

钢铁行业深度报告

再论供给侧改革：制度优势实现供给约束破局通缩困局，掘金钢铁、有色行业投资机会 增持（维持）

2025 年 07 月 16 日

证券分析师 孟祥文

执业证书：S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

证券分析师 米宇

执业证书：S0600524110004

miy@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毅达

执业证书：S0600524110001

xuyd@dwzq.com.cn

投资要点

■ 社会主义市场经济制度优势可以实现“供给约束”突破通缩困局，调控行业供需平衡来规避经济下行风险。社会主义市场经济以国有经济为主体，提供强大的宏观调控能力，有能力实现避免资本主义市场经济周期波动。面对通货紧缩，传统凯恩斯主义的需求刺激政策因悲观预期固化而失效，如日本和欧洲案例所示，通缩环境难以通过需求刺激改善经济状况。而中国则可以发挥制度优势，通过“供给约束”策略，主动削减过剩产能或者约束产量，保护优质企业免于恶性竞争，这种制度驱动的“理性约束”不是历史的机械复归，并非回归“计划经济”。是对经济重建供需平衡，等待复苏春风的到来。

■ 供给侧改革已经得到验证，我国众多行业已经实现了产业升级，当前需要“供给约束”、“反内卷”来保护经济发展成果。2016 年开启的供给侧结构性改革正是“供给约束”的一次成功实践验证，PPI 止跌回升，企业扭亏为盈。当前在全球需求萎缩背景下，供给约束通过政策引导和法律工具，统筹各行业的产能产量，避免资源浪费和内卷，保存产业升级成果。历史证明，这不仅能缓冲经济下行，还为发展中国家提供新治理范式。

■ 钢铁行业产能严重过剩，央企企集中度较高利于行政手段实施，“反内卷”政策有望推动钢价修复，盈利抬升。1) 钢铁行业供过于求，螺纹钢、线材产能严重过剩：中国钢铁行业 2007-2024 年国内持续处于供过于求状态，净出口量 2024 年位于近 15 年最高水平。2015-2021 年中国钢铁企业五大钢材产能利用率在 60%-80%之间波动，2021-2025 年分品种来看，螺纹钢及线材产能利用率从 70%左右下滑至 50%左右，严重过剩。2) 钢铁行业央企企产量占比显著高于民企，头部集中度较高，预期此次反内卷政策后续或约束 5-10%产量：2024 年钢铁重点企业中央企产量超 5 亿吨，占总产量约 63%，民企产量为 3 亿吨，占总产量约为 37%。2024 年钢铁重点企业产量前 10 家企业中央企占比 7 家，CR10 为 51%，集中度较高。目前我们预计供给侧改革 2.0 或约束粗钢产量 5%-10%左右，下放指标主要考虑环保及碳排达标程度，我们预计政策落地后螺纹钢价格有望修复至 3500-4000 元/吨左右，盈利或增加 50-100 元/吨左右。3) 建议关注 3 类标的：利润反转、利润稳定估值修复、利润稳定高分红：① 利润反转：建议关注柳钢股份、太钢不锈、山东钢铁、三钢闽光、安阳钢铁等，假设在反内卷情况下，吨钢净利 100 元/吨，测算得出政策落地后年化 PE(截至 2025 年 7 月 15 日)分别为 5.9/6.4/8.8/10.7/13.3。② 利润稳定、估值修复标的：建议关注 PE < 15 倍或 PB < 1 的钢铁企业：新钢股份、首钢股份、宝钢股份、华菱钢铁等。③ 利润稳定、高股息标的：建议关注鄂尔多斯、友发集团、久立特材、南钢股份、中信特钢等。

■ 工业金属“内卷”的本质是资源端的匮乏与冶炼端的过剩背景下的结构性失衡。1) 铜冶炼：行业产能过剩，2018-2024 年我国铜冶炼行业产能利用率在 70-85%之间浮动，预计 2025 年铜冶炼上市公司增加产量 85 万吨，yoy+8%，行业内卷或进一步加剧，截至 2025 年 7 月 TC/RC 分别为 -43 美元/干吨、-4.3 美分/磅，行业持续亏损，我们预计后续“反内卷”政策下加工费有望先恢复至近 10 年来最低水平——2024 年均值水平，TC 为 11.3 美元/干吨，RC 为 1.1 美分/磅。建议关注 2 类标的：① 规模优势企业估值修复：江西铜业、铜陵有色、紫金矿业、中金岭南等；② 利润稳定高分红：西部矿业、江西铜业等。2) 铅锌冶炼：我们认为铅锌行业的供给侧改革已在路上，后续具备进一步细则落实的政策空间，我们预计 2025 年下半年锌精矿 TC 预计将进一步有序回升至 4000—4500 元/金属吨；进口铅精矿 TC 预计将回升至 -20 美元/干吨；建议关注成本优势豫光金铅、自给率较高，具备完整产业链宏锌钴业。3) 氧化铝：氧化铝冶炼具备结构性产能优化空间，老旧产能的清退对行业盈利端的健康发展起到至关重要的作用，我们预计 2025 年下半年氧化铝价格将处于 2800-3400 元/吨区间运行，现阶段氧化铝价格的下行已充分计价，企业盈利已趋稳；建议关注有铝土矿权的宏桥、中国铝业、天山铝业、印尼建厂南山铝业。4) 电解铝：电解铝供给端已于 2017 至 2018 年完成供给侧改革，并于今年迅速完成了其需求结构的优化，“反内卷”对其下游需求的影响较小，我们预计 2025 年下半年电解铝价格将处于 20000—21000 元/吨区间运行，企业盈利能力有望进一步增强。建议关注具备电解铝产能指标较高的宏桥、中国铝业；推荐绿电铝低耗能的云铝股份。

■ 风险提示：政策落地不及预期风险；下游需求不及预期导致钢铁及有色金属价格下跌风险；黑色产业链原料价格下跌风险；下游需求不及预期风险，美元持续走强风险。

行业走势



相关研究

《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》

2024-12-18

《铁矿价格上行叠加少量补库需求，钢价小幅上涨》

2024-11-24

内容目录

1. 社会主义市场经济制度下，“供给约束”破局通货紧缩困局	5
1.1. 社会主义市场经济，以国有经济为主体，具有较强的宏观调控能力	5
1.2. 资本主义市场经济弊病难改，单纯需求刺激难救通货紧缩经济危局	5
1.3. 社会主义市场经济下的“供给约束”，推动市场经济平稳健康发展	7
1.4. 2016 年供给侧改革已经是一次成功的实战验证	7
1.5. 发挥制度优势破局：以“供给约束”守护中国产业升级成果	8
2. 钢铁：产能严重过剩，央国企集中度较高利于行政手段实施，反内卷政策有望推动钢价修复，盈利抬升	9
2.1. 钢铁行业供过于求，螺纹钢、线材产能严重过剩	9
2.2. 钢铁行业央国企产量占比显著高于民企，头部集中度较高，预期约束 5-10%产量	11
2.3. 建议关注 3 类标的：利润反转、利润稳定估值修复、利润稳定高分红	14
3. 工业金属：冶炼产能出清与需求结构重构下的供给侧改革 2.0	16
3.1. 铜冶炼：产能过剩，内卷加剧，反内卷政策有望增强产业链韧性，企业估值修复	16
3.1.1. 铜冶炼：行业产能过剩，利润亏损，内卷现象严重	16
3.1.2. 铜冶炼行业集中度较高，内卷加剧，后续“反内卷”政策指导下加工费有望逐步恢复	17
3.1.3. 建议关注 2 类标的：规模优势的头部企业估值修复、利润稳定高分红	19
3.2. 铅锌：铅锌行业面临产能过剩与资源约束的挑战，结构性调整已在路上	20
3.3. 氧化铝：产能过剩与结构性失衡，内陆加工企业面临潜在出清	23
3.4. 电解铝：产能“天花板”筑牢供给刚性，需求结构优化无惧“反内卷”	25
4. 风险提示	28

图表目录

图 1:	历史上的五轮康波周期.....	6
图 2:	日本 90 年代的需求刺激政策并未带来 GDP 增速的恢复.....	6
图 3:	2016 年初开始施行供给侧改革后, 2016 年 9 月 PPI 同比转正.....	8
图 4:	2007-2024 年中国粗钢产量及表观消费量 (亿吨)	10
图 5:	2007-2024 年中国钢材产量及表观消费量 (亿吨)	10
图 6:	2007-2024 年中国粗钢净出口量 (亿吨)	10
图 7:	2007-2024 年中国钢材净出口量 (亿吨)	10
图 8:	钢铁企业五大钢材产能利用率 (%)	11
图 9:	2024 年央企国企 CR10 产量集中度 72%.....	12
图 10:	2024 年民企 CR10 产量集中度 67%.....	12
图 11:	2021-2025 年螺纹钢价格 (元/吨)	13
图 12:	2021-2025 年螺纹钢成本滞后一月毛利 (元/吨)	13
图 13:	中国电解铜样本企业产能 (万吨)	16
图 14:	中国电解铜样本企业产量 (万吨) 及同比 (%)	16
图 15:	电解铜冶炼企业产能利用率 (%)	17
图 16:	铜冶炼企业 TC(美元/干吨)、RC(美分/磅).....	17
图 17:	2024 年中国各省份电解铜冶炼产量 (万吨)	18
图 18:	2024 年中国各省份电解铜冶炼产量占比 (%)	18
图 19:	中国锌冶炼企业开工率维持低位.....	21
图 20:	我国锌冶炼行业毛利率近年来下行转负.....	21
图 21:	中国原生铅冶炼企业开工率维持低位.....	21
图 22:	我国原生铅冶炼行业毛利率维持为负.....	21
图 23:	中国再生铅冶炼企业开工率维持低位.....	21
图 24:	我国再生铅冶炼行业毛利率 25 年来维持为负.....	21
图 25:	我国铝土矿对外依存度较高 (万吨)	24
图 26:	世界铝土矿储量情况 (截至 2024 年)	24
图 27:	我国氧化铝产能小幅过剩情况下产量却显紧缺 (万吨)	25
图 28:	我国电解铝供给端增速面临快速下行 (万吨)	26
图 29:	2021 年我国电解铝下游需求结构.....	26
图 30:	2025 年我国电解铝下游需求结构.....	26
表 1:	CR10 钢铁企业产量及占比	11
表 2:	钢铁企业各省份预计限产指标.....	12
表 3:	钢铁利润反转企业“反内卷”测算 (截至 2025.07.15)	14
表 4:	钢铁企业标的筛选.....	15
表 5:	上市公司冶炼铜 2024 年产量及 2025 年增量.....	18
表 6:	2015 年-2025 年 7 月铜冶炼企业 TC(美元/干吨)、RC(美分/磅).....	19
表 7:	铜冶炼企业标的筛选.....	20
表 8:	《铅锌行业规范条件》2020 正式稿&2019 征求意见稿&2015 年版全面对比	22
表 9:	铅锌企业估值 (亿元)	23
表 10:	国内氧化铝新投放产能时间表.....	23

