



政策催化可期，业绩改善共振

—— 钢铁行业 2026 年度策略报告

钢铁行业首席分析师：赵良毕

分析师：洪烨

政策催化可期，业绩改善共振

--钢铁行业 2026 年度策略报告

2025 年 11 月 22 日

核心观点

- **2025 年回顾：行业边际改善迹象已现。**1) 2025 年至今钢铁涨幅全行业第 8，超额收益可观，Q3 单季度市场表现优异，普钢持仓市值维持高位；2) 2025Q1-Q3 钢铁行业实现营业收入 14,252.05 亿/+6.4%，归母净利润 218.53 亿，同比扭亏为盈，2025Q3 单季度实现营业收入 4,801.23 亿/+0.1%，环比-0.6%，归母净利润 87.16 亿，同比扭亏为盈；3) 反内卷政策逐步深化，环保与能效标准明确且可监测度高，叠加产能置换重启，行业出清有望加速推进，行业集中度有望提升。
- **2026 年展望：与市场不同观点在于，我们对钢铁行业 2026 年表现持乐观态度，主要基于：**1) 利好政策的持续推进，行业关注度有望提升。2024 年 6 月国家发改委等 5 部门联合发布《钢铁行业节能降碳专项行动计划》，提出到 2025 年底钢铁行业能效标杆水平以上产能占比达 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，环保与能效标准趋严下产能快速出清，后续利好政策不断推出，钢铁行业结构优化成效显著。2) **业绩有望边际改善，未来动能强劲。**2025Q1-Q3 钢铁行业同比扭亏，Q3 单季度冶钢原料盈利环比高增，销售毛利率回归中枢水平，Q3 单季度应收与存货周转回暖，结合 2025 年 9 月工信部等 5 部门联合发布《钢铁行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》，提出 2025-2026 年钢铁行业增加值年均增长 4% 左右等要求，行业边际改善具备较强确定性。
- **投资建议：**2025Q1-Q3 钢铁行业同比扭亏为盈，盈利能力显著改善。需求侧地产步入调整期，同时新基建、新能源等制造用钢的兴起，支撑板材与特钢景气，行业集中度稳步提升；反内卷政策逐步深化，出清有序推进；中长期看，钢铁行业稳增长、强调绿色化、智能化与科技创新，高品质特殊钢与高端装备用特种合金钢具备稀缺性，相关龙头占据技术与资金优势有望持续受益。当前钢铁是良好的配置时点，政策支撑与业绩边际改善可期，**建议关注以下方面：**（1）品种结构不断优化，持续稳定的高分红子行业龙头标的，关注中信特钢、华菱钢铁、南钢股份、首钢股份等；（2）高技术壁垒对抗“内卷”，业绩与估值修复空间显著可期，关注方大特钢、新钢股份、久立特材等；（3）中长期供给格局改善的上游资源品，关注包钢股份、海南矿业、河钢资源、金岭矿业等。
- **风险提示：**控产限产不及预期的风险；下游需求修复缓慢的风险等。

重点关注公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
688981.SH	中信特钢	1.04	1.14	1.23	13.27	12.09	11.13	推荐
002273.SZ	首钢股份	0.16	0.19	0.23	23.57	20.47	17.94	推荐
688008.SH	海南矿业	0.38	0.43	0.48	31.16	27.83	24.70	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

钢铁行业

推荐 维持评级

分析师

赵良毕

☎：010-8092-7619

✉：zhaoliangbi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030003

洪烨

☎：0755-8347-9312

✉：hongye_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523060002

相对沪深 300 表现图

2025-11-21



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河钢铁】行业周报_钢价平稳运行，行业整体效益改善
2. 【银河钢铁】行业点评：盈利修复，关注供给侧变革——钢铁行业 25Q3 业绩综述
3. 【银河钢铁】行业周报_行业供需结构优化，聚焦十五五发展规划

目录

Catalog

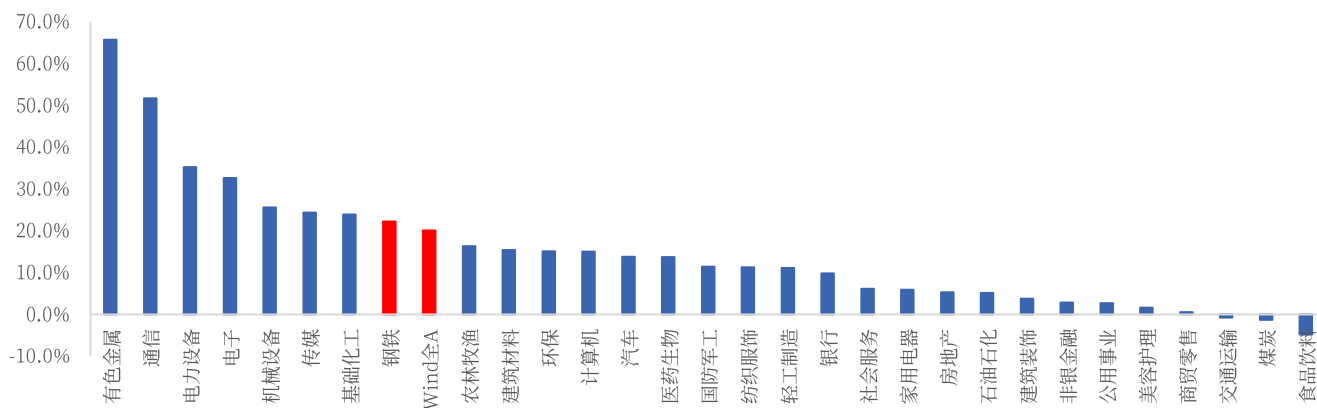
一、 2025 年回顾：钢铁超额收益可观，盈利能力改善	4
（一）市场表现：钢铁涨幅全行业第 8，普钢持仓市值维持高位	4
（二）基本面纵览：2025Q1-Q3 钢铁行业同比扭亏，盈利能力有所改善	6
二、 反内卷政策密集落地，政策利好带动景气度回升	11
（一）钢铁大体量、弱盈利、强外部性令反内卷势在必行，政策密集落地	11
（二）2026 年展望：环保与能效管控趋严，利好政策有望加速落地	16
三、 行业集中度提升成效初显，供需关系有望改善	18
（一）量价有望逐步合理转变，行业集中度提升成效初显	18
（二）2026 年展望：下半年需求加速释放，供需关系有望改善	23
四、 铁矿石或转入宽松周期，上游资源品价值突显	26
（一）铁矿石保供是国家战略，资源品价值突出	26
（二）2026 年展望：铁矿石或步入成本支撑定价，盈利能力有望加强	28
五、 投资建议	29
（一）估值分析：特钢估值处于低位，钢价或触底回升提振市场信心	29
（二）投资建议：政策与业绩催化，关注三大投资方向	30
六、 风险提示	32

一、2025 年回顾：钢铁超额收益可观，盈利能力改善

（一）市场表现：钢铁涨幅全行业第 8，普钢持仓市值维持高位

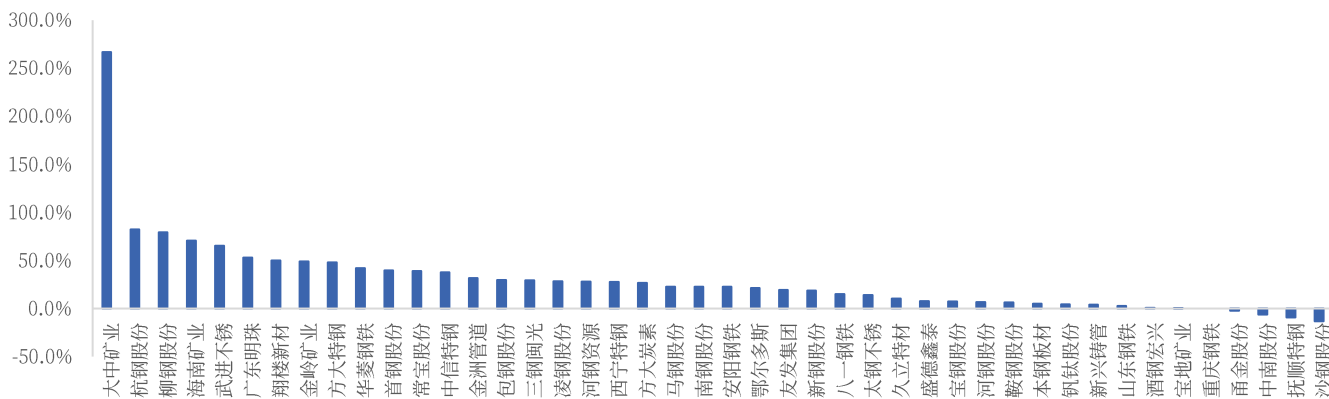
2025 年至今钢铁行业整体超额收益可观，Q3 单季度市场表现优异。2025 年至今（11 月 21 日）SW 钢铁行业指数累计上涨 22.2%，主要由 Q3 贡献（Q3 的+17.4%>Q1 的+5.6%>Q4 至今的+3.1%>Q2 的-4.4%），在 30 个 SW 一级行业指数中位列第 8，且涨幅高于 Wind 全 A 的 20.1%，下游需求企稳、原料较成材价格更弱下盈利逐步修复，企业经营状况改善，叠加控产限产管控积极推进，市场对于供给收缩带来的格局优化预期增强，钢铁行业整体录得可观的超额收益，细分行业上，冶钢原料（+41.2%）>普钢（+20%）>特钢（+13.7%），44 支钢铁行业个股中涨幅排名前五的为大中矿业（+266.7%）、杭钢股份（+82.4%）、柳钢股份（+79.3%）、海南矿业（+70.5%）、武进不锈（+65.2%）。

图1：20250101-1121 SW 一级行业与 Wind 全 A 指数涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：20250101-1121 钢铁行业个股涨跌幅

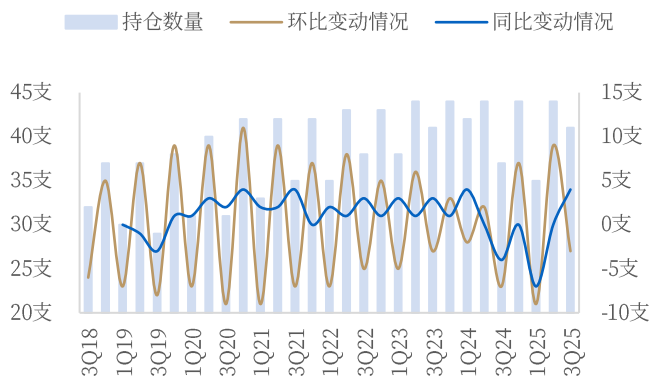


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

基金持续关注，2025Q3 钢铁持仓总市值同比上升。截至 2025Q3 基金对钢铁行业持仓标的数量为 41 支，持仓金额 219.91 亿/+22.4%，环比-36.08%，钢铁全行业配比 0.5%，环比-0.1pct，基金持仓占钢铁行业流通 A 股比例 2.4%，环比-0.2pct。基金对钢铁行业持仓数量呈现一定周期性，Q1 与 Q3 持仓数量普遍较低，Q2 与 Q4 回暖，2025 年上半年基金对钢铁行业持仓标的的数量为 44

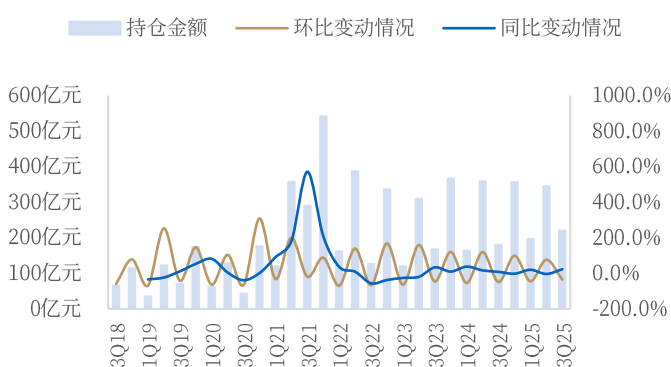
支，持仓金额 344.02 亿。

图3：钢铁行业持仓数量及变动



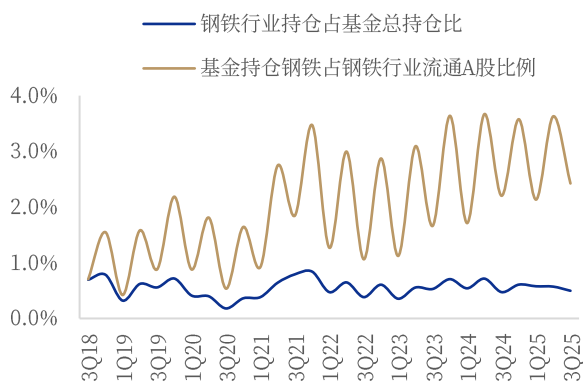
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：钢铁行业持仓金额变动



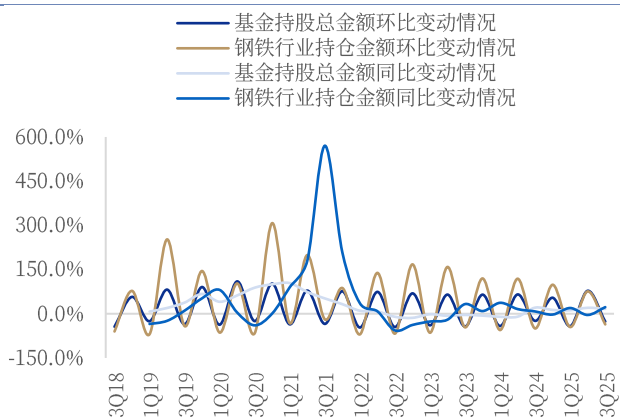
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：钢铁行业持仓占比情况变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：基金对钢铁行业持仓金额及总体变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

普钢持仓市值较高，前十大重仓股占比稳定。2025Q3 基金对钢铁行业持仓前十大标的的占总持仓的 80.4%，环比-0.7pct，持仓前五大标的的占总持仓的 64.8%，环比+2.7pct。2025Q3 钢铁行业基金持仓市值排名前十的个股分别为：包钢股份（35.96 亿）、南钢股份（30.14 亿）、宝钢股份（27.97 亿）、久立特材（22.96 亿）、华菱钢铁（21.08 亿）、中信特钢（9.54 亿）、方大特钢（8.17 亿）、抚顺特钢（5.19 亿）、新钢股份（5.13 亿）、翔楼新材（5.06 亿）。基金持仓市值占流通 A 股比例排名前十的个股分别为：翔楼新材（11.1%）、久立特材（9.9%）、南钢股份（9.3%）、方大特钢（6.5%）、抚顺特钢（5%）、包钢股份（4.8%）、华菱钢铁（4.7%）、新钢股份（3.9%）、三钢闽光（3.4%）、甬金股份（2.7%）。钢铁行业前十大重仓股集中度稳定，依历史数据，普钢与特钢龙头仍是机构青睐方向。细分来看普钢行业中包钢股份、南钢股份、宝钢股份等以及特钢行业中久立特材、中信特钢等持仓维持较高占比。

表1：2025Q3 基金对钢铁行业前十大重仓股

证券代码	证券简称	持股基金数（支）	持仓市值（亿元）	持仓市值环比	持仓数量（万股）	占流通 A 股比例
600010.SH	包钢股份	15	35.96	16.48%	151,104.28	4.82%
600282.SH	南钢股份	93	30.14	3.25%	57,409.64	9.31%
600019.SH	宝钢股份	56	27.97	-63.49%	39,556.81	1.82%

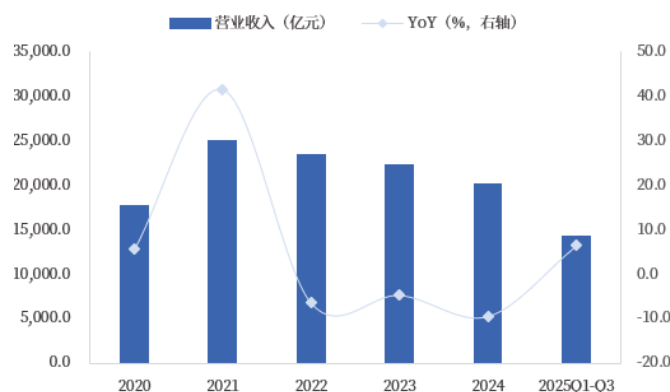
002318.SZ	久立特材	42	22.96	-44.79%	9,420.84	9.87%
000932.SZ	华菱钢铁	68	21.08	-23.32%	32,476.49	4.70%
000708.SZ	中信特钢	24	9.54	-56.55%	7,002.47	1.39%
600507.SH	方大特钢	10	8.17	15.31%	15,072.63	6.52%
600399.SH	抚顺特钢	8	5.19	-27.48%	9,860.59	5.00%
600782.SH	新钢股份	23	5.13	-71.41%	12,263.21	3.90%
301160.SZ	翔楼新材	6	5.06	-40.99%	846.09	11.09%

