中国水泥企业进入并降本提效留下了充足的空间，且水泥价格有望凭借保护性关税进一步提升。

3. 风险提示

进口冲击风险：如果越南等国水泥企业宁愿牺牲利润也要继续向菲律宾大规模低价出口水泥，菲律宾水泥价格仍会承压；

成本上升风险：菲律宾能源进口、电价高，如果能源成本继续上升，菲律宾水泥企业对进口水泥的竞争力有进一步削弱的风险。



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