

➤ **2025Q1-3 钢铁板块上涨。**2025Q1-3，制造业、直接出口需求超预期，叠加“反内卷”政策推出，钢铁行业供给优化预期增强，行业利润同比修复，SW 钢铁上涨 24.00%，在申万行业中排名第 17。2025 年 10 月至今，供给优化预期延续，SW 钢铁上涨 14.19%，在申万行业中排名第 4。

➤ **25Q3 普钢板块盈利能力同环比提升，10 月至今钢铁板块表现较好。**25Q3 同比来看，归母净利润普钢转盈，特钢增长 102.59%；环比来看，归母净利润普钢增长 14.03%，特钢下滑 3.29%。25Q3 毛利率延续修复，上升至 7.59%，净利率同比上升至 2.19%。2025 年 10 月至今，钢铁板块 (+14.19%) 表现强于上证综指 (+5.06%)、沪深 300 (+4.39%)，SW 普钢、特钢、冶钢原料分别上涨 7.06%、10.47%、44.25%，原料板块表现强势。

➤ **差异化限产促进优胜劣汰。**钢铁行业稳增长方案出台，政策聚焦差异化限产和分级分类调控，鼓励企业向高附加值、低碳化、智能化方向转型，促进行业集中度提升，优化产业布局和结构。同时，超低排放改造、能耗双控、碳排放权市场等政策组合拳也将从多方面推动产能优化升级，加快出清落后产能。

➤ **制造业+直接出口维持韧性。**制造业细分行业中，机床、挖机、商用车等领域维持景气，直接出口同比高增，支撑钢铁需求。建筑业新开工维持弱势，销售、拿地等前瞻指标降幅收窄，专项债发行平稳，建筑用钢底部企稳。

#### ➤ **投资建议：潮落至极，浪头暗生**

**1) 钢铁产能优化将是未来主线。**长期来看，钢铁产能优化将是未来主线，本轮优化或更注重扶优汰劣，通过分级分类管理进行差异化调控。年初发布的 2025 版钢铁行业规范条件建立了钢铁企业基础和引领全方位的指标评价体系，或将成为分级分类管理的重要抓手。

**2) 普钢板块：关注钢铁龙头及弹性标的。**龙头企业产能规范化、高端化、绿色化等方面优势突出，有望成为差异化调控的政策倾斜方向，盈利能力有望进一步提升。建议重点关注行业龙头 **华菱钢铁、宝钢股份、南钢股份** 等，业绩修复及限产弹性标的 **方大特钢、新钢股份、三钢闽光、鞍钢股份** 等。

**3) 特钢板块：关注下游景气及扩产标的。**受益于下游汽车、核电、火电、油气开采等领域发展，特钢消费前景广阔，部分特钢企业的在建项目有序推进，业绩有望稳定增长，建议重点关注 **翔楼新材、久立特材** 等。

**4) 原料板块：关注非铁资源增量明确的标的。**西芒杜铁矿顺利投产，铁矿价格预计承压，部分矿企前瞻布局非铁业务，多元化布局逐步推进，建议关注铁矿外其他资源增量明确的 **大中矿业**（铁矿+锂矿）、**河钢资源**（铁矿+铜矿）。

**风险提示：**供给优化政策不及预期；下游需求不及预期；原料价格大幅波动。

#### **重点公司盈利预测、估值与评级**

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
000932.SZ	华菱钢铁	5.85	0.29	0.50	0.58	20	12	10	推荐
600019.SH	宝钢股份	7.52	0.34	0.49	0.56	22	15	13	推荐
600282.SH	南钢股份	5.52	0.37	0.46	0.50	15	12	11	推荐
600507.SH	方大特钢	6.04	0.11	0.44	0.49	56	14	12	推荐
301160.SZ	翔楼新材	58.80	2.69	2.99	3.63	22	20	16	推荐
002318.SZ	久立特材	25.32	1.53	1.76	1.94	17	14	13	推荐
001203.SZ	大中矿业	30.82	0.50	0.55	0.69	62	56	44	推荐

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；(注：股价为 11 月 18 日收盘价)

**推荐**
**维持评级**

**分析师 邱祖学**

 执业证书：S0100521120001  
 邮箱：qiuzechu@gems.com.cn

**研究助理 范钧**

 执业证书：S0100124080024  
 邮箱：fanjun@gems.com.cn

#### **相关研究**

1. 钢铁周报 20251116：西芒杜铁矿正式投产，新增产能逐步释放-2025/11/15
2. 钢铁周报 20251109：逐步进入淡季，品种表现分化-2025/11/09
3. 钢铁周报 20251102：宏观情绪回暖，钢材表需持续改善-2025/11/02
4. 钢铁周报 20251026：产能置换方案修订，供需格局边际改善-2025/10/26
5. 钢铁周报 20251019：钢价小幅回落，关注“十五五”规划指引-2025/10/19

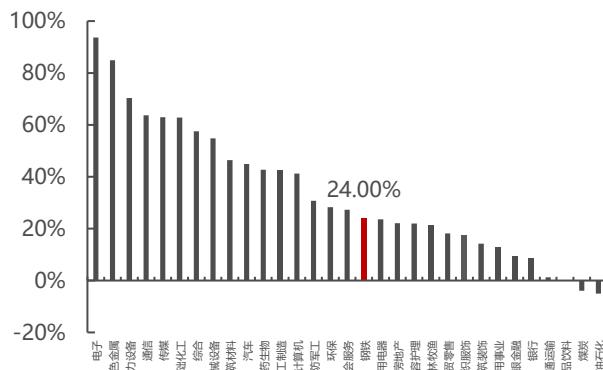
# 目录

<b>1 2025Q1-3 钢铁板块上涨 .....</b>	<b>3</b>
<b>2 2025Q3, 钢铁板块机构持仓市值比例上升 .....</b>	<b>8</b>
<b>3 展望：利润底部，产能优化蓄势待发 .....</b>	<b>11</b>
3.1 供给端：差异化限产促进优胜劣汰 .....	11
3.2 需求端：制造业+直接出口维持韧性 .....	15
3.3 原料端：西芒杜铁矿正式投产，原料供需转向宽松 .....	20
3.4 钢材市场总结：钢厂利润低位，产能优化蓄势待发 .....	22
<b>4 投资建议：潮落至极，浪头暗生 .....</b>	<b>23</b>
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>24</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>25</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>25</b>

## 1 2025Q1-3 钢铁板块上涨

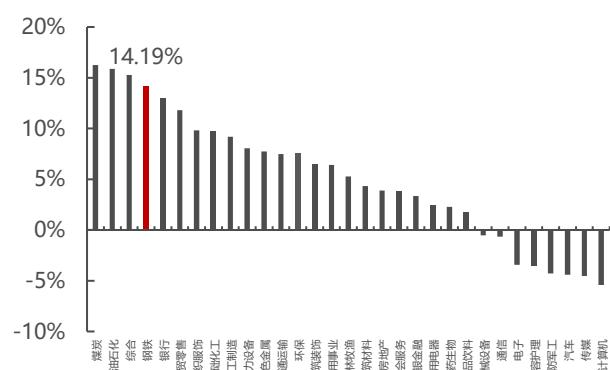
**2025Q1-3 钢铁板块上涨，25 年 10 月至今（截至 11 月 14 日，下同）涨幅靠前。**2025Q1-3，制造业、直接出口需求超预期，叠加“反内卷”政策推出，钢铁行业供给优化预期增强，行业利润同比修复，SW 钢铁上涨 24.00%，在申万行业中排名第 17。2025 年 10 月至今，供给优化预期延续，SW 钢铁上涨 14.19%，在申万行业中排名第 4。

**图1：2025Q1-3，钢铁板块上涨 24.00%**



资料来源：ifind，民生证券研究院

**图2：2025 年 10 月至今，钢铁板块上涨 14.19%**



资料来源：ifind，民生证券研究院

**对比指数而言，钢铁板块 2025Q1-3 表现较弱，2025 年 10 月至今表现较好。**2025Q1-3，钢铁板块 (+24.00%) 表现弱于上证综指 (+31.22%)、沪深 300 (+26.72%)。2025 年 10 月至今，钢铁板块 (+14.19%) 表现强于上证综指 (+5.06%)、沪深 300 (+4.39%)。

**表1：25 年 10 月至今钢铁板块表现较好**

	2025Q1-3	2025 年 10 月至今
沪深 300	26.72%	4.39%
上证指数	31.22%	5.06%
钢铁板块	24.00%	14.19%

资料来源：ifind，民生证券研究院

**细分来看，25 年 10 月至今治钢原料板块表现较好。SW 普钢方面，2025Q1-3 整体上涨 26.32%，25 年 10 月至今上涨 7.06%。SW 特钢方面，2025Q1-3 整体上涨 18.95%，25 年 10 月至今上涨 10.47%。SW 冶钢原料方面，2025Q1-3 整体上涨 20.31%，25 年 10 月至今上涨 44.25%。**

