

2025年钢铁行业年度策略： 供需结构持续优化，盈利有望触底回暖

证券分析师：孟祥文

执业编号：S0600523120001

联系邮箱：mengxw@dwzq.com.cn

证券分析师：米宇

执业编号：S0600524110004

联系邮箱：miy@dwzq.com.cn

2024年12月18日

- **观点一：2024年供给持续饱满，需求呈现疲弱态势。** 1) 上游铁水产量2024年处于近5年中位水平，弱于2023年，与到港量增长产生偏离证明中国下游整体需求较弱。截至2024年11月，铁水日均产量平均232万吨/天，yoy-4.6%。2024年钢材产量整体小幅减少，截至2024年10月中国粗钢产量累计6.8亿吨，yoy-4%。2) 2024年钢材表需同比小幅下降，板材贡献增量，长材有所拖累。截至2024年10月，中国钢材总表观消费量8.8亿吨，yoy-2%。分品类来看，截至11月底，五大钢材热轧、冷轧及中厚板消费量同比+4%/+5%/+2%，螺纹钢、线材下滑显著，yoy-16%/-20%。分行业来看，需求主要受地产拖累，基建+汽车+造船+出口+制造业起到弥补作用。
- **观点二：预计2025年钢铁行业供给过剩仍为主要矛盾，价格或维持震荡态势。**我们预计2025年供给过剩仍为行业主要矛盾，需求端基建、汽车、造船、机械用钢正贡献，地产、出口用钢略有拖累，整体处于紧平衡状态。
- **观点三：2024钢材价格震荡走弱，2025年预计钢价震荡运行。**第一条主线：2024年钢材价格总体呈现震荡下行趋势，价格处于3000-4000元/吨左右，Q3下游需求旺季不旺，市场情绪低迷，为年内价格最低点。第二条主线：2024年仍存在成本支撑逻辑，预计2025年铁矿成本或有下行趋势，需重点关注下游需求走势。
- **观点四：2024年Q3盈利触底，2025年盈利能力有望向好。**黑色冶炼及加工行业2024年持续亏损，整体利润情况较为严峻，截至2024年9月为-341亿元，yoy-256%，处于四年以来亏损最严重月份。预计2025年盈利或有好转。
- **观点五：复盘历史类似阶段，态度偏向谨慎。**1) 我们认为，2024年或类似2020年螺纹价格由于下游需求不佳处于较为低迷态势，2025年或类似2021年，有货币宽松环境、国内政策托底主要两大前提，钢材价格有望得到一定修复。但不同的是，2025年，钢材出口面临一定关税问题，国家供给调控政策或不及预期，因此我们态度偏向谨慎。2) 对标2020-2021年，行业指数上涨空间85%，PB上涨空间有70%。3) 2025年钢铁行业增长或仍以市值收入规模较大、且利润较好股票为主。

投资策略：产品结构转型、细分赛道高成长

- **2025年投资主线：**展望2025年，我们预计“盈利触底反弹+产能有望出清格局向好+多元需求弥补地产缺口”为行业主要发展方向。但由于地产我们预计仍有一定拖累，所以仍可能最终弱现实兑现，钢价受成本支撑逻辑存在，因此我们建议关注两条投资主线：
 - **一：产品转型结构升级逻辑：**由于地产行业或有下行趋势，对应螺纹钢品种需求有所减少，而长材、板材或有更好机会，我们建议关注提前布局优质产品公司，如**宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、中信特钢**等。
 - **二：受益于下游细分赛道景气度上行逻辑：**伴随上游原料压力加大，我们建议关注在下游细分领域盈利能力更强的成长性标的、推荐受益于“冲压细分领域龙头+优质客户+订单充足”的**翔楼新材**、建议关注**甬金股份、久立特材**等。

风险提示：下游需求不及预期；供给持续增长导致钢材价格下跌风险；市场竞争格局加剧。



- 一、供给持续饱满，需求呈现疲弱态势

- 二、预计2025年钢铁行业供给过剩仍为主要矛盾，价格或维持震荡态势

- 三、2024钢材价格震荡走弱，2025年预计钢价震荡运行

- 四、2024年Q3盈利触底，2025年盈利能力有望向好

- 五、复盘历史类似阶段，态度偏向谨慎

- 六、投资策略：产品结构转型、细分赛道高成长

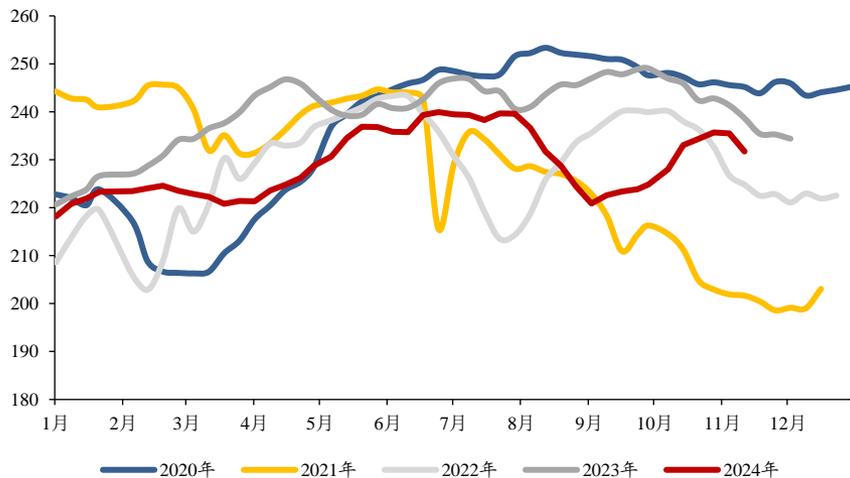
- 七、风险提示

一、供给持续饱满，需求呈现疲弱态势

1.1 供给端：铁矿供给充足，与下游较弱需求背离

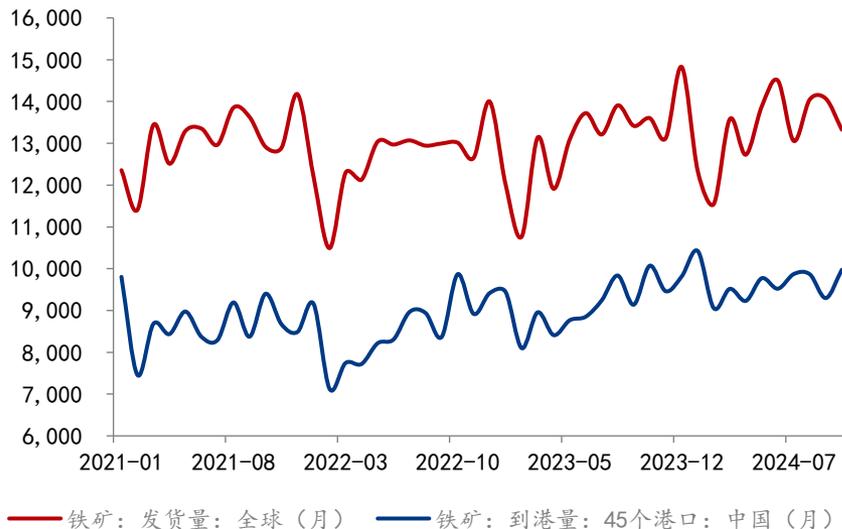
- **上游铁水产量2024年处于近5年中位水平，弱于2023年，与到港量增长产生背离证明中国下游整体需求较弱。**截至2024年11月，铁水日均产量平均232万吨/天，yoy-4.6%，处于历史近5年中位数水平，2024年日均最高产量达240万吨，最低仅为218万吨。从全球发货量及中国铁矿到港量来看，2024年1-10月分别为13.3/9.7亿吨，yoy+3%/+6%，证明铁矿供给饱满，但下游需求较弱。
- **展望2025年：参考2020-2021H1，若下游需求较好，铁矿供给较为充足，247家高炉企业日均铁水产量或维持在230-240万吨左右。**

图表：2020-2024年中国铁水日均产量（万吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2021-2024铁矿全球发货量（万吨）及中国到港量（万吨）

