

钢铁行业研究框架与投资思路

2025/08/28

行业评级：增持

姓名：李鹏飞（分析师）
邮箱：lipengfei2@gtht.com
电话：010-83939783
证书编号：S0880519080003

姓名：刘彦奇（分析师）
邮箱：liuyanqi@gtht.com
电话：13636592284
证书编号：S0880525040007

姓名：魏雨迪（分析师）
邮箱：weiyudi@gtht.com
电话：021-38674763
证书编号：S0880520010002

姓名：王宏玉（分析师）
邮箱：wanghongyu@gtht.com
电话：021-38038343
证书编号：S0880523060005

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

01

供给分析要点：产能、产能周期、产能利用率、行业集中度等

钢铁产能扩张周期已结束，且产能利用率维持较高位，我们对未来钢铁产量维持收缩预期。根据国家统计局数据，2025年1-7月我国粗钢产量5.94亿吨，同比下降3.10%。钢铁行业从2022年3季度开始亏损，在持续亏损状态下，部分钢铁产能开始减产、停产，我们认为钢铁行业市场化出清已经开始，从周期运行角度看，供给收缩背景下，行业将逐渐出现一轮震荡上行周期。且我们认为，若供给侧政策落地，行业供给的收缩速度将更快，行业上行的进展也将更快展开。

02

需求分析要点：内需、出口、库存

钢铁内需分析主要关注地产、基建、制造业等领域的需求情况；钢铁出口分析主要关注国内外价差和相关政策的影响；库存充当供需的缓冲垫并反作用于供需，分析库存变化的主动性和被动性至关重要。我们认为本轮地产持续下行，导致地产端钢铁需求占比大幅下降，我们预期地产对钢铁需求的负向拖拽将明显减弱；而基建、制造业端用钢需求有望平稳增长。出口方面，1-7月钢材出口量仍维持同比较快增长。总体来看，我们预期钢铁需求有望逐步企稳。

03

钢价、成本及盈利分析要点：钢铁、原材料供需边际变化

短期钢价看地产等内需变动；长期钢价则看供需边际变化。成本方面，铁矿石和焦煤、焦炭成本占钢铁总成本70%左右，且中国铁矿高度依赖于进口铁矿石，因此分析钢铁行业原料成本端需主要关注国际铁矿石、焦煤供需变化情况。展望来看，我们认为铁矿石、煤炭基本面均趋于宽松，预期焦煤、铁矿价格的趋弱将推动钢铁行业利润修复。

04

维持行业“增持”评级，迎接钢铁行业的转折之年

我们认为2025年是钢铁行业的转折之年，经过了2021年之后盈利的持续下行以及行业大面积的亏损，2025年行业有望在需求侧逐步企稳及供给侧减量的双重影响下企稳回暖。长期来看，产业集中度提升、促进高质量发展是未来钢铁行业发展的必然趋势，具有产品结构与成本优势的钢企将充分受益。在环保加严、超低排放改造与碳中和背景下，龙头公司竞争优势与盈利能力将更加凸显。重点推荐：1) 经营稳健的红利标的：宝钢股份、华菱钢铁、中信特钢；2) 成本具备优势的新钢股份、方大特钢；3) 业绩弹性较大的柳钢股份、八一钢铁。

风险提示：供给端收缩不及预期，需求大幅下降。

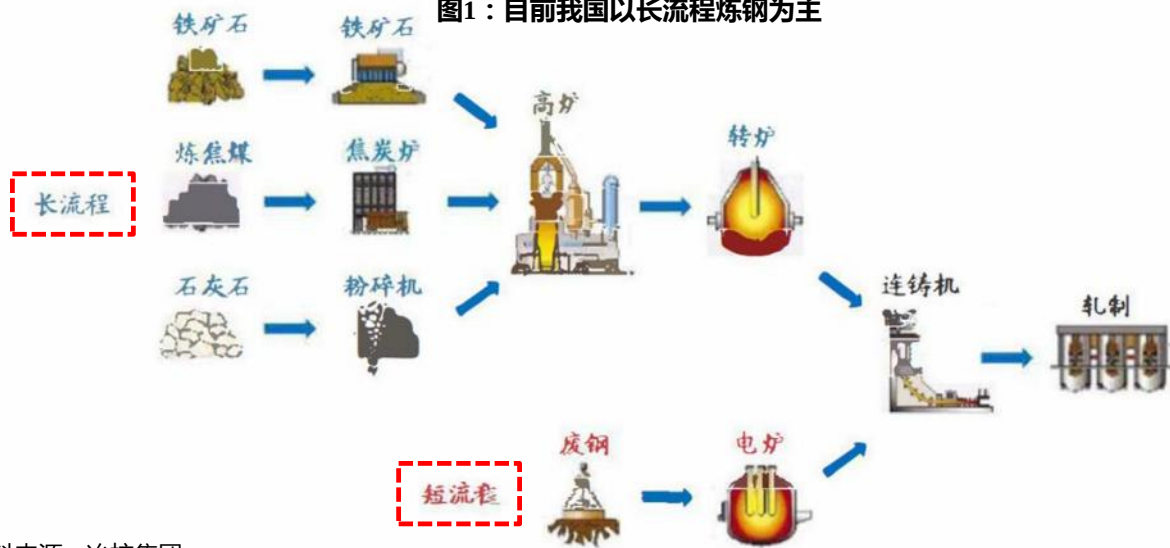
目录 / CONTENTS

- 01 钢铁行业研究框架
- 02 钢铁行业重点高频指标
- 03 钢铁行业财报分析重点
- 04 钢铁板块投资逻辑
- 05 风险提示

01 钢铁行业研究框架

- **长流程炼钢**：主要原料为铁矿、炼焦煤、石灰石。铁矿经选矿工序选成铁精矿，再制成烧结矿或球团矿；炼焦煤经洗煤、配煤工序后经过焦炉干馏，释放出挥发成分后得到焦炭；石灰石可直接用作造渣熔剂。以上原料进入高炉冶炼得到碳的质量分数在4%以上的液态铁水。高炉铁水经氧气转炉吹炼配以精炼炉得到钢水。钢水经连续浇铸或模铸成为钢坯或钢锭，再经轧制工序最后成为钢材。
- **短流程炼钢**：主要原材料为废钢。废钢经简单加工破碎或剪切、打包后装入电弧炉中，铁料与石墨电极之间产生电弧所释放的热量用于熔炼铁料，并配以精炼炉完成脱气、调成份、调温度、去夹杂等，得到合格钢水，后续轧制工序与长流程基本相同。

图1：目前我国以长流程炼钢为主



资料来源：冶控集团

研究思路

供给端

需求端

预判长短期钢价

原料供需格局

核心点

- 产能
- 产能周期
- 产能利用率、产量
- 行业集中度
- 环保影响

- 内需
- 出口
- 库存

- 价格是供需关系相互作用的结果
- 短期钢价传导机制研究
- 全球钢铁格局

- 铁矿石供给过剩局面不会改变
- 焦炭供需稳定

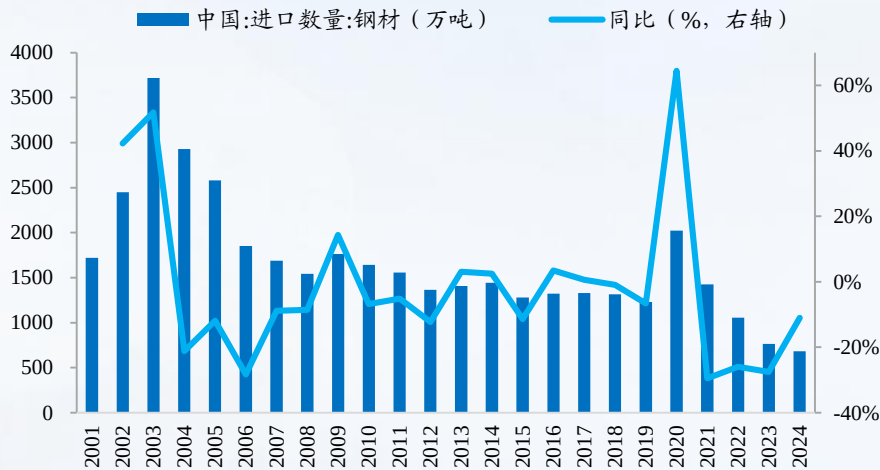
资料来源：国泰海通证券研究

1.1

钢铁行业研究框架 ——供给端分析逻辑

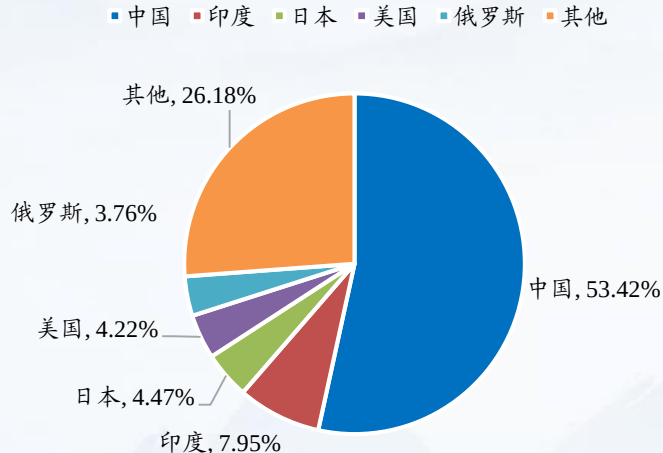
供给端研究主要关注国内钢铁产能、产量的变化。钢铁供给端研究主要包括对全球钢铁产能产量变化、进口量及国内钢铁产能产量变化的研究。而考虑到我国属于钢铁净出口国，且高端特种钢逐步实现进口替代，进口钢铁数量占国内钢铁产量较小，所以对于钢铁供给端的研究，最主要还是集中于对国内钢铁产能、产量的研究和分析。

图2：中国钢材进口量呈下降趋势



数据来源：国家统计局，国泰海通证券研究

图3：中国粗钢产量约占全球粗钢总产量的53% (2024)

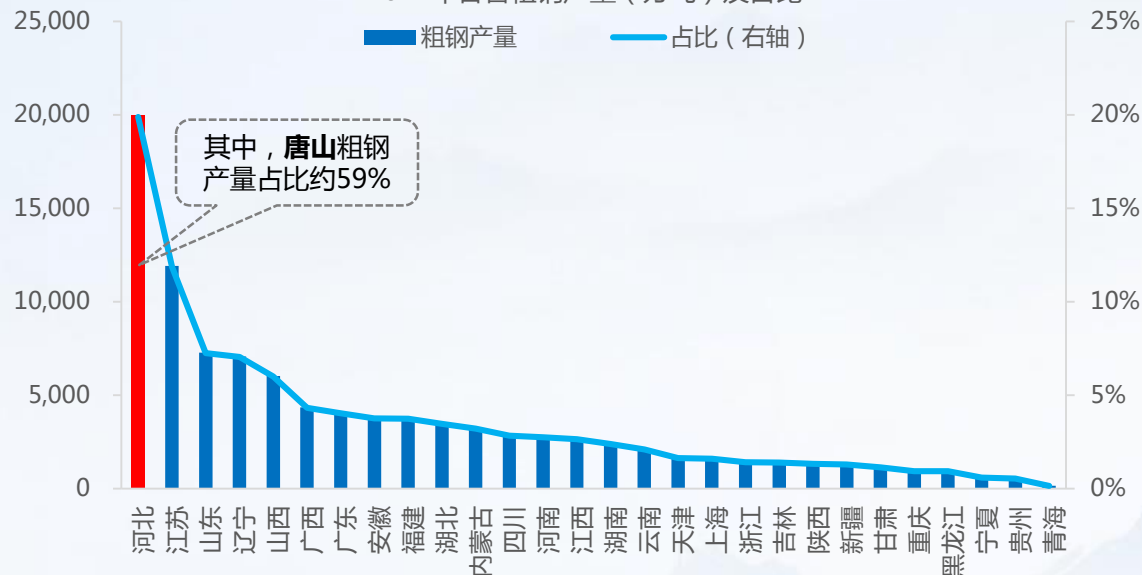


数据来源：，国泰海通证券研究

产能：我国钢铁行业产能分布呈“北强南弱”的特征。尤其是唐山作为我国钢铁行业的第一重镇，其各种环保、限产等政策都会对全国钢铁价格波动产生较大影响，因此有一句话流传已久：“全球钢铁看中国，中国钢铁看河北，河北钢铁看唐山。”

图4：河北省粗钢产量占比约20%（2024）

2024年各省粗钢产量（万吨）及占比



数据来源：wind，国泰海通证券研究

产能周期：过去二十年，我国钢铁行业经历了四轮产能周期。

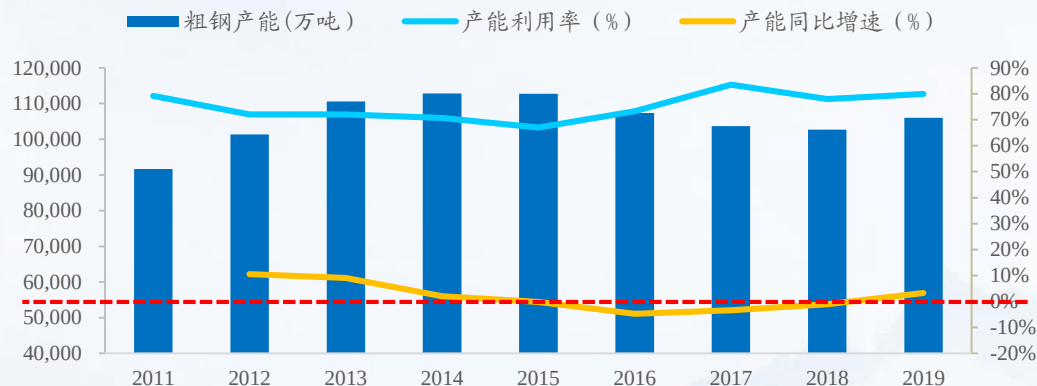
- 第一轮产能周期为2000-2005年：1998年亚洲金融危机促使我国房地产市场改革以来，我国钢铁行业跟随房地产市场逐渐进入产能扩张周期，民营钢铁企业开始逐渐产生。
- 第二轮产能周期为2005-2008年：2005年之后，由于经济过热国家进行了一定程度的调整，但整体趋势依然向上，钢铁行业在经历钢价的短期下跌后又重新回到增产的周期中，这一时期国有钢企盈利在下降之后逐渐恢复。
- 第三轮产能周期为2009-2015年：受金融危机影响国家大力刺激经济，钢铁行业产能继续扩张，但随着经济增速的换挡，我国钢铁行业过剩逐渐凸显；这一时期，国有企业由于有银行信贷的支撑而屹立不倒，而民营企业由于低成本快速进入并形成了较大的表外钢铁产能。
- 第四轮产能周期为2016-2021年：我国钢铁产能在政策主导下逐渐去化，钢铁行业盈利出现历史级别的回升。在碳中和及产量调控的背景下，我们认为钢铁行业过去二十年的产能扩张周期和产量增长已结束。

图 5：我国钢铁行业过去二十年产能扩张周期结束，当下正是行业新繁荣的起点



在碳中和背景下，钢铁行业扩产能的重资产发展模式不再，行业逐渐向轻资产转变。产能扩张战略意味着不断增加产能和资本开支，优点是成长相对容易，有资本就可扩张，但在碳中和背景下，钢铁企业依靠产能扩张做大的模式已不再适应时代。未来，钢铁企业将主要通过精细化管理、降成本、提效率，完成内生式的稳定成长。钢铁企业的资产负债率将下降，而由于资本开支的减少，企业的现金将持续累积、分红增加，行业逐渐从重资产的扩张模式，转变为“轻资产”内生发展模式。

图6：钢铁行业的产能扩张周期已经结束

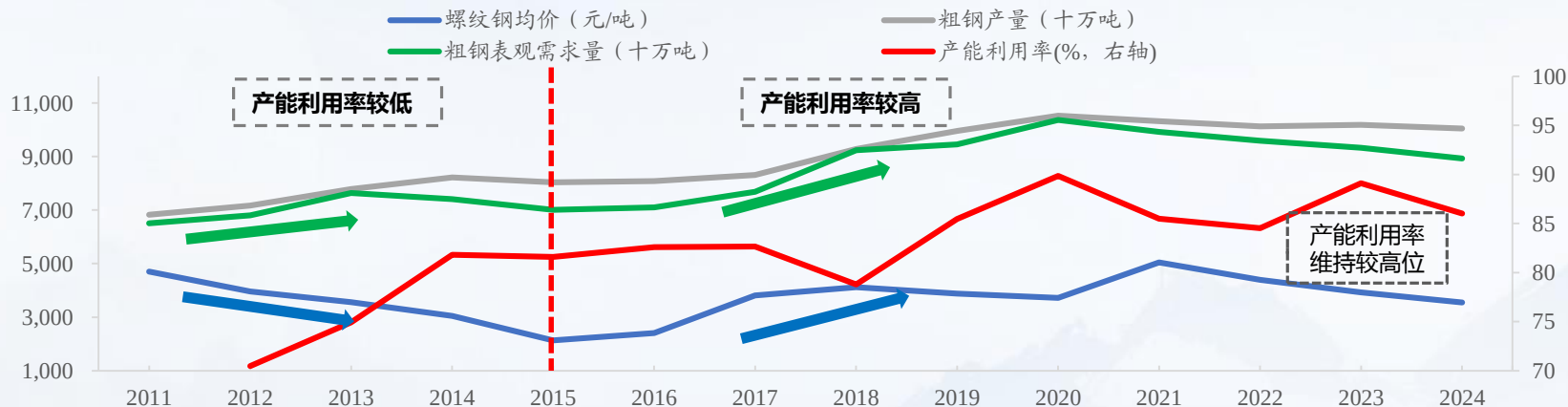


数据来源：，国泰海通证券研究

产能利用率：是钢企盈利非常重要的指标，决定了钢价中枢及钢企盈利持续性。当企业产能利用率较高时，说明产品供不应求，其价格和盈利的弹性远大于产能利用率较低时。

供给侧改革前，行业产能利用率持续下行，一方面是因为需求端确实不景气，产能被动关停；另一方面，每次当需求反弹带动钢价上涨的时候，铁矿石价格都迅速跟涨，产量在钢企复产和提高铁矿品位的情况下快速反弹，钢价重新走弱，企业很难实现盈利的大幅提高。**供给侧改革去产能后**，随着供给侧改革不断深入，且需求不断增长，钢企产能利用率大幅提升，钢价中枢及企业盈利出现大幅回升。**当前在碳中和背景下**，钢铁行业产能利用率维持较高位，钢价中枢和钢企盈利水平回升弹性提升。

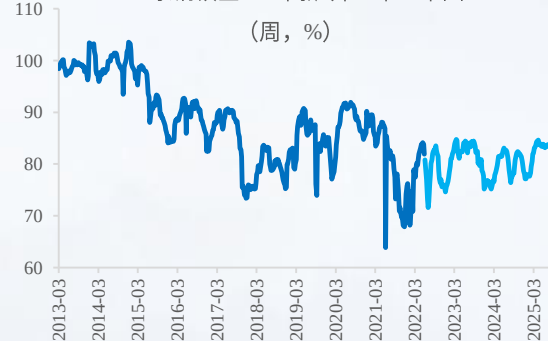
图7：产能利用率决定了钢价中枢及盈利持续性



2024年出现两波主动性减产，供给脆弱性凸显。钢铁行业盈利自2021年开始下降，截至目前已持续亏损超三年时间，部分尾部钢企已出现亏损现金流的情况，2024年行业出现两波主动性减产（分别为2024年春节后复产不及预期和7-8月淡季减产），供给脆弱性凸显。根据Mysteel数据，2025年截至8月22日，高炉平均开工率、电炉平均开工率分别为81.93%、64.19%，较2024年同期同比分别降1.18、升4.55个百分点；高炉平均产能利用率、电炉平均产能利用率分别为88.97%、48.91%，较2024年同期同比分别升3.18、升3.66个百分点。