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

(二) 基本面纵览: 2025Q1-Q3 钢铁行业同比扭亏, 盈利能力有所改善

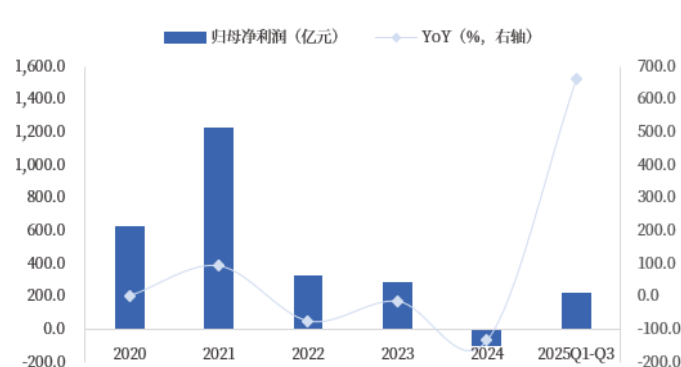
2025Q1-Q3 钢铁行业同比扭亏为盈, Q3 单季度冶钢原料盈利环比高增。据 SW 行业分类(2021 版, 下同), 2025Q1-Q3 全 A 钢铁行业实现营业收入 14,252.05 亿/+6.4%, 归母净利润 218.53 亿, 同比扭亏为盈, 2025Q3 单季度实现营业收入 4,801.23 亿/+0.1%, 环比-0.6%, 归母净利润 87.16 亿, 同比扭亏为盈, 环比+12.2%, 2025Q3 营业收入 TTM 与归母净利润 TTM 同比分别位于 2020 年以来的 22.7%与 100%分位。

图7: 2020-2025Q3 全 A 钢铁行业营业收入与增速



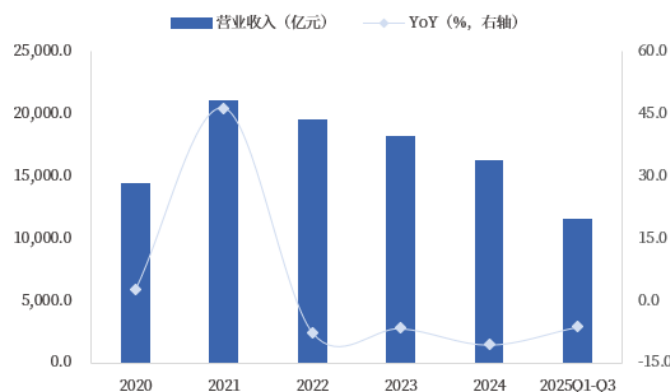
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 2020-2025Q3 全 A 钢铁行业归母净利润与增速



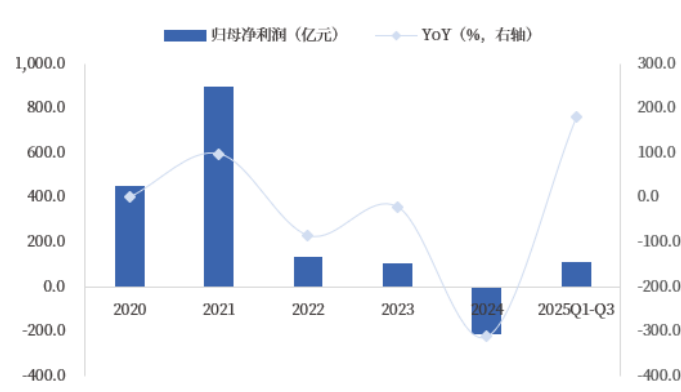
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 2020-2025Q3 全 A 普钢行业营业收入与增速



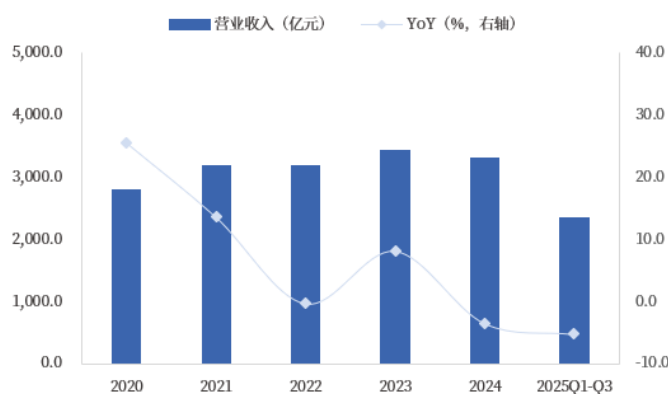
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 2020-2025Q3 全 A 普钢行业归母净利润与增速



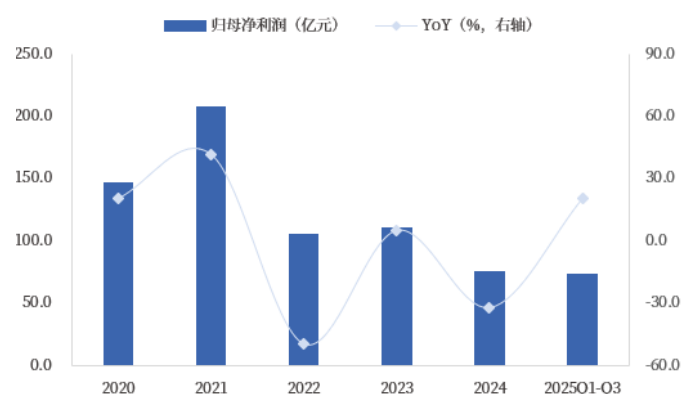
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 2020-2025Q3 全 A 特钢行业营业收入与增速



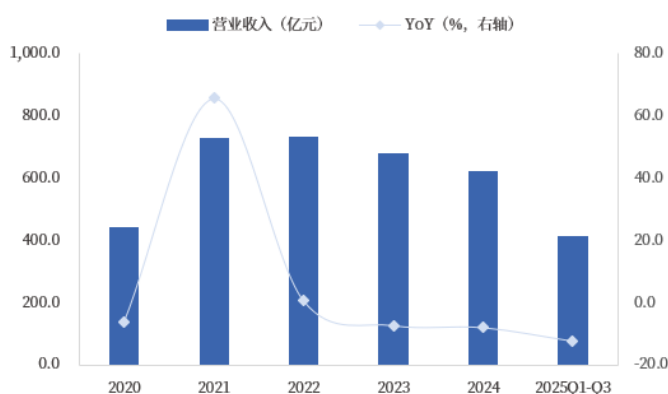
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 2020-2025Q3 全 A 特钢行业归母净利润与增速



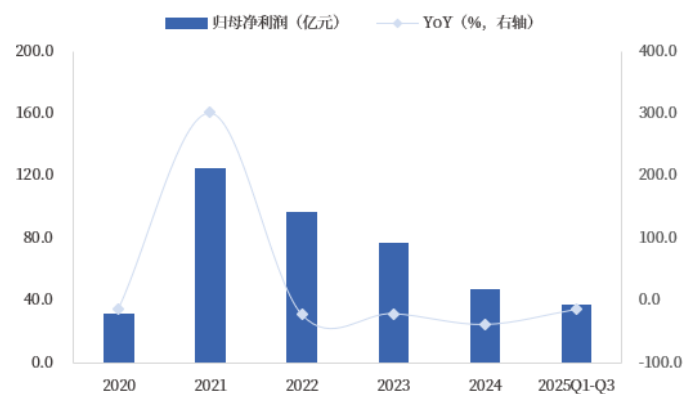
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 2020-2025Q3 全 A 冶钢原料行业营业收入与增速



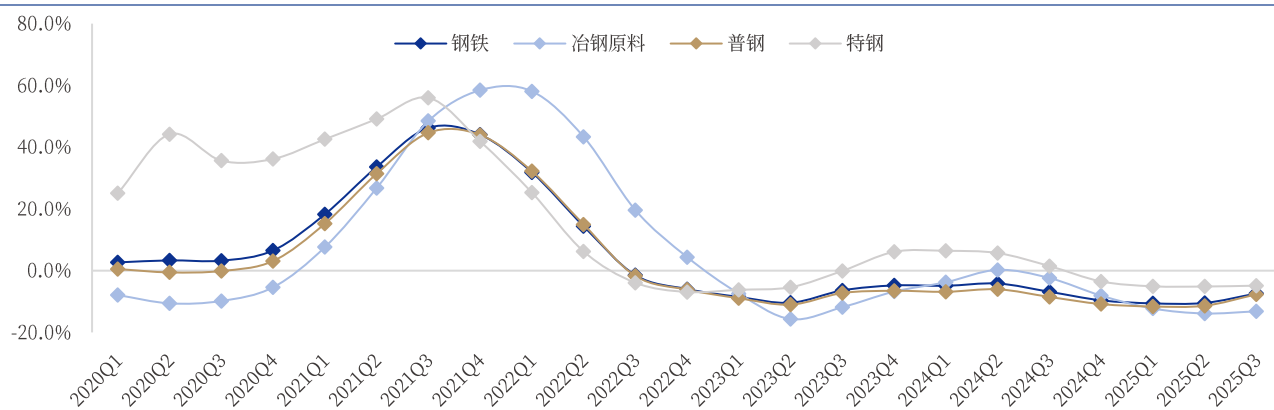
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 2020-2025Q3 全 A 冶钢原料行业归母净利润与增速



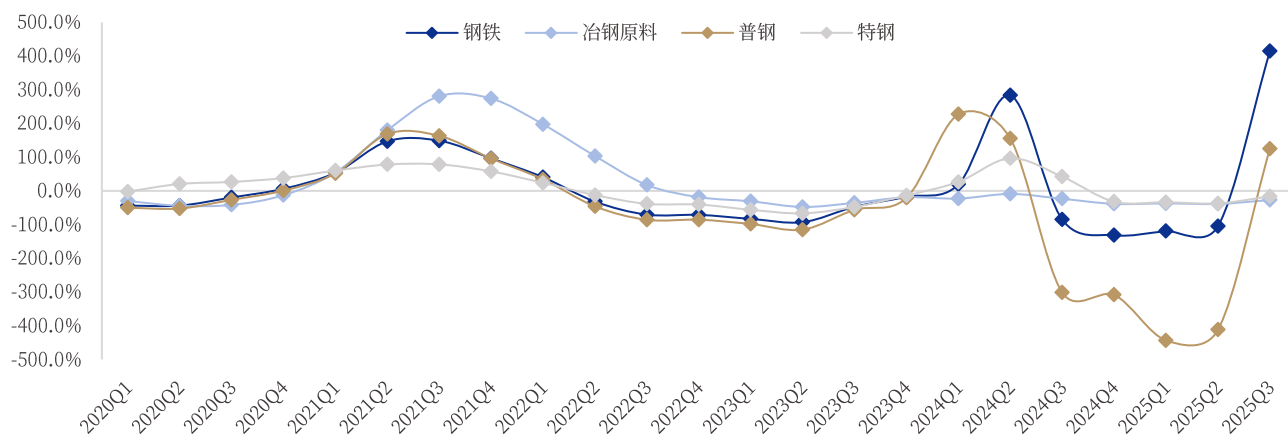
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业营业收入 TTM 同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

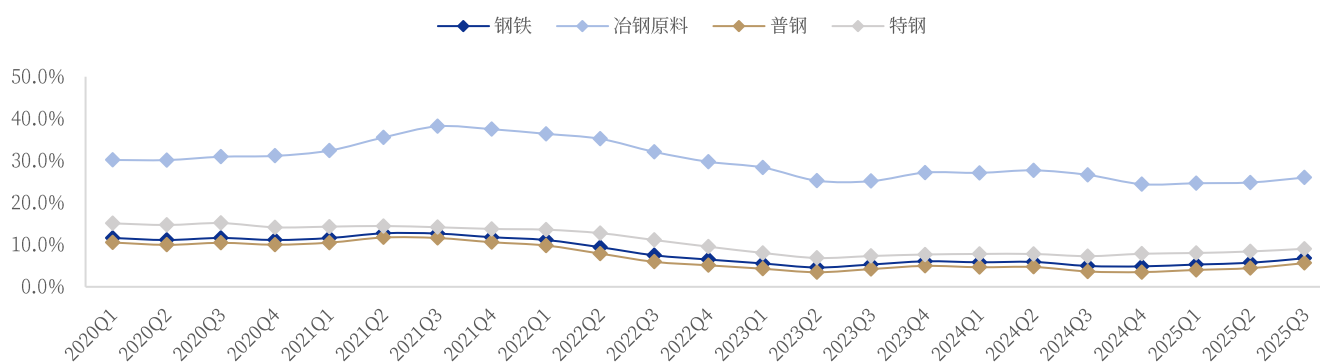
图16: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业归母净利润 TTM 同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

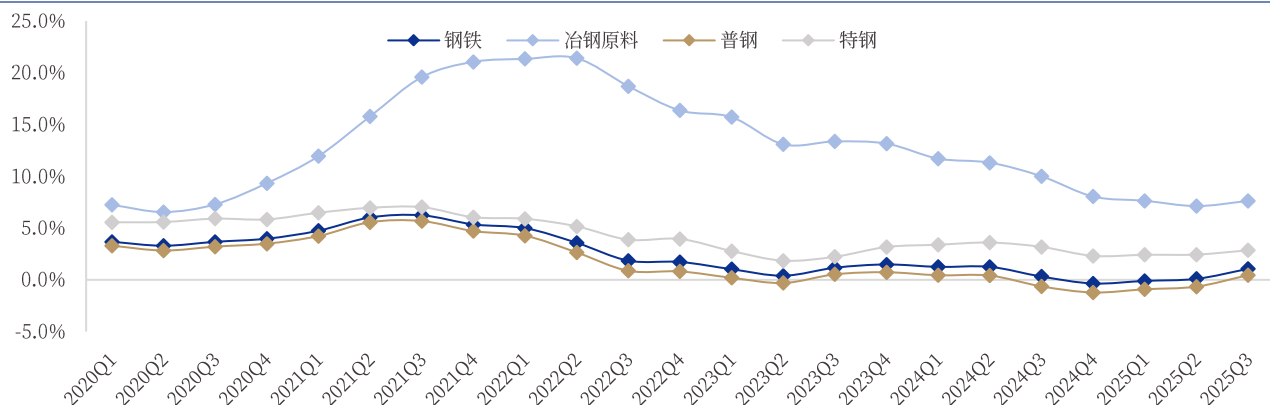
2025Q1-Q3 钢铁行业盈利能力同比显著改善，销售毛利率回归中枢水平。2025Q1-Q3 全 A 钢铁行业实现销售毛利率 7.2%/+2.6pct, 销售净利率 1.8%/+1.9pct, 加权 ROE 2.4%/+2.8pct, 2025Q3 单季度实现销售毛利率 7.6%/+4.3pct, 环比+0.1pct, 销售净利率 2.2%/+3.9pct, 环比+0.3pct, 加权 ROE 1%/+1.9pct, 环比+0.1pct, 2025Q3 销售毛利率 TTM、销售净利率 TTM、加权 ROE_TTM 分别位于 2020 年以来的 50%、27.2%、22.7%分位。

图17: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业销售毛利率 TTM



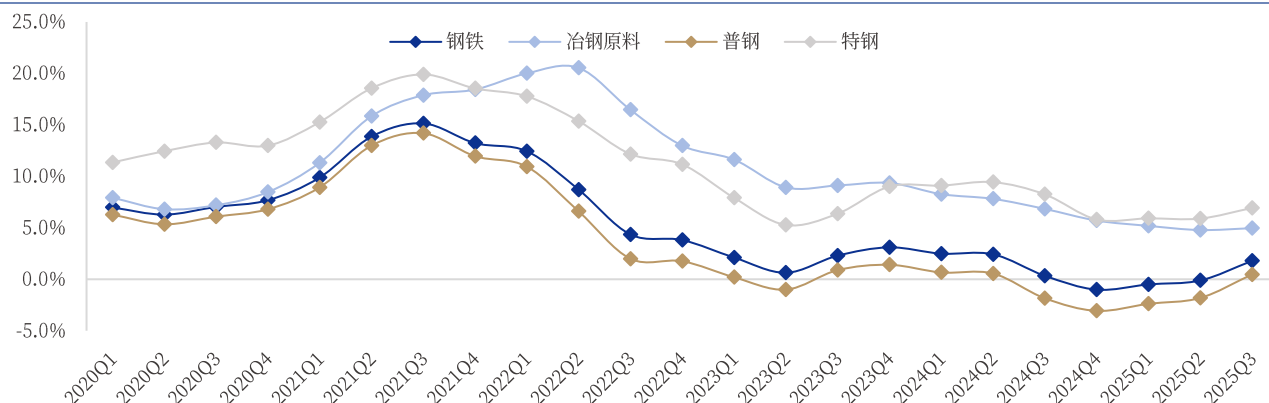
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业销售净利率 TTM



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

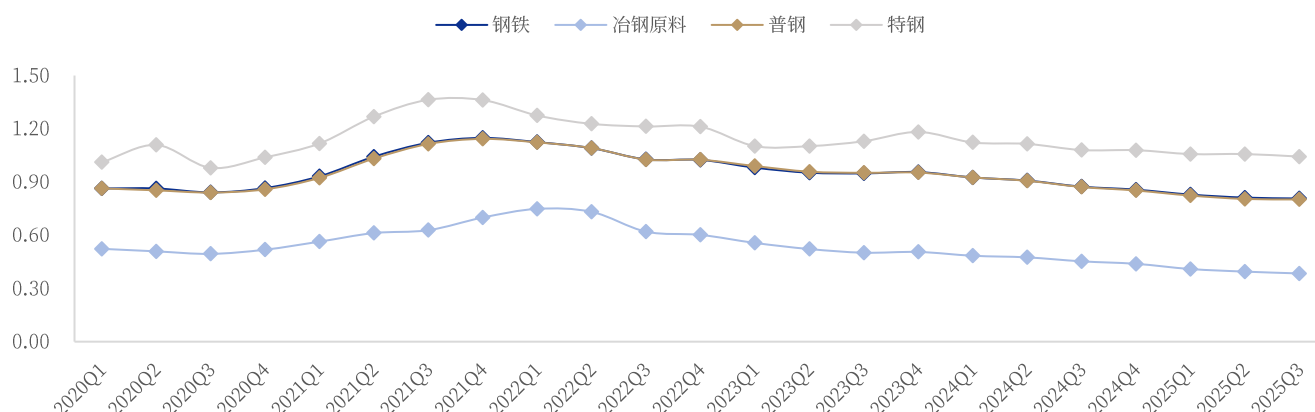
图19: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业加权 ROE_TTM



