



钢铁行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

金属材料组

分析师：吴晋恺（执业 S1130526010001） 联系人：覃雨阳

wujinkai@gjzq.com.cn

qinyuyang@gjzq.com.cn

钢铁革故鼎新系列之二：主要矛盾转化，法治调控供给

投资逻辑：

钢铁供给问题的核心，并不是中国缺少全球份额，而是最大生产国难以形成有效自律。钢材作为典型中间品，产能天然贴近终端需求，中国粗钢产量占全球过半，但企业层面仍明显分散，国内 CR10 仅四成出头；同时，钢铁高度嵌入地方工业、财政、就业和上下游链条，叠加高炉启停成本、重资产和高折旧属性，使企业在低盈利甚至亏损阶段仍倾向维持开工、用产量摊薄固定成本，自然出清极其困难。过去行业主要矛盾更多体现为中央控量提质与地方稳增长、保就业之间的央地矛盾；而当前，上游铁矿等原料端维持较强利润，海外终端又通过双反税提高壁垒，国内过剩供给则以低价出口形式外化，中国钢铁行业在全球产业链中长期处于两头受压的利润分配位置。

出口许可证和联网核查，是主要矛盾从央地转向中外后的第一枚信号弹。2025 年 12 月，商务部、海关总署公告对部分钢铁产品实施出口许可证管理，2026 年 1 月 1 日起执行；同一时期，《出口货物已补税/未退税证明》电子数据联网核查启动，钢铁出口从合同、质量、税票、报关和流向等环节被重新纳入事前和过程监管。政策直接效果是出口总量约束和内外市场分割：在国内钢价已接近盈利底部、继续下探空间有限的背景下，合规成本和出口节奏收紧更可能带来外盘价格弹性，而不是简单压低内盘利润。更重要的是，历史经验说明出口端治理往往是供给端调控的前奏；当低价出口已演变为内卷外化、财政外流和海外贸易摩擦源，出口许可证与税务联网核查就不只是外贸治理工具，而是行政力量重新进入钢铁供给问题的信号。从政策定调来看，统一大市场的提出和反内卷的立法也很好地反映了对主要矛盾的高度重视。

本轮供给调控的特征，是从粗放的人治式限产转向精细化、法治化的企业筛选。钢铁作为高度契合供改主要政策目标、全球产业链利润分配地位亟待提高、完成节能降碳总量目标时不可绕过的行业，在本轮供给调控中的重要性突出，但 GDP、就业和区域供需约束决定了本轮很难简单复刻上一轮一刀切。更可行的路径，是以能效基准、超低排放和规范企业分级作为基础画像，以产能置换自查、粗钢统计督察、碳市场配额、绿电约束、零碳工厂和出口税务联网核查作为多线抓手，对同一批规模小、产品弱、成本高、合规投入不足、灰色贸易依赖度高的边际企业形成叠加压力。单一政策未必足以扭转行业格局，但当产能、环保、能耗、碳成本、价格秩序和企业分级被联动起来后，钢铁供给治理将从行政限产升级为制度化出清；我们判断 2026H2-2027 年可能是政策约束集中兑现的关键窗口，未入围规范体系、未完成超低排放或依赖买单出口的边际产能风险更高，南方合规先进产能、出口敞口较高且客户结构稳定的龙头钢企有望相对受益。

投资建议与估值

基于我们的专业分析，我们认为顶层思路的转变和成体系的供给调控政策的逐步推进，构成了钢铁板块逻辑优化和景气反转的最重要条件，看好钢铁行业的发展前景，给予“买入”投资评级。

风险提示

各类供给政策在执行层面偏审慎导致行业出清速度不及预期。国内地产和制造业用钢需求继续走弱。原料成本因海外供应扰动或地缘风险维持高位。



内容目录

一、钢铁供给格局：中国是最大寡头但供给难以自律.....	5
全球供需：作为中间品，加工产能贴近终端需求.....	5
中国供给：格局分散&外部性&重资产掣肘自然出清.....	7
二、出口管制的信号：行业的主要矛盾从央地转向中外.....	8
出口管制：贸易环境恶化的根源是内卷的外化.....	8
直接影响：非对称价格弹性下出口型钢企将受益.....	10
信号意义：主要矛盾转化，供给侧调控的前奏.....	12
三、钢铁行业：本轮供给侧调控的核心阵地.....	13
视角 1：高度契合供改主要政策目标.....	13
视角 2：全球产业链中利润分配地位亟待提高.....	14
视角 3：完成节能降碳总量目标时不可绕过.....	15
四、本轮供给调控：从粗放的人治到精细化的法治.....	17
出清通道 1：能效基准&超低排放为核心的规范企业分级制度.....	17
出清通道 2：对产能变相扩张和产量压报的清查.....	21
出清通道 3：联网核查买单出口，倒逼高成本企业出清.....	23
本轮供给调控的特征：从粗放到精细，从人治到法治.....	26
五、投资建议和估值.....	27
风险提示.....	28

图表目录

图表 1： 全球主要产钢国粗钢产量（百万吨）.....	5
图表 2： 全球 10 大钢企中国内占据 7 席（2024）.....	5
图表 3： 长流程工艺占全球炼钢~70%.....	6
图表 4： 中国长流程工艺占比高于其他国家（2024）.....	6
图表 5： 全球主要钢材需求国（百万吨）.....	6
图表 6： 主要钢材需求国的进口依赖度普遍较低.....	6
图表 7： 全球炼钢规划/在建产能分布（2024）.....	7
图表 8： 国内钢铁集团 CR10 仅 43%.....	7
图表 9： 第二产业是我国多数省份的经济支柱.....	8
图表 10： 钢铁行业利润表结构（收入拆分）.....	8
图表 11： 本次出口管制涉及品种一览（深色底纹为管控品种）.....	8
图表 12： 全产业链来看，实际主要影响我国直接出口的钢坯+钢材.....	9



图表 13:	24-25 年出口应诉案件情况概览.....	9
图表 14:	我国钢材细分品种出口增值税/退税情况	10
图表 15:	目前国内钢企盈利率&综合净利均在较低位置	11
图表 16:	出口管制价格弹性测算	11
图表 17:	线材内外价格表现	11
图表 18:	热轧板卷内外价格表现	11
图表 19:	冷轧板卷内外价格表现	12
图表 20:	普中板内外价格表现	12
图表 21:	我们预计出口敞口较大的龙头企业反而受益	12
图表 22:	2007 年的钢材出口管制推动外贸价格大涨.....	13
图表 23:	2007 年 5 月后的粗钢产量同比降速.....	13
图表 24:	紧跟着 14-15 年海外大规模反倾销而来的是 16-18 年的供给侧改革	13
图表 25:	钢铁是去杠杆&去产能&扩内需&保财政角度的高优先级行业，而 GDP 考核是最大掣肘.....	14
图表 26:	钢铁出口收入总体量最大+出口敞口并不低	15
图表 27:	钢铁成本中，海外原料成本占比偏高	15
图表 28:	普钢行业固定资产流向拆分(亿元)	15
图表 29:	普钢行业现金流流向拆分(亿元)	15
图表 30:	钢铁行业约占我国碳排总量的 16.7%.....	16
图表 31:	钢铁行业约占我国能耗总量的 12.8%.....	16
图表 32:	2021 年钢材出口管制+拉闸限电复盘.....	16
图表 33:	预计 2025 年底能效基准改造已经基本完成	17
图表 34:	25 年底仍未完成 ULE 改造的产能或有 2 亿吨.....	17
图表 35:	能效基准间接约束长流程的单吨碳排放量	18
图表 36:	能效基准约束短流程炼钢的单吨电耗	18
图表 37:	2025 年钢铁行业碳配额额定公式.....	18
图表 38:	超低排放对钢铁生产各环节的主要要求	18
图表 39:	规范企业分级和 ULE 完成情况高度相关	19
图表 40:	未入围企业中，僵尸产能占比并不大	19
图表 41:	引领型企业多为规模化的大型钢厂	20
图表 42:	未入围企业的民营占比较大	20
图表 43:	未入围钢企的短流程占比明显较高（万吨）.....	20
图表 44:	南方省份是规范分级未入围的重灾区（千吨）.....	20
图表 45:	预计本轮供给调控中南方合规企业相对受益	21
图表 46:	钢铁产能置换政策要求沿革	21
图表 47:	钢铁产能置换区域划分	22



图表 48: 典型高级钢材的再加工次数	22
图表 49: 历年钢材-粗钢产量差及归因 (万吨)	23
图表 50: 买单出口机制示意图 (以出口 1 万吨钢材为例)	24
图表 51: 2023 年以来, 广东出口量-出港量异常增多 (万吨)	25
图表 52: 广东是买单出口重灾区, 福建&安徽异常数据增长较快 (万吨)	25
图表 53: 中国钢铁供给法治体系-政策推进时间轴	26
图表 54: 本轮的供给调控框架总体上表现出节奏更加温和+手段更加制度化的特征.....	27
图表 55: 多抓手叠加下的高风险画像趋同	27
图表 56: 行业内重点公司投资评级 (亿人民币)	28



一、钢铁供给格局：中国是最大寡头但供给难以自律

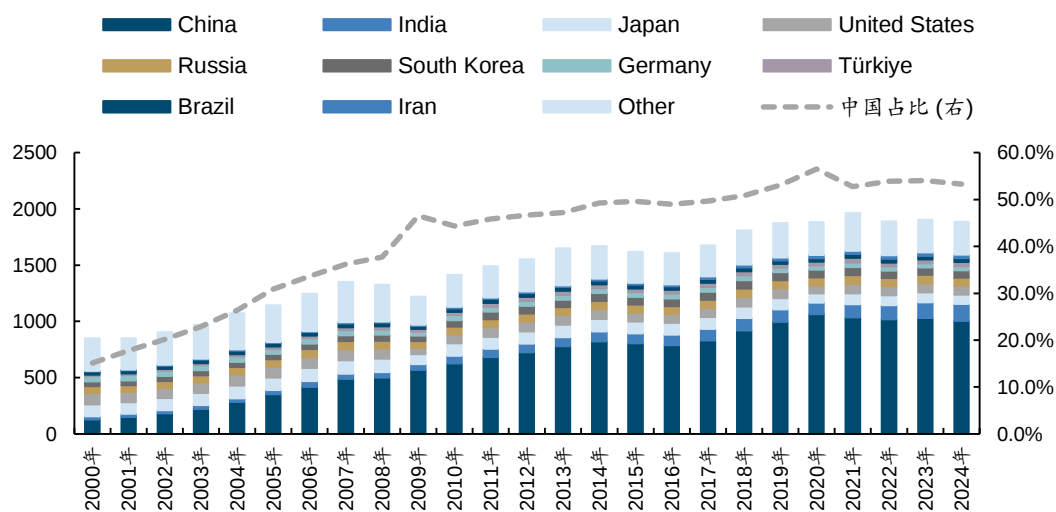
全球供需：作为中间品，加工产能贴近终端需求

钢材是一种典型的中间品，它的需求由建筑、机械、汽车、家电、造船等下游制造活动派生。中国虽然是全球最大产钢国，但钢材市场并没有像铁矿那样形成绝对寡头，而是表现出国家集中、企业分散、区域平衡的特殊格局。

中国是钢铁制造能力最完整的国家。从粗钢产量看，2024 年全球供给已经高度集中于中国，中国粗钢产量约 10 亿吨，占全球比重超过一半，远高于印度、日本、美国、俄罗斯和韩国等传统钢铁大国；同时，全球前十大钢企中中国企业占据多数席位。

但若把视角从国家切换到企业层面，又会发现行业仍然明显分散。即便是宝武这样最大的单体钢企，对全球份额的占比也并不高，前十大钢企合计占比同样有限。这意味着全球钢铁行业呈现出非常典型的双层结构——国家维度高度集中，企业维度仍然分散。

图表1：全球主要产钢国粗钢产量（百万吨）



来源：Worldsteel, Wikipedia, 国金证券研究所

图表2：全球 10 大钢企中国内占据 7 席（2024）

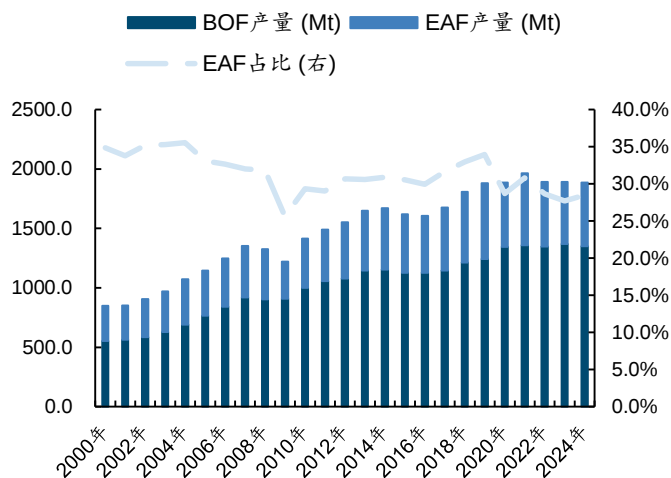
排名	公司	所在地	2024 粗钢产量 (Mt)	份额
1	China Baowu (中国宝武)	中国	130.1	6.9%
2	ArcelorMittal	卢森堡	65.0	3.4%
3	Ansteel Group (鞍钢集团)	中国	59.6	3.2%
4	Nippon Steel (日本制铁)	日本	43.6	2.3%
5	HBIS Group (河钢集团)	中国	42.3	2.2%
6	Shagang Group (沙钢)	中国	40.2	2.1%
7	Jianlong Group (建龙)	中国	39.4	2.1%
8	POSCO Holdings	韩国	37.8	2.0%
9	Shougang Group (首钢)	中国	31.6	1.7%
10	Tata Steel Group	印度	31.0	1.6%
合计			520.5	27.6%

来源：Worldsteel, 国金证券研究所

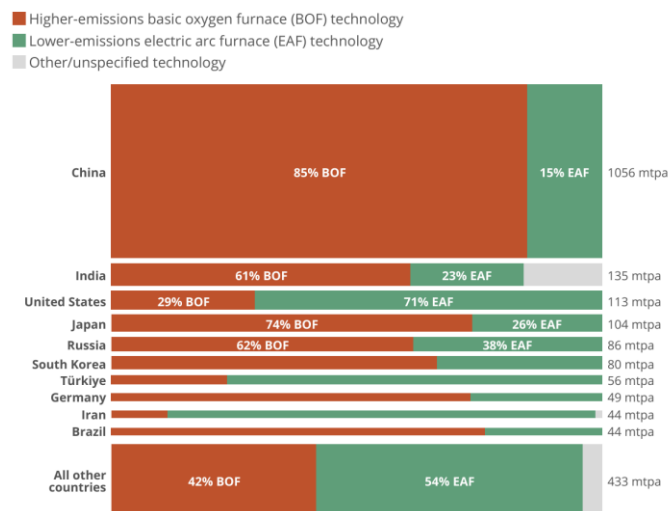
工艺路线差异决定了各国钢铁产业所面对的原料约束和供给弹性并不相同。全球粗钢仍以长流程为主，氧气转炉路线大约占七成，但中国的长流程占比明显高于全球平均，意味着中国供给更深度绑定进口铁矿石和焦煤；与之相对，美国、土耳其、伊朗等国家的电炉占比更高，可以依托废钢回收和本地短流程形成一定程度的自给与缓冲。正因为下游主要需求国普遍保有一定电炉体系。