**表2：25年10月至今冶钢原料板块表现较好**

	2025Q1-3	2025年10月至今
普钢板块	26.32%	7.06%
特钢板块	18.95%	10.47%
冶钢原料板块	20.31%	44.25%

资料来源：ifind，民生证券研究院

**个股方面：2025Q1-3，区间涨跌幅前五的企业分别是杭钢股份、柳钢股份、武进不锈、华菱钢铁、翔楼新材；涨跌幅后五的企业分别是沙钢股份、抚顺特钢、中南股份、宝地矿业、甬金股份。**

**表3：2025Q1-3 涨跌幅前十的个股**

涨跌幅前十		涨跌幅后十	
杭钢股份	108.6%	沙钢股份	-9.9%
柳钢股份	89.9%	抚顺特钢	-9.0%
武进不锈	80.6%	中南股份	0.0%
华菱钢铁	59.1%	宝地矿业	0.5%
翔楼新材	58.8%	甬金股份	0.6%
大中矿业	50.0%	新兴铸管	0.8%
金岭矿业	47.6%	酒钢宏兴	2.5%
西宁特钢	41.8%	山东钢铁	2.8%
八一钢铁	41.4%	重庆钢铁	2.8%
广东明珠	40.7%	宝钢股份	4.3%

资料来源：ifind，民生证券研究院

**2025年10月至今，区间涨跌幅前五的企业分别是大中矿业、方大炭素、广东明珠、常宝股份、包钢股份；涨跌幅后五的企业分别是华菱钢铁、杭钢股份、钒钛股份、河钢股份、西宁特钢。**

**表4：2025年10月至今涨跌幅前十的个股**

涨跌幅前十		涨跌幅后十	
大中矿业	121.3%	八一钢铁	-10.1%
海南矿业	51.6%	杭钢股份	-9.2%
常宝股份	38.7%	华菱钢铁	-5.4%
凌钢股份	25.0%	西宁特钢	0.6%
方大炭素	23.2%	翔楼新材	0.8%
安阳钢铁	21.6%	武进不锈	1.2%
广东明珠	20.2%	河钢股份	2.0%
金岭矿业	19.7%	沙钢股份	2.8%
三钢闽光	17.0%	新钢股份	3.1%
方大特钢	16.1%	金洲管道	3.8%

资料来源：ifind，民生证券研究院

**从钢铁板块财务数据来看：**2025Q1-3 钢铁板块营业收入同比下滑 6.18%，归母净利润同比增长 747.63%。2025Q3，钢铁板块营业收入同比增长 0.29%，环比下滑 0.63%，归母净利润同比增长 202.86%，环比增长 12.16%。

**表5：钢铁板块 2025Q1-3、2025Q3 归母净利润同比大增**

	2025Q1-3	2024Q1-3	2025Q3	2025Q2	2024Q3	2025Q1-3 同比	2025Q3 同比	2025Q3 环比
营业收入 (亿元)	14256.55	15195.81	4801.23	4831.91	4787.16	-6.18%	0.29%	-0.63%
归母净利润 (亿元)	218.53	-33.74	87.16	77.71	-84.73	747.63%	202.86%	12.16%

资料来源：ifind，民生证券研究院

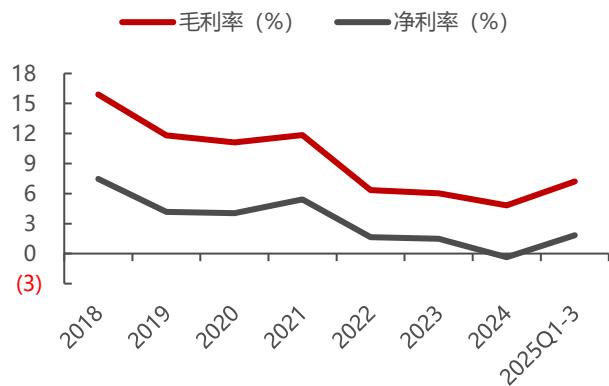
**从钢铁细分板块财务数据来看：**2025Q1-3 同比来看，营业收入普钢板块下滑 6.35%，特钢板块下滑 4.13%，归母净利润普钢转盈，特钢增长 22.12%。2025Q3 同比来看，营业收入普钢板块增长 0.98%，特钢板块下滑 1.88%，归母净利润普钢转盈，特钢增长 102.59%；环比来看，营业收入普钢下滑 0.55%，特钢下滑 1.36%，归母净利润普钢增长 14.03%，特钢下滑 3.29%。

**表6：2025Q1-3、2025Q3 普钢板块归母净利润同比大幅增加**

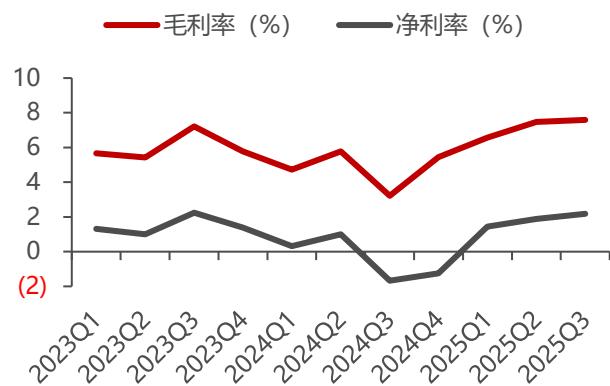
		2025Q1-3	2024Q1-3	2025Q3	2025Q2	2024Q3	2025Q1-3 同比	2025Q3 同比	2025Q3 环比
营业收入 (亿元)	冶钢原料	411.07	469.40	142.65	140.95	151.06	-12.43%	-5.57%	1.21%
	普钢	11495.43	12275.23	3870.10	3891.58	3832.49	-6.35%	0.98%	-0.55%
	特钢Ⅱ	2350.05	2451.18	788.47	799.38	803.61	-4.13%	-1.88%	-1.36%
归母净利润 (亿元)	冶钢原料	36.85	42.93	15.66	11.17	14.21	-14.16%	10.20%	40.11%
	普钢	108.60	-136.51	47.12	41.32	-110.97	179.56%	142.46%	14.03%
	特钢Ⅱ	73.08	59.84	24.38	25.21	12.04	22.12%	102.59%	-3.29%

资料来源：ifind，民生证券研究院

**从销售毛利率与销售净利率来看：**2025Q1-3，需求超预期+原料让利，上市钢企毛利率整体上升至 7.22%，净利率上升至 1.84%；2025Q3，毛利率延续修复，上升至 7.59%；净利率同比上升至 2.19%。

**图3：2025Q1-3 钢铁板块毛利率与净利率**


资料来源：ifind，民生证券研究院

**图4：2025Q3 钢铁板块毛利率与净利率**


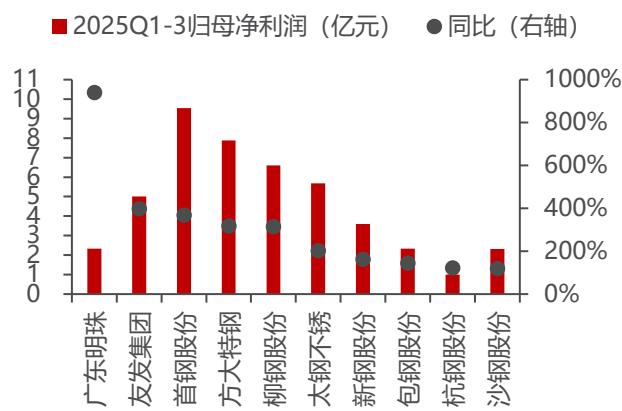
资料来源：ifind，民生证券研究院

**钢铁板块资产负债率基本持平。**从资产负债率的角度来看，钢铁板块资产负债率自 2015 年开始下行，2021 年整体资产负债率已降至 54.85%。2022 年以来，钢企盈利能力逐步下行，资产负债率回升，2024 年回升至 56.78%，2025Q1-3 小幅下降至 56.75%，基本持平。

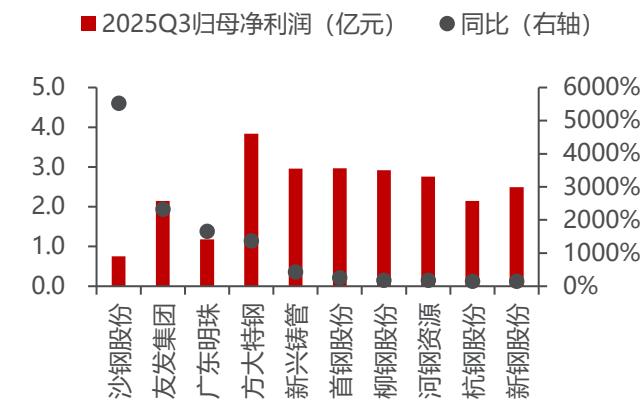
**图5：钢铁板块资产负债率**


资料来源：wind, 民生证券研究院

**从个股来看：**2025Q1-3 钢铁板块中归母净利润增速最高的公司分别为广东明珠(+941%)、友发集团(+399%)、首钢股份(+368%)、方大特钢(+317%)、柳钢股份(+315%); 而 2025Q3 归母净利润增速最高的公司分别为沙钢股份(+5518%)、友发集团(+2321%)、广东明珠(+1655%)、方大特钢(+1368%)、新兴铸管(+430%)。