图8：2025年高炉开工率同比下降

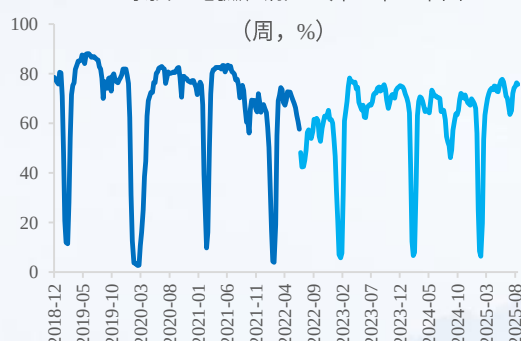
247家钢铁企业：高炉开工率：中国



数据来源：Mysteel，国泰海通证券研究

图9：2025年电炉开工率有所回升

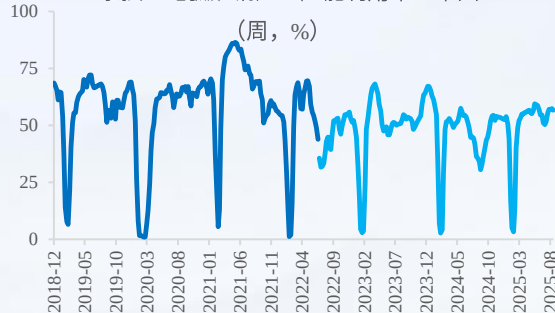
87家独立电弧炉钢厂：开工率：中国



数据来源：Mysteel，国泰海通证券研究

图11：2025年电炉产能利用率同比回升

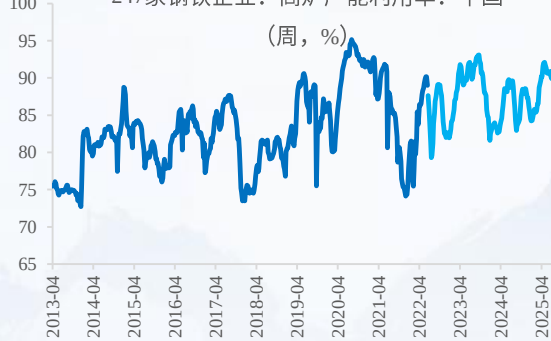
87家独立电弧炉钢厂：产能利用率：中国



数据来源：Mysteel，国泰海通证券研究

图10：2025年高炉产能利用率有所回升

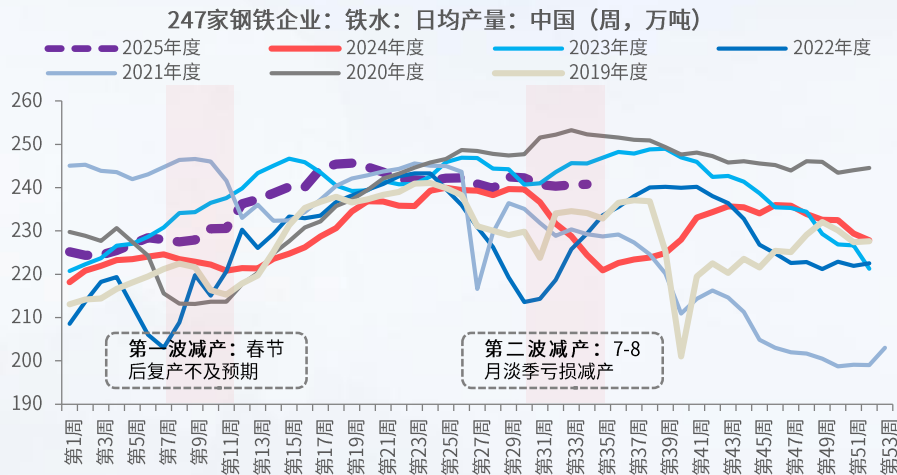
247家钢铁企业：高炉产能利用率：中国



数据来源：Mysteel，国泰海通证券研究

2025年我国钢铁产量持续下降。根据国家统计局数据，2025年1-7月生铁产量为5.06亿吨，同比降1.30%；粗钢产量为5.94万吨，同比降3.10%。展望2025年，行业亏损进入第四年，目前仍有超三成钢企维持亏损状态，我们认为供给端存在进一步减产甚至停产的可能，供给存在收缩预期。

图12：2024年行业出现两波主动性减产



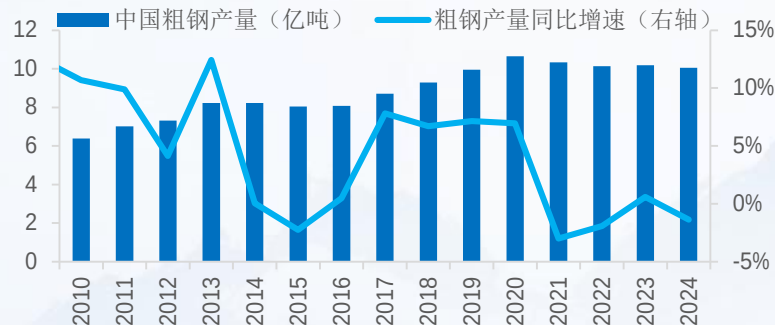
数据来源：Mysteel，国泰海通证券研究

图14：仍有超30%钢企维持亏损状态



数据来源：Mysteel，国泰海通证券研究

图13：2025年1-7月粗钢产量同比下降



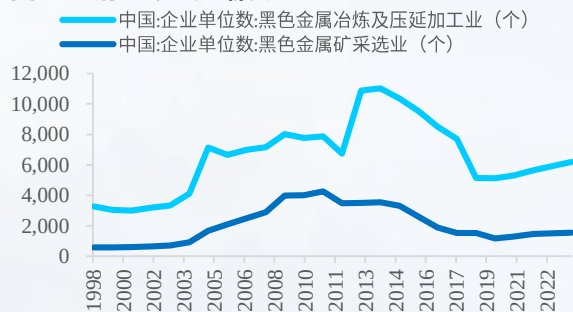
数据来源：Mysteel，国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

行业集中度：在一个缺少差异化的行业，如果想获得超额收益，除去个体的成本优势外，行业的寡头化会增加对上下游产业链的议价能力，尤其是在我国大量进口铁矿石的现实情况下。

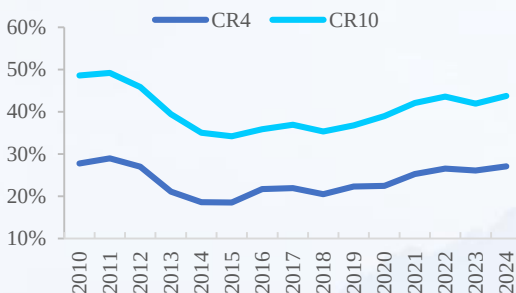
我国钢铁行业集中度有望持续上升，龙头公司议价能力及业绩稳定性将提升。伴随供给侧改革及碳中和，钢铁行业兼并重组不断推进，行业集中度不断提升。从企业数来看，我国黑色金属冶炼及压延加工企业数由2015年的1万家左右减至2023年的6203家；从产业集中度数据来看，2024年我国钢铁产业CR4为27.08%，CR10为43.73%，虽然较发达国家仍有差距，但已大幅改善。行业盈利自2022年开始下降，目前已持续亏损超三年时间，行业持续的并购、集中度提升已成为行业共识，行业盈利的下行将加速行业并购；同时有关政策也将助力钢铁行业的并购。从并购路径上来看，国有企业将继续通过强强联合等方式实现自身规模的扩大，而民营企业在存量产能的背景下，将通过不断自我革新取得竞争优势、进而对外扩张。集中度提升后将大大提高龙头企业对上下游的议价权，有效传导成本压力，提高业绩稳定性。

图 15：钢企数量逐渐减少



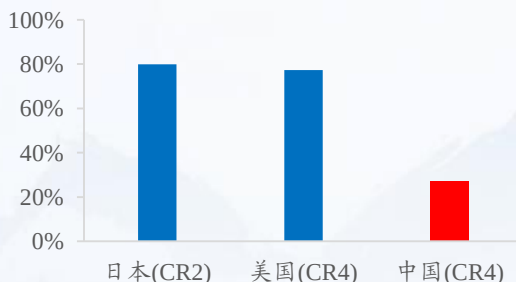
数据来源：，国泰海通证券研究

图 16：行业集中度呈上升趋势



数据来源：世界钢铁协会，国泰海通证券研究

图 17：我国钢铁行业集中度较海外有较大差距



数据来源：世界钢铁协会，国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

表1：我国钢铁行业集中度仍有较大提升空间

	中国主要钢铁集团	2024粗钢产量（百万吨）	集中度
1	中国宝武钢铁集团	130.09	
2	鞍钢集团	59.55	
3	河钢集团	42.28	CR3=23.07%
4	沙钢集团	40.22	
5	建龙集团	39.37	
6	首钢集团	31.57	
7	德龙集团	29.33	
8	湖南钢铁集团	24.90	
9	敬业集团	22.72	
10	山钢集团	19.45	CR10=43.73%
	中国粗钢总产量	1005.10	

	宝武集团主要上市钢企	2024钢材产量（万吨）
1	宝钢股份	5141
2	马钢股份	1836
3	太钢不锈	1318
4	中南股份	782
5	重庆钢铁	761
6	八一钢铁	573
7	新钢股份	993

数据来源：Word Steel Association，国泰海通证券研究

供给分析：兼并重组加速推进，行业集中度显著提升

钢铁研究框架

中长期来看，尾部落后产能或被逐步淘汰，行业将加快兼并重组，提升集中度，行业竞争格局有望重塑。从钢企亏损现金流的情况来看，本轮下行期（2022Q3至今），我们统计的22家上市钢企中，已有超六成钢企的连续亏损季度数达到甚至超过上一轮下行期（2012-2016年）；我们预期行业在连续亏损的压力下，或逐步出现尾部钢企出清的情况。另外，从政策方面来看，2025年7月1日中央财经委第六次会议指出：依法治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出；我们认为钢铁行业供给的收缩预期得到加强。我们认为随着行业加快并购重组、落后产能有序退出，行业集中度将逐步提升，将带来钢铁行业盈利的长期修复；此外超低排放改造与环保政策，包括长期的碳中和政策，都将重塑行业竞争格局，我们更看好环保与低碳优势的龙头公司。

表3：中长期来看，落后产能有望逐步被淘汰，且行业兼并重组有望加快推进

时间	政策发布部门/会议	政策内容
2024年5月23日	国务院《2024—2025年节能降碳行动方案》	“2024年继续实施粗钢产量调控”；“到2025年底，钢铁行业能效标杆水平以上产能占比达到30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，全国80%以上钢铁产能完成超低排放改造”。
2025年3月13日	国家发改委《关于2024年国民经济和社会发展计划执行情况与2025年国民经济和社会发展计划草案的报告》	“2025年持续实施粗钢产量调控，推动钢铁产业减量重组”。
2025年7月1日	中央财经委员会第六次会议	依法依规治理企业低价无序竞争；推动落后产能有序退出。

数据来源：中国政府网、上海证券报·中国证券网，国泰海通证券研究

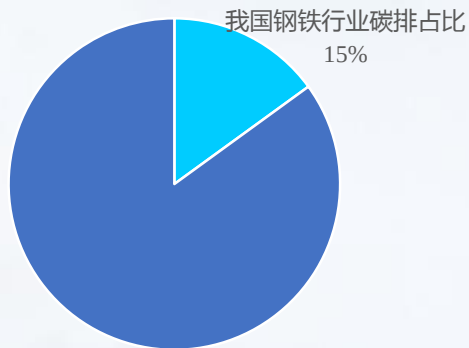
表2：部分钢企已出现连续亏损净现金流的情况

代码	简称	2012-2016年 现金流连续 亏损季度数	2022-2025Q1 现金流连续 亏损季度数	货币资金 (亿元)	短期借款+一年内 到期的应付债券 (亿元)	经营活动产生的 现金流量净额 (亿元)	货币资金 /2025Q1现 金流量净额
				2025/3/31	2025/3/31	2025/3/31	
600782.SH	新钢股份	3	2	23	22	0.1	278.0
600569.SH	安阳钢铁	1	1	63	58	1.1	58.3
000932.SZ	华菱钢铁	2	1	101	102	3.4	29.5
600808.SH	马钢股份	1	1	69	132	2.6	26.2
601003.SH	柳钢股份	2	1	53	32	3.2	16.3
600507.SH	方大特钢	2	2	72	2	5.0	14.3
000709.SZ	河钢股份	1	1	307	734	30.5	10.0
000898.SZ	鞍钢股份	2	3	33	77	3.8	8.7
601005.SH	重庆钢铁	4	1	34	8	4.1	8.3
000825.SZ	太钢不锈	1	1	88	1	13.3	6.6
600282.SH	南钢股份	2	0	48	155	7.6	6.3
600019.SH	宝钢股份	0	1	238	38	43.6	5.5
600022.SH	山东钢铁	4	1	59	61	15.2	3.9
000717.SZ	中南股份	2	1	11	0	3.6	3.1
600307.SH	酒钢宏兴	2	3	29	87	-13.1	-2.2
600581.SH	八一钢铁	2	2	14	63	-6.1	-2.4
002110.SZ	三钢闽光	2	2	57	147	-21.5	-2.7
600126.SH	杭钢股份	1	3	56	7	-18.7	-3.0
000959.SZ	首钢股份	2	1	58	222	-12.6	-4.6
000761.SZ	本钢板材	2	2	22	7	-4.2	-5.2
600010.SH	包钢股份	2	2	70	91	-9.9	-7.1
600231.SH	凌钢股份	1	3	14	8	-1.3	-10.8

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

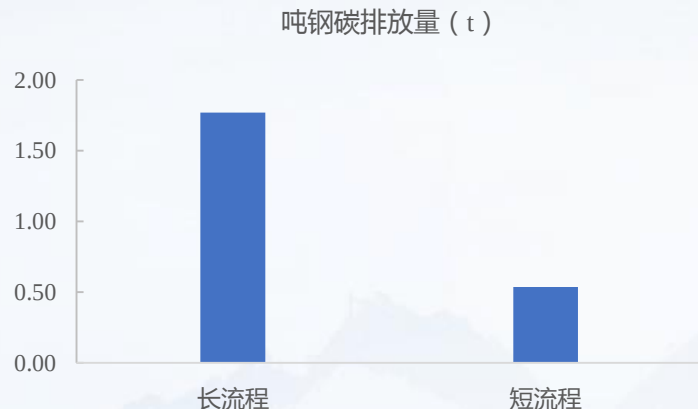
重视相关环保政策带来的边际影响。根据世界金属导报数据，高炉-转炉长流程炼钢工艺的吨钢二氧化碳排放量为电弧炉短流程工艺的3倍以上，且长流程炼钢的碳排主要集中在铁前工序（铁前工序碳排占长流程炼钢总碳排的70%左右）；我国钢铁行业二氧化碳排放量占全国能源相关二氧化碳排放总量的15%左右。在碳中和背景下，有关减少碳排的环保政策逐渐成为影响钢铁供给端的重要变量。我们需及时关注各地区发布的相关政策，并在政策出来的第一时间，评估对粗钢产量规模的影响，从而较为精确地了解政策对产量的影响。

图 18：钢铁行业是我国碳排放的重点行业之一



数据来源：世界金属导报，国泰海通证券研究

图 19：长流程炼钢二氧化碳主要来自于炼铁过程



数据来源：世界金属导报，国泰海通证券研究

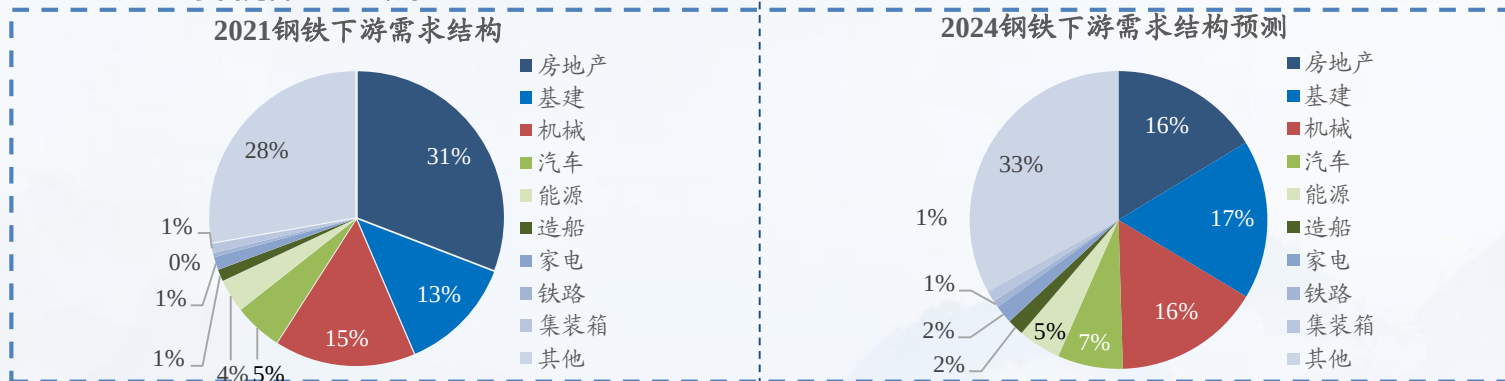
1.2

钢铁行业研究框架

——需求端分析逻辑

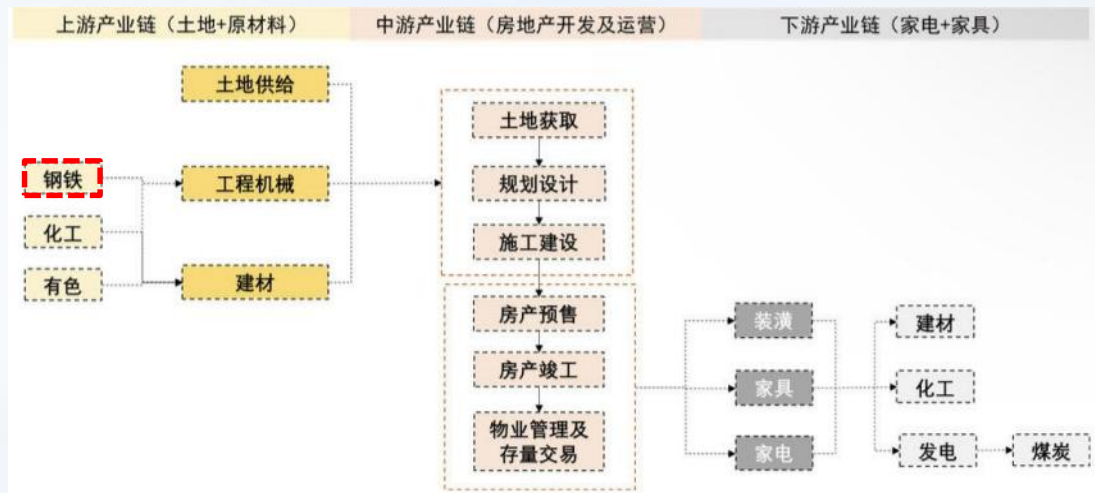
- **需求是影响钢铁价格、企业盈利、供求关系的核心因素。**
- **钢铁行业需求主要由内需、出口及库存组成。**这三个变量各自变化都会对我国钢铁需求产生长短期的影响，从供需关系的改变传导至价格的变化，再到企业盈利的预期变化，从而导致股价的变化。
- **钢铁需求主要看建筑，以及机械、汽车、家电等制造业。**建筑行业需求由房地产和基建组成。
- **钢铁行业需求结构正在发生重要变化。**经过去三年地产持续下行，我们观察到地产端需求占比已显著下降（由2021年的31%降至2024年的16%），我们预期地产对钢铁需求的负向拖拽影响将明显减弱。
- 影响房地产需求的主要因素为利率，同时房地产库存的高低也至关重要；基建的需求主要受政府财政影响，其可调节性较大。机械行业的需求主要取决于国内和海外的经济状况；而汽车、家电行业的需求主要取决于居民消费。