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

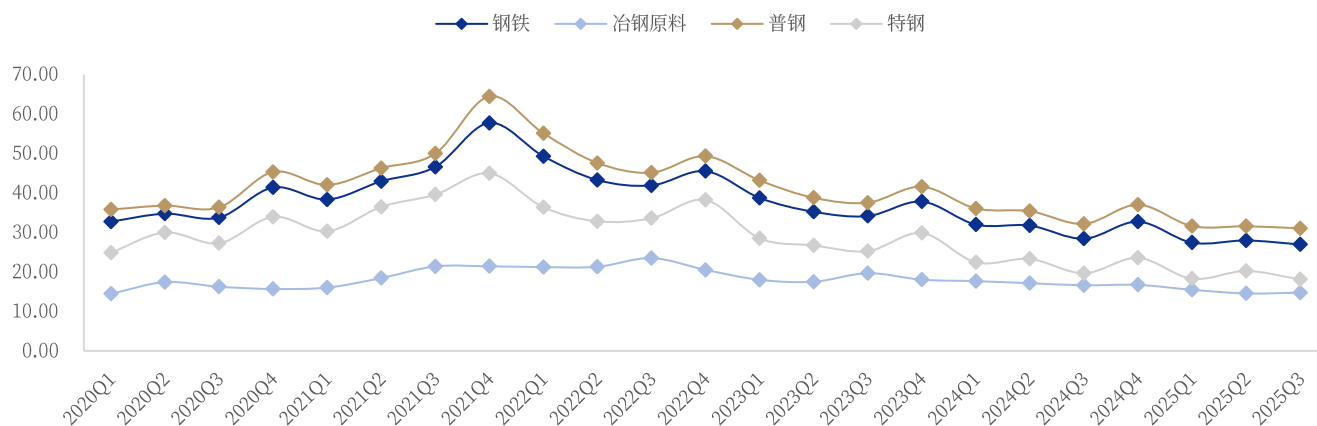
2025Q1-Q3 钢铁行业营运能力整体下行, Q3 单季度应收与存货周转回暖。2025Q1-Q3 全 A 钢铁行业总资产周转率 0.61 次/-0.04 次, 应收账款周转率 22.25 次/-0.11 次, 存货周转率 5.55 次/-0.09 次, 固定资产周转率 1.46 次/-0.19 次, 2025Q3 单季度总资产周转率 0.2 次, 同比与环比基本持平, 应收账款周转率 7.08 次/+0.41 次, 环比+0.11 次, 存货周转率 1.9 次/+0.09 次, 环比+0.03 次, 固定资产周转率 0.42 次/-0.01 次, 环比基本持平, 2025Q3 总资产周转率 TTM 与应收账款周转率 TTM 均创 2020 年以来的新低, 存货周转率 TTM、固定资产周转率分别位于 2020 年以来的 36.3%、4.5%分位。

图20: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业总资产周转率 TTM (单位: 次)



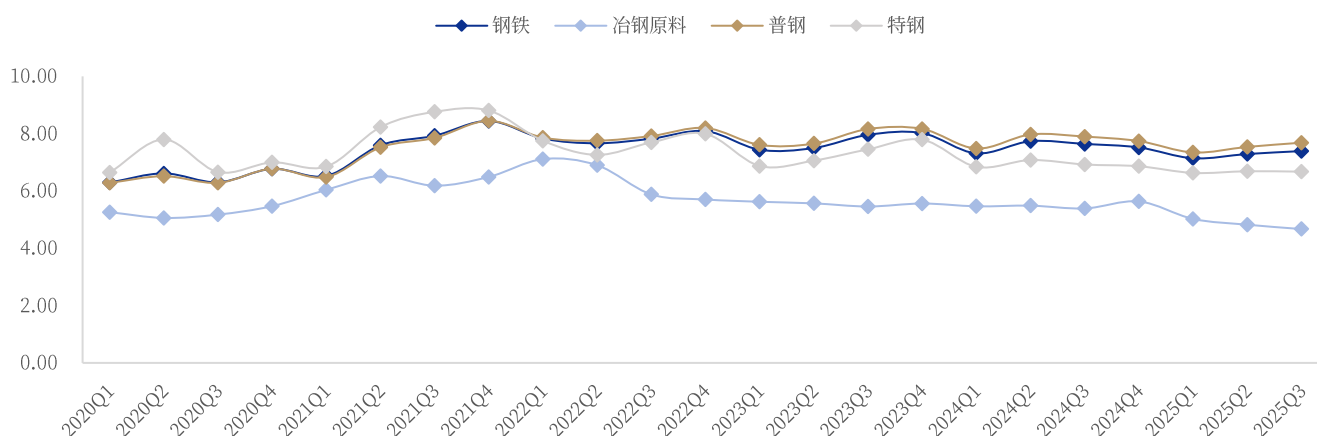
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业应收账款周转率 TTM (单位: 次)



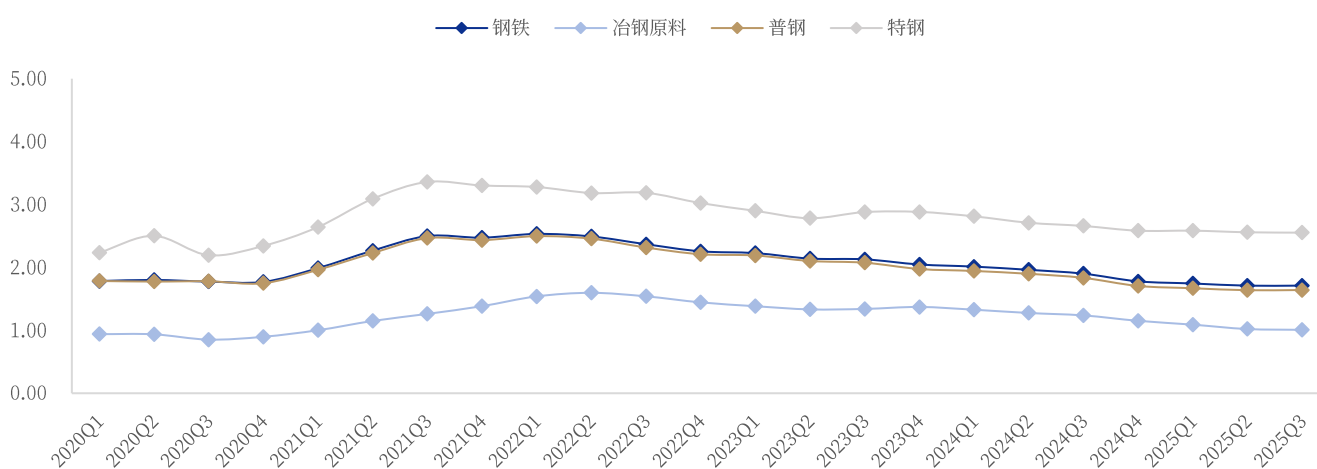
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业存货周转率 TTM (单位: 次)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业固定资产周转率 TTM (单位: 次)



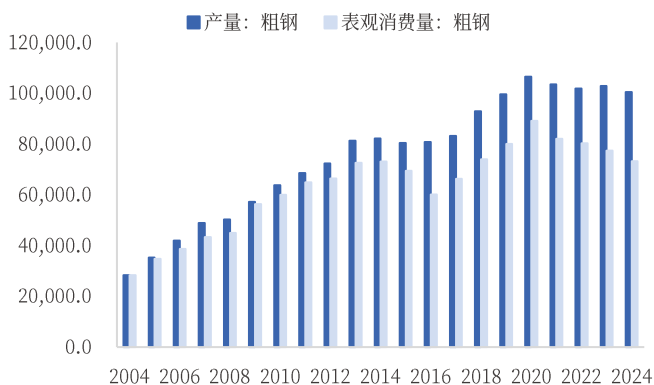
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、反内卷政策密集落地，政策利好带动景气度回升

（一）钢铁大体量、弱盈利、强外部性令反内卷势在必行，政策密集落地

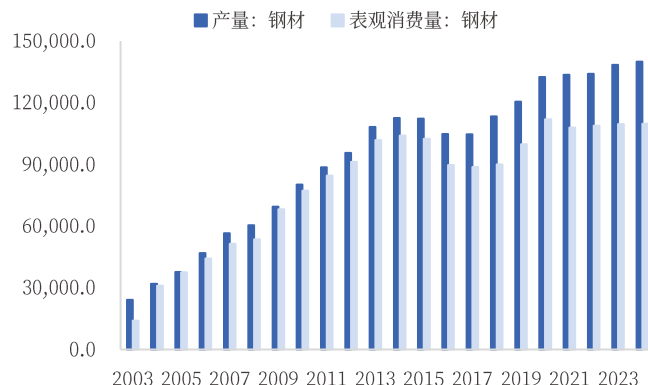
产能过剩苦钢铁久矣，反内卷势在必行。新世纪以来国内钢铁行业大致经历五轮产能周期，第一轮为 2000-2005 年，1998 年亚洲金融危机国内房地产市场改革，钢铁跟随房地产扩充产能，民营钢企逐步诞生，第二轮为 2005-2008 年，2005 年后经济过热，国家进行了一定程度的宏观调控，但整体趋势依然向上，钢铁在经历价格的短暂回调后又重新回归增产周期，国有钢企盈利修复，第三轮为 2009-2015 年，为对冲 2008 年金融危机影响，国家大力刺激宏观经济，钢铁产能继续扩张，但随着经济增长自高速转为中高速，钢铁过剩问题日趋突显，国有钢企依靠信贷优势屹立不倒，民营钢企则低成本地快速入场，形成较大规模的表外产能，第四轮为 2016-2021 年，供给侧改革明确钢铁未来严禁新增产能，彻底结束此前盲目竞争规模、“劣币驱逐良币”的发展模式，存量产能亦逐渐去化，叠加棚改货币化的需求拉动，钢铁盈利出现历史级别回升，第五轮为 2022 年至今，资管新规、三道红线、五档分类降房地产三重杠杆成效显著，“房住不炒”进一步引导房地产市场回归理性，尽管“双碳”背景下钢铁步入产能与产量双控通道，但依旧无法匹配需求的快速回落，钢价中枢下行。2024 年国内粗钢产量 10.05 亿吨/-2.3%，粗钢表观消费量 7.33 亿吨/-5.3%，2024 年国内钢材产量 14 亿吨/+1.2%，钢材表观消费量 10.99 亿吨/+0.2%，供需剪刀差持续扩大。分区域看，2024 年国内钢材产量最大的华北地区占比 34.7%，钢材消费仅占 21.3%，东北地区钢材产量占比 7.1%，钢材消费仅占 4.1%，华北与东北的钢材净流出，与华东、中南、西南、西北地区的钢材净流入，体量均较大，形成“北钢南运”的局面。

图24：2004-2024 年国内粗钢产量与表观消费量（单位：万吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图25：2003-2024 年国内钢材产量与表观消费量（单位：万吨）

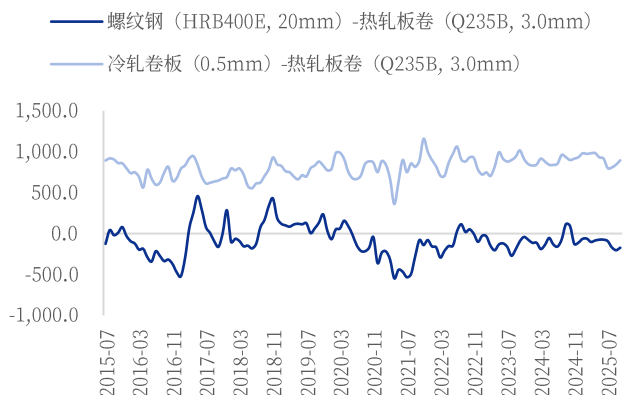


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

此外，不同钢材品种间价差的扩张或收敛情况亦可反映钢铁供需格局，通常而言高端产品的售价中除包含原料与加工成本、制造费用、合理利润外，还会有一定溢价，当这种溢价难以维系时格局大概率处于恶化状态。2025 年 10 月国内螺卷价差-173 元/吨，冷热价差 894.94 元/吨，2025 年 9 月国内 247 家典型钢企高炉开工率 83.4%/+3.7pct，环比-0.5pct，黑色金属冶炼及压延加工业产能利用率 80.1%/+2.7pct，环比-0.7pct，本质上国内钢铁行业作为一个“两头在外”的中游制造业，需要通过维持较高水平的高炉开工率与产能利用率以摊薄固定成本。近年来钢铁行业在产能置换政策的执行过程中，存在违建、多建等问题，导致 2024 年 8 月工信部暂停钢铁产能置换工作。现阶段基于能源获取、员工技能、生产效率等方面的优势，国内钢铁生产成本普遍低于海外，尤其是海

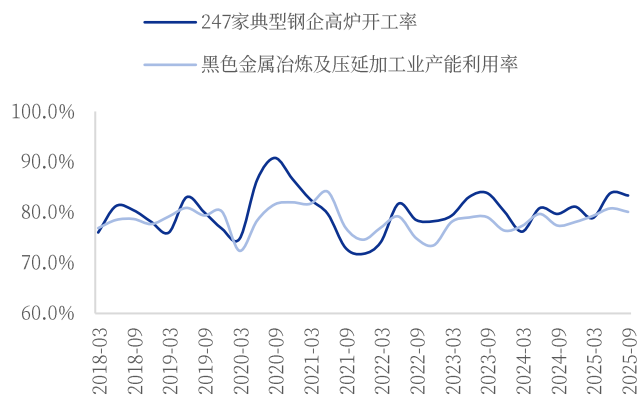
外的发展中国家，当内需不足时钢企往往通过主动降价的方式在海外市场攫取份额，缓解窘境，“以价换量”遏制钢企减产意愿，2024 年国内粗钢出口数量 1.24 亿吨/+25%，钢材出口数量 1.11 亿吨/+22.7%，与之相对应的是钢材出口平均单价 757.72 美元/吨，同比-21.5%。

图26：2015-2025M10 国内螺卷与冷热价差（单位：元/吨）



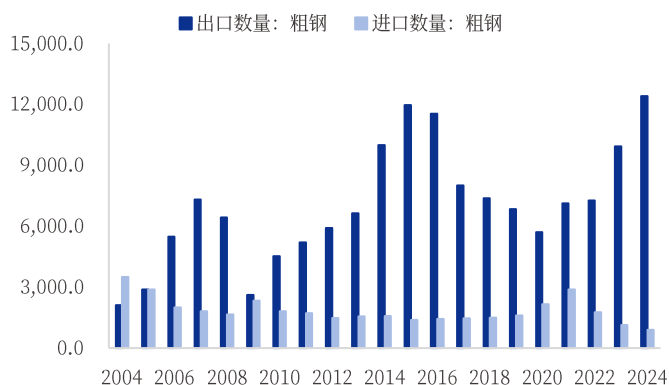
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图27：2018-2025Q3 国内钢铁高炉开工率与产能利用率



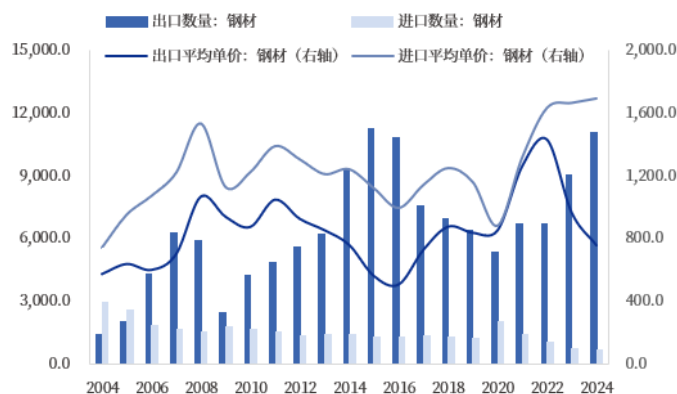
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图28：2004-2024 年国内粗钢进出口数量（单位：万吨）