图表3：长流程工艺占全球炼钢~70%



图表4：中国长流程工艺占比高于其他国家(2024)

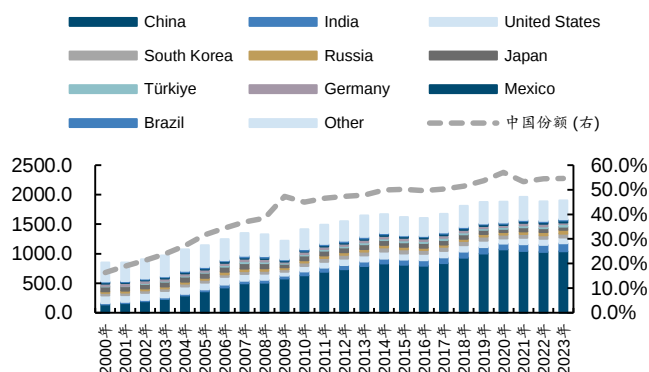


来源：Worldsteel, Wikipedia, 国金证券研究所

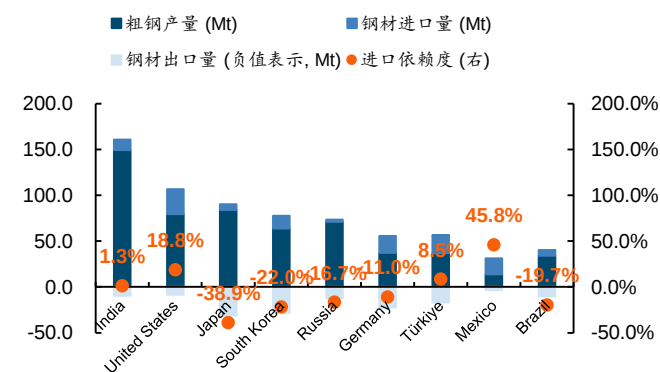
来源：GEM, 国金证券研究所

全球钢材供需趋近，地域错配较少。中国既是全球最大钢材生产国，也是全球最大的钢材需求国，本质上是因为中国承担了全球最大的建筑与制造加工体系；而美国、日本、韩国、德国、土耳其、巴西、墨西哥等主要需求国，本身也普遍保有较高钢材自给能力。由此带来的结果是，钢材贸易量虽然不小，但占全球成材总量的比例并不算高，需求国并不会像铁矿进口国那样完全依赖远距离调入，质量认证、交期、下游配套和运费共同决定了供给天然更贴近终端需求地。

图表5：全球主要钢材需求国（百万吨）



图表6：主要钢材需求国的进口依赖度普遍较低



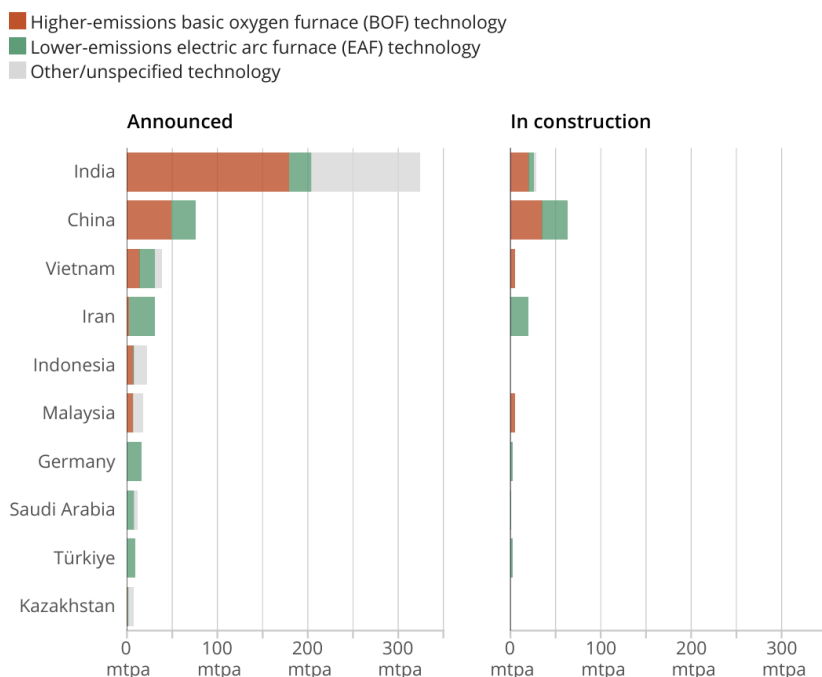
来源：Worldsteel, Wikipedia, 国金证券研究所

来源：Worldsteel, 国金证券研究所

从全球新增项目看，钢铁实际供给增量可控。名义上，全球仍有不少炼钢项目在规划或建设，但中印以外地区的新增项目多以 EAF 或 DRI+EAF 为主，体量普遍较小，且因以废钢为原料而供需同源。印度虽然拥有庞大的产能规划，但真正进入施工的比例并不高，而且其焦煤对进口依赖极强，综合成本和规模化优势都难与中国成熟钢厂相比，长期匹配本土需求；中国的新建项目则更多发生在产能置换框架下，严格意义上属于增减同源的结构优化。由此看，未来全球钢铁供给的真正变化是工艺结构更健康、区域替代更明显、实际净新增压力有限。



图表7：全球炼钢规划/在建产能分布(2024)



来源：GEM，国金证券研究所

中国供给：格局分散&外部性&重资产掣肘自然出清

中国虽然是全球钢铁的超级寡头，但这种供给地位却并未转化成类似铁矿四大矿山那种强寡头定价能力，主要在于供给存在格局分散、负外部性和重资产这三个不利属性，他们共同解释了为什么钢铁行业长期内卷低盈利，却又始终难以依靠市场自发出清完成供给收缩。

特征 1-行业格局仍然偏分散：即便以全国口径看，CR10 也只有四成出头，龙头宝武集团份额仅十余个百分点，这决定了行业难以依靠少数头部企业自发协调来完成减产和出清。

特征 2-钢铁高度嵌入地方经济结构带来负外部性：河北、江苏、山东、辽宁、山西、广西等产钢大省，往往同时也是第二产业占比高、地方工业依赖重的省份，钢铁不只是企业利润问题，更牵动工业增加值、财政税源、就业和上下游产业链。正因如此，中国钢铁的出清难题并不只是市场竞争本身，也受限于和地方发展逻辑长期勾稽。

特征 3-重资产和高折旧使行业极难自然出清：钢铁需要大额固定资产投入，但钢材单吨价格偏低，利润较薄，其结果是钢铁行业的折旧占收入比重长期不低，很多年份甚至高于正常盈利年份的净利率水平。叠加高炉的启停成本较高，因此企业即便在盈利很弱甚至亏损的阶段，也往往倾向于维持开工、用产量去摊薄固定成本，而不是主动停产降负荷。

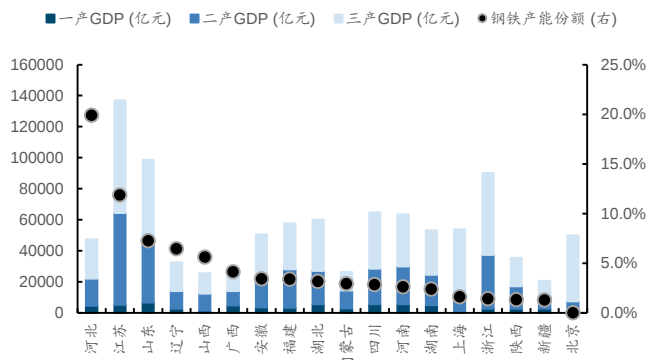
图表8：国内钢铁集团 CR10 仅 43%

集团	主要生产基地	2024 产量 (Mt)
宝武	上海宝山、广东湛江、湖北武汉、江苏梅山、山西太钢、安徽马钢等	130.1
鞍钢	辽宁鞍山/鲅鱼圈、吉林通钢、贵州水钢、辽宁本钢	59.6
河钢	河北唐山新区（乐亭/曹妃甸）、邯钢、承钢/宣钢等	42.3
沙钢	张家港本部、河南安阳、安徽淮钢等	40.2
建龙	唐山/承德、黑龙江西林、吉林建龙等	39.4
首钢	京唐（曹妃甸）、迁安、青岛（首秦）等	32.6
德龙	福建青拓系、江苏德龙、印尼青山关联等（不锈钢为主）	28.3
华菱	湖南华菱：涟钢、湘钢、衡钢（管）等	24.8
方大	方大特钢（南昌）、凌钢（辽宁）、九江萍钢（江西）等	19.6
敬业		15
CR10		43.0%

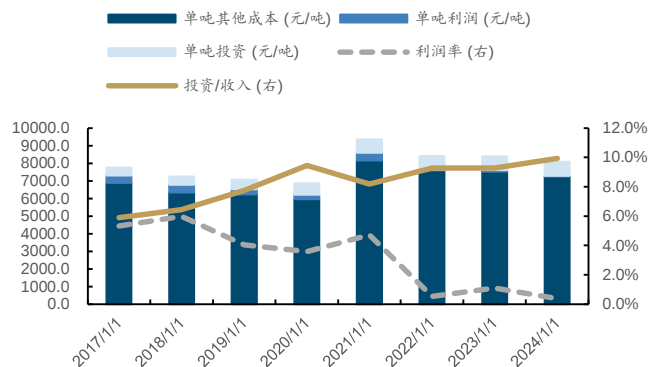


来源：Worldsteel, GEM, 各公司年报/官网, 国金证券研究所

图表9：第二产业是我国多数省份的经济支柱



图表10：钢铁行业利润表结构（收入拆分）



来源：国家统计局, 国金证券研究所

来源：Wind, 国家统计局, 国金证券研究所

在前述的供给三个属性中，负外部性是中国钢铁行业长期的主要矛盾，具体表现为中央要求控量提质、地方更看重 GDP 与就业之间的央地矛盾。然而到了当前阶段，外部矛盾正在明显强化：上游矿端在资本纪律下维持较强利润，海外终端市场又通过双反税不断提高壁垒，中国钢铁行业一头被原料端挤压利润，一头又通过低价出口把利润让给海外，中外矛盾已经开始压过传统央地矛盾。在当下，宽松的货币和财政政策仅能调整商品和法币之间比价，供给调控方能解决国内外分配的结构性弊端，及其衍生的经济效益外流和有效需求不足的问题。

二、出口管制的信号：行业的主要矛盾从央地转向中外

出口管制：贸易环境恶化的根源是内卷的外化

2025 年 12 月，商务部与海关总署发布公告，对部分钢铁产品实施出口许可证管理，并明确自 2026 年 1 月 1 日起执行。政策并非简单限制出口，把钢铁出口重新纳入事前许可、合同核验和产品质量证明框架之中，行政监管从过去更多依赖事后统计和窗口指导前移到了事前审批环节。

本轮出口许可证管理的覆盖大体覆盖 HS72 全部以及 HS7301-7307，几乎把从生铁、废钢、粗钢半成品到板材、长材、不锈钢、合金钢、型材、管材和管件的整个钢铁商品链都纳入了管理视野。政策的真正意图把矿端之后、终端之前的钢铁流重新置于统一的监管体系之下，使合同、质量、税票、报关和流向都能够被追踪和审核，能够直接压缩过去依赖低价冲量、资质套利和边界模糊操作的出口模式。

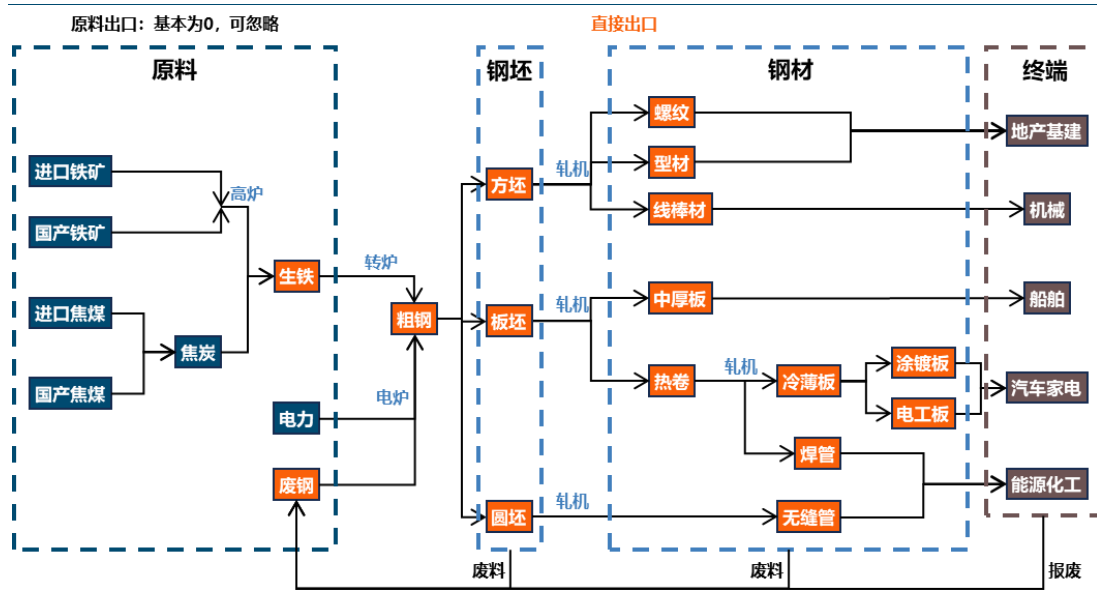
图表11：本次出口管制涉及品种一览（深色底纹为管控品种）

通俗口径	4 位 HScode	包含品种
上游原料	7201 - 7205	生铁、铁合金、废钢、其他铁源
粗钢	7206 - 7207; 7218; 7224	板坯、方坯、圆坯
碳钢板材	7208 - 7212	宽板+带钢，含涂镀
碳钢长材	7213 - 7217	线、棒、型、钢丝
不锈钢	7219 - 7223	不锈钢板材+长材
合金钢	7225 - 7229	合金钢板材+长材
工程型材	7301 - 7302	焊接型钢、轨交构件
管材	7303 - 7306	铸管、无缝、焊管、方矩管
管件	7307	法兰、弯头、三通
钢结构	7308	桥梁、塔架、厂房、门窗框
容器	7309 - 7311	储罐、桶罐、钢瓶
线材深加工品	7312 - 7314	绳、网、刺丝
小件	7315 - 7326	五金、紧固件、零部件、其他