图 20：地产端需求占比降至20%以下



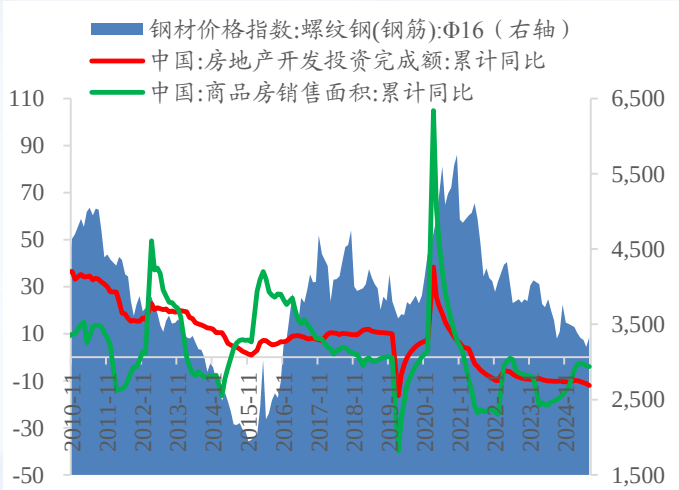
房地产景气度与钢铁需求中枢相关。早在我们的专题报告《“马首是瞻”，地产之于大宗的逻辑框架》中，我们发现简单从长期历史数据来看，钢铁价格指数走势与房地产开发投资完成额数据走势较为匹配，可以说房地产的景气程度决定了钢铁等大宗商品的需求中枢，另外通过实证分析，我们发现商品房销售面积领先螺纹钢价格6~10个月。但随着地产端钢铁需求占比逐渐下降，我们认为地产景气度对钢铁总需求的影响将逐渐减弱。

图21：钢铁位于房地产产业链的上游端



数据来源：国泰海通证券研究

图22：钢铁价格指数走势与房地产景气度呈正向相关关系



数据来源：，国泰海通证券研究

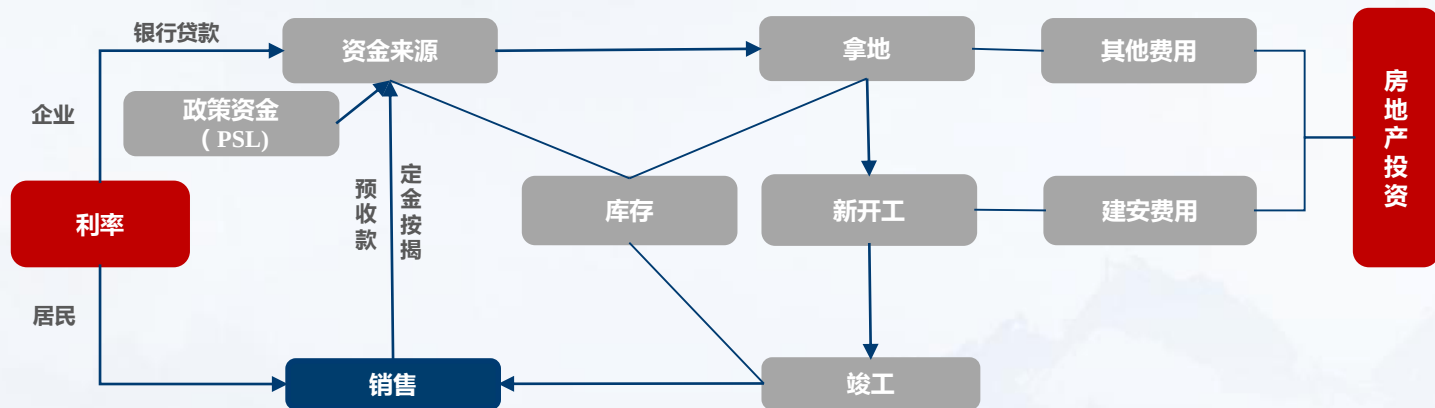
请参阅附注免责声明

利率是决定房地产投资的关键，它通过影响企业的资金来源和居民的举债意愿影响房地产销售，进而影响房地产投资。

房地产开发投资取决于建安费用和其他费用，其中建安费用主要与施工相关，其他费用主要为拿地费用。利率通过影响房地产商的资金来源和销售，影响房地产商的拿地和开工行为，拿地和开工二者共同决定了房地产投资。

地产方面主要跟踪指标有：商品房销售面积（反映房地产开放商资金收回情况）、个人住房贷款（反映居民购买能力）、成交土地数量（反映房地产开放商拿地情况）、房地产开发资金来源（反应房地产资金来源情况）等，其中前两者为房地产需求方面指标，后两者为供给方面指标。

图 23：利率是决定房地产投资的关键因素

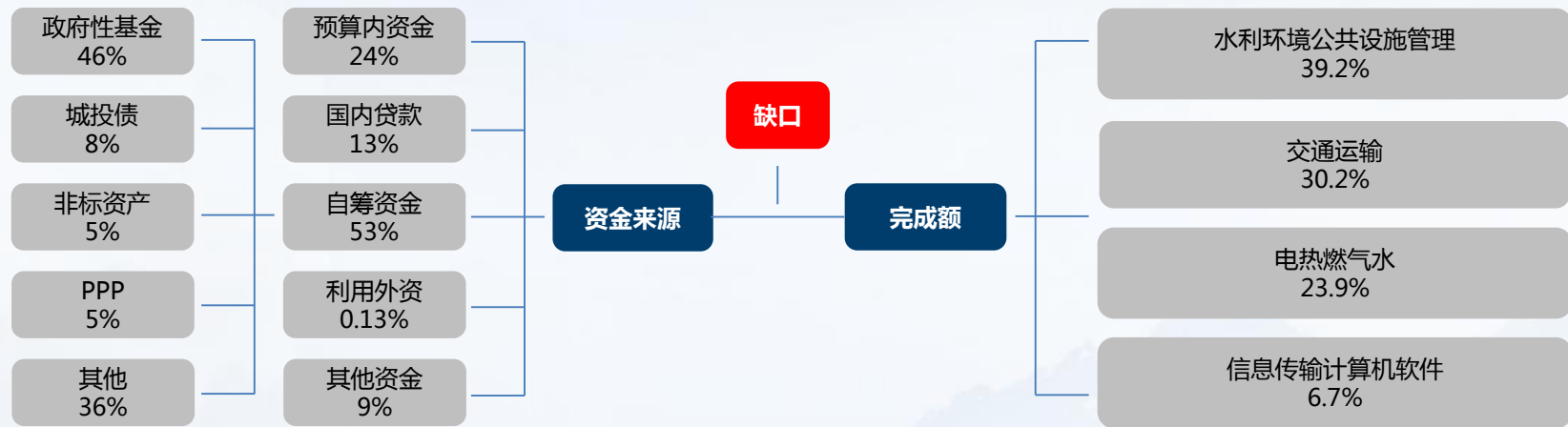


数据来源：国泰海通证券研究

基础建设投资框架由完成额和资金来源两部分组成。基建投资完成额和资金来源之间存在一定缺口。两者组成结构相对稳定，资金来源主要分为预算内资金、国内贷款、自筹资金、利用外资和其他资金五大板块；完成额则根据统计局口径分为水利环境公共设施管理、交通运输，电热燃气水，信息传输计算机软件四大板块。

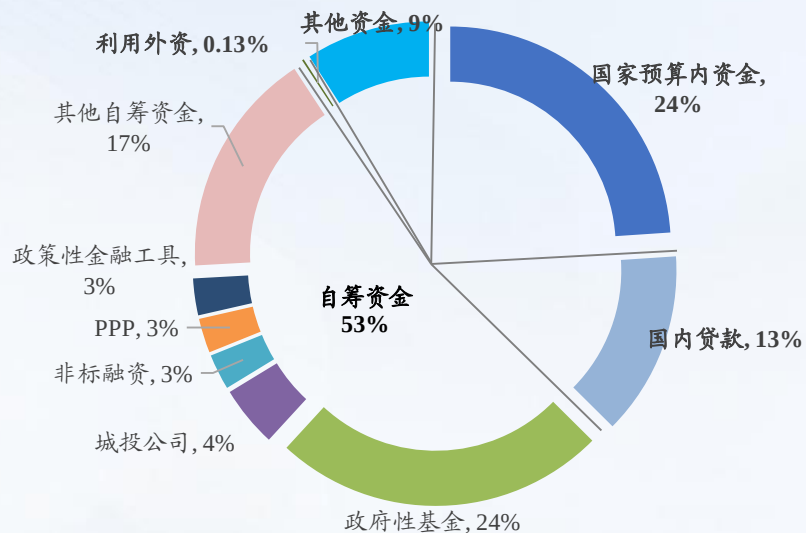
基建方面主要关注的指标为：基建固定资产投资完成额，但是这个数据往往具有一定滞后性，因此需要特别注意政策风向变化。另外就是考虑到基建投资的逆周期属性，需要在整体经济形势不乐观的情况下特别注意政策动向。

图 24：利率是决定房地产投资的关键因素（2023）



数据来源：wind，白山市重点项目建设服务中心，国泰海通证券研究

图25：基建资金主要来源为自筹资金、政府基金和预算内资金

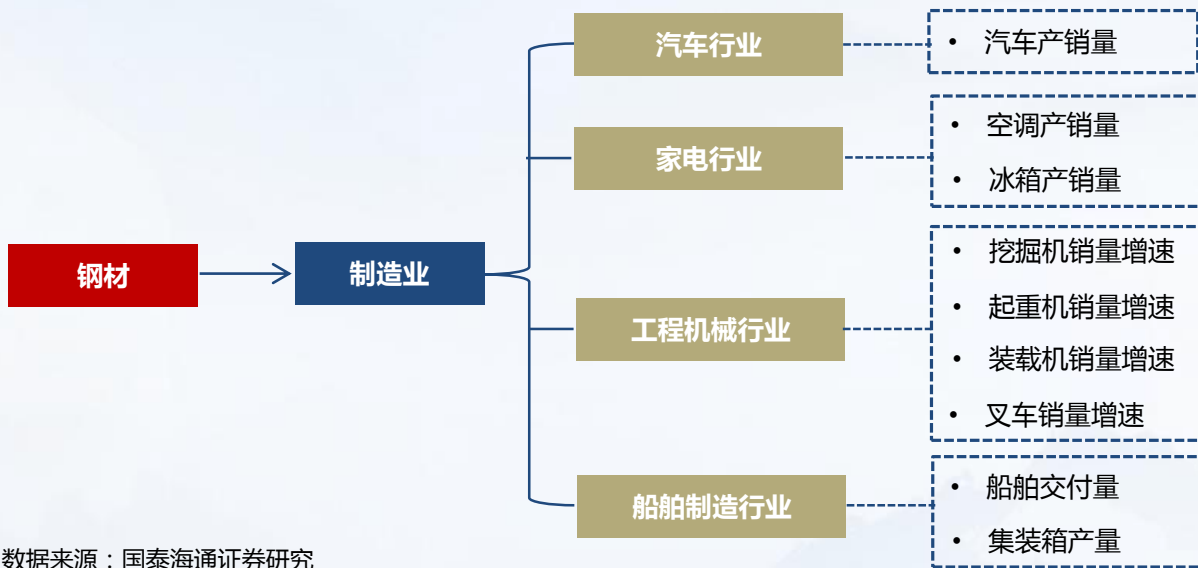


数据来源：，国泰海通证券研究

基建资金主要来源为自筹资金、预算内资金和国内贷款。我国基建投资资金主要来源于自筹资金、预算内资金、国内贷款和其他资金。其中，自筹资金主要包括政府性基金（土地出让金和其他政府性基金）、城投债、非标与PPP和其他自筹资金，自筹资金是基建资金的重要来源。国家预算内资金主要为税收收入，国内贷款为银行贷款。

制造业链条中重点跟踪的指标有：工程机械销量增速（挖掘机、起重机、装载机、叉车等）、汽车产销量（乘用车、货车等）、家电产销量（空调、冰箱等）、船舶交付量、集装箱产量等数据。制造业链条往往与基建地产同样相关，需要考虑所处经济周期阶段等共同影响因素。

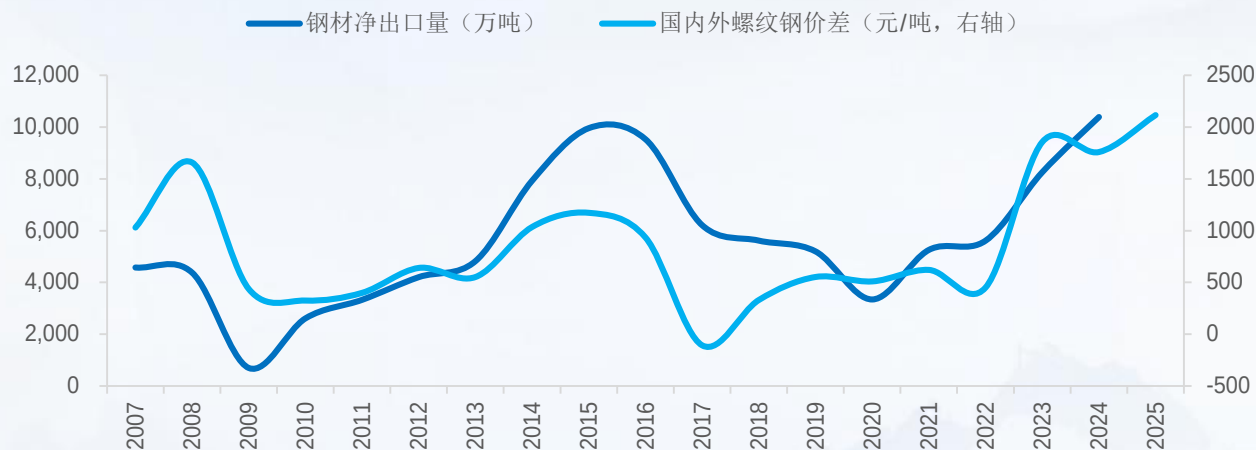
图26：制造业分析要点包括汽车、家电、机械、船舶等行业需求



数据来源：国泰海通证券研究

国内外钢价差是我国钢材出口的核心动力，钢材净出口量与国内外价差高度正相关。即当价差扩张时出口利润上升，钢材净出口量增加。同时，钢材出口也受到政策影响，税收优惠政策将促进钢企出口，而频繁发生的国际间贸易摩擦将遏制钢材的有效出口。

图27：钢材净出口量与内外价差呈正相关



数据来源：Mysteel，，国泰海通证券研究
说明：2025年钢价差为当年截至8月18日的平均钢价差

由供给和需求不同状态引发的库存变动可以分为四个阶段：**主动去库存、被动去库存、主动补库存、被动补库存**。一般来讲，主动补库存和被动去库存阶段为价格上升阶段，主动去库存和被动补库存阶段为价格的下跌阶段。

钢材库存累积的过程中，判断主动补库存还是被动补库存对判断钢价的短期走势至关重要。主动补库存对应钢材价格相对稳定或略有上升，且主动补库存前期供给相对不足，市场对后市预期较高；被动补库存对应钢材价格下跌趋势，且被动补库存表现为产量较高或需求不确定较大，贸易商对后市较为悲观。

钢材库存的去化过程中，主动去库主要由于市场对需求的预期悲观。根据历年的钢材库存去化速度和时间（时间以农历为准），可以判断当前钢材库存去化的速度或时间是否符合预期，在去化时间推后，或者去化速度较慢的情况下，如果供需平稳，可判定为主动去库存，钢材价格在这一阶段表现为下跌。被动去库一般为产量的减少或需求的上行，产量的减少可以通过周产量验证，而需求的扩张可以结合经济数据和调研得到，此阶段贸易商对后市预期较好，期货价格一般表现为上涨。