表 11: 电解铝及氧化铝企业估值（亿元）28

1. 社会主义市场经济制度下，“供给约束”破局通货紧缩困局

社会主义市场经济制度下供给约束，是破局通货紧缩的困局的新探索。当全球经济在 2025 年深陷增长乏力的迷雾之时，中国的经济脉动仍展现着独特的生机。纵观近代全球经济史，以需求扩张为标志的传统凯恩斯主义政策难以真正破解通货紧缩困局；反观中国，在社会主义市场经济制度框架内，通过对供给端进行智慧性约束，探寻出一条规避全面萧条的新路径。

1.1. 社会主义市场经济，以国有经济为主体，具有较强的宏观调控能力

社会主义市场经济以公有制为主体的多元所有制结构，为国家实施强有力宏观调控奠定了坚实的制度基础。相较于分散化决策的资本主义市场经济，我国的这一制度优势直接体现在宏观调控的广度、深度与速度层面。

国有经济的核心骨干地位赋予宏观调控直接而高效的“抓手”。国家可以通过影响大型国有企业的投资方向与产能节奏，引导重要行业供需结构调整，保障国计民生。如在基础设施建设、科技创新攻关、战略性资源储备等方面，国有企业能在国家部署下高效担当。

集中力量办大事的举国体制显著放大了应对系统性风险的能力。社会主义市场经济内在地凝聚着全国一盘棋的战略共识。政府能够跨越地方行政壁垒与行业割裂状态，全面协调财政、金融、产业与社会等多维政策工具，形成合力应对经济下行冲击。

中长期战略规划构建了稳定可靠的政策预期环境。不同于西方选举周期对经济政策的强力扰动式干扰，中国的五年规划及更长期蓝图为市场主体提供了清晰发展目标与稳定政策信号。

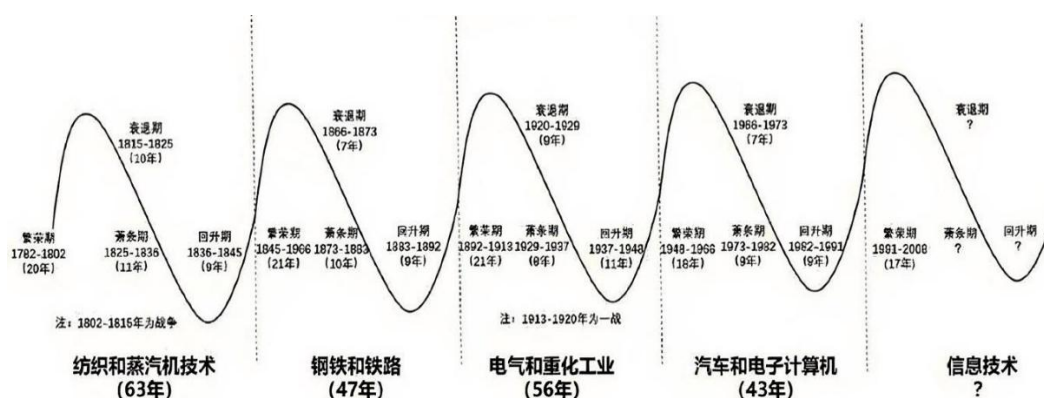
1.2. 资本主义市场经济弊病难改，单纯需求刺激难救通货紧缩经济危局

资本主义市场经济存在固有的周期性波动规律，其根本缺陷在于生产资料私有制与社会化大生产这一根本矛盾所引发的周期性生产过剩危机。这一内部冲突在消费力增长长期滞后于生产力扩张背景下，以经济衰退形式周期性爆发。

资本主义经济的运行轨迹常遵循着“繁荣—泡沫危机—萧条—缓慢复苏”的固有循环。当萧条浪潮席卷而来时，失业率飙升、消费信心崩溃以及大规模银行倒闭构成了资本主义经济危机的标准图景。

在大萧条时期，美国整体工业产能利用率曾暴跌至 50% 以下，超过 25% 的劳动力陷入失业泥沼。凯恩斯主义者由此坚信通过政府主导的大规模刺激消费需求，可有力拉动生产增长与就业回升。

图1：历史上的五轮康波周期



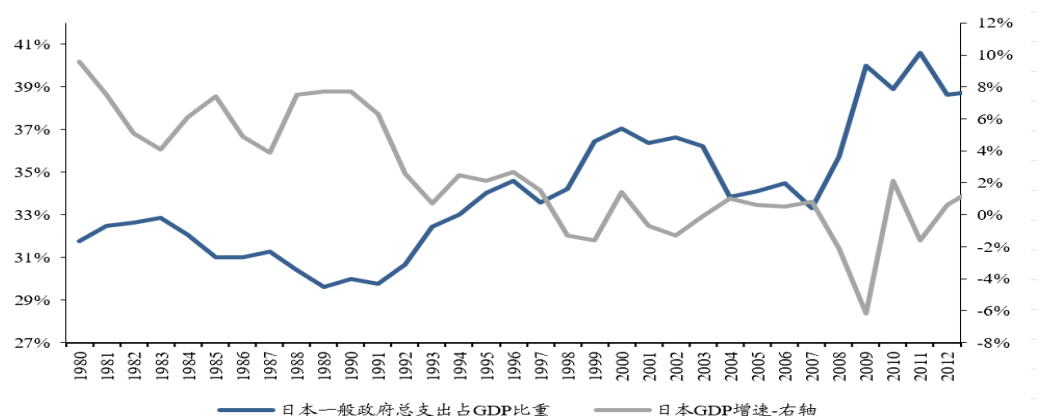
数据来源：荷兰经济学家雅各布·范·杜因，东吴证券研究所

然而单纯倚赖需求刺激政策在深度的通货紧缩经济环境下效果甚微，政策传导机制常常陷入衰竭状态。

通货紧缩并非仅仅表现为物价普遍持续下降。更深层之处，通货紧缩意味着市场对未来的悲观预期深度固化：消费者延后购买行为，企业主动收缩投资，银行严格收紧信贷。这一预期恶化循环使得经济活动陷入长期萎缩轨道。

在 20 世纪 90 年代初经历资产泡沫崩塌后，日本实施了多轮大规模的公共支出计划。但其对国内总需求的刺激却因私人投资持续萎靡而效果有限，GDP 长期陷入停滞态势。无独有偶，在欧元区深陷债务漩涡之后，欧洲央行的零利率甚至负利率也无法促使陷入资产负债表困境的企业和家庭恢复借贷扩张行为。

图2：日本 90 年代的需求刺激政策并未带来 GDP 增速的恢复



数据来源：国际货币基金组织，日本内阁府，东吴证券研究所

这些历史经验深刻揭示了，当需求刺激无法穿透通货紧缩形成的预期坚冰并有效传导至生产领域时，其效用便面临严重阻碍。企业缺乏信心与意愿进行扩张性资本投入，使资金难以真正转化为实际产能增长。

1.3. 社会主义市场经济下的“供给约束”，推动市场经济平稳健康发展

针对传统需求管理面临的失效困境，社会主义市场经济可凭借其独特制度禀赋，主动在供给端实施结构性约束策略，以重建供需平衡并缓冲恶性下跌冲击。

供给约束策略绝非是对传统“计划经济”的回归。上世纪实行的计划经济主要特征为：本质上为“产品经济”，是高度集中的实物化资源调配与指令性生产计划。它以行政指令强行规定产量并实施资源分配，对市场信号反应极其迟钝。

“供给约束”在本质上仍未脱离商品交换市场经济的“商品经济”范畴，其核心区别在于引入了“理性调节”维度：即在需求普遍收缩时期，通过主动削减总体或特定过剩行业的不合理产能，人为改善市场中的供给结构，其核心目标设定于保护高质量产能生存空间，避免所有厂商在存量需求萎缩的“绝望搏斗”中陷入集体自杀式价格血拼，最终导致全行业瘫痪甚至崩溃。

通过这一结构性约束策略，经济系统暂时性地维持较高的资源利用效率状态，使具备生命力但暂时面临周期性压力的市场主体能够储备实力，静待需求复苏时机的成熟。社会主义市场经济强大的政策执行力与关键领域国有企业的主体地位，为推行供给侧理性调整提供了强大的制度保障。

1.4. 2016 年供给侧改革已经是一次成功的实战验证

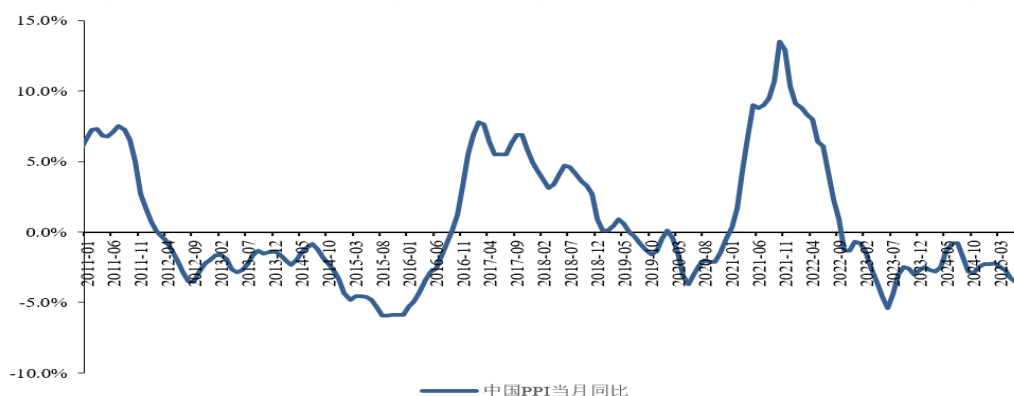
中国 2016 年开启的供给侧结构性改革正是“供给约束”的一次成功实战验证。

2015 年底，中国经济面临着工业品价格 PPI 连续 46 个月下降、产能利用率持续低于 75% 水平的严峻形势。在传统需求刺激无法穿透需求不振和产能过剩的恶性循环之际，国家推出供给侧结构性改革重大部署，其核心集中在“三去一降一补”，即果断去除过剩产能、清理非必需库存、降低过高杠杆、削减制度性成本以及补足发展短板。

执行层面展现精准化调控特征：以国有主导的煤炭和钢铁行业为例，政府通过法律与环保多重标准建立了落后产能强制退出机制，并专门设立超过千亿规模的专项基金支持职工安置。更为重要的是，政策引导国有企业主动压减无效供给，如 2016 年宝武集团带头压缩超过 15% 产能。

在强有力的政策推进下，仅 2016 年就在钢铁领域压减了超过 6500 万吨过剩产能；宏观上 PPI 自 2016 年下半年开始止跌回升，终结了长达 54 个月的持续通货紧缩；企业效益显著回暖，微观层面大型国企扭亏为盈趋势明确。

图3：2016年初开始施行供给侧改革后，2016年9月PPI同比转正



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

此次改革深刻证明，在社会主义市场经济制度下，通过供给侧结构性改革主动适应需求变化，能够避免西方经济体在萧条中产能的被动崩溃与资源的大规模浪费式毁灭，为经济再次走上良性复苏轨道保驾护航。