来源：商务部, 国金证券研究所



图表12：全产业链来看，实际主要影响我国直接出口的钢坯+钢材



来源：商务部，国金证券研究所

监管层在这一时点推动出口管理，核心原因在于近几年中国钢铁出口已经从缓解国内供需压力的手段，逐步演变成海外贸易摩擦的触发源。2021 年四季度以来，国内需求明显走弱，钢材开始被动转向出口，表现为价格持续下行与出口量快速上升并存；到了 2024-2025 年，多国针对中国钢铁产品发起的反倾销、反补贴和保障措施调查明显增加，已经覆盖相当比例的中国出口市场。如果继续依靠低价冲量去消化冗余供给，短期可能换来产量和现金流，长期却只会抬高贸易壁垒、压缩整个行业的外部生存空间。

图表13：24-25 年出口应诉案件情况概览

国家	口量比	案件数	涉及品种	典型税额
越南	11.5%	2	热卷、镀层板	12-37.1%
韩国	7.4%	4	中厚板、热卷、镀锌板、不锈钢	21.6-34.1%
泰国	4.6%	1	H 型钢	30.9-54.2%
印度尼西亚	4.3%	1	热卷	立案阶段
土耳其	3.7%	3	冷轧板、涂镀层板、冷轧不锈钢	立案阶段
巴西	3.4%	8	线材、热卷、冷卷、涂镀层板、不锈钢	大多在立案/调查阶段
欧盟	2.8%	2	无缝管、镀层板	13.1-62.3%
印度	2.7%	3	冷薄板、电工钢、不锈钢	224-415 美元/吨
马来西亚	2.6%	3	线材、镀层板	4.5-20.4%
埃及	1.3%	4	钢坯、热卷、冷卷、涂镀层板	4.9-16.2%
南非	1.2%	4	型钢、冷薄板、耐蚀厚钢板	52.8%
日本	1.1%	2	镀锌钢带、冷轧不锈钢	立案阶段
墨西哥	1.1%	1	热卷	立案阶段
危地马拉	0.6%	1	镀锌板	否定性终裁
澳大利亚	<0.5%	17	多品种，型钢居多	大多在立案/调查阶段
加拿大	<0.5%	1	线材	34-42.6%
英国	<0.5%	1	镀锡板	立案阶段

来源：CACS，Wind，海关总署，国金证券研究所

出口许可证之外，2025 年末推出的另一项关键制度是《出口货物已补税/未退税证明》电子数据联网核查。表面看，这是一项口岸数字化和贸易便利化安排。

联网核查的深层原因，在于钢铁出口税务链条一旦失真，就会形成典型的外流损失：一方面，国内财政应得的税收被侵蚀；另一方面，灰色链条降低了出口隐性成本，使低价钢材更容易外流，根本上等于用国内财政去补贴海外终端和



海外财政。尤其是在大部分普通钢材出口退税已经取消之后，少数仍涉及退税或税务处理的细分品类更需要严格核验其真实性，否则税制本身就会被套利链条架空。

因此，联网核查是用数字化方式堵住钢铁出口中更容易演化成低价倾销支撑的税务漏洞。这一政策在钢铁行业语境下的含义非常明确：关注出口是否真实、税务链条是否闭环、解决钢铁行业的“买单出口”问题。

图表14：我国钢材细分品种出口增值税/退税情况

大类	HS4	增值税率	退税率(取消前)	现行退税率	大类	HS4	增值税率	退税率(取消前)	现行退税率
上游原料	7201	13%	0%	0%	不锈钢板/长材	7219	13%	13%	0%
	7202	13%	0%	0%		7220	13%	13%	0%
	7203	13%	0%	0%		7221	13%	13%	0%
	7204	13%	0%	0%		7222	13%	13%	0%
	7205	13%	13%	0%		7223	13%	13%	0%
粗钢/半成品	7206	13%	0%	0%	合金钢半成品	7224	13%	0%	0%
	7207	13%	0%	0%		7225	13%	13%	0%
	7208	13%	0%	0%		7226	13%	13%	0%
	7209	13%	13%	0%		7227	13%	13%	0%
碳钢板材	7210	13%	13%	0%	合金钢板/长材	7228	13%	13%	0%
	7211	13%	0%	0%		7229	13%	13%	0%
	7212	13%	13%	0%	工程型材	7301	13%	13%	0%
	7213	13%	0%	0%		7302	13%	13%	0%
碳钢长材	7214	13%	13%	0%		7303	13%	13%	0%
	7215	13%	0%	0%		7304	13%	13%	0%
	7216	13%	0%	0%	管材/管件	7305	13%	13%	0%
	7217	13%	13%	0%		7306	13%	0%	0%
不锈钢半成品	7218	13%	0%	0%		7307	13%	13%	0%

来源：国家税务局，财政部，商务部，国金证券研究所

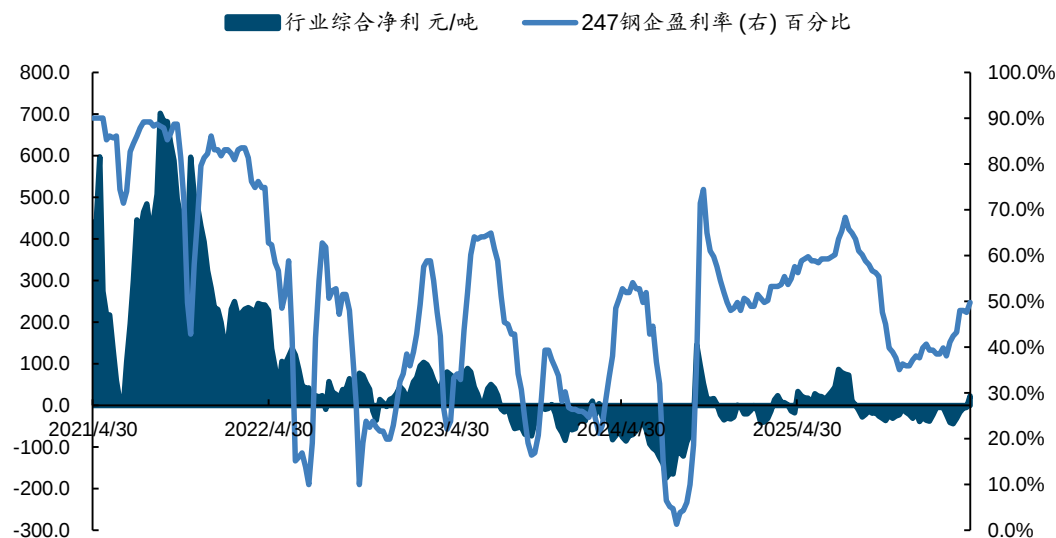
直接影响：非对称价格弹性下出口型钢企将受益

从经济学上看，出口管制所做的其实是两件事：总量控制和内外市场分割。对全球钢铁行业而言，过剩阶段约束低价外溢，有助于缓和价值毁灭、修复产业利润分配；对中国国内而言，在行业已经接近盈利底部、价格继续下跌空间有限的阶段，市场分割并不一定是负面，反而可能为更高的出口报价和更规范的外贸结构创造条件。

短期维度上，出口管制最值得重视的，是钢铁这种底部行业所具有的非对称价格弹性。当前国内钢铁行业处在盈利率和综合净利都偏低的阶段，国内价格若继续明显下探，就容易触及高成本企业的现金流和开工意愿边界，因此内盘向下空间天然有限；而海外市场过去几年持续承受中国低价出口冲击，只要出口节奏稍有收紧、合规成本略有提升，外盘价格就更容易出现弹性修复。



图表15: 目前国内钢企盈利率&综合净利均在较低位置



来源: Mysteel, 国金证券研究所测算

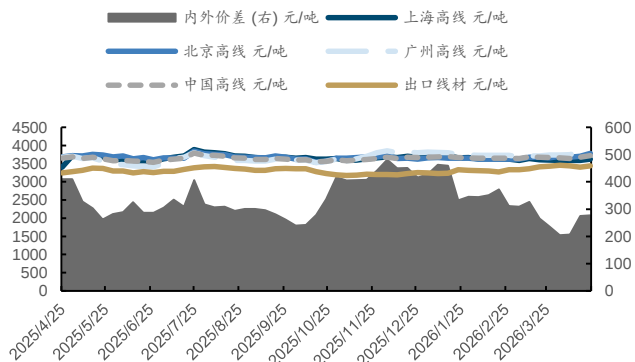
图表16: 出口管制价格弹性测算

情形	月度出口量 (万吨)	出口均价 (美元/吨)	价格弹性	单吨利差 (美元/吨)
2025 年 10 月	978	560	-0.66	-
2021 年 12 月	503	1625	-0.66	-
基准	978	560	-0.66	-
-5%	929	635	-0.66	43
-10%	880	783	-0.66	85
-15%	831	1006	-0.66	128
-20%	782	1303	-0.66	170

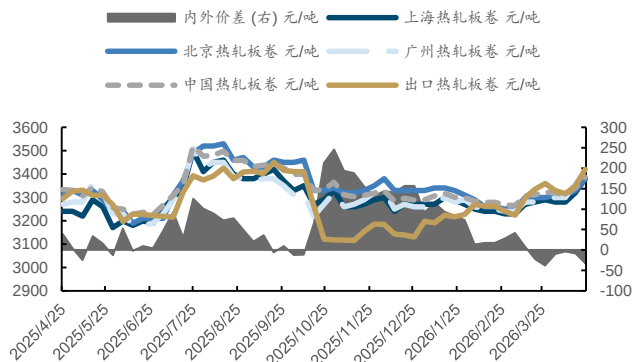
来源: Wind, 海关总署, 国金证券研究所测算

这种非对称弹性已经在价格表现上有所体现。2026 年 1 月以来, 螺纹、线材、热卷、冷卷等主流钢材报价出现了较为明显的内外盘分化: 出口报价偏强于内盘, 但内盘价格未有明显下跌。对钢铁这样区域性很强的商品而言, 这种分化并不意味着两个市场完全割裂, 而是说明制度变化正在改变边际利润分配。过去行业依靠低价冲量维持出口, 现在当许可证、核查和税务成本逐步提高时, 低质量出口先被压缩, 合规且具有客户基础的外贸订单反而更容易获得溢价。

图表17: 线材内外价格表现



图表18: 热轧板卷内外价格表现

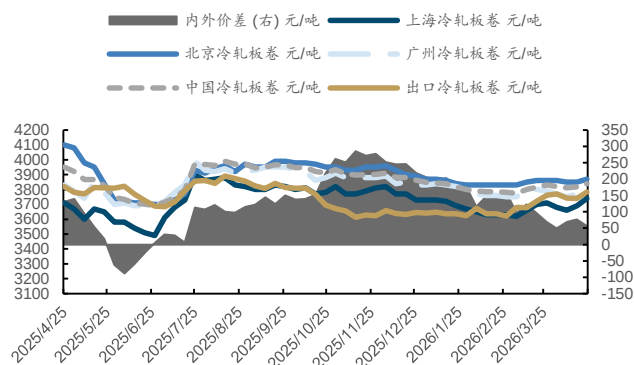


来源: Mysteel, 国金证券研究所

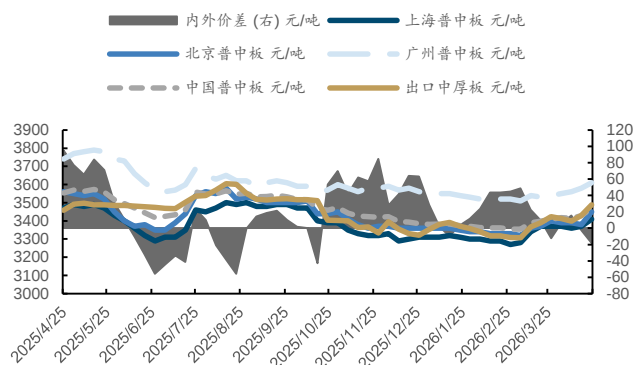
来源: Mysteel, 国金证券研究所



图表19: 冷轧板卷内外价格表现



图表20: 普中板内外价格表现



来源: Mysteel, 国金证券研究所

来源: Mysteel, 国金证券研究所

落实到企业层面,受益顺序的核心在于出口敞口、产品结构和合规能力,当制度开始筛掉低质量出口之后,能够继续稳定承接海外订单的,往往会是龙头和规范化程度更高的企业。若国内价格最大下行空间有限,而出口价格在减量情形下仍具备较大向上弹性,那么那些出口占比较高、产品更偏板材和高附加值、海外客户结构更稳定的大型钢企,自然会比单纯依赖国内低价竞争的企业更早受益。

图表21: 我们预计出口敞口较大的龙头企业反而受益

证券简称	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2025/6/30	2024 产量(万吨)	Δ 国内价格	Δ 海外价格	Δ 加权价格
600010.SH 包钢股份		8.7%	8.1%	8.8%	9.5%		1499	-50
600019.SH 宝钢股份		10.5%	12.4%	14.2%	14.2%	14.8%	5321	-50
600282.SH 南钢股份		3.3%	5.2%	9.0%	11.3%	10.7%	934	-50
600126.SH 杭钢股份		3.7%	3.2%	1.0%	0.6%		429	-50
000778.SZ 新兴铸管		2.6%	3.4%	2.7%	3.6%	3.9%	564	-50
600808.SH 马钢股份		4.2%	4.4%	4.0%	6.8%	6.9%	1983	-50
000709.SZ 河钢股份		2.6%	1.7%	2.2%	2.6%	2.4%	2793	-50
000932.SZ 华菱钢铁		3.7%	6.7%	7.0%	8.1%	8.3%	2515	-50
600782.SH 新钢股份		1.2%	0.9%	2.7%	5.4%	1.5%	1037	-50
600022.SH 山东钢铁		2.3%	2.7%	4.3%	5.4%	6.9%	1494	-50
601005.SH 重庆钢铁							758	-50
000959.SZ 首钢股份		4.6%	6.5%	7.3%	7.4%	9.7%	2330	-50
000898.SZ 鞍钢股份		4.0%	4.6%	6.3%	6.9%	7.1%	2544	-50
600307.SH 酒钢宏兴							879	-50
601686.SH 友发集团				0.0%	0.3%		2009	-50
002110.SZ 三钢闽光							1141	-50
000717.SZ 中南股份		0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	1.8%	782	-50
600581.SH 八一钢铁							524	-50
601003.SH 柳钢股份		0.1%	0.2%	0.8%	2.0%	4.2%	1159	-50
600569.SH 安阳钢铁		0.0%	0.1%	0.1%	0.4%		679	-50
600231.SH 凌钢股份				0.1%	0.9%	1.4%	524	-50
000761.SZ 本钢板材		8.1%	8.0%	12.9%	17.8%	17.3%	1072	-50

来源: Wind, 各公司公告, 国金证券研究所测算

信号意义: 主要矛盾转化, 供给侧调控的前奏

出口倾销根源上是内卷的外化,那么出口管制也具有反内卷的意义,我们通过历史上对两次面临出口贸易摩擦时的政策复盘,认为出口管制的本质在于倒逼国内供给和出口结构同步优化。相比起出口政策的直接影响,更重要的是,出