**图6：2025Q1-3 钢铁板块各公司归母净利润**


资料来源：wind, 民生证券研究院

**图7：2025Q3 钢铁板块各公司归母净利润**


资料来源：wind, 民生证券研究院

## 2 2025Q3, 钢铁板块机构持仓市值比例上升

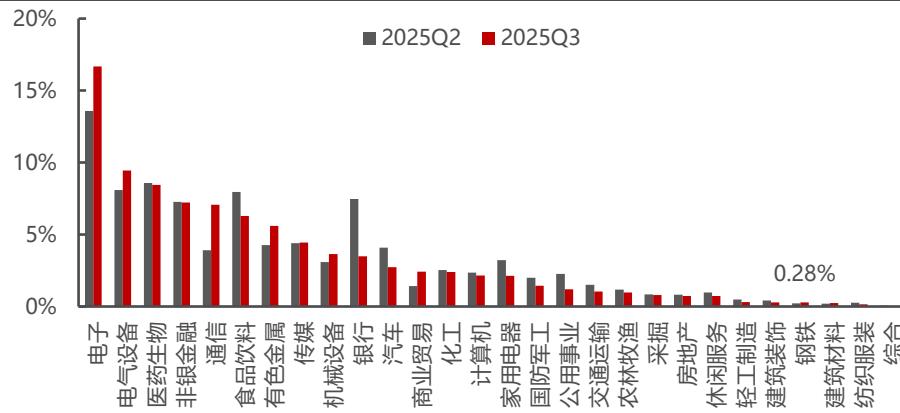
从基金持仓角度来看：2025Q3 钢铁板块配置比例环比上升 0.06pct，至 0.28%。2020Q4 以来，随着“双碳”等政策推进，钢价重心整体向上，叠加行业整合力度逐步加大，钢铁行业竞争格局改善预期较强，基金对钢铁配置比例逐步抬升，从 2020Q3 的 0.15%，持续攀升至 2021Q3 的 0.80%。但随着 2021Q4 钢价重心下移，钢铁板块盈利预期下降，基金对钢铁板块配置比例持续下滑。2024Q4-2025Q1，宏观政策托底叠加粗钢产量调控预期，钢企利润有所修复，钢铁板块配置比例环比回升至 0.42%。2025Q2，粗钢限产并未落地，美国“对等”关税对需求预期形成压制，钢铁板块配置比例有所回落。2025Q3，“反内卷”政策推出，供给优化预期再起，钢铁板块配置比例环比上升 0.06pct，至 0.28%。

图8：钢铁行业 2025Q3 配置比例上升



资料来源：wind，民生证券研究院

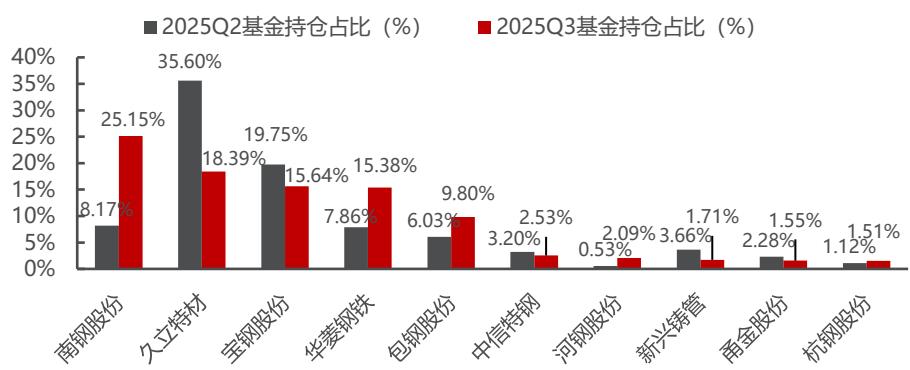
图9：2025Q3 钢铁行业公募持仓比例为 0.28%，环比上升 0.06pct



资料来源：wind，民生证券研究院

**细分个股而言：2025Q3 前 10 家企业的公募基金持仓市值占比上升至 93.75%，其中南钢股份占比提升较大。**2025Q3 公募基金持仓前 10 家公司合计 104.50 亿元，占钢铁板块的持仓比从 2025Q2 的 93.04% 上升至 93.75%，分别为南钢股份 28.03 亿元 (25.15%)、久立特材 20.50 亿元 (18.39%)、宝钢股份 17.43 亿元 (15.64%)、华菱钢铁 17.14 亿元 (15.38%)、包钢股份 10.92 亿元 (9.80%) 等，其中南钢股份占比提升较大。

**图10：2025Q3 南钢股份持仓市值占比上升至行业第一**



资料来源：wind，民生证券研究院

**表7：钢铁行业 2025Q3 基金持仓市值前 10 大公司**

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值 (亿元)	2025Q3 基金持仓占比 (%)
600282.SH	南钢股份	91	56	53,399.7	40,200.7	8.66	28.03	25.15%
002318.SZ	久立特材	37	13	8,411.9	-1,917.4	8.81	20.50	18.39%
600019.SH	宝钢股份	55	26	24,655.9	4,312.8	1.13	17.43	15.64%
000932.SZ	华菱钢铁	66	29	26,408.5	14,284.1	3.82	17.14	15.38%
600010.SH	包钢股份	9	9	45,894.0	23,012.6	1.46	10.92	9.80%
000708.SZ	中信特钢	21	15	2,073.1	228.3	0.41	2.82	2.53%
000709.SZ	河钢股份	12	6	9,179.8	7,502.0	0.89	2.33	2.09%
000778.SZ	新兴铸管	4	3	4,957.2	-1,717.1	1.27	1.91	1.71%
603995.SH	甬金股份	7	2	984.1	107.7	2.69	1.73	1.55%
600126.SH	杭钢股份	3	3	1,684.4	836.4	0.50	1.68	1.51%

资料来源：wind，民生证券研究院

**从个股增持方面来看：普钢板块是基金增仓的主要方向。**25Q3 公募基金增持钢铁板块的前 5 大股票分别为：南钢股份被增仓 22.49 亿元、华菱钢铁被增仓 11.80 亿元、包钢股份被增仓 6.83 亿元、宝钢股份被增仓 4.03 亿元、河钢股份被增仓 1.97 亿元。从 25Q3 公募基金增仓来看，普钢板块是基金增仓的主要方向。

**表8：2025Q3 基金市值增减仓前 10 大公司**

代码	名称	2025Q3 基金持仓 占比 (%)	2025Q2 基金持仓 占比 (%)	2025Q3 持股总市值 (亿元)	2025Q2 持股总市值 (亿元)	2025Q3 基金增减 仓(亿元)
600282.SH	南钢股份	25.15%	8.17%	28.03	5.54	22.49
000932.SZ	华菱钢铁	15.38%	7.86%	17.14	5.33	11.80
600010.SH	包钢股份	9.80%	6.03%	10.92	4.10	6.83
600019.SH	宝钢股份	15.64%	19.75%	17.43	13.41	4.03
000709.SZ	河钢股份	2.09%	0.53%	2.33	0.36	1.97
600808.SH	马钢股份	1.10%	0.35%	1.23	0.23	0.99
600126.SH	杭钢股份	1.51%	1.12%	1.68	0.76	0.92
000708.SZ	中信特钢	2.53%	3.20%	2.82	2.17	0.65
002075.SZ	沙钢股份	0.89%	1.04%	0.99	0.71	0.28
603995.SH	甬金股份	1.55%	2.28%	1.73	1.55	0.18

资料来源：wind，民生证券研究院

**反之，从个股减持方面来看：特钢板块是基金主要减仓方向。**25Q3 公募基金减持钢铁板块的前 5 大股票分别为：久立特材被减仓 3.66 亿元、永兴材料被减仓 1.63 亿元、三钢闽光被减仓 0.76 亿元、新兴铸管被减仓 0.57 亿元、首钢股份被减仓 654.70 万元。从 25Q3 公募基金减仓来看，特钢板块是基金主要减仓方向。

**表9：2025Q3 基金市值增减仓后 10 大公司**

代码	名称	2025Q3 基金持仓 占比 (%)	2025Q2 基金持仓 占比 (%)	2025Q3 持股总市值 (亿元)	2025Q2 持股总市值 (亿元)	2025Q3 基金增减 仓(亿元)
002318.SZ	久立特材	18.39%	35.60%	20.50	24.16	-3.66
002756.SZ	永兴材料	1.07%	4.16%	1.19	2.82	-1.63
002110.SZ	三钢闽光	0.05%	1.21%	0.06	0.82	-0.76
000778.SZ	新兴铸管	1.71%	3.66%	1.91	2.48	-0.57
000959.SZ	首钢股份	0.04%	0.17%	0.05	0.11	-0.07
600507.SH	方大特钢	1.30%	2.18%	1.45	1.48	-0.03
0826.HK	天工国际	0.01%	0.05%	0.01	0.03	-0.03
600022.SH	山东钢铁	0.00%	0.02%	0.00	0.01	-0.01
0323.HK	马鞍山钢铁 股份	0.00%	0.01%	0.00	0.00	0.00
603878.SH	武进不锈	0.00%	0.00%	0.01	0.00	0.01