1.5. 发挥制度优势破局：以“供给约束”守护中国产业升级成果

当前，我国众多关键产业已实现历史性嬗变与跃升。钢铁行业深度转型，超低排放改造全球领先，高强度特种钢材占比持续提升；有色金属冶炼领域，以稀土深加工为代表的高附加值产品已构建技术壁垒；光伏制造业全产业链优势独步天下，技术迭代与规模效应双重领先；汽车制造业更实现电动化智能化突围，核心技术自主可控。这些行业在工艺、环保、产品附加值等核心维度已整体跻身世界前列。

然而，伴随全球经济低迷、地缘政治冲突加剧、国际贸易环境趋于保守，外部需求显著降温。多个完成转型升级的优势产业正面临严峻挑战：国际市场订单萎缩，国内需求受经济增速调整影响亦显疲弱，导致整体市场需求的急剧收缩。这种局面打破了原有的供需平衡，形成明显的供过于求态势。

若放任市场自发调节，风险巨大而深刻。恶性竞争漩涡不可避免：优秀企业迫于生存压力，将被迫卷入残酷价格战，行业整体盈利空间被急速压缩，甚至击穿成本底线。**社会资源浪费潮涌现：**前期巨大的产业升级投入无法获得合理回报，顶尖产能被迫闲置，人才与技术积累面临流失风险。**系统性冲击隐忧浮现：**核心支柱产业陷入非理性竞争困境，将通过产业链放大效应波及上下游，抑制整体投资信心，最终对宏观经济稳定形成拖拽。

当此危急关头，必须充分发挥社会主义市场经济的制度优势：**以强大的宏观调控制度力量，对供给侧实施必要约束。**

一方面，通过产业政策引导，利用财政、环保、能耗等调控工具，推动过剩产能有序退出或暂时减量停产，如严格审批新增产能、差别化电价政策引导高成本、低效产能

淘汰。重点在于建立产能动态监测与预警机制，灵活调整供给总量，遏制盲目扩张。

另一方面，充分运用法律武器“反内卷”。依据《中华人民共和国价格法》第十四条，严厉禁止企业为排挤对手而以低于成本价格倾销商品。各地市场监管部门可依法对相关行为立案查处，以法律的刚性维护竞争秩序，打击倾销等不正当竞争行为。

实施有效的供给约束，核心在于主动构建动态平衡，保护优质产能和骨干企业免于非理性内耗。通过制度性的“反内卷”，为产业升维成果创造必需的喘息与蓄力空间，使其得以保存实力等待市场需求复苏。这不仅是维护行业健康生态的必需，更是保障国家来之不易的产业升级成果、确保我国经济巨轮在全球风浪中行稳致远的战略抉择

历史经验告诉我们：当深度的通货紧缩吞噬需求动力之时，单纯的需求刺激不过是隔靴搔痒。中国探索出的供给约束路径，以社会主义市场经济的强大调控力为基石，跳出了西方经济学非黑即白的范式桎梏。这种制度驱动的“理性约束”不是历史的机械复归，而是为了在最严酷经济寒冬中保存最宝贵的增长火种，等待复苏春风的到来。

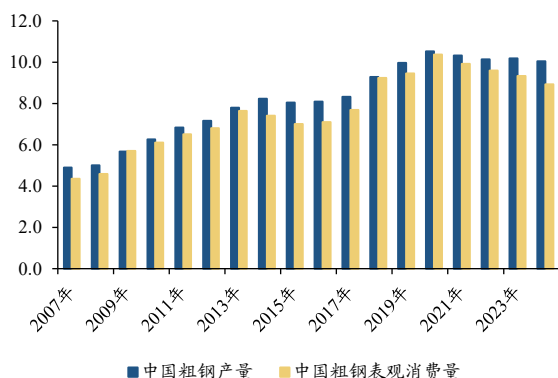
这彰显了社会主义基本经济制度在促进生产力发展方面具有更强适应力和更高效率的历史趋势。它不仅为化解当前的全球通货紧缩困局提供新的路径启发，更为探索符合发展中国家国情的经济治理新范本奠定了基础。

2. 钢铁：产能严重过剩，央国企集中度较高利于行政手段实施，反内卷政策有望推动钢价修复，盈利抬升

2.1. 钢铁行业供过于求，螺纹钢、线材产能严重过剩

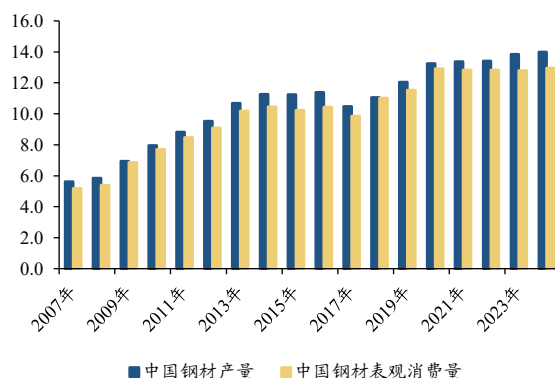
中国钢铁行业 2007-2024 年国内持续处于供过于求状态，净出口量 2024 年位于近 15 年最高水平。1) 粗钢角度，中国粗钢产量 2007-2024 年从 4.9 亿吨增长至 10.1 亿吨，国内表观消费量从 4.4 亿吨增长至 8.9 亿吨，国内持续处于供过于求状态，且 2021-2024 年间粗钢产量保持平稳，国内表观消费量持续下滑，2024 年净出口量位于近 15 年最高水平。2) 钢材角度，中国钢材产量 2007-2024 年从 5.6 亿吨增长至 14.0 亿吨，消费量从 5.2 亿吨增长至 13.0 亿吨，2024 年净出口量超 1 亿吨，位于近 15 年最高水平，与 2015-2016 年净出口水平相近。

图4: 2007-2024 年中国粗钢产量及表观消费量 (亿吨)



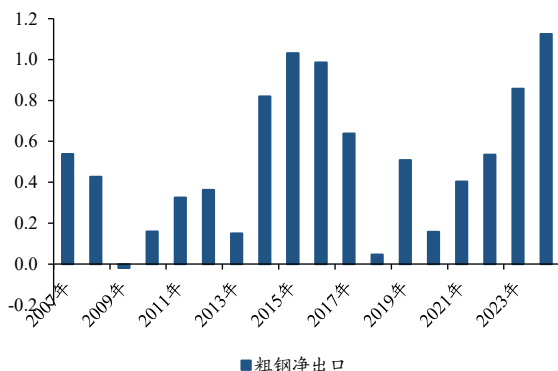
数据来源: Mysteel, 东吴证券研究所
 备注: 表观消费量为产量与净出口差值

图5: 2007-2024 年中国钢材产量及表观消费量 (亿吨)



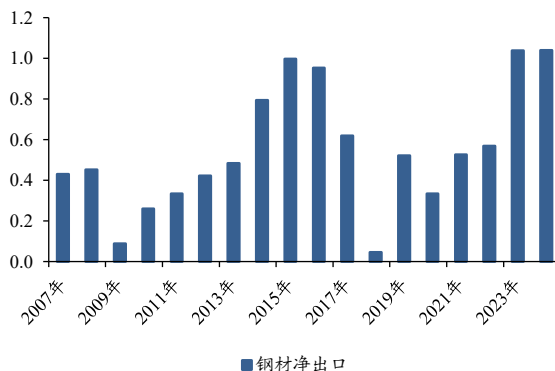
数据来源: Mysteel, 东吴证券研究所
 备注: 表观消费量为产量与净出口差值

图6: 2007-2024 年中国粗钢净出口量 (亿吨)



数据来源: Mysteel, 东吴证券研究所

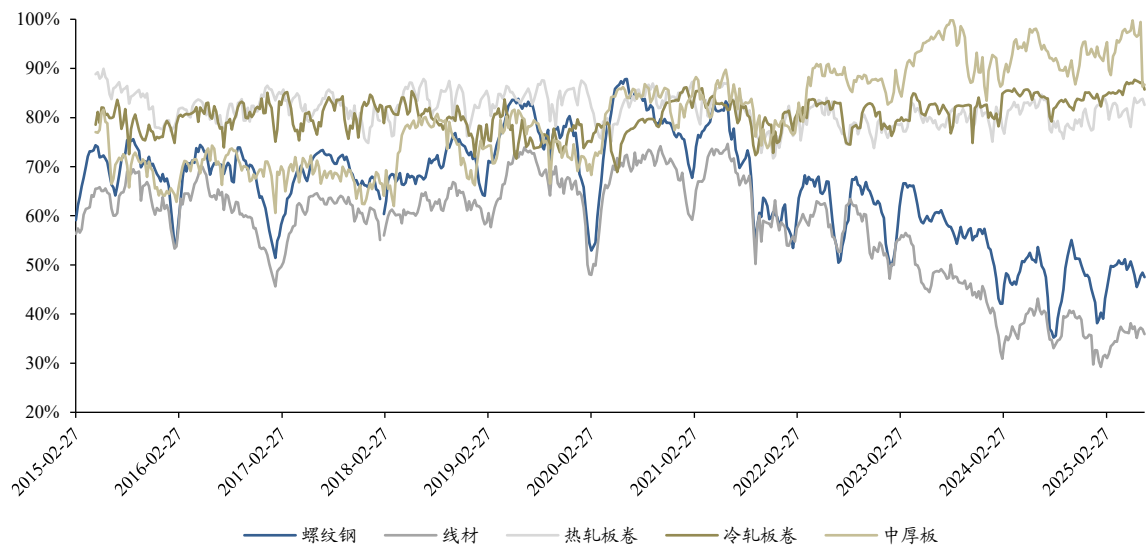
图7: 2007-2024 年中国钢材净出口量 (亿吨)



数据来源: Mysteel, 东吴证券研究所

2021-2025 年螺纹钢、线材产能利用率持续下滑, 严重过剩。产能利用率角度, 2015-2021 年中国钢铁企业五大钢材产能利用率总体基本在 60%-80%之间波动, 2021-2025 年分品种来看, 螺纹钢及线材产能利用率在持续下滑, 从 70%左右下滑至 50%左右, 主要受地产较弱影响, 产能严重过剩, 热卷和冷卷产能利用率基本保持在 80%左右, 较为稳定, 中厚板受益于船板运输行业景气度上行产能利用率从 80%提升至 90%+, 表现较好。

图8：钢铁企业五大钢材产能利用率（%）



数据来源：Mysteel，东吴证券研究所
备注：数据频率为周度数据

2.2. 钢铁行业央国企产量占比显著高于民企，头部集中度较高，预期约束 5-10%产量

2024 年钢铁重点企业中，央国企产量占比显著高于民企，头部集中度较高。据中钢协数据显示，2024 年钢铁重点企业中央国企产量超 5 亿吨，占总产量约 63%，民企产量为 3 亿吨，占总产量约为 37%。2024 年钢铁重点企业产量前 10 家企业央国企占比 7 家，CR10 为 51%，集中度较高。