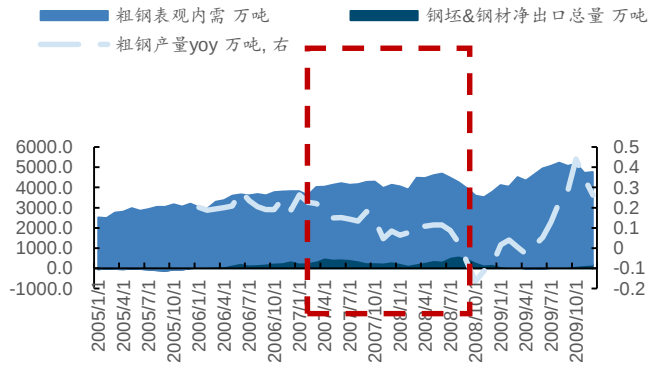


口许可证和联网核查并非终点，而更像是行政力量重新进入钢铁供给问题的一枚信号弹，后续若再叠加产量、环保、碳排和统计核查等抓手，政策含义就会从单纯的外贸治理，进一步升级为供给侧行政介入。

2007 年的经验说明，出口端治理若要真正改变利润中枢，往往需要国内供给端配合。彼时，在取消和调降部分退税、实施出口许可证管理之后，钢材出口量明显回落、外贸价格快速抬升，更关键的是，国内粗钢产量增速开始下降，内平衡压力并没有因为出口受限而失控，反而在供给约束下逐步收敛。这段历史的启示在于：只有当出口管理与国内供给约束形成合力，行业价值修复才会真正持续。

图表22：2007 年的钢材出口管制推动外贸价格大涨

图表23：2007 年 5 月后的粗钢产量同比降速

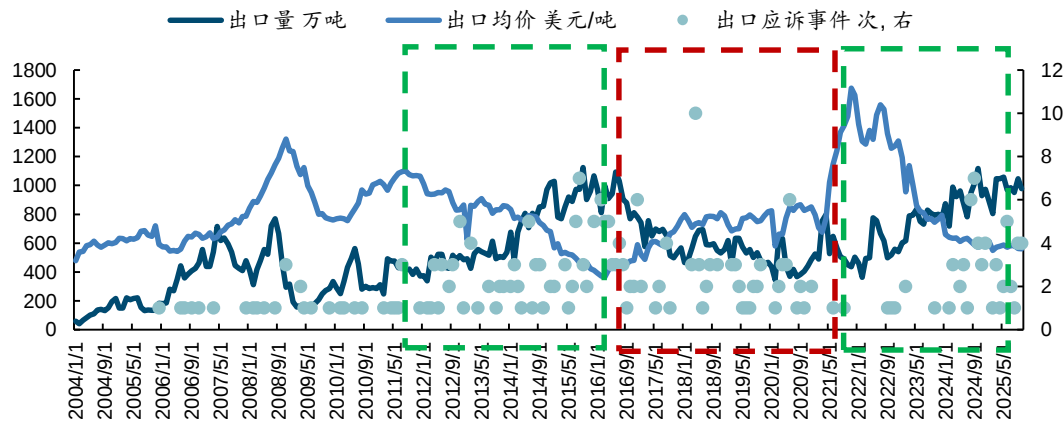


来源：Wind，海关总署，国金证券研究所

来源：Wind，海关总署，国金证券研究所

2011-2015 年的历史则更接近当下。上一轮基建扩张和投资高峰之后，钢铁行业逐步陷入系统性过剩，被动通过降价出口消化冗余供给，从出口应诉事件数量这个维度来看，海外贸易摩擦也在 2014-2015 年前后到达高峰，在这之后真正改变行业利润格局的事件，即为 2016-2018 年的供给侧改革。把这段历史与当前对照，可以当下的出口量价基本面和贸易摩擦强度高度接近于供给侧改革的前夕，因此当下的出口许可证和联网核查同样具备信号弹属性：它们未必单独改变全部格局，而是更系统的行政供给约束启动前的前奏。

图表24：紧跟着 14-15 年海外大规模反倾销而来的是 16-18 年的供给侧改革



来源：Wind，海关总署，CACS，国金证券研究所

三、钢铁行业：本轮供给侧调控的核心阵地

视角 1：高度契合供改主要政策目标

钢铁供改推进困难的另一面，是 GDP 与税收之间的矛盾。钢铁行业工业增加值在 GDP 中的贡献并不低，所以宏观稳增长框架下很难简单大力度压减；但从财政和效率视角看，钢铁虽然营收体量巨大，税收贡献和税收效率却偏低，说明行业长期占用了大量资源，却没有转化出与体量相匹配的财政回报。换句话说，若宏观考核未来从单纯强调规模和 GDP，逐步转向更强调利润质量、税收效率、就业质量、碳排能耗，那么钢铁供改的推进条件就会比过去明显改善。

从去杠杆、去产能、稳财政和扩内需等宏观目标看，钢铁行业的供改契合度其实非常高。钢铁体量大、利润率低、资产负债率不低、亏损企业较多，同时又承载相当就业规模，因此它既具备通过供给收缩修复利润和资产负债表的必要



性，也具备改善财政效率和产业资源配置的意义。问题在于，钢铁的 GDP 和就业属性又决定了它在当下不具备被一刀切改革的可行性，这使它成为最值得改、但也最需要精细化改的典型行业。

从扩内需角度看，钢铁供改的核心并不只是压产量，而是改善收入分配。员工工资的长期上限，本质上由行业人均创利和劳动生产率决定；而钢铁行业当前的突出特征，是用工人数仍然较多，但人均创利明显偏低。这意味着很多劳动者被锁定在低利润、低效率部门，表面上是在保就业，实质上却难以持续形成高质量收入。供改若能通过降时增效与落后产能退出抬升人均创利，就有机会为工资、福利和居民消费能力留下更大空间。

图表25：钢铁是去杠杆&去产能&扩内需&保财政角度的高优先级行业，而 GDP 考核是最大掣肘

指标	单位	煤炭	油气	铁矿	有色	炼化	化工	化纤	橡胶	钢铁	冶炼	电力	指标意义
营业收入	亿元	35304	11403	5067	3441	59060	88037	10724	29476	87427	75332	93101	
营业利润	亿元	7068	3298	558	936	109	4924	278	1589	650	3065	5535	
企业单位数	家	4992	166	1525	1306	2370	25481	2342	26262	6111	9828	13168	
亏损企业数	家	1903	37	647	361	822	5698	625	5063	1853	2383	2864	
亏损企业亏损总额	亿元	747	150	73	65	994	1510	126	234	1076	397	1549	
亏损企业平均亏损	万元	3927	41158	1125	1790	12099	2651	2010	461	5805	1667	5407	
盈利企业数	家	3089	129	879	944	1548	19782	1717	21199	4258	7445	10304	
盈利企业盈利总额	亿元	7816	3449	631	1001	1103	6435	404	1823	1726	3462	7083	
盈利企业平均盈利	万元	25301	267339	7184	10601	7124	3253	2354	860	4053	4650	6875	
用工人数	万人	257	51	25	24	73	332	44	279	186	154	247	
资产负债率	-	60.6%	49.0%	56.3%	57.4%	68.2%	54.0%	62.2%	51.5%	64.0%	59.8%	60.7%	去杠杆动力
营业利润率	-	20.0%	28.9%	11.0%	27.2%	0.2%	5.6%	2.6%	5.4%	0.7%	4.1%	5.9%	成本杠杆，利润修复弹性
亏损比例	-	38.1%	22.1%	42.4%	27.7%	34.7%	22.4%	26.7%	19.3%	30.3%	24.2%	21.8%	低效企去产能潜力
人均创收	万元	137	223	207	144	809	265	245	106	471	489	377	
人均创利	万元	27.5	64.6	22.8	39.3	1.5	14.8	6.4	5.7	3.5	19.9	22.4	收入增长，扩内需潜力
税收贡献	亿元	1954	862	158	250	276	1609	101	456	431	865	1771	
工业增加值同比	-	4.8%	4.2%	8.6%	3.6%	3.5%	8.2%	7.0%	3.9%	4.2%	7.6%	4.2%	
工业增加值	亿元	10735	3467	1541	1046	17959	26770	3261	8963	26585	22907	28310	
人均工业增加值	万元	41.8	67.9	62.9	43.9	246.0	80.6	74.6	32.1	143.1	148.8	114.5	
占 GDP 比	-	0.8%	0.3%	0.1%	0.1%	1.4%	2.0%	0.2%	0.7%	2.0%	1.7%	2.1%	稳增长支柱属性
税收/工业增加值	-	18.2%	24.9%	10.2%	23.9%	1.5%	6.0%	3.1%	5.1%	1.6%	3.8%	6.3%	保财政潜力

来源：国家统计局，国金证券研究所

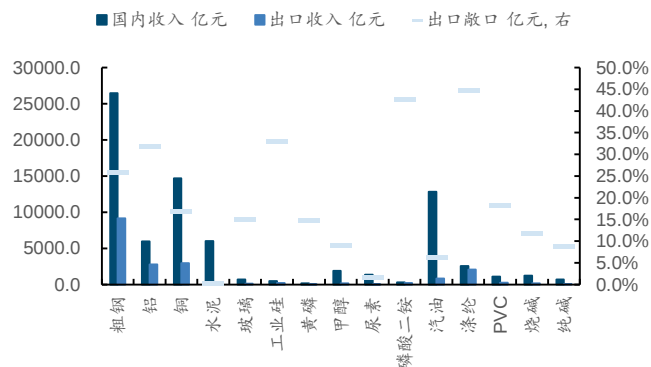
视角 2：全球产业链中利润分配地位亟待提高

从全球产业链利润分配角度看，钢铁的特殊性在于它同时具备三大特征：收入体量大、需求出口敞口大、原料对海外依赖也大。也就是说，钢铁并不是一个主要靠内需就能完全闭环的行业，它一头被进口铁矿和海外原料端分利润，另一头又通过低价成材出口把利润让给海外终端，因此在全球利润链条中长期处于两头受压的状态。这种结构使钢铁一旦发生供给收缩和利润重估，对产业链再分配的影响会远大于很多体量较小或出口敞口较弱的工业品。

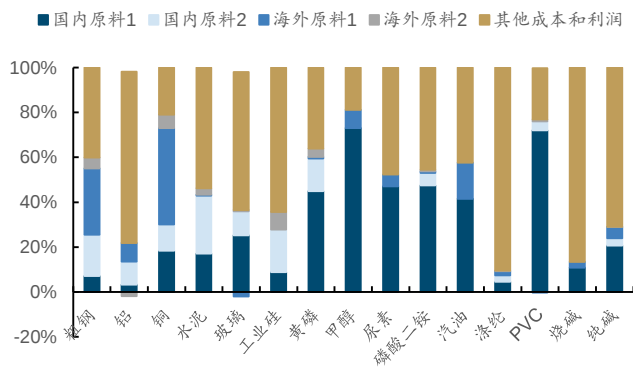
进一步看，钢铁在大宗工业品中，不仅是收入总体量最大的一类，而且其成本中海外原料占比也偏高，这意味着它天然具有较强的利润回流空间：只要供给端稍有约束，就可能一方面改善对上游矿端的议价关系，另一方面减少对海外终端的低价让利。以电解铝作为参照，正是因为铝在上一轮供改后逐步呈现出更强的资源属性和利润修复；钢铁虽然体量更大、地方依赖更深，因此改革难度更高，但一旦成功控量，其产业链利润回流的潜力反而更显著。



图表26：钢铁出口收入总体量最大+出口敞口并不低



图表27：钢铁成本中，海外原料成本占比偏高



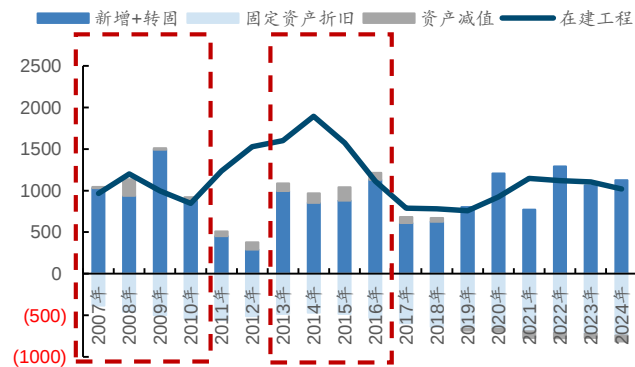
来源：Wind, Worldsteel, DFCW, CFA china, 中智汇, 工信部, STCN, 澳洲钢协, 国际钢协, 国金证券研究所测算

来源：Wind, Worldsteel, DFCW, CFA china, 中智汇, 工信部, STCN, 澳洲钢协, 国际钢协, 国金证券研究所, 国金证券研究所测算

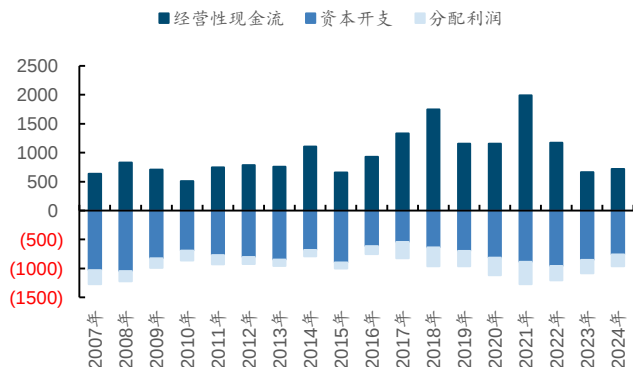
同时，若未来钢铁供给被制度化锁定，行业财务属性也可能发生重要变化。当前普钢行业第一轮大规模投资高峰大致集中在2003-2010年，而以宝钢股份为代表的头部钢企设备折旧年限通常不超过18年，因此随着扩张型开支的收敛，我们预计从十五五开始年恰好会进入首轮设备折旧负担逐步减轻的阶段。对钢铁这样一个利润本就薄、却长期承受高折旧和高资本开支的行业来说，这种时间结构变化非常重要：即便钢价不大涨，只要行业不再反复开启新一轮大扩张，折旧压力和资本消耗就会自然下降。

沿着这一逻辑继续推演，行业未来的分红能力也可能被重新定价。若折旧负担逐步下降、资本开支收敛于折旧水平（维护性开支），则钢铁企业过去被持续扩张吞噬掉的大量现金流，有望重新回到股东回报之中。也就是说，供给锁定带来的不仅是利润改善，更可能是财务属性的切换——钢铁行业会从过去那种高资本消耗、弱现金回流的资本密集型行业，逐步向低增速、低扩张、但现金流更稳、更具分红潜力的红利型行业靠拢。

图表28：普钢行业固定资产流向拆分(亿元)



图表29：普钢行业现金流流向拆分(亿元)



