下载日志已记录，仅供内部参考

建筑材料行业深度研究

出海系列：巴西水泥需求有望受益于PAC计划重启，利润提升空间充足

2026年10月21日

【投资要点】

- **巴西水泥概览：2025年消耗量6600-6700万吨，CR3超70%，成本改善空间大。**受益于筹备奥运会与世界杯时的大规模基建，巴西水泥需求在2013-2014年达到高峰7300万吨左右，随后下滑至5300万吨的阶段性低点，2019年后，受益于1）大宗商品价格上涨经济基本面改善，2）PAC计划重启，地产基建需求增长，巴西水泥需求重回增长，我们测算2025年巴西水泥消耗量6600-6700万吨，为历史第四高年份。竞争格局方面，2025年年底巴西水泥总产能9400万吨左右，前三企业沃特兰亭/Inter Cement/CSN市场份额36%/18%/18%，CR3超70%，属于高集中度市场。从价格利润来看，CSN/InterCement两家公司2025年巴西地区水泥平均售价476/504元/吨，远高于国内水平，但头部企业沃特兰亭近年来EBITDA利润率仅20%上下，低于两家企业在北美、欧洲的利润率，也同样低于国内头部企业利润率，体现当地企业成本改善空间较大。
- **趋势判断1：需求预计保持增长。**2023年卢拉回归后，重启以MCMV为代表的PAC计划。其中MCMV计划规划投资3454亿里亚尔，为家庭收入符合要求且名下无房的城市或农村群体提供购房补贴和低于市场水平的房贷利率，帮助民众购买经济适用房，而2025年10月，该补贴适用人群方面进一步扩大，我们判断未来住房需求将继续保持增长。基建方面，随着2024年巴西国会通过新版PPP框架法案，资金来源进一步扩充，CEBRI测算未来巴西地区有望通过PPP模式投资的项目合计1402亿美元，基建投资占GDP比重也有望从目前的2.2%提升至4.3%，随着2026年12月当地铁路项目开始公开招标，基建建设强度也有望逐渐提升。我们预计未来3-5年巴西水泥需求CAGR有望达到3-5%，略高于IMF预计的2.4%巴西GDP增速。
- **趋势预判2：供给端增量有限，支撑价格上涨。**巴西头部企业中，沃特兰亭尽管Capex上升，但2025年有79%用于更新升级，用于产能扩张开支较少，而InterCement与CSN目前债务压力较大，我们判断两家企业扩张意愿有限。我们测算巴西地区每年确定性较高的新增产能或为120-130万吨，低于需求增长，因此我们认为巴西地区水泥供需格局将改善，为价格上涨奠定良好基础，2026H1巴西水泥价格利润改善，已经初步体现上述趋势。
- **趋势预判3：骨料业务延伸空间大，利润率有望提升。**2025年沃特兰亭水泥业务占总收入66%，混凝土+骨料合计22%（混凝土为主，骨料仅3%），其他建材占12%，对比成熟市场及公司，2023年Holcim在北美地区，水泥、骨料+混凝土及其余建材收入贡献相对平均，均为30%+，骨料业务延伸空间较大。而从我国头部企业海螺水泥运营数据来看，骨料业务毛利率通常优于水泥，因此我们认为如果当地企业未来延伸拓展骨料业务，则利润率有望提升。

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：王翩翩

证书编号：S1160524060001

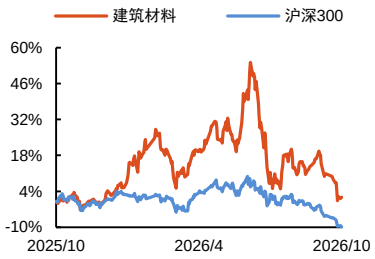
证券分析师：郁晾

证书编号：S1160524100004

证券分析师：闫广

证书编号：S1160526010004

相对指数表现



相关研究

《电子布进入新一轮提价窗口期，京东方玻璃基板推进顺利，关注玻璃基板产业趋势》

2026.09.27

《电子布景气度无虞，房地产进入存量时代，关注零售渠道布局完善的消费建材龙头》

2026.09.20

《千亿赛道迎涨价+国产化黄金期，推荐上峰材料等》

2026.09.16

《继续看好电子布反弹行情，关注“金九银十”旺季涨价板块》

2026.09.13

《建材行业2026年中报总结：26Q2电子布高景气度持续，地产链业绩承压》

2026.09.09

下载日志已记录，仅供内部参考

【配置建议】

- **积极拓展海外的水泥企业有望受益。推荐【华新建材】、【海螺水泥】。**
  此外【中国建材】、【西部水泥】有望产业重点受益。

【风险提示】

- 需求不及预期，供给增长超预期，政策风险，汇率风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1. 巴西水泥概览 5
1.1. 巴西：南美洲最大国家，人口结构年轻 5
1.2. 巴西水泥概览：需求重回增长，集中度高，价格优于国内 7
1.2.1. 水泥需求：测算 2025 年需求 6600-6700 万吨，重回增长 7
1.2.2. 竞争格局：CR3 超 70%，市场集中度高 8
1.2.3. 价格盈利：价格优于国内，成本控制有提升空间 12
2. 趋势判断：供需改善支撑价格上涨，骨料延伸空间大 14
2.1. 趋势判断一：水泥需求保持增长，预计年增速 3-5% 14
2.1.1. 新版增长加速计划（PAC）重启，看好当地房建及基建需求 14
2.1.2. 国际视角来看，巴西人均水泥需求仍有提升空间 19
2.2. 趋势判断二：供给增量有限，支撑价格上涨 21
2.3. 趋势判断三：骨料延伸空间大 22
3. 投资建议 24
4. 风险提示 24

图表目录

图表 1： 巴西行政地区划分图 5
图表 2： 巴西人口 6
图表 3： 巴西置业人口（15-64 岁）占比较高 6
图表 4： 巴西城镇化率较高 6
图表 5： 巴西 GDP（美元现价） 6
图表 6： 巴西人均 GDP 6
图表 7： 巴西水泥消耗量及增速 7
图表 8： 巴西水泥各阶段增速及主要驱动力 8
图表 9： 南美主要水泥市场产量占比（2023） 8
图表 10： 巴西水泥市场格局测算 9
图表 11： 巴西市场产能利用率 9
图表 12： 沃特兰亭水泥产能全球布局 9
图表 13： 沃特兰亭分板块收入 10
图表 14： 沃特兰亭全球水泥销量及平均售价 10
图表 15： InterCement 水泥产能巴西布局 10
图表 16： CSN 水泥产能巴西布局 11
图表 17： CSN 各板块 EBITDA 利润率对比 11
图表 18： CSN 公司整体债务情况 12
图表 19： 沃特兰亭巴西地区经营数据概览（单位：百万巴西里亚尔） 12
图表 20： 沃特兰亭分地区 EBITDA 利润率对比 13
图表 21： InterCement 巴西地区经营数据概览（单位：百万巴西里亚尔） 13
图表 22： InterCement 巴西及阿根廷价格对比 13
图表 23： InterCement 巴西及阿根廷吨 EBITDA 对比 13
图表 24： CSN 巴西地区水泥板块经营数据概览（单位：百万巴西里亚尔） 13
图表 25： PAC 计划各行业投资占比 15
图表 26： MCMV 计划符合补贴要求人群 15
图表 27： 建设可持续和有韧性城市各项投资计划 16
图表 28： 高效和可持续的交通各项投资计划 16
图表 29： 巴西房价同比变化 16
图表 30： FIPOEZAP 房价指数 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 31：巴西地区未来预计通过 PPP 特许经营权方式进行的基建投资概览 17
图表 32：巴西各基建板块未来所需预计投资额 17
图表 33：巴西东西综合铁路通道 18
图表 34：巴西西部铁路网 18
图表 35：巴西北部延伸铁路 18
图表 36：巴西南部铁路网-圣卡塔琳娜州通道 18
图表 37：巴西南部铁路-南里奥格兰德州通道 19
图表 38：巴西南部铁路网-南共市通道 19
图表 39：巴西人均水泥用量 19
图表 40：日本城镇化率及人均水泥消费 20
图表 41：法国城镇化率及人均水泥消费 20
图表 42：法国城镇化率及人均水泥消费 21
图表 43：沃特兰亭 CAPEX 21
图表 44：沃特兰亭未来巴西地区产能增长计划 22
图表 45：沃特兰亭 2025 分板块收入 23
图表 46：Holcim2017 分板块收入 23
图表 47：海螺水泥骨料业务毛利率优于水泥业务（单位：%） 23

下载日志已记录，仅供内部参考

1.巴西水泥概览

1.1.巴西：南美洲最大国家，人口结构年轻

巴西位于南美洲东部,总面积851万平方公里,是南美洲面积最大的国家,也是全球国土第五大国。巴西与10个国家接壤，边境总长超过16000公里，拥有便捷的陆路贸易通道，同时巴西濒临大西洋，拥有长达7491公里的海岸线和众多港口，其中桑托斯港作为拉丁美洲最繁忙的港口，吞吐量占全国港口吞吐总量的三分之一。公路和铁路方面，巴西铁路运力居拉美首位，目前铁路网总长度超3万公里。

图表 1：巴西行政地区划分图

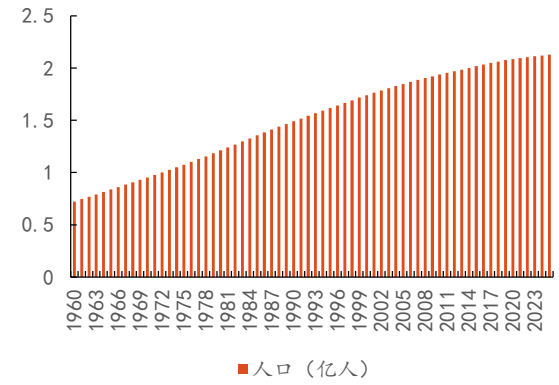


资料来源：IBGE，东方财富证券研究所

从人口上看，巴西是南美洲人口最多的国家，占南美洲总人口的近50%，位居全球第七位。其中，巴西人口年龄平均值为33.8岁，15至64岁的劳动年龄人口占比为69%,人口结构呈现年轻化的特点。巴西的城镇化水平较高,2025年城镇化率达到88%。