表1：CR10 钢铁企业产量及占比

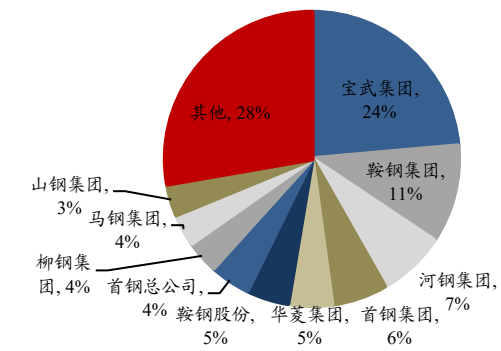
公司名称	2024 年产量（万吨）	单位性质	占比
宝武集团	12376	央企	15%
鞍钢集团	5659	央企	7%
河钢集团	3880	国企	5%
沙钢公司	3703	民企	4%
建龙钢铁	3406	民企	4%
首钢集团	3186	国企	4%
德龙控股	2546	民企	3%
华菱集团	2515	国企	3%
鞍钢股份	2430	央企	3%
首钢集团	2321	国企	3%

数据来源：Mysteel，东吴证券研究所

央国企集中度高于民企集中度，2024 年钢铁重点企业中，央国企 CR10 产量占比

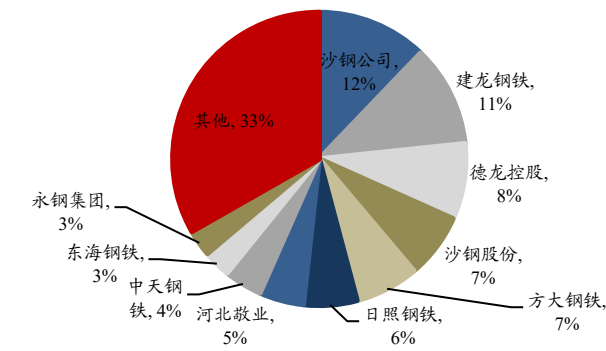
72%，民企 CR10 产量占比 67%。据中钢协数据显示，2024 年钢铁重点企业中，央企 CR3 为宝武集团、鞍钢集团及河钢集团，占总央企产量 42%，民企 CR3 为沙钢公司、建龙钢铁及德龙控股，占民营企业产量 31%。

图9：2024 年央企 CR10 产量集中度 72%



数据来源：Mysteel，东吴证券研究所

图10：2024 年民企 CR10 产量集中度 67%



数据来源：Mysteel，东吴证券研究所

目前我们预计供给侧改革 2.0 或约束粗钢产量 5%-10%左右，下放指标主要考虑环保及碳排达标程度。2024 年全国粗钢产量超 10 亿吨，我们预计各省份减产指标或在 5-10%左右，合计为 5000 万吨-1 亿吨左右。其中据钢之家调研显示，河北省烧结限产 30%，短期铁水收缩产能为 5 万吨/日，江苏省限产 600 万吨，约占 2024 年粗钢产量 5%，山东省预计限产 435 万吨，约占 2024 年粗钢产量 6%，山西省约限产 500-600 万吨，约占 2024 年粗钢产量 8-10%，湖南省限产 237 万吨，约占 2024 年粗钢产量 10%。目前我们预计各省份指标略有差异，或根据环保达标要求进行分级管理，如未达到环保要求省份指标为 6-10%，达到环保要求指标为 0-5%。而各省份指标下放企业或考虑企业是否完成超低排放改造，未完成限产指标为 6-10%，完成改造指标要求 0-5%。

表2：钢铁企业各省份预计限产指标

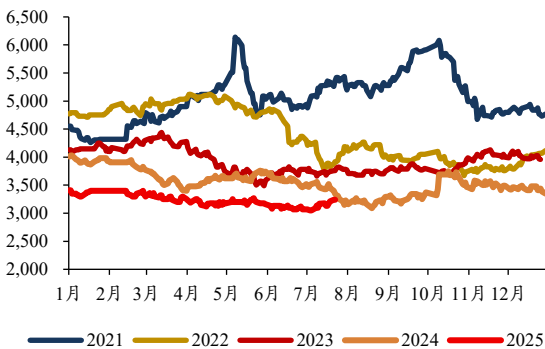
省份	2024 年粗钢产量（万吨）	减产 5%（万吨）	限产预计
河北	19,986	999	烧结限产 30%，短期内将收缩铁水产能约 5 万吨/日
江苏	11,918	596	600 万吨
山东	7,273	364	435 万吨
辽宁	7,068	353	
山西	6,028	301	500-600 万吨
广西	4,343	217	
广东	4,043	202	
安徽	3,773	189	
福建	3,755	188	
湖北	3,471	174	预计减产 5%
内蒙古	3,224	161	

四川	2,832	142	一钢厂减产 50 万吨
河南	2,762	138	
江西	2,646	132	
湖南	2,387	119	237 万吨
云南	2,095	105	
天津	1,632	82	
上海	1,604	80	
浙江	1,415	71	
吉林	1,395	70	
陕西	1,327	66	100 万吨
新疆	1,291	65	
甘肃	1,132	57	104 万吨
重庆	929	46	35 万吨
黑龙江	923	46	
宁夏	581	29	
贵州	538	27	
青海	140	7	
合计	100,510	5,025	

数据来源：钢之家，东吴证券研究所

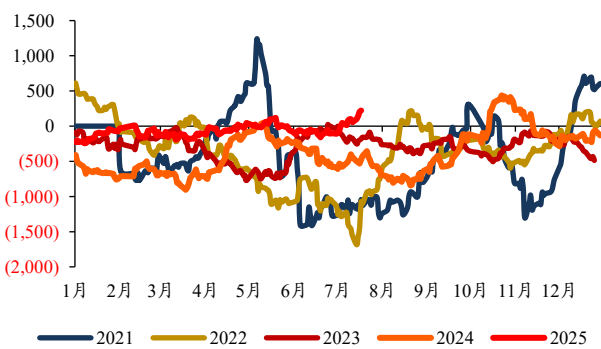
我们预计螺纹价格有望修复至 3500-4000 元/吨左右,盈利或增加 50-100 元/吨左右。价格角度,以螺纹钢为例,2025 年螺纹价格在 3000-3500 元/吨上下波动,处于近 5 年最低水平,由于此次“反内卷”政策时点不同于 2016、2021 年钢铁企业盈利很差的背景,也不同于 2021 年原料价格较高、成本支撑逻辑导致钢价价格处于高位逻辑,我们预计螺纹价格或有一定修复空间,政策落地后钢价有望逐步修复至 3500-4000 元/吨左右,盈利或增加 50-100 元/吨左右。

图11：2021-2025 年螺纹钢价格（元/吨）



数据来源：Mysteel，东吴证券研究所

图12：2021-2025 年螺纹钢成本滞后一月毛利（元/吨）



数据来源：Mysteel，东吴证券研究所

2.3. 建议关注 3 类标的：利润反转、利润稳定估值修复、利润稳定高分红

我们认为此次“反内卷”政策有望推动钢铁行业价格回升，利润修复，因此我们选出三类投资标的：

1) 利润反转标的：部分钢铁企业 2024 年由于盈利水平较差归母净利全年为负，2025 年由于原料端整体价格偏低，钢企盈利向好，若后续有进一步限产政策推出，预计利润反转标的的弹性较大，建议关注柳钢股份、太钢不锈、山东钢铁、三钢闽光、安阳钢铁等。我们假设在反内卷情况下，吨钢净利分别在 2025H1 基础上增加 50 元/吨及 100 元/吨，测算得出政策落地后(截至 2025 年 7 月 15 日)柳钢股份、太钢不锈、山东钢铁、三钢闽光、安阳钢铁年化 PE 在增加 50 元/吨分别为 9.0/9.5/17.4/17.9/24.8，在增加 100 元/吨时分别为 5.9/6.4/8.8/10.7/13.3。

表3：钢铁利润反转企业“反内卷”测算（截至 2025.07.15）

证券名称	市值 (亿元)	2024					2025					"反内卷"后吨钢净利增加假设(元/吨)					
		归母 净利 (亿元)	2025Q1 归母净 利(亿元)	2025H1 归母净 利测算 (亿元)	2025Q2 归母净 利测算 (亿元)	2024 钢材 产量 (万吨)	2024 吨钢 净利 (元/吨)	2025 钢材 产量 (万吨)	2025Q1 吨钢净 利	2025Q2 吨钢净 利测算		净利增加 50(元/吨)			净利增加 100(元/吨)		
												吨钢 净利 (元/吨)	年化		吨钢 净利 (元/吨)	2025	
													归母 净利 (亿元)	年化 PE(TTM)		归母 净利 (亿元)	年化 PE(TTM)
柳钢股份	143	-4.3	2.6	3.7	1.1	1159	(37)	1700	61	26		94	16	9.0	144	24	5.9
太钢不锈	234	-9.8	1.9	4.0	2.1	1398	(70)	1420	53	60		106	15	9.5	156	22	6.4
山东钢铁	154	-22.6	-0.1	0.1	0.3	1483	(152)	1589	-4	7		52	8	17.4	102	16	8.8
三钢闽光	101	-12.8	0.8	1.3	0.6	1107	(115)	1072	28	21		74	8	17.9	124	13	10.7
安阳钢铁	65	-32.7	0.2	0.4	0.2	679	(482)	1000	7	8		58	6	24.8	108	11	13.3

数据来源：Wind，各公司公告，东吴证券研究所预测

备注：2025H1 归母净利取各公司中报预告中值

2) 利润稳定、估值修复标的：部分业绩韧性较强钢铁企业截至 2025 年 7 月整体估值仍处低位，我们建议关注 PE < 15 倍或 PB < 1 的钢铁企业：新钢股份、首钢股份、宝钢股份、华菱钢铁等。

3) 利润稳定、高股息标的：近年来“固收+”资产荒现象屡见不鲜，保险资金等对高股息稳定分红股票需求增强，钢铁行业作为周期类股票或有一定波动，但“反内卷”政策出台后，市场对于钢铁行业信心增强，股息率较高且利润稳定钢铁企业建议关注：鄂尔多斯、友发集团、久立特材、南钢股份、中信特钢等。