图28：库存充当短期调节供需的变量



表4：库存和供需相互印证

库存周期	需求-供给差	贸易商心态
主动去库存	平稳或下降	较差
被动去库存	上升	较好或由差转好
主动补库存	平稳或上升	较好
被动补库存	下降	较差

数据来源：国泰海通证券研究

表5：钢铁供需平衡表

万吨	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
房地产	26,670	27,300	25,200	25,200	27,090	30,422	32,841	32,647	30,747	21,363	18,368	14,435	11,837	10,653
同比(%)		2.36%	-7.69%	0.00%	7.50%	12.30%	7.95%	-0.59%	-5.82%	-30.52%	-14.02%	-21.41%	-18.00%	-10.00%
基建	11,430	11,700	10,800	10,800	11,610	12,051	12,509	12,622	12,672	13,863	14,681	15,327	15,940	16,578
同比(%)		2.36%	-7.69%	0.00%	7.50%	3.80%	3.80%	0.90%	0.40%	9.40%	5.90%	4.40%	4.00%	4.00%
机械	13,300	14,000	12,900	12,800	13,600	14,280	14,708	15,297	15,450	14,986	14,537	14,101	14,101	14,101
同比(%)		5.26%	-7.86%	-0.78%	6.25%	5.00%	3.00%	4.00%	1.00%	-3.00%	-3.00%	-3.00%	0.00%	0.00%
汽车	4,700	5,000	5,000	5,400	5,800	5,580	5,133	5,061	5,304	5,485	5,995	6,282	6,534	6,730
同比(%)		6.38%	0.00%	8.00%	7.41%	-3.80%	-8.00%	-1.40%	4.80%	3.40%	9.30%	4.80%	4.00%	3.00%
能源	3,100	3,200	3,200	3,200	3,300	3,366	3,491	3,508	3,645	3,849	3,991	4,123	4,082	4,041
同比(%)		3.23%	0.00%	0.00%	3.13%	2.00%	3.70%	0.50%	3.90%	5.60%	3.70%	3.30%	-1.00%	-1.00%
造船	1,300	1,300	1,400	1,200	1,400	1,134	1,204	1,264	1,302	1,242	1,388	1,580	1,770	1,947
同比(%)		0.00%	7.69%	-14.29%	16.67%	-18.98%	6.19%	4.93%	3.04%	-4.63%	11.78%	13.85%	12.00%	10.00%
家电	1,000	1,100	1,100	1,100	1,200	1,280	1,349	1,378	1,430	1,462	1,631	1,759	1,847	1,920
同比(%)		10.00%	0.00%	0.00%	9.09%	6.68%	5.37%	2.18%	3.73%	2.30%	11.50%	7.85%	5.00%	4.00%
铁路	500	500	500	500	500	475	474	464	455	463	580	659	691	726
同比(%)		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-5.10%	-0.10%	-2.20%	-1.80%	1.80%	25.20%	13.50%	5.00%	5.00%
集装箱	500	600	600	400	600	661	421	473	997	629	402	1,113	1,002	902
同比(%)		20.00%	0.00%	-33.33%	50.00%	10.10%	-36.20%	12.30%	110.60%	-36.90%	-36.10%	177.00%	-10.00%	-10.00%
其他	9,772	8,156	7,495	8,733	11,191	17,479	21,980	28,995	27,682	32,535	31,267	29,171	28,734	28,446
同比(%)		-16.54%	-8.11%	16.52%	28.14%	56.19%	25.75%	31.92%	-4.53%	17.53%	-3.90%	-6.70%	-1.50%	-1.00%
总内需	72,272	72,856	68,195	69,333	76,291	86,727	94,110	101,708	99,684	95,878	92,840	88,551	86,537	86,044
同比(%)		0.81%	-6.40%	1.67%	10.03%	13.68%	8.51%	8.07%	-1.99%	-3.82%	-3.17%	-4.62%	-2.27%	-0.57%
粗钢净出口	5,085	8,420	10,572	10,106	6,541	5,872	5,229	3,555	4,231	5,503	8,790	11,508	11,048	10,606
同比(%)		14.78%	65.58%	25.57%	-4.41%	-35.27%	-10.24%	-32.02%	19.03%	30.07%	59.73%	30.92%	-4.00%	-4.00%
粗钢总需求	77,357	81,276	78,767	79,439	82,832	92,598	99,339	105,263	103,915	101,381	101,630	100,059	97,585	96,650
同比(%)		5.07%	-3.09%	0.85%	4.27%	11.79%	7.28%	5.96%	-1.28%	-2.44%	0.25%	-1.55%	-2.47%	-0.96%
粗钢总产量	77,904	82,270	80,382	80,837	83,173	92,826	99,634	106,477	103,279	101,300	101,908	100,509	97,996	96,036
同比(%)		8.72%	5.60%	-2.29%	0.57%	2.89%	11.61%	7.33%	-3.00%	-1.92%	0.60%	-1.37%	-2.50%	-2.00%
高炉粗钢产量	72,167	75,791	74,520	74,993	75,424	83,683	89,488	95,431	92,228	91,484	92,066	90,860	88,680	86,995
同比(%)		10.74%	5.02%	0.63%	0.58%	10.95%	6.94%	6.64%	-3.36%	-0.81%	0.64%	-1.31%	-2.40%	-1.90%
电炉粗钢产量	5,737	6,479	5,862	5,844	7,749	9,143	10,146	11,046	11,051	9,816	9,842	9,649	9,317	9,042
同比(%)		-11.53%	12.93%	-9.52%	-0.31%	32.60%	17.99%	10.97%	8.87%	0.05%	-11.18%	-1.96%	-3.44%	-2.95%
供给-需求	547	994	1,615	1,398	341	228	295	1,214	-636	-80	278	450	411	-614

1.3

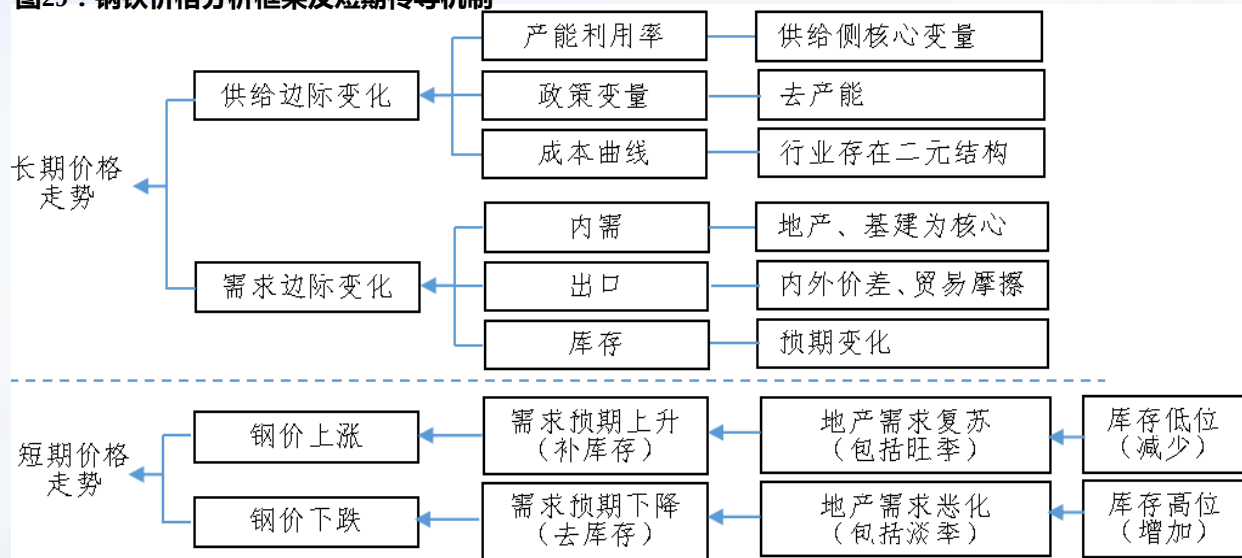
钢铁行业研究框架

——钢价分析逻辑

长期钢价看供需边际变化。影响供需边际变化的因素又包括产能、产能利用率、政策等，当然价格也会反过来影响供需关系（参考蛛网理论）。

短期钢价看地产等内需变动。这里需要说明的是，在短期，我们一般假设供给端不发生变化、出口规模不变，因此短期钢价主要受需求端内需变化的影响，而内需中的地产因素是短期钢价的核心影响因素，库存则影响传导幅度。

图29：钢铁价格分析框架及短期传导机制



数据来源：国泰海通证券研究

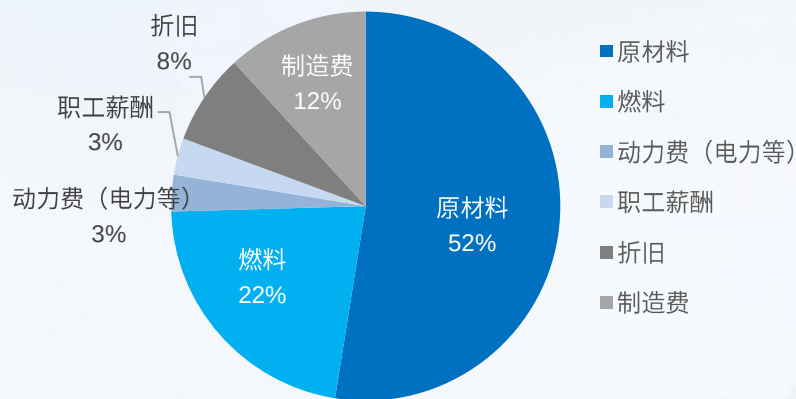
1.4

钢铁行业研究框架

——原料供需分析逻辑

铁矿石和焦煤、焦炭成本占钢铁总成本的70%左右。其中铁矿石成本占钢铁总成本的比重为50%左右，且中国铁矿石高度依赖于进口铁矿石，因此我国钢企生产成本受国际矿价影响较大。分析钢铁行业原料成本端需主要关注国际铁矿石供需及矿价的变化情况。

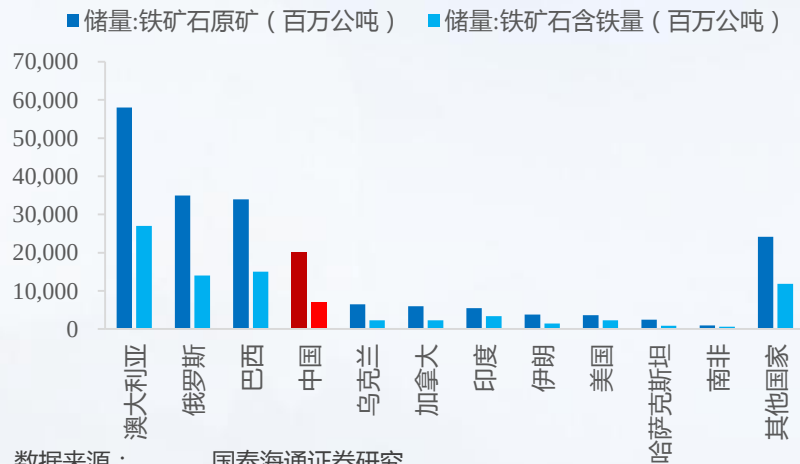
图30：铁矿石和煤炭成本占钢铁总成本的70%左右



数据来源：首钢股份2024年度报告，国泰海通证券研究

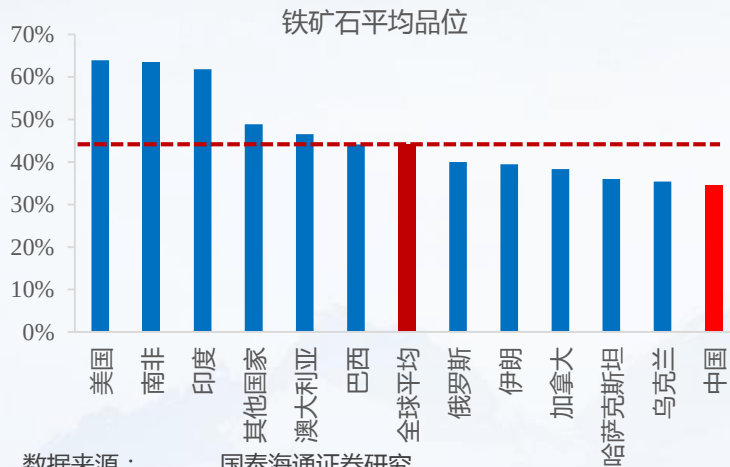
全球铁矿石分布集中在澳大利亚、巴西。2024年，铁矿石原矿储量排名前五的国家（澳大利亚、俄罗斯、巴西、中国、乌克兰）其储量占全球总储量的76.75%，依次分别占比29.00%、17.50%、17.00%、10.00%和3.25%；铁矿石含铁量前五的国家（澳大利亚、巴西、俄罗斯、中国、印度）其含铁量占全球总含铁量的75.34%，依次分别占比30.68%、17.05%、15.91%、7.84%和3.86%。我国铁矿石平均品位偏低，低于全球平均水平约9.5个百分点，导致我国钢企铁矿石自给率较低，历年不超过20%，高度依赖进口。

图31：全球铁矿石原矿资源分布集中（2024）



数据来源：，国泰海通证券研究

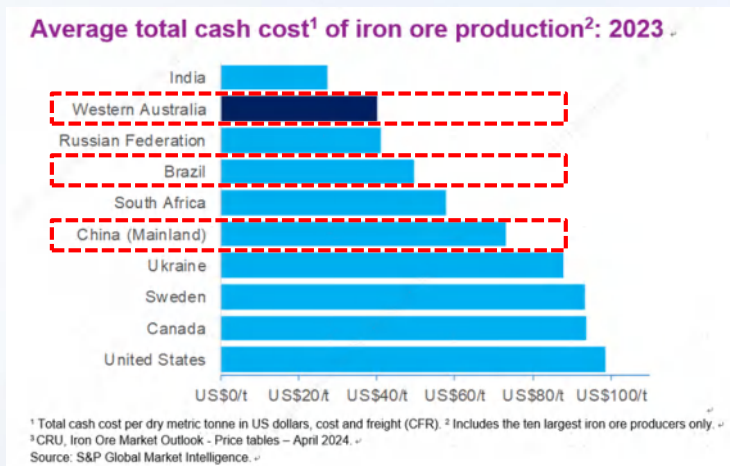
图32：我国铁矿石平均品位远低于全球平均水平（2024）



数据来源：，国泰海通证券研究

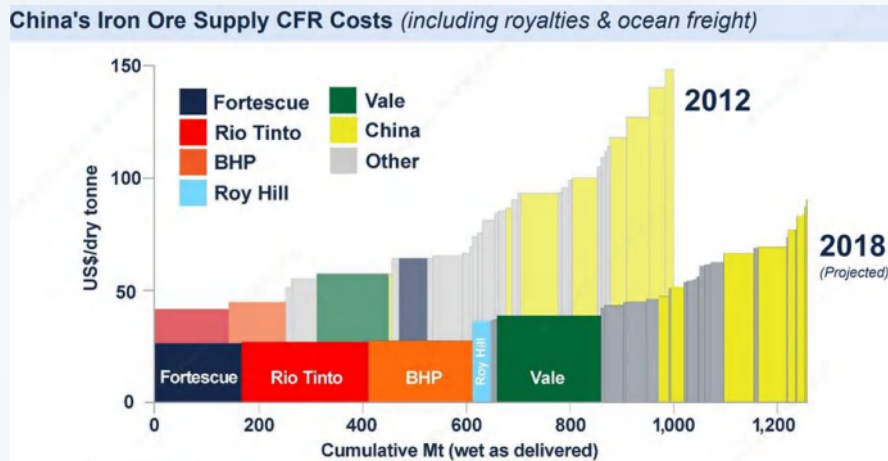
澳巴铁矿具有相对成本优势。根据S&P Global Market Intelligence数据，2023年西澳大利亚、巴西铁矿出口的平均总现金成本分别为40美元/吨、49.7美元/吨，低于52.1美元/吨的全球平均成本，其显著低于中国（大陆）铁矿成本水平（约75美元/吨）。另外，尤其西澳大利亚州的主要铁矿石运输港口靠近我国（亚洲最大铁矿石市场），相较于其他铁矿出口国更具运输成本优势。

图33：澳巴铁矿具有成本优势



数据来源：S&P Global Market Intelligence

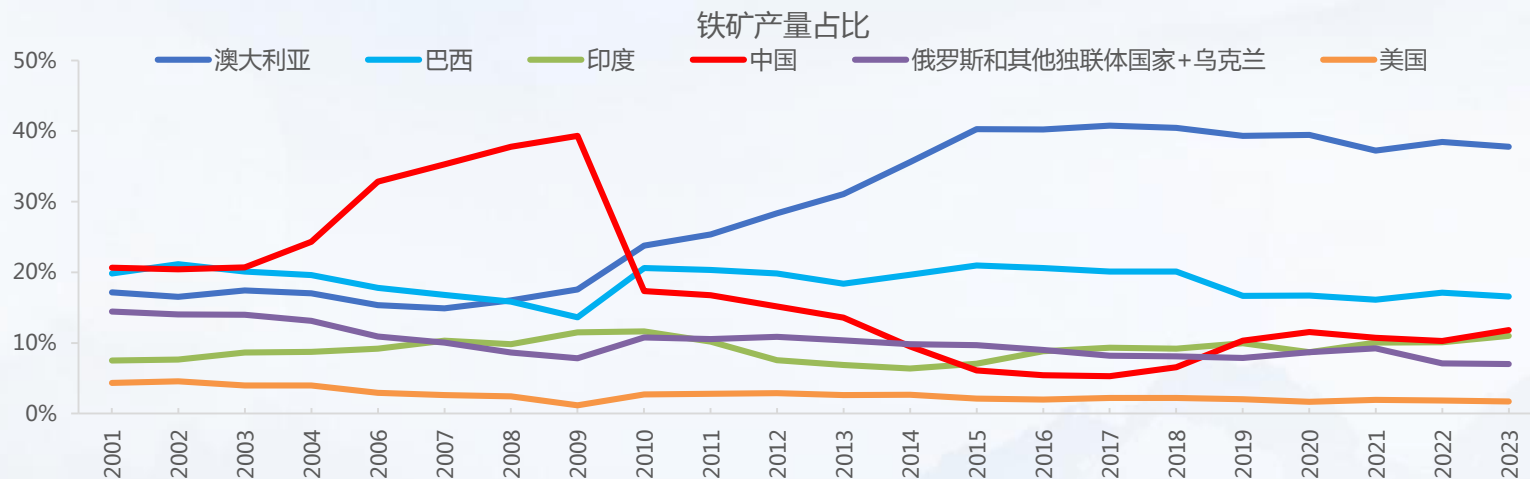
图34：四大矿山铁矿具有成本优势



数据来源：FMG

全球铁矿石生产逐渐向澳大利亚和巴西集中。铁矿石主要生产国由钢铁生产大国逐渐向铁矿石储量大国流动并集中。目前，富矿的国家如澳大利亚、巴西等国成为铁矿石的主要供应国。自2014年以来，澳大利亚和巴西两国铁矿石产量占全球产量的比重一直维持在50%以上；且自2012年起，澳大利亚和巴西两国铁矿石出口量一直占据全球铁矿石出口总量的70%以上，为全球铁矿石供应中心。

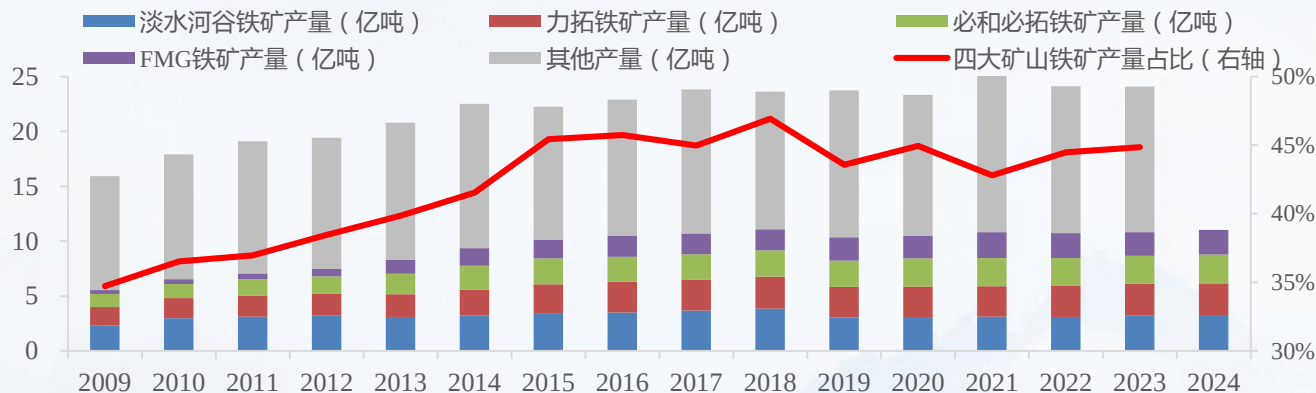
图35：澳大利亚、巴西铁矿石产量占全球铁矿石产量比重超50%



数据来源：World Steel Association，国泰海通证券研究

全球铁矿石市场呈寡头垄断格局（集中于四大矿山）。力拓、必和必拓、FMG和淡水河谷四大矿山受益于资源优势、生产成本大幅低于行业平均水平，实现了对非主流铁矿石市场的挤占，其市占率自2015年后基本稳定在45%左右。2023年，四大矿山铁矿石产量合计10.81亿吨，占全球产量的45%，其中淡水河谷、力拓、必和必拓和FMG和产量分别为3.21亿吨、2.90亿吨、2.54亿吨和2.16亿吨，占全球产量的比重分别为13.33%、12.04%、10.54%和8.95%。四大矿山公司的寡头垄断地位使其在全球铁矿石贸易中具有较高的定价话语权，钢铁企业对上游的议价能力较弱。中国进口铁矿石约有80%来自四大矿山。

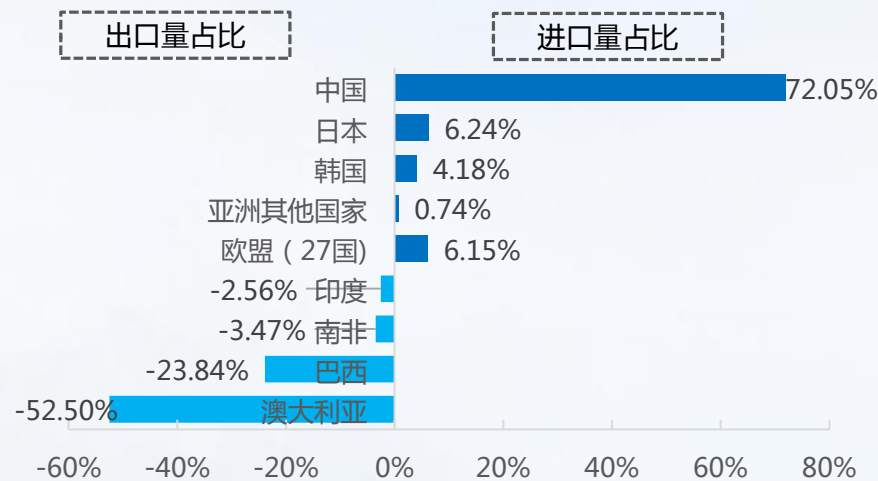
图36：四大矿山铁矿石产量占比45%左右



数据来源：Mysteel，国泰海通证券研究

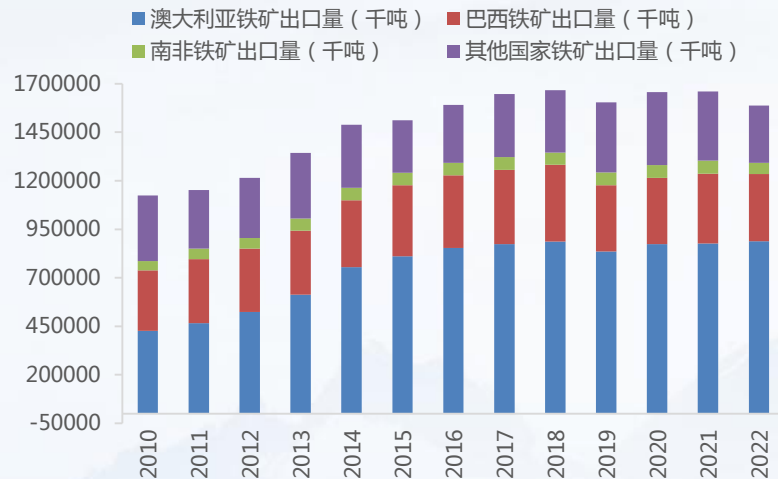
我国铁矿石依赖进口。2023年，中国铁矿石进口量占全球铁矿石进口量的72.05%，且中国铁矿石进口量的62.45%来自澳大利亚、21.06%来自巴西，近10年来中国从澳大利亚进口的铁矿石占比显著上升，从巴西进口的占比较为稳定；综上，全球铁矿石贸易已基本形成由澳大利亚、巴西、南非等国家向中国、日本、韩国及欧盟等国家和地区输送的局面。2023年，中日韩三国铁矿石进口量占全球进口的82.47%。

图37：中国是最大的铁矿石进口国（2023年）



数据来源：World Steel Association，Mysteel，国泰海通证券研究

图38：澳大利亚铁矿石出口量呈上升趋势

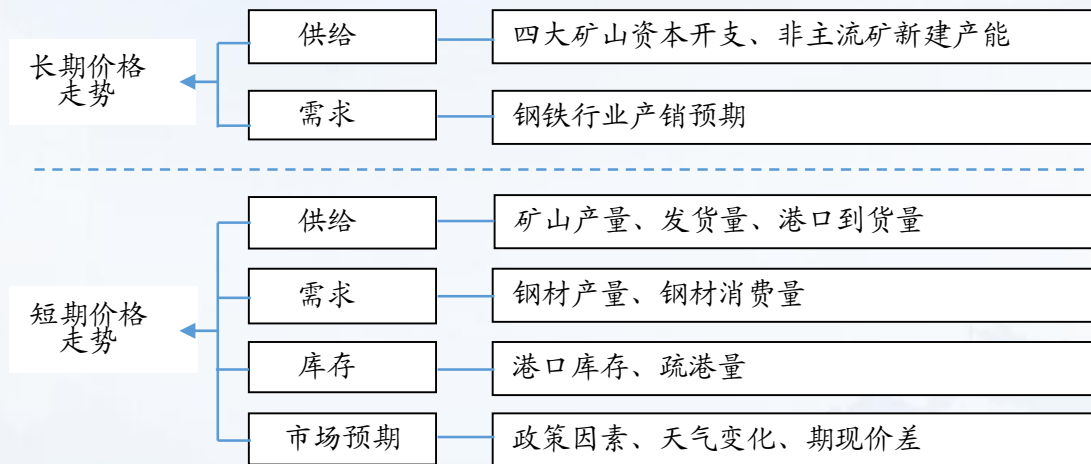


数据来源：World Steel Association，Mysteel，国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

全球铁矿石价格受供需变化、库存变化、市场预期等因素影响。当前铁矿石市场普遍按照普氏指数作为主流参考标的进行进行月度定价，较之前定价方式更为市场化。铁矿石价格受供需变化、成本因素、政策因素、废钢产品价格等诸多因素影响，其长期价格走势主要受铁矿石产能变化、钢铁行业产销预期等因素影响，短期价格走势则主要受铁矿石产量、发货量、港口到货量、港口库存、钢材产量、钢材消费量及政策因素、天气变化和期现价差等因素影响。

图39：铁矿石价格分析框架



数据来源：国泰海通证券研究

未来几年全球铁矿石产能将快速扩张。我们预测2023-2026年全球新增铁矿产能约3.35亿吨，其中主流四大矿山新增铁矿产能约为1.65亿吨，约占总新增产能的49%；非主流矿的新增产能主要来自皮尔巴拉西部地区的昂斯洛项目（Onslow Iron）、宝武参与开发的几内亚西芒度北部区块（1、2号区块）项目和印度的新增产能。昂斯洛项目设计产能3500万吨，2024年5月已完成首批铁矿石交付，预计2025-2026财年初达产；西芒度北部区块预计于2025年底投产；印度作为主要铁矿出口国之一，其铁矿产能也有望快速扩张，2023年印度铁矿产量约2.78亿吨（钢联-USGS数据），根据印度OMC公司预测，2030财年印度铁矿产量有望增至4亿吨左右。综合考虑新增产能投产爬坡，我们预测2025年全球新增铁矿产量为6666万吨，其中33%增量由主流矿山贡献、67%由非主流矿贡献；2026年全球新增铁矿石产量为10175万吨，其中62%由主流矿山贡献、38%由非主流矿贡献。未来两年全球铁矿产能加速扩张，预计释放较多供给增量，铁矿或逐步转入宽松周期。

表6：未来几年主流及非主流矿山产能均快速扩张

主流/非主流矿山	矿区项目名称	2023-2026年新增产能 (万吨)	投产时间	项目进度及其他	2025/2026年预计贡献的铁 矿产量增量(万吨)
VALE	Vargem Grande 1（巴西）	1500	2024Q4	2025年产量指引3.25-3.35亿吨 2026年产量目标3.40-3.60亿吨	750/750
	Capanema Maximization（巴西）	1500	2025H2		187.5/1125
	Serra Sul 120（S11D）（巴西）	2000	2026H2		0/62.5
RIO	Western Range（澳大利亚）	2500	2025.06	最早2025年10月投产，30个月内可在西芒度南部达到每年6000万吨产能	312.5/1875
	西芒杜南部区块（几内亚）	6000			33/1600
BHP	Samarco（澳大利亚） （Vale和BHP各持股50%）	约800	2025年初	总产能2600万吨，此前产能利用率31%，预计2024年底提升至60%	375/375
FMG	Iron Bridge（澳大利亚）	2200	2023年5月投产；预计2026财年生产1000-1200万吨，2027财年1600-2000万吨，2028财年满产		550/550
主流矿增量合计		16500			2208/6338
主要非主流矿	Onslow Iron（昂斯洛项目，澳）	3500	2024	2024年5月完成首批铁矿石交付；预计2025-2026财年初达产 宝武参与；预计2025年底发运第一船矿，预计2026年产能达到设计的一半左右 印度国有控股龙头矿企奥里萨邦邦业有限公司（OMC）市场部总经理Vivek先生公开预测至2030财年印度铁矿产量将增至4亿吨左右	2625/437.5
	西芒杜北部区块（几内亚）	约6000	2025年底		33/1600
	印度矿山	约7500	2024-2030		1800/1800
非主流矿增量合计		17000			4458/3838
总计		33500	2023-2026		6666/10175

说明：若公司未公告说明新增产能的爬坡周期，我们则按1年爬坡周期估算新增产能所贡献的产量增量。

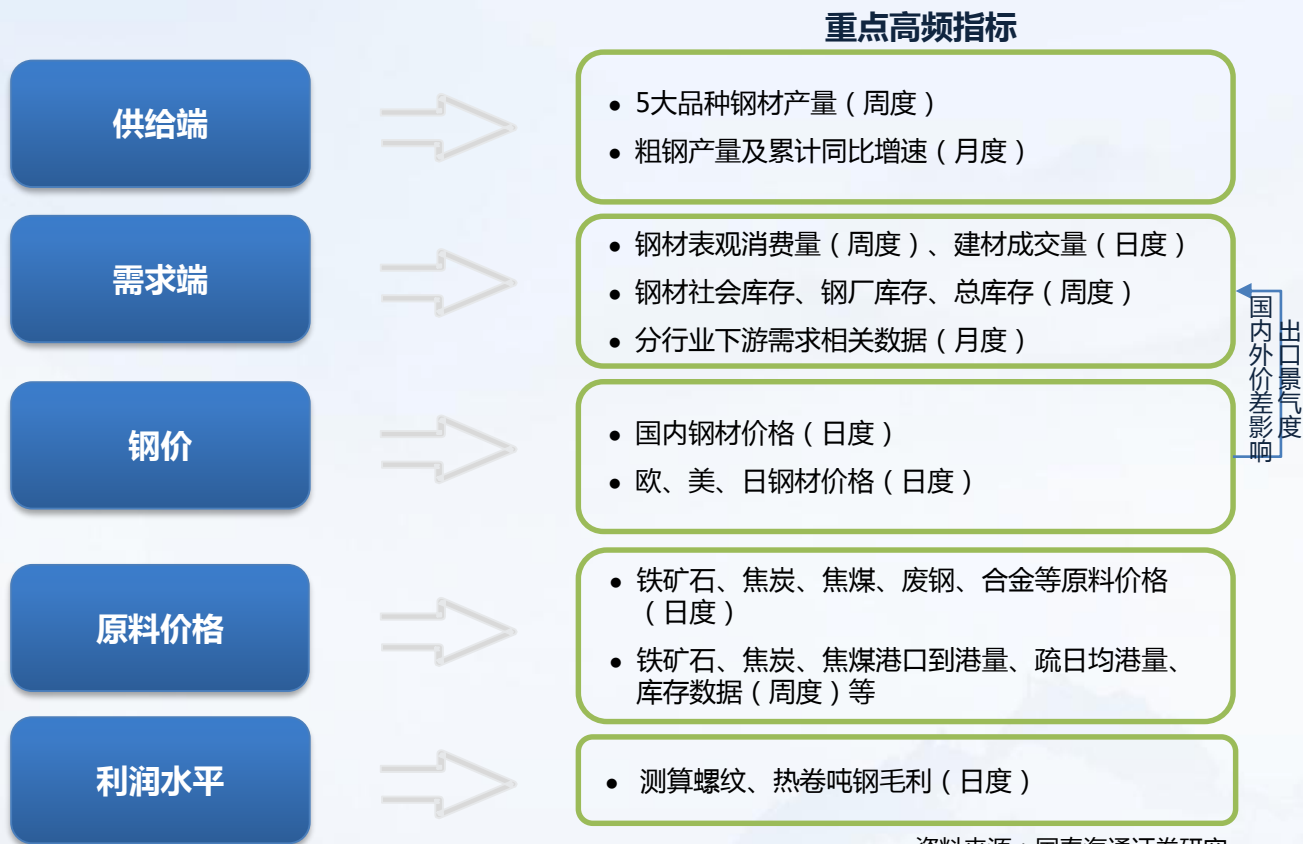
数据来源：Mysteel，兰格钢铁网，各公司官网，国泰海通证券研究

全球铁矿供应端加速放量叠加需求端难有较大提升，铁矿进入宽松周期。从供给端来看，随着新增铁矿产能逐步投产，我们预测2025、2026年全球铁矿石产量将分别增至25.22、26.23亿吨，同比分别增2.72%、4.04%。而从需求端来看，我国铁矿需求量占全球总需求的65%左右，是全球最大的铁矿需求国，基于我们对我国钢铁供给将收缩的预期，我们预测未来两年我国铁矿需求将继续下降，将成为拖累全球铁矿需求增长的主要因素：我们预测2025年全球铁矿总需求为24.23亿吨，同比降0.34%；2026年全球铁矿总需求为24.36亿吨，同比小幅升0.53%。总体来看，未来两年全球铁矿供给快速增长，但需求端整体难以有较大提升，我们预测铁矿供需格局趋于宽松，将对铁矿价格向上形成约束。

表7：全球铁矿供应端逐步放量叠加需求端难有较大提升，铁矿供需格局趋于宽松

(单位：万吨)	2019	增速	2020	增速	2021	增速	2022	增速	2023	增速	2024E	增速	2025E	增速	2026E	增速
国内生铁产量	80849	3.67%	88898	9.95%	86857	-2.30%	86383	-0.55%	87211	0.96%	85174	-2.34%	83470	-2.00%	82636	-1.00%
国内铁矿需求	149826	3.96%	165200	10.26%	161859	-2.02%	161427	-0.27%	163432	1.24%	160064	-2.06%	157307	-1.72%	156175	-0.72%
国外生铁产量	47266	-1.79%	43138	-8.73%	48157	11.64%	43693	-9.27%	44017	0.74%	44180	0.37%	45082	2.04%	46234	2.56%
国外铁矿需求	87591	-1.52%	80164	-8.48%	89742	11.95%	81650	-9.02%	82488	1.03%	83026	0.65%	84961	2.33%	87379	2.85%
其中：印度生铁产量	7416	2.13%	6778	-8.60%	7763	14.52%	7989	2.91%	8627	7.99%	8995	4.27%	9760	8.50%	10541	8.00%
印度铁矿需求	13742	2.41%	12596	-8.34%	14466	14.84%	14929	3.20%	16167	8.30%	16905	4.56%	18394	8.81%	19921	8.31%
日本生铁产量	7491	-3.13%	6160	-17.76%	7034	14.19%	6415	-8.81%	6304	-1.72%	6103	-3.20%	5858	-4.00%	5741	-2.00%
日本铁矿需求	13881	-2.86%	11447	-17.54%	13109	14.51%	11987	-8.55%	11814	-1.45%	11468	-2.92%	11041	-3.73%	10851	-1.72%
俄罗斯生铁产量	5108	-1.35%	5191	1.63%	5378	3.60%	5161	-4.03%	5460	5.79%	5123	-6.16%	5046	-1.50%	5046	0.00%
俄罗斯铁矿需求	9465	-1.08%	9646	1.91%	10021	3.89%	9644	-3.76%	10231	6.09%	9628	-5.90%	9510	-1.22%	9537	0.28%
美国生铁产量	2230	-7.30%	1832	-17.85%	2225	21.43%	2000	-10.10%	2250	12.50%	2059	-8.49%	2080	1.00%	2121	2.00%
美国铁矿需求	4133	-7.05%	3404	-17.62%	4146	21.77%	3737	-9.84%	4216	12.82%	3869	-8.23%	3919	1.29%	4009	2.29%
国外其他国家生铁产量	25022	-2.07%	23177	-7.37%	25758	11.14%	22128	-14.09%	21376	-3.40%	21900	2.45%	22338	2.00%	22784	2.00%
国外其他国家铁矿需求	46370	-1.80%	43070	-7.12%	48001	11.45%	41352	-13.85%	40059	-3.13%	41155	2.74%	42097	2.29%	43061	2.29%
全球铁矿需求	237417	1.87%	245364	3.35%	251600	2.54%	243076	-3.39%	245919	1.17%	243090	-1.15%	242267	-0.34%	243554	0.53%
四大矿山产量	107955	-6.57%	109649	1.57%	112412	2.52%	111336	-0.96%	112246	0.82%	114180	1.72%	116388	1.93%	122726	5.45%
其中：VALE	30198	-21.49%	30039	-0.53%	31340	4.33%	30779	-1.79%	32115	4.34%	32767	2.03%	33705	2.86%	35642	5.75%
RIO TINTO	32666	-3.29%	33341	2.06%	31972	-4.10%	32415	1.38%	33154	2.28%	32797	-1.08%	33143	1.05%	36618	10.48%
BHP	24011	-0.17%	25519	6.28%	25450	-0.27%	25582	0.52%	25407	-0.69%	26156	2.95%	26531	1.43%	26906	1.41%
FMG	21080	9.51%	20750	-1.57%	23650	13.98%	22560	-4.61%	21570	-4.39%	22460	4.13%	23010	2.45%	23560	2.39%
非主流矿产量	129431	7.28%	123704	-4.42%	140122	13.27%	129737	-7.41%	128744	-0.77%	131319	2.00%	135777	3.39%	139614	2.83%
全球铁矿供给	237386	0.60%	233352	-1.70%	252534	8.22%	241073	-4.54%	240990	-0.03%	245499	1.87%	252165	2.72%	262340	4.04%
供给-需求	-32		-12011		934		-2003		-4930		2409		9898		18786	

02 钢铁行业重点高频指标



2025年1-7月我国粗钢产量同比下降，我们对全年钢铁供给维持收缩预期。最近一周五大品种钢材周产量为831.02万吨，环比升0.28%、同比升12.04%。2025年1-7月我国粗钢产量5.94亿吨，同比降3.10%。2025年7月18日，工信部总工程师谢少锋在国新办新闻发布会上表示“钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，工业和信息化部将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能”。我们预期若供给端政策落地，行业供给的收缩速度将更快，行业上行的进展将更快展开。