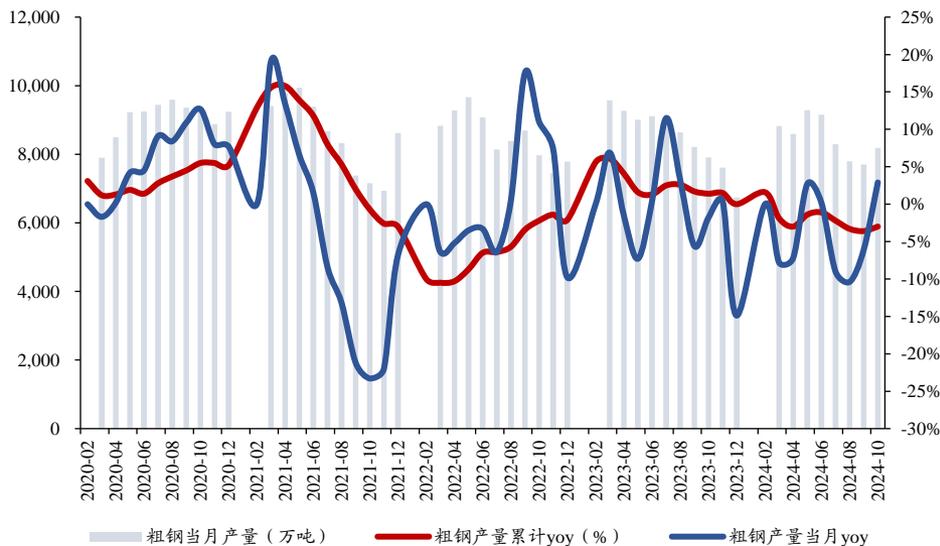


资料来源：Mysteel，东吴证券研究所

1.1 供给端：钢铁产量总体小幅减少，供给相对紧缩

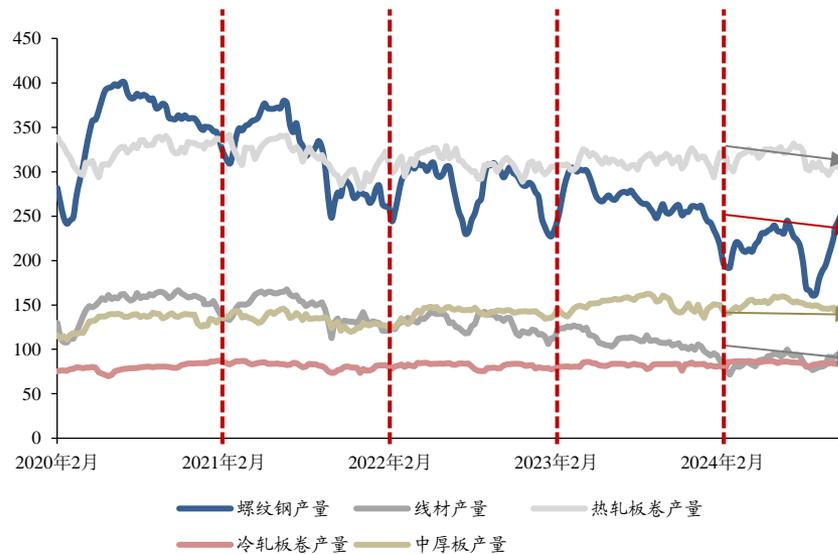
- **2024年钢材产量整体小幅减少，受制于地产行业趋势走弱，长材弱于板材。**截至2024年10月中国粗钢产量累计6.8亿吨，yoy-4%，今年钢材月度产量由于地产行业表现较弱呈现震荡下降趋势。分品类来看，截至11月，五大钢材中今年板材表现较为稳定，螺纹钢、线材下滑显著，其中中厚板、热轧、冷轧分别yoy+4%/+3%/+5%，螺纹钢、线材分别yoy-18%/-21%。
- **预计2025年供给类似2020-2021年维持稳中震荡态势。**

图表：2020-2024年粗钢月度产量（万吨）及同比（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2020-2024年主流钢企五大钢材产量（万吨）

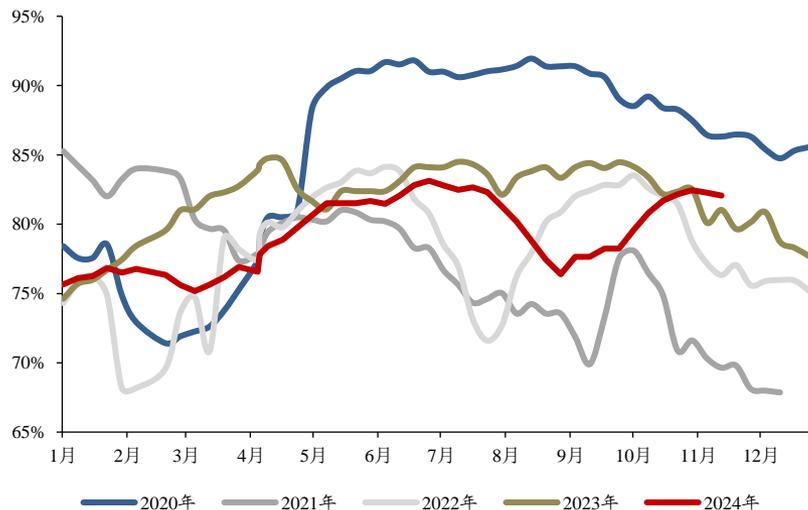


资料来源：Wind，东吴证券研究所

1.1 供给端：钢铁产量总体小幅减少，供给相对紧缩

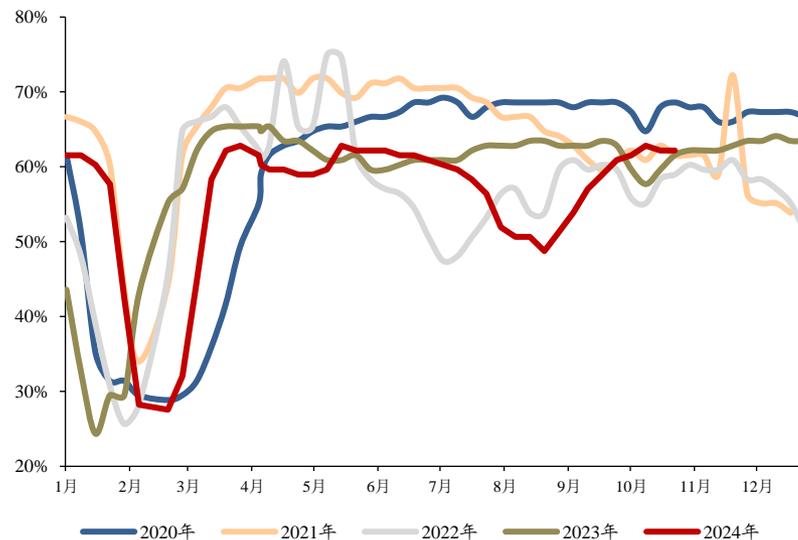
- **开工率角度，长流程全国钢企高炉开工率2024年较去年Q1/Q3显著下降，Q2基本持平。**全国钢企高炉开工率在今年呈现N型波动，在76%-85%区间震荡，历史5年对比来看，开工率处于中位水平，相较于2023年Q1/Q3下降显著，Q2基本持平。
- **全国钢企短流程电炉开工率2024年Q3较低，在50-60%左右，处于历史较低水平。**全国钢企电炉开工率与高炉开工率相比较为灵活，基本同2023年保持一致，绝对值角度今年电炉开工率水平处于历史低位水平，且Q3开工率显著下跌，受钢价较低且盈利不佳影响。
- **相较2020-2021H1，钢企开工率仍有10%左右的提升空间。**

图表：2020-2024年全国主要钢企高炉开工率（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2018-2024年全国钢企电炉开工率（%）

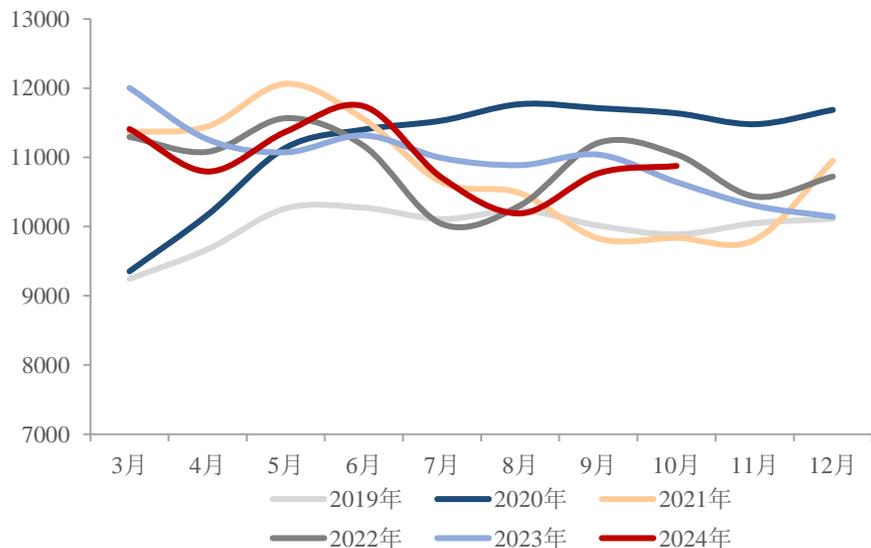


资料来源：Wind，东吴证券研究所

1.2需求端：需求整体走弱，地产拖累，基建+汽车+造船+出口起到弥补作用

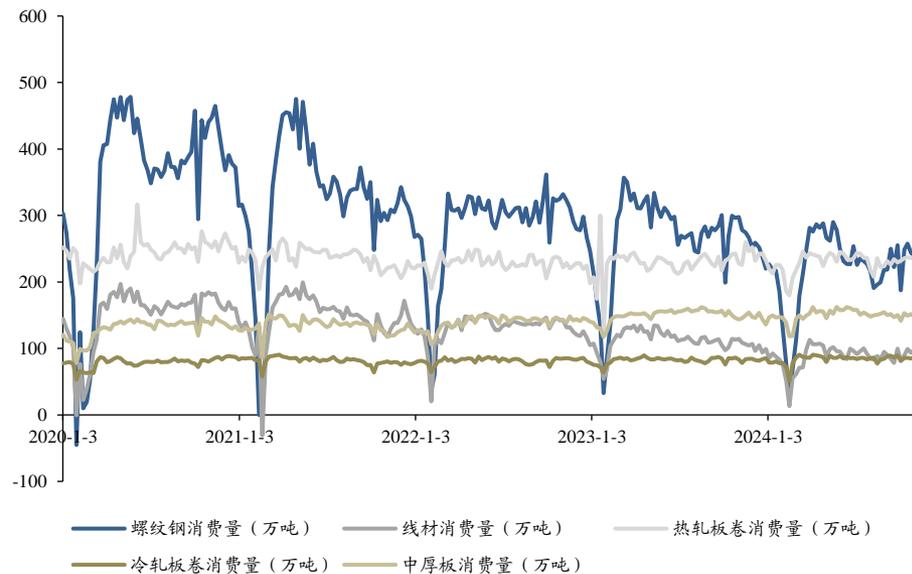
- **2024年钢材表需同比小幅下降，板材贡献增量，长材有所拖累。**截至2024年10月，中国钢材总表观消费量8.8亿吨，yoy-2%，小幅下降。分品类来看，截至11月底，五大钢材中今年板材消费量同比增加，其中热轧、冷轧及中厚板消费量同比+4%/+5%/+2%，螺纹钢、线材下滑显著，yoy-16%/-20%。
- **相较2020-2021H1，我们预计2025年总需求主要受制于地产线材表现。**

图表：2019-2024年钢材月度表观消费量（万吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2020-2024年五大钢材表观消费量（万吨）