表4: 钢铁企业标的筛选

代码	证券名称	2024 营收 (亿元)	2025Q1 营收 (亿元)	2024 归 母净利 (亿元)	2025Q1 归母净 利(亿元)	PE(TTM)	股息 率	PB(2025Q1)	标的筛选
600295.SH	鄂尔多斯	284.0	56.0	18.5	4.6	13	6.5%	1.2	利润稳定, 分红股息高
601686.SH	友发集团	548.2	114.0	4.2	1.3	16	5.0%	1.3	利润稳定, 分红股息高
002318.SZ	久立特材	109.2	28.8	14.9	3.9	15	4.2%	2.8	利润稳定, 分红股息高
600282.SH	南钢股份	618.1	143.5	22.6	5.8	12	4.1%	1.1	利润稳定, PE 估值修复, 分红股息高
000708.SZ	中信特钢	1092.0	268.4	51.3	13.8	12	4.0%	1.5	利润稳定, PE 估值修复, 分红股息高
002478.SZ	常宝股份	57.0	12.1	6.3	1.1	9	4.0%	0.9	利润稳定, 分红股息高
000923.SZ	河钢资源	55.8	12.4	5.7	1.3	20	3.5%	0.9	
002443.SZ	金洲管道	46.2	8.8	2.0	0.3	19	3.0%	1.0	
600019.SH	宝钢股份	3221.2	728.8	73.6	24.3	20	3.0%	0.8	利润稳定, PB 估值修复
603995.SH	甬金股份	418.6	93.9	8.1	1.0	8	2.8%	1.1	利润稳定, PE 估值修复
001203.SZ	大中矿业	38.4	9.3	7.5	2.2	22	2.8%	2.5	
300881.SZ	盛德鑫泰	26.6	6.8	2.3	0.5	18	2.7%	3.6	
301160.SZ	翔楼新材	14.9	3.3	2.1	0.5	29	1.9%	3.5	
000932.SZ	华菱钢铁	1446.8	302.3	20.3	5.6	17	1.9%	0.7	利润稳定, PB 估值修复
600382.SH	广东明珠	4.3	1.6	0.1	0.5	155	1.8%	1.4	
000655.SZ	金岭矿业	15.5	3.6	2.0	0.5	26	1.8%	1.8	
603878.SH	武进不锈	26.5	4.8	1.3	0.3	36	1.6%	1.2	
601121.SH	宝地矿业	12.0	3.0	1.4	0.2	44	1.4%	1.7	
601969.SH	海南矿业	40.7	11.9	7.1	1.6	24	1.3%	2.1	
000709.SZ	河钢股份	1216.2	325.4	7.1	2.3	32	1.3%	0.5	利润稳定, PB 估值修复
600516.SH	方大炭素	38.7	8.5	1.9	0.1	884	1.1%	1.2	
002075.SZ	沙钢股份	144.2	34.9	1.6	0.7	69	0.8%	2.0	
600507.SH	方大特钢	215.6	43.5	2.5	2.5	28	0.7%	1.2	
000959.SZ	首钢股份	1083.1	265.3	4.7	3.3	38	0.6%	0.6	利润稳定, PB 估值修复
000778.SZ	新兴铸管	361.9	83.8	1.7	1.4	111	0.5%	0.6	利润稳定, PB 估值修复
600399.SH	抚顺特钢	84.8	17.6	1.1	-1.3	-89	0.3%	1.8	
600782.SH	新钢股份	418.0	87.5	0.3	0.1	67	0.2%	0.5	利润稳定, PB 估值修复
600010.SH	包钢股份	680.9	154.3	2.6	0.4	385	0.1%	1.8	
601003.SH	柳钢股份	701.3	171.2	-4.3	2.6	-65		1.6	利润修复
600126.SH	杭钢股份	636.6	144.4	-6.3	-0.3	-45		1.6	
000825.SZ	太钢不锈	1003.8	233.1	-9.8	1.9	-29		0.7	利润修复
600022.SH	山东钢铁	820.9	192.6	-22.6	-0.1	-10		0.8	利润修复
600117.SH	西宁特钢	57.2	11.1	-8.6	-1.5	-10		1.8	
002110.SZ	三钢闽光	460.6	108.4	-12.8	0.8	-9		0.5	利润修复
000717.SZ	中南股份	311.8	56.7	-12.0	-1.3	-6		0.9	
600808.SH	马钢股份	818.2	194.2	-46.6	-1.4	-6		1.1	
601005.SH	重庆钢铁	272.4	66.1	-32.0	-1.2	-4		0.8	
000898.SZ	鞍钢股份	1051.0	250.8	-71.2	-5.5	-4		0.5	
600307.SH	酒钢宏兴	348.4	67.8	-26.2	-4.4	-4		1.4	

600231.SH	凌钢股份	181.0	38.8	-16.8	-2.5	-4	1.1
000761.SZ	本钢板材	512.7	123.4	-50.4	-7.7	-3	1.6
600581.SH	八一钢铁	186.7	35.1	-17.5	-3.7	-3	-18.4
600569.SH	安阳钢铁	296.4	74.4	-32.7	0.2	-2	2.5
000629.SZ	钒钛股份	132.1	21.2	2.9	-1.0	212	2.0

利润修复

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：截至日期为 2025.07.11

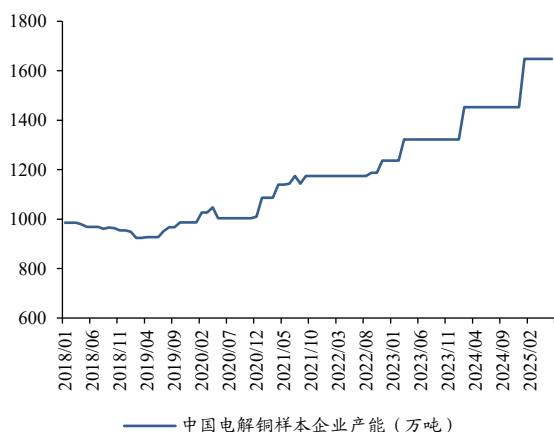
3. 工业金属：冶炼产能出清与需求结构重构下的供给侧改革 2.0

3.1. 铜冶炼：产能过剩，内卷加剧，反内卷政策有望增强产业链韧性，企业估值修复

3.1.1. 铜冶炼：行业产能过剩，利润亏损，内卷现象严重

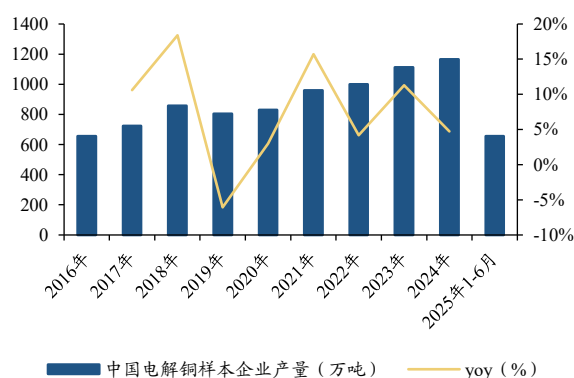
2018-2024 年我国铜冶炼行业产能利用率在 70-85%之间浮动，产能扩张速度超出产量增速。2018-2024 年，我国电解铜样本企业产能从 1000 万吨增长至 1453 万吨，CAGR 为 6.7%，产量从 857 万吨增长至 1165 万吨，CAGR 为 5.3%，我国冶炼铜行业产能扩张速度超出产量增长速度，产能持续处于过剩状态。截至 2025 年 6 月中国电解铜样本企业产能 1648 万吨，电解铜冶炼产能利用率为 83%。

图13：中国电解铜样本企业产能（万吨）



数据来源：Mysteel，东吴证券研究所

图14：中国电解铜样本企业产量（万吨）及同比（%）



数据来源：Mysteel，东吴证券研究所

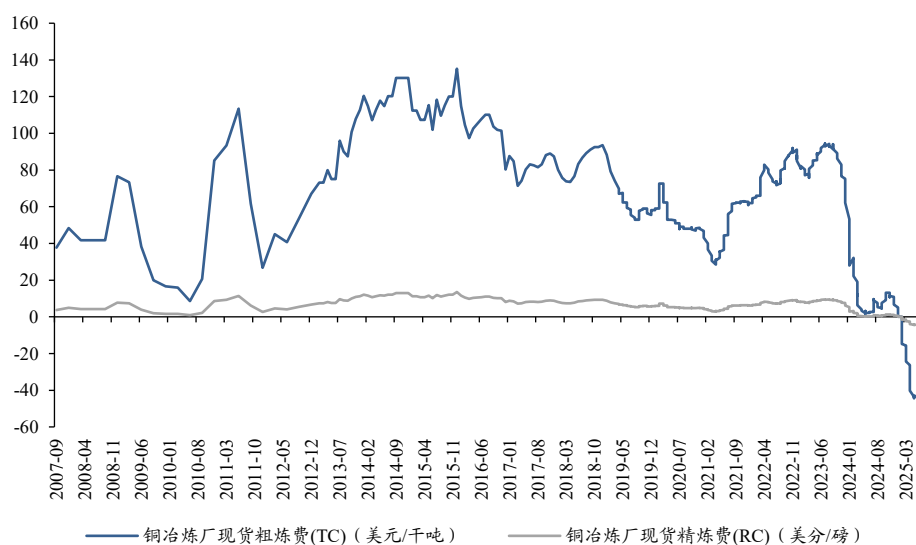
图15: 电解铜冶炼企业产能利用率 (%)



数据来源: Mysteel, 东吴证券研究所

铜冶炼企业 TC/RC 加工费持续为负，冶炼端严重过剩，产业链亏损验证。侧面来看，铜冶炼企业 TC/RC 加工费目前均为负值，为 2007 年至今加工费最低水平，表明冶炼端严重缺矿，冶炼企业若无长单或自有矿山，表观来看亏损极为严重。

图16: 铜冶炼企业 TC(美元/千吨)、RC(美分/磅)



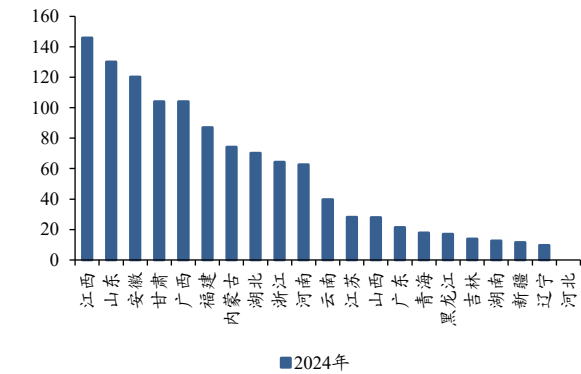
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.1.2. 铜冶炼行业集中度较高，内卷加剧，后续“反内卷”政策指导下加工费有望逐步恢复

分区域来看，2024 年我国冶炼铜行业主要集中在江西、山东、安徽等地，CR5 占比 52%，CR10 占比 83%，较为集中。2024 年我国电解铜冶炼产量前五省份为江西、

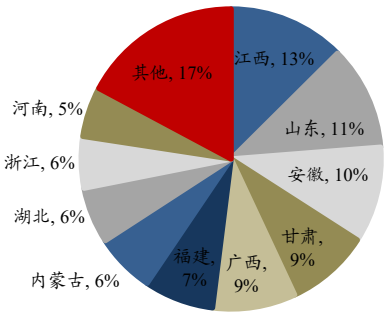
山东、安徽、甘肃及广西省，产量分别为 146/130/120/104/104 万吨，占比分别为 13%/11%/10%/9%/9%，较为集中。