图40：短期淡季阶段，钢材周产量呈小幅震荡下降态势

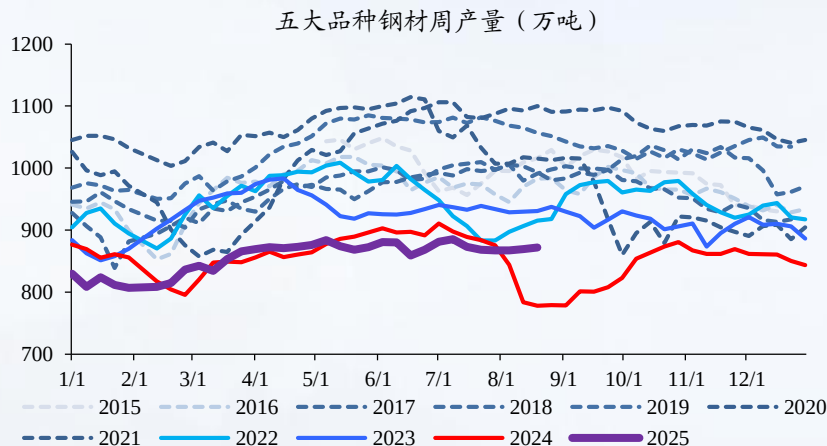
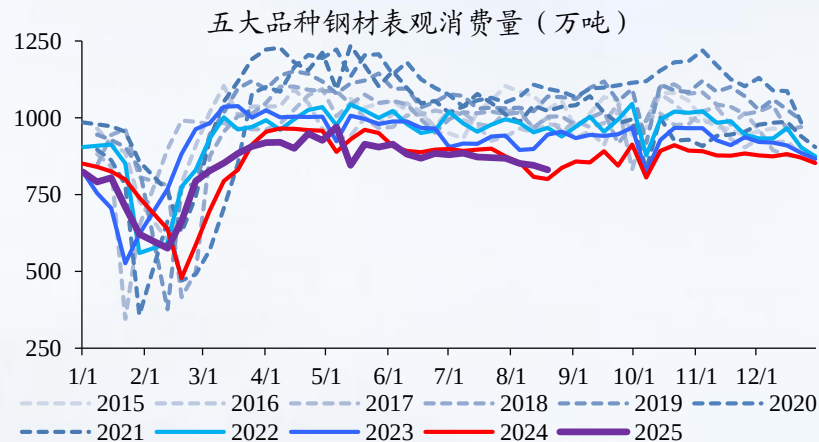


图41：2025年1-7月粗钢产量同比降3.1%（单位：%）



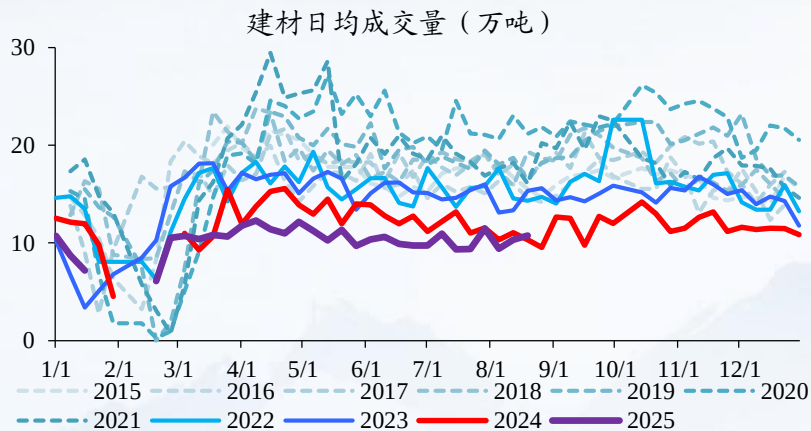
五大品种钢材表观消费量企稳，我们对全年需求不悲观。 环比来看，短期淡季需求边际下降，总库存维持累库趋势；同比来看，2025年8月11日-8月15日当周五大品种钢材表观消费量同比2024年升3.80%。分领域来看，地产仍是钢铁需求的主要拖累项，但经过去三年下行，地产需求占比已降至15%左右，我们预期地产对钢铁需求的负向拖拽明显减弱；此外基建、制造业维持平稳增长，将对冲地产端下行，我们预期钢铁需求有望逐步企稳。根据钢联数据，2025年前33周五大品种钢材表观消费量同比仅降0.28%（而2024年同期同比降幅高达7.50%），也可验证我们对于需求有望企稳的预测。

图42：短期淡季钢材需求维持震荡趋弱态势



数据来源：Mysteel，国泰海通证券研究

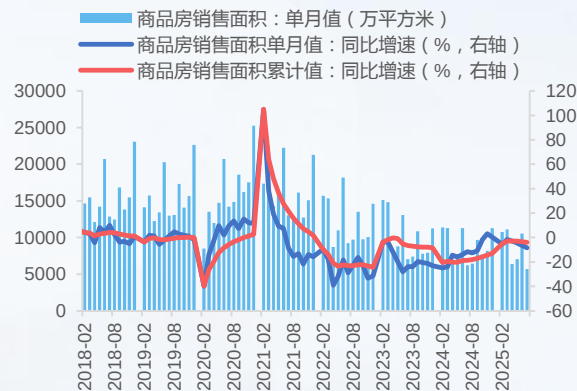
图43：建材日均成交量仍处偏弱状态



数据来源：Mysteel，国泰海通证券研究

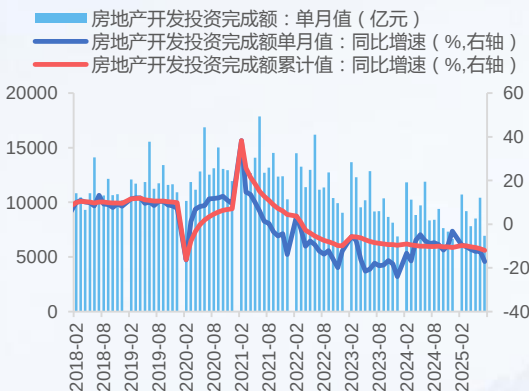
房地产下行是过去几年拖累钢铁需求的主要因素。根据wind数据，2025年1-7月商品房销售面积、房地产开发投资完成额、房屋新开工面积、房屋施工面积、房屋竣工面积累计同比降幅分别为4.00%、12.00%、19.40%、9.20%、16.50%。2021年以来，地产持续下探，是拖累钢铁行业需求的主要因素。

图44：商品房销售面积同比降幅扩大



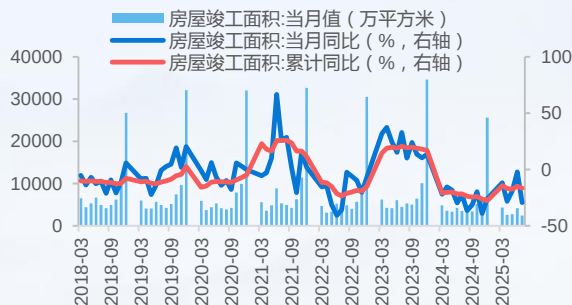
数据来源：wind，国泰海通证券研究

图45：开发投资完成额同比降幅扩大



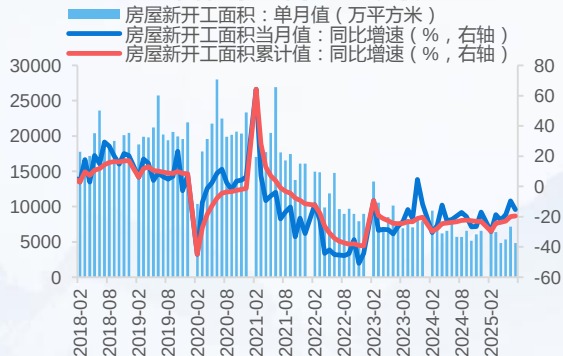
数据来源：wind，国泰海通证券研究

图47：竣工面积累计同比降幅扩大



数据来源：wind，国泰海通证券研究

图46：新开工面积累计同比降幅收窄



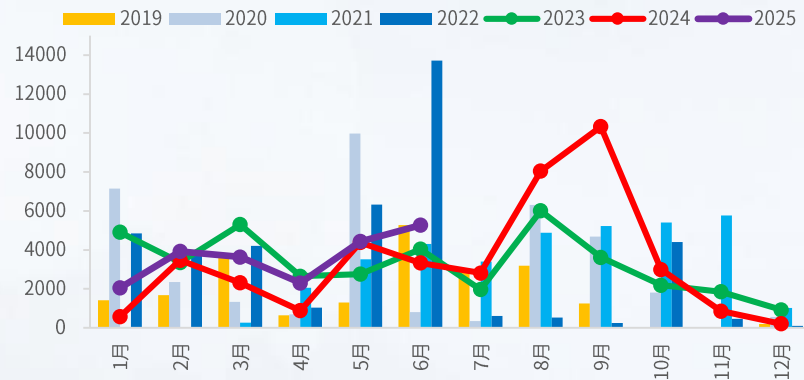
数据来源：wind，国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

财政持续发力，基建端钢铁需求有望稳步增长。从基建投资资金来源来看，2025年1-6月新增地方政府专项债发行额2.16万亿元，同比大幅增44.67%，将为下半年基建投资增速提供有力支撑；此外，2025年我国超长期特别国债计划发行规模增至1.3万亿元（较2024年的1万亿元进一步增加3000亿元），将大力支持“两重”项目建设和“两新”政策实施。2025年1-7月基建固定资产投资完成额累计同比增速为3.2%，仍维持同比增势。展望来看，下半年随着专项债发行使用进度加快，重大项目加速推进，我们预期基建端钢铁需求有望稳步增势。

图48：2025年1-6月累计新增专项债发行额同比大幅增长

新增地方政府专项债发行额:当月值（亿元）



数据来源：wind，国泰海通证券研究

图49：基建投资完成额保持同比增势

中国:固定资产投资完成额:基础设施投资(不含电力):累计同比 (%)



数据来源：wind，国泰海通证券研究

“两新”政策的持续推进，有望拉动制造业用钢需求持续增长。2025年1-7月制造业固定资产投资完成额累计同比增速为6.2%；1-7月汽车产、销量累计同比增速分别为12.7%、12.0%，环比分别升0.2、0.6个百分点；1-7月电冰箱、空调、洗衣机产量累计同比增速分别为0.9%、5.1%、9.4%；2024年1-12月我国造船完工量4818万载重吨，同比增13.85%；新接船舶订单量11305万载重吨，同比增58.78%；手持船舶订单量高达20872万载重吨，同比增49.74%，我们可测算得船舶订单排期已经排至2028年左右，船舶制造业将维持高景气度。我们预期设备更新改造及以旧换新政策的持续推进将拉动制造业端用钢需求持续增长。

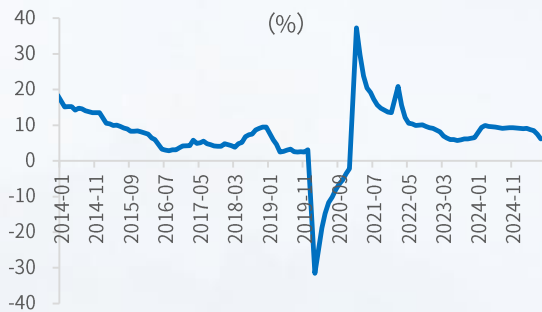
图53：船舶制造业维持高景气度



数据来源：wind，国泰海通证券研究

图50：制造业固定资产投资完成额同比增长

中国:固定资产投资完成额:制造业:累计同比



数据来源：wind，国泰海通证券研究

图51：汽车产销量维持较快增速

— 汽车产量累计同比增速 (%)
— 汽车销量累计同比增速 (%)



数据来源：wind，国泰海通证券研究

图52：白电产量维持增势

— 家用电冰箱产量累计同比 (%)
— 空调产量累计同比 (%)
— 家用洗衣机产量累计同比 (%)



数据来源：wind，国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

淡季总库存由降转增，但整体库存压力不大。2025年8月18日-8月21日当周钢材总库存为1441.04万吨，同比降12%；其中，钢材社库为1017.21万吨，同比降15%；厂库为423.83万吨，同比降5%，社库、厂库和总库存均为2019年以来同期最低位水平。

图54：钢材社库维持历史同期低位水平

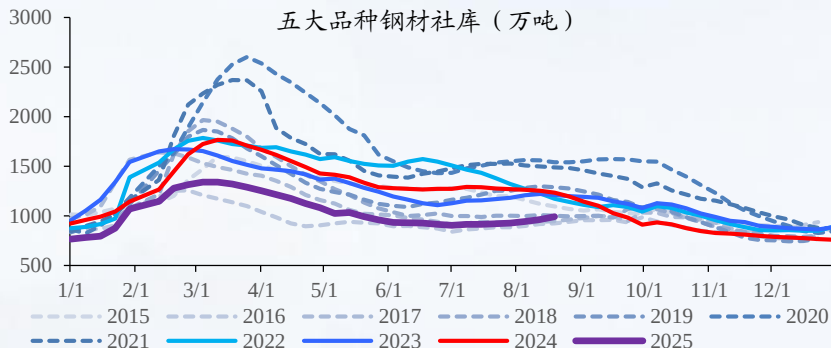


图55：钢材厂库维持历史同期低位水平

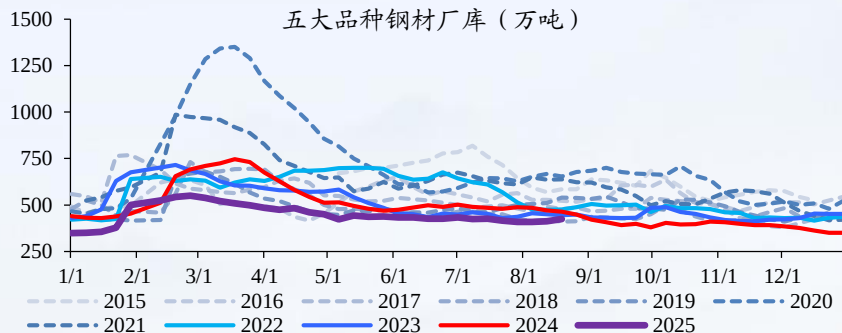
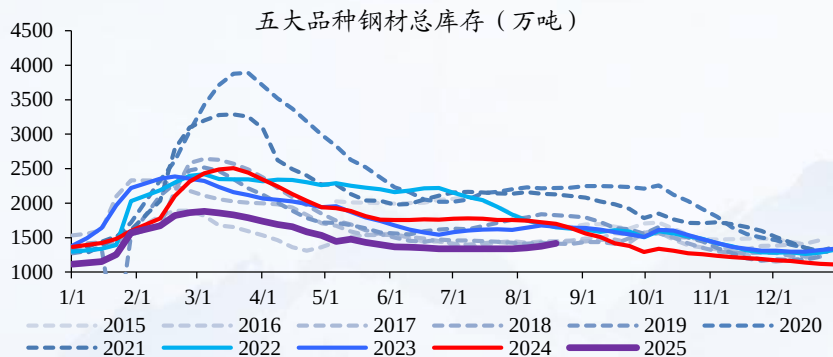


图56：钢材总库存维持历史同期低位水平



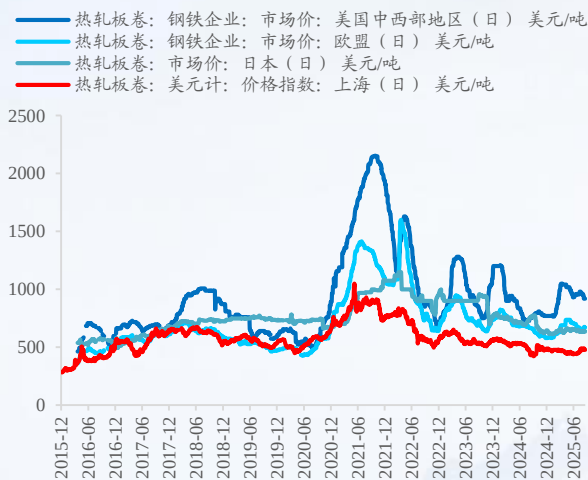
国内外钢价维持较大价差，出口需求维持高景气度。2025年8月21日美国螺纹钢价975美元/吨、热卷价格920美元/吨；欧盟螺纹钢价710美元/吨、热卷价格670美元/吨；日本螺纹钢价700美元/吨、热卷价格636美元/吨。上海螺纹钢价454美元/吨，较美国螺纹钢价低521美元/吨；热卷价格478美元/吨，较美国热卷价格低442美元/吨。2025年1-7月我国钢材出口量6798万吨，同比增11.4%。国内外钢价维持较大差距，钢材出口市场维持高景气度。

图57：国内外螺纹钢价差有所扩大



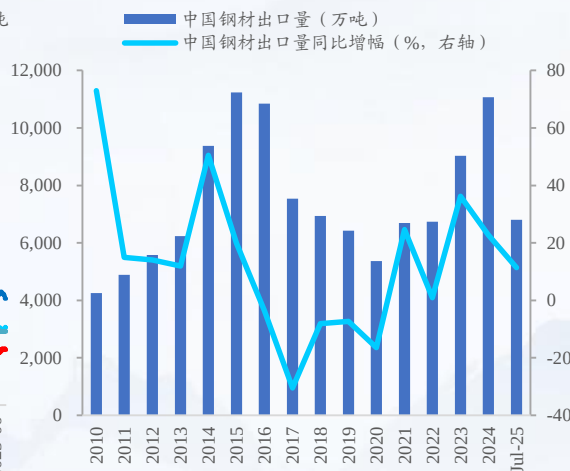
数据来源：Mysteel，，国泰海通证券研究

图58：国内外热卷价格维持较大价差



数据来源：Mysteel，，国泰海通证券研究

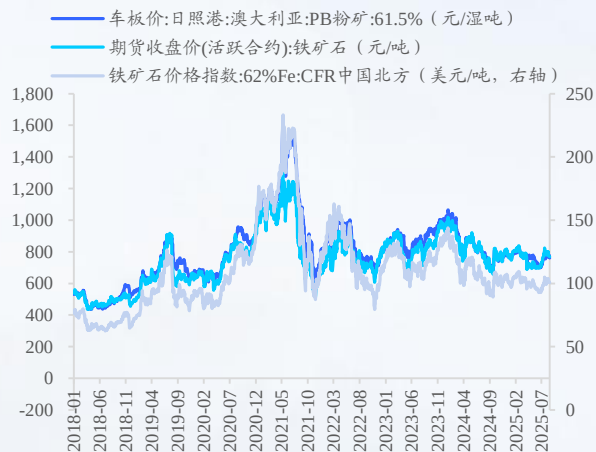
图59：2025年1-7月我国钢材出口维持同比增长



数据来源：，国泰海通证券研究

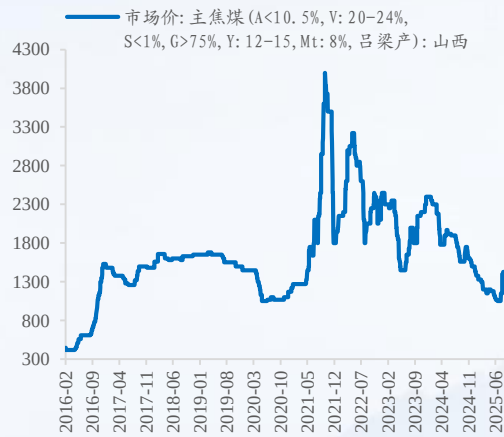
铁矿、焦炭供需面趋于宽松，价格向上弹性有限。2025年截至8月20日，铁矿、焦煤、焦炭、废钢均价分别为767、997、1509、2032元/吨，同比分别降11.74%、降39.73%、降29.78%、降18.91%。在铁矿方面，考虑季节性因素，预期2025下半年铁矿供应将好于上半年，同时预期下半年铁水产量弹性有限，因此综合来看，我们判断下半年铁矿供需面将趋于宽松，铁矿价格将维持在相对合理区间。在煤炭方面，考虑我国进口煤仍有增长弹性，且预期炼焦煤需求将呈下降趋势，因此我们预期煤炭价格向上弹性有限。

图60：铁矿供需趋于宽松，价格将维持在合理区间



数据来源：，国泰海通证券研究

图61：炼焦煤价格向上弹性有限（元/吨）



数据来源：，国泰海通证券研究

图62：焦炭价格回升空间有限（元/吨）



数据来源：，国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

废钢价格向上具有较强约束。废钢是电炉炼钢的主要原材料，可与铁水互相替代；另外废钢也可用于高炉-转炉炼钢，可替代部分铁矿石，并节省焦炭的用量。目前我国电炉、转炉炼钢比约为1:9，因此虽然转炉的废钢单耗较低，但转炉炼钢的总废钢消耗量远多于电炉炼钢，根据Mysteel数据，2023年我国废钢总消耗量为2.14亿吨，其中转炉、电炉废钢消耗量占比分别为72%、28%。考虑目前我国废钢更多用于转炉炼钢，与铁矿石为替代关系，我们判断废钢价格将与铁矿价格趋势保持一致，基于我们对铁矿供需基本面趋于宽松、价格向上有约束的预期，我们判断废钢价格向上亦将具有较强约束。

图63：焦煤价格回升空间有限（元/吨）



数据来源：，国泰海通证券研究

图64：电炉钢持续亏损将对废钢价格上涨形成抑制作用（元/吨）



数据来源：，国泰海通证券研究

我们预期行业盈利有望逐步修复。我们模拟测算得：2025年截至8月22日，螺纹、热卷单吨平均毛利分别为228、158元/吨，同比分别升145、44元/吨；成本滞后一月的螺纹、热卷单吨毛利分别为211、141元/吨，同比分别升216、115元/吨。根据mysteel数据，2025年截至8月22日，247家钢企平均盈利率为56.71%，同比升23.94个百分点；8月22日，247家钢企盈利率为64.94%，即目前仍有35%左右的钢企维持亏损状态。钢铁行业盈利自2021年开始进入下行周期并持续下探，行业盈利在2024年初步触底并开始震荡。我们认为从钢铁供需两方面来看，需求逐步触底，继续下降的动力不强；而即便不考虑供给政策，目前行业持续亏损时间已经较长，供给的市场化出清已开始出现，钢铁行业盈利有望逐步修复。

图65：螺纹单吨毛利仍处于低位水平



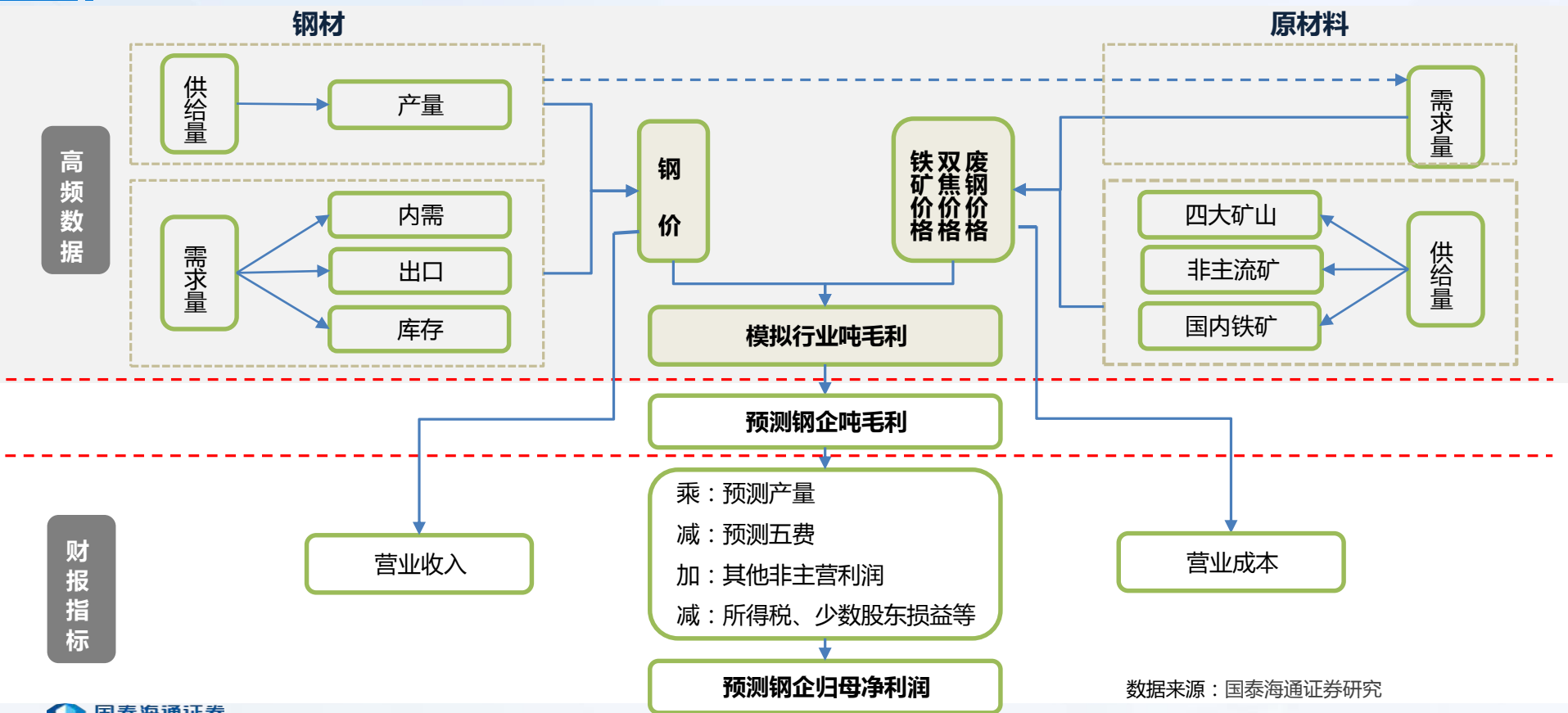
数据来源：，国泰海通证券研究

图66：热卷单吨毛利仍处于低位水平



数据来源：，国泰海通证券研究

03 / 钢铁行业财报分析重点

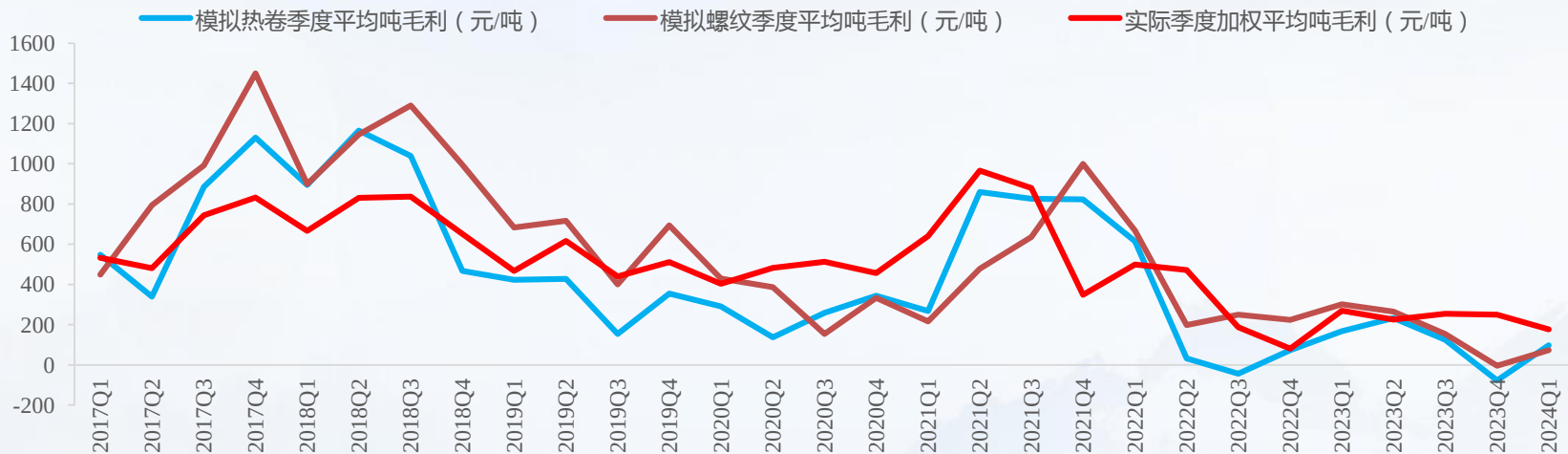


数据来源：国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

模拟吨毛利与实际吨毛利高度相关。我们按生产1吨钢材需消耗1.6吨铁矿石、0.5吨焦炭、0.1吨废钢测算每日模拟螺纹钢/热卷的吨毛利（可以日度数据计算季度平均吨毛利），公式可按：**模拟螺纹钢/热卷每日吨毛利=螺纹钢/热卷价格-（1.6*铁矿价格+0.5*焦炭价格+0.1*废钢价格）-其他成本**；同时，我们选取20家上市代表钢企测算行业实际季度平均吨毛利。对比来看，我们测算的模拟钢材季度平均吨毛利与行业实际平均吨毛利呈高度相关性。因此可利用每日跟踪的行业模拟吨毛利高频数据预测上市钢企业绩。

图67：模拟吨毛利与实际吨毛利高度相关



数据来源：，国泰海通证券研究

04 / 钢铁板块投资逻辑

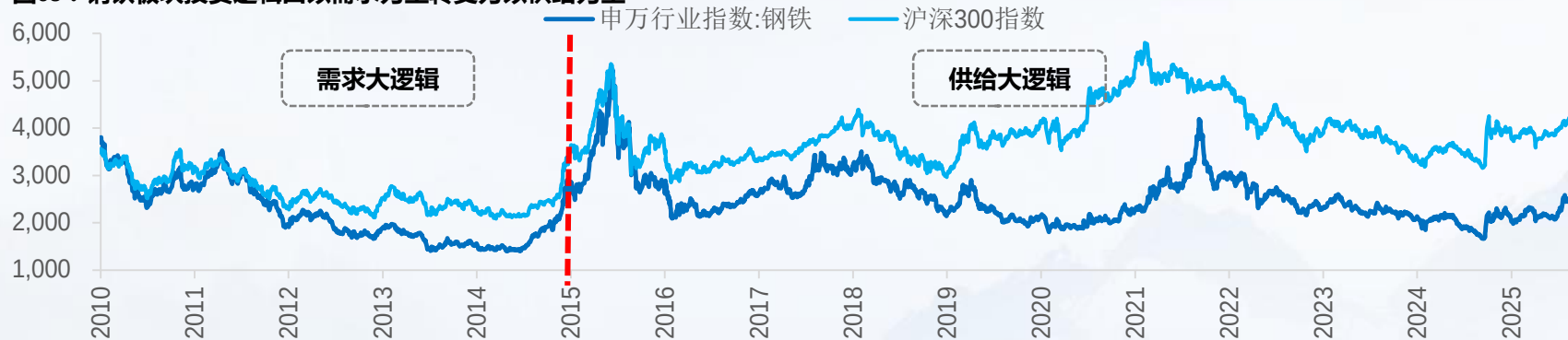
4.1

钢铁板块投资逻辑

——复盘

钢铁板块投资由需求主逻辑转变为供给主逻辑。2015年之前钢铁供给端没有过多限制，当盈利上升时供给增加，供给增加又导致盈利下降，钢铁行业处于上下摆动的阶段，投资钢铁板块更多要看需求是否有非常强的弹性，如2008、2009年有4万亿的需求，2012年地产端需求高涨。2016-2018年除供给侧改革外还有“三去一降一补”的大需求机会。2018年后市场对于房地产长周期的需求相对悲观，因此钢铁估值停留在较低水平。2020年提出“双碳”目标，钢铁行业的产能、产量扩张周期结束，迎来新发展阶段。总体来看，2015年后行业投资逻辑开始由需求逻辑向供给逻辑转变，尤其2021年开始，在行业产能扩张受限和产能利用率高位的背景下，钢价弹性明显提升，而价格强弹性又带来盈利的强弹性，最终作用于股价的强表现。2022年以来，需求趋弱导致钢价及钢企盈利下降，钢铁股呈下跌趋势，当前钢铁板块仍处于低配置、低预期、低估值阶段，我们认为需求逐步企稳以及供给潜在的收缩预期，将带来行业盈利的回升与估值的修复。

图68：钢铁板块投资逻辑由以需求为主转变为以供给为主



数据来源：，国泰海通证券研究

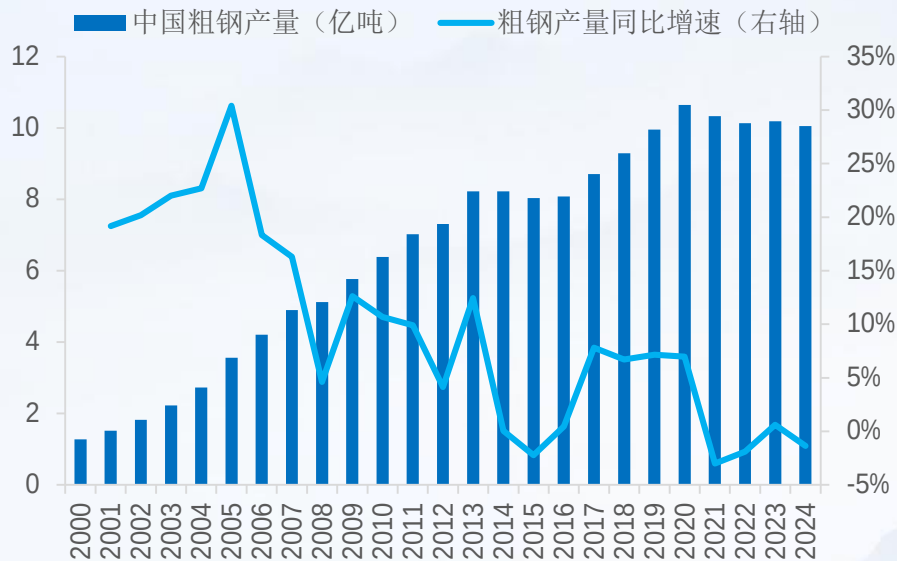
4.2

钢铁板块投资逻辑

——行业进入新发展阶段

碳中和并非主题性投资机会，而是确认了钢铁行业产能周期的结束。2000年以来，受益于城镇化、工业化的不断推进，我国钢铁行业产能持续扩张：年粗钢产量从2000年的1.27亿吨上升至2020年的10.65亿吨，复合增长率达到10.66%。我们观察到，2017年供给侧改革以来，行业产能基本得到控制，而产量在添加废钢、技术改造的背景下继续上升至极限水平。长周期来看，在碳中和大背景下，我国钢铁行业过去二十年的产能周期基本结束。展望未来十年，我们认为钢铁行业将呈现八大趋势。

图69：钢铁行业的扩产周期已经结束



数据来源：，国泰海通证券研究

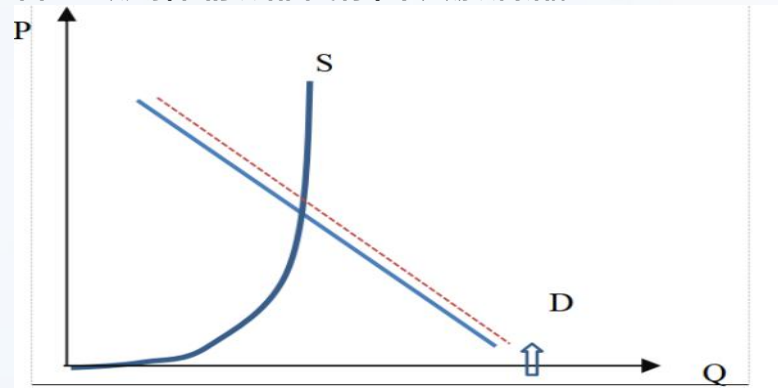
◆ **我国城镇化仍将持续进行，钢铁需求仍有提升空间。** 根据国家统计局数据，2024年我国城镇化率67%；而根据国务院于2024年7月28日印发的《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》，提出“经过5年的努力；常住人口城镇化率提升至接近70%”。城镇化率持续提升有望继续拉动我国钢材需求，我们预期我国钢材需求仍有一定提升空间。

◆ **钢材供给受限，行业将迎来长周期错配，钢价易涨难跌。** 碳中和政策下，我国钢铁行业扩产周期结束，行业供给在未来将面临明显的限制。而2018年以来，行业通过添加废钢、优化工艺已经将整体的产能利用率提高到极限水平。展望未来十年，在需求企稳回升的背景下，国内钢铁产量已经达到峰值，行业将出现长期的供需错配，钢价弹性将提升。

图70：我国城镇化率与粗钢需求密切相关，城镇化率仍呈上升趋势



图71：缺乏弹性的供给曲线将带来长期供需错配



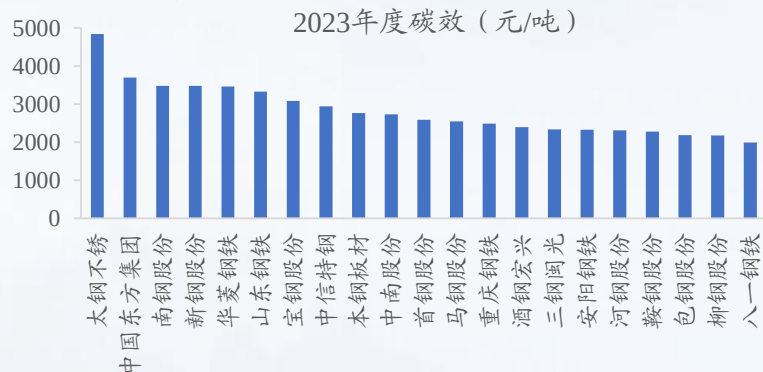
数据来源：，国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

◆**行业集中度将持续上升，龙头公司议价能力提升，业绩稳定性提升。**虽然我国钢铁行业的并购重组正在进行，但行业整体集中度仍然较低，我们认为碳中和政策将钢铁行业兼并重组的窗口再次打开，我国钢铁行业集中度的仍将持续上升。而集中度的提升将大大提高龙头企业对上下游的议价权，有效传导成本压力，提高业绩稳定性。

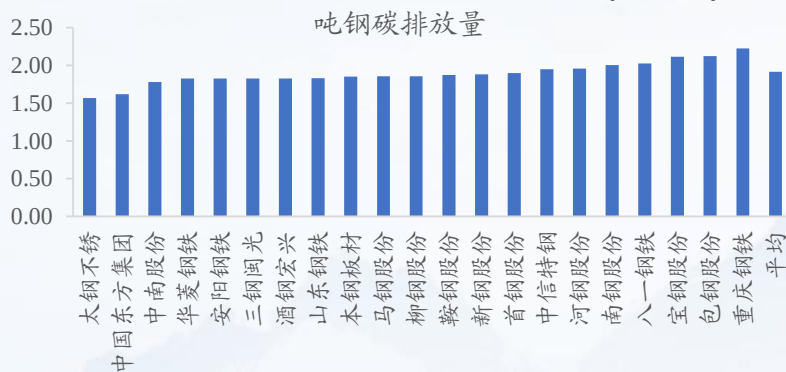
◆**环保政策趋严，具备环保与低碳优势的龙头钢企将受益。**在碳中和大背景下，有关减少碳排的环保政策逐渐成为影响钢铁供给端的重要变量。2024年5月23日国务院发布《2024—2025年节能降碳行动方案》，提出“到2025年底，钢铁行业能效标杆水平以上产能占比达到30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，全国80%以上钢铁产能完成超低排放改造”。根据中国钢铁工业协会数据，截至2025年7月底，全国已有6亿吨粗钢产能（147家钢铁企业）完成全流程超低排放改造，另有3.5亿吨粗钢产能完成重点工程改造，上述产能占全国总产能的80%以上。2025年3月21日生态环境部发布《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》，明确“分两个阶段做好钢铁、水泥、铝冶炼行业纳入全国碳排放权交易市场相关工作；2024年度作为钢铁、水泥、铝冶炼行业首个管控年度，2025年底前完成首次履约工作；激励先进、鞭策落后”。我国龙头钢企率先完成超低排改造、降碳等工作，未来在环保政策趋严的形势下，具备环保与低碳竞争优势的龙头钢企将充分受益。

图72：行业龙头吨钢二氧化碳排放低于行业平均值



数据来源：《中国上市公司碳排放排行榜暨双碳领导力榜（2024）》，国泰海通证券研究
说明：碳效指每排放一吨二氧化碳所产生的营收

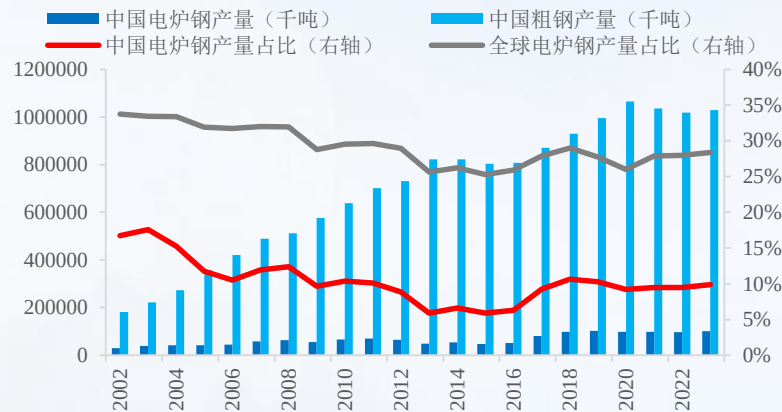
图73：行业龙头吨钢二氧化碳排放低于行业平均值（2023年）



数据来源：《中国上市公司碳排放排行榜暨双碳领导力榜（2024）》，
国泰海通证券研究

◆**电炉炼钢占比有望逐步提升。**2022年7月7日由工信部、国家发改委、生态环境部发布的《工业领域碳达峰实施方案》明确提出“到2030年，短流程炼钢占比达20%以上。”。根据Mysteel数据，2023年，我国电炉钢产量为1.02亿吨，仅占全年粗钢产量的10%，距2030年占比20%以上仍有较大差距。短期废钢供给不足仍是制约电弧炉炼钢发展的主要因素，但长期来看我国废钢资源量及回收量将逐步增加。不同于长流程炼钢，电炉炼钢开关灵活，电炉钢供给量可以根据需求灵活调节，有利于提升钢价稳定性。

图74：我国电炉钢产量占比较低



数据来源：Mysteel，国泰海通证券研究

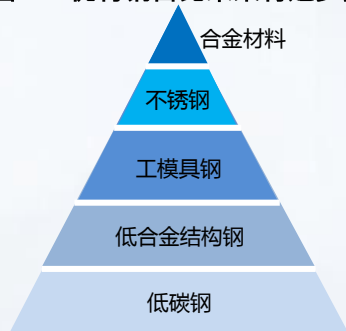
图75：我国废钢资源量有望持续增长



数据来源：，国泰海通证券研究

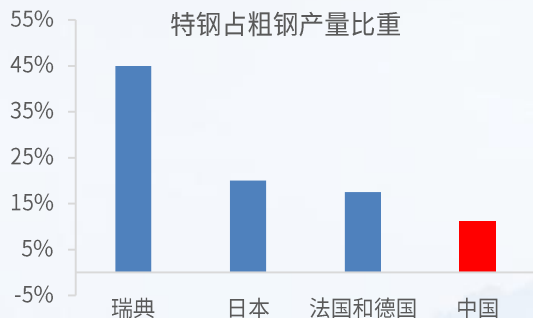
◆特钢占比有望逐步上升，龙头公司产品结构优势凸显。在我国经济增速换挡和国产化背景下，制造业加速转型升级和国产化替代将拉动我国优特钢需求快速增长。我们认为我国钢铁行业的粗犷发展期已经结束，钢铁行业将走上精细化、高附加值的产品升级道路。龙头公司往往具备更强的资本实力，可保证持续的资本开支及设备投入，可通过研发驱动，厚积薄发，主动调整自身产品结构，以更好的满足下游对钢材产品升级的要求；龙头公司产品附加值及盈利能力有望持续提升，并将逐步拉开与行业平均毛利的差距。

图76：优特钢占比未来将逐步提升



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图77：中国特钢产量占比相对较低



数据来源：江苏省钢铁行业协会，中国冶金报社，Wind，国泰海通证券研究

表8：龙头钢企往往具备更强的资本实力

公司代码	公司简称	吨钢资本性支出（元/吨）			
		2021	2022	2023	2024
000709.SZ	河钢股份	389	792	691	720
600019.SH	宝钢股份	516	450	405	376
600282.SH	南钢股份	249	452	380	221
600307.SH	酒钢宏兴	81	246	369	628
002110.SZ	三钢闽光	200	247	346	273
600808.SH	马钢股份	371	419	310	92
000825.SZ	太钢不锈	211	299	241	182
000932.SZ	华菱钢铁	179	229	239	188
600782.SH	新钢股份	129	112	214	70
600126.SH	杭钢股份	279	184	178	310
000717.SZ	中南股份	226	174	162	146
601003.SH	柳钢股份	275	158	142	118
600569.SH	安阳钢铁	389	120	129	174
000898.SZ	鞍钢股份	182	169	124	136
600010.SH	包钢股份	62	73	123	130
600231.SH	凌钢股份	48	43	108	177
000761.SZ	本钢板材	125	162	88	91
601005.SH	重庆钢铁	683	323	80	101
000959.SZ	首钢股份	135	119	76	10
600581.SH	八一钢铁	70	48	56	306
600022.SH	山东钢铁	168	125	47	23
600507.SH	方大特钢	24	21	21	12

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

◆**钢铁产能扩张周期结束的大背景下，随着钢企超低排改造投资逐步完成，行业资本开支压力将显著缓解。**根据中国钢铁工业协会2024年10月发布的数据，吨钢超低排放改造投资约为470元，我们可测算得3000万吨粗钢产能对应的超低排改造总投资额约为141亿元，假设按3年完成投资，即每年超低排改造投资额约为47亿元，因此进行超低排改造将显著加重钢铁企业资本开支压力；举例来看，华菱钢铁2024年新开工项目固定资产投资中，超低排改造项目投资占比为49%，占据公司总投资额大头。而根据我们统计的22家上市钢企资本开支情况，我们观察到自2019年开展超低排改造以来，钢企资本开支总额呈显著增长趋势，也印证了我们关于超低排改造将显著加重钢企资本开支压力的结论。展望来看，随着钢企逐步完成超低排改造，且考虑钢铁产能扩张周期已结束，钢企未来不会有较大的新建产能资本开支压力，我们预测未来钢铁行业资本开支压力有望逐步减轻。

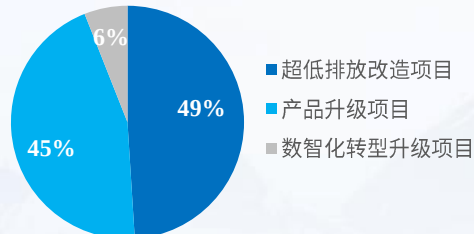
图 78：2019年推进超低排改造以来，钢企资本开支压力显著加重
22家上市钢企资本性支出总额（亿元）



数据来源：，国泰海通证券研究

图 79：华菱钢铁2024年资本开支中，超低排改造投资占大头

华菱钢铁2024年新开工项目固定资产投资占比分类



数据来源：华菱钢铁《2024年10月31日投资者关系活动记录表》，国泰海通证券研究

◆随着钢企资本开支压力减小，未来部分钢企分红比例及股息率有望进一步提升。近两年在钢铁行业普遍亏损的情况下，较多钢企因亏损而暂时取消分红，但我们预期随着行业盈利逐步修复，且钢企资本开支压力逐渐减小，未来钢企仍有望提升分红比率。

图9：2024年在行业普遍亏损的情况下，部分钢企暂时取消分红

公司代码	公司简称	2024年度现金分红比例（%）	2024年股息率（%）
000708.SZ	中信特钢	49.95	3.9626
600282.SH	南钢股份	50.45	3.8784
600019.SH	宝钢股份	61.34	2.9371
000932.SZ	华菱钢铁	33.80	1.7668
000709.SZ	河钢股份	43.84	1.2500
600507.SH	方大特钢	30.13	0.5631
000959.SZ	首钢股份	36.30	0.5276
600782.SH	新钢股份	97.09	0.2445
600010.SH	包钢股份	34.23	0.0735
600126.SH	杭钢股份	0.00	0.0000
600307.SH	酒钢宏兴	0.00	0.0000
002110.SZ	三钢闽光	0.00	0.0000
600808.SH	马钢股份	0.00	0.0000
000825.SZ	太钢不锈	0.00	0.0000
000717.SZ	中南股份	0.00	0.0000
601003.SH	柳钢股份	0.00	0.0000
600569.SH	安阳钢铁	0.00	0.0000
000898.SZ	鞍钢股份	0.00	0.0000
600231.SH	凌钢股份	0.00	0.0000
000761.SZ	本钢板材	0.00	0.0000
601005.SH	重庆钢铁	0.00	0.0000
600581.SH	八一钢铁	0.00	0.0000
600022.SH	山东钢铁	0.00	0.0000

资料来源：wind，国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

◆ 目前钢铁行业PB低于1倍的公司较为普遍，且个别PB低于0.5倍。2024年11月15日，证监会发布《上市公司监管指引第10号——市值管理》，提出“长期破净公司应当制定上市公司估值提升计划；估值提升计划相关内容应当明确、具体、可执行；长期破净公司应当至少每年对估值提升计划的实施效果进行评估；市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司应当就估值提升计划执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明”。我们认为本轮政策将有助于推动钢铁公司估值修复。

表10：钢铁股估值普遍偏低

2025/8/22	公司简称	PB	吨钢市值（元/吨）	收盘价（元）
000709.SZ	河钢股份	0.49	939	2.40
600782.SH	新钢股份	0.50	1,311	4.09
000898.SZ	鞍钢股份	0.54	1,019	2.71
002110.SZ	三钢闽光	0.56	970	4.42
000959.SZ	首钢股份	0.65	1,388	4.17
000932.SZ	华菱钢铁	0.72	1,555	5.66
000825.SZ	太钢不锈	0.72	1,785	4.13
600019.SH	宝钢股份	0.78	3,029	7.15
601005.SH	重庆钢铁	0.80	1,726	1.50
600022.SH	山东钢铁	0.89	1,118	1.55
000717.SZ	中南股份	0.89	880	2.84
600282.SH	南钢股份	1.09	3,172	4.77
600231.SH	凌钢股份	1.13	1,168	2.10
600808.SH	马钢股份	1.24	1,415	3.72
600507.SH	方大特钢	1.43	3,205	5.86
000761.SZ	本钢板材	1.50	1,014	3.73
600307.SH	酒钢宏兴	1.52	1,266	1.73
601003.SH	柳钢股份	1.75	811	5.89
600126.SH	杭钢股份	1.80	8,107	10.30
600010.SH	包钢股份	2.37	8,724	2.72
600569.SH	安阳钢铁	2.45	965	2.28
600581.SH	八一钢铁	-24.63	1,216	4.53

资料来源：wind，国泰海通证券研究

◆供需长周期错配，行业盈利中枢上修。钢铁行业供需长周期错配，且电炉炼钢占比上升意味着供给可以很大程度上根据需求灵活调节，钢价稳定性将上升，行业整体业绩的中枢将上移、波动性将下降。从结构上看，行业龙头减碳成本低，且自身产品、技术优势明显，其利润上升的幅度将超行业平均。

◆龙头崛起与分化正在出现。我们观察到普钢行业龙头如宝钢股份、华菱钢铁、方大特钢、首钢股份等公司的吨钢毛利已持续领先其他公司，我们认为龙头公司在供给侧改革以来，通过持续优化产品结构、优化管理、变革激励机制、提升效率，已具备较强的产品结构和成本竞争优势。未来在行业集中度提升、环保趋严、优特钢需求占比提升等中长期发展趋势下，龙头公司的差异化产品优势及成本优势有望进一步凸显，行业龙头超额收益将更加明显。

图80：行业龙头吨钢综合净利润与其他企业的差距逐渐拉大（含部分测算值）

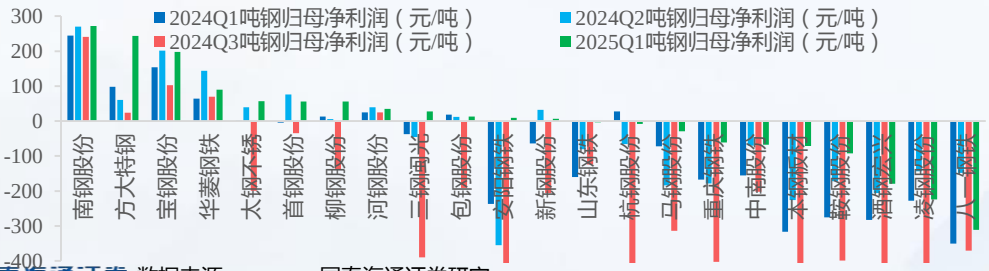


表11：龙头钢企钢铁产品吨毛利水平行业领先

吨钢毛利（元/吨）	2021	2022	2023	2024
600282.SH 南钢股份	772	619	568	578
000709.SZ 河钢股份	612	477	474	407
000932.SZ 华菱钢铁	780	616	554	330
600507.SH 方大特钢	859	441	378	189
000959.SZ 首钢股份	655	297	217	178
600019.SH 宝钢股份	806	201	206	164
002110.SZ 三钢闽光	670	251	219	163
601003.SH 柳钢股份	410	-27	56	108
600022.SH 山东钢铁	532	246	181	94
000825.SZ 太钢不锈	1037	232	46	92
600307.SH 酒钢宏兴	692	105	236	85
600782.SH 新钢股份	598	274	106	39
000717.SZ 中南股份	505	12	107	-0.22
600808.SH 马钢股份	654	121	65	-39
600126.SH 杭钢股份	584	207	133	-52
600581.SH 八一钢铁	486	-4	97	-62
600010.SH 包钢股份	444	-170	-107	-93
000898.SZ 鞍钢股份	525	121	-23	-156
601005.SH 重庆钢铁	541	-10	-69	-182
600231.SH 凌钢股份	353	-69	-36	-232
600569.SH 安阳钢铁	494	-41	75	-250
000761.SZ 本钢板材	430	26	-37	-320

数据来源：，国泰海通证券研究

请参阅附注免责声明

4.3

钢铁板块投资逻辑

——2025下半年投资逻辑

- **需求逐步触底，继续下降的动力不强。** 由于地产新开工在2021年后大幅下降，钢铁需求从2021年开始持续下行。而制造业需求扩张，且钢材出口快速上行，钢铁整体需求在2022-2024年小幅度下台阶。2025年以来，虽然地产新开工仍大幅下降，但由于其在钢铁需求中的占比已经下降，钢铁需求降幅收窄。2025年初市场误判钢材出口将出现大幅下降，但由于国内外价差的拉大，1-7月钢材出口的量仍维持同比增长。由于地产需求占比的下降和制造业的需求上升，我们预期钢铁需求将底部震荡。参考日本，由于制造业的发展，其钢铁产量在顶部区域能够维持10年以上，我们预期我国钢铁需求继续下行的动力不强。
- **行业供给有收缩的预期。** 钢铁行业2018年开始行业禁止新增产能，2021年开始产量平控，行业的主要矛盾为需求下行，在亏损状态下，部分产能开始减产、停产。钢铁行业从2022年3季度开始亏损，行业目前仍有超30%的企业亏损。我们认为钢铁行业市场化出清已经开始，从周期运行角度看，供给收缩背景下，行业将逐渐出现一轮震荡上行周期。我们认为，若供给政策落地，行业供给的收缩速度更快，行业上行的进展将更快展开。
- **成本下行推升行业利润，龙头竞争优势凸显。** 钢铁成本端来看，铁矿、煤炭供需关系均将转向宽松，我们预期焦煤、铁矿价格的趋弱将推动钢铁行业利润修复。中长期来看，我们认为行业集中度上升、促进高质量发展是未来钢铁行业发展的必然趋势，具有产品结构与成本优势的钢企将充分受益，龙头钢铁企业的竞争优势将逐步加大。且本轮超低排放改造投资完毕后，行业资本支出将逐步下降，龙头企业分红比例或逐步提高。

➤ **维持行业“增持”评级，迎接钢铁行业的转折之年。**7月初的中央财经委第六次会议指出：依法治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出。我们认为钢铁行业供给的收缩预期得到加强，我们在2025年年度策略报告中提出“2025年是钢铁行业的转折之年”的判断正持续兑现。钢铁行业盈利从2021年开始进入下行周期并持续下探，行业盈利在2024年初步触底并开始震荡。我们认为从供需两方面来看，需求逐步触底，继续下降的动力不强。而即便不考虑供给政策，目前行业亏损时间已经较长，供给的市场化出清已开始出现，钢铁行业有望逐步修复回升。重点推荐：1) 经营稳健的红利龙头标的：宝钢股份、华菱钢铁、中信特钢；2) 成本具备优势的新钢股份、方大特钢；3) 业绩弹性较大的柳钢股份、八一钢铁。

表12：重点推荐技术和产品优、成本低、管理强的普钢龙头

公司名称	公司代码	股价(元) 20250827	每股净收益(元)			市盈率(X)			投资 评级
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
600019.SH	宝钢股份	7.03	0.33	0.47	0.55	21.30	14.96	12.78	增持
000932.SZ	华菱钢铁	5.61	0.29	0.39	0.45	19.34	14.38	12.47	增持
601003.SH	柳钢股份	5.77	-0.17	0.41	0.46	-	14.07	12.54	增持
600507.SH	方大特钢	5.61	0.11	0.26	0.31	51.00	21.58	18.10	增持
600782.SH	新钢股份	3.94	0.01	0.16	0.21	394.00	24.63	18.76	增持
000708.SZ	中信特钢	12.92	1.02	1.1	1.23	12.67	11.75	10.50	增持
600581.SH	八一钢铁	4.39	-1.14	0.33	0.39	-	13.30	11.26	增持

数据来源：Wind，，国泰海通证券研究

说明：2024年EPS值均引自各公司已发布年报数据，2025、2026年EPS值则为国泰海通证券研究钢铁组最新预测值。

05 / 风险提示



供给端收缩不及预期

截止目前，关于钢铁行业落后产能退出的具体政策仍存在一定的不确定性；随着行业盈利逐步修复，我们不排除钢铁产量回升的可能性。

需求大幅下降

目前，针对我国钢铁产品的海外关税政策及反倾销政策仍有较大的不确定性，我们不排除将影响我国钢材出口需求下降的可能性。

免责声明

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。分析师薪酬的任何组成部分，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。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或国泰海通证券(香港)有限公司（以下统称“国泰海通”或“本公司”）研究服务签约客户使用。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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使国泰海通违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。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”或“国泰海通香港研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国泰海通证券(香港)有限公司依法就研究报告的内容和发布行为对国泰海通证券股份有限公司承担责任。

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		
	评级	说明
1.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。	股票投资评级	增持
		谨慎增持
		中性
		减持
2.投资建议的评级标准 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指数的涨跌幅。	行业投资评级	增持
		中性
		减持

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

E-mail: research@gtht.com

国泰海通钢铁高端材料团队

Thank you for listening