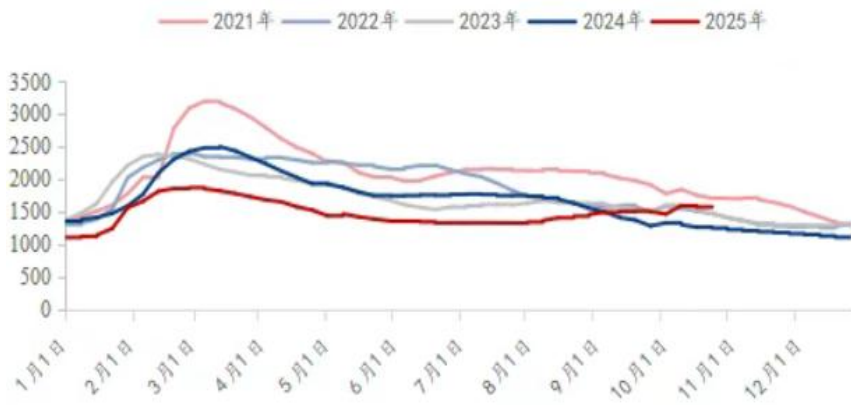
资料来源：Wind，海关总署，中国银河证券研究院

图29：2004-2024 年国内钢材进出口量价（单位：万吨，美元/吨）



资料来源：Wind，海关总署，中国银河证券研究院

图30：2021-2025M10 国内五大品种钢材总库存（单位：万吨）



资料来源：Mysteel，中国银河证券研究院

钢铁行业具备大体量、重资产、弱盈利、强外部性特征，反内卷政策密集落地。不可否认国内特定行业产能的快速扩张与全球竞争优势的快速建立，与内卷式竞争效应密切相关，内卷式竞争必然会倒逼国内企业尽量通过短期固定资产大规模投入以促进自身产能规模的快速扩张，这也导致长期以来中国拥有全球的资本形成率水平，2024年为40.6%，即便与历史上经济高速增长时期的发达国家相比依旧偏高，进而在最短时间内较国内其他地区企业抢先获得产业外部规模经济与企业内部规模经济所带来的低成本竞争优势，实现国内占有率的快速抬升，而此后这些企业又大概率会利用中国超大规模经济体的便利，将此种规模经济向全球市场渗透与扩散，成为支撑中国产品服务与工业体系在全球范围内难以被替代与超越的核心源泉，各级地方政府以财政补贴为主的产业政策又在相当程度上强化了这一趋势，因此国内企业典型的竞争行为，并非通过前期巨额研发投入以创造企业自身差异化，而是普遍陷入到比拼谁比谁更快实现、更能实现规模经济，对先发企业而言，核心竞争策略是尽快通过规模扩张构筑护城河，阻止其他企业竞争追赶与市场进入，对后发企业而言，核心竞争策略是尽快通过规模扩张拿到低成本优势，攫取低价制定权，以实现先发企业既有份额的赶超。但自2022年10月至今，国内PPI当月同比已连续37个月处于负值区间，2024年国内41个工业大类中有32个利润率低于10%、有18个利润率低于5%，内卷式竞争副作用与负反馈令人担忧。

2023年12月中央经济工作会议指出进一步推动经济回升向好需要克服一些困难与挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多；

2024年7月中央政治局会议则首次明确“反内卷”，要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争，强化市场优胜劣汰机制畅通落后低效产能退出渠道，但在当时并未引发资本市场的广泛关注；

2024年12月中央经济工作会议指出综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府与企业行为，积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业；

2025年1月国家发改委发布《全国统一大市场建设指引（试行）》，指出加力破除地方保护与市场分割，规范地方政府招商引资行为；

2025年3月两会指出加快建立健全基础制度规则，破除地方保护与市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争，治理表述自“防止”升级为“综合整治”，同时写入政府工作报告，资本市场关注度逐步提升，同月《求是》杂志发表习总书记重要文章《经济工作必须统筹好几对重要关系》，指出坚持供需两侧协同发力、动态平衡，持续深化供给侧结构性改革，有进有退、有保有压，增强供给与需求的适配性、平衡性；

2025年4月中国钢铁协会秘书长姜维先生在2025Q1信息发布会上表示，防止恶性竞争应成为全体钢铁企业共同遵守的行业准则。为整治当前钢铁行业“内卷式”竞争，将于近期对2024年全年及2025Q1钢铁主业现金流为负、粗钢产量仍在增长的6家企业予以提醒；

2025年5月市场监督管理总局提出十项措施整治“内卷式”竞争，分别为（1）严厉查处不正当竞争违法行为；（2）依法加强重点行业和领域价格监管；（3）切实加大质量监督检查力度；（4）坚决打击侵权假冒、制假售假等违法行为；（5）运用信用手段赋能治理“内卷式”竞争；（6）发挥质量、标准支撑作用引领产业优化升级；（7）大力支持企业开拓多元化市场；（8）深入实施公平竞争审查制度；（9）积极推动行业加强自律依法竞争；（10）不断提升企业公平竞争合规管理能力；

2025年6月十四届全国人大常委会会议审议《反不正当竞争法（修订草案）》，将“内卷式”竞争正式纳入法律规制，同月中国钢铁工业协会向国家有关部委提出对钢坯出口进行限制的建议，人民日报发表文章《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》，指出要深化要素市场化配置改革，主动打破地方保护、市场分割与“内卷式”竞争；

2025年7月中央财经委员会第六次会议令“反内卷”彻底成为资本市场焦点，强调纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，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，《求是》杂志发表文章《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》，明确“内

卷式”竞争形成的主要原因是面对我国强大的工业生产能力，有效需求不足导致企业为了生存不得不在有限的市场空间内进行竞争，另外地方保护、恶性比拼招商引资政策等行为不仅妨碍资源要素高效流动，同时导致一些本该淘汰的落后与过剩产能不能及时退出市场，同月中央政治局会议强调推动市场竞争秩序持续优化，依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理；

2025年9月《求是》杂志发表习总书记重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》，指出着力整治企业低价无序竞争乱象，对于“内卷”重灾区要依法依规有效治理，更好地发挥协会自律作用，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。

而钢铁行业具备大体量、重资产、弱盈利特征，且对地方乃至全国GDP、税收、就业贡献良多，外部性强，“卷产量、卷价格、卷品种”风气盛行，与光伏、汽车、水泥等领域共同构筑反内卷高地，据张杰等《中国“内卷式”竞争的主要特征、形成机制及其破解之道》，中国“内卷式”竞争有“同质化竞争显著+低价格竞争模式盛行”、“行业内无序竞争格局突出+企业之间模仿跟随行为盛行”、“行业层面产能利用率低下+产能过剩现象突出”、“行业总体利润率低下+企业利润短期大幅度波动”四大特征，国内钢铁行业已陷入“规模经济-低成本优势”囚徒困境式的纳什均衡。

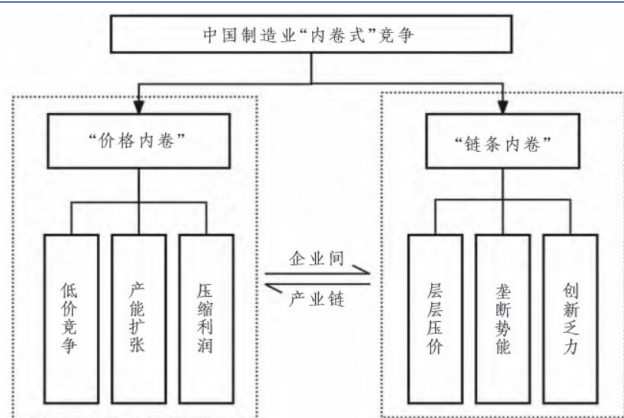
2025年1月工信部发布《钢铁行业规范条件（2025年版）》，将基本要求、工艺装备、环境保护、资源消耗、安全生产、质量管理6项一级指标与20项二级指标作为基础型规范企业的评价依据，将高端化、智能化、绿色化、高效化、安全化、特色化6项一级指标与32项二级指标作为引领型规范企业评价依据，通过分级分类引导地方政府、银行等的支持方向与力度；

2025年3月中国钢铁工业协会召开钢铁产能治理新机制、钢铁产能置换政策评估课题启动会，推行“三定三不要”原则，组织自律控产，遏制盲目扩产；

2025年8月工信部等5部门联合发布《钢铁行业稳增长工作方案（2025-2026年）》，继续实施产量压减政策，按照支持先进企业发展、倒逼落后低效产能退出的原则落实年度产量调控任务，促进供需动态平衡；

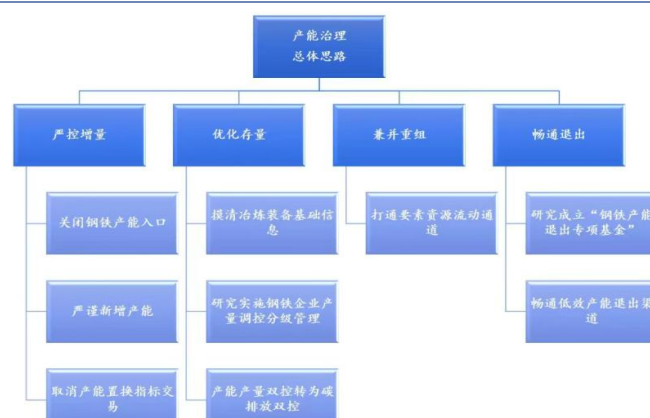
2025年10月工信部发布《钢铁行业产能置换实施办法（征求意见稿）》，在置换比例上全国统一要求不低于1.5:1，兼并重组的合规产能不低于1.25:1，对于“未实际建成投产”、“连续2年每年运转天数不足90天”的产能，不得用于置换。

图31：中国制造业“内卷式”竞争的具体表现



资料来源：黄群慧、叶其楚《中国制造业“内卷式”竞争现象及其形成机制研究》，中国银河证券研究院

图32：国内钢铁产能治理总体思路



资料来源：中国钢铁工业协会，中国银河证券研究院

表2：钢铁行业具备大体量、弱盈利特征（41个工业大类按2024年利润率降序排列）

工业大类	2024年营业收入 (亿元)	2024年营业 收入占比	2024年营业 收入 YoY	2024年利润总额 (亿元)	2024年利润 总额 YoY	2024年 利润率
石油和天然气开采业	12,052.2	0.9%	2.4%	3,382.7	14.2%	28.1%

有色金属矿采选业	3,769.9	0.3%	8.9%	917.9	17.3%	24.3%
酒、饮料和精制茶制造业	15,880.6	1.2%	2.8%	3,287.2	7.1%	20.7%
煤炭开采和洗选业	31,603.3	2.3%	-11.1%	6,046.4	-22.2%	19.1%
医药制造业	25,298.5	1.8%	0.0%	3,420.7	-1.1%	13.5%
烟草制品业	13,730.5	1.0%	2.8%	1,610.0	5.3%	11.7%
黑色金属矿采选业	4,963.5	0.4%	2.6%	541.6	-2.9%	10.9%
非金属矿采选业	3,785.7	0.3%	0.9%	404.2	-4.1%	10.7%
仪器仪表制造业	10,803.8	0.8%	4.3%	1,105.8	3.5%	10.2%
水的生产和供应业	4,858.6	0.4%	-0.4%	482.7	5.5%	9.9%
金属制品、机械和设备维修业	2,466.2	0.2%	18.3%	201.2	21.5%	8.2%
食品制造业	21,863.6	1.6%	4.9%	1,780.9	6.3%	8.1%
专用设备制造业	38,457.1	2.8%	2.3%	2,900.2	1.1%	7.5%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	15,437.2	1.1%	10.9%	1,092.4	21.5%	7.1%
通用设备制造业	49,236.3	3.6%	2.5%	3,447.3	0.7%	7.0%
电力、热力生产和供应业	101,016.5	7.3%	2.7%	6,524.2	17.8%	6.5%
其他采矿业	17.3	0.0%	-4.4%	1.1	-	6.4%
其他制造业	2,182.8	0.2%	8.4%	130.8	21.4%	6.0%
电气机械和器材制造业	110,352.7	8.0%	-0.2%	6,200.6	-2.0%	5.6%
橡胶和塑料制品业	30,338.6	2.2%	4.8%	1,704.3	-0.1%	5.6%
家具制造业	6,771.5	0.5%	0.4%	372.4	-0.1%	5.5%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	8,533.2	0.6%	3.7%	460.9	1.6%	5.4%
印刷和记录媒介复制业	6,714.8	0.5%	2.4%	343.6	-10.4%	5.1%
纺织服装、服饰业	12,699.2	0.9%	2.8%	623.8	1.5%	4.9%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	13,502.7	1.0%	3.7%	652.2	4.8%	4.8%
化学原料和化学制品制造业	91,986.4	6.7%	4.2%	4,250.1	-8.6%	4.6%
汽车制造业	106,470.1	7.7%	4.1%	4,622.6	-8.0%	4.3%
燃气生产和供应业	20,647.8	1.5%	4.4%	890.8	-1.2%	4.3%
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	9,074.7	0.7%	-1.1%	364.9	-12.3%	4.0%
金属制品业	46,809.6	3.4%	2.4%	1,857.8	-2.1%	4.0%
计算机、通信和其他电子设备制造业	161,935.7	11.8%	7.3%	6,408.0	3.4%	4.0%
有色金属冶炼和压延加工业	86,019.1	6.2%	16.1%	3,320.9	15.2%	3.9%
纺织业	23,988.0	1.7%	3.6%	868.7	3.4%	3.6%
造纸和纸制品业	14,566.2	1.1%	3.9%	519.7	5.2%	3.6%
非金属矿物制品业	51,075.9	3.7%	-11.1%	1,815.2	-45.1%	3.6%
化学纤维制品业	11,666.5	0.8%	5.7%	358.1	33.6%	3.1%
农副食品加工业	52,908.3	3.8%	-3.0%	1,363.6	-0.2%	2.6%
废弃资源综合利用业	12,043.0	0.9%	4.4%	228.2	11.5%	1.9%
黑色金属冶炼和压延加工业	81327.0	5.9%	-6.2%	291.9	-54.6%	0.4%
开采专业及辅助性活动	2,904.5	0.2%	-1.4%	-22.1	-187.7%	-0.8%
石油、煤炭及其他燃料加工业	57,902.8	4.2%	-3.7%	-463.0	-199.4%	-0.8%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表3：钢铁行业稳增长工作方案 2023 年版与 2025 年版对比

项目	《钢铁行业稳增长工作方案（2023 年版）》	《钢铁行业稳增长工作方案（2025 年版）》
----	------------------------	------------------------

发布时间	2023 年 8 月 21 日	2025 年 8 月 6 日
总体要求与基本原则	以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力； 统筹扩大内需与深化供给侧结构性改革，着力提升钢材供给质量与保障能力，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡。	以质量效益为中心； 注重供需两端协同发力，增强供需适配性，以严禁新增产能与实施产量压减控总量。
主要目标	2023 年行业研发投入率力争达到 1.5%，工业增加值增长 3.5%左右； 2024 年工业增加值增长 4%以上。	2025-2026 年行业增加值年均增长 4%左右。
需求侧	加强钢结构应用推广； 扩大新基建、新型城镇化、乡村振兴、新兴产业、传统用钢等重点领域消费需求。	挖掘船舶、钢结构等钢材应用需求。
供给侧	加快推进“三品”行动； 修订钢铁行业规范条件，制定行业分级管理办法，引导要素向优质企业集聚发展。	实施产能产量精准调控，按照支持先进企业发展、倒逼落后低效产能退出的原则，落实年度产量调控任务，促进供需动态平衡； 继续实施产量压减政策； 推进分级管理，落实《钢铁行业规范条件（2025 年版）》，全面开展钢铁企业分类评价，按照引领型规范企业、规范企业、不符合规范条件企业实施三级管理。
绿色化	加快推进绿色低碳改造； 支持引导电炉钢有序发展。	2025 年底前全面完成超低排放改造目标任务； 加快构建钢铁产品碳足迹核算标准体系，加强碳计量管理，提高碳核算数据质量，做好纳入全国碳排放权交易市场后的配额交易与清缴工作。
智能化	加快推进数字化转型与智能化升级。	加快数字化转型。
科技创新	加快推动技术装备高端化升级。	增强高端产品供给能力，尤其是关键材料； 围绕汽车、机械、造船、家电等主要用钢行业升级需求，研究提高产品与应用标准，协同下游行业推进产品应用升级； 推进工艺设备更新。
出口	提升钢铁产业链国际化水平。	促进国际化发展。
资源保供	提高铁素资源等保障能力。	加快国内重点铁矿项目开工投产、扩能扩产； 支持合规矿企正常生产，避免行业整顿措施“一刀切”。

资料来源：工信部，中国银河证券研究院

（二）2026 年展望：环保与能效管控趋严，利好政策有望加速落地

《钢铁行业规范条件（2025 年版）》中所述合规产能，若为 2016 年以前建成，则需在 2016 年国务院国资委、各省级人民政府上报国务院备案去产能实施方案的钢铁行业冶炼设备清单内，若为 2016 年及以后建成，则需符合《钢铁行业产能置换实施办法》要求，同时主体工艺技术及装备还受《产业结构调整指导目录》的约束，停止产能置换而退出的钢企，由于产能指标后续无法正常转换，可能会产生实质性灭失，连续停产 12 个月以上或被执行破产清算的产能亦不满足规范条件，因此前期产能置换过程中的多建、违建产能，后续大概率将出清。污染物排放与处置方面，合规产能需自 2026 年起完成全流程超低排放改造并公示，全流程超低排放改造针对原料场、烧结、球团、炼焦、炼铁、炼钢、轧钢、自备电厂、大宗物料产品运输等所有生产环节，2024 年 5 月国务院发布《2024-2025 年节能降碳行动方案》，要求到 2025 年底全国 80%以上钢铁产能完成超低排放改造，对于部

分中小规模的民营钢企而言，完成改造的投资与运行成本较高，盈利端历经三年多的下行周期，且本身在手现金不足、融资手段匮乏，达标难度陡增。而能效上，合规产能需在 2025 年底前达到《2024-2025 年节能降碳行动方案》中规定的能效标杆水平与环保绩效 A 级水平，同时 2023 年 6 月国家发改委等 5 部门联合发布《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》并未废止，其中所规定的“基准水平”也需满足，2024 年 6 月国家发改委等 5 部门联合发布《钢铁行业节能降碳专项行动计划》，提出到 2025 年底钢铁行业能效标杆水平以上产能占比达 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。

我们展望 2026 年反内卷政策对钢铁行业的影响在于：

1、供需逐步平衡与行业自律是趋势。据冶金工业研究院数据，依照发达国家的历史经验，一方面粗钢产量达峰后供大于求是常态，以日本为例，其粗钢产量于 1973 年达峰，用钢消费需求波动下降，供需矛盾持续深化并推动供给减量，由此日本钢铁工业经历了一次减量、峰后复苏、二次达峰后平稳发展等阶段，同时采取推动兼并重组、交叉持股、产品结构调整、产业链共建、海外布局、淘汰落后产能等措施，加快峰后供需平衡的进程，目前粗钢年产量保持在 8,000-9,000 万吨的水平，另一方面粗钢产量达峰后行业自律是常态，以美国为例，在行业协会指导下定期公布产能利用率数据，实施行业景气度预警，提示钢铁企业灵活调整生产节奏以适应市场需求变化，实现行业总体自律，2024 年美国粗钢产量 7,950 万吨/-1.5%，产能利用率 75.6%，并未因供大于求而导致低价、无序竞争的“内卷”。总体来说，通过反内卷政策落地钢铁限产等，供需逐步平衡与行业自律是 2026 年大势所趋。