来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

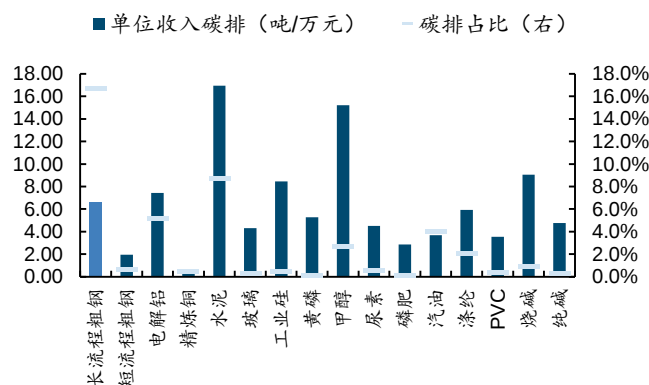
视角3：完成节能降碳总量目标时不可绕过

若只用“牺牲单位GDP和就业换来多少减排量”来衡量，钢铁未必是所有高耗能行业中性价比最高的一档。它的单位收入碳排和单位收入能耗并不一定高于水泥、工业硅等极高强度行业，单位能耗也低于部分化工品。因此，从单纯技术经济性角度看，钢铁不是最便宜的减排对象。

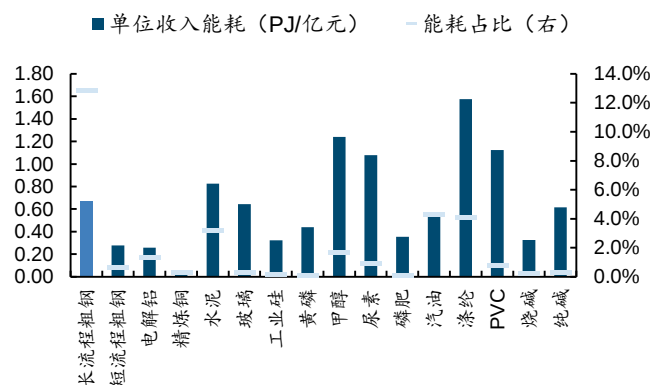
但政策真实运行从来不只看单位效率，还看总量贡献、执行确定性和产业重要性。钢铁的碳排放和能耗总量在工业部门中都处于前列，仅次于火电，是典型绕不过去的行业；同时，钢铁工艺成熟、统计基础清晰、政策抓手众多，既有能效标准，也有排放约束、碳市场和项目审查。因此，钢铁之所以会成为高优先级对象，并不是因为它单位减排最划算，而是因为它总量最大、制度基础最成熟、控量以后还能同步改善利润和外贸结构。



图表30：钢铁行业约占我国碳排总量的 16.7%



图表31：钢铁行业约占我国能耗总量的 12.8%



来源：国家统计局，Mysteel，中国能源网，山东省化肥和煤化工行业协会，SMM，Worldsteel，IEA，国金证券研究所

来源：国家统计局，Mysteel，中国能源网，山东省化肥和煤化工行业协会，SMM，Worldsteel，IEA，国金证券研究所

对钢铁行业而言，双碳和能耗政策从来都不是孤立于供给调控之外的环保议题。2021 年能耗双控与出口退税取消、关税调整和保供国内几乎同步发生，其核心作用就是削弱出口冲动、优先保障国内供给；而到了 2025 年底至 2026 年初，在碳市场扩围、节能监察、绿电比例、差别电价和零碳工厂建设等政策密集出台的背景下，钢铁行业的降碳要求也越来越难与控量完全分开。尤其是在行业过去几年已基本完成大部分能效基准和超低排放改造的前提下，若此时进一步强化双碳约束，本身就带有很强的供给侧信号。

若外部地缘冲突继续推升能源价格和输入性通胀，那么中国再度强化对高耗能行业约束的概率会明显上升。对一个以加工制造为支柱的工业国来说，能源价格上行时面临的核心选择，是让成本继续在国内产业链内部传导，还是通过能耗、环保和供给管理把部分压力外传。2021 年的经验已经说明，出口管制与能耗双控可以共同作用，提高中国在全球产业链中的利润分配地位。因此，美伊等地缘事件若导致能源通胀升温，对钢铁而言就不仅是成本冲击，也可能成为新一轮供给约束加码的外部触发条件。

图表32：2021 年钢材出口管制+拉闸限电复盘

商品大类				经济指标		能源	工业金属		
指标名称	货币政策主线	财政政策主线	经济事件主线	美国 CPI	中国 CPI	中国煤炭	铁矿	钢材	
单位				%	%	美元/吨	美元/吨	美元/吨	
2022 年 2 月	全球疫情货币超宽松	日本大规模经济对策		7.90	0.90	171.92	142.84	824.99	
2022 年 1 月				7.50	0.90	158.58	132.53	814.04	
2021 年 12 月				7.00	1.50	155.55	116.96	788.10	
2021 年 11 月				6.80	2.30	169.55	96.24	791.78	
2021 年 10 月				6.20	1.50	334.52	122.91	806.68	
2021 年 9 月				5.40	0.70	215.38	124.52	922.37	
2021 年 8 月				5.30	0.80	165.69	162.16	910.24	
2021 年 7 月				能耗双控+出口管制	5.40	1.00	157.06	214.14	886.45
2021 年 6 月					5.40	1.10	149.16	214.43	877.32
2021 年 5 月					5.00	1.30	141.28	207.72	860.76
2021 年 4 月			4.20		0.90	118.71	179.83	931.88	
2021 年 3 月		美国 ARP	苏伊士运河堵塞	2.60	0.40	99.33	168.18	848.67	
2021 年 2 月				1.70	-0.20	102.77	163.80	781.19	
2021 年 1 月		全球疫情财政刺激		1.40	-0.30	141.96	169.63	736.02	
2020 年 12 月				1.40	0.20	112.70	155.43	720.43	
2020 年 11 月				疫苗突破与经营重启	1.20	-0.50	93.59	124.36	702.25
2020 年 10 月					1.20	0.50	91.47	119.78	643.40
2020 年 9 月					1.40	1.70	85.66	123.75	603.42



2020 年 8 月			疫情冲击需求+供应链	1.30	2.40	80.82	121.07	594.74
2020 年 7 月				1.00	2.70	83.21	108.52	583.83
2020 年 6 月				0.60	2.50	79.34	103.30	563.26
2020 年 5 月		中国抗疫特别国债		0.10	2.40	71.06	93.65	548.91
2020 年 4 月				0.30	3.30	70.05	84.73	530.23
2020 年 3 月	联储降息+欧洲央行购债	美国 CARES Act	新冠疫情全球大流行	1.50	4.30	78.88	88.99	513.51
2020 年 2 月				2.30	5.20	81.51	87.68	528.28
2020 年 1 月	中国货币政策转向稳增长			2.50	5.40	80.29	95.76	538.47
2019 年 12 月			新冠首例确诊病例	2.30	4.50	78.21	92.65	569.47

来源：Wind，国金证券研究所

四、本轮供给调控：从粗放的人治到精细化的法治

出清通道 1：能效基准&超低排放为核心的规范企业分级制度

理解了为什么当前钢铁供改的重要性在上升，接下来更关键的问题就变成：这一轮改革究竟会如何落地。与上一轮更偏行政运动式的去产能相比，本轮更值得关注的是一套由能效、环保、规范分级、碳市场、统计核查和出口税务共同组成的法治化供给调控体系。

第一类最明确的出清通道，是能效基准和超低排放改造不达标退出。当前钢铁行业的能效基准改造经过多年推进后，整体完成度已经较高，真正值得重视的增量约束更可能来自超低排放。据我们测算，到 2025 年末行业中全流程完成、部分完成和评审中的超低排放产能合计已超过八成，未入池部分反而成为最主要的风险池。也就是说，未来钢铁供改最现实的一步是把这些迟迟未进入超低排放体系、又缺乏改造能力的存量产能逐步挤出。

图表33：预计 2025 年底能效基准改造已经基本完成

年份	BF 达标比例	BOF 达标比例	BOF 产能 (万吨)	未达标量 (万吨)	改造总节能 (标准煤 TCE, 万吨)	改造平均节能 (kgce/t)	改造量 (万吨)
2021 年	100.0%	67.6%	94944	30742.9			
2022 年	99.3%	64.3%	94610.5	33785.4			
2023 年	99.4%	84.9%	95162.5	14350.5			
2024 年	100.0%	92.7%	91770	6658.2	1000	130	7692.31
2025 年	100.0%	101.1%	91770	-1034.1	1000	130	7692.31

来源：求是网，中国科技网，中国能源报，OECD，国金证券研究所

图表34：25 年底仍未完成 ULE 改造的产能或有 2 亿吨

时间点	总产能 (万吨)	全流程 ULE 完成 (万吨)	部分工序 ULE 完成 (万吨)	正在评审中 (万吨)	未入池 (万吨)
2023.6.30		31400	11400	-	
2024.4.20		59100	17200	-	
2025.4.18		59500	16500	-	
2025.7.31		60000	17000	-	
2025.10.16	115000	65300	18000	9800	21900
出清比例 (万吨)				5%	90%
出清产能 (万吨)				490	19929

来源：工信部，Mysteel，发改委，中钢协，国务院，冶金工信院，中国政府网，国金证券研究所

能效基准实质上约束着不同工艺路线的核心成本，对于炼钢的单吨碳排放量具有间接约束作用。

对长流程企业而言，能效基准约束的是高炉-转炉环节的煤焦消耗，也等于在间接约束碳排放；对短流程企业而言，能效基准约束的是电弧炉电耗，实际就是在约束用电成本。2025 年底政策对炼钢产能的底线要求是达到基准水平，若未来的要求向标杆水平去推进，以当前基准与标杆之间所隐含的成本差来看，政策实际上已经提前把未来的碳成本、能源成本和工艺优劣写进了企业的竞争边界。



现阶段而言，全国碳市场对钢铁企业的直接成本冲击还比较有限。当前配额分配仍以建账和强度控制为主，免费配额和封顶封底机制使企业新增负担暂时不大，折算到吨钢成本通常只是数元量级，远低于钢价自身波动幅度。因此，碳市场当前处于建账+确权+规范数据的制度建设阶段，而非立即改变行业利润格局。真正值得重视的是，一旦未来配额收紧、免费比例下降、核算更细，碳市场对长流程高排放主体的分层作用会越来越强。当前豁免比例高达 97%，而 25 年我国碳配额均价仅 62.4 元/吨，未来随着碳配额市场的深入，当豁免比例逐步降低，及碳配额需求增加和价格上涨（以欧盟碳税均价~73.4€为锚），则单吨碳排放差距可以带来的成本差将达到约 600 元。

图表35：能效基准间接约束长流程的单吨碳排放量

项目	能效阈值 (kgce/t)	原煤当量 (kg/t)	焦炭当量 (kg/t)	隐含碳排 (t/t)	碳配额价格 (元)
标杆	361	505.4	371.6	1.12	84.1
基准	435	609.0	447.8	1.35	101.3
基准-标杆差值	74	103.6	76.2	0.23	17.2

来源：发改委，国家统计局，生态环境部，中国能源报，CISA，CEA，国金证券研究所

图表36：能效基准约束短流程炼钢的单吨电耗

项目	能效阈值 (kgce/t)	隐含电耗 (kWh/t)	电力成本 (元)
标杆 (≥50t)	61	496.3	297.8
基准 (≥50t)	72	585.8	351.5
基准-标杆差值	11	89.5	53.7

来源：发改委，国家统计局，生态环境部，中国能源报，CISA，CEA，国金证券研究所

图表37：2025 年钢铁行业碳配额额定公式

- I ：重点工序碳排放强度 ($\text{tCO}_2\text{e}/\text{t}$)，用来衡量企业相对基准的先进/落后
- E_{BF} ：炼铁（高炉）工序经核查碳排放量 (tCO_2e)
- E_{Sinter} ：烧结工序经核查碳排放量 (tCO_2e)
- Q_{BF} ：炼铁工序产品产量（通常可理解为炼铁工序产出量口径，单位 t）
- B ：行业（或该年度）“平衡值/基准强度” ($\text{tCO}_2\text{e}/\text{t}$)，通常以管理平台/方案口径为准
- X ：强度偏离度（%），表示企业强度相对基准的改善/恶化幅度
- α ：碳排放强度系数（%），把 X 映射成“配额相对实际排放的上调/下调比例”，并设置±3%封顶封底

$$I = \frac{E_{\text{BF}} + E_{\text{Sinter}}}{Q_{\text{BF}}} \Rightarrow X = \frac{B - I}{B} \times 100\% \Rightarrow \alpha = \begin{cases} 0.15X, & -20\% < X < 20\% \\ 0.03, & X \geq 20\% \\ -0.03, & X \leq -20\% \end{cases} \Rightarrow$$

$$\Rightarrow A = E \times (1 + \alpha) \Rightarrow \Delta = A - E \Rightarrow \text{Cost} = (E - A) \times P = (-\Delta) \times P \quad (\Delta < 0)$$

- E ：企业全口径经核查年度实际碳排放量 (tCO_2e)
- A ：核定配额 (tCO_2e)
- Δ ：配额盈余 (tCO_2e)
- $\Delta > 0$ ：配额盈余
- $\Delta < 0$ ：配额缺口（需买入）
- P ：碳价（元/吨 CO_2e 或其他币种/吨 CO_2e ）
- Cost ：（缺口时）需要购买配额的金额（元）

来源：国家市场监督管理总局，国金证券研究所

与能效基准改造已经基本完成相比，超低排放改造在 25 年底仍有约 20% 产能未能完成，反映出其门槛更高。原因在于它覆盖有组织排放、无组织排放和清洁运输，几乎贯穿钢铁生产全流程，超低排放改造不会像能效基准改造那样间接降低原料或能源用量从而节约生产成本，另一方面其投资强度（~474 元/吨）也显著高于能效基准（~95 元/吨），对企业现金流的要求也高。对于规模小、利润薄、资金弱的钢企，往往有没有能力完成超低排放改造，尤其是在过去 4 年钢铁行业的深度内卷和亏损周期。一旦政策把超低排放与经营资格、规范分级、项目支持真正挂钩，它就会成为最典型、也最具操作性的出清门槛。

图表38：超低排放对钢铁生产各环节的主要要求

生产环节	生产设施/点位	有组织要求 (mg/m^3)			无组织要求 (不得有可见烟粉尘外逸)	清洁运输要求 (≥80%)
		PM	SO ₂	NO _x		
原料场	原料场（堆存/装卸/转运等）	—	—	—		大宗物料/产品进出
	烧结机机头、球团竖炉 ($\text{O}_2 = 16\%$)	10	35	50	物料储存、输送、转运等采取密闭/	—
烧结/球团	链篦机回转窑、带式球团焙烧机 ($\text{O}_2 = 18\%$)	10	35	50	封闭与收集治理	—