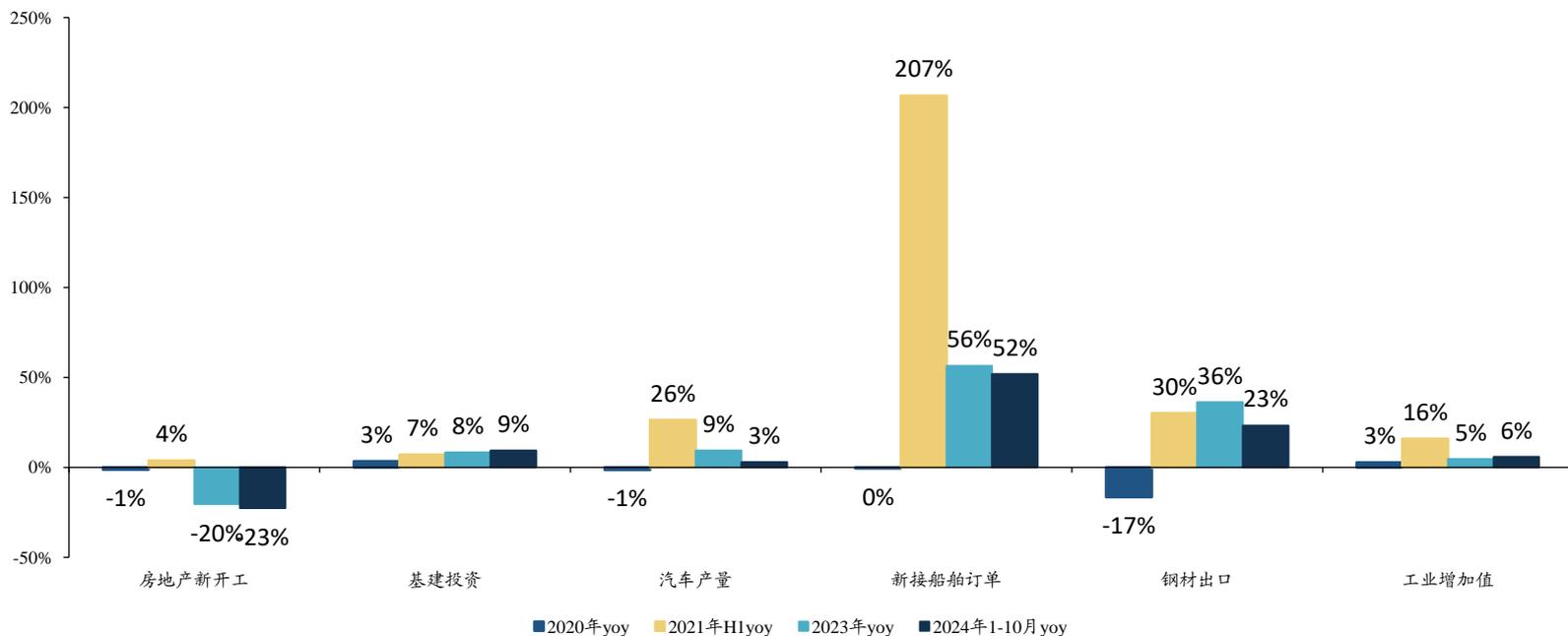


资料来源：Mysteel，东吴证券研究所

1.2需求端：需求主要受地产拖累，基建+汽车+造船+出口+制造业起到弥补作用

- **2024年1-10月下游需求整体主要受地产拖累，其他行业均拉动一定钢材需求，预计2025年核心仍看地产：**2024年1-10月除地产开工投资yoy-23%外，其余行业同比需求均为正增长，基建及制造业增速稳中有升，汽车、船舶、出口虽增速有所下降，但需求仍有正向增长，分别yoy+3%/+52%/+23%，对钢材需求具有拉动作用。
- **相较2020年-2021H1来看，2020年受疫情影响，下游整体需求表现平淡甚至下滑，靠基建及制造业支撑，钢价表现仅在年尾表现优异，2021H1角度，在2020年低基数下，下游整体需求有所修复，其中增速表现船舶 > 出口 > 汽车 > 工业增加值 > 基建 > 房地产新开工。我们判断2025年，在同样国内政策偏宽松下，地产低基数下恢复对于钢铁信心修复极为重要。**

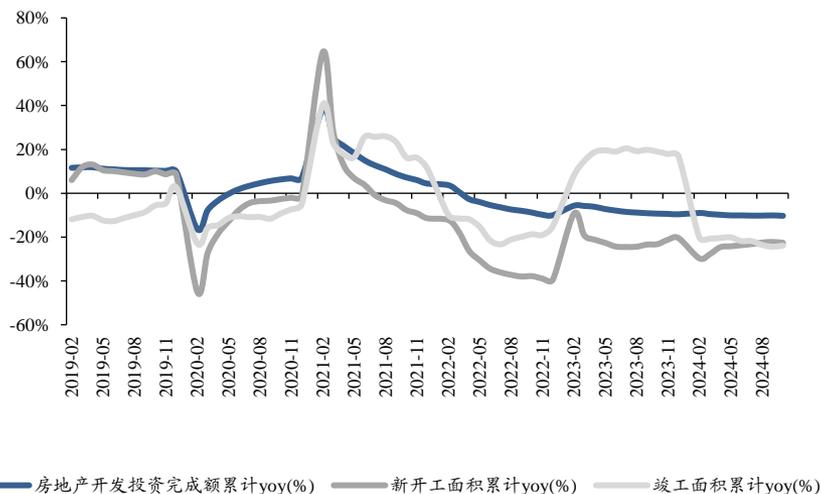
图表：2020-2024年钢材下游需求情况比较（%）



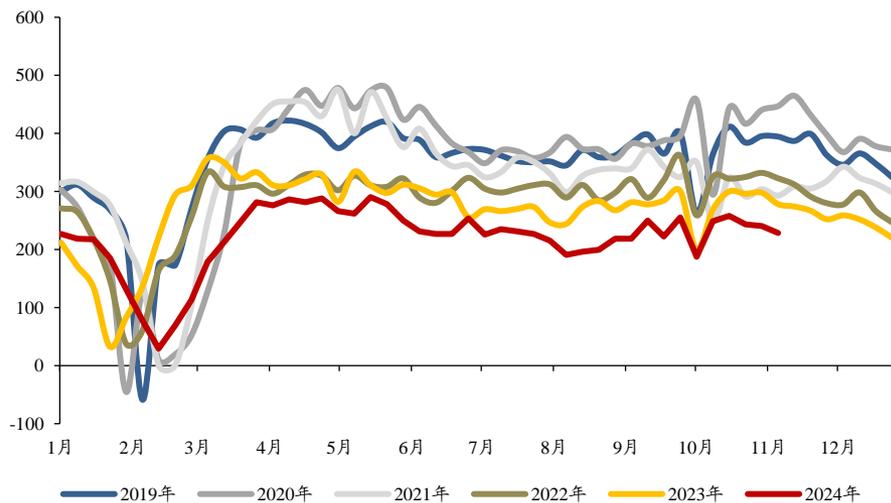
1.2需求端：需求主要受地产拖累，基建+汽车+造船+出口+制造业起到弥补作用

- **用钢需求较大的房地产行业承压运行。** 1-10月房地产开发投资累计yoy-10%，新开工面积累计yoy-23%，竣工面积累计yoy-24%。
- **房地产消费需求目前明显不足，螺纹钢消费恢复有待时日。** 地产今年需求整体表现非常疲弱，从前端投资到新开工再到竣工端均有明显下行，对应下游螺纹消费恢复有待时日，截至11月，螺纹钢表观消费9898万吨，yoy-18%，位于近5年来最低位，我们预计2025年在中央财政宽松口径下地产有望止跌企稳，螺纹钢需求或维持稳健态势。

图表：2019-2024年地产开发投资、新开工面积、竣工面积累计同比 (%)



图表：2019-2024年中国螺纹钢表观消费量 (万吨)



1.2需求端：需求主要受地产拖累，基建+汽车+造船+出口+制造业起到弥补作用

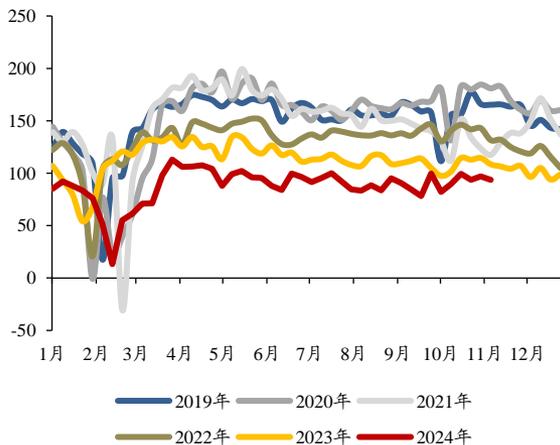
- **基建投资增速企稳，但受房地产影响线材消费量依然表现不佳，处于近6年历史低位。**自2022年起基建投资增速持续维持稳定，同比增速接近10%。但由于地产拖累，截至2024年11月线材消费3956万吨，yoy-22%，处于近6年最低水平。
- **预计2025年稳增长主线下基建的带动钢铁线材需求或呈现企稳向上态势。**从线螺差角度，截至2024年11月，线螺差为190元/吨，整年线材价格与螺纹钢价格差在100-300元左右，整体房地产需求不足，基建支撑一定螺纹线材需求，2025年钢铁需求在稳增长主线下预计基建仍会起到一定托底作用。

图表：2016-2024年基础设施建设投资累计同比(%)



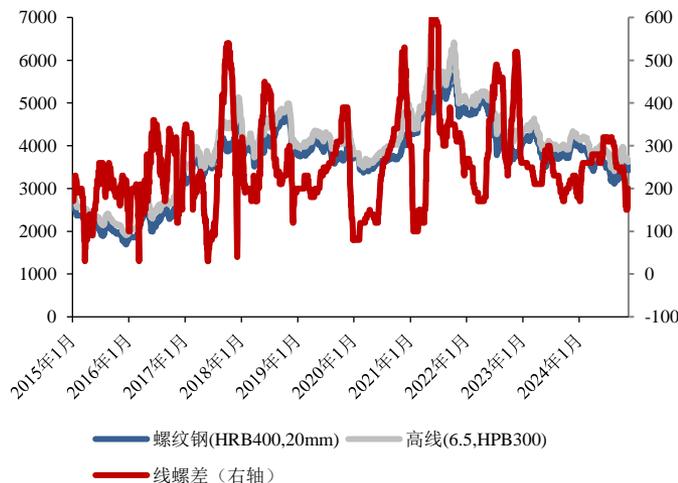
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2019-2024年线材表观消费量 (万吨)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2015-2024年线材和螺纹钢价格差 (元/吨)