2、控产保价是阶段性措施，长期看拓展用钢新需求与淘汰低效产能同步推进。一方面拓展用钢领域是钢铁平稳发展的需求源泉，当前国内钢铁消费呈现建筑用钢下降、制造业用钢增长趋势，以市场为导向、加强产业链共建是促进企业品种结构优化调整、拓展用钢新领域的有效手段，例如德国蒂森克虏伯与汽车、装备制造等行业的深度融合，日本 JFE 钢铁与建筑行业的产业协同等，有效锁定相关领域的市场份额，并持续拓展用钢需求，另一方面出台扶持政策引导低效产能退出，例如 20 世纪 70-80 年代欧共体的达维尼翁计划，实施钢铁生产配额、最低价格限制、政府补贴等措施，削减过剩钢铁产能约 4,000 万吨，同时推进私有化改革与兼并重组，日本钢铁行业依据《圆滑化法》、《特安法》、《产构法》，对过剩设备实施处理，包括制定电炉行业结构改善目标、实行政府补偿、政府出资收购过剩设备后予以报废等，并积极运用“就业调整补助金”制度实现就业稳定与人员合理化。此外，对不符合超低排放、能效基准水平与碳排放要求的企业严格执法，倒逼企业限期整改、重组或退出，例如 20 世纪 70 年代美国出台的《清洁空气法案》、《清洁水法案》等，部分竞争力较弱的钢铁企业被迫关停并转或重组，欧洲则针对钢铁行业制订特殊空气污染控制计划，例如德国环境部门针对北莱茵河、威斯特伐伦地区规划发布的特殊空气污染控制计划等，目前欧盟、中国等地积极推进的碳排放交易，也将进一步倒逼不满足环保与碳排放要求的企业转型或退出。2026 年及以后钢铁相关新需求的指引有望逐步展开。

三、行业集中度提升成效初显，供需关系有望改善

（一）量价有望逐步合理转变，行业集中度提升成效初显

钢铁行业“量”现拐点结构调整、“价”迎挑战盈利受损。自2000年起，在工业化、城镇化、全球化三大因素的驱动下，国内钢铁行业持续扩张，粗钢产量在2000-2020年的20年间由1.3亿吨增长至10.6亿吨，CAGR达11.2%，在全球总产量中份额约54%，占据半壁江山。国内钢铁的消费结构中，以基建、住宅、商业、工业厂房为主的建筑用钢占比约60%，其次为机械制造约15%，交通、金属制品分别约7%。2020年以来，基建、地产、制造业三大市场均面临不同程度的需求萎缩，钢铁行业“量”的拐点显现，分产品看：

（1）建筑用钢方面，2025年10月国内房屋新开工面积同比-19.8%，地产步入调整期对螺纹钢、普钢线材等建筑用钢需求形成制约，而与之相对应的是新基建、新能源等制造用钢的兴起，占比已接近50%，建筑用钢通过产能置换、产线改造等方式向工业用材转移。值得注意的是，六大运河工程、川藏铁路、新疆铁路、雅鲁藏布江水电站等建设将在一定程度上对冲建筑用钢的下行压力；

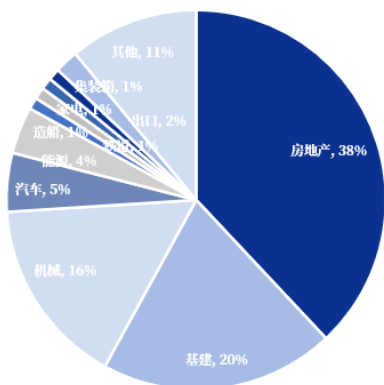
（2）热轧板方面，热轧板卷一般为制造用钢与冷轧板卷的基础材料，下游机械制造、交通、金属制品行业发展较为稳定；

（3）冷轧板方面，冷轧板卷通常应用于汽车等高端制造业，2025年10月国内汽车产量同比+11%触底回暖趋势确立，但随着新能源汽车渗透率不断抬升以及以铝代钢等汽车轻量化举措的实施，冷轧板需求预计稳中有降；

（4）中厚板方面，下游船舶行业持续微增，但商用车、工程机械行业因高强减重等举措的逐步推进发展承压，中厚板需求总体可能仍会呈现一定降幅；

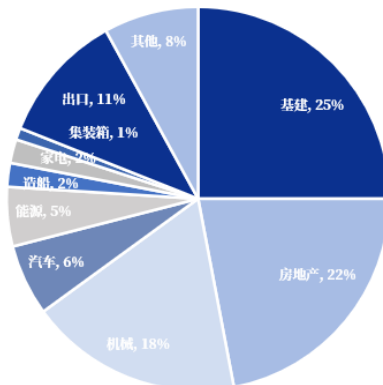
（5）优特钢棒线材方面，国内制造业产业升级为其需求注入强劲动力。

图33：2020年国内钢铁下游需求行业分布



资料来源：冶金工业研究院，中国银河证券研究院

图34：2024年国内钢铁下游需求行业分布

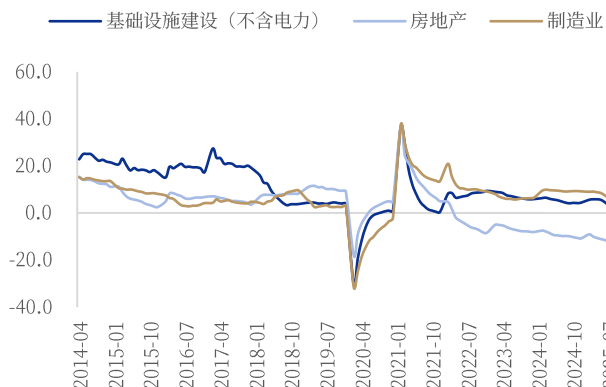


资料来源：冶金工业研究院，中国银河证券研究院

而在“价”上，2014年、2018年、2020年国家发改委与工信部三次明确钢铁行业严禁新增产能，并逐步清理在建违规项目，2016-2018年间国内共化解钢铁过剩产能1.5亿吨，同时淘汰“地条钢”1.4亿吨，使得行业内短期供需格局转变，螺纹钢与热轧板价格一度超过4,700元/吨与4,400元/吨，2020年初全球主要经济体为对抗疫情冲击，进行了不同程度的货币宽松，令2020-2021年铁矿石、钢材等大宗商品价格上涨，螺纹钢与热轧板价格达5,700元/吨与6,000元/吨创历史新高，但后续需求下滑以及价格战的踩踏效应又让行情回落，目前几近触及疫情前低点。随之而来的是钢铁行业盈利性受损，2022-2024年黑色金属矿采选业利润总额连续三年负增，黑色金属冶炼和延压

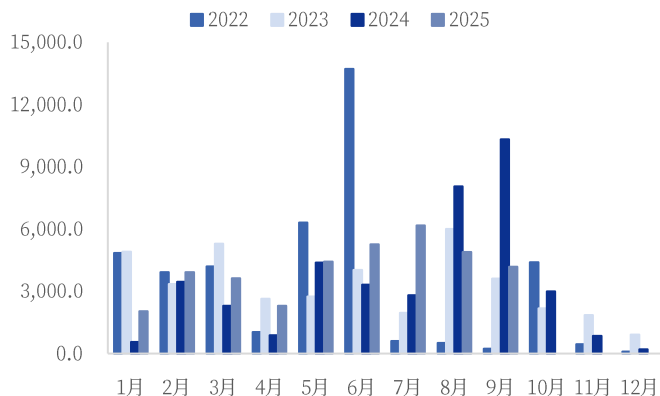
加工业利润总额连续三年未及1,000亿，该情况是继2010年以来首次出现，2025年9月黑色金属矿采选业与黑色金属冶炼和延压加工业的亏损企业单位数分别为721家与2,110家。

图35: 2014-2025M10 国内主要分项投资累计同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图36: 2022-2025M9 国内地方政府新增专项债发行额 (单位: 亿元)



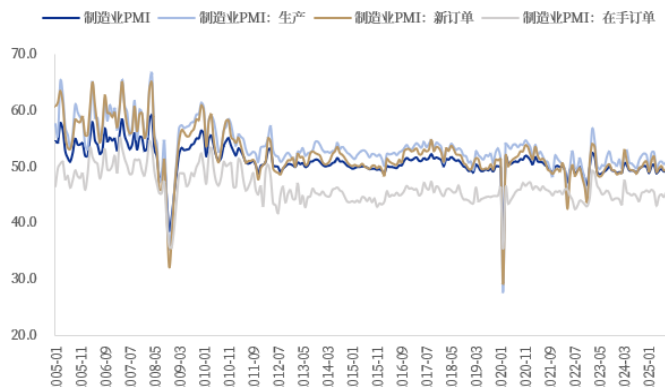
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图37: 2006-2025M10 国内房地产产业链各环节累计同比 (单位: %)



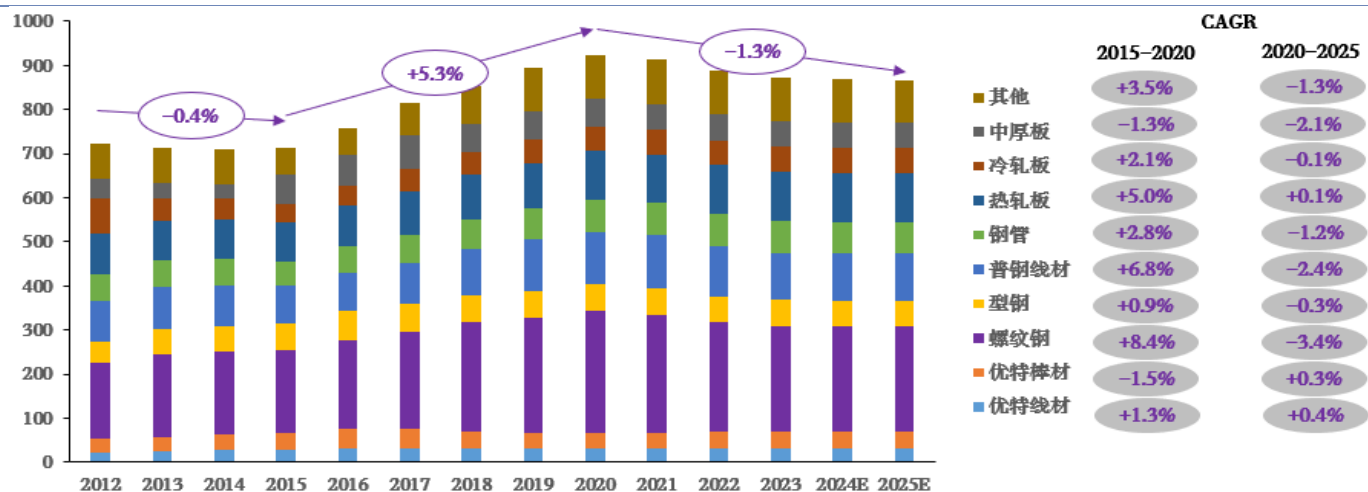
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图38: 2005-2025M10 国内制造业 PMI 与主要分项 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图39: 国内钢铁行业分产品表观需求 (单位: 百万吨)



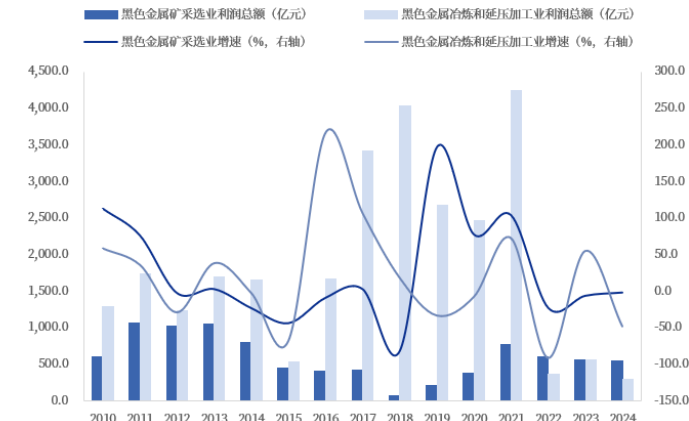
资料来源: Kearney, 中国银河证券研究院

图40: 2011-2025M11 国内典型钢材品种月均价格与综合价格指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

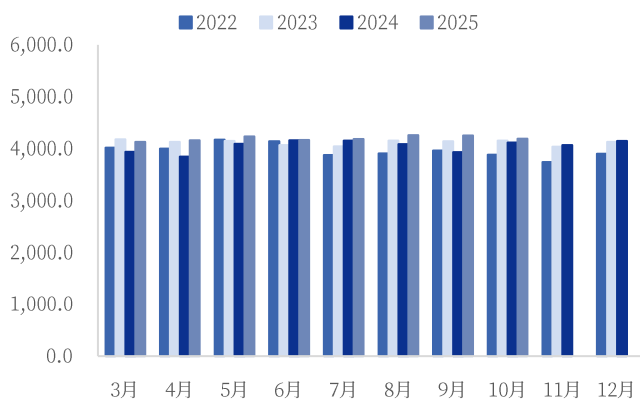
图41: 2010-2024 年国内两类黑色金属行业利润总额与增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

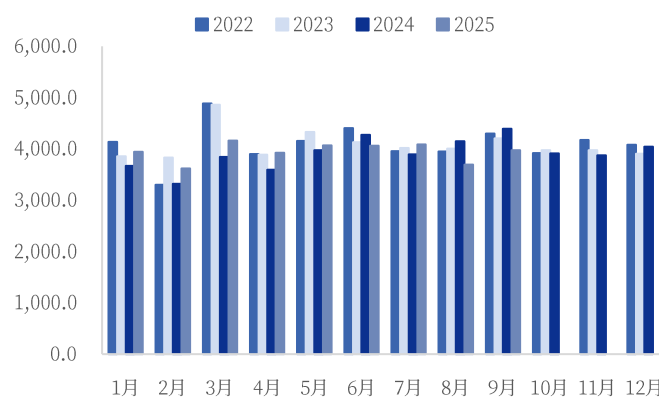
2025 年铁矿石与焦煤出现不同程度的过剩预期，本质是对前期价格高位的反馈。原料端铁矿石的价格高企蚕食国内钢铁行业的利润空间，铁矿石、焦炭、焦煤占钢铁总成本约 70%，其中单铁矿石一项独占约 50%，据中研网数据，2024 年中国铁矿石储量位列全球第四，但平均品位偏低，仅为全球平均水平的三分之二，且贫矿占比超 80%，开采与选矿成本偏高，导致国内铁矿石的对外依存度约 80%。全球铁矿石市场呈现寡头垄断格局，力拓（Rio Tinto）、淡水河谷（Vale）、必和必拓（BHP Billiton）、FMG（Fortescue）四大矿山市占率自 2015 年以来稳定在 45% 左右，尽管我国拥有全球六成以上的铁矿石消费量，但钢铁行业集中度相对较低、致使普遍缺乏议价权，该局面短期内难以扭转。焦炭是高炉冶炼过程中的主要还原剂与燃料，2025 年 10 月国内焦炭产量 4,190 万吨/+1.7%，2025 年 9 月国内炼焦煤产量约 3,975.92 万吨/-9.5%，矿山安全监察常态化叠加蒙煤口岸通关量持续增长、俄煤出口转向亚洲市场、澳煤进口预期放开，焦煤供给宽松格局或将延续，由此引发的让利逻辑正逐步兑现。

图42: 2022-2025M10 国内焦炭产量（单位：万吨）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图43: 2022-2025M9 国内炼焦煤产量（单位：万吨）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

国内钢铁行业梯队分明，行业集中度提升成效初显。我们可以根据企业性质、规模体量、区位优势、资源禀赋、核心能力等维度将国内钢铁企业分为五大梯队：

（1）第一梯队，宝武系巨头，宝钢股份、太钢不锈、马钢股份、新钢股份、重庆钢铁、八一钢铁、武钢股份、中国钢铁、昆明钢铁等，是国内钢铁行业的引领者，具备国内领先、国际一流的经营管理能力，产品体系完备，且高端产品竞争力较强；