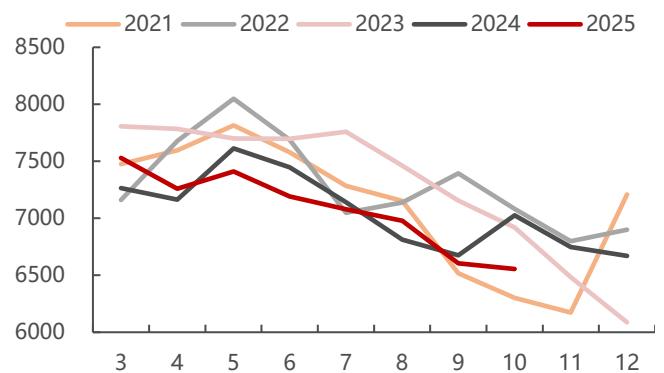
资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 展望：利润底部，产能优化蓄势待发

#### 3.1 供给端：差异化限产促进优胜劣汰

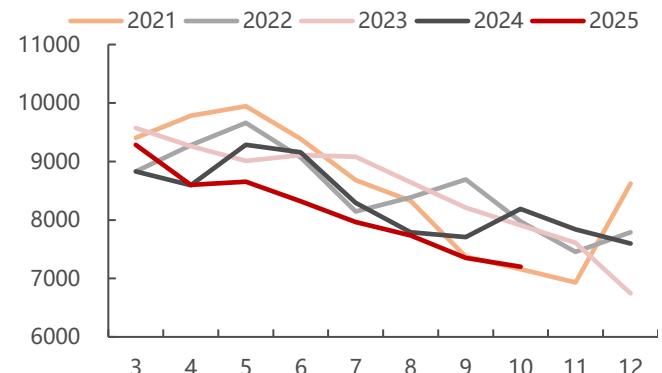
**铁水与粗钢产量同比增加。**2024Q4 以来，钢企利润回暖，生产积极性较高，25 年 4 月以来，生铁粗钢与钢材产量数据出现劈叉，尽管钢材口径产量存在重复计算，但与第三方机构数据交叉验证来看，钢材产量数据或更能反应今年实际生产情况。统计局口径下，1-10 月全国生铁产量 7.11 亿吨，同比减少 0.5%；粗钢产量累计 8.18 亿吨，同比减少 3.9%；钢材产量 12.18 亿吨，同比增加+4.5%。而根据钢联数据测算，截至 11 月 14 日，年初至今铁水日均产量 237.58 万吨，同比增加 3.6%，粗钢日均产量 298.25 万吨，同比增加 2.9%。

图11：中国月度生铁产量（单位：万吨）



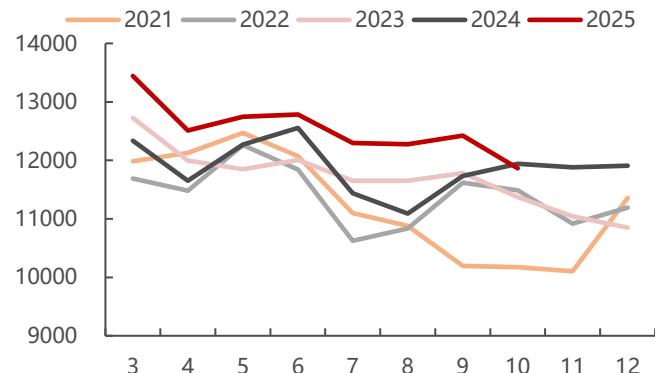
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图12：中国月度粗钢产量（单位：万吨）



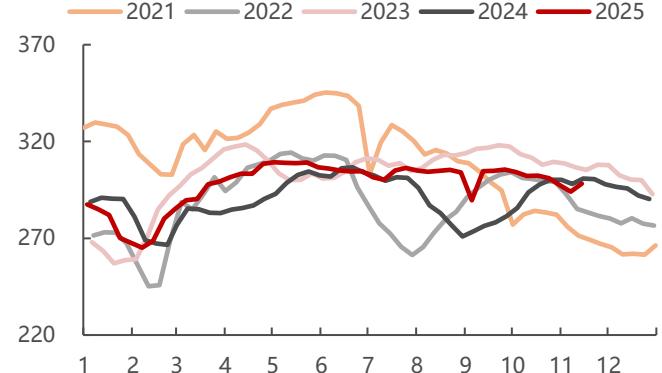
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图13：中国月度钢材产量（单位：万吨）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图14：粗钢日均产量（单位：万吨）

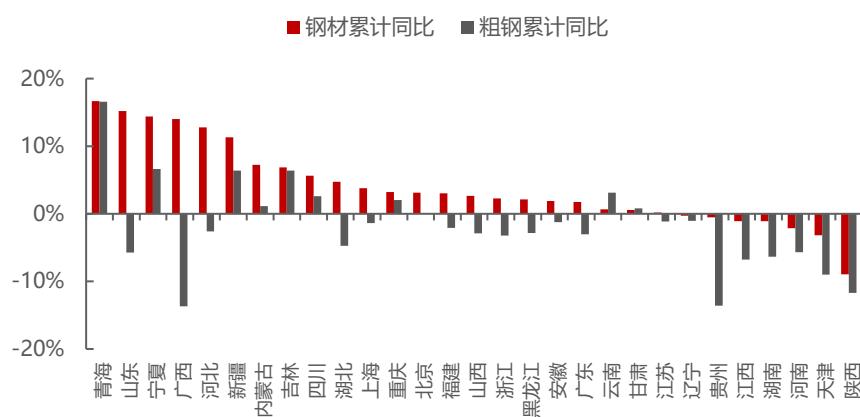


资料来源：Mysteel，民生证券研究院测算

注：粗钢产量通过高炉铁水产量、废钢消耗比、电炉产能利用率测算

**从钢材产量视角来看，大部分省份产量同比增加。**2025年1-9月，青海、山东、宁夏、广西、河北等省份钢材产量同比增加，分别增加16.7%、15.2%、14.4%、14.0%、12.8%，有22个省份钢材产量同比增加；陕西、天津、河南、湖南、江西等省份钢材产量累计同比减少，分别减少8.9%、3.2%、2.1%、1.1%、1.1%，减产大部分为中部省份。

**图15：2025年1-9月各省份粗钢产量累计同比**



资料来源：wind，民生证券研究院

**供给侧政策不断推出，新一轮行业产能出清或将开启。**2025年3月，发改委提出，将持续实施粗钢产量调控，推动钢铁产业减量重组。7月，中央财经委员会第六次会议指出，要依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。9月，工信部推出新版《钢铁行业稳增长工作方案》，实施产能产量精准调控，推进钢铁企业分级分类管理，为后续供给侧扶优汰劣奠定政策方向。10月，《钢铁行业产能置换实施办法（征求意见稿）》推出，对适用范围、产能范围、置换方案等进行了细化，并对置换比例提出了更高的要求，未来产能置换将更为合规。

**表10：2025年钢铁行业供给侧相关政策梳理**

发布时间	部门	主要政策
10月24日	工信部	《钢铁行业产能置换实施办法（征求意见稿）》： 1、置换比例提升：各省市基础置换比例不低于1.5:1 2、适用范围、产能范围、置换方案等进行了细化
9月22日	工信部等	《钢铁行业稳增长工作方案（2025-2026年）》： 1、实施产能产量精准调控 2、推进钢铁企业分级分类管理
7月1日	中财委	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，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出
3月5日	发改委	2025年国民经济和社会发展计划的主要任务： 持续实施粗钢产量调控，推动钢铁产业减量重组。

资料来源：发改委，中央人民政府，工信部，民生证券研究院

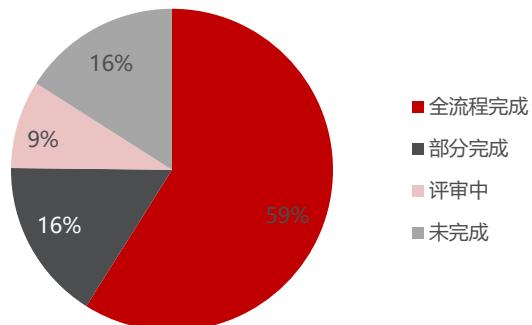
**新行业规范出台，鼓励企业向高附加值、低碳化、智能化方向转型。**2月8日，工信部发布《钢铁行业规范条件（2025年版）》（下称《规范》），该文件是对其2015年标准的修订。环保方面，钢企应在2026年完成全流程超低排放改造并公示；能耗方面，钢企在2025年底前应当达到《工业重点领域能效标杆水平和基准水平》规定的“基准水平”。同时，《规范》新增了“引领型规范企业”标准，对钢企的高端化、智能化、绿色化、高效化、安全化、特色化提出了更高的要求。鼓励企业关停退出烧结机、焦炉、高炉等传统设备，转型发展低碳炼铁、电炉炼钢；鼓励积极开展兼并重组，促进行业集中度提升，优化产业布局和组织结构。

**表11：《钢铁行业规范条件（2025版）》评价指标体系**

体系	一级指标	二级指标
基础	基本要求	合规经验、正常生产、诚信竞争、依法纳税、劳动报酬、督察检查
	工艺装备	产能合规、淘汰落后
	环境保护	环境影响评价、排污许可、环境事故、污染物排放
	资源消耗	固废综合利用、水资源消耗、节能评估、能效水平
	安全生产	生产安全、安全事故
引领	质量管理	产品质量、质量管理制度
	高端化	可研平台、研发投入占比、科学技术奖、钢铁标准、专利情况、质量奖、单项冠军
	智能化	数字化转型水平、智能制造成熟度、人工智能应用、智能制造标准、智能制造示范
	绿色化	超低排放、绿色工厂、能效标杆、低碳发展
	高效化	吨钢纳税、吨钢利润、资产负债率、兼并重组
	安全化	生产安全、安全事故、网络安全管理、数据安全管理、资源保障安全
	特色化	装备技术水平、炉外精炼、特种冶炼、生产品种、原料供应、清洁能源使用比例、二噁英治理

资料来源：工信部，民生证券研究院

**超低排放改造稳步推进。超低排改造方面**，截至2025年10月16日，共有215家钢铁企业完成或部分完成超低排放改造和评估监测。其中，163家企业全过程完成超低排放改造，涉及粗钢产能约6.53亿吨；52家企业部分完成超低排放改造，涉及产能约1.80亿吨。76家0.98亿吨产能正在评审中。**能效标杆方面**，截至2025年11月7日，共计10家钢企完成能效标杆示范企业公示（即全流程达到能效标杆），12家钢企完成能效标杆示范工序/设备公示（即部分工序/设备达到能效标杆）。

**图16：超低排放改造完成情况（截至 10 月 16 日）**


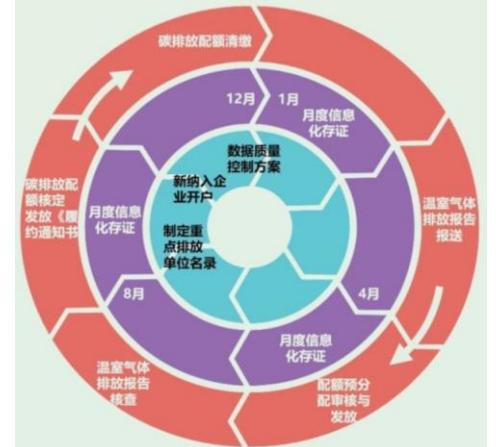
资料来源：中国钢铁工业协会，民生证券研究院

**碳排放权市场推动行业落后产能出清。**2025年3月27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》，方案要求在2025年底前完成首次履约工作，2027年以后，建立配额逐步适度收紧机制，通过“激励先进、约束落后”的方式加快出清落后产能，推动行业从“高碳依赖”向“低碳竞争力”转变。

**表12：碳排放权配额总量和分配方案**

时间	配额总量和分配方案
2024年	经核查的实际碳排放量
2025-2026年	基于碳排放强度控制思路分配配额
2027年以后	对标行业先进水平优化配额分配方法

资料来源：生态环境部，民生证券研究院

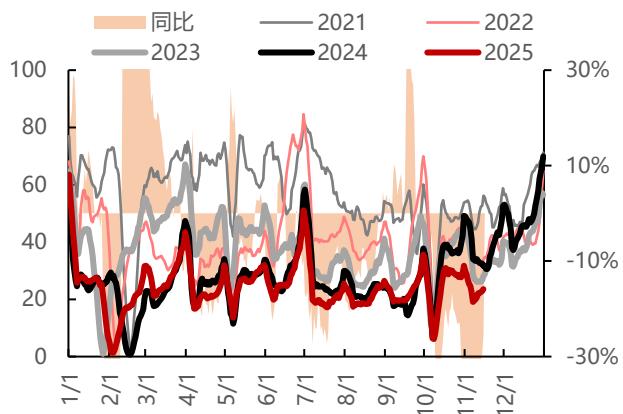
**图17：碳市场管理运转示意图**


资料来源：生态环境部，民生证券研究院

### 3.2 需求端：制造业+直接出口维持韧性

**商品房成交、到位资金仍偏弱。**从销售层面看，截至 11 月 15 日，2025 年 30 大中城市商品房日均成交量为 24.30 万平方米，同比下降 8.3%，10 月以来同比降幅有所扩大。从资金层面看，1-10 月累计到位资金 7.89 万亿元，同比下降 9.6%，5-10 月到位资金同比降幅有所扩大。

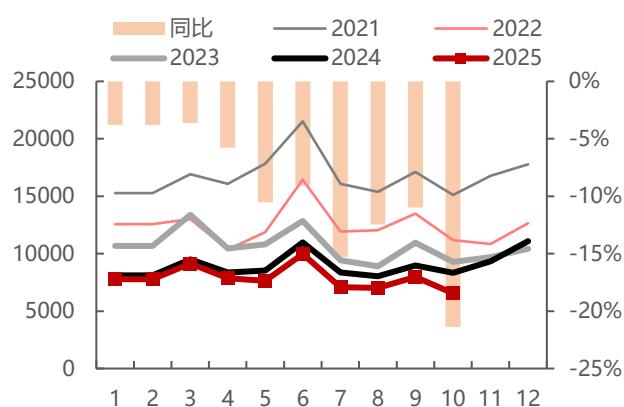
图18：30 大中城市商品房成交面积 MA7（单位：万平方米）



资料来源：wind, 民生证券研究院

注：商品房成交面积为滚动 7 日平均值

图19：地产开发当年到位资金（单位：亿元）

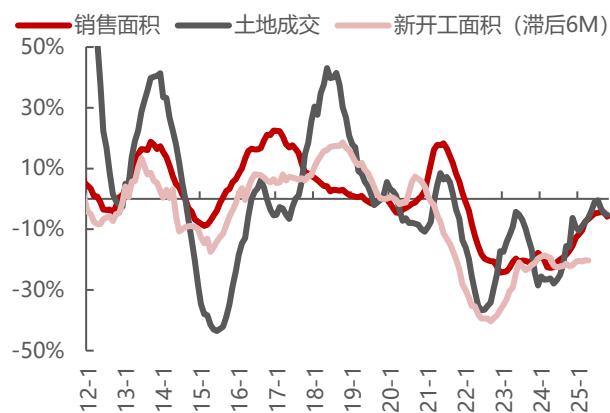


资料来源：wind, 民生证券研究院

**长周期来看，新开工有望逐步企稳。**地产传导链条为“销售-拿地-新开工-施工-竣工”再到新一轮的销售，其中用钢强度最高的为新开工环节，新开工往往滞后销售 6 个月左右。从 12 个月滚动同比来看，前端的销售和拿地已有底部企稳的迹象，新开工有望逐步企稳。

**从更大口径看，25Q3 建筑业新开工降幅扩大。**建筑业-房屋开发建设口径包含工业、住宅、商服等所有房屋工程，与房地产口径相比范围更大，25Q3，建筑新开工、施工、竣工面积同比分别为-28.4%、-25.2%、-17.3%。新开工、竣工面积同比降幅有所扩大。

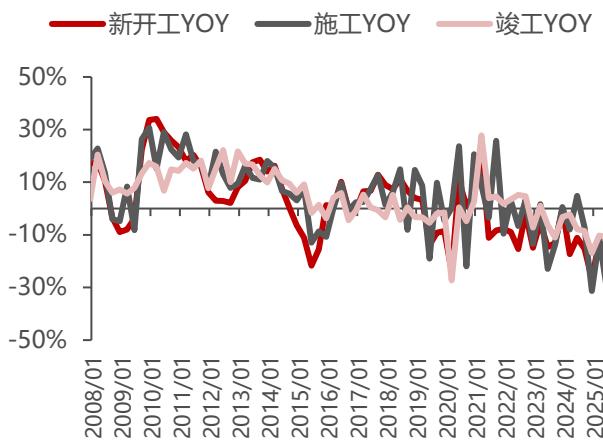
图20：销售、土地成交、新开工滚动同比



资料来源：wind, 民生证券研究院

注：销售面积、土地成交、新开工面积为滚动 12 个月平均值同比，为房地产开发方口径

图21：房屋开发建设指标同比

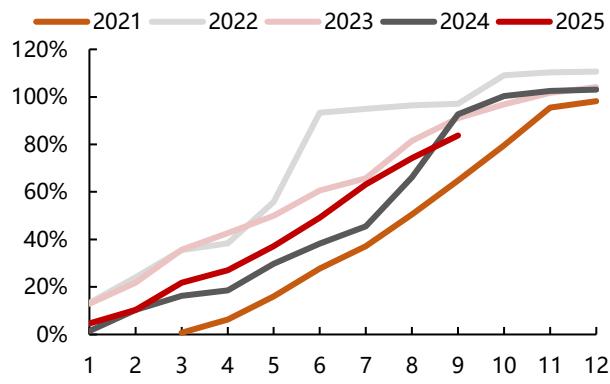


资料来源：wind, 民生证券研究院

注：指标为建筑业施工承建方口径，较开发方口径样本更大。

**专项债发行平稳，基建投资增速下行。**24年上半年，国务院要求12个重点省份加强政府投资项目管理，地方政府专项债发行偏慢。24年下半年，专项债发行加速，全国人大常委会审议批准增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案，地方政府化债压力减轻，支撑25年专项债发行加速。2025年1-9月，地方政府专项债累计发行3.69万亿元，同比增加2.02%，基建投资累计增速为1.51%，同比减少7.84pct。

图22：地方政府新增专项债发行进度



资料来源：wind, 民生证券研究院

图23：基建投资累计同比增速（单位：%）



资料来源：wind, 民生证券研究院

**制造业投资增速下降，企业库存低位波动。**受到美国“对等”关税的影响，2025年4月以来，库存增速小幅下降，7-9月库存增速小幅反弹，截至9月存货同比为3.5%，整体维持低位波动。2025年1-10月，制造业固定资产投资累计

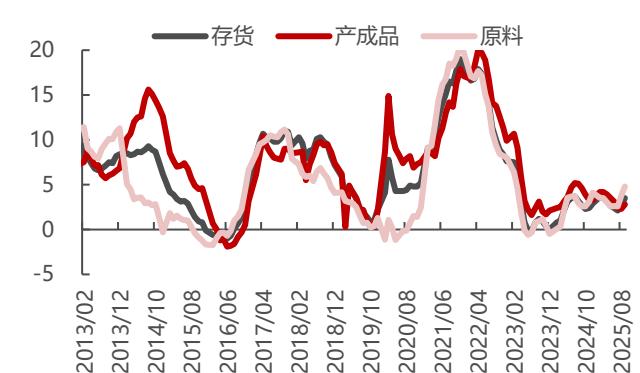
同比为 2.70%，增速持续下行。

图24：制造业固定资产投资累计同比（单位：%）



资料来源：wind, 民生证券研究院

图25：工业企业存货同比（单位：%）



资料来源：wind, 民生证券研究院

**制造业细分行业来看：**

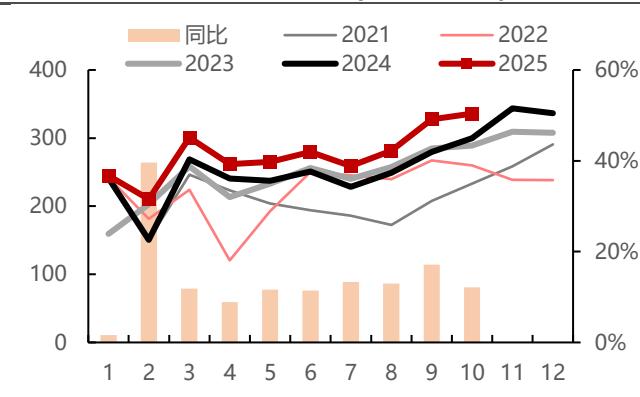
**机床、挖机、商用车维持高景气。** **机械方面**，1-9 月金属切削机床、挖掘机、集装箱产量累计同比分别+27.0%、+27.5%、-11.3%，机床和挖机维持高景气；  
**汽车方面**，1-10 月汽车产量累计同比+13.1%，其中乘用车、商用车累计同比分别+10.7%、+25.5%，下半年商用车增速明显提升。**家电方面**，三大白电洗衣机、冰箱、空调产量累计同比分别+9.25%、+3.79%、+2.99%，受到美国关税、国补退坡影响，家电增速有所下滑。

图26：机械设备产量累计同比

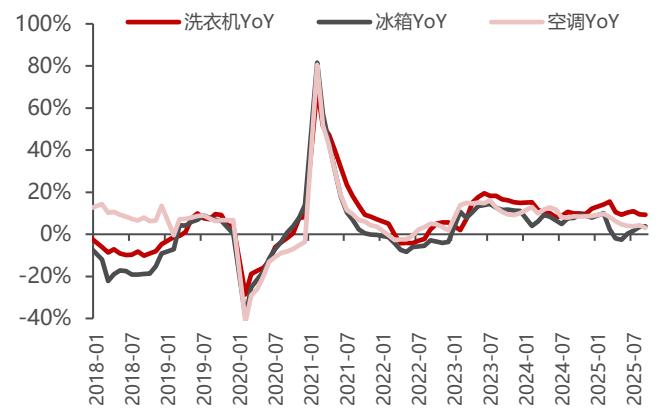


资料来源：wind, 民生证券研究院

图27：汽车产量及同比增速（单位：万辆）



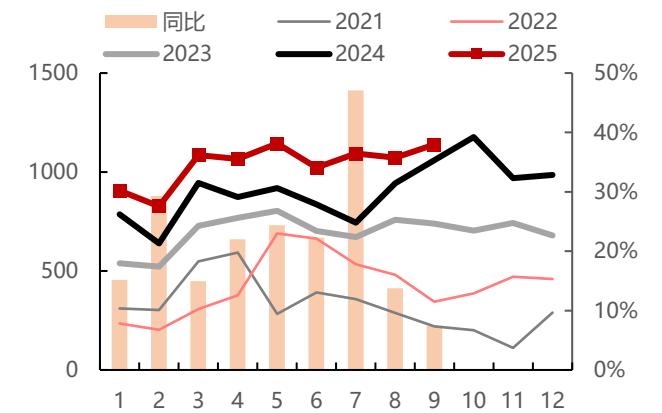
资料来源：wind, 民生证券研究院

**图28：三大白电产量累计同比**


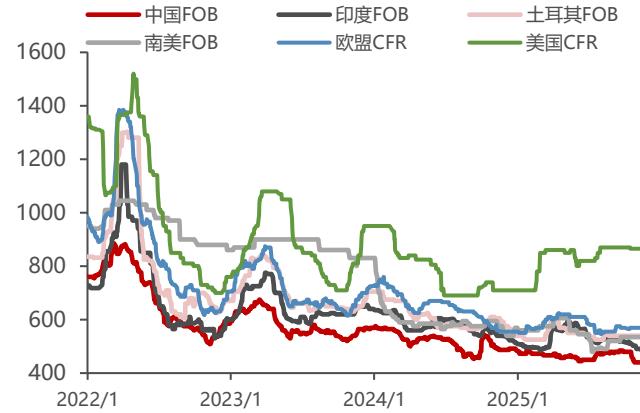
资料来源：wind, 民生证券研究院

**粗钢直接出口大幅增加。**2025年1-9月，我国粗钢（钢材+钢坯）累计净出口9359万吨，同比增加1611万吨，同比增长20.8%，其中钢材净出口8346万吨，同比增加778万吨，钢坯净出口1013万吨，同比增加833万吨。

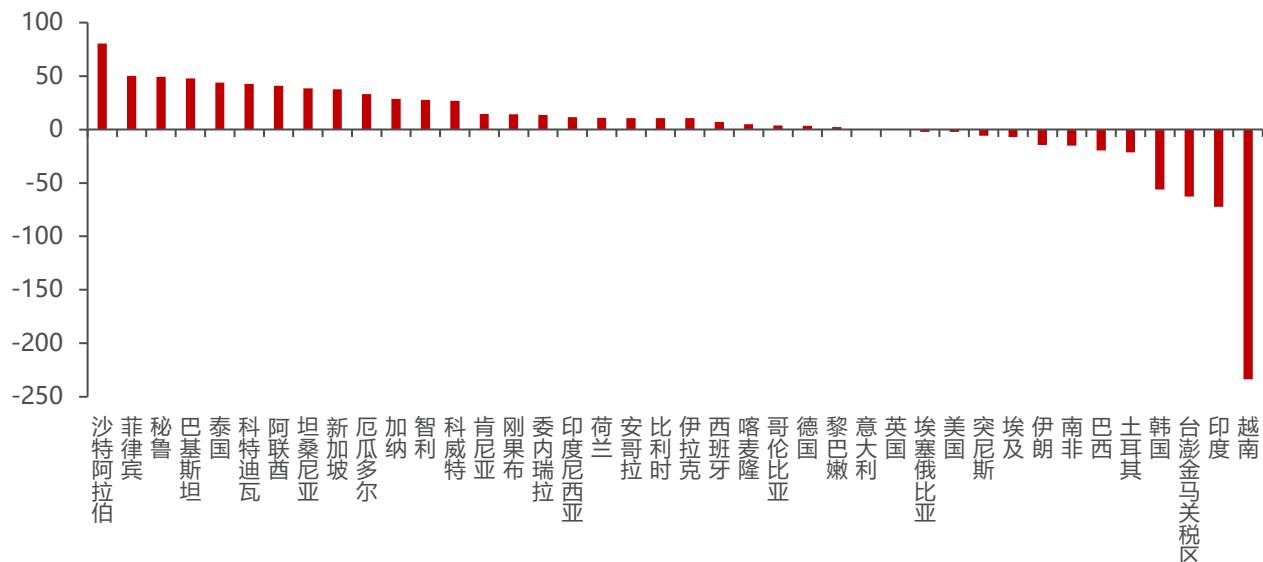
**价格优势与油气需求旺盛共同支撑我国出口，反倾销有所拖累。**（1）以东南亚、南亚、南美等为代表：由于今年以来我国钢铁价格维持低位，出口竞争优势扩大，出口上述地区增量较为明显。（2）中东地区：油气需求旺盛也支撑了我国相关钢材出口增加。3）受反倾销政策影响，对越南、印度、韩国出口明显下降。