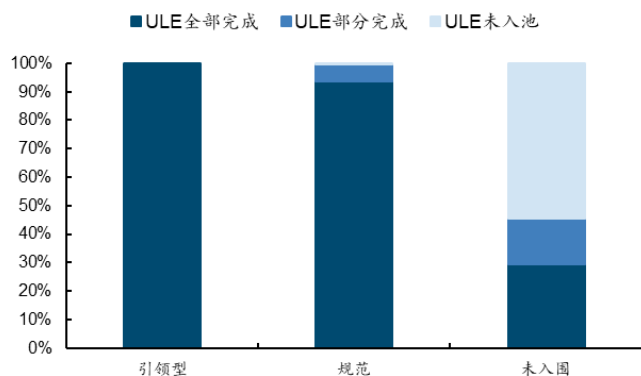
	烧结机机尾、其他生产设备	10	-	-		-
炼焦	焦炉烟囱 ($O_2 = 8\%$)	10	30	150	焦化系统各产尘/逸散点需密闭收集治理	煤、焦等大宗进出厂
	装煤、推焦	10	-	-		
	干法熄焦 (CDQ)	10	50	-		
	热风炉	10	50	200		
炼铁	高炉出铁场、高炉矿槽	10	-	-	产尘点需封闭/集气除尘	-
炼钢	铁水预处理、转炉、电炉、石灰窑、白云窑	10	-	-	炼钢/辅料工序产尘点密闭收集治理	-
轧钢	热处理炉 ($O_2 = 8\%$)	10	50	200	-	-
自备电厂	燃气锅炉 ($O_2 = 3\%$)	5	35	50	-	-
	燃煤锅炉 ($O_2 = 6\%$)	10	35	50	-	-
	燃气轮机组 ($O_2 = 15\%$)	5	35	50	-	-
	燃油锅炉 ($O_2 = 3\%$)	10	35	50	-	-
跨环节运输	大宗物料与产品运输	-	-	-	运输扬尘按无组织管控思路实施	清洁运输 $\geq 80\%$

来源：生态环境部，国金证券研究所

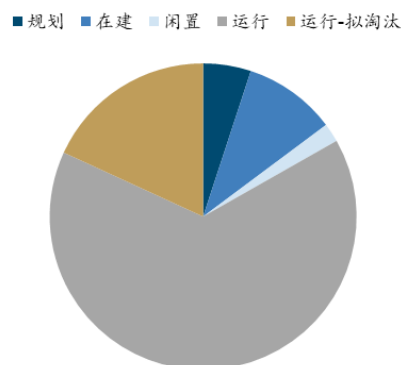
规范企业分级制度的意义，在于把过去较模糊的行业优胜劣汰标准，转化成了可名单化、可跟踪、可与其他政策联动的企业画像，引领型规范企业、规范企业和未入围企业将越来越多地面对融资便利、要素资源、市场信誉和扩张资格的差异。更关键的是，规范分级与超低排放完成情况高度相关：引领型企业几乎都已完成 ULE，规范企业中仍有部分未完全完成者，而未入围企业大多尚未入池。

图表39：规范企业分级和 ULE 完成情况高度相关

图表40：未入围企业中，僵尸产能占比并不大



来源：GEM, Mysteel, 工信部，国金证券研究所



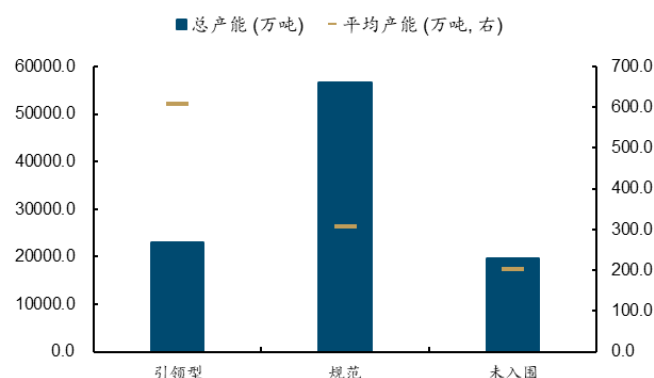
来源：GEM, 工信部，国金证券研究所

从结构特征看，未入围企业并不是随机分布，而是高度集中于一类边际主体：规模更小、民营占比更高。进一步按区域和工艺看，未入围钢企中短流程占比明显更高，且南方省份，尤其是两广和福建，成为未入围的集中区域。这一分布并非偶然：南方部分钢企规模偏小、工艺结构偏短流程、区域出口活跃、贸易链条也更复杂，因此各种违规行为的主体容易高度重叠。也正因为如此，规范分级对南方边际产能的约束意义要明显大于平均水平，它不仅改变企业名单，还可能改变区域供需格局。

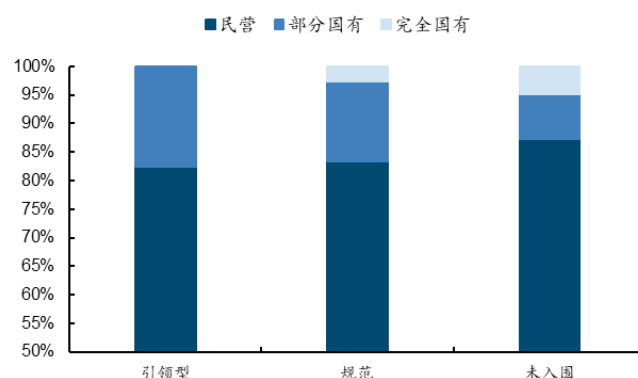
通过这种画像分析，我们发现未入围企业往往既缺乏规模优势，也缺乏改造资金，产品和客户结构又更弱，因此更容易依赖低价竞争、合规投入不足甚至灰色链条维持经营。这种画像非常关键，说明本轮供给调控不会平均打击所有企业，而是会在特征上高度收敛到同一批高风险主体身上。



图表41：引领型企业多为规模化的大型钢厂



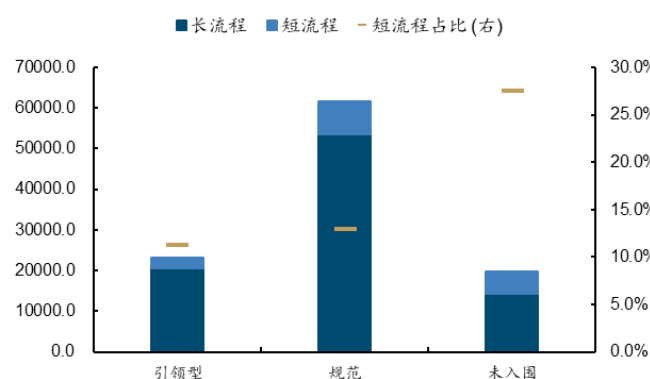
图表42：未入围企业的民营占比较大



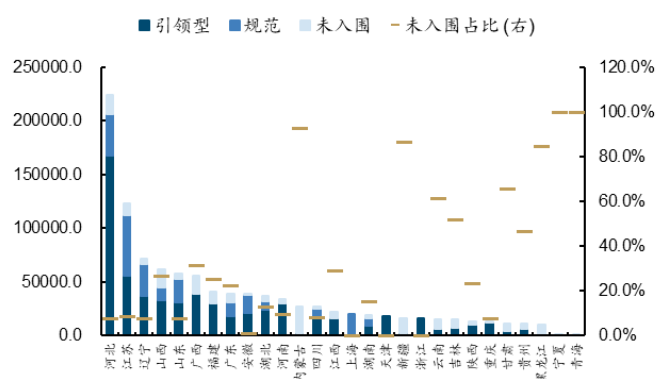
来源：GEM，工信部，国金证券研究所

来源：GEM，工信部，国金证券研究所

图表43：未入围钢企的短流程占比明显较高 (万吨)



图表44：南方省份是规范分级未入围的重灾区 (千吨)



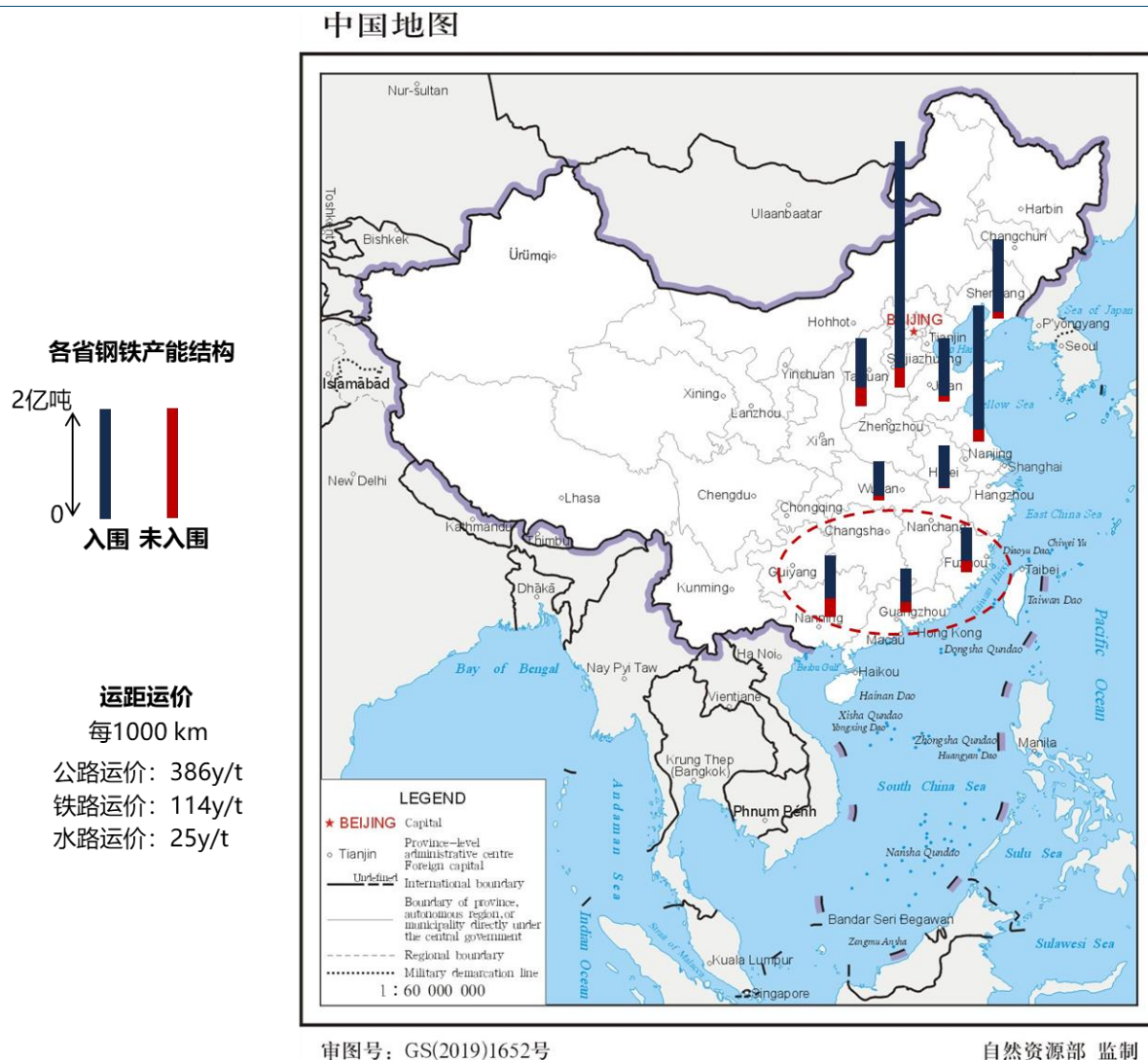
来源：GEM，工信部，国金证券研究所

来源：GEM，工信部，国金证券研究所

华中南先进产能的稀缺性的稀缺性在于，南方多个产钢省份中未入围、高风险产能占比较高，而钢铁行业本身利润又不足以长期覆盖大范围南北调运，那么北方剩余产能并不能完全替代南方合规先进产能的价值。结果就是，一旦南方边际产能因规范分级和 ULE 约束退出，区域内已完成改造、已进入规范体系且运输半径占优的龙头企业，就会明显受益，其稀缺性和议价能力都可能被重新定价。



图表45：预计本轮供给调控中南方合规企业相对受益



来源：GEM，工信部，重庆市交通委，发改委，湖南省交通运输厅，国金证券研究所

出清通道 2：对产能变相扩张和产量压报的清查

第二类出清通道，是对产能置换框架下变相扩张行为的清查。制度上看，钢铁新增产能一直被严格限制，但在执行过程中，行业仍可能通过“以小换大”、“僵尸复活”等方式形成违规增量。我国在 2024 年 8 月因此暂停产能置换，在 2025 年 10 月推出新置换框架并征求意见。在若针对未按要求实施产能置换的项目开展自查、抽查、整改、停建和停产，那么这部分过去通过制度缝隙累积出来的隐性供给，就很可能成为本轮供改的重要出清对象。

图表46：钢铁产能置换政策要求沿革

时间	文件	区域/情形	置换比例要求
2013.1	国发〔2013〕41 号	全部	等量或减量置换
2015.4	工信部产业〔2015〕127 号（跨行业办法）	环境敏感区（京津冀、长三角、珠三角等）	≥1.25:1
		非环境敏感区	等量置换
2017.12	工信部原〔2017〕337 号《钢铁行业产能置换实施办法》	环境敏感区（京津冀、长三角、珠三角等）	≥1.25:1
		其他地区	减量置换
2020.1	发改电〔2020〕19 号等	全部	沿用 2017 比例
2021.4	工信部原〔2021〕46 号修订版《钢铁行业产能置换实施办法》	重点区	≥1.5:1
		非重点区	≥1.25:1



		实质性兼并重组 + 重点区	≥1.25:1
		实质性兼并重组 + 非重点区	≥1.1:1
		六类特殊场景（转炉→电炉、电炉→电炉、厂内技改、氢冶金 /非高炉、RKEF+AOD、青/藏）	等量置换
2024.8	工信部暂停新置换通知	全部	比例不变，暂停新增方案
	《钢铁行业产能置换实施办法 （征求意见稿）》	各省（区、市）普通项目统一	≥1.5:1
2025.10		2021.6.1 后兼并重组取得的合规产能	≥1.25:1
		三类特殊情形（原地大修、特殊冶金高端电炉、青/藏项目）	等量置换

来源：工信部，Mysteel，发改委，中钢协，国务院，冶金工信院，中国政府网，国金证券研究所

图表47：钢铁产能置换区域划分

区域	2023 产量	占比	备注
重点区合计	63593.9		
河北	21050.6		
江苏	11859.2		
山东	7455.9		
山西	6292		
安徽	3891.5		
广东	3692.1	62.4%	京津冀+长三角+珠三角+ 汾渭平原+“2+26”城市
河南	3262.4		
天津	1644.5		
上海	1573.3		
浙江	1445.8		
陕西	1426.6		
北京	0		
非重点区	38314.2	37.6%	
全国合计	101908		

来源：工信部，Mysteel，发改委，中钢协，国务院，冶金工信院，中国政府网，国金证券研究所

与产能变相扩张并列的，是粗钢产量可能存在的压报问题。我们从材钢比这一组异常数据切入：2024 年钢材产量与粗钢产量之间的关系明显大于 1，这显著偏离理论成材率的物理常识——粗钢在轧制过程中不可能增加重量。这产生这个不合理数据的原因在于两类误差：1) 客观上，产业链条上下游企业的多次加工过程中，加工材产量被重复统计；2) 主观上，为了适应产量考核和压减要求而对粗钢产量进行压报。对监管层而言，这种统计异常本身就意味着一条可供清查和控量的线索。