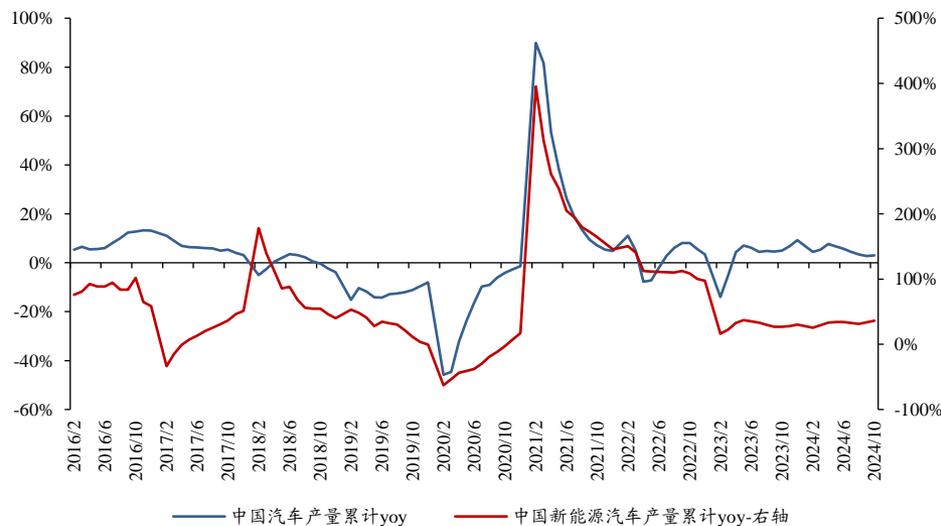


资料来源：Wind，东吴证券研究所

1.2需求端：需求主要受地产拖累，基建+汽车+造船+出口+制造业起到弥补作用

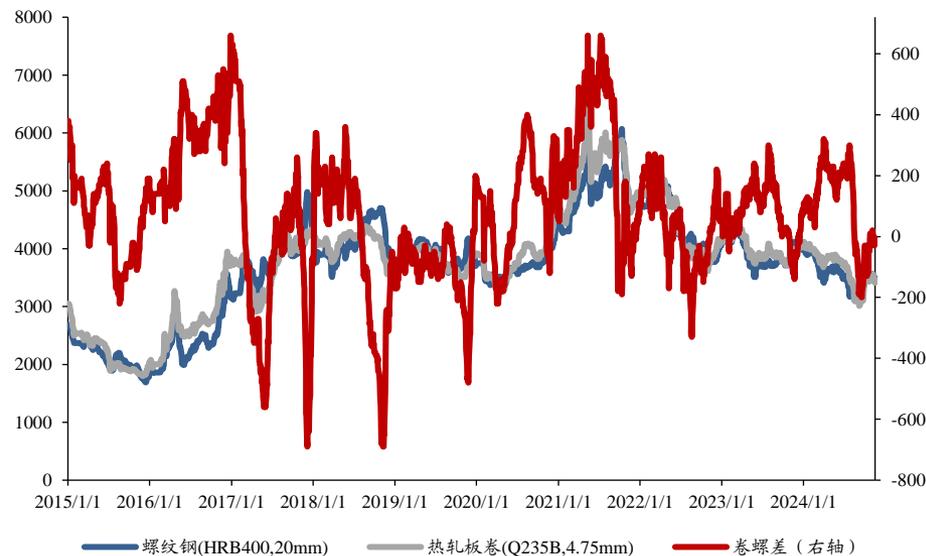
- 汽车制造增速略有放缓，仍带动钢铁消费增长，预计2025年维持增长态势。总体汽车产量2024年1-10月累计同比+3%，新能源汽车维持30%+增速，表现优异。我们预计2025年虽然汽车行业竞争或有所加剧，但仍会维持向好势头。
- 2024年热卷价格总体好于螺纹钢价格，侧面印证板材下游消费力强劲态势。从历史角度来看，2021年起卷螺差显著提升，与汽车景气度类似，今年总体热卷持续高于螺纹钢价格侧面体现汽车带动2024年钢铁需求增长。

图表：2016-2024年中国新能源汽车、汽车产量累计同比 (%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2015-2024年中国热轧板卷价格与螺纹钢价格差 (元/吨)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

1.2需求端：需求整体走弱，地产拖累，基建+汽车+造船+出口起到弥补作用

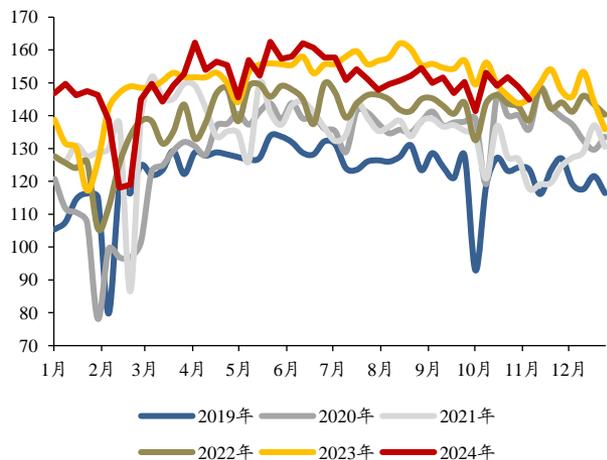
- **造船板块发展良好，规模持续扩大，有效补充钢铁需求缺口。**造船板产量自2024Q1起呈现波动上涨趋势，峰值在五月底出现，达168万吨，属近5年最高水平，同比增长33%。新承接、手持船舶订单保持中高速增长，今年9月累计同比分别为+52%/+44%。
- **侧面来看，中厚板表观消费较好，预计2025年造船业仍会保持良好势头。**截至2024年11月中厚板表观累计消费量6751万吨，yoy+0%，保持高景气度，预计2025年造船业仍会保持良好态势，进一步弥补钢铁需求缺口。

图表：2020-2024造船板产量（万吨）及同比(%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2019-2024年中厚板表观消费量（万吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2011-2024年中国手持、新承接船舶订单累计同比(%)

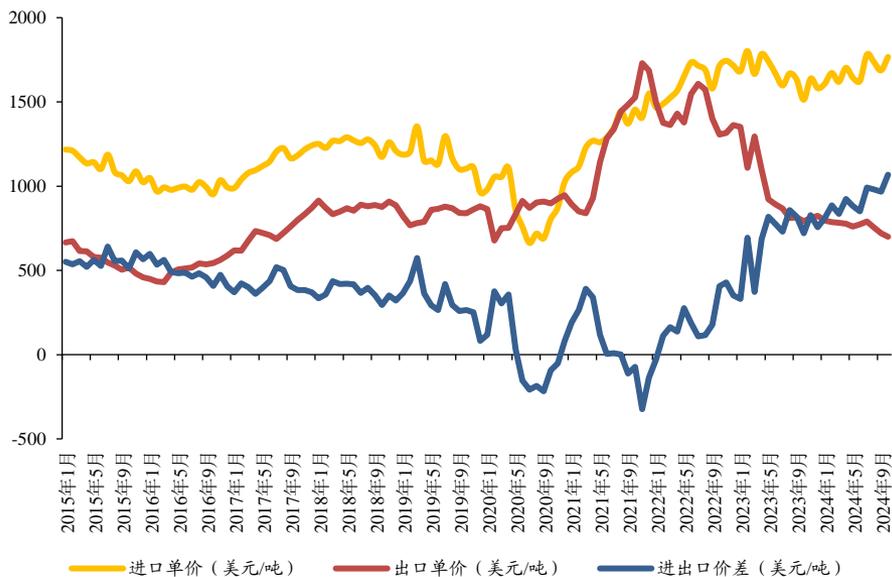


资料来源：iFind，东吴证券研究所

1.2需求端：需求整体走弱，地产拖累，基建+汽车+造船+出口起到弥补作用

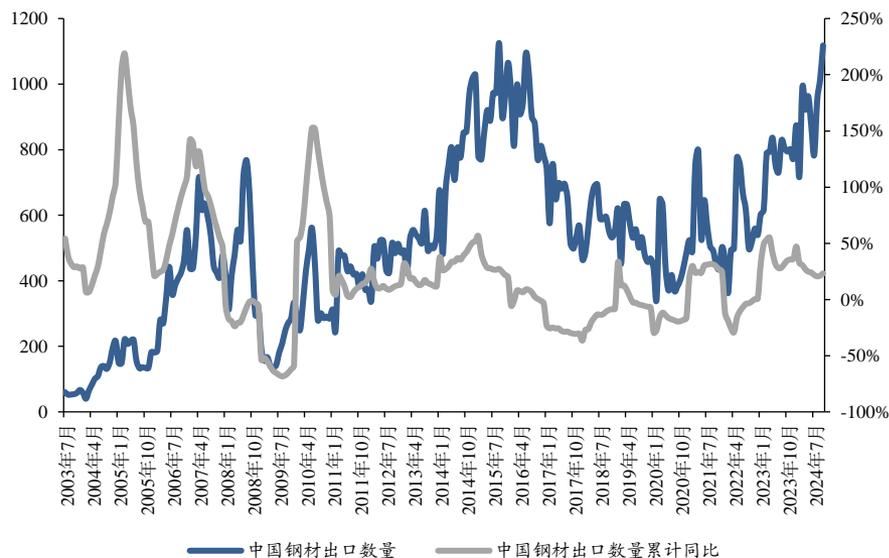
- **2024年钢材出口以价换量，充分体现国内需求不足事实。** 2024年钢材出口单价持续下降至10月底700美元/吨，较进口价格1767美元/吨差距显著，位于近10年历史最高水平，充分体现我国高端钢材仍然较国外有所差距，出口钢材并非价格导向，而是国内无法消化原因。截至2024年10月钢材出口总量为9205万吨，较去年贡献增量1658万吨，yoy+22%，10月单月出口接近2015年历史新高。

图表：2015-2024年钢材进出口平均价差（美元/吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所
备注：进出口价差=进口单价-出口单价