（2）第二梯队，大型国有企业，包钢股份、华菱钢铁、南钢股份、首钢股份、河钢股份、鞍钢

股份、杭钢股份、山东钢铁等，产品体系相对完整；

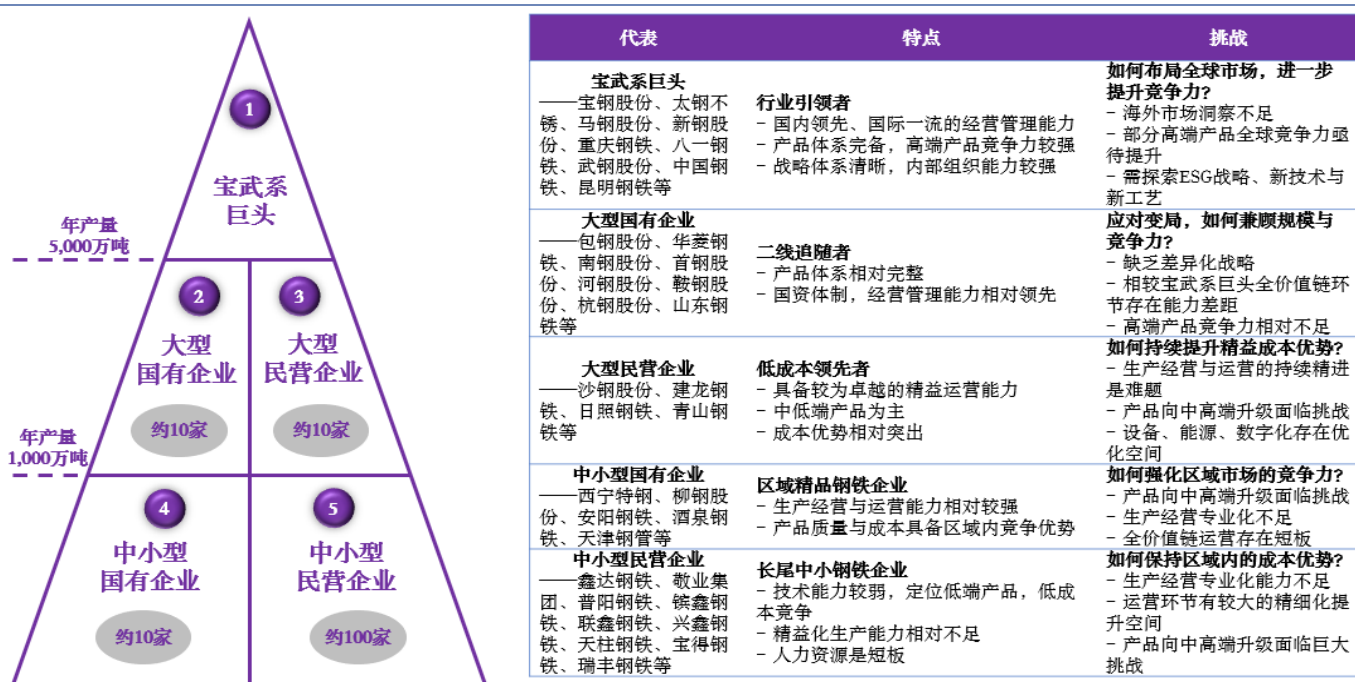
(3) 第三梯队，大型民营企业，沙钢股份、建龙钢铁、日照钢铁、青山钢铁等，实施低成本领先战略，中低端产品占比较大；

(4) 第四梯队，中小型国有企业，西宁特钢、柳钢股份、安阳钢铁、酒泉钢铁、天津钢管等，区域性较强，产品质量与成本在区域内具备竞争优势；

(5) 第五梯队，中小型民营企业，鑫达钢铁、敬业集团、普阳钢铁、鑫鑫钢铁、联鑫钢铁、兴鑫钢铁、天柱钢铁、宝得钢铁、瑞丰钢铁等。

过去 20 年间，国内钢铁企业通过沿江沿海布局与北企南下布局逐步形成了辽宁鲅鱼圈、河北唐山、山东日照-临沂、江苏南通-盐城、广东湛江、广西防城港等几大生产基地，这一方面降低了原料运输与资金成本，另一方面临近华东、华南等主要下游钢材消费市场，降低成品运输成本。

图44：国内钢铁企业五大梯队



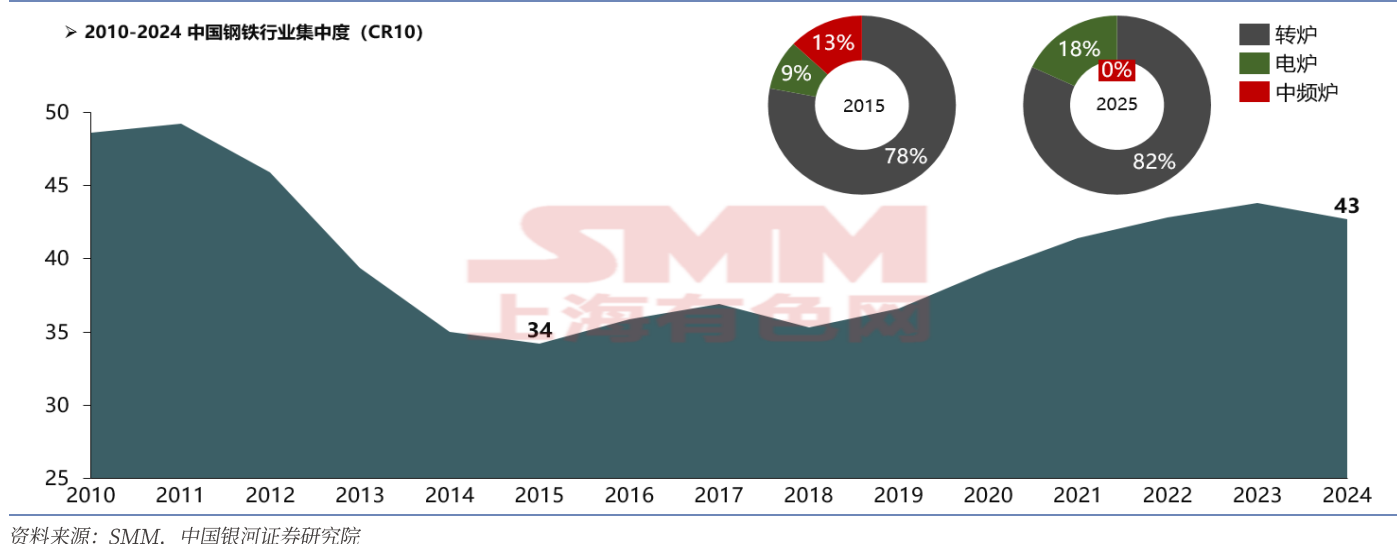
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

“十四五”时期面对需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，国内钢铁行业在政策支持、市场推动、行业共识下加快兼并重组步伐，据张剑等《“十五五”钢铁行业发展趋势展望》数据，典型案例包括：（1）宝武集团托管昆钢集团、重组山钢集团，产能达 1.5 亿吨；（2）鞍钢、本钢重组，新鞍钢粗钢产能达 6,300 万吨，仅次于宝武集团与安赛乐米塔尔，位列国内第二、全球第三；（3）陕钢集团等 6 家单位 9 家钢铁企业重组建立西北联钢；（4）沙钢混改安阳华诚等 5 家企业；（5）日照集团并购五矿营口中板公司；（6）普阳钢铁重组邢台钢铁、烘焙钢铁，年产能步入千万吨级行列；（7）宝武集团与新钢集团联合重组，控股新钢 51% 的股权，旗下公司韶钢、鄂钢、重钢、马钢等共签约 16 家民营钢企，打造“网络钢厂管理+品牌运营”的模式；（8）太钢不锈持有鑫海实业 51% 的股权；（9）日照钢铁入股淄博齐林傅山钢铁与山东隆盛钢铁，年产能分别约 60 万吨与 200 万吨；（10）普阳钢铁、潞宝联合体收购山西晋柳能源；（11）敬业集团正式收购粤北钢铁；（12）以安钢集团为主体组建河南钢铁集团，启动区域性整合；（13）鞍钢集团受让凌源钢铁 49% 的股权，年产能达 6,900 万吨；（14）中信特钢出资 135.8 亿收购南钢集团，持股 55.3%，粗钢年产能超 4,100 万吨，特钢年产能超 3,000 万吨，优特钢棒线材与高附加值钢板产能全球居首，这是业内首例央企直接收购民企成为实控人；（15）建龙集团正接手西宁特钢管理权，着力将其打造成

为市值处于行业头部，规模达到千万吨级，在新能源用钢、电渣钢、无缝钢管等领域达世界一流水平的特钢企业集团，力争成为西部地区国企改革典范；（16）中铝集团持有的中铝沈加 100%国有股权无偿划转至攀钢；（17）敬业集团全资收购日钢营口中板与连云港兴鑫钢铁，中厚板产线大幅扩充；（18）沙钢收购东北特钢旗下山东鹰轮机械 67%的股权等。

据中国钢铁工业协会数据，2024 年国内钢铁行业 CR4=26.9%、CR10=43%，较 2020 年分别 +4.6pct、+4.4pct。据财富中文网数据，2025 年钢铁行业全球共有 16 家企业上榜世界 500 强，其中国内钢企独占 12 席，较 2020 年增加 5 席。

图45：2010-2024 年国内钢铁行业集中度（CR10）

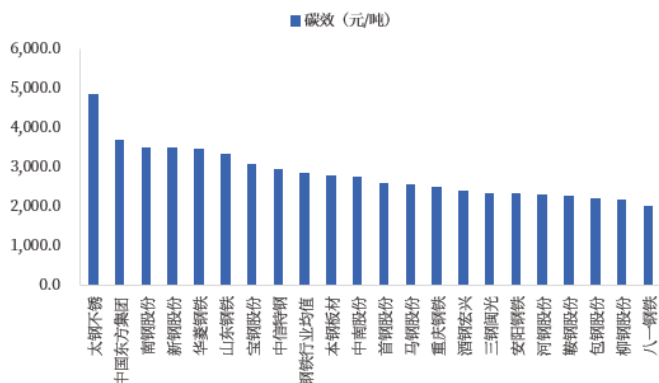


尽管国内钢铁行业集中度有所抬升，但与其他主要钢铁生产国相比差距仍大，据世界钢铁协会数据，2024 年日本钢铁行业 CR3=87%、韩国 CR3=93%、美国 CR5=84%、印度 CR5=59%，据崔小杰《我国钢铁产业集中度与结构优化》数据，按贝恩市场结构分类，当 CR4<30%、CR8<40%时，行业隶属于竞争型（原子型），对于钢铁这样一个规模效益如此显著的行业而言并不正常，且自“十二五”时期起，国内钢铁相关产业政策就将 CR10 的目标值定在 60%，至今尚未完成。国内钢铁行业集中度长久在低位徘徊，一方面是行业体量过于庞大，已达到“一省堪比一国，一市堪比一国，一企堪比一国”的水平，要想在如此庞大的市场中提升份额，难度着实不小，另一方面在国内钢铁行业发展初期，国家宏观调控政策的统筹性与科学性尚不完善，1957 年 8 月，原冶金部按照“三大、五中、十八小”的规模搭配，设立 26 家钢铁企业，即“三大”（年产能约 300 万吨）：鞍钢、包钢、武钢，“五中”（年产能 50-100 万吨）：首钢、重钢、太钢、本钢、湘钢，“十八小”（年产能约 30 万吨）：南钢、杭钢、新钢、安钢、邯钢、济钢、临钢、柳钢、广钢、三钢、合钢、长城特钢、八钢、鄂钢、涟钢、兰钢、贵钢、通钢，该方案的执行对国内钢铁行业的竞争格局起到历史性的奠基作用，再者国内钢铁行业退出壁垒过高，国内钢铁行业的设备技术与生产工艺水平均为全球先进，新玩家自组建到投产的耗时较短，但其固定资产通用性差，转换成本高，清算价值低，同时解雇人员的安置与补偿也是较为棘手的问题。

龙头占据技术与资金优势。尽管国内钢铁行业集中度低下的顽疾久治不愈，但新一轮的反内卷政策下合规、环保、能效管控趋严或令“*This Time Is Different*”。可以看到《钢铁行业稳增长工作方案（2025 年版）》不断强调绿色化、智能化与科技创新，而我们在《DeepSeek 冲击波：AI 重塑钢铁生产流程 20250218》的报告中指出，钢铁行业因其生产时涉及复杂多变的物理化学反应与多变量强耦合的工艺流程，以及设备间存在信息孤岛现象，难以精确掌握各环节的关键因素与相互影响机制，成为典型的“黑箱”场景，引入 AI 技术后预计钢铁企业全流程的生产周期缩短约 30%、

产量增长约 25%、次品率降低约 3%、强度韧性等性能指标波动范围缩小约 30%、能耗降低约 15%、原材料利用率提升约 7%、设备停机时间减少约 33%、设备维修成本降低约 30%。2022 年 1 月工信部、国家发改委、生态环境部发布《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，要求钢铁企业聚焦下游产业升级与战略性新兴产业，重点发展高品质特殊钢与高端装备用特种合金钢等关键材料，国内高端钢材尤其是船舶与海洋工程装备用钢、交通装备用钢、能源装备用钢、航空航天用钢、电子信息用钢等较为稀缺。上述种种都离不开研发投入，且相较于营运开支与资本开支，研发投入因其高风险性与外溢性，在企业经营活动中顺位相对靠后，更为仰仗资金实力，2025Q1-Q3 全 A 钢铁行业研发费用率 1.8%，头部钢企则超 2%。

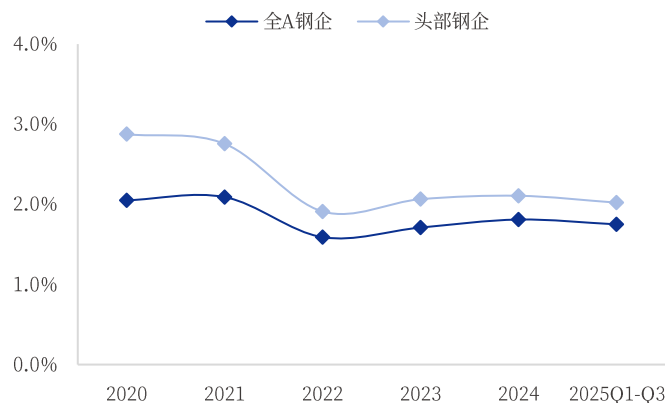
图46：2023 年典型上市钢企碳效情况



资料来源：财经、中创碳投《中国上市公司碳排放排行榜暨双碳领导力榜（2024）》，中国银河证券研究院

注：“碳效”指每排放一吨二氧化碳的创收。

图47：2020-2025Q3 全 A 钢铁行业与头部钢企研发费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：头部钢企取 2024 年营业收入 Top 5，包含宝钢股份、华菱钢铁、河钢股份、中信特钢、首钢股份。

（二）2026 年展望：下半年需求加速释放，供需关系有望改善

在行业集中度提升的情况下，作为国企为主的钢铁行业，供给可以更好的适配需求的变化。

需求侧：2026 年上半年大概率分化，下半年加速释放。分产品看：

（1）建筑用钢方面，基建 2026 年上半年预计地方政府加速推进重大项目落地，专项债等资金工具靠前发力，叠加“十四五”中后期基建补短板项目进入密集施工期，对钢铁需求形成持续支撑，预期 2026 年下半年基建用钢需求预期加速释放，全年有望达 1.6 亿吨，下半年基建用钢单季需求或超 0.8 亿吨。地产 2026 年上半年房屋建筑用钢量修复可能不及预期，拖累钢铁需求，一方面房企资金紧张仍未解决，地产资金监管较为严格，导致建设推进上存在资金缺口，另一方面地产市场库存压力仍然较大，市场信心恢复缓慢，导致地产新开工动力不足，拖累钢铁需求，预期 2026 年下半年地产修复仍然缓慢，其对于用钢需求支撑力度仍然较弱；

（2）汽车方面：“以旧换新”政策对市场需求稳定性至关重要，相关部委表示补贴资金使用进度符合预期，1,380 亿中央资金在 2025Q3 与 Q4 分批有序下达，继续支持全年以旧换新政策，预计 2026 年全年以旧换新补贴强度不减；

（3）家电方面：2024Q4 以来“以旧换新”政策显著提振市场需求，但 2025Q1 白电零售端增速环比仍有一定程度的放缓，同时内销年初以来表现疲弱，叠加小米加速布局，2025Q2 龙头企业为保份额，空调市场竞争加剧，预计 2025 年全年家电用钢 0.24 亿吨/+8%，2026 年基本持平；

（4）机械方面：工程机械长期盈利增长空间主要在海外，份额和品类扩张空间较大，国内修复提供额外增长助力，此外企业降本提效改革与投资者回报优化。电力设备与其他机械由于与地产相关性偏弱，我们认为伴随基建投资和新质生产力方向相关的制造业投资加速，用钢需求继续保持；

(5) 出口方面：在地产景气不佳的情况下，出口强势是国内钢材表观消费量出现边际改善的重要因素。受益于炉料价格下行周期带来的成本优势，以及海外钢铁较低供给弹性，预期 2026 年国内钢铁出口仍将维持较强韧性；

未来三年钢铁需求的核心变量在于地产周期的修复及出口的变化，我们认为随着库存的逐步去化以及销售的触底回升，地产开工及用钢需求有望于 2028 年触底回升，而贸易摩擦的加剧可能会使出口量逐渐下滑。整体而言产量管控背景下，未来行业供需改善趋势确定性较强。

表4：2026 年钢铁下游需求预测表（单位：百万吨）

项目	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
建筑用钢（长材）	421	374	358	351	337	335	340	353
YoY	-3.8%	-11.2%	-4.1%	-8.9%	-3.7%	-0.7%	1.6%	3.7%
其中：基建	149	154	162	152	159	158	161	163
YoY	-3.2%	3.4%	5.2%	-6.2%	4.4%	2.1%	2.1%	1.6%
地产	272	220	196	199	179	141	139	144
YoY	-4.1%	-19.1%	-10.7%	1.5%	-10.3%	-6.5%	-1.8%	3.5%
制造业（板材及其他，含特钢）	552	526	531	549	567	577	582	589
YoY	6.0%	-4.7%	0.9%	3.4%	3.3%	1.7%	0.6%	1.4%
其中：汽车	61	61	64	66	69	71	73	75
家电	21	21	22	23	24	24	26	27
机械	204	185	187	191	198	202	206	212
船舶	15	16	16	18	20	22	23	24
集装箱	10	9	4	12	16	16	10	6
煤炭	15	15	16	16	16	17	17	17
其他	215	215	222	224	224	225	227	228
粗钢总消费量（内需）	994	924	915	900	905	912	922	942
YoY	1.5%	-7.0%	-1.0%	-1.7%	0.6%	0.8%	1.1%	2.1%
粗钢净出口	42	55	88	115	115	104	98	96
粗钢总消费量（内需+出口）	1,037	979	1,003	1,015	1,020	1,015	1,020	1,038
YoY	2.2%	-5.5%	2.4%	1.1%	0.5%	-0.3%	0.0%	1.8%