进一步拆解加工材的再加工链条后，可以发现即便考虑冷轧、镀锌、涂镀、电工钢、不锈钢等多次加工情形，钢材重报仍不足以解释全部异常差额，这就使粗钢压报的解释更具现实性。据我们测算，在 2024 年钢材和粗钢超 4 亿吨的不合理产量差中，重复材加工仅能解释其中的不到 2 亿吨，即这一数据所隐含的粗钢压报量超过 2 亿吨。

图表48：典型高级钢材的再加工次数

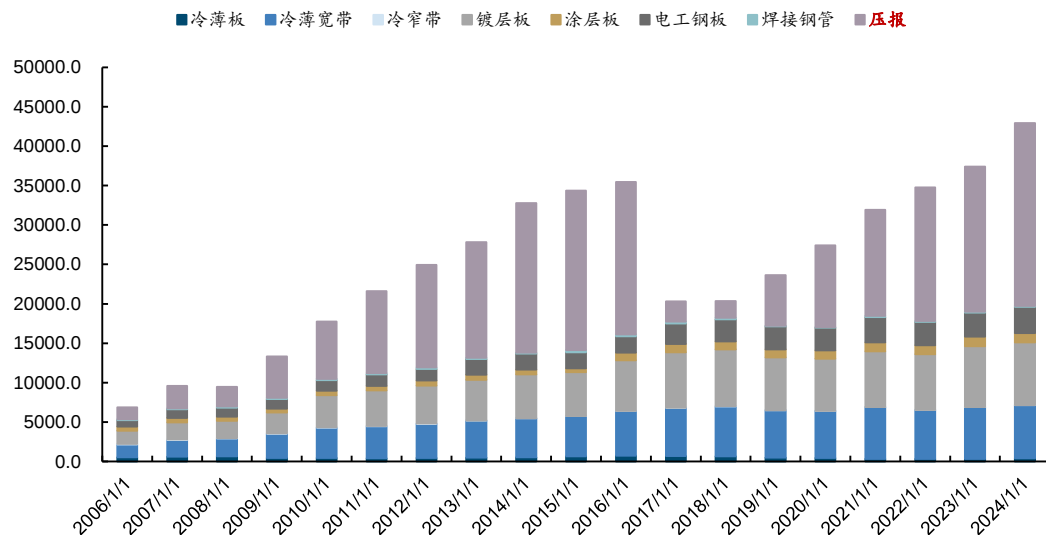
钢材品种	典型工艺链	再加工次数
冷轧薄宽钢带	热轧卷 → 冷轧	1
冷轧中板	热轧中板/卷 → 冷轧	1
冷轧薄板	热轧薄板/热轧卷 → 冷轧	1
冷轧窄钢带	热轧窄带/卷 → 冷轧	1
镀锌板(带)	热轧卷 → 冷轧 → 连续镀锌	2
镀锡板(带)	热轧钢带 → 冷轧减薄 → 电解镀锌	2
涂层板(带)	热轧卷 → 冷轧 → 镀锌/镀铝锌 → 涂层/彩涂	3
冷轧电工钢板(带)	热轧 → 冷轧 → 退火/涂绝缘层	2



钢材品种	典型工艺链	再加工次数
焊接钢管	热轧/冷轧钢带或钢板 → 成形+焊接制管	2

来源: Chesterfieldsteel, Eurostat, Galvinfo, Worldsteel, MDPI, 国金证券研究所

图表49: 历年钢材-粗钢产量差及归因 (万吨)



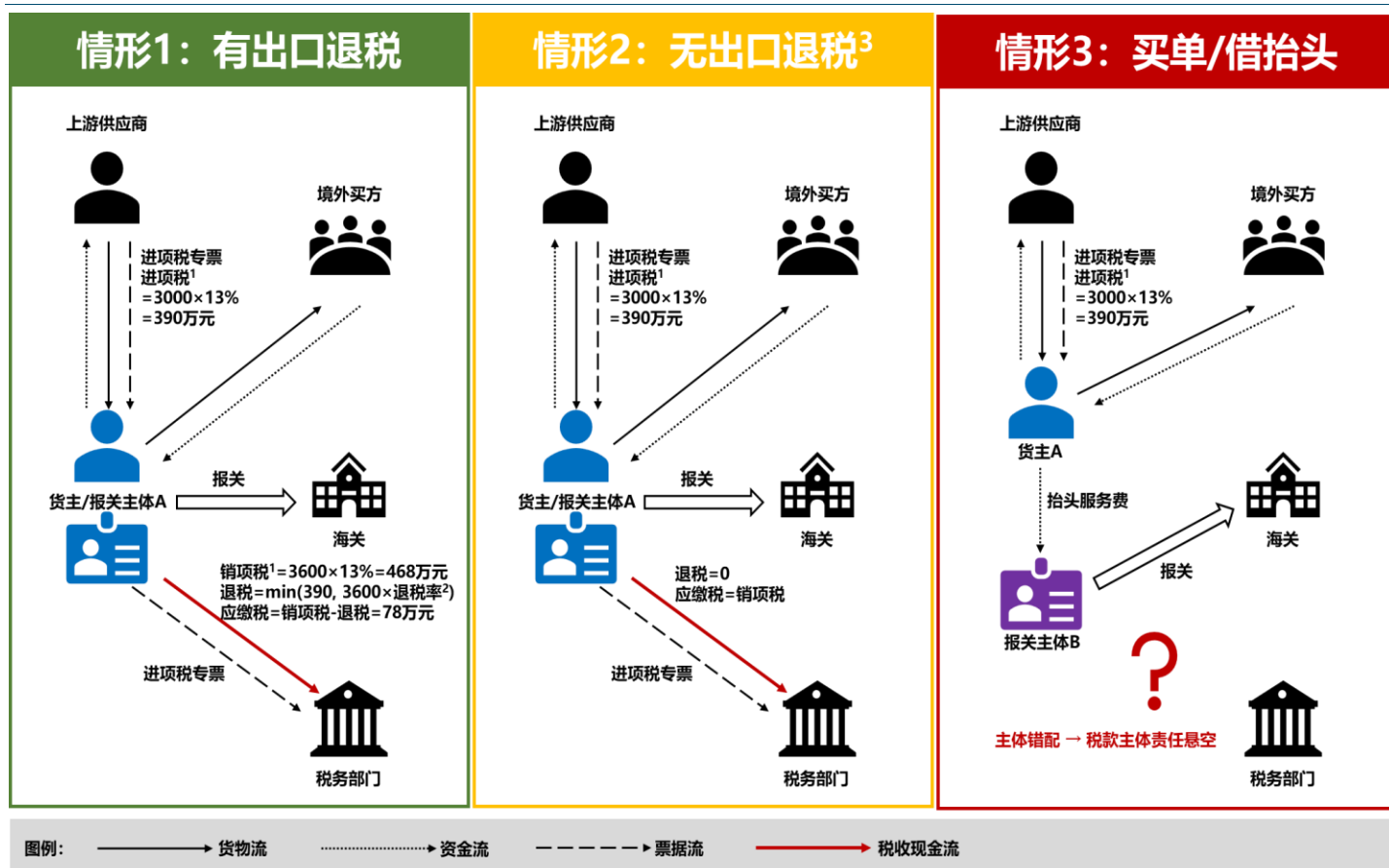
来源: Wind, 国金证券研究所测算

出清通道 3: 联网核查买单出口, 倒逼高成本企业出清

第三类出清通道, 来自我们前文已述的出口许可证+联网核查这一组出口政策, 根源是对“买单出口”的整治。2021年大量钢材产品出口退税取消之后, 钢铁出口本应承担更真实的税负; 若企业仍通过买单、票货分离等方式显著降低税负, 本质上就是用灰色链条维持低价出口。这样的出口不仅削弱国内财政收入, 也会把低价竞争继续传导到海外市场, 使钢铁行业从过去的创汇工具, 异化为吞噬国内财政和利润的出口模式。因此, 联网核查打击的不是一般出口, 而是那些高度依赖税务和票据灰色空间生存的边际供给。



图表50：买单出口机制示意图（以出口1万吨钢材为例）



注：

1. 进项税 = 原材料采购金额(假设为3000万元) × 增值税率，销项税 = 销售金额(假设为3600万元) × 增值税率；

2. 退税率一般为9%(部分退税)或13%(全部退税)；

3. 2021年两次公告取消清单列示钢铁产品出口退税（2021年第16号、25号）

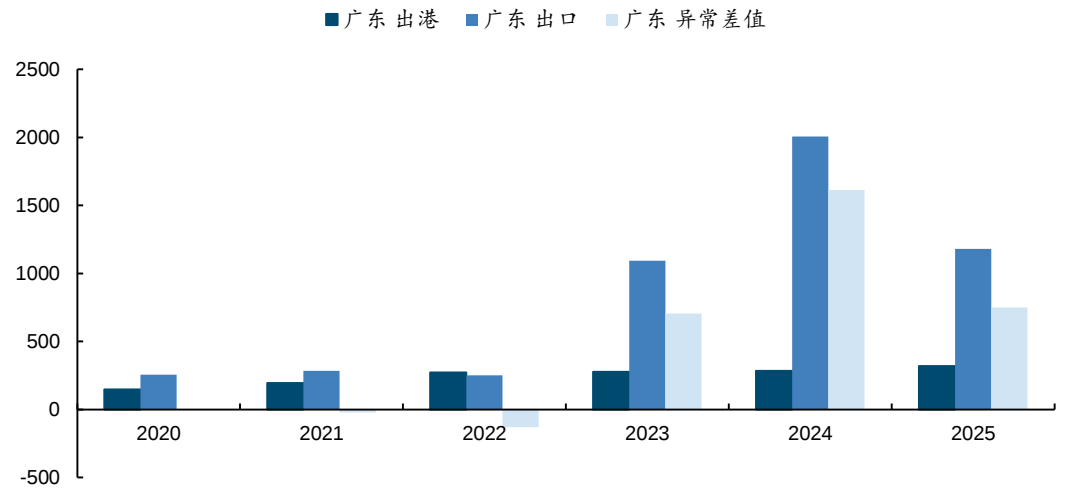
来源：财政部，海关总署，税务总局，国金证券研究所

识别买单出口的地域特征，可以从各省份出港量和出口量的差值切入。合法代理出口、委托出口以及内贸沿海运输都可能造成表面差异，而真正值得关注的是，在物流和贸易结构相对稳定的地区，这一差值是否突然、持续、异常扩大。

从近年的地区数据看，广东是最典型的买单出口高风险区域，福建和安徽的异常值也（值得注意的是，南方省份买单出口的泛滥，和我们在前文挖掘的南方钢铁企业分级名单的比例偏多具有一致性）。我们认为，正常委托出口关系不可能在某一年突然大幅增加，因此当出口量-出港量的差值在短时间内明显跳升时，就很难再用常规贸易解释。这类异常的政策含义在于，它们往往对应着成本劣后、产品同质化、又高度依赖灰色链条维持出口的边际企业。一旦联网核查真正深入，这部分企业不仅出口节奏会受限，更可能因为整个盈利模式被抽空而被迫退出。



图表51: 2023 年以来, 广东出口量-出港量异常增多 (万吨)



来源: 海关总署, SMM, 国金证券研究所

图表52: 广东是买单出口重灾区, 福建&安徽异常数据增长较快 (万吨)

月份	山东	河北	辽宁	江苏	上海	天津	广东	广西	福建	安徽
2025-11-30	16.0	-132.6	-52.4	-58.1	-250.4	13.4	55.5	2.8	59.5	10.2
2025-10-31	6.1	-143.7	26.4	-78.0	-279.7	8.1	39.8	-34.9	49.1	15.4
2025-09-30	-27.9	-171.9	-44.4	-7.8	-304.1	4.6	77.7	6.1	85.4	16.0
2025-08-31	9.7	-214.3	-9.8	-71.0	-201.0	7.0	72.4	1.0	31.7	5.4
2025-07-31	-5.0	-109.1	-33.6	-35.2	-232.4	9.5	94.4	-5.0	22.5	24.2
2025-06-30	-27.4	-71.6	-33.4	-25.8	-264.4	12.4	78.8	-15.7	44.4	21.1
2025-05-31	15.7	-76.3	-62.1	-10.8	-236.3	12.2	85.2	42.3	17.8	25.7
2025-04-30	20.7	-128.7	-73.7	37.5	-264.6	12.0	76.7	-12.1	7.9	5.6
2025-03-31	4.7	-60.6	-11.3	22.7	-247.5	5.1	90.3	1.2	17.7	6.4
2025-02-28	-20.3	-65.4	9.7	22.3	-185.0	4.0	41.4	-3.3	9.9	2.3
2025-01-31	-17.1	-129.2	-85.9	-29.2	-233.1	6.8	47.4	-13.9	6.7	3.3
2024-12-31	24.7	-109.6	-48.9	-31.2	-226.1	9.5	45.9	21.5	17.5	19.6
2024-11-30	28.1	-70.7	-47.7	-50.7	-180.3	10.1	27.4	-29.5	30.5	19.1
2024-10-31	11.0	-110.8	-20.4	-36.4	-210.2	16.2	23.9	-14.8	65.6	7.2
2024-09-30	19.7	-99.1	2.1	-43.6	-198.5	17.1	53.3	10.4	51.8	10.6
2024-08-31	2.1	-104.6	-35.6	13.8	-163.1	10.6	71.1	-8.8	30.8	6.5
2024-07-31	-3.7	-37.2	-26.8	-61.7	-186.5	4.7	145.3	-0.5	10.0	4.4
2024-06-30	-7.7	-90.6	-59.9	-44.7	-231.6	2.3	238.5	-8.2	5.1	-0.2
2024-05-31	-23.4	-120.0	-21.9	-32.6	-220.9	4.3	287.6	-29.9	9.8	2.7
2024-04-30	-4.9	-125.1	-47.6	-20.2	-156.4	-0.2	206.4	-27.1	7.2	3.0
2024-03-31	-6.9	-110.1		32.4	-161.2	2.8	161.8	7.2	13.1	4.6
2024-02-29	-3.2	-113.9	25.9	9.0	-75.0	0.4	149.1	5.1	4.0	2.0
2024-01-31	7.8	-147.1	-35.1	20.1	-114.8	3.9	203.4	-2.0	0.5	2.2
2023-12-31	29.4	-134.1	-59.2	5.7	-38.9	1.0	82.4	13.1	8.7	3.3
2023-11-30	-14.7	-91.1	-58.0	52.1	-126.4	1.2	130.2	-14.7	10.0	0.4
2023-10-31	0.7	-104.8	-35.9	-80.0	-128.3	3.0	156.6	-15.1	5.7	3.9
2023-09-30	-24.6	-112.8	-30.8	2.4	-99.7	8.8	170.0	3.6	9.8	4.7
2023-08-31	12.3	-130.7	-57.8	7.0	-154.5	6.6	119.0	-33.2	11.5	-0.7