图表：2003-2024年钢材当月出口数量（万吨）及累计同比（%）

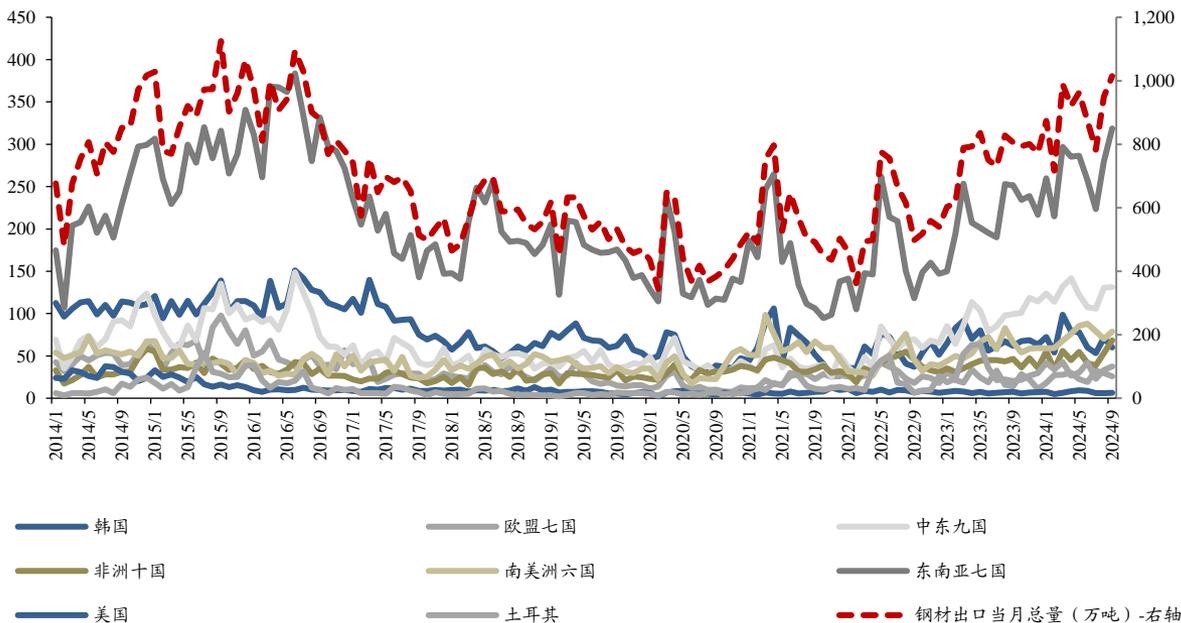


资料来源：Wind，东吴证券研究所

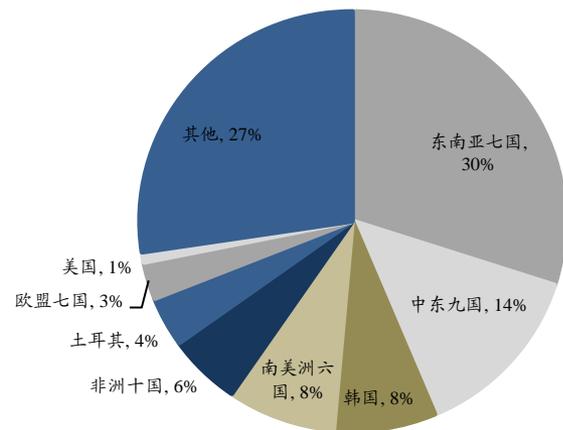
1.2需求端：需求整体走弱，地产拖累，基建+汽车+造船+出口起到弥补作用

➤ 复盘2024年，钢材出口地区主要为东南亚七国及中东九国，展望2025年，预计一带一路国家经济形势向好，但部分国家提高关税比例或抑制出口增长，整体预计出口或受到一定限制。2024年1-10月，我国钢材出口量主要集中在东南亚、中东、韩国、南美洲、非洲等地区，占比分别为30%/14%/8%/8%/6%，我们预计2025年东南亚及中东地区国家发展有望延续向好态势，但部分国家提高关税比例或抑制出口增长，整体预计出口或受到一定限制。

图表：2014-2024年钢材出口主要地区（万吨）



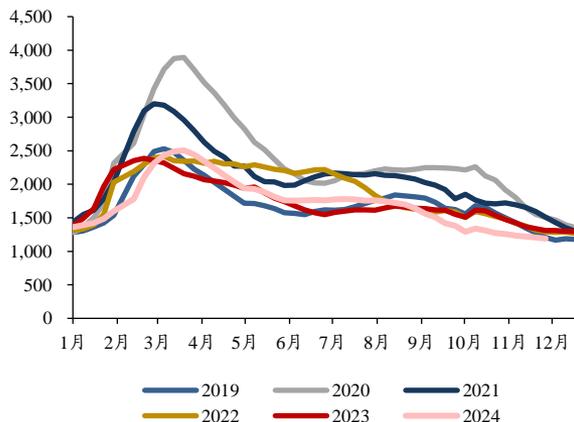
图表：2024年1-9月钢材出口地区占比（%）



1.3 库存降至低于过去六年同期水平

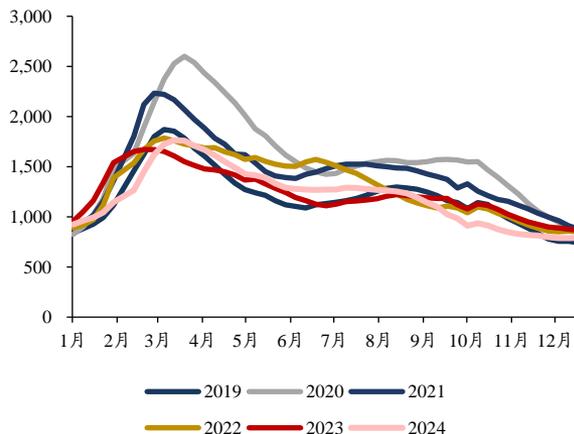
- **2024年库存处于历史低位水平，预计2025年及以后一段时间内将保持低库存状态，价格对供需更为敏感。**截至2024年12月，钢铁总库存1175万吨，yoy-9%，其中钢厂库存降低至387万吨，yoy-10%。今年库存与2023年类似，整体保持低库存状态，尤其螺纹受新旧国标影响，钢贸商与钢厂整体都追求极致低库存状态，预计若需求无明显改善下，库存仍会维持较低状态，对钢价无明显指导作用。

图表：2019-2024年总库存（万吨）



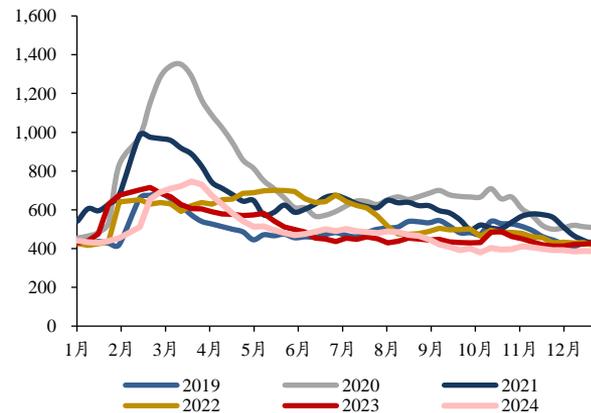
资料来源：Mysteel，东吴证券研究所

图表：2019-2024年社会库存（万吨）



资料来源：Mysteel，东吴证券研究所

图表：2019-2024年钢厂库存（万吨）



资料来源：Mysteel，东吴证券研究所

二、预计2025年钢铁行业供给过剩仍为主要矛盾，价格或维持震荡态势

2.1 供需平衡表：基建、汽车、造船、机械用钢正贡献，地产、出口用钢略有拖累，整体处于紧平衡状态

- **基建用钢量占总用钢量比例有所提升，我们预计2025年基建用钢需求yoy+1%，占比总需求18%。**由于基建包含公路、铁路、能源及水利行业，其中公路、铁路由于各地方政府压力较大，我们预计2025年表现偏弱，能源板块受益于绿色能源如水电、风电、核电、光伏大力发展，同比增长显著，水利受益于“特别万亿国债”发行2024年同比增长较快，预计2025年维持一定增长态势，整体基建用钢我们预计2025年为1.7亿吨，yoy+1%，占比总需求18%。

图表：2020-2026E年基建用钢量预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
基建用钢量 (万吨)	11758	11977	12882	14748	16463	16676	16874
yoy	10%	2%	8%	14%	12%	1%	1%
占比总需求	11%	12%	13%	15%	17%	18%	19%
公路固定资产投资 (亿元)	24,312	25,995	26,168	28240	25134	23123	21967
yoy	11%	7%	1%	8%	-11%	-8%	-5%
铁路固定资产投资 (亿元)	7,819	7,489	7,109	7645	8486	8062	7659
yoy	-3%	-4%	-5%	8%	11%	-5%	-5%
能源固定资产投资 (亿元)	34,161	34,537	41,203	50680	62843	67242	70604
yoy	18%	1%	19%	23%	24%	7%	5%
水利固定资产投资 (亿元)	10098	10229	11621	12225	16870	18051	18954
yoy	4%	1%	14%	5%	38%	7%	5%
公路用钢量 (万吨)	3,890	4,159	4,187	4,518	4,021	3,700	3,515
铁路用钢量 (万吨)	2,580	2,471	2,346	2,523	2,800	2,660	2,527
能源用钢量 (万吨)	4,783	4,835	5,768	7,095	8,798	9,414	9,885
水利用钢量 (万吨)	505	511	581	611	844	903	948

资料来源：Wind, Mysteel, 东吴研究所预测

2.1 供需平衡表：基建、汽车、造船、机械用钢正贡献，地产、出口用钢略有拖累，整体处于紧平衡状态

- **汽车占总用钢量比例较为稳定，我们预计2025年汽车用钢需求yoy+0%，占总需求6%。**用钢量2025年我们预计将伴随汽车行业总销量增加稳健增长，合计5458万吨（yoy+0%），占总需求6%。但由于新能源车及乘用车单车用钢较非新能源车、商用车略低，我们预计汽车行业用钢需求增量长期来看增长有限。