**图29：中国粗钢净出口（单位：万吨）**


资料来源：myteel, 海关总署, 民生证券研究院

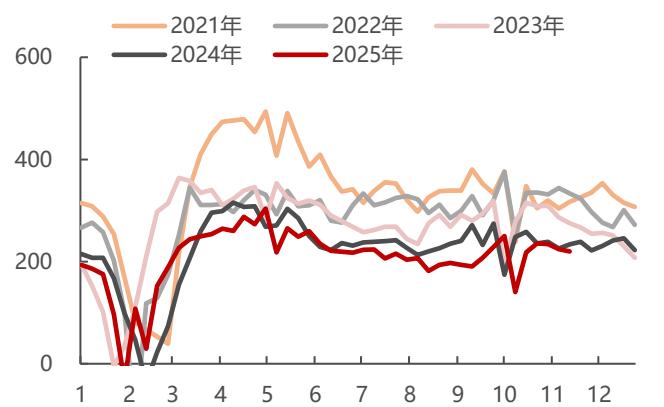
**图30：国际热卷价格（单位：美元/吨）**


资料来源：mysteel, 民生证券研究院

**图31：2025年1-9月中国向部分国家钢材出口同比增量（单位：万吨）**


资料来源：wind, 民生证券研究院

**钢铁需求维持韧性。**2025年春节后，热卷表观需求整体维持高位，截至11月14日，热卷表需累计同比增加1.19%；螺纹表需同比偏弱，8-10月同比降幅有所扩大，截至11月14日，螺纹表需累计同比减少6.09%。尽管地产领域拖累钢铁需求，但在制造业需求的支撑下，钢铁需求维持韧性。

**图32：螺纹表观需求（单位：万吨）**


资料来源：mysteel, 民生证券研究院

**图33：热卷表观需求（单位：万吨）**


资料来源：mysteel, 民生证券研究院

### 3.3 原料端：西芒杜铁矿正式投产，原料供需转向宽松

**西芒杜铁矿有望在年内投产发运，新增产能持续释放。**几内亚西芒杜铁矿是全球未开发的最大高品位铁矿，资源量 44.1 亿吨，平均品位超过 65%，规划南北区各 6000 万吨产能，共计 1.2 亿吨年产能。目前矿山及铁路、港口等基础设施建设顺利，25 年 11 月，西芒杜项目正式投产。赢联盟负责开发的北部矿区预计 25 年年底发运第一船矿，力拓负责开发的南部矿区预计 25 年内投产。根据世界钢协统计，2023 年全球铁矿石产量约为 24 亿吨，不完全统计下，2026、2027 年投产产能分别为 1.01、0.68 亿吨，新增产能的持续释放将使得铁矿供应转向宽松。

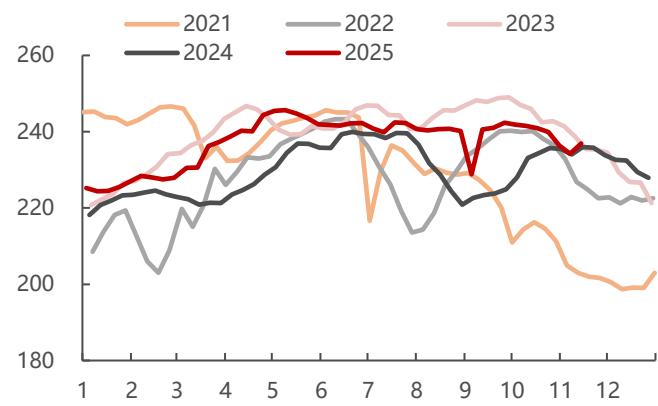
表13：海外铁矿主要新增项目 (单位：万吨)

公司	项目	所属国家	产能规划	2024年 已有	2025年 新增	2026年 新增	2027年 新增	远期产能	项目进展
RT	Western Range	澳大利亚	2500	0	750	1625	125	0	25 年 6 月 6 日正式投产
	Simandou Bolcks 3、4	几内亚	6000	0	0	1500	2400	2100	25 年底投产，2028 年全面达产
BHP	Samarco	巴西	1600	497	646	457	0	0	25 年下半年达产
FMG	Iron Bridge	澳大利亚	2200	420	420	640	600	120	23 年 8 月投产，2028 财年达产
	S11D	巴西	2000	0	188	938	813	63	产能增长项目，一期 25 年中期、二期 26 年中期投产
	Capanema	巴西	1500	0	225	1050	225	0	24 年 12 月开始调试，25 年下半年投产
VALE	Vargem Grande 1	巴西	1500	0	225	1050	225	0	24 年 9 月开始调试
	Onslow	澳大利亚	3500	493	2305	702	0	0	24 年 5 月投产，25 年下半年有望满产
	Simandou Bolcks 1、2		6000	0	0	2100	2400	1500	25 年底投产
<b>合计</b>			<b>26800</b>	<b>1410</b>	<b>4759</b>	<b>10062</b>	<b>6788</b>	<b>3783</b>	

资料来源：各公司公告，mysteel，民生证券研究院预测

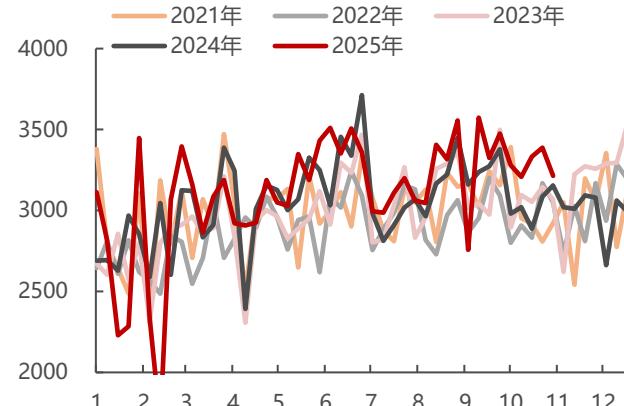
**原料价格反弹幅度有限，铁水需求见顶。**需求端，1-10 月，铁水产量同比维持高位，但在限产预期和废钢添加率低位的情况下，明年铁水产量预计同比回落，原料需求基本见顶。**铁矿端**，海外矿山陆续投产，西芒杜矿山有望 25 年底投产，新增供给持续释放，10 月以来全球发运同比明显增加，港存加速累库。**焦煤端**，矿山减产后价格有所反弹，但上方空间受到需求瓶颈制约，钢厂持续亏损下难以继续提涨。总体来看，原料价格反弹幅度有限，若限产政策进一步落地，原料价格有进一步下行的空间。

图34: 247家铁水日均产量 (单位: 万吨)



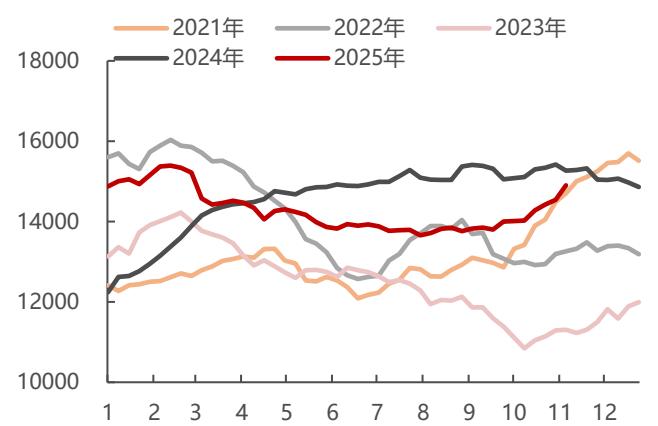
资料来源: wind, 民生证券研究院

图35: 全球铁矿发运量 (单位: 万吨)



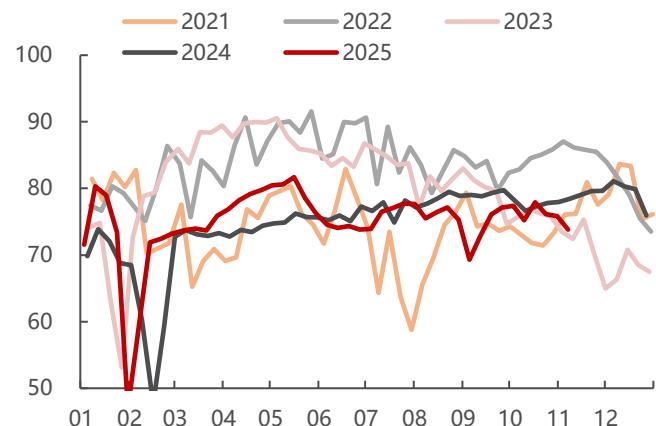
资料来源: wind, 民生证券研究院

图36: 铁矿石港口库存 (单位: 万吨)