月份	山东	河北	辽宁	江苏	上海	天津	广东	广西	福建	安徽
2023-07-31	8.8	-93.5	-89.9	10.7	-70.6	4.3	38.6	-5.0	4.5	0.9
2023-06-30	-14.2	-84.5	-43.9	-0.3	-118.6	9.8	34.1	-18.7	11.9	0.7
2023-05-31	-3.3	-113.6	-32.9	16.7	-186.4	7.1	16.8	-5.5	18.2	2.7
2023-04-30	-14.0	-63.7	-43.0	-16.0	-110.9	5.3	-22.9	0.2	25.2	1.9
2023-03-31	-19.8	-77.9	-57.3	-29.6	-117.4	3.6	-11.5	0.1	1.5	1.1
2023-02-28	-26.3	-115.5	-28.7	23.3	-72.9	-5.0	-4.7	9.8	2.7	-1.4
2023-01-31	-31.6	-56.2	-50.9	-27.9	-116.9	-5.2	-2.4	-5.6	0.6	-2.4

来源：海关总署，SMM，国金证券研究所

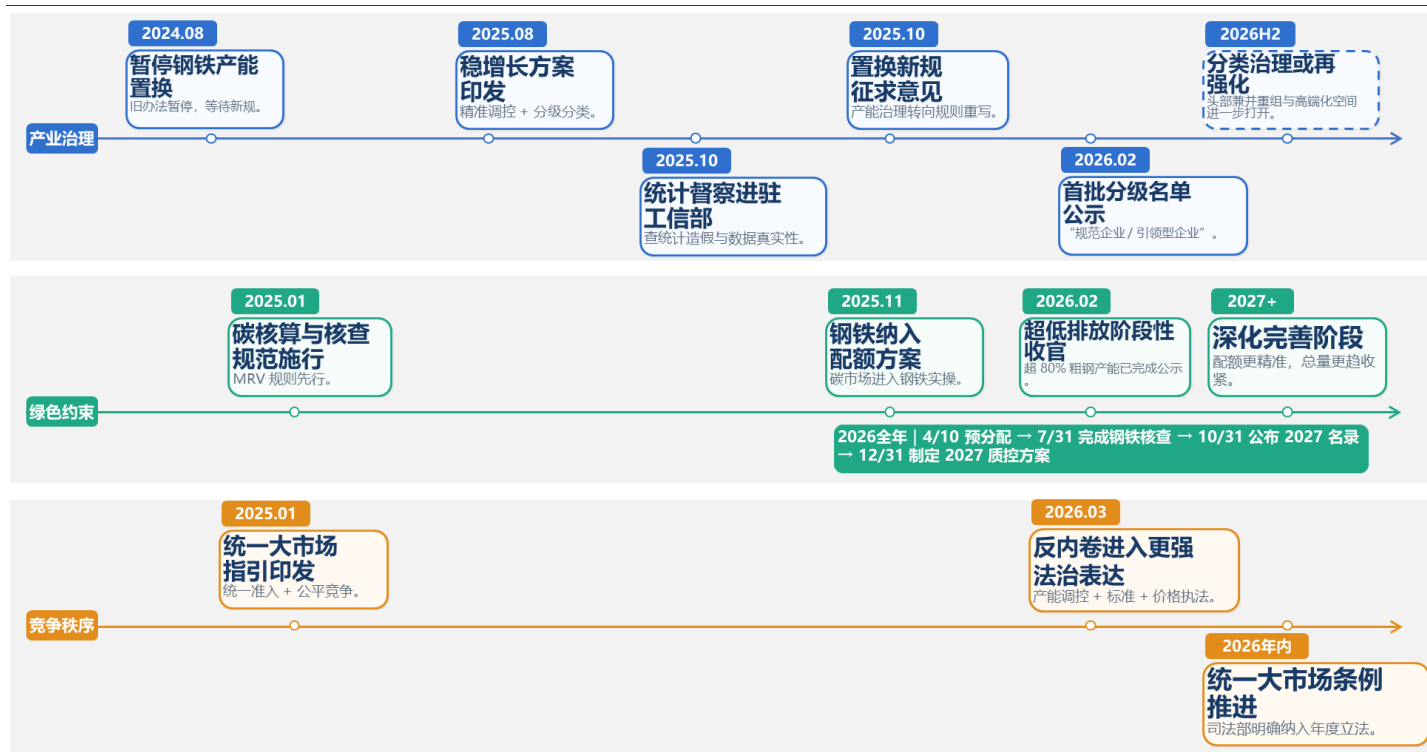
本轮供给调控的特征：从粗放到精细，从人治到法治

从政策推进节奏看，本轮钢铁供给治理并非单点式限产，而是沿着产业治理、绿色约束、竞争秩序等角度同步铺开，并逐步从框架设计进入执行落地。

更关键的是，我们判断多项政策节点共同指向 2026 年下半年至 2027 年，这一阶段很可能成为钢铁供给治理由制度准备转入集中兑现的密集窗口。一方面，钢铁产能置换新规、规范企业分级、统计督察进驻、落后产能治理等产业政策，将逐步决定哪些企业可以继续生产、扩张、改造或退出；另一方面，碳市场扩容、配额预分配、钢铁核查、绿电约束、零碳工厂建设等绿色政策，将把排放数据、能效水平和履约成本纳入企业经营约束；同时，统一大市场 and 反内卷治理立法从顶层统筹层面，真正把视角从央地矛盾的掣肘拔高到对中外矛盾的关注，将从根本上强化对地方保护、低价无序竞争和产能违规扩张的约束。

单一政策的力度未必足以改变行业格局，但当产能、环保、能耗、碳成本、价格秩序和企业分级被联动起来后，钢铁供给治理就会从过往的行政限产模式升级为制度化筛选，26H2-27 年可能是这一体系集中形成约束力的关键阶段。

图表53：中国钢铁供给法治体系-政策推进时间轴

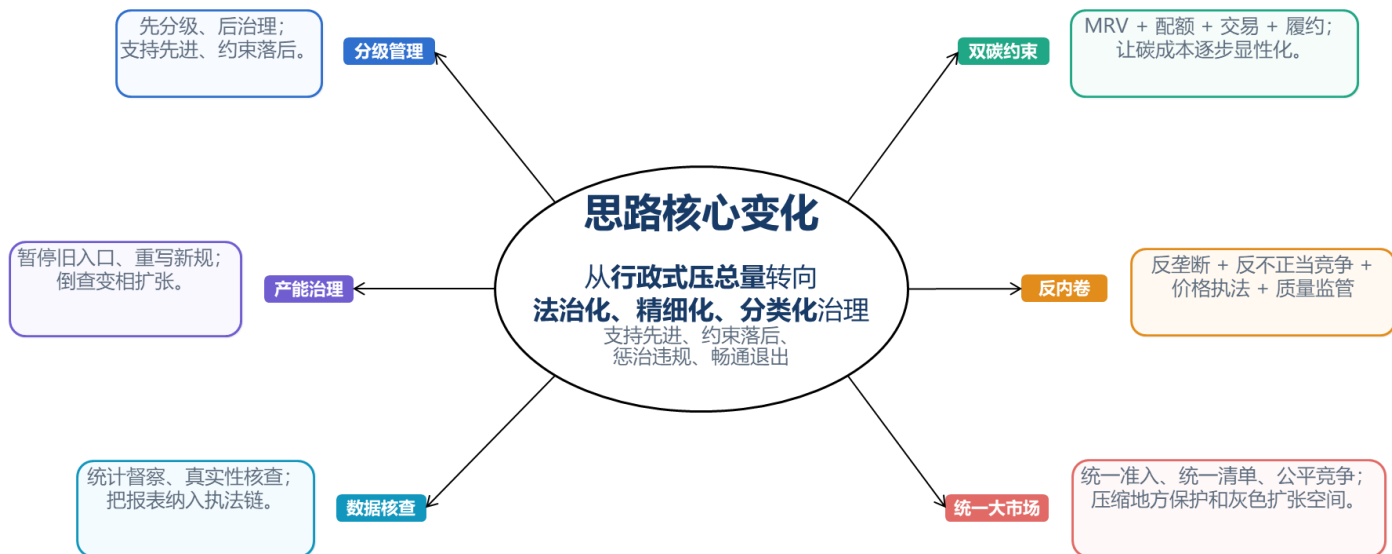


来源：工信部，发改委，生态环境部，国家统计局，司法部，国务院，国金证券研究所

与 2016-2017 年那轮偏运动式的供改相比，本轮最大的变化在于核心思路的转变。上一轮主要解决地条钢和显性过剩，见效快，但更多依靠行政命令和集中治理，地方博弈、灰色扩张和统计扭曲等根源问题并没有完全制度化解决；同时，本轮在需求和就业都更脆弱的背景下，显然很难再承受简单粗暴的一刀切压减。因此，通过细分企业画像、提高规则透明度和强化多部门协同，来分辨哪些主体应支持、哪些应整改、哪些应约束、哪些应退出，可以用一种更稳健、更精细、更不可逆的方式长效解决钢铁行业的供给弊病。



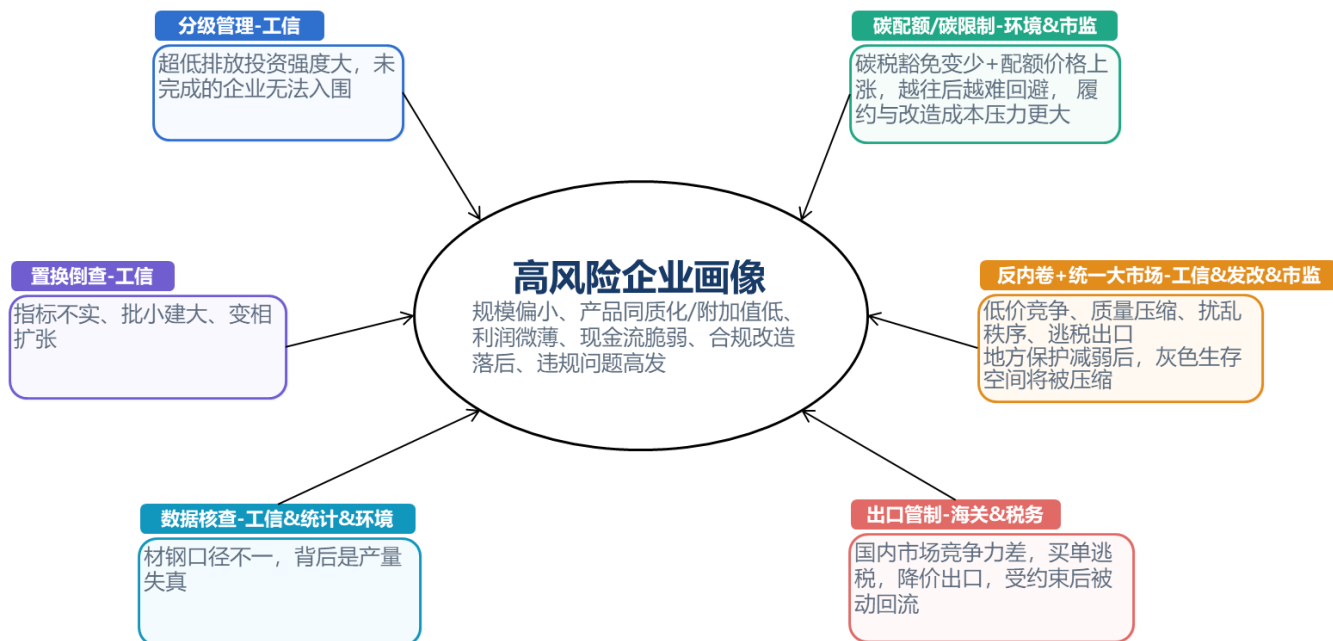
图表54：本轮的供给调控框架总体上表现出节奏更加温和+手段更加制度化的特征



来源：工信部，发改委，生态环境部，国家统计局，司法部，国务院，国金证券研究所

目前来看，抓手虽然很多，但目标对象很可能高度趋同。规模小、品类弱、成本劣后的企业，往往最缺改造投入，也最容易依赖违规竞争、口径扭曲或灰色贸易链条来弥补劣势，因此在能效、超低排放、规范分级、产能置换、统计核查和联网核查等多条制度线上，往往会同时暴露风险。这意味着本轮供改并不一定靠单点政策击穿行业，而更可能是在同一批高风险企业身上多线叠加触发，让制度化出清比过去更有方向感。

图表55：多抓手叠加下的高风险画像趋同



来源：工信部，发改委，生态环境部，国家统计局，司法部，国务院，国金证券研究所

五、投资建议和估值

基于以上分析，我们认为顶层思路的转变和成体系的供给调控政策的逐步推进，构成了钢铁板块逻辑优化和景气反转的最重要条件，看好钢铁行业的发展前景，给予“买入”投资评级。关注标的：华菱钢铁、南钢股份、中信特钢、新钢股份、方大特钢、宝钢股份、柳钢股份等。


图表56：行业内重点公司投资评级（亿人民币）

公司名称	总市值	2025 归母	2026E 归母	2027E 归母	2025 PE	2026E PE	2027E PE
华菱钢铁	337.8	26.1	34.9	39.5	12.9	9.7	8.6
南钢股份	334.2	28.7	30.6	33.4	11.7	10.9	10.0
中信特钢	781.3	59.3	65.1	69.9	13.2	12.0	11.2
新钢股份	100.9	0.4	6.2	7.5	229.4	16.2	13.5
方大特钢	136.9	9.4	11.0	12.3	14.5	12.4	11.1
宝钢股份	1411.5	106.4	124.6	139.3	13.3	11.3	10.1
柳钢股份	120.4	9.1	9.9	11.0	13.3	12.1	10.9

来源：Wind，国金证券研究所（2025 年盈利中华菱钢铁、南钢股份、中信特钢、新钢股份、方大特钢为各公司披露的实际业绩；2025 年宝钢股份、柳钢股份盈利使用万德一致预期，2026-2027 所有公司盈利预测均使用万德一致预期，各公司市值取自 2026 年 4 月 29 日收盘）

风险提示

若出口许可证、联网核查、产能置换清查、规范企业分级、碳市场等政策在执行层面偏审慎，或地方在稳增长、就业、财政压力下继续为边际产能提供缓冲，则报告所判断的 26H2-27 年供给治理密集兑现可能弱于预期，行业出清速度、价格修复和龙头份额提升均可能不及预期。

若国内地产和制造业用钢需求继续走弱，或海外贸易壁垒快速抬升，导致出口价格弹性无法覆盖出口量收缩，则出口治理和供给约束可能更多体现为总量下滑，而非利润中枢抬升，钢企盈利修复节奏可能低于预期。

若铁矿石、焦煤、能源等原料成本因海外供应扰动或地缘风险维持高位，或碳配额、超低排放、绿电等合规成本上行速度快于钢价传导，则供给调控带来的利润回流可能被成本端侵蚀。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究