图表：2020-2026E年汽车用钢量预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
汽车用钢量（万吨）	5689	5439	4722	5432	5453	5458	5448
yoy	7%	-4%	-13%	15%	0%	0%	0%
占比总需求	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%
乘用车产量（万辆）	1,999	2,141	2,384	2612	2847	2931	2993
新能源乘用车产量（万辆）	125	336	672	912	1231	1478	1685
yoy	14%	169%	100%	36%	35%	20%	14%
非新能源乘用车产量（万辆）	1,875	1,805	1,712	1700	1615	1454	1308
yoy	-8%	-4%	-5%	-1%	-5%	-10%	-10%
商用车产量（万辆）	523	467	318	404	378	376	375
货车商用车产量（万辆）	478	417	278	354	329	329	329
yoy	23%	-13%	-33%	27%	-7%	0%	0%
客车商用车产量（万辆）	45	51	41	50	49	47	46
yoy	-4%	12%	-20%	22%	-2%	-3%	-3%
乘用车用钢量（万吨）	2,549	2,649	2,830	3,031	3,208	3,220	3,217
新能源乘用车用钢量（万吨）	112	302	604	821	1,108	1,330	1,516
非新能源乘用车用钢量（万吨）	2,437	2,346	2,226	2,210	2,100	1,890	1,701
商用车用钢量（万吨）	3,140	2,790	1,892	2,401	2,245	2,238	2,231
货车商用车用钢量（万吨）	2,929	2,554	1,703	2,169	2,018	2,018	2,018
客车商用车用钢量（万吨）	211	236	189	232	227	220	214

资料来源：Wind, Mysteel, 中国汽车工程协会, 东吴研究所预测

2.1 供需平衡表：基建、汽车、造船、机械用钢正贡献，地产、出口用钢略有拖累，整体处于紧平衡状态

- **每载重造船用钢量持续提升，我们预计2025年造船用钢需求yoy+8%，占总需求2%。**我们根据造船完工量推算每载重用钢量2023年约为0.33吨/载重吨，预计2025、2026年造船用钢量分别为1709、1795万吨，占总需求分别2%、2%。

图表：2020-2026E年造船用钢量预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
造船用钢量 (万吨)	950	980	1200	1341	1583	1709	1795
yoy	8%	3%	22%	12%	18%	8%	5%
占比总需求	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%
造船完工量 (万载重吨)	3,853	3,970	3,786	4232	4994	5393	5663
yoy	5%	3%	-5%	12%	18%	8%	5%
每载重用钢量 (吨/载重吨)	0.25	0.25	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32

资料来源：Wind，中国船舶工业协会，东吴研究所预测

2.1 供需平衡表：基建、汽车、造船、机械用钢正贡献，地产、出口用钢略有拖累，整体处于紧平衡状态

- **综上所述，我们预计2025年钢铁行业供给稳中有降、需求结构改善，总体供需紧平衡，钢价或呈震荡态势。**我们预计2025年在国家政策“碳达峰、碳中和”推进下钢铁总供给将呈现稳中略降态势，下游房地产行业受制于新开工和拿地投资走弱，对行业需求产生较大抑制影响，2025年总体用钢量我们预计同比下降6%左右，供需略过剩。

图表：2022-2026E年钢材供需平衡表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
总供给 (万吨)	101300	101908	98341	93424	90622	
yoy	-2%	1%	-4%	-5%	-3%	
总需求 (万吨)	95954	99189	98276	92424	88865	
yoy	-3%	3%	-0.9%	-6.0%	-3.9%	
供需缺口 (万吨)	5346	2719	66	1000	1757	
房地产用钢量 (万吨)	31675	29343	24941	19953	16960	
yoy	-7%	-7%	-15%	-20%	-15%	
占比总需求	33%	30%	25%	22%	19%	
基建用钢量 (万吨)	12882	14748	16463	16676	16874	
yoy	8%	14%	12%	1%	1%	
占比总需求	13%	15%	17%	18%	19%	
	公路用钢量 (万吨)	4,187	4,518	4,021	3,700	3,515
	铁路用钢量 (万吨)	2,346	2,523	2,800	2,660	2,527
	能源用钢量 (万吨)	5,768	7,095	8,798	9,414	9,885
	水利用钢量 (万吨)	581	611	844	903	948
汽车用钢量 (万吨)	4722	5432	5453	5458	5448	
yoy	-13%	15%	0%	0%	0%	
占比总需求	5%	5%	6%	6%	6%	
造船用钢量 (万吨)	1200	1341	1583	1709	1795	
yoy	22%	12%	18%	8%	5%	
占比总需求	1%	1%	2%	2%	2%	
机械用钢量 (万吨)	19600	19796	19994	20194	20396	
yoy	2%	1%	1%	1%	1%	
占比总需求	20%	20%	20%	22%	23%	
钢材净出口量 (万吨)	5689	8343	10262	9441	8969	
yoy	8%	47%	23%	-8%	-5%	
占比总需求	6%	8%	10%	10%	10%	
其他行业钢材消费量 (万吨)	20186	20186	19580	18993	18423	
yoy	-9%	0%	-3%	-3%	-3%	
占比总需求	21%	20%	20%	21%	21%	

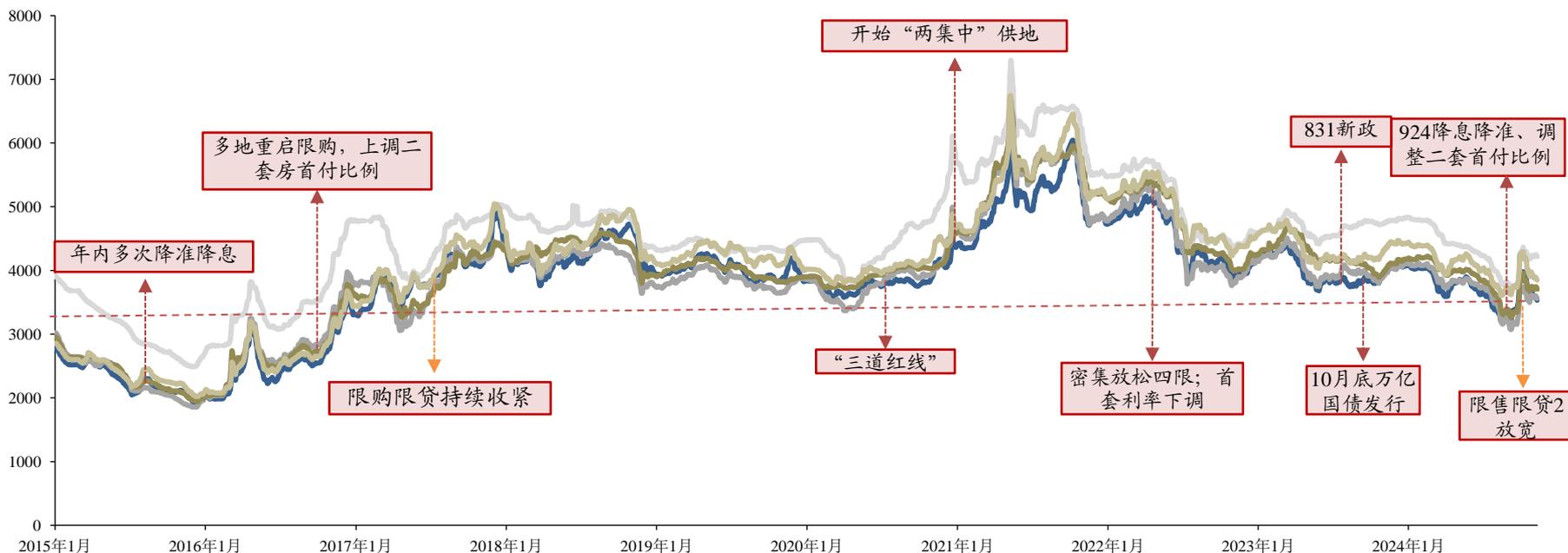
资料来源：Wind, Mysteel, 中国船舶工业协会, 世界金属导报, 东吴研究所预测

三、2024钢材价格震荡走弱，2025年预计钢价震荡运行

3.1 第一条主线：2024年钢价震荡走弱，预计2025年震荡运行

- **2024年钢材价格总体呈现震荡下行趋势，价格处于3000-4000元/吨左右，Q3下游需求旺季不旺，市场情绪低迷，为年内价格最低点。**今年整体下游房地产市场低迷，多指标探底，钢材基本面供过于求，钢价承压下行，上海螺纹钢价格从年初4100元/吨左右震荡下行，9月底跌至3100元/吨左右。受9月24日央行发布的一揽子宽松政策的影响，钢价触底反弹，但由于实际需求并未显著好转，钢价上涨幅度受限。复盘历史来看，钢价整体接近7年低点。
- **2025年我们预计钢铁行业仍处于产能过剩阶段，需求端受政策及贸易环境等诸多因素影响，我们判断钢价总体震荡运行。**

图表：2015-2024年主流钢材价格（元/吨）



3.2 第二条主线：2024年成本支撑价格，预计2025年铁矿价格或有下降空间

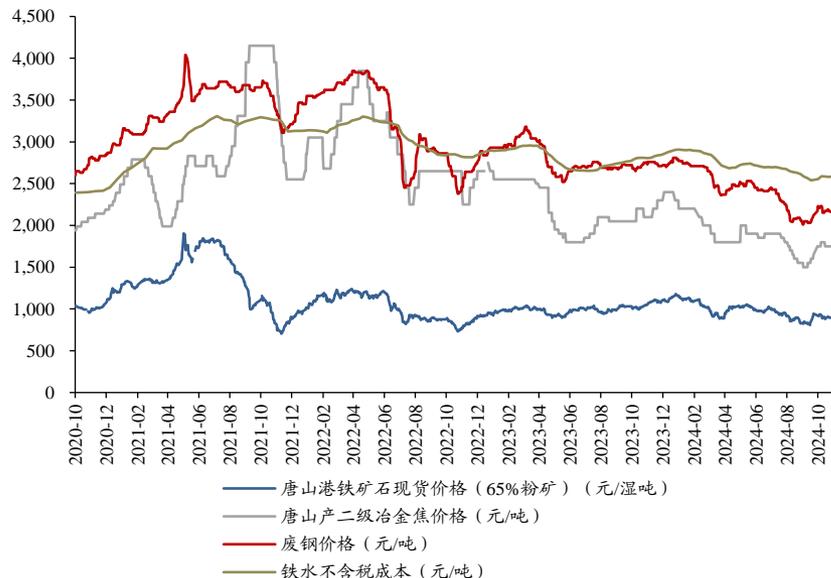
- **2024年原材料价格与钢材价格变动趋势较为一致，预计2025年铁矿成本或有下行趋势，需重点关注下游需求走势。**2024年，上游原材料焦煤、铁矿、废钢价格大体上保持同步变动，前三季度呈现波动下行趋势，第四季度有所抬头，炼钢成本整体下移，对钢价支撑减弱。成本支撑逻辑较强。2025年全球铁矿在西芒杜或有投产状态下预期整体偏宽松状态，铁矿价格或有下行，对应钢价震荡空间较大，需主要关注需求走势。

图表：2020-2024年螺纹钢滞后一月成本及螺纹钢价格（元/吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所测算

图表：2020-2024年铁矿、冶金焦、废钢、铁水价格



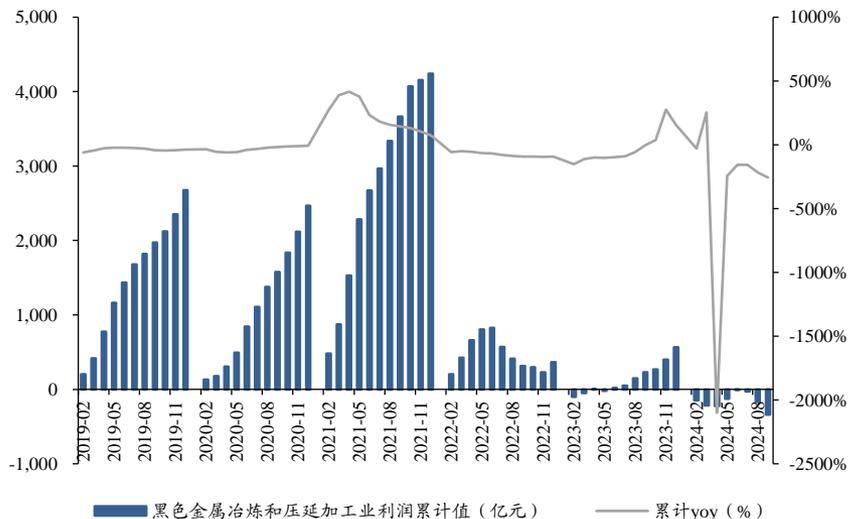
资料来源：Wind，东吴证券研究所

四、2024年Q3盈利触底，2025年盈利能力有望向好

4.1 2024年持续亏损，2025年盈利能力或有好转

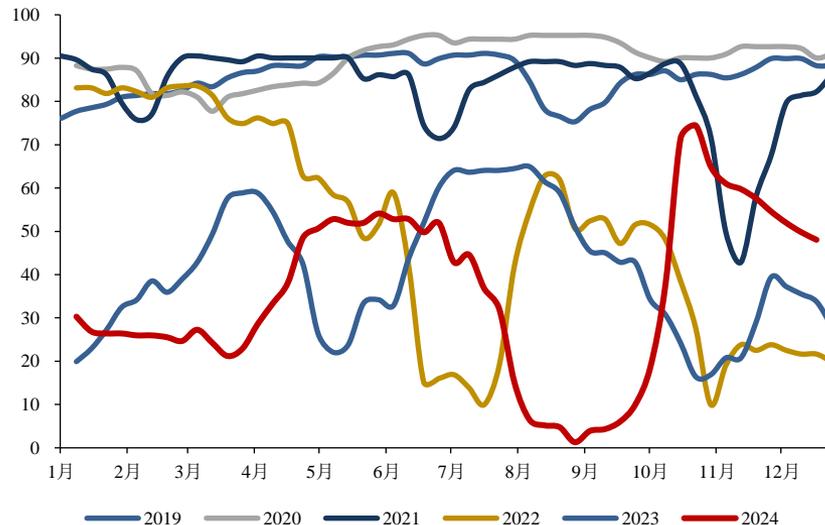
- **黑色冶炼及加工行业2024年持续亏损，整体利润情况较为严峻，预计2025年或有好转。** 黑色金属冶炼及加工行业整体利润总额截至2024年9月为-341亿元，yoy-256%，处于四年以来亏损最严重月份。截至2024年12月钢厂盈利率为50%左右，有一半钢厂处于非盈利状态，预计2025年盈利或有好转。

图表：2019-2024年中国黑色金属冶炼和压延加工业利润总额累计（亿元）及同比(%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2018-2024年中国247家钢厂盈利率（%）

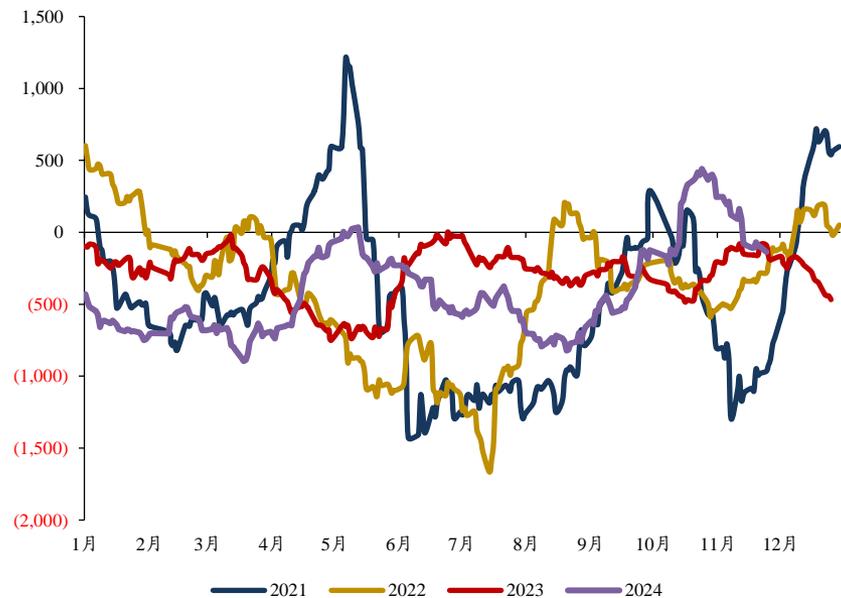


资料来源：Wind，东吴证券研究所

4.1 2024年持续亏损，2025年盈利能力或有好转

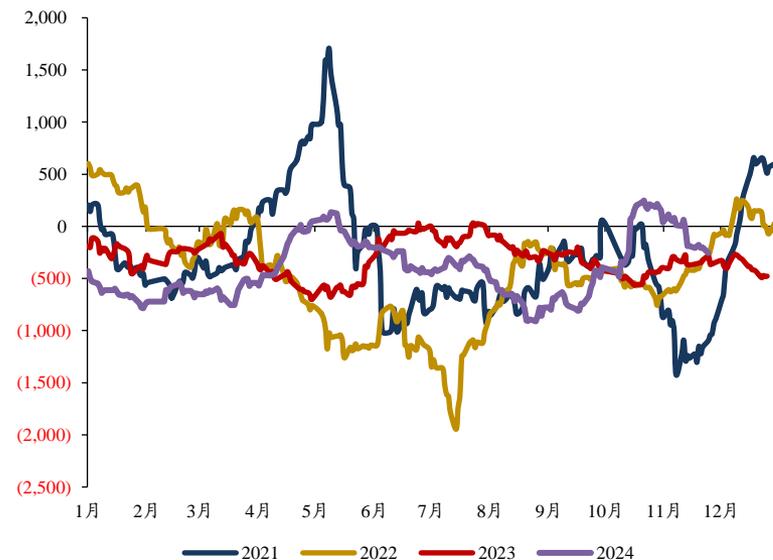
- **钢材测算角度，2024年前三季度基本处于亏损状态，Q4转亏为盈，预计2025年盈利或有好转。** 钢材毛利Q1-Q3盈利能力处于较低水平，Q4有所恢复，但仍处于较低水平，2025年钢材盈利能力或许有一定提升空间。

图表：2021-2024年螺纹钢滞后一月毛利（元/吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所测算

图表：2021-2024年热卷滞后一月毛利（元/吨）



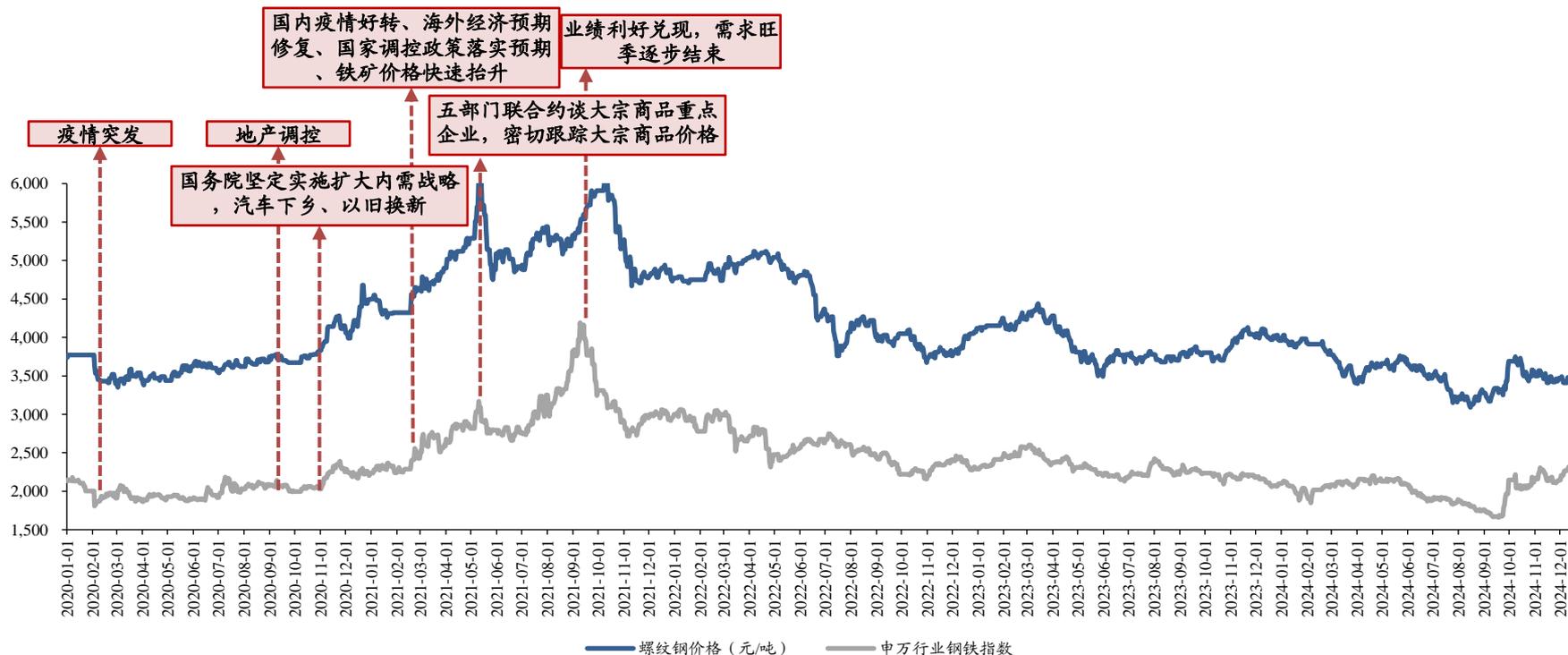
资料来源：Wind，东吴证券研究所测算

五、复盘历史类似阶段，态度偏向谨慎

5.1 2021年1-9月钢铁指数涨幅高达85%

- 2020年-2021年，钢铁指数经历过快速上涨周期，2021年1-9月涨幅高达85%+。复盘2020年-2021年，钢铁企业在2020年受到疫情冲突及地产调控后，2021年受货币宽松政策影响、海外经济预期修复、国家调控政策落实，螺纹钢价格明显上涨，带动钢铁指数呈现较强上涨态势。
- 我们认为，2024年或类似2020年螺纹钢价格由于下游需求不佳处于较为低迷态势，2025年或类似2021年，有货币宽松环境、国内政策托底主要两大前提，钢材价格有望得到一定修复。但不同的是，2025年，钢材出口面临一定关税问题，国家供给调控政策或不及预期，因此我们态度偏向谨慎。

图表：2020-2024年钢铁行业指数及螺纹钢价格

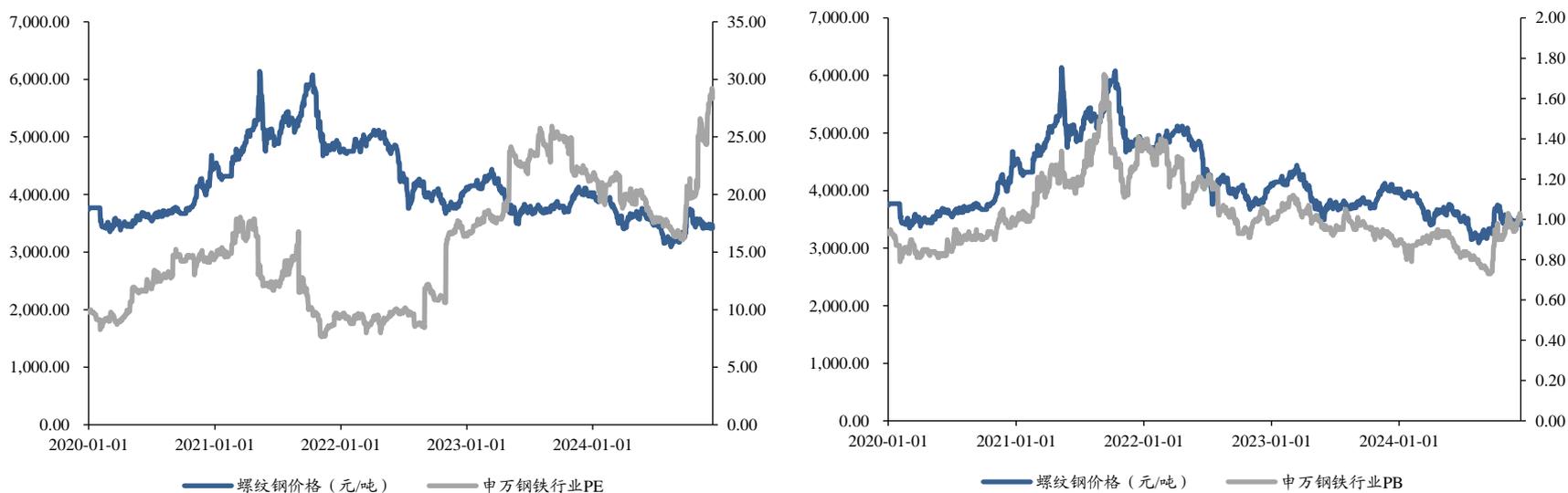


资料来源：Wind，东吴证券研究所

5.2 若对标2020-2021年，行业PB上涨空间有70%

- **若2025年对标2020-2021年PB上涨空间有70%。**对比申万行业估值水平来看，我们可以看到PE与钢铁行业指数略有不符，受钢铁行业盈利不佳影响，目前钢铁行业PE显著高于2020-2021年最高18倍，接近30倍，但钢价与2020年较为一致。因此我们主要与市净率进行对比，2021年最高钢铁市净率达到1.7倍，而目前钢铁PB仅为1倍，是近4年的最低水平，上涨空间70%。

图表：2020-2024年申万钢铁行业PE、PB及螺纹钢价格



5.3 预计2025年，钢铁行业增长仍以市值收入规模较大、且利润较好股票为主

➤ 2020年-2021年5月，可以看出收入利润规模较高公司涨幅较好，收入规模较大（400亿以上）公司基本均处于行业涨跌幅中位数水平，涨幅在9-50%，**预计2025年，钢铁行业增长仍以市值收入规模较大、且利润较好股票为主。**

公司简称	总市值 (亿元)	涨跌幅 (%)		收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			
		2020.1.2-2021.5.31	2020	2020yoy	2021H1	2021H1yoy	2020	2020yoy	2021H1	2021H1yoy
抚顺特钢	127	359	63	9%	38	21%	6	83%	4	135%
鄂尔多斯	244	136	231	2%	146	45%	15	14%	16	269%
金岭矿业	41	105	14	7%	9	54%	2	28%	3	105%
中信特钢	598	87	747	3%	491	37%	60	12%	42	52%
鄂资B股	34	74	231	2%	146	45%	15	14%	16	269%
太钢不锈	212	66	674	-4%	473	44%	17	-18%	47	702%
河钢资源	98	58	59	2%	42	61%	10	84%	10	275%
八一钢铁	53	57	217	5%	147	50%	3	185%	13	1741%
沙钢股份	149	56	144	7%	93	43%	6	23%	5	116%
华菱钢铁	318	55	1165	9%	850	63%	64	46%	56	84%
重庆钢铁	135	55	245	4%	227	107%	6	-31%	27	2122%
首钢股份	253	54	800	16%	634	88%	18	43%	34	556%
海南矿业	151	50	28	-26%	20	61%	1	12%	6	2976%
宝钢股份	1499	46	2844	-3%	1857	43%	127	2%	151	277%
久立特材	233	38	50	12%	30	37%	8	54%	4	48%
方大特钢	99	36	166	8%	99	34%	21	25%	15	80%
鞍钢股份	225	34	1009	-4%	726	62%	20	11%	52	937%
安阳钢铁	56	34	319	7%	242	75%	2	-11%	8	-326%
柳钢股份	78	29	547	12%	405	76%	17	-27%	19	144%
包钢股份	894	24	593	-7%	394	41%	4	-39%	28	3188%
马钢股份	197	24	816	4%	569	52%	20	76%	46	472%
南钢股份	266	23	531	11%	386	58%	28	9%	23	103%
甬金股份	70	23	204	29%	141	78%	4	25%	3	82%
山东钢铁	168	22	873	23%	588	47%	7	25%	21	509%
新钢股份	125	20	724	25%	546	71%	27	-21%	24	120%
杭钢股份	142	17	324	21%	255	92%	11	23%	10	151%
酒钢宏兴	108	13	370	-21%	263	66%	5	-58%	19	-2448%
本钢板B	147	11	487	-8%	386	74%	4	-31%	22	767%
中南股份	70	9	316	8%	208	43%	19	2%	13	53%
凌钢股份	59	9	203	-4%	126	36%	6	30%	8	404%
本钢板材	136	9	487	-8%	386	74%	4	-31%	22	767%
西宁特钢	87	9	101	2%	59	38%	1	-38%	-1	-509%
方大炭素	212	-1	35	-48%	24	45%	5	-73%	5	153%
新兴铸管	159	-1	430	5%	286	44%	18	21%	13	53%
金洲管道	33	-1	51	1%	32	50%	6	112%	2	-45%
武进不锈	35	-3	24	3%	13	15%	2	-30%	1	-26%
河钢股份	237	-4	1077	-11%	750	49%	17	-34%	15	120%
三钢闽光	90	-18	486	7%	311	36%	26	-30%	27	132%
钒钛股份	275	-21	106	-20%	71	43%	2	-84%	5	493%
广东明珠	39	-23	5	-52%	1	-61%	4	17%	1	-62%
常宝股份	48	-28	39	-25%	20	1%	1	-79%	1	-56%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

六、投资策略：产品结构转型、细分赛道高成长

- **2025年投资条线：**展望2025年，我们预计“**盈利触底反弹+产能有望出清格局向好+多元需求弥补地产缺口**”为行业主要发展方向。但由于地产我们预计仍有一定拖累，所以仍可能最终弱现实兑现，钢价受成本支撑逻辑存在，因此我们建议关注两条投资主线：
 - **一：产品转型结构升级逻辑：**由于地产行业或有下行趋势，对应螺纹钢品种需求有所减少，而长材、板材或有更好机会，我们建议关注提前布局优质产品公司，如**宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、中信特钢**等。
 - **二：受益于下游细分赛道景气度上行逻辑：**伴随上游原料压力加大，我们建议关注在下游细分领域盈利能力更强的成长性标的、推荐受益于“**冲压细分领域龙头+优质客户+订单充足**”的**翔楼新材**、建议关注**甬金股份、久立特材**等。

七、风险提示

- **下游需求不及预期：**行业风险主要来自于下游地产、基建开工情况；制造业回暖不及预期将拉低钢铁全产业链需求。
- **供给持续增长导致钢材价格下跌风险：**行业上游铁水持续维持高位，如供给持续增长需求不及预期可能导致供需矛盾加剧，带来价格下跌风险。
- **市场竞争格局加剧：**行业需求不及预期，行业可能受到竞争加剧影响。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园