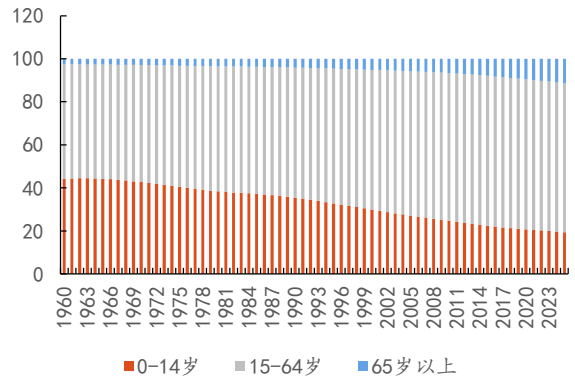
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2：巴西人口



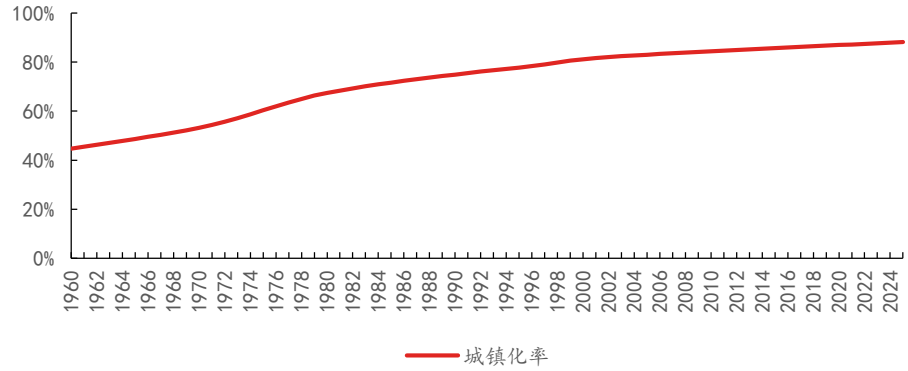
资料来源：世界银行，东方财富证券研究所

图表 3：巴西置业人口（15-64 岁）占比较高



资料来源：世界银行，东方财富证券研究所

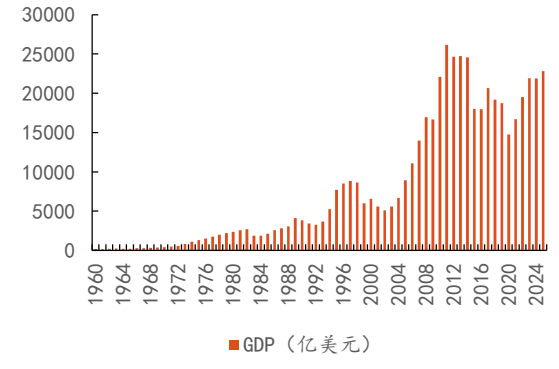
图表 4：巴西城镇化率较高



资料来源：世界银行，东方财富证券研究所

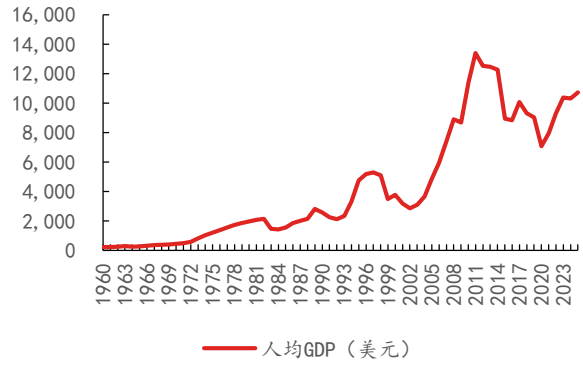
从经济上看，巴西是拉丁美洲最大的经济体，占拉美地区 GDP 总量的 31%左右，位列全球第九位。2025 年巴西 GDP 为 2.28 万亿美元（美元现价），GDP 增速 4.3%，巴西是多种农产品的主要生产国和出口国，是全球最大的大豆和咖啡出口国；拥有大量的铁矿石、锰矿、铬矿、铝土矿等，是全球最主要的铁矿石出口国之一。巴西拥有相对完整的工业体系，涵盖轻工业、钢铁、汽车制造和石化等领域，工业实力居拉美各国首位。

图表 5：巴西 GDP（美元现价）



资料来源：世界银行，东方财富证券研究所

图表 6：巴西人均 GDP



资料来源：世界银行，东方财富证券研究所

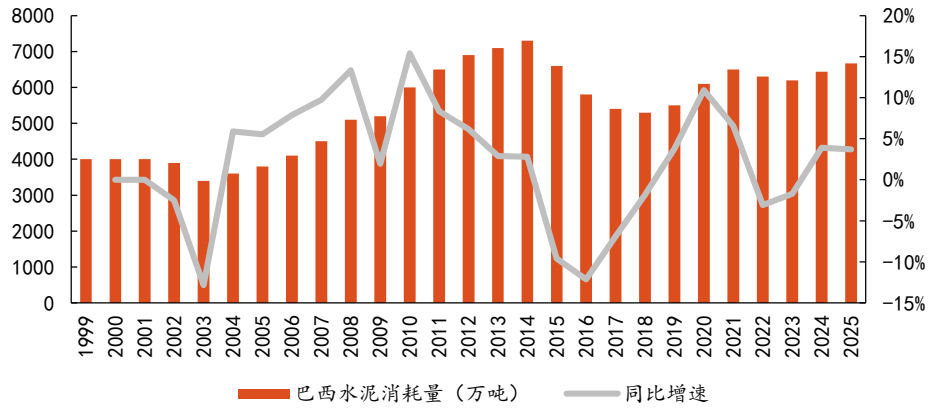
下载日志已记录，仅供内部参考

1.2.巴西水泥概览：需求重回增长，集中度高，价格优于国内

1.2.1.水泥需求：测算 2025 年需求 6600-6700 万吨，重回增长

经历了 1960-1970 年代的快速增长后，1980 年代，巴西整体经济处于滞涨阶段，影响整体建设需求，水泥需求在多数年份维持 2500-2700 万吨水平，进入 90 年代后，巴西展开 Plano Real 的抗通胀计划并取得成功，整体经济及建设需求增长，截止到 90 年代末当地水泥需求增长至 4000 万吨左右。随后经历了 2-3 年的经济下行周期后，2003 年卢拉上台，推出了一系列改革措施，进一步激发了经济活力，2003-2014 年，巴西水泥需求由 3400 万吨上升至 7300 万吨，对应年复合增长率 7.2%，巴西水泥需求在 2013-2014 年达到高峰，我们判断主要原因是 2014/2016 年，巴西分别举办了世界杯和奥运会，大量场馆和交通于 2013-2014 年进行了提前建设。

图表 7：巴西水泥消耗量及增速



资料来源：CSN Mineração 2023 年投资者日 PPT，沃特兰亭水泥 2025 年业绩公告，东方财富证券研究所

2015 年起，由于世界杯和奥运会项目建设完毕，同时大宗商品价格下跌，整体经济受到影响，巴西水泥需求出现较大幅度下降，到 2018 年水泥需求下降至 5300 万吨，对应 2014-2018 年复合增速-7.6%。2020 年后，巴西政府重新加强基建计划，同时由于金属等大宗商品价格总体处于上升趋势，巴西政府财政情况得到一定改善，当地水泥需求重回上升通道，结合上市公司数据，我们测算 2025 年，巴西水泥需求 6600-6700 万吨，超过 2011 年水平，为历史上第四高年份，逐步接近高峰期水准。此外，按照 USGS 数据测算，2023 年巴西是南美洲最大的水泥市场，整体产量约占南美地区的 56%，其余南美洲较大市场阿根廷、哥伦比亚、秘鲁等分别占南美整体产量的 10-15%。

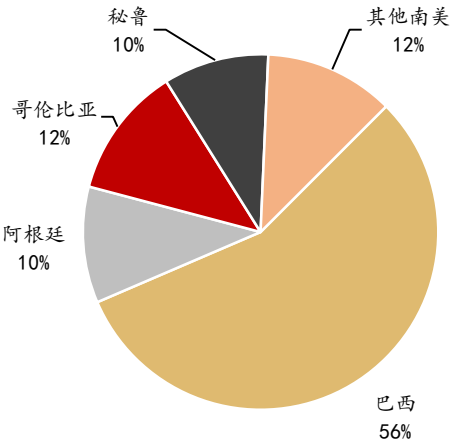
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：巴西水泥各阶段增速及主要驱动力



资料来源：CSN Mineração 2023 年投资者日 PPT，东方财富证券研究所

图表 9：南美主要水泥市场产量占比（2023）



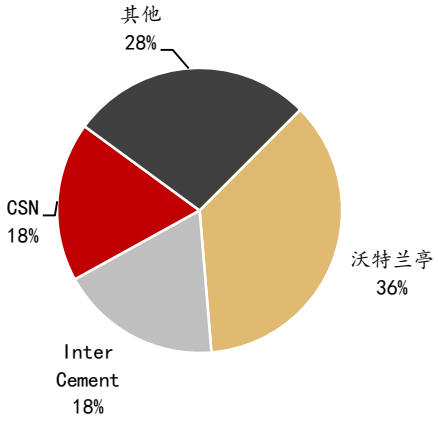
资料来源：USGS，东方财富证券研究所

1.2.2.竞争格局：CR3 超 70%，市场集中度高

根据中国水泥网数据，2025 年底巴西水泥总产能 9400 万吨左右。其中最大企业沃特兰亭巴西地区产能 3400 万吨，产能口径市场份额 36%，第二、第三大企业 Inter Cement 和 CSN 目前产能均为 1700 万吨上下，产能口径市场份额均为 18%左右，当地市场 CR3 达到 72%，集中度较高。从产能利用率来看，CSN 统计的巴西平均产能利用率 70%左右，其中较好的企业产能利用率接近 80%。

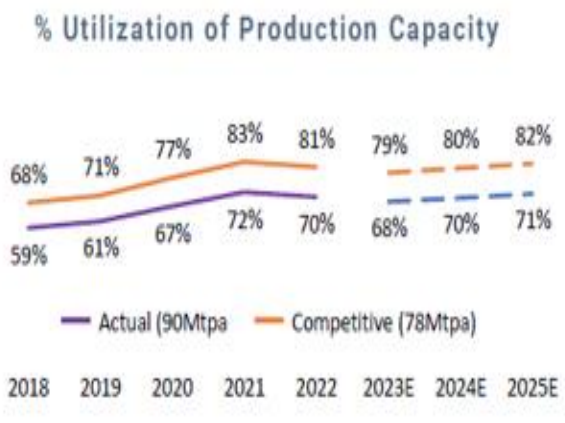
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10：巴西水泥市场格局测算



资料来源：中国水泥网，沃特兰亭、CSN、InterCement 官网及财报，东方财富证券研究所

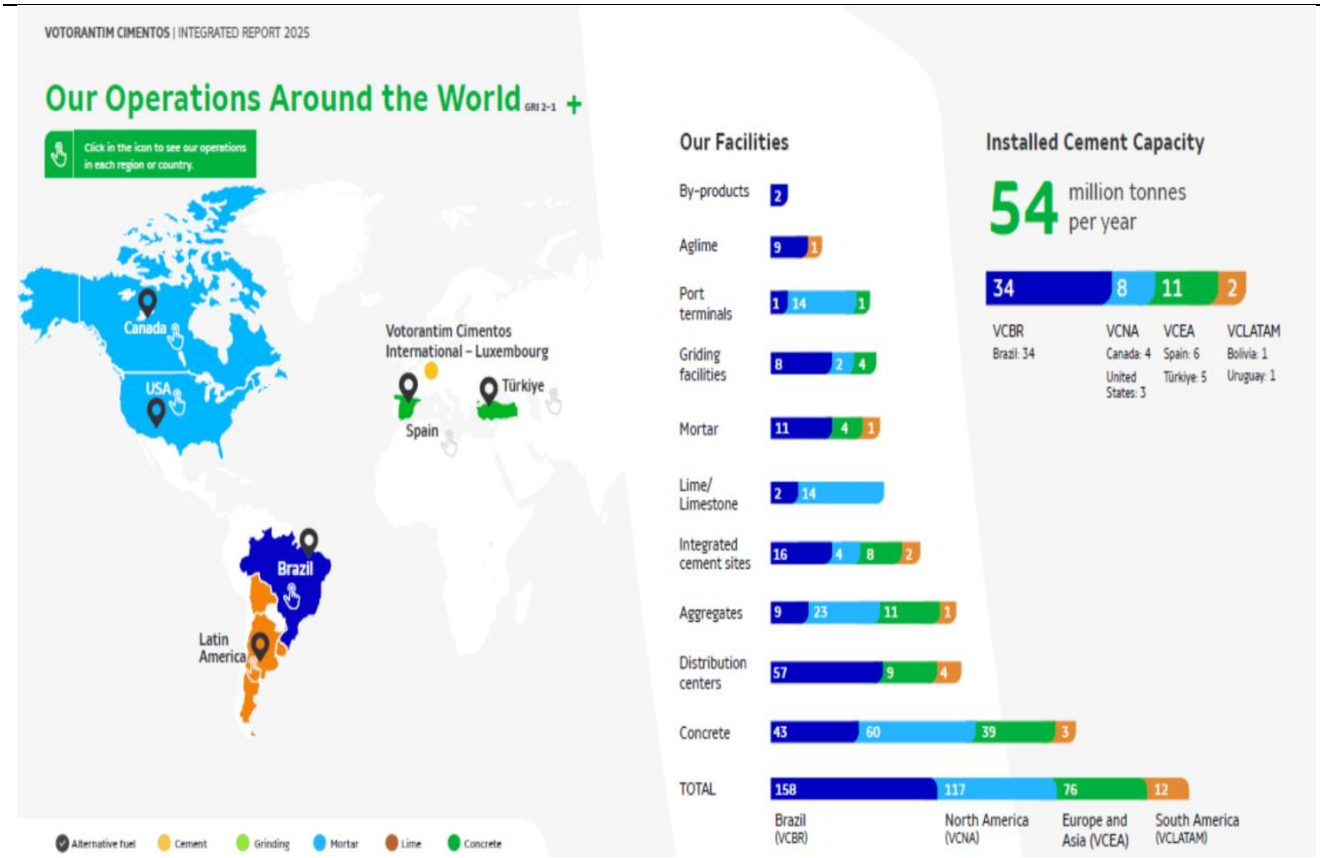
图表 11：巴西市场产能利用率



资料来源：CSN PPT，东方财富证券研究所

沃特兰亭：巴西最大水泥企业，同时经营骨料、混凝土等业务，经营范围覆盖巴西全境，同时在其他南美国家、北美（美国&加拿大）及欧洲地区有产能。根据其 2025 年年报披露数据，沃特兰亭在巴西有 3400 万吨水泥产能，加拿大 400 万吨，美国 300 万吨，西班牙 600 万吨，土耳其 500 万吨，玻利维亚 100 万吨，乌拉圭 100 万吨，合计 5400 万吨。

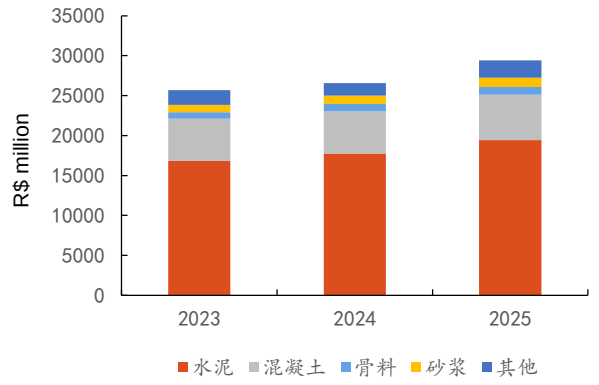
图表 12：沃特兰亭水泥产能全球布局



资料来源：沃特兰亭财报，东方财富证券研究所

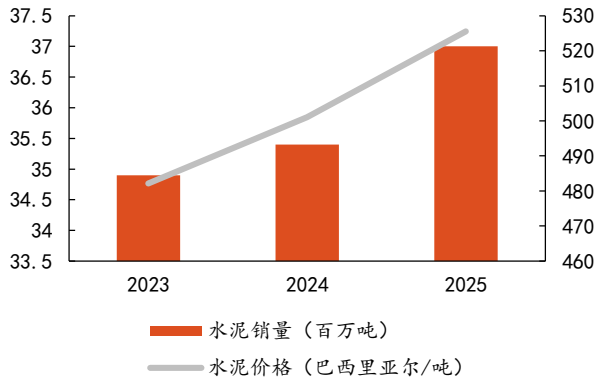
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 13：沃特兰亭分板块收入