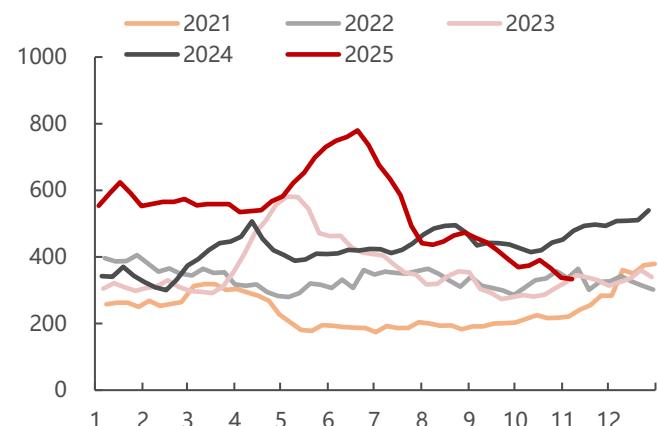
资料来源: mysteel, 民生证券研究院

图37: 焦煤 523家矿山日均产量 (单位: 万吨)



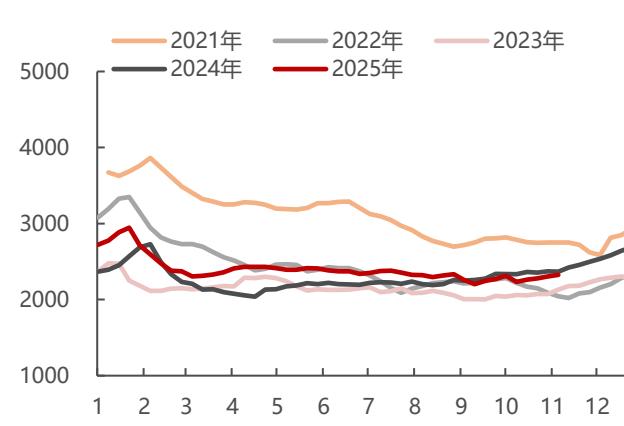
资料来源: mysteel, 民生证券研究院

图38: 焦煤矿山端库存 (单位: 万吨)



资料来源: mysteel, 民生证券研究院

图39: 焦煤总库存 (单位: 万吨)



资料来源: mysteel, 民生证券研究院

### 3.4 钢材市场总结：钢厂利润低位，产能优化蓄势待发

**钢厂利润低位，产能优化箭在弦上。**2025年8月以来，由于粗钢限产未严格执行，钢材产量保持高位，同时需求端低于预期，需求降幅同比扩大，供增需减下，钢材利润持续回落，10月开始再次进入亏损状态。若亏损状态延续，明年供给侧优化落地的可能性将大幅增加，分级分类管理/差异化限产或是主要抓手。政策控产叠加市场化出清，钢材供需格局有望改善，钢企利润有望逐步回暖。

图40：螺纹钢高炉毛利（单位：元/吨）



资料来源：mysteel，民生证券研究院

图41：螺纹钢电炉毛利（单位：元/吨）



资料来源：mysteel，民生证券研究院

图42：热轧卷板毛利（单位：元/吨）



资料来源：mysteel，民生证券研究院

图43：冷轧卷板高炉毛利（单位：元/吨）



资料来源：mysteel，民生证券研究院

## 4 投资建议：潮落至极，浪头暗生

**钢铁产能优化将是未来主线。**长期来看，钢铁产能优化将是未来主线，本轮优化或更注重扶优汰劣，通过分级分类管理进行差异化调控。年初发布的2025版钢铁行业规范条件建立了钢铁企业基础和引领全方位的指标评价体系，或将成为分级分类管理的重要抓手。

**普钢板块：关注钢铁龙头及弹性标的。**龙头企业产能规范化、高端化、绿色化等方面优势突出，有望成为差异化调控的政策倾斜方向，盈利能力有望进一步提升。建议重点关注行业龙头华菱钢铁、宝钢股份、南钢股份等，业绩修复及限产弹性标的方大特钢、新钢股份、三钢闽光、鞍钢股份等。

**特钢板块：关注下游景气及扩产标的。**受益于下游汽车、核电、火电、油气开采等领域发展，特钢消费前景广阔，部分特钢企业的在建项目有序推进，业绩有望稳定增长，建议重点关注翔楼新材、久立特材等。

**原料板块：关注非铁资源增量明确的标的。**西芒杜铁矿顺利投产，铁矿价格预计承压，部分矿企前瞻布局非铁业务，多元化布局逐步推进，建议关注铁矿及其他资源增量明确的大中矿业（铁矿+锂矿）、河钢资源（铁矿+铜矿）。

## 5 风险提示

**1) 供给优化政策不及预期。**目前钢材生产受到国家政策影响，有进一步优化的预期，若政策释放不及预期，钢材供应或将面临过剩，钢材基本面失衡，钢价下跌拖累钢厂盈利。

**3) 下游需求不及预期。**制造业是钢材重要的消费领域，其消费占比呈现逐年扩大的趋势，对钢铁需求形成支撑。若制造业需求不及预期，届时钢材消费将面临较大挑战。

**3) 原料价格大幅波动。**钢材原料铁矿石进口依存度较高，且受海外四大矿企产出影响较大，一旦出现矿山意外等事件，铁矿石价格可能出现非理性上涨，侵蚀钢厂利润。

## 插图目录

图 1: 2025Q1-3, 钢铁板块上涨 24.00% .....	3
图 2: 2025 年 10 月至今, 钢铁板块上涨 14.19% .....	3
图 3: 2025Q1-3 钢铁板块毛利率与净利率 .....	6
图 4: 2025Q3 钢铁板块毛利率与净利率 .....	6
图 5: 钢铁板块资产负债率 .....	7
图 6: 2025Q1-3 钢铁板块各公司归母净利润 .....	7
图 7: 2025Q3 钢铁板块各公司归母净利润 .....	7
图 8: 钢铁行业 2025Q3 配置比例上升 .....	8
图 9: 2025Q3 钢铁行业公募持仓比例为 0.28%, 环比上升 0.06pct .....	8
图 10: 2025Q3 南钢股份持仓市值占比上升至行业第一 .....	9
图 11: 中国月度生铁产量 (单位: 万吨) .....	11
图 12: 中国月度粗钢产量 (单位: 万吨) .....	11
图 13: 中国月度钢材产量 (单位: 万吨) .....	11
图 14: 粗钢日均产量 (单位: 万吨) .....	11
图 15: 2025 年 1-9 月各省份粗钢产量累计同比 .....	12
图 16: 超低排放改造完成情况 (截至 10 月 16 日) .....	14
图 17: 碳市场管理运转示意图 .....	14
图 18: 30 大中城市商品房成交面积 MA7 (单位: 万平方米) .....	15
图 19: 地产开发当年到位资金 (单位: 亿元) .....	15
图 20: 销售、土地成交、新开工滚动同比 .....	16
图 21: 房屋开发建设指标同比 .....	16
图 22: 地方政府新增专项债发行进度 .....	16
图 23: 基建投资累计同比增速 (单位: %) .....	16
图 24: 制造业固定资产投资累计同比 (单位: %) .....	17
图 25: 工业企业存货同比 (单位: %) .....	17
图 26: 机械设备产量累计同比 .....	17
图 27: 汽车产量及同比增速 (单位: 万辆) .....	17
图 28: 三大白电产量累计同比 .....	18
图 29: 中国粗钢净出口 (单位: 万吨) .....	18
图 30: 国际热卷价格 (单位: 美元/吨) .....	18
图 31: 2025 年 1-9 月中国向部分国家钢材出口同比增量 (单位: 万吨) .....	19
图 32: 螺纹表观需求 (单位: 万吨) .....	19
图 33: 热卷表观需求 (单位: 万吨) .....	19
图 34: 247 家铁水日均产量 (单位: 万吨) .....	21
图 35: 全球铁矿发运量 (单位: 万吨) .....	21
图 36: 铁矿石港口库存 (单位: 万吨) .....	21
图 37: 焦煤 523 家矿山日均产量 (单位: 万吨) .....	21
图 38: 焦煤矿山端库存 (单位: 万吨) .....	21
图 39: 焦煤总库存 (单位: 万吨) .....	21
图 40: 螺纹钢高炉毛利 (单位: 元/吨) .....	22
图 41: 螺纹钢电炉毛利 (单位: 元/吨) .....	22
图 42: 热轧卷板毛利 (单位: 元/吨) .....	22
图 43: 冷轧卷板高炉毛利 (单位: 元/吨) .....	22

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 .....	1
表 1: 25 年 10 月至今钢铁板块表现较好 .....	3
表 2: 25 年 10 月至今治钢原料板块表现较好 .....	4
表 3: 2025Q1-3 涨跌幅前十的个股 .....	4

表 4: 2025 年 10 月至今涨跌幅前十的个股 .....	5
表 5: 钢铁板块 2025Q1-3、2025Q3 归母净利润同比大增 .....	5
表 6: 2025Q1-3、2025Q3 普钢板块归母净利润同比大幅增加 .....	6
表 7: 钢铁行业 2025Q3 基金持仓市值前 10 大公司 .....	9
表 8: 2025Q3 基金市值增减仓前 10 大公司 .....	10
表 9: 2025Q3 基金市值增减仓后 10 大公司 .....	10
表 10: 2025 年钢铁行业供给侧相关政策梳理 .....	12
表 11: 《钢铁行业规范条件 (2025 版)》评价指标体系 .....	13
表 12: 碳排放权配额总量和分配方案 .....	14
表 13: 海外铁矿主要新增项目 (单位: 万吨) .....	20

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048