图17：2024 年中国各省份电解铜冶炼产量（万吨）



数据来源：Mysteel，东吴证券研究所

图18：2024 年中国各省份电解铜冶炼产量占比（%）



数据来源：Mysteel，东吴证券研究所

预计 2025 年铜冶炼上市公司增加产量 85 万吨，yoy+8%，行业内卷或进一步加剧。据 SMM 统计，目前铜冶炼上市公司 2024 年生产电解铜 1056 万吨，同比增加 64 万吨，yoy+6.5%，占全国总生产量 77%，集中度较高。预计 2025 年铜冶炼上市公司合计生产 1140 万吨电解铜，yoy+8%，同比增加 85 万吨，截至 2025 年 1-5 月，国内冶炼厂新增产量达到 54 万吨，其中云南铜业及金川集团产量增幅较大，在目前行业加工费亏损情况下，预计铜冶炼行业内卷或进一步加剧。

表5：上市公司冶炼铜 2024 年产量及 2025 年增量

公司	2024 年铜产量（万吨）	2024 年增量	2024 年同比	2025 年公司计划铜产量（万吨）	2025 年增量	2025 同比
江西铜业	229.2	19.5	9.3%	237	8	3.4%
铜陵有色	176.8	1.2	0.7%	190	13	7.2%
金川集团	132.7	15.8	13.5%	158	25	19.0%
云南铜业	120.6	-17.4	-12.6%	146	25	21.1%
紫金矿业	74.8	2.3	3.2%	74	-1	-1.0%
大冶有色	70.4	7.8	12.5%	71	1	0.9%
中金岭南	43.2	2.9	7.1%	47	4	8.8%
中金黄金	39.7	-1.4	-3.4%	40	0	-0.2%
白银有色	36.1	4.4	14.0%	37	1	2.4%
恒邦股份	19.41（并到江铜）	8.7	43.0%	22.5（并到江铜）	3	15.90%
北方铜业	31.3	17.9	133.0%	30	-1	-4.2%
西部矿业	26.4	8.1	44.2%	35	9	34.2%
浙富控股	18.2	0.3	1.4%	18	0	0.8%
豫光金铅	16.5	1.2	7.5%	16	-1	-6.0%
锡业股份	13.0	0.1	0.8%	13	-1	-4.1%

飞南资源	12.3	3.1	33.3%	13	1	6.0%
锌业股份	8.6	-3.2	-27.1%	10	1	15.3%
高能环境	5.4	1.9	53.6%	6	1	11.9%
宁波金田	0.6	-0.1	-11.6%	1	0	-18.0%
合计	1055.6	64.2	6.5%	1140	85	8.0%
国统局全国	1364.4	-	-	-	-	-
上市公司占比	77.37%	-	-	-	-	-

数据来源：SMM，各公司公告，东吴证券研究所

政策引导铜冶炼行业严控产能,优化产业布局,看好后续 TC/RC 加工费逐步恢复。

政策端，工信部在 2025 年 1 月发布了《铜产业高质量发展实施方案》，方案提出 2025-2027 年严控冶炼产能，优化产业布局，引导产能向资源能源优势地区和环境承载力大的地区转移。我们预计短期铜冶炼产能过剩问题较难解决，目前铜价仍处高位，但截至 2025 年 7 月，TC/RC 分别为-43 美元/干吨、-4.3 美分/磅，看好后续“反内卷”政策下 TC/RC 加工费逐步进入恢复阶段，我们预计后续加工费有望先恢复至近 10 年来最低水平——2024 年均值水平，TC 为 11.3 美元/干吨，RC 为 1.1 美分/磅。

表6：2015 年-2025 年 7 月铜冶炼企业 TC(美元/干吨)、RC(美分/磅)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025.07
铜冶炼厂现货粗炼费(TC) (美元/干吨)	114.6	103.3	82.8	84.1	60.8	53.8	48.3	78.0	84.5	11.3	-43.2
TC yoy	-5%	-10%	-20%	2%	-28%	-12%	-10%	62%	8%	-87%	
铜冶炼厂现货精炼费(RC) (美分/磅)	11.5	10.3	8.3	8.4	6.1	5.4	4.8	7.8	8.4	1.1	-4.3
RC yoy	-5%	-10%	-20%	2%	-28%	-12%	-10%	62%	8%	-87%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.1.3. 建议关注 2 类标的：规模优势的头部企业估值修复、利润稳定高分红

我们认为此次“反内卷”政策有望推动铜冶炼产业链韧性增强，加工费修复，因此我们选出两类投资标的：

- 1) **规模优势的头部冶炼企业估值修复：**铜冶炼行业 2024 年由于长单锁定较多，加工费仍有一定利润，整体冶炼企业利润较为稳定，2025 年在加工费盈利较为困难情况下，我们认为龙头企业规模优势显著，若后续有进一步反内卷政策推出，预计修复空间较大，建议关注 PE < 15 倍或 PB < 1.5 的钢铁企业江西铜业、铜陵有色、紫金矿业、中金岭南等。
- 2) **利润稳定、高股息标的：**近年来“固收+”资产荒现象屡见不鲜，保险资金等对高股息稳定分红股票需求增强，整体有色行业股息率较低，但“反内卷”政策出台后，建议关注高股息标的：西部矿业、江西铜业等。

表7：铜冶炼企业标的筛选

代码	证券名称	2024 营收 (亿 元)	2025Q1 营收 (亿 元)	2024 归母 净利 (亿 元)	2025Q1 归母净 利(亿 元)	PE(TTM)	股息率	PB(20 25Q1)	标的筛选
600362.SH	江西铜业	5209	1116	70	20	11	3.0%	1.0	利润稳定，PE/PB 估值修复, 分红股息高
000630.SZ	铜陵有色	1455	352	28	11	15	2.9%	1.3	利润稳定，PB 估值修复
000878.SZ	云南铜业	1780	378	13	6	19	2.1%	1.7	
601899.SH	紫金矿业	3036	789	321	102	14	2.0%	3.5	利润稳定，PE 估值修复
000060.SZ	中金岭南	599	161	11	3	16	1.8%	1.3	利润稳定，PB 估值修复
600489.SH	中金黄金	656	149	34	10	20	2.5%	2.6	
601212.SH	白银有色	868	181	1	0	215	0.1%	1.7	
000737.SZ	北方铜业	241	68	6	4	29	1.0%	3.3	
601168.SH	西部矿业	500	165	29	8	13	6.1%	2.2	利润稳定，PE 估值修复, 分红股息高

数据来源：Wind，东吴证券研究所

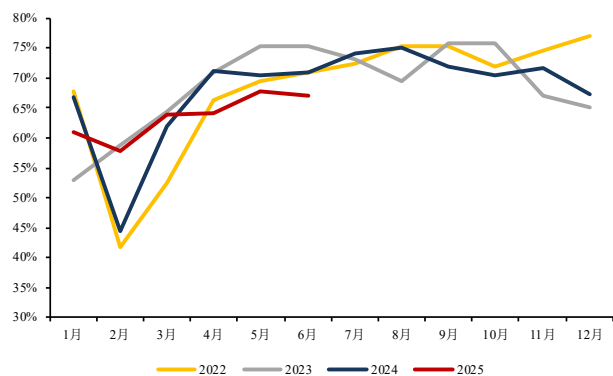
备注：截至日期为 2025.07.14

3.2. 铅锌：铅锌行业面临产能过剩与资源约束的挑战，结构性调整已在路上

产能利用率下滑+ 同质化低价竞争致使企业盈利承压。随着冶炼端新产能不断投放，而铅锌矿供应难有匹配增量（铅锌沙及铅锌精矿对外依存率近 50%），铅锌冶炼厂产能利用率常年维持低位，中低端市场陷入低价竞争，加工费及冶炼厂利润严重依赖于矿端，行业整体盈利能力不断下滑，在此背景下，由政策端发力限制初级冶炼产能的无序投放以及对老旧产能的加速清退尤为关键：

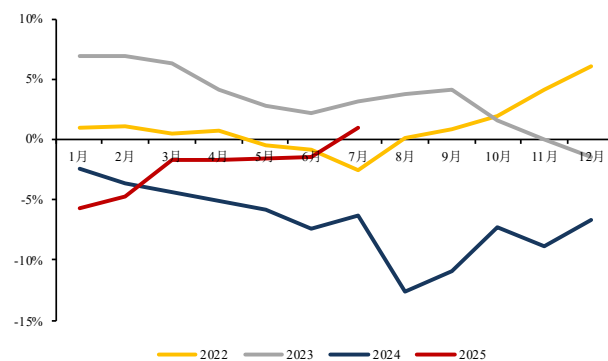
- 1) 锌：低开工率背景下新投产能仍在加快投放。根据百川盈孚，截至 2025 年 6 月底，中国精炼锌建成产能 755.5 万吨，我国锌冶炼企业开工率常年维持在 45%-75%之间，而待开工新冶炼产能仍高达 177 万吨。冶炼企业加工费与企业利润重度依赖矿端供给的宽松与否，由于 2024 年海外锌精矿减产，我国锌冶炼行业自 2024 年起毛利率快速转负，增加再生锌的比例以及限制新产能的无序投放可作为政策端的主要抓手；
- 2) 铅：再生铅原材料制约产业发展，严控再生铅新增产能为核心。根据百川盈孚，截至 2025 年 6 月底，中国原生铅建成产能 479.5 万吨，开工率维持在 72.16%；再生铅产能 731.5 万吨，开工率维持在 29.22%。铅金属是工业金属中使用再生原料比例最高的一环，而废旧电瓶是再生铅的重要原料。2024 年下半年至今由于废旧电瓶的缺货与涨价使得再生铅的原材料供给具备较大约束，原材料端的弹性使得政策严控再生铅的新增产能显得尤为重要。

图19：中国锌冶炼企业开工率维持低位



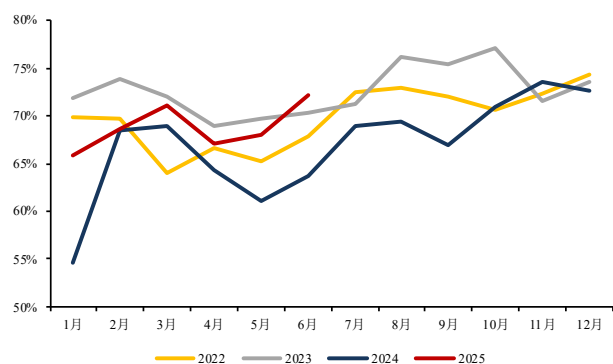
数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图20：我国锌冶炼行业毛利率近年来下行转负



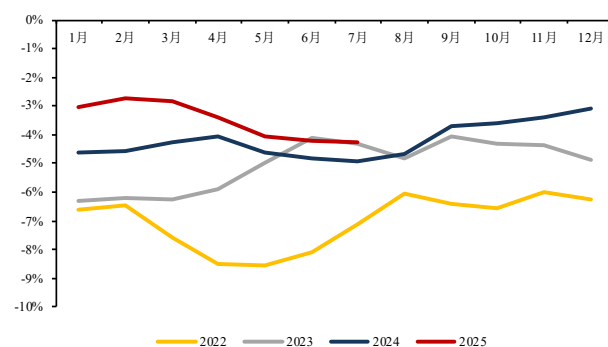
数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图21：中国原生铅冶炼企业开工率维持低位



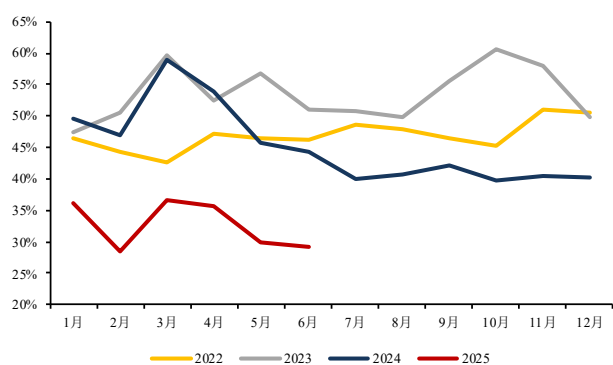
数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图22：我国原生铅冶炼行业毛利率维持为负



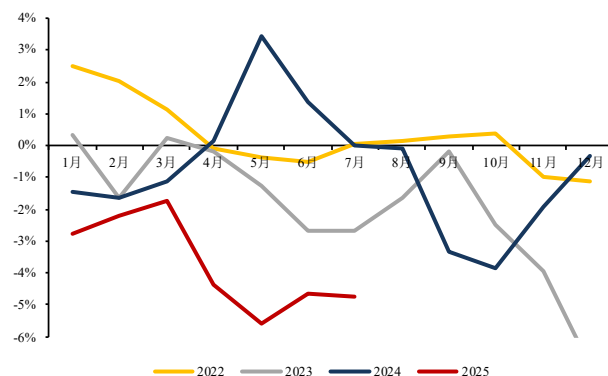
数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图23：中国再生铅冶炼企业开工率维持低位



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图24：我国再生铅冶炼行业毛利率 25 年来维持为负



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

铅锌行业的“反内卷”已初见端倪，供给端的结构性改革正在路上。2020年3月3日，工业和信息化部原材料工业司发布了《铅锌行业规范条件》，此规范自2020年3月30日起实施，对比2019征求意见稿&2015年版，新版本对规范主体、生产规模、生产能耗等多方面提出更高的标准：

表8：《铅锌行业规范条件》2020正式稿&2019征求意见稿&2015年版全面对比

	管控维度	2015年版	2020年正式稿	政策导向
准入标准 动态升级	生产规模	新建湿法锌冶炼项目 ≥ 5 万吨/年，火法锌冶炼 ≥ 1.5 万吨/年	删除具体规模要求，保留“禁止落后工艺”条款	从量化约束转向技术门槛主导
	工艺设备	未明确鼓风机禁令	1、禁止采用鼓风机等落后工艺； 2、锌湿法工艺须配套满足环保要求的湿法浸出渣无害化处理系统或硫渣处理设施。	动态衔接国家淘汰目录
	能耗标准	1、锌冶炼企业：粗铅工艺能耗 $\leq 260\text{kg}$ 标煤/吨； 2、含锌二次资源企业：火法能耗 ≤ 1200 千克标准煤/吨，湿法能耗 ≤ 900 千克标准煤/吨。	1、锌冶炼企业：粗铅工艺能耗 $\leq 250\text{kg}$ 标煤/吨（较2015年降3.8%）； 2、含锌二次资源企业：火法能耗 ≤ 1300 千克标准煤/吨，湿法能耗 ≤ 920 千克标准煤/吨。	能效约束持续收紧
	智能化要求	无	新增智慧矿山、智能工厂建设要求（需配套ERP/MES等系统）	推动产业数字化转型
资源利用 与环保强化	硫捕集率	铅冶炼 $\geq 98\%$	铅冶炼 $\geq 99.5\%$ （逼近极限值）	要求提升1.5个百分点
	选矿水耗	无明确要求	$\leq 1.5\text{m}^3/\text{吨}$ （较征求意见稿降40%）	水资源利用效率大幅提高
	铅回收率	$\geq 96\%$	$\geq 97.5\%$	资源利用率要求显著提升
	自行监测	无专项要求	强制按HJ 989标准开展污染物监测	环境监管粒度细化
	自行监测	无专项要求	强制按HJ 989标准开展污染物监测	环境监管粒度细化

数据来源：工信部，东吴证券研究所

投资建议：我们认为铅锌行业的“反内卷”已初见端倪，供给端的结构性改革正在路上，工业金属中铅锌行业具备最大的结构性产能调整空间，行业正从“过剩”走向“平衡”，2025年下半年锌精矿TC预计将进一步有序回升至4000—4500元/金属吨；进口铅精矿TC预计将回升至-20美元/干吨。投资端建议关注自有矿山与再生铅双轮驱动，具备成本优势的豫光金铅；铅锌矿自给率较高，具备完整产业链的驰宏锌锗；青海锡铁山铅锌矿资源储备深厚的西部矿业。

表9：铅锌企业估值（亿元）

代码	证券名称	2024 营业收入	2025Q1 营业收入	2024 归母净利	2025Q1 归母净利	PE (TTM)	PB (2025Q1)	标的筛选
600531.SH	豫光金铅	393	103.95	8	2.29	10.4	1.6	冶炼加工费上行，公司有望受益
600497.SH	驰宏锌锗	188	51.44	13	4.94	21.2	1.7	冶炼加工费上行，公司有望受益
600961.SH	株冶集团	198	48.03	8	2.77	13.5	3.9	冶炼加工费上行，公司有望受益
601168.SH	西部矿业	500	165.42	29	8.08	12.9	2.5	冶炼加工费上行，公司有望受益
000060.SZ	中金岭南	599	160.84	11	2.73	16.0	1.3	冶炼加工费上行，公司有望受益

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：截至日期为 2025.07.15

3.3. 氧化铝：产能过剩与结构性失衡，内陆加工企业面临潜在出清

下游需求刚性而自身产能投放无设限，氧化铝行业小幅过剩。电解铝作为氧化铝主要的下游需求端受到产能 4500 万吨的硬性限制，而氧化铝自身作为低能耗环节并不受到政策的产能限制，故而在经历数年的产能投放后，存在小幅过剩的情况。据百川盈孚统计，截至 7 月 10 日，中国氧化铝建成产能为 11480 万吨，开工产能为 9320 万吨，开工率为 81.18%，且随着沿海地区已规划产能的投放，后续产能利用率有望进一步下行。

表10：国内氧化铝新投放产能时间表

项目	省份	新建产能	投放时间	项目进度
中铝广西华昇（防城港）	广西	200	2024/2025	第一条生产线 2024Q4 投产，第二条 2025Q1 投产
魏桥汇宏新材料	山东	400	2024/2025	一期 200 万吨 2024 年 10 月投产，二期 2025 投产
东方希望北海	广西	480	2025 年或之后	环评通过，一期 200 万吨预计 2025 年投产
山东创源新材料	山东	100	2025 年或之后	预计 2025 年中投产
广投北海	广西	400	2025 年或之后	环评通过，预计 2025 年投产
赤峰启辉铝业氧化铝项目	辽宁	650	2025 年或之后	环评通过，项目建设中
河北文丰新材料	河北	480	2025 年或之后	预计 2025 年第一条 160 万吨产能建成投产
甘肃嘉唐氧化铝项目	甘肃	600	2025 年或之后	2023 年项目开工，投产待定

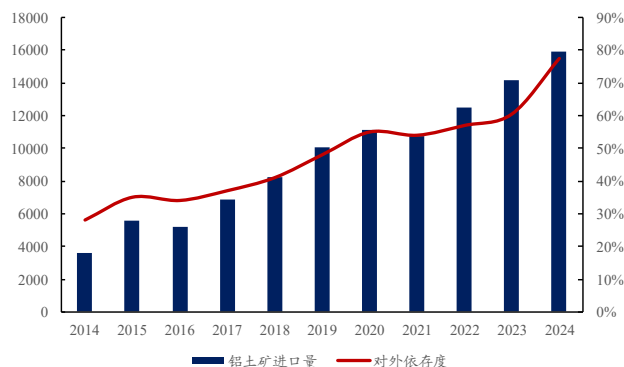
数据来源：SMM，百川盈孚，中国环境，东吴证券研究所

产能过剩实质为在于产线与矿石不匹配造成的结构性失衡。

- 1) 中国氧化铝生产对海外铝土矿进口依赖性较高。2024 年中国铝土矿进口量达 15,918 万吨，占总消耗量超 75%，进口源主要为几内亚、澳大利亚和印度尼西亚

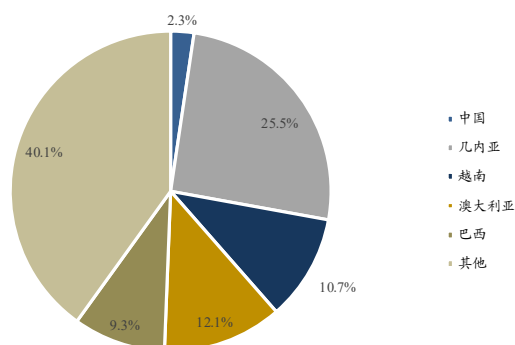
亚。根据 USGS，2024 年全球铝土矿产量为 4.5 亿吨，其中中国产量达到 9300 万吨，占全球总产量的 23%。但中国储量却相对较少，仅为 6.8 亿吨，占全球 290 亿吨总探明储量的 2.3%

图25：我国铝土矿对外依存度较高（万吨）



数据来源：Wind，SMM，东吴证券研究所

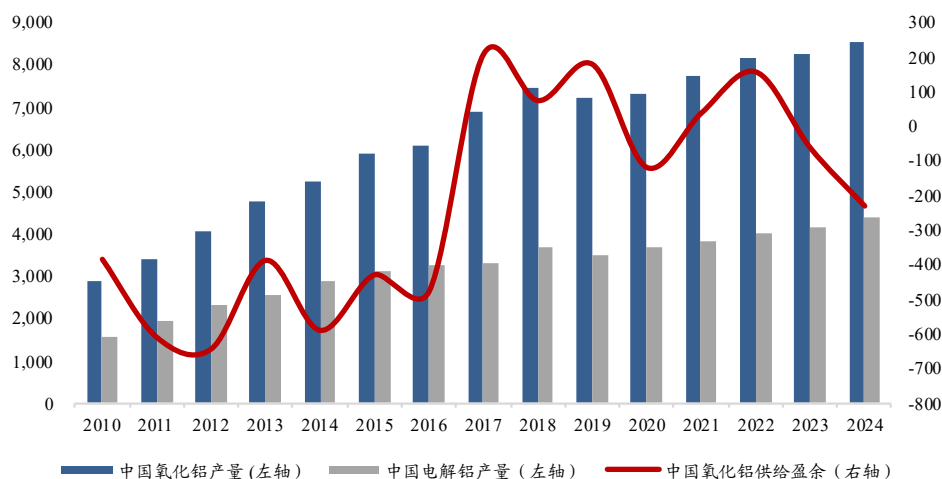
图26：世界铝土矿储量情况（截至 2024 年）



数据来源：USGS，东吴证券研究所

- 2) 2024 年国内氧化铝产量短缺源于国产矿短缺造成的产线与矿石不匹配。氧化铝产线在设计之初就需确定后续使用铝土矿大致品位范围，国产矿与海外矿并不兼容，因此随着国产铝土矿产量逐步减少后导致大量使用国产矿的氧化铝厂停工停产，然而港口至内陆极高的运费成本也使得内陆氧化铝企成本高昂。基于氧化铝需求的不断攀升，近年来中国铝企为保证自身需求纷纷选择在沿海地区自建氧化铝厂，故而形成名义产能的大幅增长以致过剩。
- 3) 基于行业盈利能力的变化，我国氧化铝产能具备动态的自我修正能力，“反内卷”的政策落点可基于逐步削减使用国产铝土矿的内陆氧化铝落后产能。2024 年由于国产矿的快速减量导致氧化铝价格快速上行，沿海地区使用海外矿石的氧化铝企业纷纷加快了建设步伐，我们认为随着行业盈利情况趋稳，氧化铝产能具备自我修正能力，而考虑到我国氧化铝产量国产矿处于储备量的日益不足，“反内卷”的政策落点亦可基于逐步削减使用国产铝土矿的内陆氧化铝落后产能。

图27：我国氧化铝产能小幅过剩情况下产量却显紧缺（万吨）



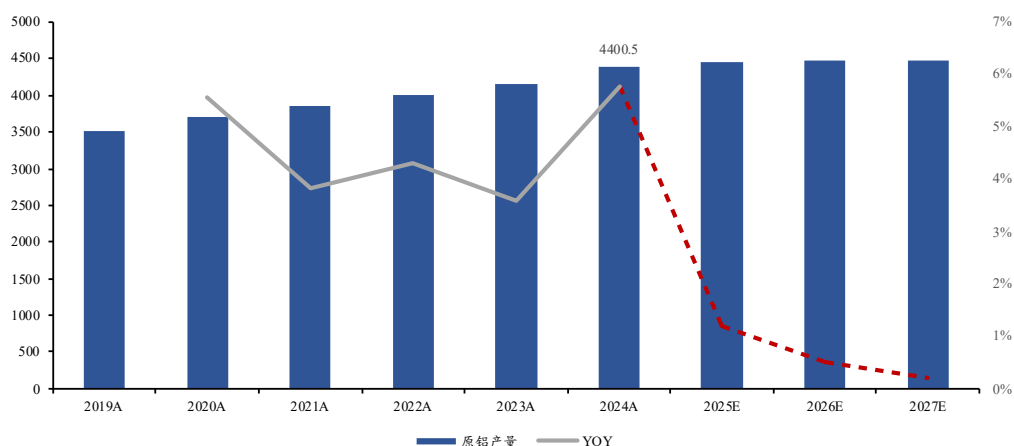
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

投资建议：基于我国自身对氧化铝的庞大需求以及国内铝土矿的缺乏现状，其近年来我国铝企纷纷出海投资海外铝土矿矿权，以保证氧化铝生产所需的长足供应，我们认为基于几内亚当局稳矿价的诉求，我们预计 2025 年下半年氧化铝价格将处于 2800-3400 元/吨区间运行，现阶段氧化铝价格的下行已充分计价，企业盈利已趋稳，投资端建议关注手握几内亚的铝土矿矿权的中国宏桥，中国铝业、天山铝业；推荐在印尼建设氧化铝厂并充分利用当地低价铝土矿的南山铝业。

3.4. 电解铝：产能“天花板”筑牢供给刚性，需求结构优化无惧“反内卷”

供给侧改革已见成效，电解铝产能逼近天花板。2017 年中国电解铝供给侧改革开始，政府对新增产能的规模进行了严格的限制，所有新增产能必须通过关闭旧有产能以实现等量或减量替换。截至 2025 年 7 月 10 日，中国电解铝建成产能 4776.90 万吨，开工 4396.00 万吨，总产能逼近工信提案〔2018〕75 号文件中提及的 4500 万吨上限。我们预计 2025 至 2026 年，我国电解铝产能年化增量在 1%-1.5% 之间，后续增量空间接近枯竭。

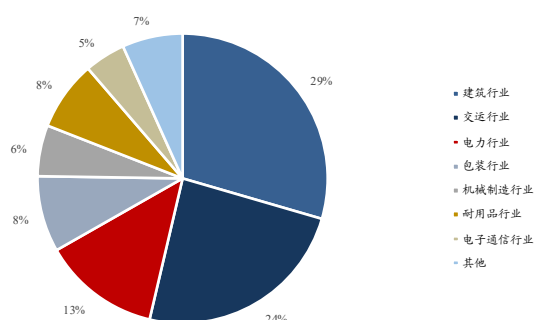
图28：我国电解铝供给端增速面临快速下行（万吨）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

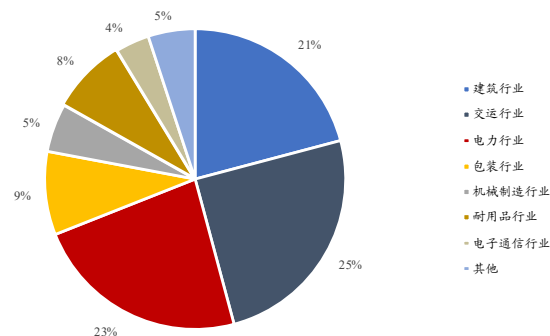
需求侧，我们认为以新能源为首的新需求具备良好增长前景，电解铝下游结构正在发生转变。随着双碳政策的进一步落实，以及我国产业结构的转型，电解铝下游需求正在从传统的地产主导转向绿色能源需求主导，根据东吴证券测算，地产用铝占比将从2021年的29%下降至2025年的21%，而交运及电力行业用铝占比将从2021年的24%和13%上升至2025年的25%以及23%。

图29：2021年我国电解铝下游需求结构



数据来源：国家统计局、安泰科、阿拉丁，海关总署
东吴证券研究所测算

图30：2025年我国电解铝下游需求结构



数据来源：国家统计局、安泰科、阿拉丁，海关总署
东吴证券研究所测算

“反内卷”涉及电解铝下游需求，产能约束不等于需求下行。

汽车行业“反内卷”主要针对低价恶性竞争，汽车行业用铝量有望持续增长。

1) 近来汽车行业政策鼓励技术升级(如一体化压铸)和高端出海,推动“以价换量”转向“以质换量”,我们认为汽车行业作为我国制造业支柱行业,随着城镇化率的进一步提升以及汽车出海业务的快速发展,汽车需求将长期呈增长态势;

2) 汽车轻量化推动汽车用铝长期增长。据 IAI 数据,2022 年我国纯电动乘用车单车用铝量 188 千克,大幅高于燃油乘用车 154 千克的单车用铝量。《节能与新能源汽车技术路线图》指出至 2025 年新能源汽车的单车耗铝量可提升至 250kg/辆,而传统燃油车预计增至 181kg/辆。

光伏行业“反内卷”核心针对低端产能的无序投放,全球绿碳背景下增长无忧。

1) **产能无序投放背景下,我国光伏产能远超全球需求。**根据集邦咨询,截至 2025 年 3 月,我国光伏组件、电池片、硅片,及多晶硅年化产能分别约为 1200GW、1140GW、1064GW 以及 1376GW,与之相对的是全球光伏年需求不足 700GW,各环节均处于严重过剩格局。

2) **“反内卷”旨在遏制产能无序扩张并非遏制需求。**根据工信部修订的《光伏制造行业规范条件》(2024 年本),新建和改扩建多晶硅项目还原电耗需小于 40 千瓦时/千克,综合电耗小于 53 千瓦时/千克,倒逼落后产能退出。“反内卷”旨在通过联合减产等方式降低产能利用率并淘汰关停部分落后产能,维护并防止价格塌陷,遏制产能的无序扩张并非遏制需求与产量。

3) **极端情景下,主动去库导致产量的阶段性下行对铝的供需表影响较小。**光伏用铝主要来自组件边框及支架,而当下光伏库存主要挤压在多晶硅、硅片与组件端。据 Mysteel 调研及测算得出,每 GW 光伏组件边框的耗铝量在 0.9-1.1 万吨,假设在政策推动的极端情境下,组件主动去库背景下全年产量下调 20%,我们测算将短期对铝的供需表影响约 2.2% (并于次年恢复增长)。

投资建议: 电解铝行业作为供给侧改革的成功案例,其近年来形成的“供给刚性+需求结构升级=不可逆的紧平衡”使得该行业盈利状况大幅提升,我们认为当下“反内卷”对铝下游需求影响较小,基于低库存及整体经济复苏的预期,我们预计 2025 年下半年电解铝价格将处于 20000—21000 元/吨区间运行,企业盈利能力有望进一步增强,投资端建议关注具备电解铝产能指标较高的中国宏桥、中国铝业;推荐绿电铝低耗能的云铝股份。

表11：电解铝及氧化铝企业估值（亿元）

代码	证券名称	2024 营业收入	2025Q1 营业收入	2024 归母净利	2025Q1 归母净利	PE (TTM)	PB (2025Q1)	标的筛选
1378.HK	中国宏桥	1,562	/	224	/	7.0	1.5	电解铝利润空间稳定 氧化铝吨利下行已计价，公司有望受益
002532.SZ	天山铝业	274	79.25	37	10.58	8.1	1.4	电解铝利润空间稳定 氧化铝吨利下行已计价，公司有望受益
601600.SH	中国铝业	2,371	557.84	124	35.38	8.9	1.7	电解铝利润空间稳定 氧化铝吨利下行已计价，公司有望受益
600219.SH	南山铝业	335	89.81	48	17.04	8.0	0.9	电解铝利润空间稳定 氧化铝吨利下行已计价，公司有望受益
600595.SH	中孚实业	219	50.51	11	7.04	20.3	1.2	电解铝利润空间稳定，公司有望受益
000807.SZ	云铝股份	545	144.11	44	9.74	12.9	1.9	电解铝利润空间稳定，公司有望受益
000933.SZ	神火股份	384	96.32	43	7.08	9.7	1.8	电解铝利润空间稳定，公司有望受益

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：截止日期为 2025.07.15

4. 风险提示

1) 政策落地不及预期风险

当下“反内卷”尚未实质性落地成为政策细则，若后续政策落地不及预期，则对相关产业的产能清退造成较大不利影响，从而影响钢铁及有色金属价格。。

2) 下游需求不及预期导致钢铁及有色金属价格下跌风险

钢铁及有色金属的下游消费与国内外经济状况息息相关。外需方面，全球贸易收缩+关税壁垒将对潜在后续需求造成不利风险；内需方面，地产链拖累+制造业去库存则对工业金属需求造成直接影响，若内外需求均不及预期则将导致钢铁、工业金属价格下跌风险。

3) 黑色产业链原料价格下跌风险

钢铁产业链利润分配较大占比在原料端，若铁矿、焦煤价格下跌显著，或带动钢铁价格下行。

3) 美元持续走强风险

工业金属作为大宗商品具备一定的金融属性，美元若持续走强将对工业金属价格形成压制作用。

免责声明

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>