资料来源：Wind, Mysteel, 中国银河证券研究院

供给侧：2026 年产能出清走向深水区，库存周期有望反转。2025 年下半年我们已经可以初窥行业产量的压降，国家对改善钢铁行业盈利水平，解决产业矛盾的意向明确、目标清晰。未来三年行业出清将围绕“高端化、高效化、安全化、特色化、绿色化、智能化”六大引领评价指标为核心，实施差异化管控，对符合条件的企业，给予政策支持与产能倾斜，对未达标的企业，通过限产、环保与能耗督察等方式加速出清，推动行业向头部集中，改善目前同质化、内卷式竞争剧烈的局面，ROE 中枢将伴随产能出清持续上升，具备长期配置价值。同时观察到目前钢铁库存周期处于历史底部，近期贸易商主动补库动力有所增强，利好钢材价格，2026 年需求端修复下，钢材表观消费量将有所提升，而供给端受产量调控约束，增量有限，库存周期反转有望加速行业供需格局改善。据钢之家董事长吴文章先生预测，2026 年钢价总体在平均成本线附近或偏上方震荡运行，均价略高于 2025 年。

表5：2026 年钢铁供需平衡表（单位：百万吨）

项目	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
粗钢产量	1,033	1,013	1,019	1,005	955	936	926	917
YoY	-3.8%	-11.2%	-4.1%	-8.9%	-3.7%	-0.7%	1.6%	3.7%

粗钢净出口	149	154	162	152	159	158	161	163
国内粗钢表观消费量	-3.2%	3.4%	5.2%	-6.2%	4.4%	2.1%	2.1%	1.6%
YoY	272	220	196	199	179	141	139	144
粗钢消费量	-4.1%	-19.1%	-10.7%	1.5%	-10.3%	-6.5%	-1.8%	3.5%
YoY	552	526	531	549	567	577	582	589
建筑用钢消费量	6.0%	-4.7%	0.9%	3.4%	3.3%	1.7%	0.6%	1.4%
YoY	61	61	64	66	69	71	73	75
制造用钢消费量	21	21	22	23	24	24	26	27
YoY	2.2%	-5.5%	2.4%	1.1%	0.5%	-0.3%	0.0%	1.8%

资料来源：Wind, Mysteel, 中国银河证券研究院

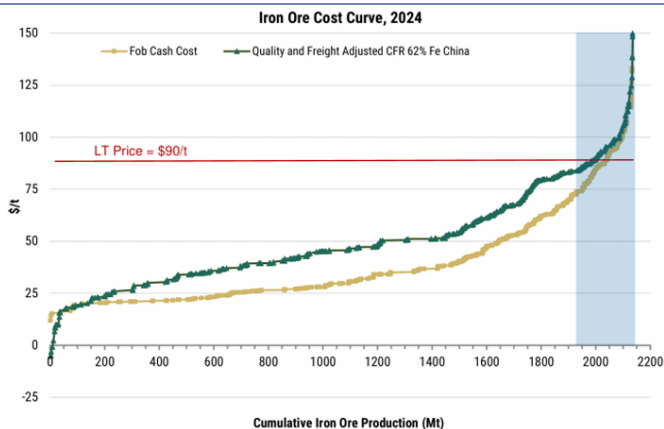
四、铁矿石或转入宽松周期，上游资源品价值突显

（一）铁矿石保供是国家战略，资源品价值突出

经济运行周期影响大宗商品需求，美联储持续降息推升资源品价格中枢。当宏观经济运行出现周期性变化时，将自下游消费不断向上游资源传导，表现上资源品价格反映滞后，同时宽松的货币政策会释放大量流动性，从而进入大宗商品市场，推升价格中枢，该因素会随着金融衍生品杠杆的增加而强化，此外一国产业政策倾向将从供需两端影响资源品价格，例如产业结构调整优化、降低高耗能产业比重等。全球定价的大宗商品，在美元走弱的环境下往往表现强势，而降息会导致借贷成本预期下降与经济需求预期上升，抗通胀属性较强的大宗商品会提前反映。2025年10月美联储降息25个BP，将联邦基金利率目标区间下调至3.75%-4.00%，这是自2024年9月开启本轮宽松周期以来的第六次降息，累计降幅已达150个BP。

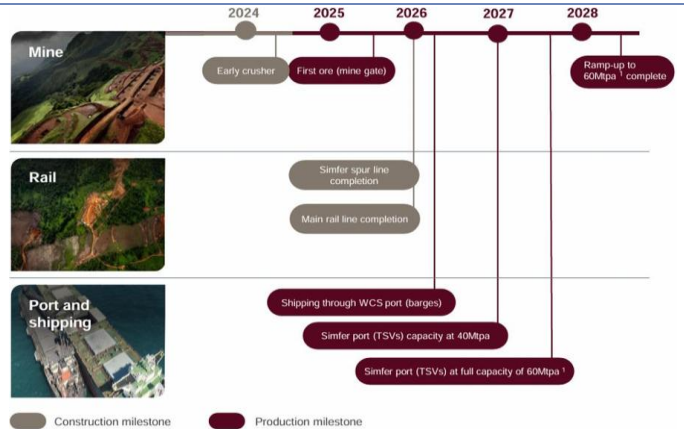
据Woodmac数据，2024年全球铁矿石成本曲线90%分位位于约90美元/吨，目前铁矿石供给侧的最大变数是四大矿山之外、位于几内亚内陆的西芒杜项目，当地政局缓和下开发加速，2025年11月正式投产，据Mysteel数据其储藏铁矿石的平均品位约65.5%，且有害杂质的铝含量与硅含量分别低于3%与2%，可有效降低钢铁冶炼成本，减少污染物排放，其中北部矿区宝武资源出资49%，最终分享42.5%的权益，储量超18亿吨，南部矿区中铝宝武联合体出资47%，最终与力拓共同分享85%的权益，储量超28亿吨，2025年西芒杜项目对全球铁矿石供应的影响更多是象征意义，增量预计不超过100万吨，2026年初步完成铁路与港口建设，2027-2028年产能加速释放，2028年北部与南部矿区年产能合计近8,000万吨，2029年与2030年北部与南部矿区将相继实现满产，年产能合计1.2亿吨。

图48：2024年全球铁矿石成本曲线



资料来源：Woodmac，中国银河证券研究院

图49：几内亚西芒杜项目投产关键节点



资料来源：力拓公告，中国银河证券研究院

铁矿石保供是国家战略，地缘政治博弈加剧下资源安全需警惕。近年来全球主要资源型经济体民族主义抬头，对国内矿产公司的海外拓展进行百般阻挠，要求将部分利益输送至当地，徒添经营压力，其中不乏加速推进国有化进程，欲将关键矿产资源置于政府掌控。不少资源型经济体政局动荡或饱受西方制裁，一旦战火点燃或遭遇封锁，供应链将陷入瘫痪。由于国内缺乏部分关键矿产资源的加工制造能力，易受到海外潜在的地缘政治行动影响，可能导致特定时期特定矿产的价格与需求的剧烈波动。而据张宇宁等《能源转型背景下欧美关键矿产战略与中国应对策略》，虽然欧盟、美国、英国在关键矿产供应链中所扮演的角色差异较大，但其内外政策重心却具有诸多共性，对内均强调本土供应能力的建设，从勘探冶炼、技术创新等方面提升供应链多元化，以期减少单一依赖

图50: 2025年9月美联储目标利率预测点阵图

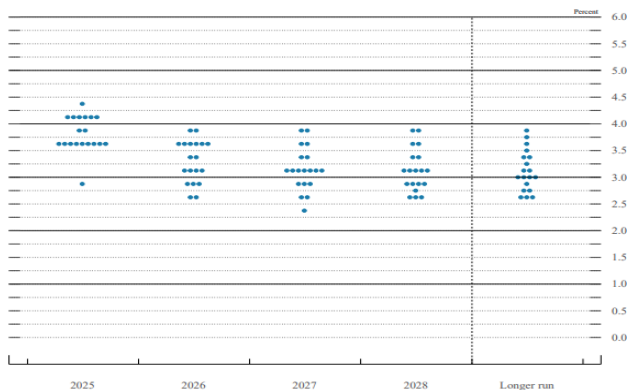
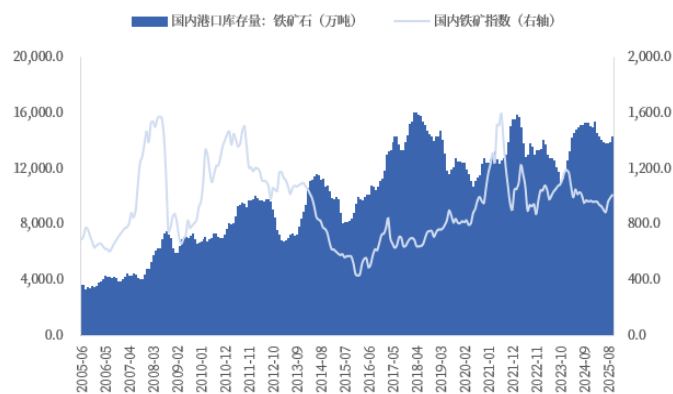


图51: 2005-2025M10 国内铁矿石港口库存量与价格指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

矿产	美国	英国	欧盟	矿产	美国	英国	欧盟	矿产	美国	英国	欧盟
铝	●		●	铀 ⁺	●		●	锡	●	●	
锑	●	●	●	镧 ⁺	●	●	●	钛	●		●
砷	●		●	锂	●	●	●	钨	●	●	●
重晶石	●		●	镨 ⁺	●	●	●	钒	●	●	●
铍	●		●	镁	●	●	●	铈 ⁺	●	●	●
铈 ⁺	●	●	●	锰	●		●	钇 ⁺	●	●	●
铋	●	●	●	钆 ⁺	●	●	●	锌	●		
铯	●			镍	●		●	锆	●		
铬	●			铈	●	●	●	硅		●	●
钴	●	●	●	钇 ⁺	●	●	●	钼 ⁺		●	●
镓 ⁺	●	●	●	铂 ⁺	●	●	●	铈 ⁺			●
铟 ⁺	●	●	●	镨 ⁺	●	●	●	硼			●
锆 ⁺	●	●	●	铈 ⁺	●		●	焦煤			●
萤石	●		●	铷	●			长石			●
钒 ⁺	●	●	●	钨 ⁺	●		●	氮			●
镓	●	●	●	钐 ⁺	●	●	●	磷酸盐岩			●
锆	●		●	铈 ⁺	●	●	●	铜			●
石墨	●	●	●	钽	●	●	●	磷			●
铅	●		●	碲	●	●		锑			●
钽 ⁺	●	●	●	铈 ⁺	●	●	●				
钢	●	●		铈 ⁺	●	●	●				

注：美国、英国清单更新至2022年，欧盟更新至2023年，表中将英国、欧盟清单中所含的稀土元素材料组以“*”列示，铂族金属材料组以“+”列示。

27

石的对外依存度，“基石计划”提出目标到 2025 年国内铁精粉产量达 3.7 亿吨，海外权益铁矿产量达 2.2 亿吨，废钢消耗量达 3 亿吨。国内铁矿石资源主要分布在河北、辽宁、四川、山西、安徽等省,据国家统计局数据,2024 年河北铁矿石原矿产量为 4.95 亿吨,独占全国的 48%,辽宁占比 17%，四川占比 9%，其他地区均低于 5%，国内的主要矿区有“辽宁鞍山-本溪”、“冀东-北京”、“河北邯郸-邢台”、“山西忻州-吕梁”、“内蒙古包头-白云鄂博”、山东鲁中、“宁芜-庐枞”、安徽霍丘、“四川攀枝花-西昌钒钛”等。

(二) 2026 年展望：铁矿石或步入成本支撑定价，盈利能力有望加强

随着西芒杜项目投产，铁矿石或从供需定价转为过剩品种的成本支撑定价。尽管通胀担忧下市场预期转向谨慎，12 月降息并未板上钉钉，但考虑 2026 年 5 月鲍威尔任期届满，特朗普政府大概率提名更为鸽派的美联储主席上台，关税对通胀的推升效果也会告一段落，美联储很可能重新加快降息节奏，宽松交易是主线。2025 年西芒杜项目对全球铁矿石供应的影响有限，但考虑到其 1.2 亿吨的体量以及全球铁矿石需求无明显增长的预期，随着西芒杜项目投产，铁矿石趋于宽松的格局将进一步确立。倘若过剩幅度加剧，2026 年铁矿石价格或逐步向成本支撑位置回归，预计全年中枢或在 85 美元/吨。据四大矿山的产量指引预测，随着西坡项目投产与爬坡，预计力拓 2025 年与 2026 年供应量增长 500 万吨与 1000 万吨；随着 Serra Norte、Vargem Grand、Capanema 等矿区投产，预计淡水河谷有望达到指引产量中枢水平；随着 Samarco 项目复产，预计必和必拓 2025 年供应量与 2024 年基本持平，2026 年增长 500 万吨；FMG 2025 年供应量小幅增长，2026 年与 2025 年基本持平。南京钢铁协会秘书长张秋生先生认为 2026 年钢铁原料与成材价格重心将较 2025 年略有上移，且原料上升空间大于成材。

表6：2026 年铁矿石供需平衡表（单位：亿吨）

项目		2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
供给侧	力拓	3.48	3.33	3.45	3.53	3.50	3.55	3.65
	淡水河谷	3.30	3.45	3.40	3.58	3.65	3.70	3.90
	必和必拓	2.88	2.84	2.85	2.81	2.90	2.90	2.95
	FMG	1.80	1.85	1.93	1.90	1.93	1.95	1.95
	四大矿山合计	11.47	11.47	11.62	11.81	11.97	12.09	12.44
	YoY	1.3%	0.0%	1.3%	1.7%	1.3%	1.1%	2.9%
	国内	2.71	2.66	2.53	2.98	2.98	3.03	3.13
	非主流矿山	9.21	10.64	10.41	10.42	10.72	10.72	11.32
	铁矿石供给	23.38	24.77	24.56	25.22	25.67	25.85	26.90
	YoY	0.1%	5.9%	-0.9%	2.7%	1.8%	0.7%	4.1%
需求侧	海外生铁	4.32	4.82	4.37	4.40	4.42	4.55	4.69
	国内生铁	8.88	8.69	8.64	8.71	8.52	8.35	8.18
	全球生铁	13.19	13.51	13.01	13.11	12.94	12.90	12.87
	YoY	5.8%	2.4%	-3.7%	0.8%	-1.3%	-0.3%	-0.2
	铁矿石需求	22.99	24.60	24.28	24.23	23.90	23.83	23.78
	YoY	-0.7%	7.0%	-1.3%	-0.2%	-1.3%	-0.3%	-0.2%
供需缺口（需求-供给）		-0.39	-0.16	-0.28	-0.99	-1.77	-2.02	-3.12