资料来源：沃特兰亭财报，东方财富证券研究所

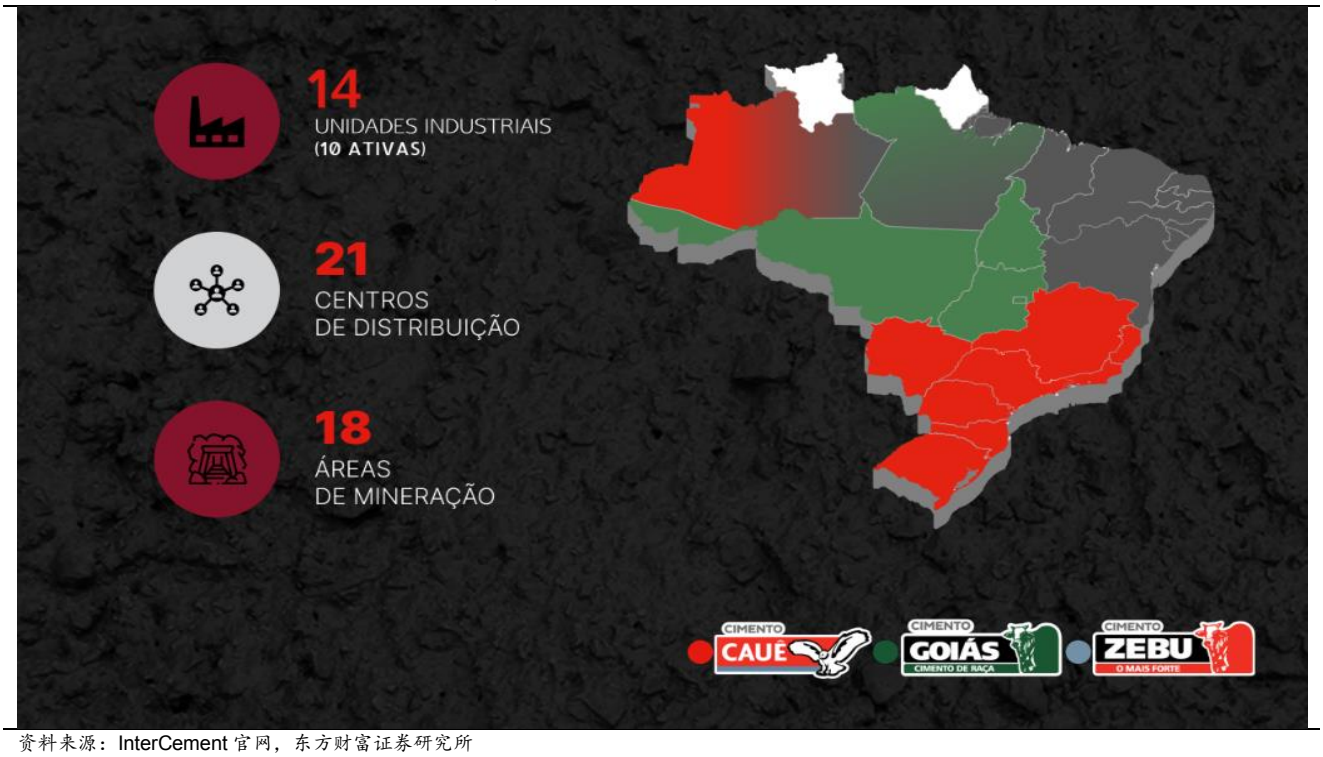
图表 14：沃特兰亭全球水泥销量及平均售价



资料来源：沃特兰亭财报，东方财富证券研究所

Inter Cement 巴西：根据官网披露数据，目前在运营工厂 14 个，分销中心 21 个，拥有 18 座采矿矿山，合计水泥产能 1720 万吨。从地区分布来看，InterCement 业务主要集中在巴西西北、西部及东南地区。

图表 15：InterCement 水泥产能巴西布局

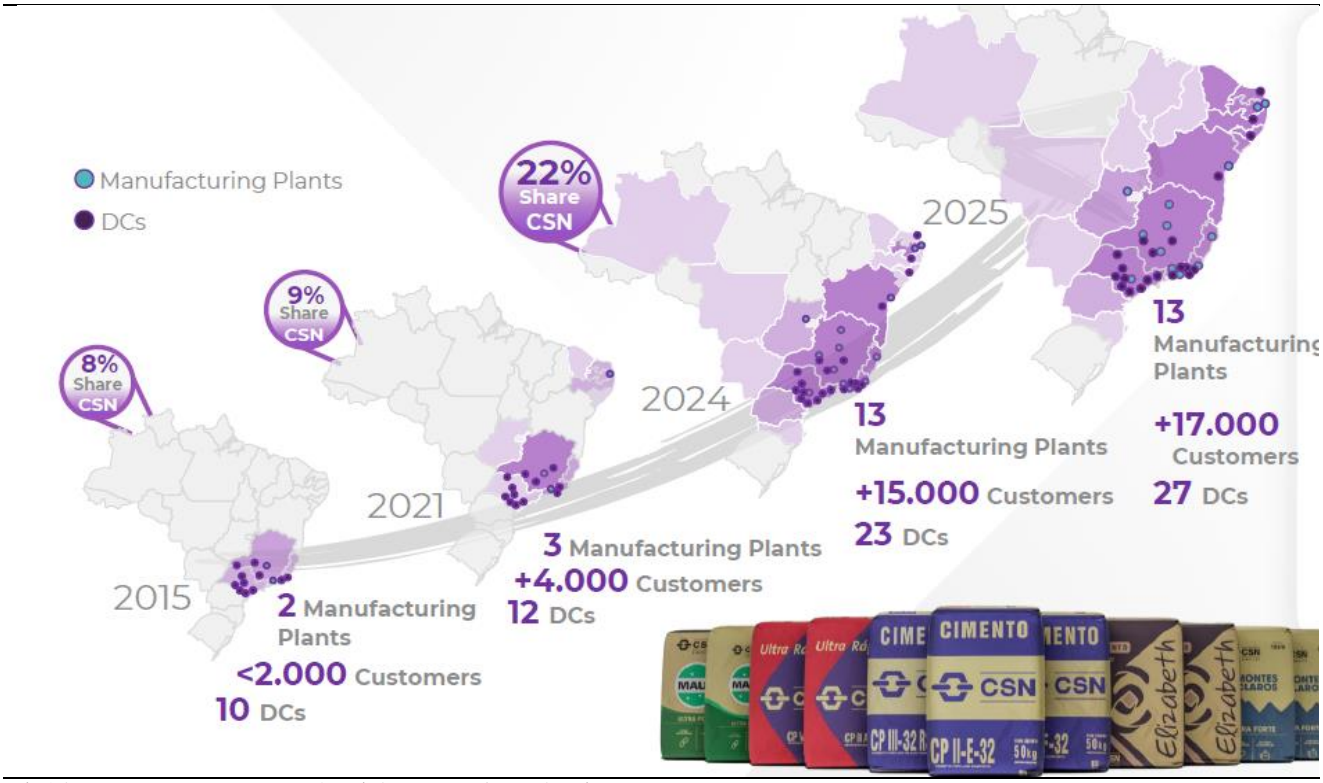


资料来源：InterCement 官网，东方财富证券研究所

CSN：集团经营钢铁、水泥、能源等业务，2025 年前三季度，水泥板块收入和 EBITDA 均占集团整体的 11%左右。水泥业务方面，截止到 2025Q3 公司在巴西有 7 个综合工厂，1700 万吨左右水泥产能，其才能主要分布在巴西东南部和东北部。从分板块盈利能力来看，公司整体债务压力较重，截止到 2025 年公司净债务 412 亿巴西里亚尔，相当于可迅速变现资产的 3.47 倍，公司水泥板块近两年 EBITDA 利润率 25-30%，高于钢铁板块，低于矿业板块，在集团中属于盈利能力较好的业务板块。

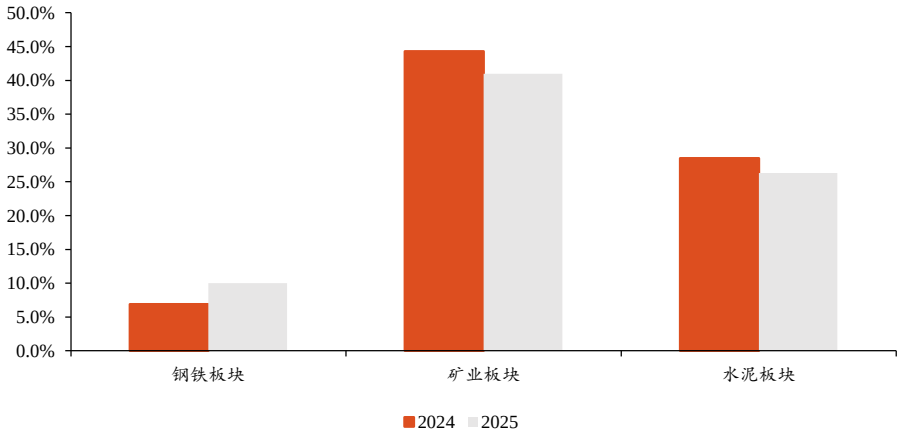
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 16：CSN 水泥产能巴西布局



资料来源：CSN Mineração 2024 年投资者日 PPT，东方财富证券研究所

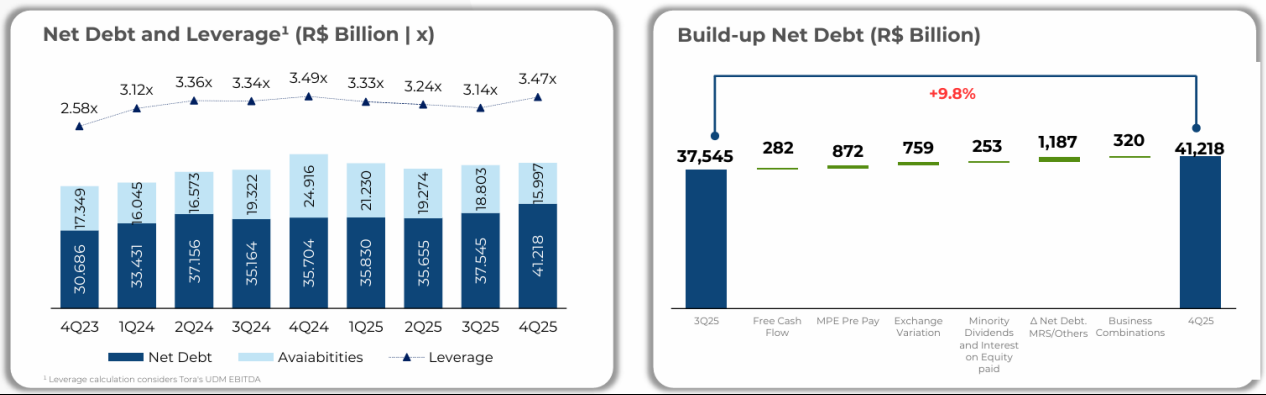
图表 17：CSN 各板块 EBITDA 利润率对比



资料来源：CSN 财报 PPT，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18：CSN 公司整体债务情况



资料来源：CSN 财报 PPT，东方财富证券研究所

1.2.3.价格盈利：价格优于国内，成本控制有提升空间

根据上市公司 CSN 数据测算，2025 年公司巴西地区销量 1339.3 万吨，巴西地区水泥收入 49.06 亿巴西里亚尔，对应公司年均净出厂销售价格 366.3 元巴西里亚尔/吨，约合人民币 476.2 元/吨，InterCement 巴西吨平均售价 388 巴西里亚尔/吨，约合人民币 504 元/吨，均显著高于国内。但从头部企业 EBITDA 利润率来看，头部企业沃特兰亭巴西地区业务 EBITDA 利润率近五年保持 20%上下，低于同期北美、欧洲地区 7-10 个百分点左右，相当于国内海螺水泥 2024-2025 年的水平；InterCement 在同为拉美地区的阿根廷，2025 年售价 641 巴西里亚尔/吨，吨 EBITDA 为 148.5 巴西里亚尔/吨，均显著高于公司巴西地区水平。考虑到 2024-2025 年国内水泥行业整体景气度和价格较低，我们认为国内水泥企业成本控制能力整体优于巴西企业，国内水泥企业如果进入，降本增效有较大空间，有望取得成本优势。

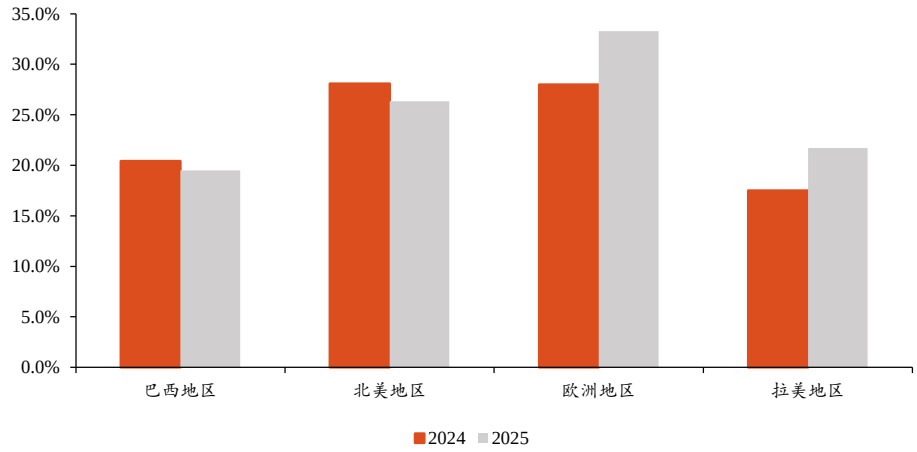
图表 19：沃特兰亭巴西地区经营数据概览（单位：百万巴西里亚尔）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
收入	6,582.9	6,830.8	7,904.2	10,313.7	12,726.1	12,828.3	12,885.0	14,516.0
同比增速		3.8%	15.7%	30.5%	23.4%	0.8%	0.4%	12.7%
调整后 EBITDA	1,018.5	1,061.9	1,544.4	2,443.9	2,496.4	2,524.8	2,628.0	2,829.0
EBITDA 率	15.5%	15.5%	19.5%	23.7%	19.6%	19.7%	20.4%	19.5%
板块净利润润	500.0	500.7	349.3	1,065.3	750.6	1,046.4	-438.0	759.0
净利率	7.6%	7.3%	4.4%	10.3%	5.9%	8.2%	-3.4%	5.2%

资料来源：InterCement 各年度财报，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 20：沃特兰亭分地区 EBITDA 利润率对比



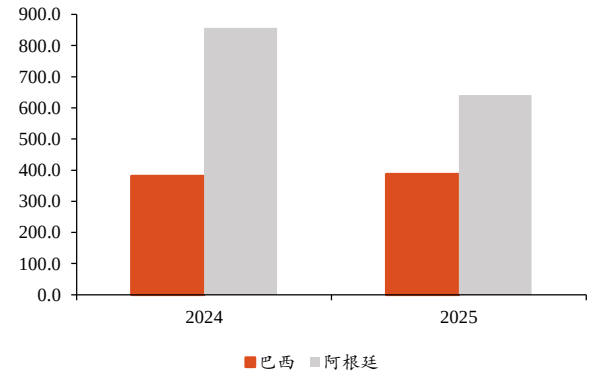
资料来源：沃特兰亭财报 PPT，东方财富证券研究所

图表 21：InterCement 巴西地区经营数据概览（单位：百万巴西里亚尔）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
收入	2,403.0	3,153.0	3,728.0	3,507.0	3,277.0	3,306.0
同比增速		31.2%	18.2%	-5.9%	-6.6%	0.9%
调整后 EBITDA	686.0	928.0	880.0	724.0	797.0	894.0
EBITDA 率	28.5%	29.4%	23.6%	20.6%	24.3%	27.0%

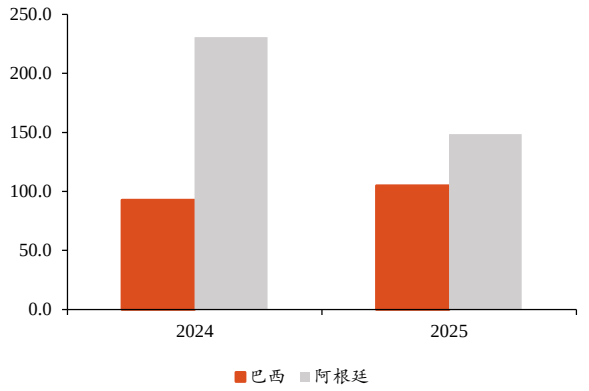
资料来源：InterCement 各年度财报，东方财富证券研究所

图表 22：InterCement 巴西及阿根廷价格对比



资料来源：InterCement 财报，东方财富证券研究所

图表 23：InterCement 巴西及阿根廷吨 EBITDA 对比



资料来源：InterCement 财报，东方财富证券研究所

图表 24：CSN 巴西地区水泥板块经营数据概览（单位：百万巴西里亚尔）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
收入	571.0	858.0	1,430.2	2,819.5	4,510.6	4,766.0	4,906.0
同比增速		50.3%	66.7%	97.1%	60.0%	5.7%	2.9%

下载日志已记录，仅供内部参考

调整后 EBITDA	11.0	271.0	530.0	783.0	975.0	1,361.0	1,290.0
EBITDA 率	1.9%	31.6%	37.1%	27.8%	21.6%	28.6%	26.3%
销量（万吨）	360.0	400.0	470.6	724.3	1,277.0	1,352.4	1,339.3
同比增速		11.1%	17.7%	53.9%	76.3%	5.9%	-1.0%
价格（里亚尔/吨）	158.6	214.5	303.9	389.3	353.2	352.4	366.3
价格（人民币/吨）	206.2	278.9	395.1	506.1	459.2	458.1	476.2
EBITDA/吨（里亚尔/吨）	3.1	67.8	112.6	108.1	76.4	100.6	96.3
EBITDA/吨（人民币/吨）	4.0	88.1	146.4	140.5	99.3	130.8	125.2

资料来源：CSN 各年度财报 PPT，东方财富证券研究所
注：汇率为 1 巴西里亚尔（BRL）=1.28 人民币（CNY）

2.趋势判断：供需改善支撑价格上涨，骨料延伸空间大

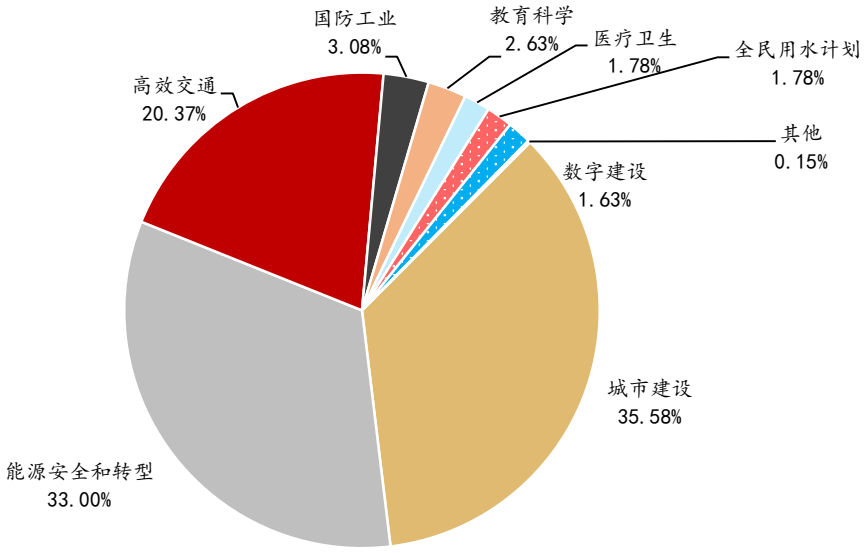
2.1.趋势判断一：水泥需求保持增长，预计年增速 3-5%

2.1.1.新版增长加速计划（PAC）重启，看好当地房建及基建需求

“增长加速计划”（Programa de Aceleração do Crescimento，后文简称 PAC）诞生于 2007 年时任总统卢拉的第二个任期，是巴西劳工党政府的标志性政策之一，旨在促进经济增长，并提供基本服务和基础设施以改善人民的生活质量，在后续的总统换届当中，该项目的执行有所波折。2023 年卢拉重新执政后，巴西政府宣布重启该项计划，PAC 也将成为巴西最大的公共投资和特许权计划。根据清华大学国际与地区研究院引用巴西民政部数据，该计划预计总投资额将达 1.7 万亿里亚尔（约合 2.5 万亿人民币），其中超过 80%的金额将在卢拉本届任期内进行投资，即截至 2026 年年底投资 1.4 万亿里亚尔，2026 年之后投资 3205 亿里亚尔。具体资金来源包括：联邦预算拨款 3710 亿里亚尔，国有企业贡献 3430 亿里亚尔，融资获得 3620 亿里亚尔，以及私营部门投资 6120 亿里亚尔。私营部门通过特许权和投标及公私合作伙伴关系（PPP）两种方式进行投资。在旧版计划的基础上，新版计划还纳入了生态转型、新型工业化、创造就业等可持续发展议题，投资领域更加完整。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 25：PAC 计划各行业投资占比



资料来源：清华大学国际与地区研究院，东方财富证券研究所

建设可持续和有韧性的城市是“新增长加速计划”中最重要的投资。其中，具有代表性的计划是恢复“我的家，我的生活”（Minha Casa, Minha Vida，后文简称 MCMV）住房计划。该计划投资达 3454 亿里亚尔，占总投资额的 20%。2023 年 2 月 MCMV 计划恢复后，新的阶段性目标为截至 2026 年总计提供 200 万套住房。该计划为家庭收入符合要求且名下无房的城市或农村群体提供购房补贴和低于市场水平的房贷利率，帮助民众购买经济适用房，家庭月总收入不超过 8000 里亚尔的城市居民和年总收入不超过 96000 里亚尔的农村家庭可申请加入该计划。其中以家庭总收入为依据，城市和农村受益群体的收入范围各分为三档。

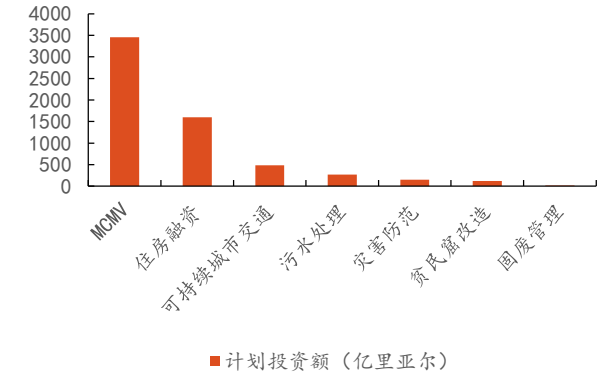
图表 26：MCMV 计划符合补贴要求人群

类别	城市	农村
第一档	≤2604	≤31680
第二档	2604-4400	31680-52800
第三档	4400-8000	52800-96000
第四档（2025 新增）	8000-9600	

资料来源：清华大学国际与地区研究院，中国商务部新闻，东方财富证券研究所

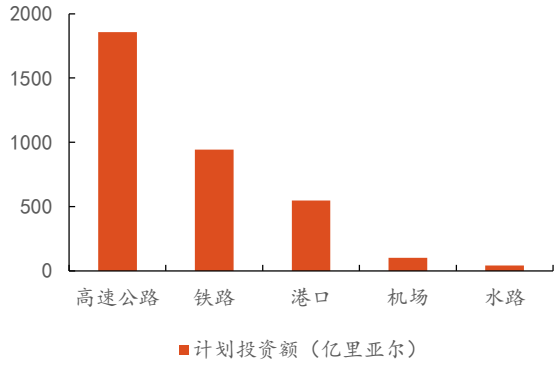
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 27：建设可持续和有韧性城市各项投资计划



资料来源：清华大学国际与地区研究院，东方财富证券研究所

图表 28：高效和可持续的交通各项投资计划



资料来源：清华大学国际与地区研究院，东方财富证券研究所

根据清华大学国际与地区研究院对卢拉政府“新增长加速计划”的解读，新版 MCMV 计划相比于原版，主要变化在于：1）扩大补助范围，特别是最低收入家庭。政府计划将 50%的补助和补贴提供给符合第一档收入范围的群体（城市中月收入不超过 2604 巴西里亚尔以及农村中年收入不超过 31680 巴西里亚尔），同时细化了利率措施，例如，第一档家庭月收入不超过 2000 里亚尔的公民可以享受更低的利率，在北部和东北部地区利率降至 4%，在其他地区降至 4.25%。这些更有针对性的规则能够为低收入群体提供更多帮助。

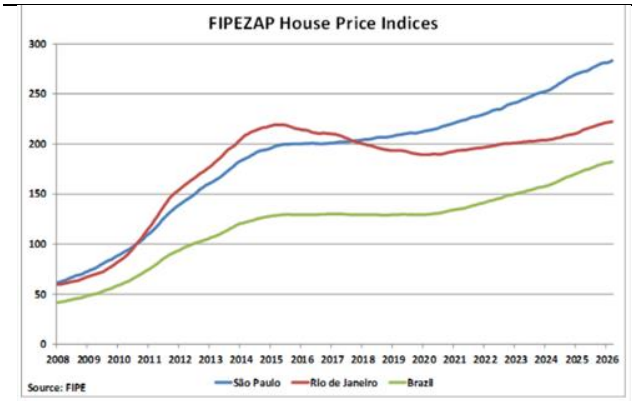
目前 MCMV 计划在住房方面已经取得了显著成效。2026Q1，巴西 FIPEZAP 房价指数上升 5.62%，2025 年全年圣保罗地区住宅销售同比+9.3%至 11.3 万套。同时，根据中国商务部报道，2025 年，MCMV 计划进一步升级，2025 年 10 月 20 日，卢拉总统宣布启动“巴西住房改革计划”（Reforma Casa Brasil）。该计划拟投资 400 亿里亚尔，其中 300 亿来自社会基金，100 亿来自联邦储蓄银行。资金将用于帮助月收入不超过 9600 里亚尔的家庭改善住房条件。符合条件的家庭可申请 5000 到 30000 里亚尔不等的贷款，用于购买建材和相关服务。该计划相当于把 2023 年 MCMV 计划中 8000 里亚尔/月的上限提升至 9600 里亚尔，即纳入“第四档”受益人群，相当于计划受益范围扩大，因此我们认为未来巴西住房需求仍将保持上升态势。

图表 29：巴西房价同比变化



资料来源：Global Property Guide，东方财富证券研究所

图表 30：FIPOEZAP 房价指数



资料来源：Global Property Guide，东方财富证券研究所

除住房外，我们认为巴西地区基建需求也将保持增长趋势。在 2023 年新版 PAC 计划中，高效和可持续交通总共涉及投资金额 3491 亿里亚尔，占比

下载日志已记录，仅供内部参考

20.4%，是计划的重要组成部分。2024 年，巴西国会通过新版 PPP 框架法案审议，旨在增强投资者信心和法律方面确定性，主要更新在于：1）更加灵活的收入模式；2）特许权获得者与政府间更加合理的风险共担关系；3）保障更加多样化；4）特定情况下收费可以自动调整等。根据 CEBRI 及 ApexBrasil 相关研究，未来新 PPP 框架下潜在推进基建项目 495 个，合计投资 1402.8 亿美元，而目前巴西 GDP 中 2.2%用于基建建设，未来该比例预计会上升至 4.3%，接近翻倍。

图表 31：巴西地区未来预计通过 PPP 特许经营权方式进行的基建投资概览

Expected future concessions

Area	Projected Investments (USD billions)	Number of Projects Under Evaluation
Highways	53.94	77
Railways	31.57	12
Urban Mobility	21.60	39
Sanitation	20.93	23
Ports	4.02	38
Social Infrastructure	3.16	139
Airports	2.02	63
Solid Waste	1.16	23
Adm. Infrastructure	1.04	34
Others	0.39	8
Electricity	0.24	12
Public Lighting	0.17	21
Communications	0.04	6
Total	**140.28**	**495**

资料来源：CEBRI、ApexBrasil、巴西政府部门引用 ABDIB 数据，东方财富证券研究所

图表 32：巴西各基建板块未来所需预计投资额

Sector	Investment Executed (2024)**		Investment Needed	
	BRL Billions	in GDP%	BRL Billions	in GDP%
Transport/Logistics	11.78	0.54	49,42	2.26
Electrical Energy	22.30	1.02	18.37	0.84
Telecommunications	8.04	0.37	16.62	0.76
Sanitation	6.35	0.29	9.85	0.45
Total	**48.47**	**2.22**	**94.26**	**4.31**

资料来源：CEBRI、ApexBrasil、巴西政府部门引用 ABDIB 数据，东方财富证券研究所
备注：数据经过 2024 年 CPI 调整计算，不包括油气、健康、教育、休闲类基建

铁路方面，巴西地区近期招标加速。2026 年 9 月，巴西政府宣布将于当

下载日志已记录，仅供内部参考

地时间 12 月 17 日举行米纳斯-里约铁路走廊（Corredor Minas-Rio）运营授权招标。这将是巴西自 2021 年以来首次举行铁路项目招标。此次进入市场的铁路资产全长 733 公里，政府将其划分为两个标段，分别长 625 公里和 107 公里。第一标段包括从米纳斯吉拉斯州伊瓜塔马至里约热内卢州巴拉曼萨的铁路线路，以及从米纳斯吉拉斯州瓦尔吉尼亚至拉夫拉斯的支线。第二标段则为巴拉曼萨至安格拉杜斯雷斯的铁路线路，两地均位于里约热内卢州。而根据巴西政府巡回文件，近期招标（未来有望正式建设）项目还包括东南铁路环线、谷物铁路通道、东西通道、西部铁路网等。我们判断在 PPP 模式更加成熟背景下，未来铁路建设整体将处于加速状态。

图表 33：巴西东西综合铁路通道



资料来源：巴西政府网站，东方财富证券研究所

图表 34：巴西西部铁路网



资料来源：巴西政府网站，东方财富证券研究所

图表 35：巴西北部延伸铁路



资料来源：巴西政府网站，东方财富证券研究所

图表 36：巴西南部铁路网-圣卡塔琳娜州通道



资料来源：巴西政府网站，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 37：巴西南部铁路-南里奥格兰德州通道



资料来源：巴西政府网站，东方财富证券研究所

图表 38：巴西南部铁路网-南共市通道



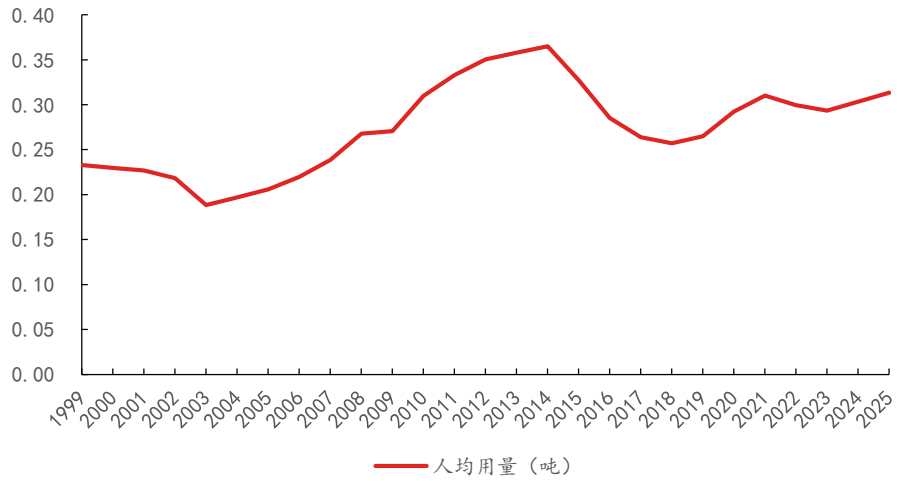
资料来源：巴西政府网站，东方财富证券研究所

在基建整体有望加速的背景下，看好巴西水泥整体需求增长。2026 年 7 月 IMF 将巴西 2026 年 GDP 增速预期上调至 2.4%，我们预计在基建、住房建设支持力度较大背景下，巴西地区水泥需求增速或为略高于 GDP 增速的 3-5%。

2.1.2.国际视角来看，巴西人均水泥需求仍有提升空间

国际视角：中长期来看巴西水泥需求仍有提升空间。我们对部分发达国家历史人均水泥需求进行了回溯，总体来看发达国家水泥需求呈现先升后降趋势，体现在城镇化率达到临界值前水泥需求保持上升趋势，之后随着工程建筑需求下降而回落。从人均消费角度而言，日本、德国、法国水泥总需求巅峰发生在人均水泥消费 0.6-0.8 吨时，而目前巴西目前人均水泥消费 0.3 吨左右。作为人口和资源大国，我们认为巴西地区基建的上限及潜力仍然较大，国际视角来看，巴西水泥需求仍有充分提升空间。

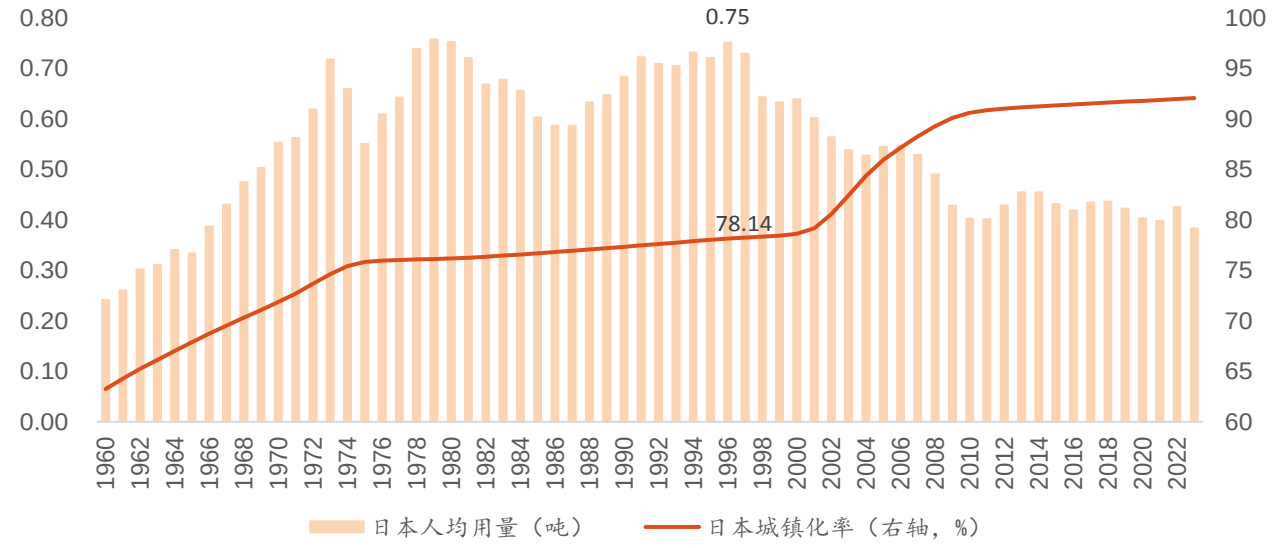
图表 39：巴西人均水泥用量



资料来源：CSN Mineração 2023 年投资者日 PPT，沃特兰亭水泥 2025 年业绩公告，世界银行，东方财富证券研究所

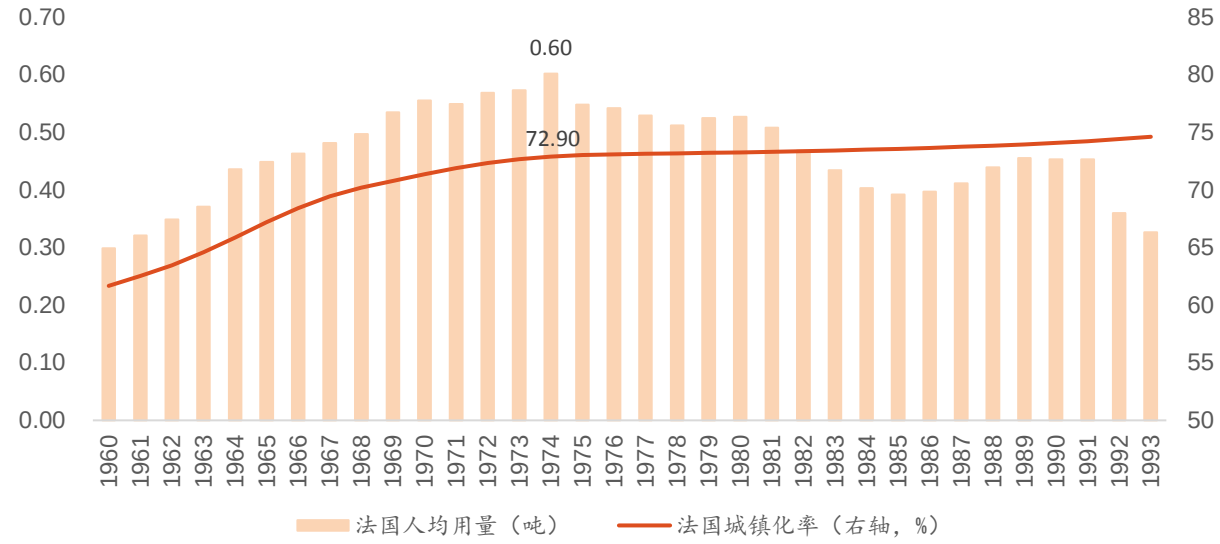
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 40：日本城镇化率及人均水泥消费



资料来源：USGS，世界银行，东方财富证券研究所

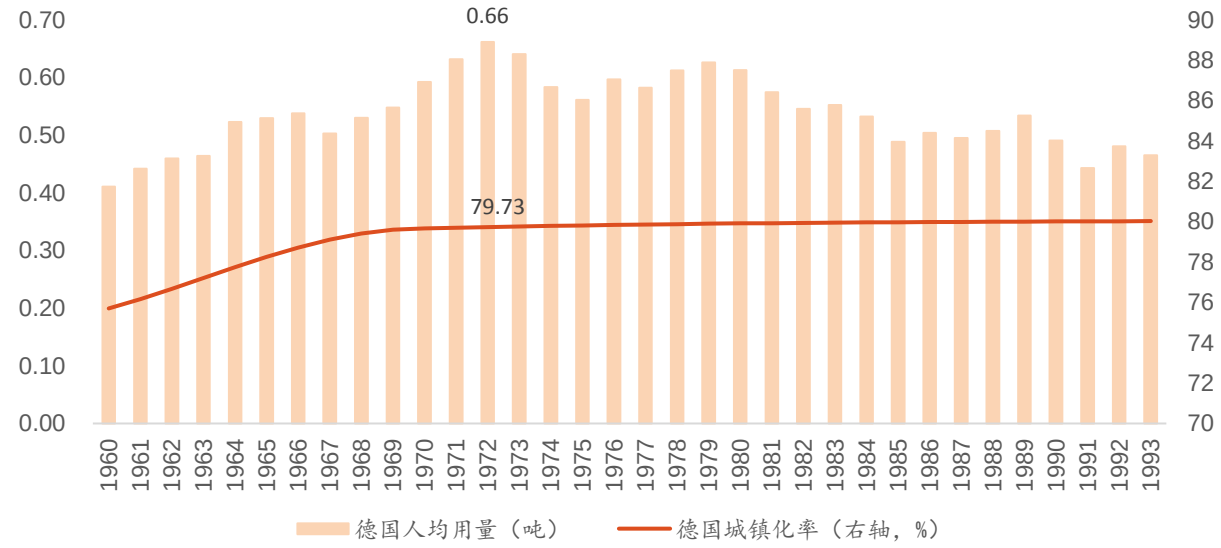
图表 41：法国城镇化率及人均水泥消费



资料来源：USGS，世界银行，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 42：法国城镇化率及人均水泥消费

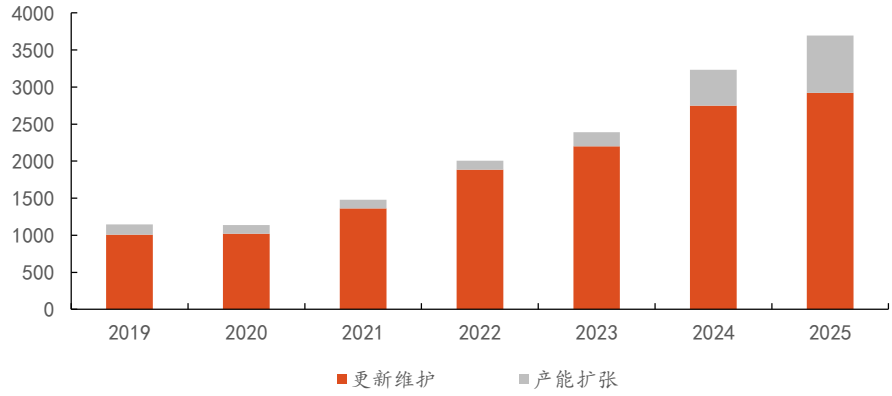


资料来源：USGS，世界银行，东方财富证券研究所

2.2.趋势判断二：供给增量有限，支撑价格上涨

从头部企业的资本支出计划来看，我们认为巴西地区产能供给增长有限。首先，就沃特兰亭而言，目前公司 Capex 计划中通常 80%以上为更新类资本支出，主要用于既有产线现代化，从而增强成本竞争力。根据其 2025 年披露的未来三年产能计划，到 2028 年，巴西地区预计总共投资 50 亿巴西里亚尔，其中新增水泥窑为 Laranjeiras 生产线的重启一项，其他新建产能主要以粉磨站为主，包括粉磨站在内，公司预计到 2028 年，水泥产能增加 370 万吨，相当于每年增加 120-130 万吨水泥产能。

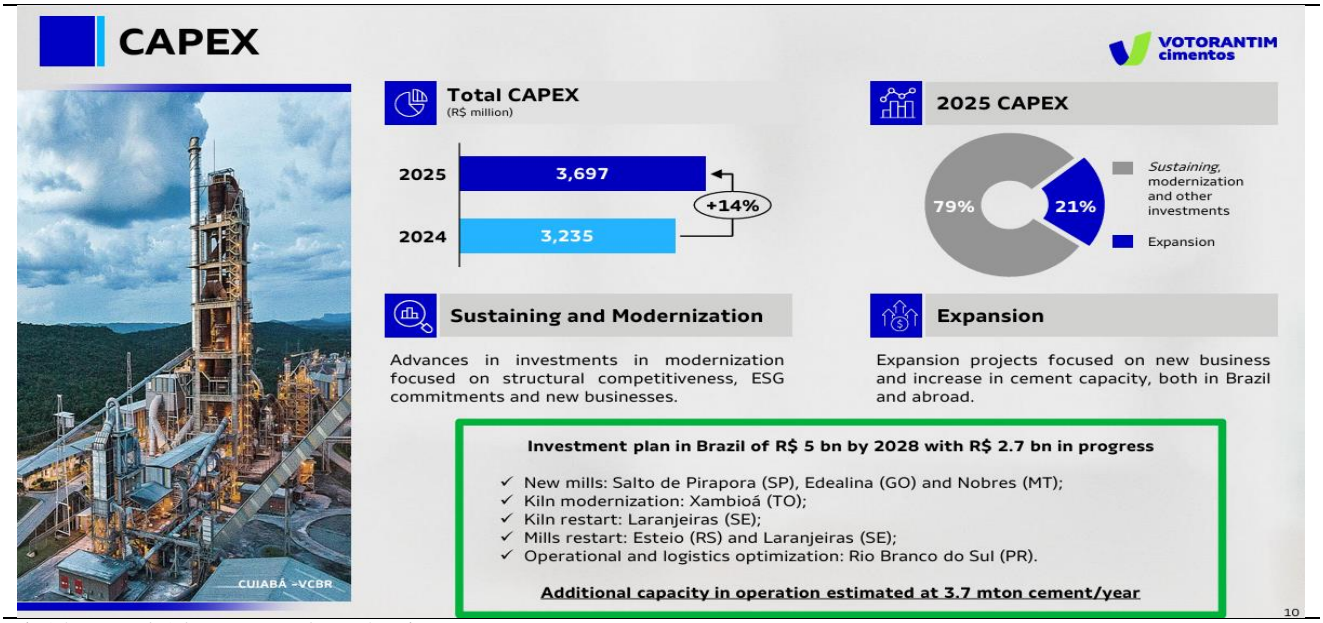
图表 43：沃特兰亭 CAPEX



资料来源：沃特兰亭财报 PPT，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 44：沃特兰亭未来巴西地区产能增长计划



资料来源：沃特兰亭财报 PPT，东方财富证券研究所

其次，我们认为 InterCement 与 CSN 水泥板块扩张意愿有限。根据 InterCement 集团层面 2025 年年报披露，2025 年公司 Capex 同比下滑 15.3%至 6.7 亿巴西里亚尔，同时年报披露目前公司净债务/EBITDA 比例为 4.1x，相较于 2024 年 3.7x 有所提升，债务有一定压力，后续公司将改善债务结构，因此我们认为公司产能扩张意愿有限，且即使公司有扩张计划，也可能优先扩展价格和利润更优的阿根廷地区。CSN 由于钢铁业务债务压力较大，2026 年已正式计划出售水泥资产，判断当前水泥扩张意愿有限。

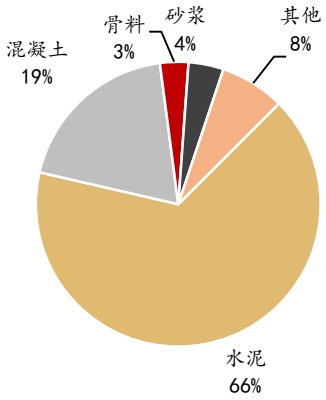
参考头部企业产能扩张计划，我们认为巴西地区确定性较高的水泥产能增量为 120-130 万吨/年，相当于年需求的 2%左右，低于我们预计的需求增速，因此我们认为巴西地区水泥供需格局将改善，为价格上涨奠定良好基础，2026H1 巴西水泥价格利润改善，已经初步体现上述趋势。

2.3.趋势判断三：骨料延伸空间大

骨料作为同为水泥产业链的延伸，同时从我国头部企业运营数据来看，骨料业务毛利率通常高于水泥，因此是水泥企业重要的产业链延伸及利润增长点（特别是水泥需求接近平台期后）。从巴西头部企业运营数据来看，2025 年沃特兰亭水泥业务占总收入 66%，混凝土+骨料合计 22%（混凝土为主，骨料仅 3%），其他建材占 12%，对比成熟市场及公司，2023 年 Holcim 在北美地区，水泥、骨料+混凝土及其余建材收入贡献相对平均，均为 30%+，而在公司其余建材占比还相对较小的 2017 年，骨料贡献 14%收入，体现巴西企业骨料业务拓展空间较大。

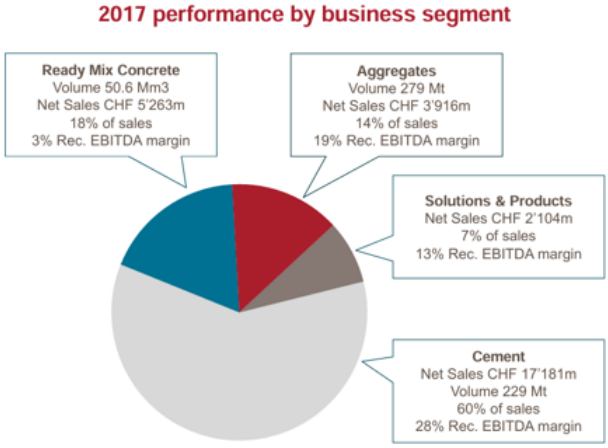
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 45：沃特兰亭 2025 分板块收入



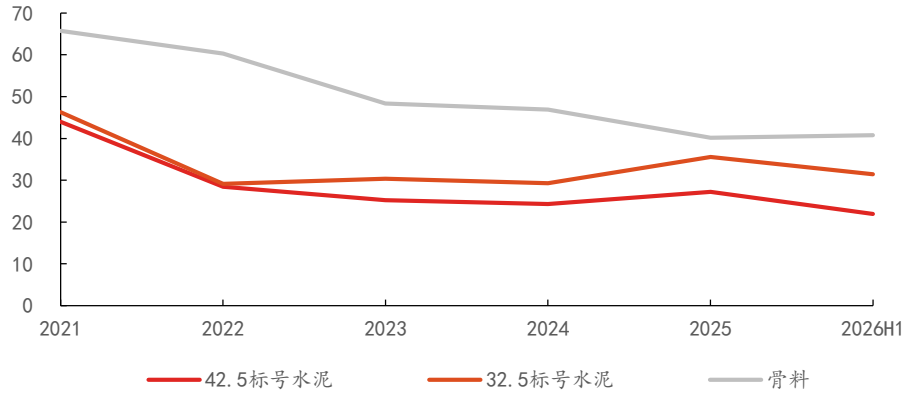
资料来源：沃特兰亭财报，东方财富证券研究所

图表 46：Holcim2017 分板块收入



资料来源：Holcim 财报 PPT，东方财富证券研究所

图表 47：海螺水泥骨料业务毛利率优于水泥业务（单位：%）



资料来源：Choice 公司数据，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.投资建议

积极布局海外水泥的企业有望重点受益。推荐【华新建材】、【海螺水泥】。此外【中国建材】、【西部水泥】有望产业受益。

4.风险提示

需求不及预期：如果巴西地区房建、基建强度不及预期，则当地水泥需求可能不及我们预期。

供给增长超预期：如果当地水泥产能增长超预期，则水泥价格可能不及我们预期。

政策风险：如果当地因选举造成政策不延续，则可能影响当地水泥需求。

汇率风险：汇兑损失可能超我们预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

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，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。

投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%～5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。
本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
本报告仅供本公司的客户使用。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。
本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
在法律允许的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等服务。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。