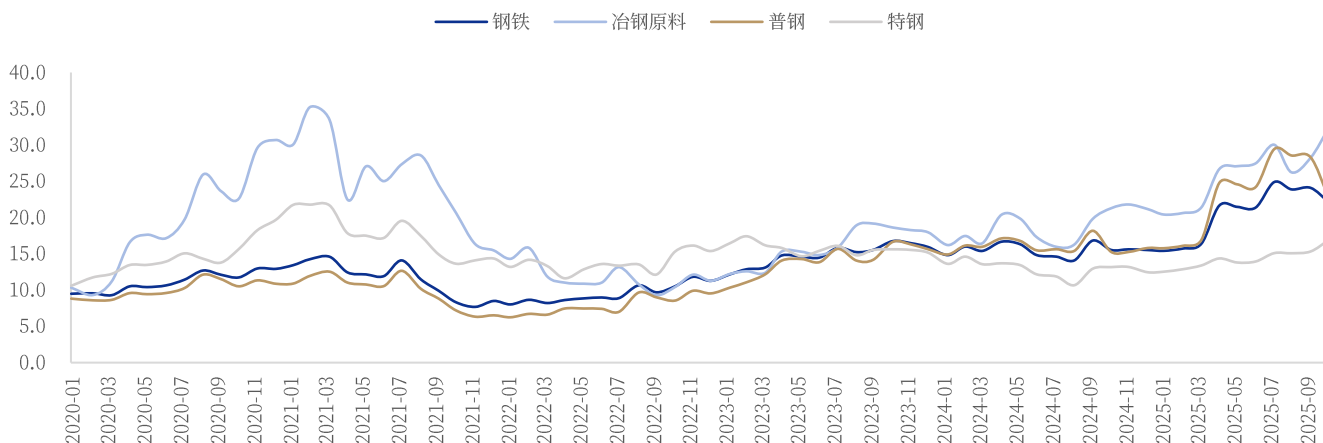
资料来源：各公司公告，Wind，世界钢铁协会，中国银河证券研究院

五、投资建议

（一）估值分析：特钢估值处于低位，钢价或触底回升提振市场信心

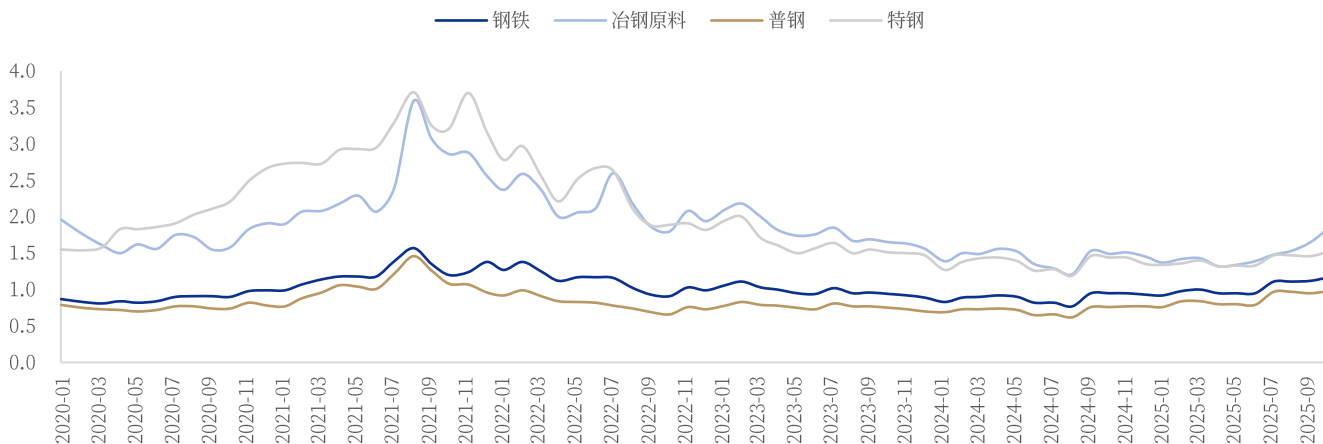
特钢估值处于低位，钢价或触底回升提振市场信心。截至 2025 年 11 月 21 日，SW 钢铁行业指数剔除负值的 PE_TTM 为 22.2 倍，位于 2020 年以来的 95.7%分位，其中排名前五的个股为方大炭素（576.5 倍）、太钢不锈（160 倍）、武进不锈（124.4 倍）、包钢股份（107.7 倍）、大中矿业（69 倍），细分行业上，普钢、特钢、冶钢原料剔除负值的 PE_TTM 分别为 22 倍、16.6 倍、37.1 倍，普钢与特钢分别位于 2020 年以来的 90%与 82.8%分位，冶钢原料创 2020 年以来的新高。SW 钢铁行业指数 PB_LF 为 1.15 倍>1 倍，位于 2020 年以来的 77.1%分位，44 支钢铁行业个股中有 12 支 PB_LF<1 倍，排名前五的个股为大中矿业（7.32 倍）、翔楼新材（3.98 倍）、海南矿业（3.38 倍）、盛德鑫泰（3.22 倍）、久立特材（2.97 倍），细分行业上，普钢、特钢、冶钢原料 PB_LF 分别为 0.94 倍、1.48 倍、1.99 倍，分别位于 2020 年以来的 78.5%、31.4%、67.1%分位。现阶段钢价或是市场更为关注的锚，反映中长期盈利，反内卷政策强化供给端约束下钢价或触底回升，且美联储持续降息与国内货币适度宽松的环境均对估值友好。

图53：2020-2025M10 SW 钢铁及其细分行业指数 PE_TTM（剔除负值，单位：倍）



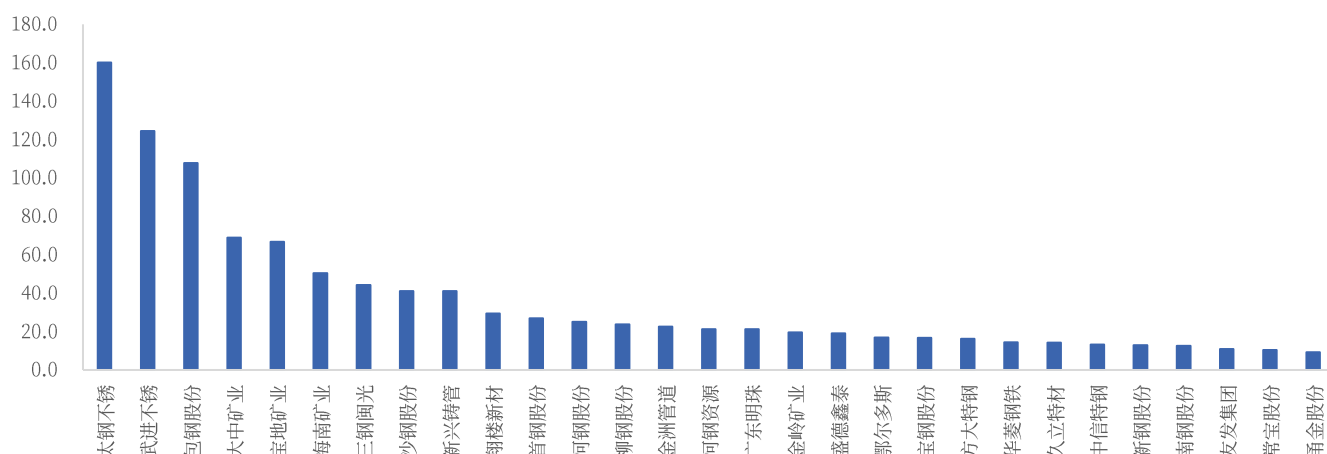
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图54：2020-2025M10 SW 钢铁及其细分行业指数 PB_LF（单位：倍）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

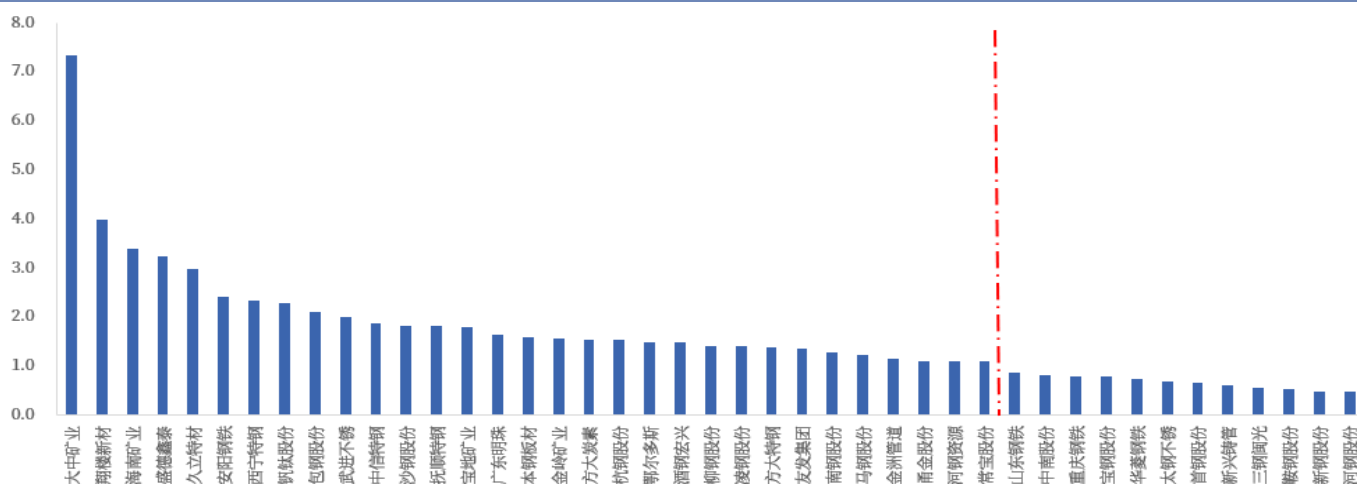
图55: 全 A 钢铁个股 PE_TTM (单位: 倍)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 依据 2025 年 11 月 21 日收盘价, 下同。方大炭素因数数值过高, 采用剔除处理。

图56: 全 A 钢铁个股 PB_LF (单位: 倍)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 截至 2025Q3, 八一钢铁净资产为负, 采用剔除处理。

(二) 投资建议: 政策与业绩催化, 关注三大投资方向

2025Q1-Q3 钢铁行业同比扭亏为盈, 盈利能力显著改善, 销售毛利率回归中枢水平。需求侧地产步入调整期对螺纹钢、普钢线材等建筑用钢需求形成制约, 而与之相对应的是新基建、新能源等制造用钢的兴起, 支撑板材与特钢景气, 供给侧兼并重组节奏加快, 行业集中度稳步提升, 反内卷政策逐步深化, 环保与能效标准明确且可监测度高, 叠加产能置换重启, 停止置换可能导致产能指标的实质性灭失, 出清有序推进, 成本端原料价格回归常态, 产业链利润分配趋于合理, 焦煤宽松的让利逻辑兑现。展望 2026 年, 汽车、家电等制造业需求平稳修复, 环保与能效标准趋严下产能快速出清, 结构优化成效显现, 美联储偏鸽继续推升资源品价格中枢, 西芒杜项目逐渐上量, 改变全球铁矿石供给格局, 基石计划迈入新阶段, 继续保障国内资源安全。中长期看, 行业集中度与其他主要钢铁生产国相比仍有较大提升空间, 退出壁垒破除打通路径, 钢铁行业稳增长强调绿色化、智

能化与科技创新，高品质特殊钢与高端装备用特种合金钢具备稀缺性，龙头占据技术与资金优势率先受益。总体而言，钢铁行业利空散去，当前是良好的配置时点，迎接新一轮周期，建议关注：

- 方向一：品种结构不断优化，持续稳定的高分红龙头，关注中信特钢、华菱钢铁、南钢股份、首钢股份等；
- 方向二：高技术壁垒对抗“内卷”，业绩与估值修复空间显著，关注方大特钢、新钢股份、久立特材等；
- 方向三：中长期供给格局改善的上游资源品，关注包钢股份、海南矿业、河钢资源、金岭矿业等。

表7：关注公司盈利预测与估值情况

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600010.SH	包钢股份	0.01	-	-	-	415.52	-	-	-
000708.SZ	中信特钢	1.02	1.04	1.14	1.23	14.53	13.27	12.09	11.13
000932.SZ	华菱钢铁	0.29	0.53	0.61	0.65	19.72	10.94	9.58	8.98
600282.SH	南钢股份	0.37	0.45	0.50	0.55	15.03	12.28	11.06	9.97
000959.SZ	首钢股份	0.06	0.16	0.19	0.23	69.69	23.57	20.47	17.94
002318.SZ	久立特材	1.55	1.74	1.92	2.14	16.01	14.28	12.91	11.61
601969.SH	海南矿业	0.36	0.38	0.43	0.48	33.08	31.16	27.83	24.70
600507.SH	方大特钢	0.11	0.39	0.44	0.49	54.59	15.26	13.41	12.03
600782.SH	新钢股份	0.01	0.14	0.18	0.25	396.00	27.83	22.10	15.99
000923.SZ	河钢资源	0.87	0.92	1.03	1.18	19.75	16.39	13.35	10.55
000655.SZ	金岭矿业	0.34	0.50	0.54	0.59	26.24	18.75	17.73	16.91

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：表中中信特钢、首钢股份、海南矿业、河钢资源、金岭矿业盈利预测为中国银河证券研究院预测，其余公司均采用 Wind 一致预测，收盘价更新至 2025 年 11 月 21 日。

六、风险提示

1、宏观经济周期性波动的风险

钢铁属于传统周期性行业，对宏观经济增长敏感度较高，若国内或国际宏观经济波动较大，将扰乱产业链量价预期，对钢铁行业发展产生不确定影响。

2、绿色转型成本过高的风险

钢铁企业绿色转型面临较高成本，主要包括巨额的技术改造投资与尚难被市场完全消化的“绿色溢价”，氢冶金中的“绿氢”价格也需进一步降低。

3、控产限产力度不及预期的风险

由于产能产量监测相对间接，以往产能置换过程中多建、违建情况不在少数，抑或是合规、环保、能效管控不坚定，反而会令钢铁行业供需失衡加剧。

4、下游需求修复缓慢的风险

地产、基建、机械、汽车、能源构成了钢铁行业的主要需求，地产景气度的主要影响因素为利率与库存，基建景气度的主要影响因素为政府财政，可调节性较大，国内机械、汽车等制造业具备全球竞争力，且其中众多赛道兼具工业属性与消费属性，景气度取决于全球宏观经济环境等。若下游需求修复缓慢，将削弱钢铁行业规模效应的发挥。

图表目录

图 1: 20250101-1121 SW 一级行业与 Wind 全 A 指数涨跌幅	4
图 2: 20250101-1121 钢铁行业个股涨跌幅	4
图 3: 钢铁行业持仓数量及变动	5
图 4: 钢铁行业持仓金额变动	5
图 5: 钢铁行业持仓占比情况变化	5
图 6: 基金对钢铁行业持仓金额及总体变动情况	5
图 7: 2020-2025Q3 全 A 钢铁行业营业收入与增速	6
图 8: 2020-2025Q3 全 A 钢铁行业归母净利润与增速	6
图 9: 2020-2025Q3 全 A 普钢行业营业收入与增速	6
图 10: 2020-2025Q3 全 A 普钢行业归母净利润与增速	6
图 11: 2020-2025Q3 全 A 特钢行业营业收入与增速	7
图 12: 2020-2025Q3 全 A 特钢行业归母净利润与增速	7
图 13: 2020-2025Q3 全 A 冶钢原料行业营业收入与增速	7
图 14: 2020-2025Q3 全 A 冶钢原料行业归母净利润与增速	7
图 15: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业营业收入 TTM 同比	7
图 16: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业归母净利润 TTM 同比	8
图 17: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业销售毛利率 TTM	8
图 18: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业销售净利率 TTM	8
图 19: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业加权 ROE_TTM	9
图 20: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业总资产周转率 TTM (单位: 次)	9
图 21: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业应收账款周转率 TTM (单位: 次)	10
图 22: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业存货周转率 TTM (单位: 次)	10
图 23: 2020-2025Q3 全 A 钢铁及其细分行业固定资产周转率 TTM (单位: 次)	10
图 24: 2004-2024 年国内粗钢产量与表观消费量 (单位: 万吨)	11
图 25: 2003-2024 年国内钢材产量与表观消费量 (单位: 万吨)	11
图 26: 2015-2025M10 国内螺卷与冷热价差 (单位: 元/吨)	12
图 27: 2018-2025Q3 国内钢铁高炉开工率与产能利用率	12
图 28: 2004-2024 年国内粗钢进出口数量 (单位: 万吨)	12
图 29: 2004-2024 年国内钢材进出口量价 (单位: 万吨, 美元/吨)	12
图 30: 2021-2025M10 国内五大品种钢材总库存 (单位: 万吨)	12
图 31: 中国制造业“内卷式”竞争的具体表现	14
图 32: 国内钢铁产能治理总体思路	14
图 33: 2020 年国内钢铁下游需求行业分布	18
图 34: 2024 年国内钢铁下游需求行业分布	18

图 35: 2014-2025M10 国内主要分项投资累计同比 (单位: %)	19
图 36: 2022-2025M9 国内地方政府新增专项债发行额 (单位: 亿元)	19
图 37: 2006-2025M10 国内房地产产业链各环节累计同比 (单位: %)	19
图 38: 2005-2025M10 国内制造业 PMI 与主要分项 (单位: %)	19
图 39: 国内钢铁行业分产品表观需求 (单位: 百万吨)	19
图 40: 2011-2025M11 国内典型钢材品种月均价格与综合价格指数	20
图 41: 2010-2024 年国内两类黑色金属行业利润总额与增速	20
图 42: 2022-2025M10 国内焦炭产量 (单位: 万吨)	20
图 43: 2022-2025M9 国内炼焦煤产量 (单位: 万吨)	20
图 44: 国内钢铁企业五大梯队	21
图 45: 2010-2024 年国内钢铁行业集中度 (CR10)	22
图 46: 2023 年典型上市钢企碳效情况	23
图 47: 2020-2025Q3 全 A 钢铁行业与头部钢企研发费用率	23
图 48: 2024 年全球铁矿石成本曲线	26
图 49: 几内亚西芒杜项目投产关键节点	26
图 50: 2025 年 9 月美联储目标利率预测点阵图	27
图 51: 2005-2025M10 国内铁矿石港口库存量与价格指数	27
图 52: 欧美发达经济体关键矿产清单	27
图 53: 2020-2025M10 SW 钢铁及其细分行业指数 PE_TTM (剔除负值, 单位: 倍)	29
图 54: 2020-2025M10 SW 钢铁及其细分行业指数 PB_LF (单位: 倍)	29
图 55: 全 A 钢铁个股 PE_TTM (单位: 倍)	30
图 56: 全 A 钢铁个股 PB_LF (单位: 倍)	30
表 1: 2025Q3 基金对钢铁行业前十大重仓股	5
表 2: 钢铁行业具备大体量、弱盈利特征 (41 个工业大类按 2024 年利润率降序排列)	14
表 3: 钢铁行业稳增长工作方案 2023 年版与 2025 年版对比	15
表 4: 2026 年钢铁下游需求预测表 (单位: 百万吨)	24
表 5: 2026 年钢铁供需平衡表 (单位: 百万吨)	24
表 6: 2026 年铁矿石供需平衡表 (单位: 亿吨)	28
表 7: 关注公司盈利预测与估值情况	31

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵良毕，通信&钢铁首席分析师，科技组组长。北京邮电大学通信硕士，2022 年加入中国银河证券。8 年中国移动通信产业研究经验，7 年证券从业经验。曾获 2020 年 Wind 金牌通信分析师前五名，2022 年 Choice 通信行业最佳分析师前三名等。

洪烨，中小盘分析师。中国人民大学财务硕士，曾供职于国泰君安证券，2023 年加入中国银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn	