



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

钢铁革故鼎新系列总结：深度价值拆解，兼谈权益定价框架

投资逻辑：

作为钢铁革故鼎新系列的阶段性总结，我们将在本篇报告收束整个系列的核心逻辑，量化并落足到投资判断上。

我们首先试图回答一个底层问题：周期品（商品）权益资产到底应该如何定价。我们认为，投资买入的是资产，但最终索取的是回报。对于周期品而言，不能用短期表观利润直接匹配经验估值；更合理的方式，是先判断跨周期中枢利润，再结合时间成本和机会成本确定合理估值。我们进一步拆解了市场常见的四类估值偏误：异质业务合并导致的笼统化、概率事件被 0/1 定价导致的两极化、忽视兑现周期导致的短视化，以及混淆周期波动和结构变化导致的误判。最终，我们将中枢利润、分部估值、概率加权和持有期 IRR 放入统一框架，用以识别价格偏离价值的机会。

将上述框架应用到钢铁行业后，可以发现钢铁权益资产当前具备较强的深度价值属性。从历史复盘看，利润/价差对股价的解释力明显强于商品价格本身；需求侧政策更容易触发主动提估值，而供给侧政策往往在利润真正兑现后才被市场充分定价，市场容易低估供给纪律对利润中枢的持续影响，这正是当前钢铁板块可能被低估的核心原因。

从黑色产业链利润分配看，对于钢厂利润能否扩张，比起需求，供给纪律其实更加重要。2016-2017 年供给侧改革期间，钢厂一方面受益于自身供给收缩带来的成材端价差扩张，另一方面也因原料需求强度下降而获得上游让利，呈现利润双向扩张。但 2020-2022 年需求改善阶段，由于钢厂供给约束不足，而铁矿等上游供给更具纪律，产业链扩张的利润更多沉淀在原料端。2024 年末至 2025 年上半年，原料价格下行确实开始向钢厂让利，但短流程废钢价格会跟随钢价和废钢需求调整，短流程成本只能形成阶段性边际支撑，无法保证原料降本被钢厂全额留存。

展望未来，铁矿端和炼钢端间的利润分配格局重塑是重要变量。焦煤可能处于进口宽松、政策托底的底部震荡状态，不作为本轮钢铁利润修复的核心假设。随着 Simandou 等新增供给释放，铁矿成本曲线有望右移，若考虑 Simandou 放量叠加中国钢铁供给侧进一步出清，2028 年铁矿 CFR 成本支撑合计下移约 30 美元/吨。在供给调控/钢企自律情形下，铁矿降本充分沉淀为钢企利润，长流程毛利中枢有望上移约 300 元/吨，对应吨净利增厚约 155 元/吨。

这一利润修复假设可以视为合理资本回报区间。以本研究选取的头部重点公司（第三章所列）为样本，2025 年加权 ROE 约 6.4%，吨钢净资产约 2798 元/吨。按 155.3 元/吨的吨净利增厚对应修复后 ROE 约 12%，投资回收期约 8-9 年。该回报水平并不激进，因为当前钢铁行业低利润状态并非稳态，其背后是无序竞争和负外部性导致的资本回报长期低于合理水平。法治化供给治理的意义是拔除行业负外部性，使钢铁行业属性回归合理。

对应到权益资产，钢铁板块当前最大的投资价值来自高成本杠杆+低预期定价。在行业 beta 改善假设下，当前吨净利越低、估值越低，困境反转弹性越大。以当前吨净利 50 元/吨、表观 PE 15 倍、无产量增长为例，图表测算对应总收益空间约 173.8%，若按 3 年兑现，对应年化收益率约 40%。因此，对于机会成本低于该隐含收益率区间的投资者，盈利边际附近、低估值、具备转正和利润修复能力的困境反转钢企具备较高投资价值；而利润垫较厚、成本优势明确、份额具备提升空间的龙头企业，适合在行业 beta 稳定后获取公司 alpha。

投资建议与估值

基于我们的专业分析，我们认为钢铁板块核心权益资产当前处于被过度低估的深度价值区间，行业利润中枢修复和估值重估具备较高可见度，给予“买入”投资评级。

风险提示

风格流动性抽水风险。经济危机及大类资产流动性抽水风险。原料放量、供给调控不及预期风险。



内容目录

一、权益资产定价的本质性问题和合理框架.....	4
权益资产定价的第一性原理是获得回报.....	4
从估值偏误到定价修正：价格偏离价值的四类机制.....	7
基于无套利定价原理的权益资产定价框架.....	11
二、从利润重分配与权益重估拆解当下钢铁板块的深度价值.....	13
钢铁权益复盘：寻找权益资产定价规律与价值回归线索.....	13
黑色产业链复盘：挖掘利润分配的核心变量——供给纪律.....	17
未来利润分配推演：铁矿让利、供给纪律与钢厂利润中枢修复.....	20
钢铁权益价值重估：高成本杠杆下的困境反转机会.....	23
三、投资建议和估值.....	25
风险提示.....	26

图表目录

图表 1： 权益资产的本质价值来自未来创利能力的风险调整折现	4
图表 2： PE 是股权现金流折现模型的倍数化表达，其内核仍是绝对收益	5
图表 3： 合理 PE 的主要决定因子- K_e 、增长与风险溢价	5
图表 4： PB 本质是对 ROE 的定价，隐含合理 PE 在正常 ROE 区间趋于稳定	6
图表 5： 中枢利润判断框架-行业 beta 约束平均回报，公司 alpha 决定超额利润.....	7
图表 6： 市场估值偏误是价格偏离价值的来源，也是基本面投资的收益来源	7
图表 7： 笼统化估值偏误-异质业务合并估值易造成价值错配，适用分部估值进行修正（模拟数值无单位）..	8
图表 8： 两极化估值偏误-不确定性被 0/1 定价，交叉决策树可量化情景价值.....	9
图表 9： 短视化估值偏误-忽视兑现周期导致年化收益错配，持有期 IRR 可量化时间价值（模拟数值无单位）	9
图表 10： 第一类误判-可逆周期被当作永久变化，表观 PE 稳定但 PB 大幅波动（模拟数值无单位）	10
图表 11： 第二类误判-结构性变化被当作周期波动，PB 稳定但 PE 长期失真（模拟数值无单位）	11
图表 12： 权益资产综合定价框架-中枢利润、分部估值、概率加权与持有期 IRR.....	12
图表 13： 一个定价异质资产、随机性、时间成本、机会成本的权益资产完整定价决策过程示例.....	13
图表 14： 后验来看，钢铁内在价值领先相对股价表现	14
图表 15： 钢铁股价的影响因子拆解-利润、商品价格与政策长周期复盘	15
图表 16： 钢铁股价涨跌归因-估值主导预期波动，利润主导基本面兑现	15
图表 17： 钢铁权益资产周度相对收益季节性-春季复工、中报预期与年末政策窗口胜率较高.....	16
图表 18： 钢铁单吨利润周度季节性热力图（元）	16
图表 19： 黑色产业链利润分配复盘-供给纪律是决定利润最终归属的核心要素	18



图表 20:	废钢与钢价联动的本质是供需定价而非表观成本支撑	19
图表 21:	当长流程原料降本, 钢厂更愿意“弃废用铁”	19
图表 22:	电弧炉厂开工率同样出现超季节性下行	19
图表 23:	长短流程成本端趋势趋同但幅度不同	20
图表 24:	最终形成流程间毛利差, 但又无法持续扩大	20
图表 25:	焦煤进口高增, 蒙煤份额持续扩张	20
图表 26:	蒙煤位于成本洼地, 价格低廉	20
图表 27:	目前焦煤矿山开工率有一定下调空间 (%)	21
图表 28:	钢铁板块较焦煤板块债务偏高而利润偏低	21
图表 29:	Simandou 放量+中国钢厂自律将推动铁矿成本支撑下移	21
图表 30:	铁矿降本向钢企利润传导的情景假设	22
图表 31:	无供给调控/钢企不自律情形下的产业链利润分配路径 (元/吨钢)	23
图表 32:	供给调控/钢企自律情形下的产业链利润分配路径 (元/吨钢)	23
图表 33:	普钢板块投资回收期矩阵 (投资回收期单位: 年, 吨净利单位: 元)	23
图表 34:	钢企 2026-2028 年投资收益各因子敏感性-盈利企业 (吨净利单位: 元)	24
图表 35:	钢企投资收益各因子敏感性-亏损企业 (吨净利、吨钢市值单位: 元)	24
图表 36:	钢铁行业投资策略坐标系 (吨净利、吨钢市值单位: 元)	25
图表 37:	行业内重点公司投资评级 (亿人民币)	26



一、权益资产定价的本质性问题和合理框架

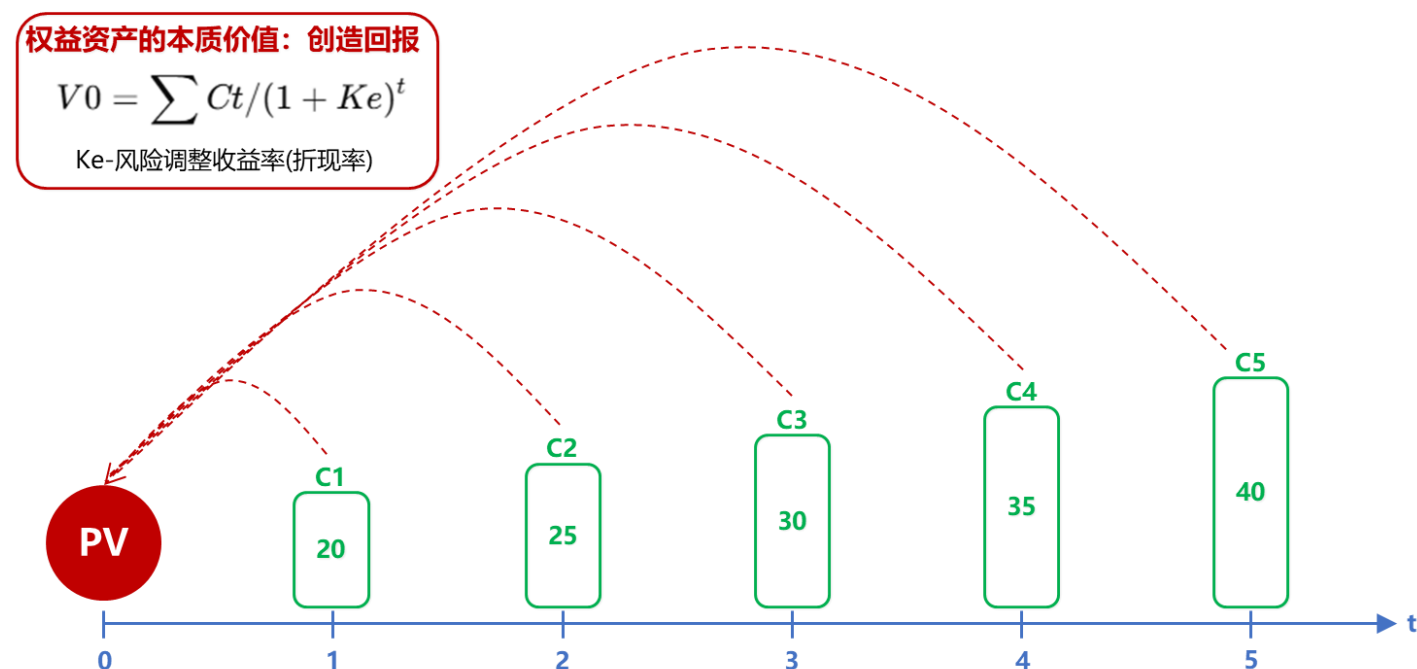
权益资产定价的第一性原理是获得回报

第一性原理：投资买入的是资产，最终索取的是回报。从表象看，股票投资是买入企业股权，债权投资是买入债权凭证，商品或资源股投资则是买入资源、产能或库存的价格暴露；但从投资结果看，资产本身并不是终点，投资者真正获得的是资产在未来创造并分配回报的能力。换言之，资产不是因为存在而有价值，而是因为其能够在未来通过利润、分红、回购、清算或转让等形式，为投资者带来可归属现金流。

这也决定了估值方法的出发点。如果把投资理解为买入账面资产，PB 是自然的观察指标；但如果把投资理解为获取未来回报，那么 PE、现金流折现以及对中枢利润的判断，才更接近权益资产定价的本质。市场常说某类 ROE 水平的资产应给予多少倍 PB，表面是在讨论净资产重估，实质仍是在讨论单位净资产的创利能力、现金流转化能力以及投资者要求回报率，即 PB 并非脱离盈利能力独立存在，资产质量最终仍要回到 ROE、增长、风险和现金流质量上进行解释。

因此，我们认为，权益资产当前价值取决于资产未来能够创造多少可归属回报，以及投资者愿意用多高的折现率对这些回报进行定价，PE、PB 等相对估值指标只是这一绝对价值框架的简化表达。对于周期行业而言，短期表观利润和静态账面资产都可能被周期波动扰动，真正需要判断的是跨周期的中枢创利能力、现金流质量和合理资本回报要求。

图表1：权益资产的本质价值来自未来创利能力的风险调整折现



来源：John Burr Williams 《The Theory of Investment Value》，Damodaran 《Intrinsic Valuation》，国金证券研究所

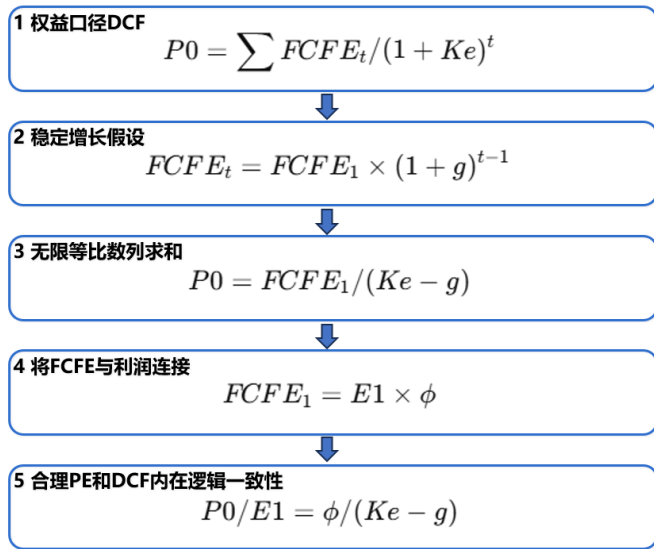
相对估值指标只是绝对收益框架的便捷表达，PE 的内核仍然是未来股权现金流折现。市场通常将 PE、PB、EV/EBITDA 等归为相对估值指标，因为它们便于在同一行业、同类公司或不同历史阶段之间进行横向比较。但“相对”只是使用方式，并不代表其定价基础脱离绝对收益。DCF 估值的核心是将未来现金流按相应折现率折回当前；对于权益价值而言，收益口径应是归属于股东的现金流，折现率也应匹配股权资本成本 K_e 。

John Burr Williams 的《The Theory of Investment Value》奠定了现金流折现和内在价值分析的基础，权益价值可写作未来 FCFE 的折现和： $P_0 = \sum FCFE_t / (1 + K_e)^t$ 。若假设公司进入稳定增长阶段，FCFE 以长期增速 g 增长，且 $K_e > g$ ，则有 $P_0 = FCFE_1 / (K_e - g)$ 。进一步设下一期 FCFE 与下一期净利润之间的现金流转换为 ϕ ，即 $FCFE_1 = E_1 \times \phi$ ，则可得 $P_0 / E_1 = \phi / (K_e - g)$ 。因此，合理 PE 本质上是由现金流转换率、股权资本成本和长期增长率共同决定的结果。

因此，PE 的本质不是用市场倍数替代绝对估值，而是将未来股权现金流折现结果压缩成一个更便于比较的倍数形式。当现金流转换率接近 1、长期增长率接近 0 时，合理 PE 近似等于 $1/K_e$ ，PE 倒数可以近似理解为股东买入该权益资产所要求的静态收益率；当企业具备稳定增长时，合理 PE 则近似等于 $1/(K_e - g)$ 。



图表2: PE 是股权现金流折现模型的倍数化表达, 其内核仍是绝对收益



估值对象	收益/现金流口径	折现率	常用倍数
企业价值 EV	FCFF	WACC	EV/EBITDA, EV/FCFF
权益价值 Equity	FCFE	股权成本Ke	P/FCFE
股利价值 Equity	Dividend	股权成本Ke	DDM/GGM
净利润近似 Equity	Net Income × 现金流转换率	股权成本Ke	P/E
账面价值 Equity	Residual Income	股权成本Ke	P/B

来源: CFA Institute 《Free Cash Flow Valuation》, Damodaran 《Earnings Multiples》, 国金证券研究所

图表3: 合理 PE 的主要决定因子- Ke、增长与风险溢价

Ke+周期风险溢价\g	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%
8.0%	12.50x	14.29x	16.67x	20.00x	25.00x	33.33x	50.00x
9.0%	11.11x	12.50x	14.29x	16.67x	20.00x	25.00x	33.33x
10.0%	10.00x	11.11x	12.50x	14.29x	16.67x	20.00x	25.00x
11.0%	9.09x	10.00x	11.11x	12.50x	14.29x	16.67x	20.00x
12.0%	8.33x	9.09x	10.00x	11.11x	12.50x	14.29x	16.67x
13.0%	7.69x	8.33x	9.09x	10.00x	11.11x	12.50x	14.29x
14.0%	7.14x	7.69x	8.33x	9.09x	10.00x	11.11x	12.50x

来源: Damodaran 《Determinants of the PE ratio》, 国金证券研究所 (假设现金流转换率=1, 股权成本 Ke=10%)

PB 与 PE 并不割裂, 二者都可以从权益价值折现框架中推导出来。在稳定增长假设下, 若公司长期增速为 g , 股权资本成本为 Ke , 且增长主要由留存收益驱动, 则有 $g = \text{留存率} \times ROE$, 对应分红率为 $1 - g/ROE$ 。由股利折现模型可得 $P = D_1 / (Ke - g)$, 进一步将股利写成净利润与分红率的乘积, 并除以账面净资产, 即可得到 $P/B = (ROE - g) / (Ke - g)$ 。这一公式的含义是, 账面净资产只是价值起点, 真正决定 PB 高低的是公司能否持续创造超过资本成本的回报。

由会计恒等关系进一步可得: $P/B = P/E \times ROE$, 因此隐含合理 $PE = PB/ROE = (ROE - g) / [ROE \times (Ke - g)]$ 。因此, PB 随 ROE 提升而抬升, 但隐含合理 PE 在 ROE 进入正常盈利区间后逐步钝化, 并趋近于 $1 / (Ke - g)$ 。例如在 $Ke = 10\%$ 、 $g = 3\%$ 的假设下, 当 ROE 从 10% 提升至 20% 时, 隐含合理 PE 仅由约 10X 提升至约 12X; 即便 ROE 进一步提升, 其理论上限也逐步接近 14.3X。这解释了为什么在常见资本回报率和长期增长假设下, 许多成熟资产的合理 PE 中枢往往落在 10-15X 区间。

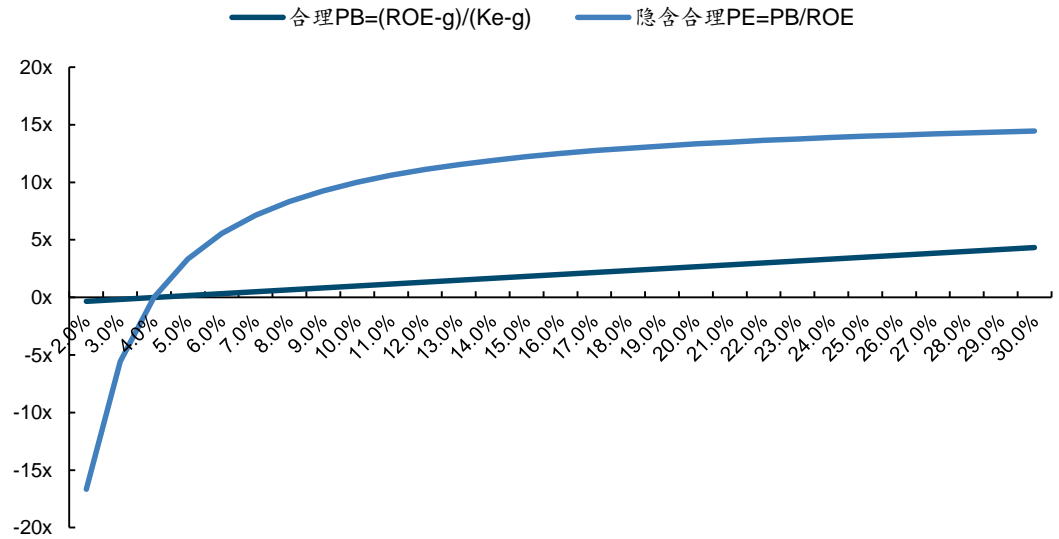
这也反过来解释了 PE 在周期股估值中的适用边界。市场常认为 PE 不适合周期股, 本质问题并不在于 PE 失效, 而在于使用了短期表观利润: 在盈利高点, 表观 PE 会显得极低; 在盈利低点, 表观 PE 又会显得极高甚至失去意义。但如果将利润口径从表观利润切换为跨周期中枢利润或稳态利润, PE 反而具备较强的鲁棒性。

因此, PB 和 PE 各有优劣。PB 的优势在于对短期利润波动不敏感, 在周期底部、利润极低甚至亏损时仍可作为资产价值的观察指标; 但其劣势也很明显, 账面净资产并不等同于经济价值, 低 PB 可能只是低 ROE、低资产效率或未来减值压力的反映。PE 的优势在于直接锚定创利能力, 且利润中枢可以通过价格、成本、销量、产能利用率等变量进行拆解和预测; 其劣势则是容易被周期性表观利润扰动。

综上所述, 我们认为, 对周期品权益资产更合理的做法, 是用稳态利润+合理 PE 的组合替代表观 PE: 既保留 PE 对未来创利能力的定价优势, 又通过中枢利润处理周期波动, 从而实现 PB 和 PE 两类指标的扬长避短。



图表4: PB本质是对ROE的定价, 隐含合理PE在正常ROE区间趋于稳定



来源: Damodaran 《Price Book Value Multiples》, Damodaran 《Determinants of the PE ratio》, 国金证券研究所

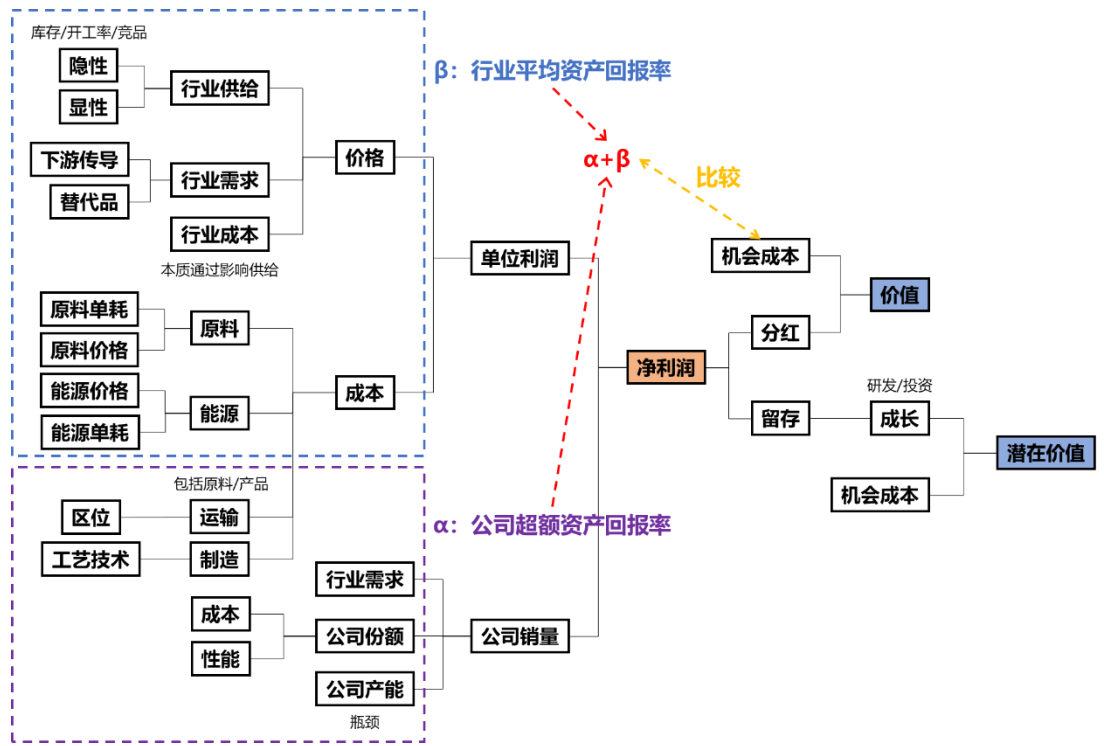
中枢利润的核心并非历史利润的简单均值, 而是行业供需均衡下资本回报率能够稳定的位置。对于竞争壁垒相对有限的周期制造业而言, 不同商品、不同产线之间存在一定资本流动和产能切换空间。若某一品类的 ROE 长期显著高于可比制造业平均水平或资本机会成本, 场内企业将倾向于扩产, 场外资本也会尝试进入, 供给增加最终压低价格和利润; 反之, 若 ROE 长期低于资本成本, 企业会减少资本开支、降低开工率甚至退出产能, 供给收缩又会推动价格和利润修复。因此, 资本回报率本身构成了一种套利机制, 使低壁垒周期行业的长期利润率难以永久偏离合理区间。

从这个角度看, 行业中枢利润应同时满足: 行业供需、成本曲线和边际产能共同决定的中枢价格, 能够覆盖边际供给者的完全成本和必要资本回报, 且由此推导出的行业平均 ROE 大致落在可比制造业的合理资本回报区间内。但行业中枢利润只解释了行业平均意义上的 beta, 并不意味着所有企业只能获得平均回报。不同公司在成本曲线位置、区位条件、能源与原料获取能力、工艺技术、产品结构、客户资源和管理效率上仍有差异。低成本企业面对同样的行业价格, 能够获得更高吨利润和更稳定 ROE; 份额扩张能力更强的企业, 则可能获得更高成长。

所以一家公司的中枢利润应拆分为两部分: 一是行业均衡价格和平均成本决定的 beta 利润, 二是公司相对行业平均水平的成本优势、产品溢价和份额成长带来的 alpha 利润。因此, 周期品估值真正需要回答的核心问题是, 行业 beta 中枢利润是多少, 以及公司 alpha 能否长期维持。



图表5: 中枢利润判断框架-行业 beta 约束平均回报, 公司 alpha 决定超额利润



来源: OpenStax 《Principles of Economics》, Porter's Generic Competitive Strategies, 国金证券研究所

从估值偏误到定价修正: 价格偏离价值的四类机制

市场估值行为并非始终有效, 估值偏误正是价格偏离价值的来源。上一节我们讨论了权益资产应当如何定价, 但在真实市场中, 股票价格并不总是等于内在价值。价格是边际交易者在特定信息、情绪、资金、考核周期和风险偏好约束下形成的交易结果; 价值则取决于企业未来长期创利能力的风险调整折现。二者在短期甚至中期发生偏离, 是权益市场的常见状态。

对基本面投资而言, 长期收益的来源是识别市场当前价格中隐含了什么假设, 并判断这些假设与企业真实价值之间是否存在偏差。当市场低估中枢利润、误判周期回归、忽视概率分布, 或没有充分量化长期逻辑的时间价值时, 价格与价值之间就会形成可研究、可度量、可等待修复的空间。因此, 估值偏误既是市场错误定价的表现, 也是基本面和价值分析能够创造长期超额收益的前提。

我们先对四类常见偏误作框架性归纳: 笼统化、两极化、短视化和误判。后续将进一步举例讨论这些偏误在实际定价中的表现形式, 以及相应的修正方法。

图表6: 市场估值偏误是价格偏离价值的来源, 也是基本面投资的收益来源

市场偏误	本质问题	造成的估值错误	修正工具
笼统化	把异质业务合并成单一利润和单一 PE	高增长、成熟、亏损、周期底部业务之间价值错配	分部估值
两极化	把不确定事件做成 0 或 1	不 price in 或完全 price in, 忽视中间概率	决策树/概率加权
短视化	只看短期利润, 不量化兑现周期	长期逻辑的利好/利空在短期集中影响股价	持有期 IRR
误判	混淆周期波动与结构性价值变化	把可逆波动当永久恶化, 或把结构恶化当周期波动	中枢利润/结构判别

来源: Shleifer & Vishny 《The Limits of Arbitrage》, Barberis/Shleifer/Vishny 《A Model of Investor Sentiment》, Kahneman & Tversky 《Prospect Theory》, 国金证券研究所

第一类常见估值偏误是笼统化, 即用单一估值对异质业务进行合并定价, 典型代表主要有两类:

1) 成熟稳定业务与高增长低基数业务并存。高增长业务由于利润基数低、远期成长空间大, 理论上可以享受更高估值; 成熟业务则更适合按稳态利润和中枢估值。但市场在交易这类公司时, 容易把高增长业务的估值溢价外推到公司整体: 以合并利润作为利润基数, 却使用接近高增长业务的估值倍数, 导致传统业务被动高估。

2) 盈利业务与处于周期底部、表现利润较低甚至亏损的业务并存, 这种情形更加隐性。如果一家公司只拥有周期底部业务, 市场通常不会完全按照当期亏损或极低利润定价, 因为投资者知道其当前表现利润并不代表长期现金流中枢; 但当这类业务被放进一个同时拥有盈利业务的公司中时, 其价值反而容易被忽略。市场可能只观察公司整体赚了多少钱, 再给予一个合并估值, 从而把周期底部业务的中枢利润修复价值压缩为零, 甚至将其视作对盈利业务的拖累。



因此，对明显具有不同业务属性、不同周期位置或不同成长阶段的资产，更合理的做法是分部估值：成熟业务按稳态利润和合理 PE 定价，高增长业务结合远期利润、成长兑现概率和折现率定价，周期底部业务则应更多参考中枢利润、重置价值、资源价值或周期修复后的合理利润。需要强调的是，分部估值并不是为了机械拆分公司，而是为了避免把不该享受高估值的利润高估，或把暂时没有表观利润但具备中枢价值的资产低估。若不同业务的盈利驱动高度一致、周期位置高度相关，合并估值仍然可以成立；但当业务相关性较低、成长属性差异明显或周期位置错位时，分部估值是修正笼统化偏误的必要工具。

图表7：笼统化估值偏误-异质业务合并估值易造成价值错配，适用分部估值进行修正（模拟数值无单位）



来源：Berger & Ofek 《Diversification's Effect on Firm Value》，Lang & Stulz 《Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance》，Damodaran 《The Octopus: Valuing Multi-Business, Multi-National Companies》，国金证券研究所

第二类常见估值偏误是两极化，即把不确定事件简单处理为 0 或 1。现实中的权益资产定价往往是多个事件在不同概率下共同决定未来利润和资产价值，但市场在处理不确定性时，容易走向完全不定价和完全定价两个极端。

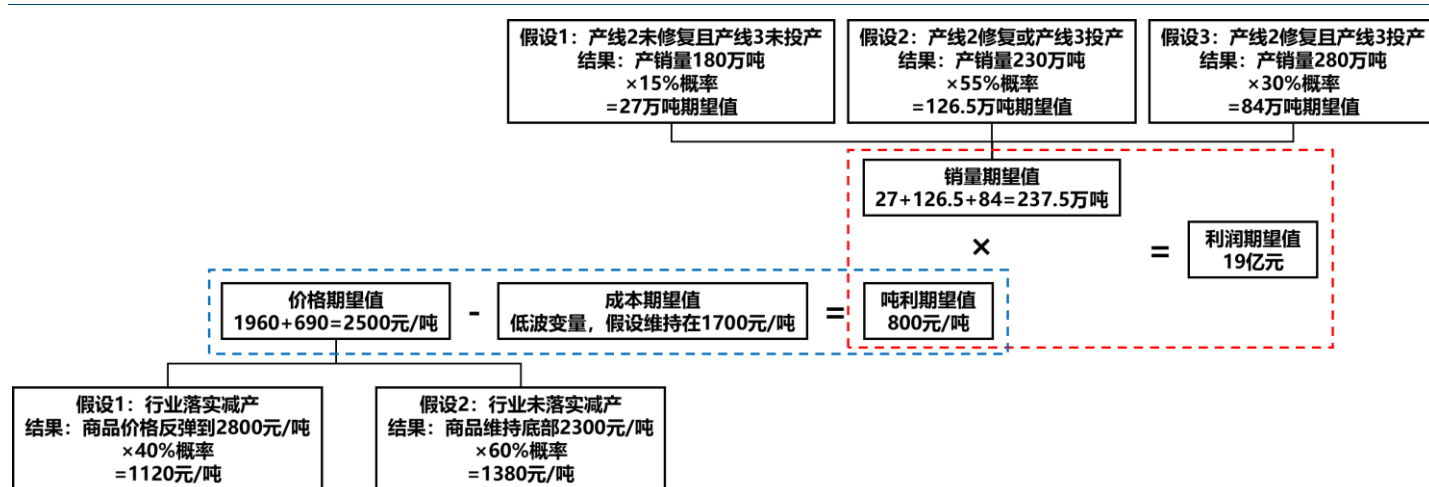
根据实物期权理论，不确定性的本质是概率问题。若不确定性服从连续分布，可以用 B-S 期权定价框架理解其价值；但在实际权益投资中，很多问题更接近离散情景，例如项目是否投产、限产是否发生、刺激政策是否出台等，此时决策树（情景概率加权）是更可操作的估值工具。

对两极化偏误的修正，并不要求投资者精确预测每一种情景的真实概率，而是避免把概率问题处理成非黑即白的判断。若对事件概率有主观判断，可以正向测算不同情景下的价值并进行概率加权；若概率难以直接估计，则可以通过当前



市值反推出市场隐含概率，再与自身判断比较。例如，公司未来利润若某事件达成为 10 亿元，未达成为 5 亿元，而当前市场定价隐含利润为 7 亿元，则市场隐含的事件达成概率为 $(7-5)/(10-5)=40\%$ 。若投资者主观判断真实概率低于 40%，则当前定价乐观；若高于 40%，则可能存在低估。

图表8：两极化估值偏误-不确定性被 0/1 定价，交叉决策树可量化情景价值



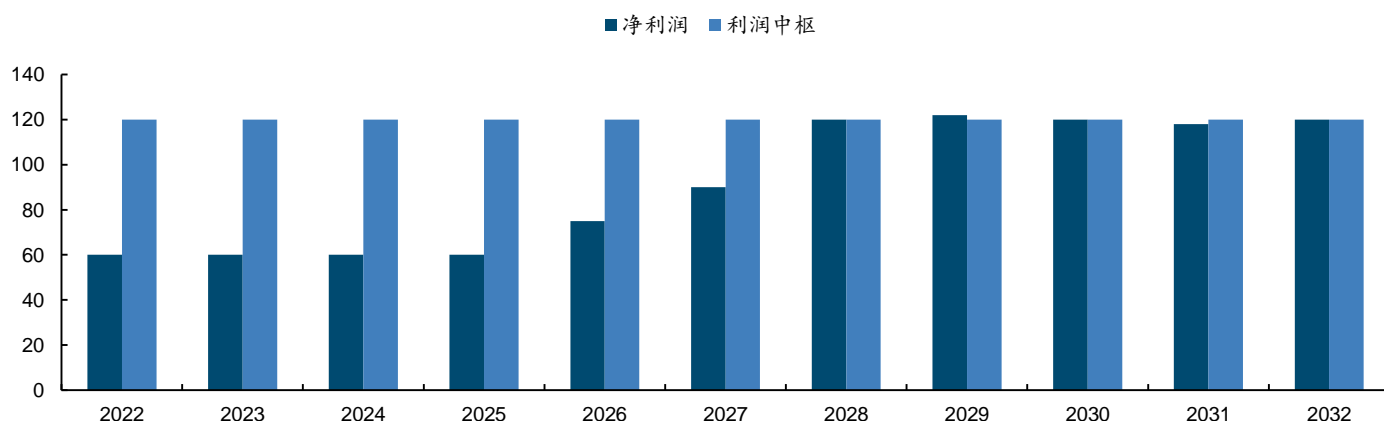
来源：Black & Scholes 《The Pricing of Options and Corporate Liabilities》，Cox/Ross/Rubinstein 《Option Pricing: A Simplified Approach》，Myers 《Determinants of Corporate Borrowing》，Dixit & Pindyck 《Investment under Uncertainty》，国金证券研究所

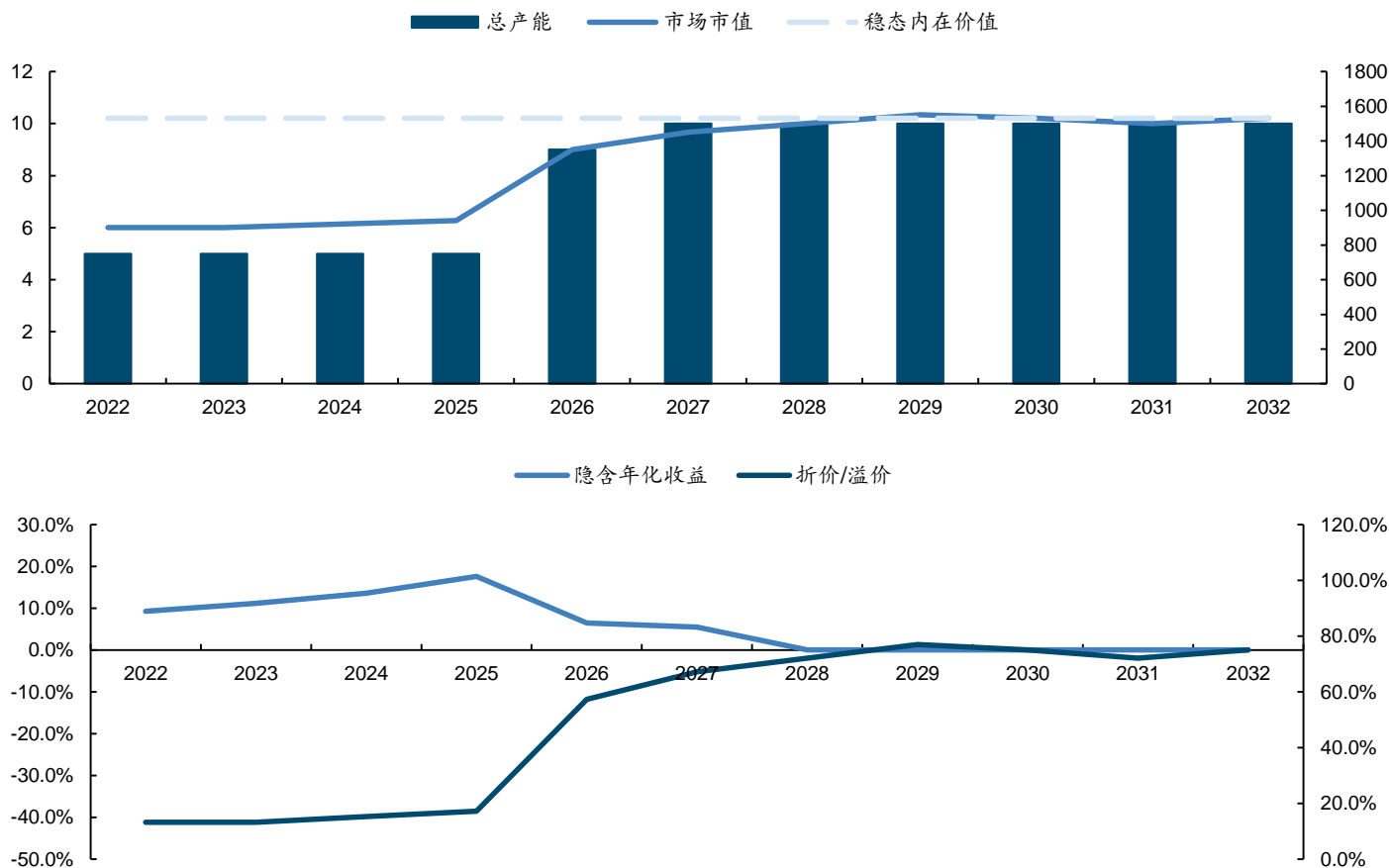
第三类常见估值偏误是短视化，即只讨论长期逻辑的方向和空间，却较少量化兑现周期对应的的时间成本。对于很多权益投资机会而言，核心逻辑可能来自未来几年的产能扩张、资源释放、技术路线切换、行业格局改善或公司份额提升。这类中长期逻辑确实可能抬升公司的利润中枢和内在价值，但投资回报并不只取决于最终能涨到多少，还取决于投资者需要等待多久。

如果市场过早将中长期逻辑充分定价，短期股价可能快速上涨，但此后的预期年化收益率会被明显压缩。反过来，如果市场过晚定价长期逻辑，绝对收益空间虽然长期存在，但随着兑现节点逐渐临近，剩余折现时间变短，目标价值与当前市值之间的差额需要在更短时间内修复，隐含年化收益率反而会显著抬升。

具体而言，若当前市值为 M_0 ，未来某一兑现节点的目标价值为 V_n ，投资期限为 n 年，则预期年化收益率可近似表示为： $IRR=(V_n/M_0)^{1/n}-1$ 。也可以反推出当前可接受的合理市值： $M_0=V_n/(1+IRR)^n$ 。如果当前市值已经高于这一水平，则长期逻辑可能被提前透支；如果当前市值低于这一水平，则说明远期价值尚未合理定价。

图表9：短视化估值偏误-忽视兑现周期导致年化收益错配，持有期 IRR 可量化时间价值（模拟数值无单位）





来源: Damodaran 《Discounted Cash Flow Valuation》, 国金证券研究所

第四类常见估值偏误是误判,即混淆周期波动与结构性价值变化。行业的利润波动可以分为两类:一类是由库存周期、供需阶段错配、成本滞后和产能利用率变化带来的可逆波动,利润会围绕中枢上下波动;另一类是由技术替代、需求结构变化、政策约束、资源禀赋衰退、成本曲线位置恶化或公司有效扩张带来的超周期变化,这类变化会改变企业的长期利润中枢和内在价值。两类变化在表现利润上可能相似,但估值含义完全不同。

第一类误判:没有定价周期波动的回归属性。若企业利润中枢稳定,但市场始终用表现利润乘以固定PE定价,则表现PE看似稳定,市场价格却会随短期利润上下波动:盈利高点被高估,盈利低点被低估,这是周期股的常见情形,也是从权益价格波动相较于价值周而复始的偏离中获得超额收益的来源。

第二类误判:是把结构性价值变化误认为普通周期波动。以衰退期为例,若企业长期盈利能力和内在价值中枢已经下降,但市场仍锚定账面资产或历史PB定价,则PB可能长期稳定,表现PE却迟迟无法回到合理水平。

这两类错误类似统计假设判断中的“弃真”和“纳伪”。把真实的周期底部误判为结构恶化,会错过均值回归机会;把真实的结构恶化误判为周期底部,则可能买入价值陷阱。对误判偏误的修正,核心既不是机械相信均值回归,也不是在利润下行时一概否定资产价值,而是先判断利润中枢是否仍然有效:重点研究行业需求、成本曲线、竞争格局和资产效率是否发生不可逆变化。

图10: 第一类误判-可逆周期被当作永久变化, 表现PE稳定但PB大幅波动 (模拟数值无单位)

年份	表现利润	利润中枢	市场价格	中枢价值	表现PE	中枢PE	PB
第1年	10	10	100.0	100.0	10.0x	10.0x	1.0x
第2年	15	10	150.0	100.0	10.0x	10.0x	1.5x
第3年	10	10	100.0	100.0	10.0x	10.0x	1.0x
第4年	5	10	50.0	100.0	10.0x	10.0x	0.5x
第5年	10	10	100.0	100.0	10.0x	10.0x	1.0x
第6年	15	10	150.0	100.0	10.0x	10.0x	1.5x
第7年	10	10	100.0	100.0	10.0x	10.0x	1.0x
第8年	5	10	50.0	100.0	10.0x	10.0x	0.5x
第9年	10	10	100.0	100.0	10.0x	10.0x	1.0x



年份	表观利润	利润中枢	市场价格	中枢价值	表观 PE	中枢 PE	PB
第 10 年	15	10	150.0	100.0	10.0x	10.0x	1.5x
第 11 年	10	10	100.0	100.0	10.0x	10.0x	1.0x
第 12 年	5	10	50.0	100.0	10.0x	10.0x	0.5x

来源: Fama & French 《Forecasting Profitability and Earnings》, Poterba & Summers 《Mean Reversion in Stock Prices》, De Bondt & Thaler 《Does the Stock Market Overreact?》, 国金证券研究所

图表 11: 第二类误判-结构性变化被当作周期波动, PB 稳定但 PE 长期失真 (模拟数值无单位)

年份	表观利润	市场价格	内在价值中枢	表观 PE	PB	ROE
第 1 年	10	100	100	1.0x	1.0x	10.0%
第 2 年	15	100	100	6.7x	1.0x	15.0%
第 3 年	10	100	100	10.0x	1.0x	10.0%
第 4 年	5	100	100	20.0x	1.0x	5.0%
第 5 年	9	100	90	11.1x	1.0x	9.0%
第 6 年	12	100	80	8.3x	1.0x	12.0%
第 7 年	7	100	70	14.3x	1.0x	7.0%
第 8 年	3	100	60	33.3x	1.0x	3.0%
第 9 年	5	100	50	20.0x	1.0x	5.0%
第 10 年	6	100	40	16.7x	1.0x	6.0%
第 11 年	3	100	30	33.3x	1.0x	3.0%
第 12 年	1	100	20	100.0x	1.0x	1.0%

来源: Piotroski 《Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers》, Penman/Richardson/Tuna 《The Book-to-Price Effect in Stock Returns: Accounting for Leverage》, Griffin & Lemmon 《Book-to-Market Equity, Distress Risk, and Stock Returns》, 国金证券研究所

基于无套利定价原理的权益资产定价框架

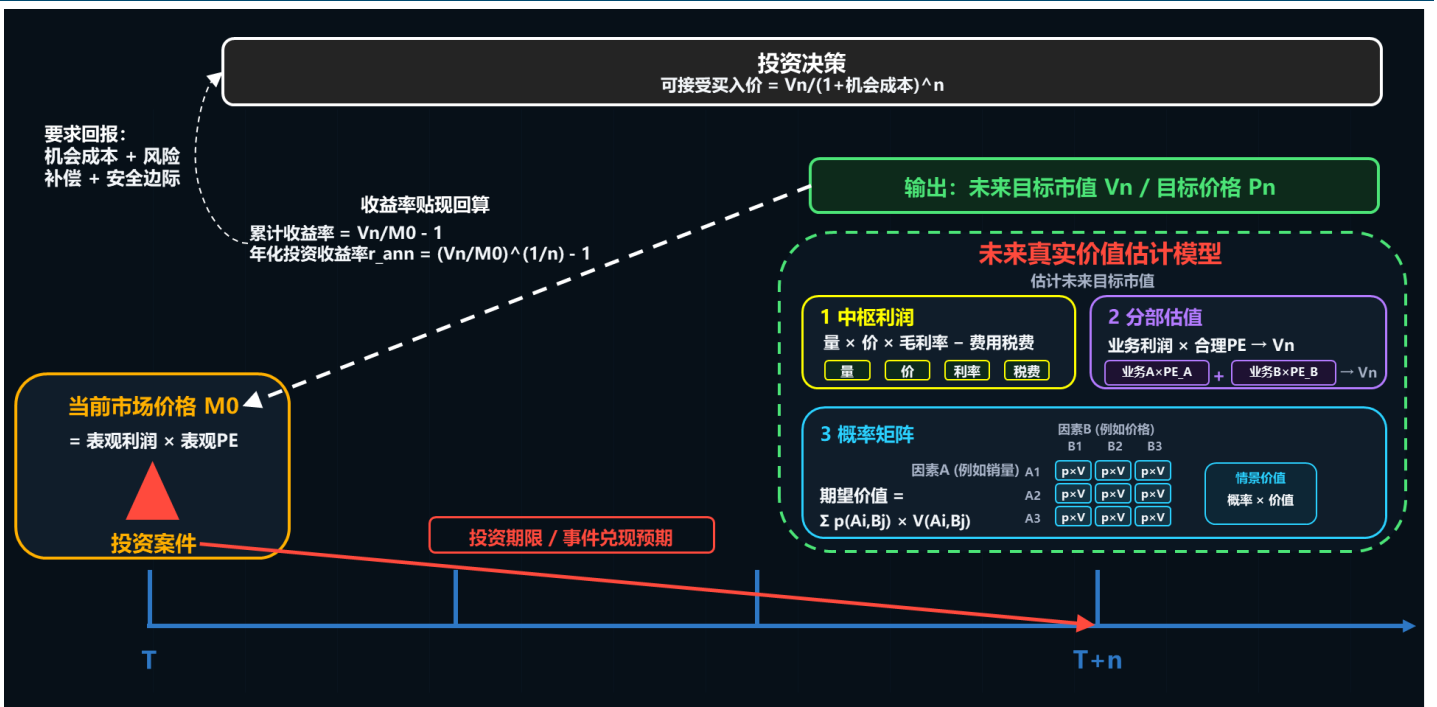
无套利定价原理的核心是当价格偏离价值时, 低买高卖进行套利的市场行为会推动价格回归, 其内核是负反馈调节机制, 这一机制在自然科学和社会科学中都广泛适用。前文讨论的估值偏误, 最终需要落到一套可执行的权益资产定价框架中, 我们将中枢利润、分部估值、概率加权和持有期 IRR 放入同一框架, 可以同时处理周期波动、业务异质性、不确定性、时间成本和收益率比较五个问题, 从而实现对权益资产的无套利定价, 并在定价过程中获取套利收益。

首先, 需要估计资产未来的真实价值。这里的关键是判断企业在合理供需、合理资本回报和合理竞争位置下的中枢利润。对于存在周期波动的资产, 应使用中枢利润处理表观利润的大幅扰动; 对于异质多业务公司, 应对不同业务进行分部估值; 对于存在重大不确定性的投资案件, 应使用概率矩阵或决策树, 将不同情景下的利润和价值进行概率加权。由此得到的目标市值 V_n , 才更接近未来某一时点的真实价值, 而不是单一乐观情景或悲观情景下的静态结果。

其次, 需要将时间成本纳入投资决策。长期逻辑本身并不天然等于高收益, 因为投资回报不仅取决于未来目标市值 V_n , 也取决于价值兑现所需的时间 n 。这一步对应的是把长期空间折回到当前, 解决远期价值看起来很大, 但年化收益是否足够的问题, 基本思想就是以相应折现率将未来现金流折现为当前价值。最后, 需要将隐含收益率与目标收益率进行比较。若折现后的现值高于当前市值, 说明资产存在绝对价值空间。



图表12: 权益资产综合定价框架-中枢利润、分部估值、概率加权与持有期 IRR



来源: 国金证券研究所

这里以一个简化案例展示上述框架如何落地。假设某公司包含业务A和业务B两部分，两类业务在单位成本、固定费用、现金流转换率、风险溢价、长期增长率和产销量情景上均存在差异，因此不适合直接使用合并利润和统一PE进行估值，而应先分别建模，再合并得到公司整体价值。

第一步：产生投资案件并进行基础估值假设。业务A的单位现金成本、固定费用、所得税率、现金流转换率、股权资本成本、业务风险溢价、长期增长率和合理PE被分别设定；业务B也采用同样方式单独设定参数。这里的关键在于，不同业务的盈利质量、增长属性和风险水平不同，因此其利润假设和估值参数应当独立判断。

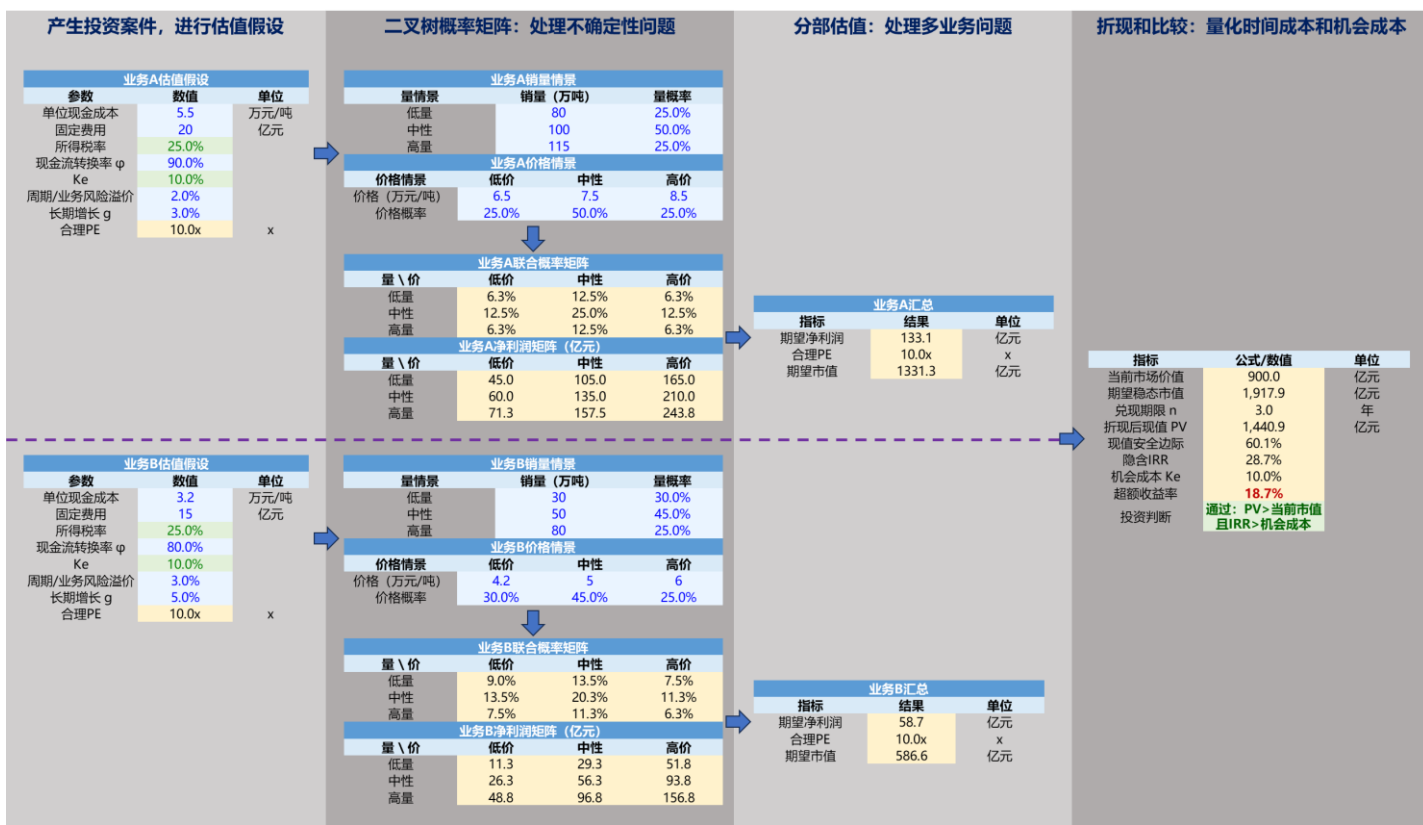
第二步：用二叉树或概率矩阵处理不确定性。业务A的利润由销量和价格共同决定，因此先分别设置销量低、中、高三种情景及其概率，再设置价格低、中、高三种情景及其概率，随后交叉形成九宫格概率矩阵。每一个格子代表一种量×价组合，对应一个发生概率和一个净利润结果。业务B同样按照销量和价格两个维度建立情景矩阵。这样做的意义是避免把不确定事件简单处理为发生/不发生，而是把利润分布拆解成可量化的概率结构。

第三步：进行分部估值。根据概率矩阵，业务A得到期望净利润约133.1亿元，按合理PE 10倍，对应期望市值约1331.3亿元；业务B得到期望净利润约58.7亿元，按合理PE 10倍，对应期望市值约586.6亿元。两项业务合计后，公司未来期望稳态市值约为1917.9亿元。

第四步：折现、比较和决策。若公司当前市场价值为900亿元，未来期望稳态市值为1917.9亿元，兑现期限为3年，则按照10%机会成本折现后的现值约为1440.9亿元，较当前市值仍有约60.1%的安全边际；同时，当前市值到未来期望市值对应的隐含IRR约为28.7%，高于10%的机会成本，超额收益率约为18.7%。因此，在该组假设下，这一投资案件同时满足PV高于当前市值和IRR高于机会成本两个条件，投资判断为通过。另外，这个案例中的10%机会成本不是固定数值，而是用于案例演示的要求回报率假设；从理论上，机会成本应取决于投资者可获得的可同风险资产回报，以及该权益资产的风险水平。



图表13：一个定价异质资产、随机性、时间成本、机会成本的权益资产完整定价决策过程示例



来源：国金证券研究所

需要说明的是，这套深度价值框架并不能覆盖股票价格波动中的全部收益来源。在真实市场中，一轮股价大幅波动往往不完全来自内在价值变化，其中相当一部分可能来自风险偏好扩张、流动性推动、叙事强化和泡沫形成，也可能来自上述因素逆转后的估值收缩。这类收益更适合用行为金融、资金交易、趋势投资或景气投资框架解释，而不完全属于深度价值框架的能力范围。

因此，本文提出的框架并不追求捕捉一轮行情中的全部涨幅，也不保证获得最高的相对收益。它的核心价值在于帮助投资者看清资产的底部价值、真实安全边际下的绝对收益。当投资者对收益兑现期限没有过度刚性的要求，且更重视本金安全和长期复利时，这套框架具有更强的实用意义。它能够回答三个基础问题：当前价格是否低于资产的合理价值，未来价值修复是否能提供足够年化回报，以及投资者到底在赚哪一类钱。

从这个意义上看，深度价值投资首先强调的是避免重大错误，其次才是获取最大弹性。单次本金的大幅亏损可能抵消多次投资积累的收益，因此识别绝对价值和他安全边际本身就是长期投资的重要前提。用《孙子兵法》的表述，即“先为不可胜，以待敌之可胜”：在投资中，先确保买入价格相对内在价值具备足够防御性，再等待市场偏误、周期修复或基本面改善带来的收益兑现。久战不输，才是长期胜出的基础。

二、从利润重分配与权益重估拆解当下钢铁板块的深度价值

钢铁权益复盘：寻找权益资产定价规律与价值回归线索

我们在第一章建立了权益资产定价框架，基于这一框架，接下来将回到钢铁板块本身，从历史复盘出发，拆解钢铁权益资产在不同时期的定价行为，只有理解这些定价行为，才能进一步判断未来何时可能出现价格低于价值的机会，以及价值回归可能通过利润修复还是估值修复实现。

基于第一章的讨论，权益资产估值的本质是对未来利润折现，因此核心是能否比市场更早、更准确地判断未来利润变化，这正是基本面分析的内在目标。首先复盘观察股价表现与内在价值之间的关系：

1) 股价表现：我们使用华菱钢铁、南钢股份、中信特钢、新钢股份、方大特钢、宝钢股份构建钢铁板块等权指数，并追踪其相对上证指数的表现，以剔除市场整体beta、流动性和风险偏好变化对绝对涨跌的影响，更好观察钢铁板块自身基本面和估值逻辑驱动的独立表现。

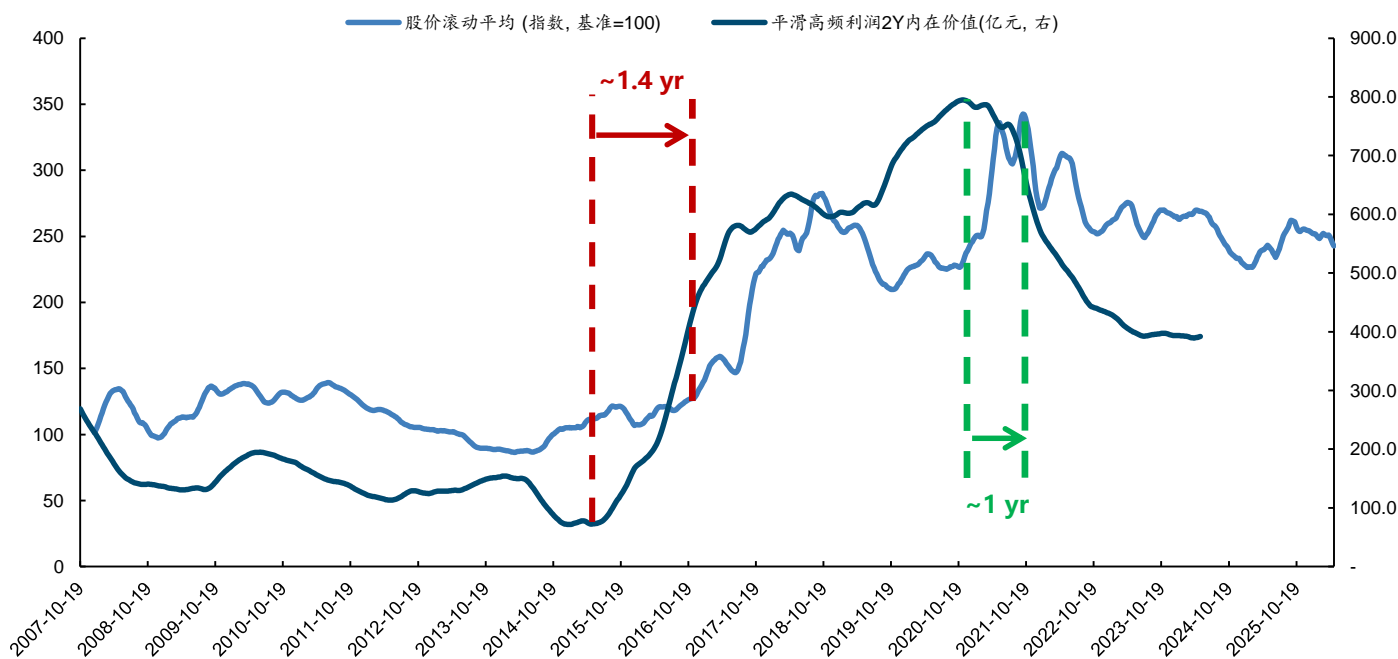
2) 内在价值：在历史复盘中使用后验利润数据，以每个时点之后两年的季度利润折现来代表内在价值，以此部分刻画该时点对应的未来创利能力。主要用于检验：如果能够提前判断未来两年利润变化，是否能够更好解释钢铁板块的相对股价表现。



从历史结果看，钢铁 2Y 内在价值与相对股价走势具有较强相关性，并且在基本面关键拐点上，内在价值变化相对股价表现出约 1 年至 1.5 年的领先性。

因此，钢铁深度价值研究的出发点是通过基本面分析预判行业未来利润走势。若能够较市场更早识别钢铁行业利润中枢的上修或下修，就相当于提前观察到内在价值变化，从而获得超出市场共识的认知差，并在股价尚未充分反映前锁定潜在超额收益。

图表14：后验来看，钢铁内在价值领先相对股价表现



来源：Wind, Mysteel, 各公司公告, 国金证券研究所测算

通过对股价与利润的关系复盘，可以发现钢铁股长期走势仍然高度依赖行业利润变化，但在具体阶段中股价和利润并不总是同向变化，政策和市场风格会对估值产生扰动。具体而言：

1) 相比钢材价格，利润/价差对股价的解释力度更强。若钢价上涨来自供求改善，通常会带来价差扩张，钢价与利润容易同向上行；但若钢价上涨主要由铁/焦等原料成本推动，则钢企虽然可能实现部分顺价，但利润仍可能被成本端挤压。成本支撑型涨价过程中可能存在阶段性库存收益，但这种收益难以持续。历史上看，若价格上涨不能转化为利润改善，市场即便短期交易钢价，也往往会被高频利润数据或季度业绩较快修正。

2) 需求侧政策更容易触发板块的主动提估值。2008 年四万亿计划、2020 年和 2022 年地方专项债相关政策，以及 2023 年 8 月稳增长方案，均更偏需求侧表述或需求侧预期改善。这类政策往往直接影响市场对地产、基建和终端需求的远期判断，因此即便利润尚未明显改善，权益资产也可能率先反映，表现为估值先行上修。

3) 相比之下，市场对供给侧政策的定价往往更钝化。供给侧政策对利润的影响路径更长，需要经历政策执行、产能压减、开工约束、供需再平衡和价差扩张等环节，因此市场通常不会在政策提出初期就完全定价。2016 年供给侧压减产能是典型案例：政策提出时，市场对利润修复的强度和持续性并未充分定价；直到行业利润从深度亏损区间快速修复，并开始进入基本面验证阶段后，股价才明显跟随上行。

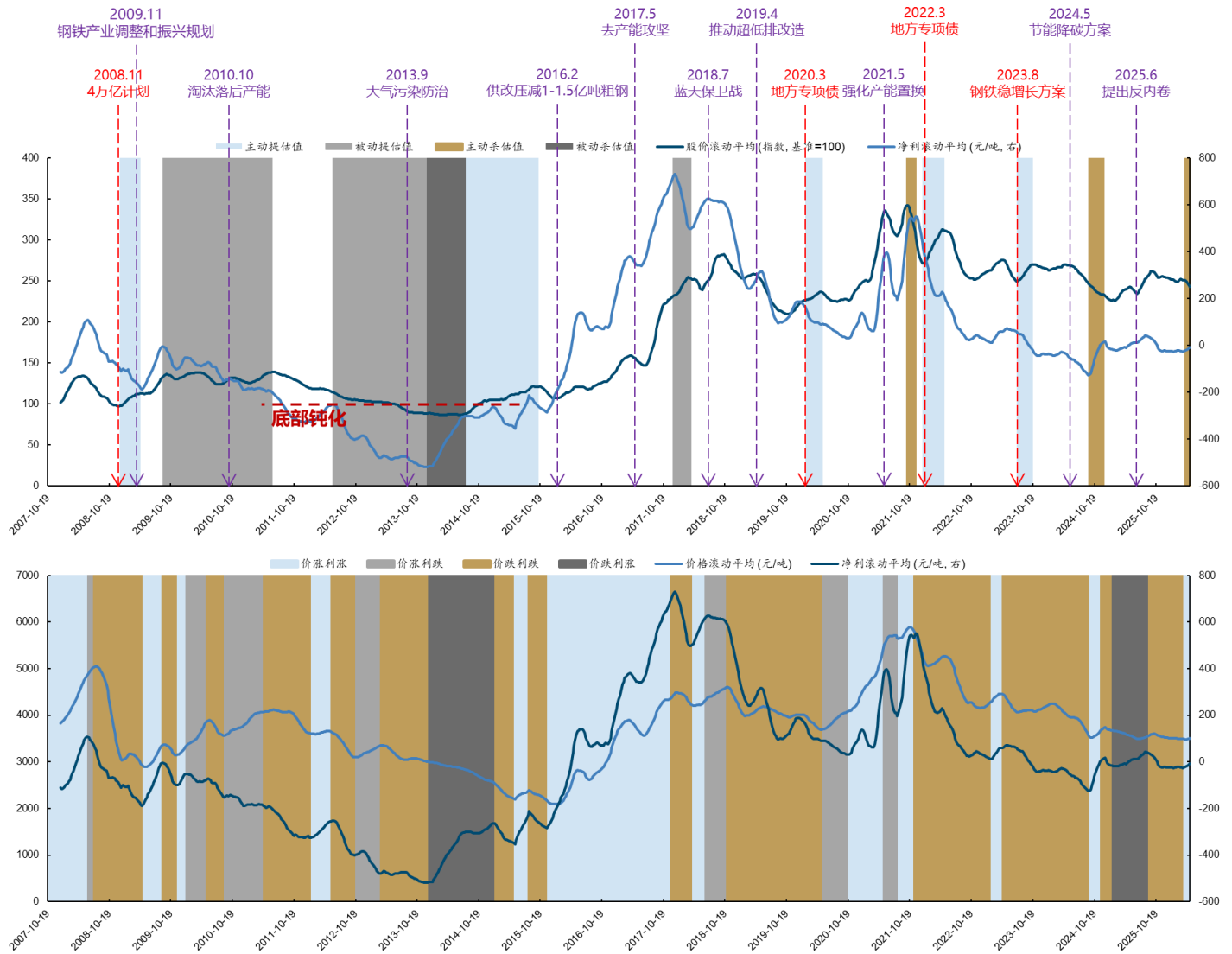
4) 最近的两次主动杀估值，则更偏风格和流动性因素导致。2024 年 9 月，政策预期和补库行为带来产业层面的阶段性修复，但钢铁板块相较于大盘并未形成明显超额收益。原因在于当时市场处于弱现实与宽流动性组合下，资金更容易流向久期更长、叙事更强的科技成长方向；2026 年美伊冲突后的 4-5 月，即使制造+出口需求拉动钢铁价差实际修复，但在输入性通胀的宏观担忧和偏弱的内需数据以及科技板块的高景气下，钢铁板块股价持续走低。

5) 另一个重要特征是底部钝化，本质上是市场对极端亏损不可持续的一种隐含定价。2011-2014 年钢铁行业进入深度亏损阶段，但股价并未随利润继续线性下行。这说明在极端压力状态下，表现利润对权益价格的解释力会下降，市场会开始给资产长期价值、行业均值回归和未来出清修复保留一定定价。

因此，通过基本面分析对于盈利趋势的前瞻判断，以及通过估值分析发现基本面和股价的分化，是两条在钢铁板块实现投资收益的有效路径。



图表15: 钢铁股价的影响因子拆解-利润、商品价格与政策长周期复盘



来源: Wind, Mysteel, 各公司公告, 发改委, 国务院, 生态环境部, 商务部, 国金证券研究所测算

图表16: 钢铁股价涨跌归因-估值主导预期波动, 利润主导基本面兑现

起始日期	结束日期	阶段类型	钢铁等权涨跌	上证涨跌	钢铁相对涨跌	组合 TTM 利润涨跌	组合 PE 涨跌
2007-10-19	2008-03-21	相对上涨	(5.76%)	(34.74%)	44.42%	(6.26%)	(7.47%)
2008-03-21	2008-10-31	相对下跌	(72.77%)	(54.46%)	(40.20%)	1.51%	(71.04%)
2008-10-31	2009-07-31	相对上涨	231.94%	97.37%	68.19%	(83.43%)	1361.02%
2009-07-31	2010-07-02	相对下跌	(43.97%)	(30.16%)	(19.78%)	267.82%	(84.74%)
2010-07-02	2011-04-22	相对上涨	60.39%	26.34%	26.96%	10.99%	28.22%
2011-04-22	2014-06-13	相对下跌	(60.89%)	(31.22%)	(43.14%)	(48.98%)	(12.48%)
2014-06-13	2015-06-19	相对上涨	219.49%	116.27%	47.73%	4.83%	136.13%
2015-06-19	2015-12-25	相对下跌	(33.84%)	(18.99%)	(18.34%)	(83.87%)	300.04%
2015-12-25	2018-08-17	相对上涨	119.19%	(26.43%)	197.95%	3509.22%	(94.43%)
2018-08-17	2019-08-23	相对下跌	(25.88%)	8.56%	(31.72%)	(2.16%)	(28.41%)
2019-08-23	2021-09-10	相对上涨	142.32%	27.81%	89.60%	35.15%	95.30%
2021-09-10	2021-11-05	相对下跌	(37.70%)	(5.71%)	(33.93%)	7.06%	(43.26%)
2021-11-05	2022-04-15	相对上涨	20.39%	(8.03%)	30.90%	(0.10%)	15.98%
2022-04-15	2023-06-23	相对下跌	(28.44%)	(0.42%)	(28.15%)	(60.45%)	87.35%



起始日期	结束日期	阶段类型	钢铁等权涨跌	上证涨跌	钢铁相对涨跌	组合 TTM 利润涨跌	组合 PE 涨跌
2023-06-23	2024-04-19	相对上涨	12.02%	(4.15%)	16.87%	11.27%	10.28%
2024-04-19	2025-01-10	相对下跌	(20.10%)	3.37%	(22.71%)	(26.75%)	8.23%
2025-01-10	2025-07-25	相对上涨	47.89%	13.42%	30.40%	(3.47%)	28.57%
2025-07-25	2026-01-16	相对下跌	(5.70%)	14.14%	(17.39%)	27.72%	(23.10%)
2026-01-16	2026-02-27	相对上涨	15.39%	1.49%	13.70%	0.00%	10.55%
2026-02-27	2026-05-15	相对下跌	(24.30%)	(0.66%)	(23.80%)	(4.40%)	(15.80%)

来源: Wind, Mysteel, 各公司公告, 国金证券研究所测算

钢铁权益资产存在一定季节性特征, 历史上较容易获得相对收益的窗口大致集中在第 4-10 周、第 27-31 周和第 46-50 周附近。

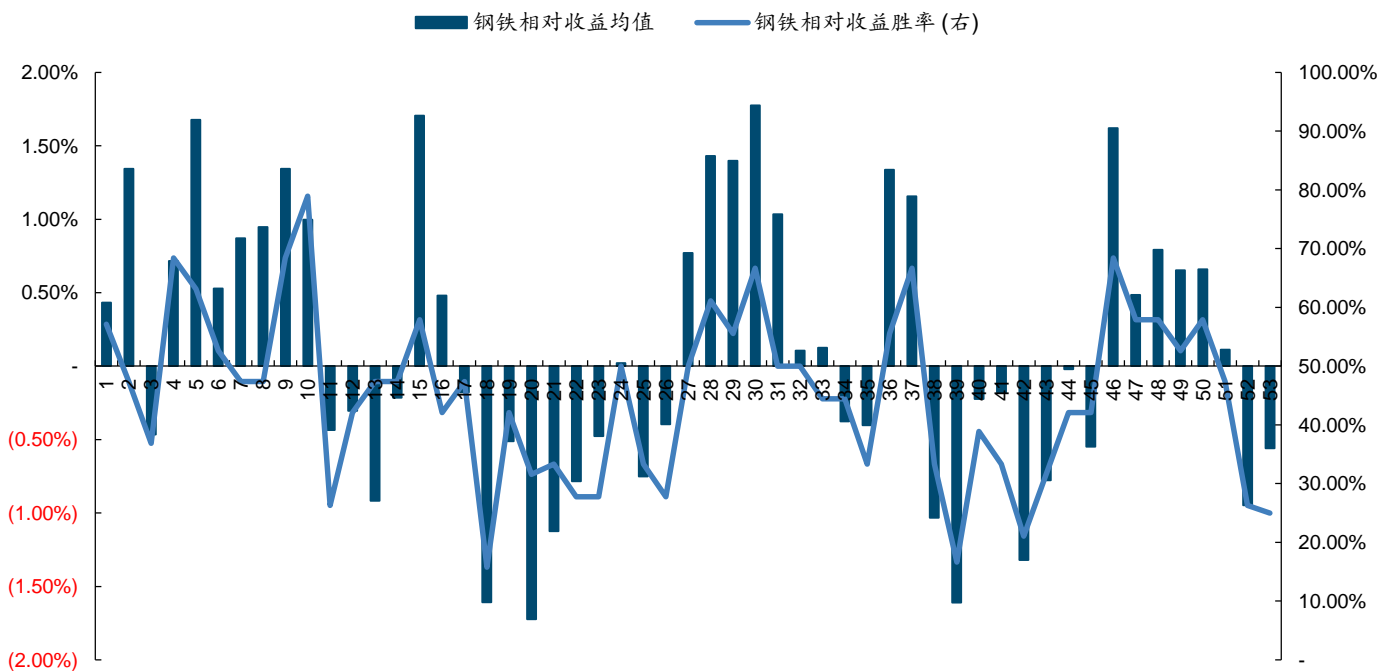
1) 第 4-10 周: 主要对应春节后复工、春季补库和施工旺季预期。钢铁需求与地产、基建和建筑施工节奏高度相关, 春节后下游逐步复工, 3-4 月进入传统施工旺季, 市场往往提前交易复工-补库-旺季需求兑现的链条。

2) 第 27-31 周: 主要对应二季度利润确认、中报预期和 7 月政策定调。该阶段大致位于 7 月至 8 月初, 市场开始交易中报业绩预告、二季度吨钢利润表现, 7 月政治局会议对下半年稳增长预期的影响也会被提前反映。

3) 第 46-50 周: 主要对应年末政策预期、采暖季供给约束和冬储预期。年末政治局会议和中央经济工作会议通常会影下一年稳增长、财政、地产和基建预期; 2016-2018 年供给侧改革、地条钢清退和秋冬季环保限产又强化了四季度供给收缩与利润扩张预期; 冬储则会放大市场对来年春季需求和钢价的提前交易。

从阶段变化看, 2008-2013 年钢铁股季节性主要由传统需求时钟主导, 上半年尤其是春季窗口更强; 2014-2017 年, 地产需求走弱后, 供给侧改革、地条钢清退和环保限产接管定价, 收益高点阶段性向下半年和四季度迁移; 2019 年以后, 强制性四季度供给约束的系统性 beta 弱化, 钢铁权益资产又更多回到从春季复工到中报预期等传统线索上。

图表 17: 钢铁权益资产周度相对收益季节性-春季复工、中报预期与年末政策窗口胜率较高



来源: Wind, Mysteel, 各公司公告, 国金证券研究所测算

图表 18: 钢铁单吨利润周度季节性热力图 (元)

周数	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
1		(119.2)	(115.9)	9.7			(513.1)	(512.2)	(258.0)	(151.5)		535.5	247.3	126.8	192.7			(85.9)	(3.2)	(16.0)
2		(110.6)	(97.6)	(61.1)	(175.7)	(322.5)	(521.6)	(514.4)	(287.2)	(122.7)	310.0	474.2	250.4	115.3	123.9	232.6	12.8	(51.2)	(20.0)	(38.6)
3		(85.9)	(92.6)	(97.4)	(172.9)	(311.5)	(467.4)	(507.5)	(291.9)	(130.4)	336.9	496.0	229.7	109.5	5.4	227.0	16.7	(60.4)	(20.0)	(28.6)
4		(52.7)	(80.3)	(106.0)	(179.8)	(317.2)	(481.5)	(432.2)	(318.9)	(129.2)	348.6	492.3	264.2	106.5	(52.8)	196.4	26.6	(57.2)	(11.9)	(35.5)
5		(51.3)	(80.3)	(97.3)	(179.0)	(317.2)	(460.6)	(421.7)	(342.7)	(132.8)	344.3	481.7	212.9	106.5	(38.3)	144.2	43.5	(30.3)	(0.3)	(37.9)
6		(49.7)	(76.0)	(86.7)	(190.4)	(304.1)	(464.4)	(421.4)	(351.6)	(138.0)	348.5	492.9	212.9	155.3	(20.5)	151.8	35.4	(39.0)	(13.5)	(22.3)
7		(58.0)	(211.1)	(86.0)	(154.0)	(317.4)	(464.4)	(401.6)	(350.5)	(138.0)	375.9	492.9	228.8	122.0	(42.3)	228.2	18.5	(39.0)	(41.8)	(4.4)
8		5.7	(243.1)	(86.0)	(227.4)	(309.5)	(462.2)	(422.1)	(350.4)	(134.7)	367.6	479.6	210.0	68.5	32.2	246.3	27.8	(6.3)	(39.7)	(4.4)
9		(10.7)	(243.9)	(107.5)	(232.5)	(281.2)	(463.0)	(408.5)	(338.1)	(114.1)	407.2	504.6	227.0	58.9	81.8	212.0	55.1	9.0	(30.5)	(4.9)
10		26.7	(215.2)	(117.1)	(174.4)	(272.6)	(498.4)	(392.0)	(344.8)	(107.2)	459.2	465.6	264.8	91.8	81.5	218.0	65.2	(23.6)	(13.5)	(21.4)
11		20.4	(204.7)	(71.0)	(163.8)	(278.4)	(471.8)	(362.8)	(358.2)	40.9	428.9	525.7	262.4	74.9	160.8	228.8	93.6	3.4	13.9	(40.9)



周数	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
12		38.9	(164.2)	(74.7)	(153.5)	(272.5)	(448.4)	(365.3)	(346.8)	9.6	430.7	520.8	344.9	95.8	234.2	231.9	102.4	(25.9)	23.7	(44.1)
13		66.6	(169.3)	(21.5)	(169.0)	(263.6)	(477.1)	(379.7)	(323.7)	44.7	374.3	544.5	324.7	89.6	353.5	227.3	96.3	(22.0)	7.6	(30.6)
14		102.4	(179.4)	(73.8)	(201.2)	(258.3)	(469.5)	(392.5)	(307.9)	66.8	345.6	529.4	324.2	100.9	509.6	220.7	80.9	(40.1)	6.4	(16.0)
15		77.0	(169.4)	(79.8)	(182.2)	(254.5)	(504.6)	(407.0)	(320.5)	99.5	321.1	546.3	357.8	115.2	533.4	241.8	59.2	(82.6)	1.2	(6.0)
16		100.0	(160.8)	(141.1)	(183.0)	(236.3)	(517.7)	(386.5)	(336.1)	176.8	288.9	601.0	381.9	106.6	499.7	238.6	41.5	(72.1)	(12.9)	(5.0)
17		125.6	(161.2)	(93.5)	(233.9)	(240.6)	(491.5)	(343.7)	(352.6)	276.1	235.8	633.4	358.2	92.5	469.4	237.8	37.5	(61.4)	(18.0)	22.8
18		143.0	(147.3)	(35.6)	(220.0)	(244.1)	(491.0)	(332.5)	(364.0)	254.0	260.2	674.5	343.3	88.5	436.3	225.0	70.8	(76.5)	33.7	25.3
19		121.4	(140.8)	(66.5)	(215.2)	(244.1)	(490.5)	(331.0)	(387.6)	202.7	263.3	636.0	335.7	82.9	438.5	133.6	78.5	(85.7)	22.9	49.6
20		147.3	(124.0)	(69.7)	(202.3)	(258.2)	(485.1)	(324.6)	(399.7)	210.9	325.9	629.2	266.1	74.1	594.8	87.6	71.3	(72.4)	18.7	64.1
21		134.2	(102.9)	(40.4)	(192.9)	(265.3)	(488.7)	(310.7)	(412.6)	126.0	389.6	603.8	229.5	85.4	271.9	32.7	65.3	(70.2)	17.2	
22		143.7	(96.1)	(86.9)	(194.0)	(243.4)	(434.0)	(302.7)	(137.4)	89.7	433.4	648.8	184.1	60.4	215.6	103.4	48.7	(61.2)	5.3	
23		75.8	(65.8)	(119.7)	(189.3)	(250.3)	(445.9)	(289.8)	(171.3)	75.0	429.7	630.7	172.6	82.0	215.1	96.7	73.0	(47.7)	28.5	
24		58.4	(68.9)	(129.4)	(208.4)	(265.7)	(444.1)	(280.0)	(191.5)	53.4	414.1	643.1	81.1	60.7	130.4	114.8	73.8	(40.1)	22.4	
25		7.7	(55.4)	(123.1)	(233.0)	(276.9)	(491.2)	(257.9)	(189.9)	55.9	452.2	621.9	65.4	72.4	57.3	131.1	86.5	(57.7)	21.1	
26		20.5	(30.6)	(100.6)	(248.4)	(295.0)	(471.8)	(284.1)	(229.4)	49.2	425.0	599.6	122.6	67.4	7.0	116.8	78.2	(92.7)	14.4	
27		4.6	(39.7)	(73.4)	(239.1)	(330.7)	(477.9)	(299.7)	(236.0)	42.0	453.9	582.4	129.9	51.8	0.4	84.2	41.8	(102.5)	23.4	
28		11.2	(44.0)	(143.6)	(261.7)	(337.3)	(482.4)	(306.0)	(216.7)	44.9	461.3	605.8	93.0	53.1	103.3	46.6	25.0	(109.4)	33.8	
29		12.5	(15.5)	(201.5)	(277.7)	(367.3)	(489.1)	(326.2)	(240.2)	90.8	512.8	623.0	78.9	38.0	193.4	40.2	(0.6)	(124.6)	44.1	
30		(18.2)	22.8	(166.1)	(282.2)	(389.6)	(484.9)	(314.1)	(239.2)	71.5	506.6	618.4	74.8	54.8	297.8	41.0	8.0	(140.4)	86.7	
31		(27.8)	54.0	(164.8)	(301.1)	(391.9)	(477.3)	(318.2)	(241.3)	82.6	524.6	623.7	70.0	56.6	442.7	5.6	38.3	(174.1)	79.0	
32		(51.3)	109.2	(168.2)	(301.9)	(409.9)	(489.6)	(324.2)	(225.3)	66.8	547.9	599.7	116.4	41.3	411.6	22.0	48.6	(162.4)	75.2	
33		(83.9)	32.1	(168.7)	(262.2)	(420.1)	(511.0)	(311.4)	(228.2)	67.4	636.6	616.2	112.0	25.8	462.2	19.0	39.2	(165.0)	72.7	
34		(107.2)	(5.7)	(172.8)	(267.7)	(421.1)	(495.0)	(305.1)	(229.7)	91.9	583.2	641.9	109.9	9.4	481.0	22.2	22.6	(114.6)	10.9	
35		(69.9)	(30.5)	(193.8)	(296.8)	(422.2)	(504.3)	(292.5)	(243.1)	120.1	637.6	616.2	97.1	27.1	421.4	(11.0)	(10.7)	(112.8)	1.3	
36		(8.6)	(64.5)	(161.2)	(321.6)	(413.3)	(511.0)	(281.5)	(251.4)	98.9	633.3	613.6	114.4	30.7	444.6	54.9	(17.3)	(122.0)	(11.5)	
37		(13.8)	(63.9)	(52.9)	(337.6)	(363.8)	(512.9)	(274.2)	(294.1)	103.4	681.2	610.7	99.2	23.7	505.0	29.7	(7.9)	(88.0)	(27.8)	
38		(49.8)	(81.4)	(73.4)	(335.4)	(374.4)	(500.6)	(309.6)	(292.6)	112.0	650.3	612.5	92.7	38.5	699.1	24.2	(37.2)	(70.8)	(21.4)	
39		(29.3)	(126.3)	(84.5)	(291.4)	(395.7)	(514.9)	(310.3)	(288.1)	22.1	612.3	579.0	137.1	37.6	679.3	13.5	(57.6)	(43.8)	(12.5)	
40		(24.6)	(137.4)	(114.2)	(344.5)	(396.5)	(516.0)	(310.1)	(287.5)	29.1	617.4	588.3	129.4	14.0	679.3	36.0	(55.4)	146.3	(18.9)	
41		(200.4)	(143.4)	(178.9)	(344.5)	(390.8)	(510.9)	(326.7)	(291.5)	29.1	618.8	587.1	121.5	21.1	629.6	36.0	(53.5)	96.0	(16.9)	
42	(60.1)	(152.5)	(160.9)	(212.8)	(375.8)	(405.0)	(521.6)	(322.7)	(299.8)	36.2	677.5	558.3	145.3	51.4	585.7	62.4	(71.2)	53.1	(25.3)	
43	(113.8)	(32.8)	(108.0)	(200.2)	(315.9)	(380.0)	(524.7)	(304.6)	(287.0)	63.5	678.3	537.7	146.5	62.0	494.7	34.9	(61.7)	15.7	(30.6)	
44	(116.5)	(39.3)	(94.7)	(195.7)	(242.3)	(407.1)	(517.1)	(288.4)	(270.9)	58.3	681.7	510.2	160.7	66.8	449.2	51.6	(75.0)	14.9	(36.1)	
45	(123.7)	(70.3)	(89.1)	(170.7)	(307.8)	(393.0)	(525.0)	(269.2)	(258.2)	139.6	678.3	459.8	199.4	112.1	395.4	75.9	(43.5)	16.7	(22.9)	
46	(114.1)	(150.2)	(69.9)	(185.0)	(330.2)	(381.2)	(524.1)	(264.4)	(273.2)	165.8	721.7	403.5	233.5	167.1	390.0	70.1	(28.9)	3.0	(30.6)	
47	(109.3)	(102.4)	(70.3)	(195.2)	(337.0)	(360.2)	(522.6)	(259.1)	(279.3)	74.5	742.8	320.7	272.7	167.7	594.3	52.5	(4.7)	(22.6)	(25.8)	
48	(104.2)	(97.1)	(41.2)	(192.3)	(327.2)		(247.0)	(285.7)	(210.4)	74.3	768.8	362.6	246.3	144.0	504.1	37.7	(11.2)	(35.1)	(22.2)	
49	(101.2)	(52.9)	(43.9)	(194.4)	(338.9)	(370.5)	(514.3)	(250.1)	(210.4)	251.4	862.3	372.4	215.3	106.2	478.1	(14.4)	(8.6)	(29.8)	(7.7)	
50	(135.7)	(126.5)	(42.2)	(189.6)	(324.0)	(382.2)	(507.2)	(252.9)	(199.4)	272.6	823.0	304.8	199.1	143.9	428.4	(36.5)	0.1	(32.3)	(16.1)	
51	(135.2)	(146.4)	(10.6)	(177.2)	(330.5)	(421.1)	(502.6)	(250.5)	(182.0)	384.7	792.6	273.6	175.0	151.3	390.9	13.1	(21.7)	(28.1)	(21.9)	
52	(113.7)	(163.0)	(2.7)	(184.3)	(331.3)	(470.9)	(500.6)	(239.6)	(169.2)	341.6	714.3	282.3	136.1	227.9	321.2	5.2	(53.6)	0.8	(31.2)	
53				(184.6)	(320.7)	(499.5)				306.0	619.0				279.2	(4.0)	(67.6)			

来源: Wind, Mysteel, 各公司公告, 国金证券研究所测算

黑色产业链复盘: 挖掘利润分配的核心变量——供给纪律

钢铁行业基本面研究的最终目标是判断黑色产业链总体利润池和利润分配如何变化。由于我国钢铁生产仍以长流程为主, 产业链利润分配的核心变量可以简化为铁矿端、煤焦端和长流程钢厂利润。通过复盘可以发现 3 个规律:

1) 钢铁供给纪律是决定利润能否在钢厂端沉淀的核心变量。2016-2017 年是钢厂利润双向扩张的典型阶段。供给侧改革、产能压减和地条钢清理改善了钢铁自身供需格局, 棚改货币化等需求因素又强化了终端承接能力。钢厂同时从原料端让利和成材端涨价中受益: 一方面因供给收缩降低了对原料的需求强度, 压缩铁矿和煤焦利润; 另一方面因钢材自身供需改善, 推动钢价和价差上行。

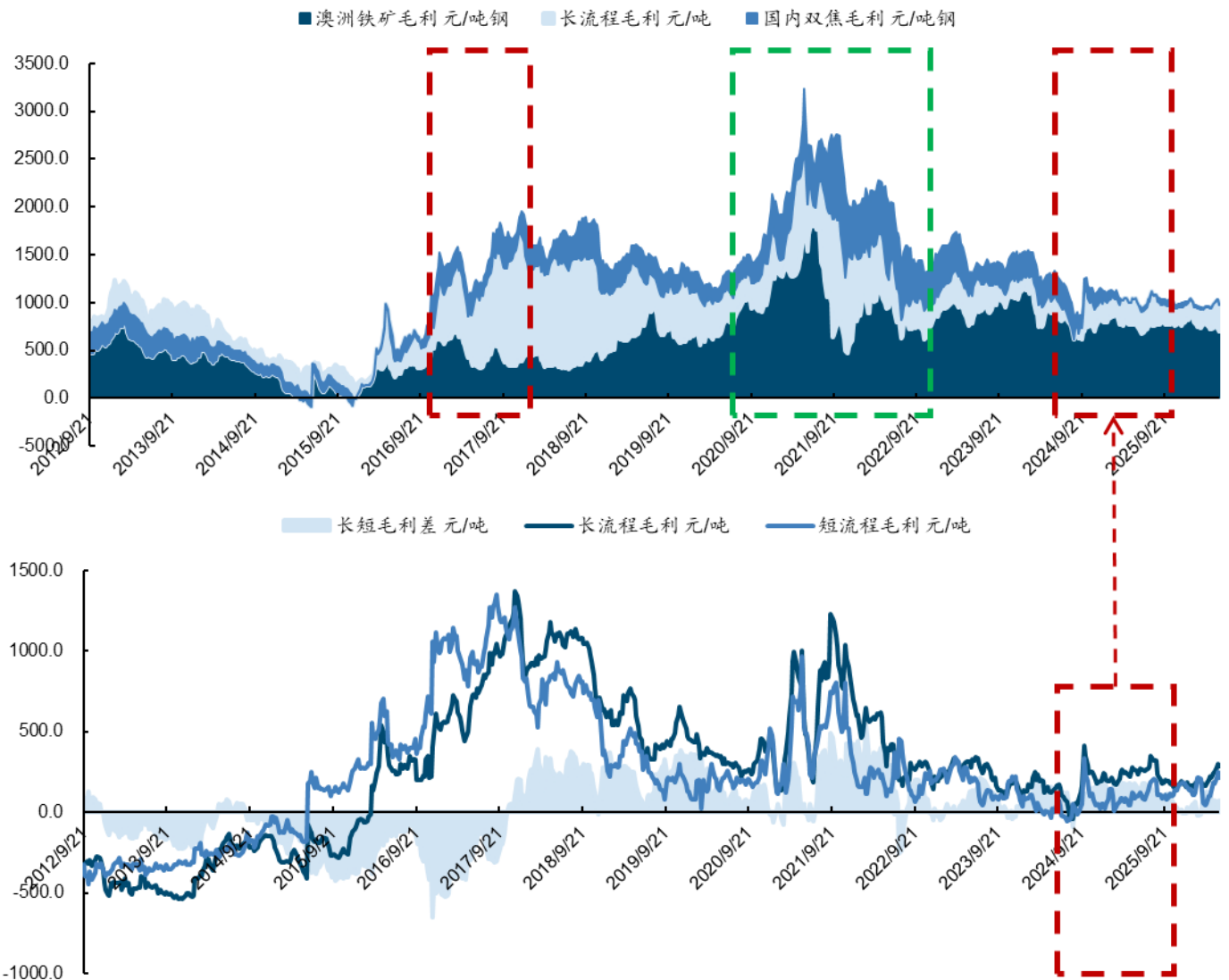
这一阶段也给我们一个启示, 即钢铁本环节的供给纪律可以改变产业链利润分配的常态: 当需求改善时, 如果钢厂供给受约束, 原料价格未必同步上涨; 当原料价格下跌时, 如果钢厂供给纪律仍在, 钢价也未必同步下跌。

2) 需求改善可以扩大产业链利润池, 但不保证利润留在钢厂。2020-2022 年, 疫情后财政刺激、全球商品需求修复和运费通胀扩大了黑色产业链总体利润池, 但铁矿端供给格局更集中、资本开支更克制, 而钢厂在利润刺激下更容易释放供给。结果是, 需求改善更多推升了上游原料利润, 钢厂利润难以稳定沉淀。

3) 原料宽松可以向钢厂让利, 主要受益于短流程的边际成本支撑。2024 年末至 2025 年上半年体现的是原料宽松向钢厂让利的机制。原料价格下行使长流程成本下降, 而短流程成本受废钢、电价等因素影响相对刚性, 下降速度慢于长流程成本。短流程电炉由此成为边际定价产能, 对钢材价格形成一定支撑, 长流程钢厂则获得部分毛利修复空间。



图表19：黑色产业链利润分配复盘-供给纪律是决定利润最终归属的核心要素



来源：Mysteel，国金证券研究所

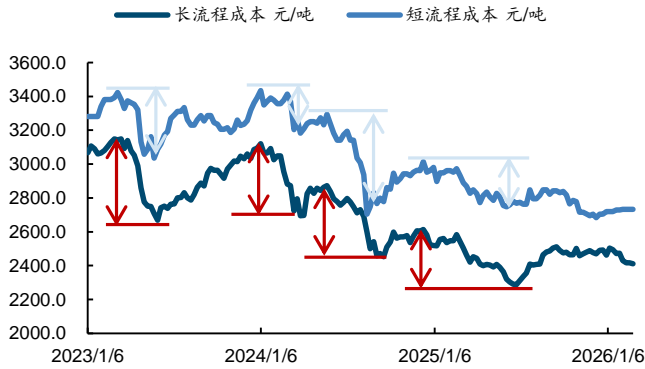
复盘我们发现长流程原料价格下行带动长流程成本下降，而短流程成本相对刚性，但原料让利并未被钢厂全额留存，说明短流程成本并非完全刚性。要解释这一点，需要先理解短流程成本核心变量——废钢的定价机制。

市场常将废钢与钢价的联动理解为成本支撑：钢材价格上涨后，居民或企业持有的含钢产品价值上升，回收报价也应提高。但考虑到废钢往往来自较长周期后的社会报废、设备更新、建筑拆除或加工边角料，出售方并不会严格参考多年以前购买含钢产品的成本；同时，含钢产品中钢的原始价格也不是显性成本，终端对回收价格的敏感度也有限。因此，成材价格-居民回收报价-废钢价格并不是废钢定价的主要链条。

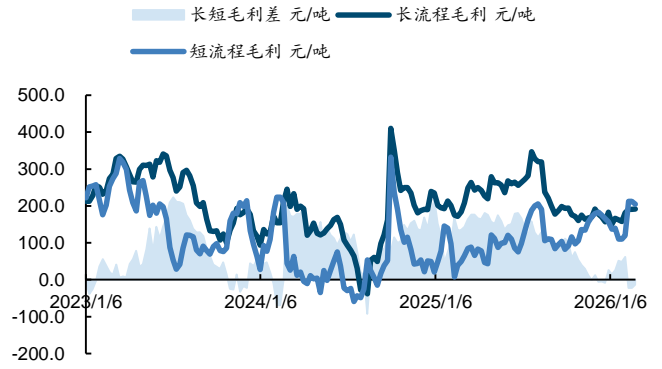
废钢价格真正的核心仍是供需定价。当钢价上涨且废钢、电费等成本没有同步上升时，短流程利润扩张，电炉开工意愿增强，钢厂对废钢的需求增加，长流程钢厂也可能提高转炉废钢添加比例，废钢需求上升后推升价格。反过来，当钢价下跌或短流程利润被压缩时，电炉开工下降，钢厂废钢需求减弱，废钢价格也会承压。



图表23: 长短流程成本端趋势趋同但幅度不同



图表24: 最终形成流程间毛利差, 但又无法持续扩大



来源: Mysteel, 国金证券研究所

来源: Mysteel, 国金证券研究所

由此可见, 钢铁本环节的供给纪律, 是钢厂利润能否长长期、充分扩张的关键变量。需求改善可以扩大黑色产业链总体利润池, 但利润最终留在哪个环节, 取决于各环节自身供给纪律; 铁矿、焦煤等长流程原料价格下行确实会带来长流程成本优势, 钢厂最终能留住多少原料降本, 仍取决于钢铁供给纪律。值得一提的是, 我们在前文发现市场容易在需求政策刺激下主动给钢铁板块提估值, 但我们复盘发现供给纪律才是权益定价中更值得被关注的因素。

未来利润分配推演: 铁矿让利、供给纪律与钢厂利润中枢修复

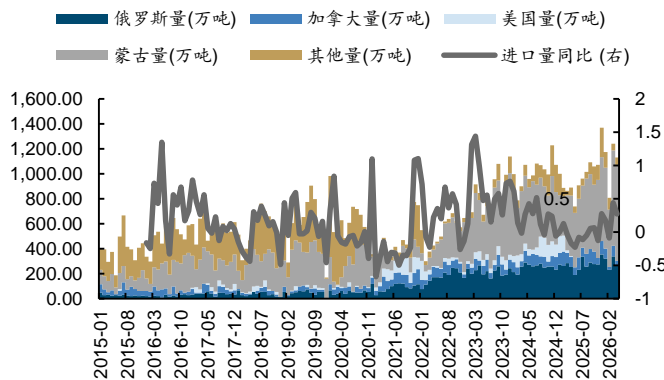
在预测未来黑色产业链利润分配路径时, 我们对焦煤价格不做强方向假设, 而更倾向于将其理解为市场化宽松+政策面托底共同作用下的底部震荡品种。

市场化宽松主要来自以塔温陶勒盖矿 (TT 矿) 为代表的蒙煤增量。TT 煤矿是蒙古南戈壁地区大型露天焦煤矿, 探明储量约 15 亿吨、预计储量超过 64 亿吨, 当前产能约 3000 万吨/年。2025 年中蒙合作建设的嘎顺苏海图-甘其毛都跨境铁路投运后可新增约 3000 万吨/年煤炭运输能力, 并支持 TT 矿产能翻倍。可以看到, 近年来蒙煤在中国焦煤进口中的份额持续扩张, 同时进口价格处于较有竞争力的位置, 带动整体进口量维持高速增长。

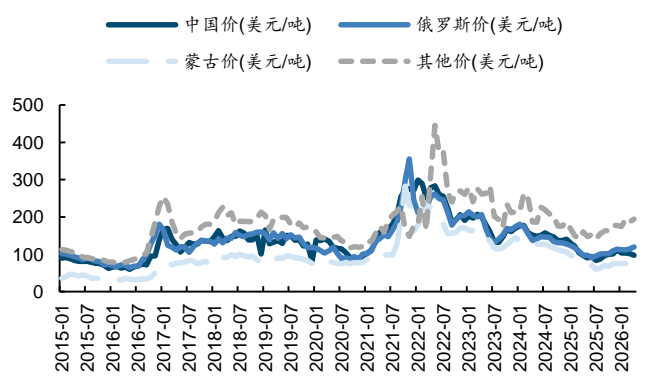
国内供给端存在安监和政策托底。2026 年国内焦煤矿山开工率整体低于 2022-2023 年高位, 但高于 2024-2025 年。2026 年 5 月 22 日山西长治沁源县留神塔煤矿发生瓦斯爆炸事故后, 高层强调排查整治风险隐患、坚决防范遏制重特大事故, 叠加当前焦煤价格跌至边际成本附近, 政策和安监因素可能对供给形成阶段性托底。

从产业链总量视角看, 我国对焦煤仍有进口依赖, 焦煤供给调控只是在煤焦和钢厂之间重新分配利润, 同时国内煤价上涨还可能带动蒙煤进口成本上行。从企业报表看, 焦煤企业也不比钢企更需要强政策救助。焦煤企业在 2021-2022 年经历强盈利周期, 盈利高点延续至 2024 年后才明显回落, 而普钢企业盈利已经连续多年承压, 因此焦煤企业的资产负债率和现金状态整体也好于钢企。综合判断, 未来通过持续强约束供给系统性抬升煤价的可能性较低。

图表25: 焦煤进口高增, 蒙煤份额持续扩张



图表26: 蒙煤位于成本洼地, 价格低廉

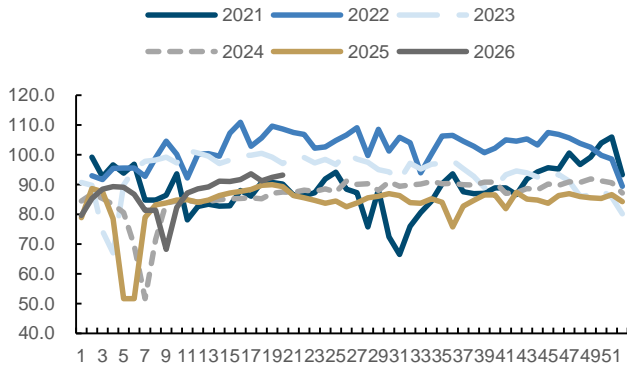


来源: 海关总署, 国金证券研究所

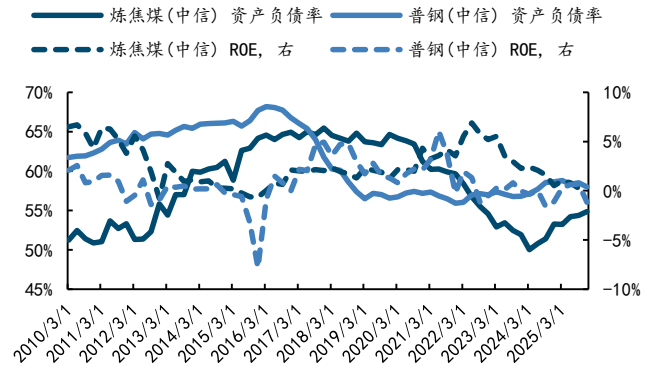
来源: 海关总署, 国金证券研究所



图表27: 目前焦煤矿山开工率有一定下调空间 (%)



图表28: 钢铁板块较焦煤板块债务偏高而利润偏低



来源: Mysteel, 国金证券研究所

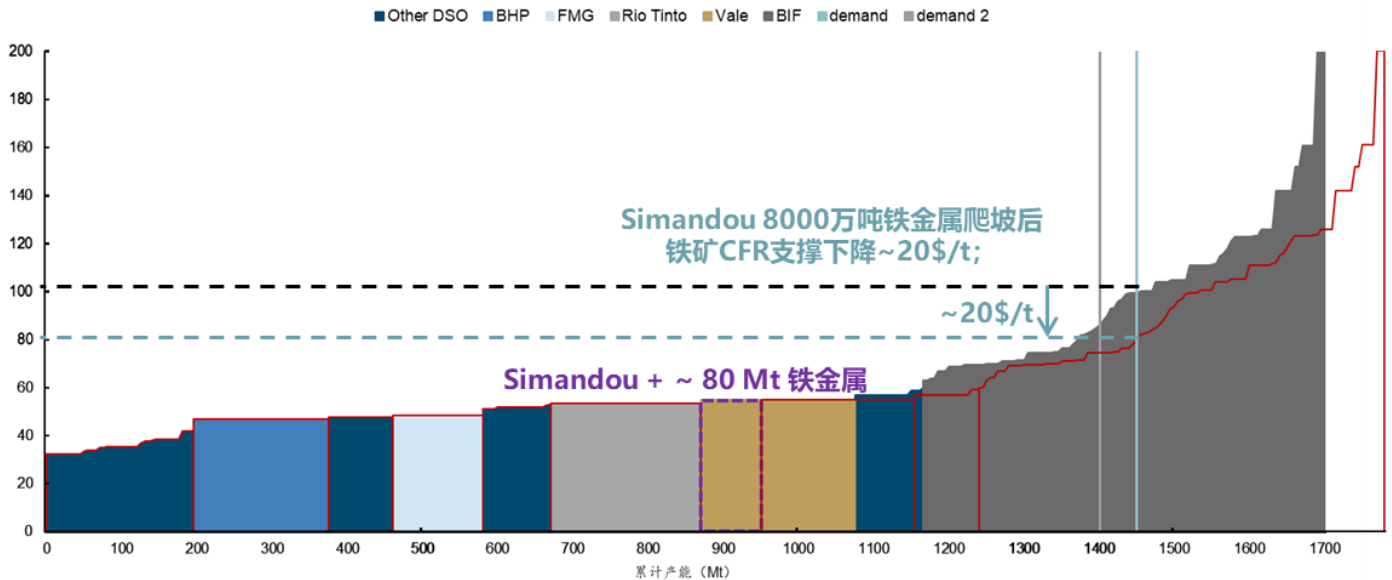
来源: Wind, 国金证券研究所

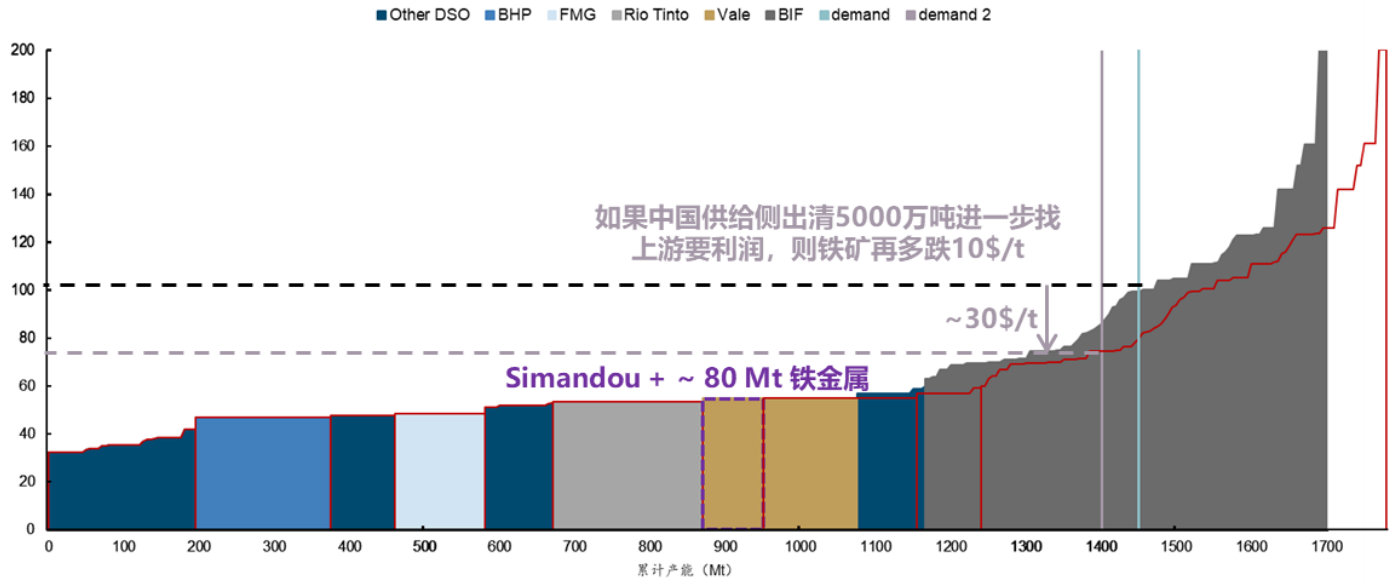
当前钢铁行业面对的问题,并不只是传统经济周期波动,而是内部分配和内外分配的结构性问题。在这一问题完全解决前,新增财政刺激可以阶段性改变商品与法币之间的比价关系,也可能带来阶段性补库和价格弹性,但很难单独解决产业链利润长期向上游沉淀的问题。因此我们不对需求刺激政策做强假设,认为钢铁利润修复更应关注两个变量:铁矿供给宽松带来的上游让利,以及钢厂供给纪律改善后的留利能力。

铁矿正在进入更明确的全球供给宽松周期。此前的报告《钢铁革故鼎新系列之一:铁矿过剩让利,去库周期先行》中,我们已经对铁矿供给和价格中枢进行过拆解,核心结论是:当前铁矿价格所处的定价区间陡峭,基于成本曲线测算,若仅考虑 Simandou 供给释放,2028 年铁矿 CFR 成本支撑或较当前下移约 20 美元/吨。若中国钢铁供给侧进一步出清约 5000 万吨产能或等效供给,上游铁矿利润可能继续向钢厂转移,铁矿 CFR 成本支撑在 Simandou 放量基础上再下移约 10 美元/吨,合计下移约 30 美元/吨。

这里没有纳入我们在报告中所预测的库存放大效应,因为库存扰动不是稳态因素,其可能导致铁矿价格阶段性跌破均衡支撑,但最终仍会回到供需和成本曲线决定的中枢。

图表29: Simandou 放量+中国钢厂自律将推动铁矿成本支撑下移





来源：S&P Global，国金证券研究所

钢企能否自律，决定铁矿降本最终能有多少转化为钢厂利润。参考 2025 年焦煤让利阶段，钢厂大致留住约 30% 的原料降本收益，因此我们将未来铁矿降本分为两种情景：A 情景为钢厂不自律，B 情景为钢厂自律。在无供给调控或钢企不自律情形下，铁矿下跌虽然带来长流程降本，但钢价也会同步下移，钢企只能留住一部分降本收益，此时长流程钢毛利中枢可以上移约 60 元/吨；在供给调控或钢企自律情形下，钢价下行压力较小，铁矿降本更多且更容易沉淀为钢企毛利，此时长流程钢毛利中枢可以上移约 300 元/吨。

我们在报告《钢铁革故鼎新系列之三：需求敞口演进，能源格局重构》中判断，地产进入长尾区间后对钢铁需求的拖累可能趋于温和；机械、船舶、制造业出口以及能源格局变化下的出口替代需求也有望形成一定支撑，需求引擎有望结构性切换，政策面则暂不做周期性刺激的强假设。若需求端进一步改善，则钢厂可能重新实现原料端让利和成材端涨价的双向扩张。对于权益资产而言，这相当于在深度价值基础上叠加了向上的需求期权。

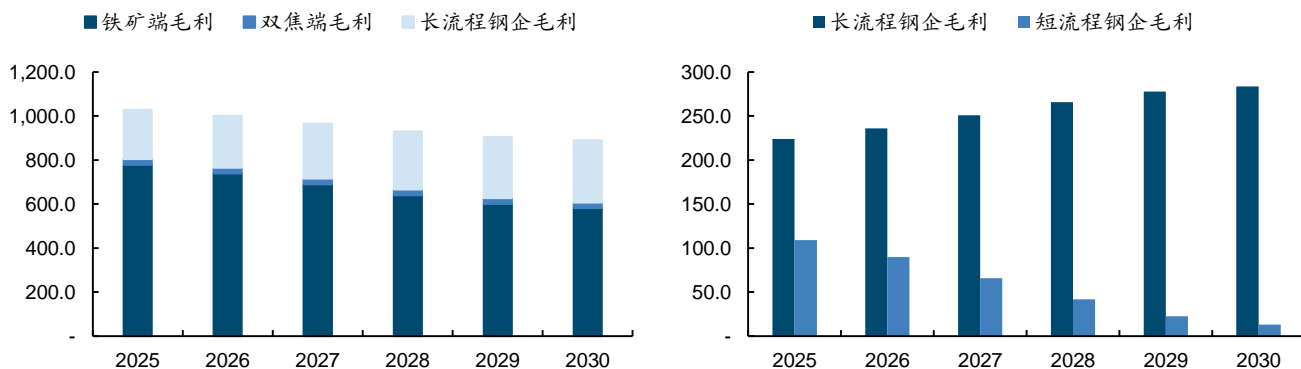
图表30：铁矿降本向钢企利润传导的情景假设

情景	年份	平滑系数	Δ 铁矿价(\$/t)	铁矿降本(元/t 钢)	Δ 钢价(元/t 钢)	钢企留利/铁矿降本
A 不自律	2025	-	-	-	-	-
A 不自律	2026	20.0%	(4.0)	39.5	(27.5)	30.3%
A 不自律	2027	45.0%	(9.0)	88.8	(61.8)	30.3%
A 不自律	2028	70.0%	(14.0)	138.1	(96.2)	30.3%
B 自律	2025	-	-	-	-	-
B 自律	2026	20.0%	(6.0)	59.2	-	100.0%
B 自律	2027	45.0%	(13.5)	133.2	-	100.0%
B 自律	2028	70.0%	(21.0)	207.1	-	100.0%

来源：Mysteel，国金证券研究所测算

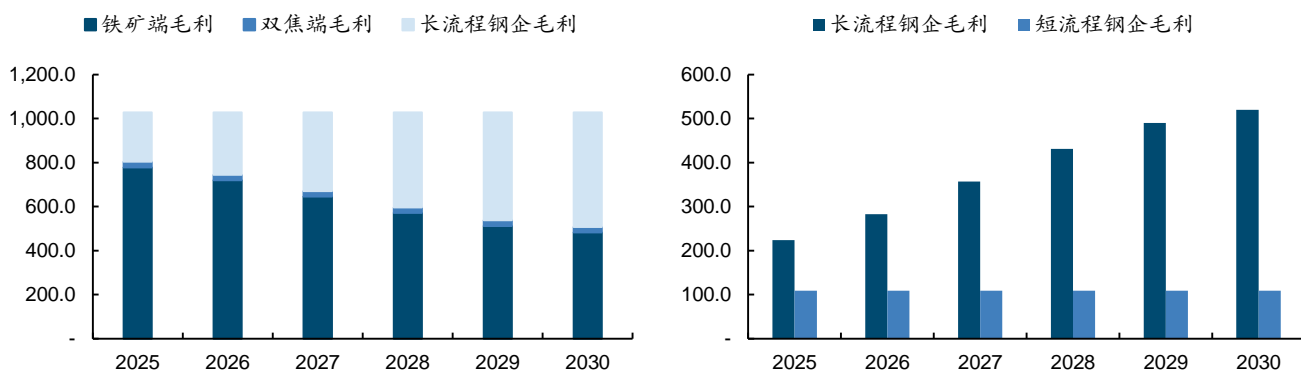


图表31: 无供给调控/钢企不自律情形下的产业链利润分配路径 (元/吨钢)



来源: Mysteel, 国金证券研究所测算

图表32: 供给调控/钢企自律情形下的产业链利润分配路径 (元/吨钢)



来源: Mysteel, 国金证券研究所测算

钢铁权益价值重估: 高成本杠杆下的困境反转机会

我们在报告《钢铁革故鼎新系列之二: 主要矛盾转化, 法治调控供给》中判断, 违规风险产能约在 1.5-2 亿吨, 我国对供给侧的主要矛盾已经高度重视, 2026H2-2027 年可能是政策约束开始兑现的关键窗口。因此, 我们将图表 30 中的 B 情景作为测算板块投资价值的基准情景。

进一步从 ROE 和投资回收期角度看, B 情景下的钢厂利润修复并不应被理解为景气高点, 而更接近行业回归合理资本回报。基于样本公司 (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) 2025 年 ROE、归母净利润和钢材销量反推, 7 家重点公司当前加权 ROE 约 6.4%, 吨钢净资产约 2798 元/吨。若 B 情景兑现, 155.3 元/吨的吨净利增厚对应修复后 ROE 约 12%, 以这个回报水平作为稳态假设并不激进: 1) 投资回收期约 8-9 年; 2) 供给侧改革后的高盈利阶段, 上述重点公司的 ROE 曾在 2017-2018 年连续超过 30%。

因此, 当前钢铁行业的低利润状态的根源是行业长期嵌入了较强负外部性: 单个企业为了摊薄固定成本、维持现金流和稳定开工, 仍有继续生产的动力; 但行业合成结果却是供给难以出清、钢价被持续压低、利润长期低于资本成本。供给治理和法治化产能约束的意义, 不是人为制造高利润, 而是拔除无序竞争带来的负外部性, 使行业回到能够覆盖资本成本、维持合理再生产的状态。

图表33: 普钢板块投资回收期矩阵 (投资回收期单位: 年, 吨净利单位: 元)

当前 ROE \ 吨净利修复幅度	50	100	125	155	200	250	300
-25.0%	未转正	未转正	未转正	未转正	未转正	未转正	未转正
-20.0%	未转正	未转正	未转正	未转正	未转正	未转正	未转正
-15.0%	未转正	未转正	未转正	未转正	未转正	未转正	未转正
-10.0%	未转正	未转正	未转正	未转正	未转正	未转正	138.4
-5.0%	未转正	未转正	未转正	185.2	46.5	25.4	17.5
0.0%	56.0	28.0	22.4	18.1	14.0	11.2	9.3
5.0%	14.7	11.7	10.6	9.5	8.2	7.2	6.4



当前 ROE\吨净利修复幅度	50	100	125	155	200	250	300
10.0%	8.5	7.4	6.9	6.4	5.8	5.3	4.8
15.0%	6.0	5.4	5.1	4.9	4.5	4.2	3.9

来源: Wind, 各公司公告, 国金证券研究所 (本表参考普钢板块上市公司 2025 年盈利情况设置 ROE 梯度, 参考图 30 的情景 B 设置吨利润修复梯度)

在完成未来产业链利润分配推演后, 权益投资需要进一步回答行业利润中枢改善后, 哪类钢企的股价弹性最大。对于商品周期股的弹性, 在 beta 改善+稳态 10 倍 PE 的假设下, 个股的差别主要由三个变量决定: 产量增速 (钢铁新建受控, 头部企业可以通过兼并购获得增速)、成本杠杆 (决定利润基数)、市场当前给出的价格 (估值)。以华菱钢铁、南钢股份、中信特钢、新钢股份、方大特钢、宝钢股份、柳钢股份为例, 各家 2025 年单吨归母净利润在 5-309 元不等, 而板块深度亏损企业可亏至 516 元/吨钢, 我们据此在-400 元到+300 元设置吨利润基数梯度。

钢铁板块当前的特殊性在于, 很多公司处于低利润甚至盈亏平衡附近, 吨钢价差的小幅改善就可能带来利润的大幅增长。与此同时, 市场在板块底部仍常以 10-15 倍表观 PE 定价, 看似估值不低, 但由于分母端利润处于低位但具有较大的潜在弹性, 目前的定价实质上几乎没有计入利润中枢修复的预期。

在吨钢利润无偏修复的假设下, 低吨净利、低估值企业的弹性最强, 产量增速只是放大项。以当前吨净利 50 元/吨、表观 PE 15 倍为例, 即使不考虑产量增长, 对应投资价值也可达到 173.8%; 若产量增长 20%, 则提升至 228.6%。但当当前吨净利升至 200 元/吨、PE 同为 15 倍时, 对应投资价值仅为 18.5%-42.1%。如果当前 PE 已达 30 倍, 很多情景下行业 beta 修复带来的收益会被估值提前透支。

钢铁利润修复可能是一个温和兑现的过程, 但如果绝对收益空间足够大, 年化收益率仍然可观。以当前吨净利 50 元/吨、PE 15 倍、无产量增长为例, 总收益空间 173.8%, 若按 3 年兑现, 对应年化收益率约 40%。因此, 对于机会成本低于这一隐含收益率区间的投资者, 盈利边际附近、低估值、具备利润修复能力的困境反转钢企具有投资价值。

图表34: 钢企 2026-2028 年投资收益各因子敏感性-盈利企业 (吨净利单位: 元)

当前表现 PE 10x						当前表现 PE 15x					
当前吨净利/产量增速	0%	5%	10%	15%	20%	当前吨净利/产量增速	0%	5%	10%	15%	20%
50	310.7%	331.3%	351.8%	372.3%	392.9%	50	173.8%	187.5%	201.2%	214.9%	228.6%
100	155.4%	168.1%	180.9%	193.7%	206.4%	100	70.2%	78.8%	87.3%	95.8%	104.3%
150	103.6%	113.8%	123.9%	134.1%	144.3%	150	35.7%	42.5%	49.3%	56.1%	62.9%
200	77.7%	86.6%	95.4%	104.3%	113.2%	200	18.5%	24.4%	30.3%	36.2%	42.1%
250	62.1%	70.3%	78.4%	86.5%	94.6%	250	8.1%	13.5%	18.9%	24.3%	29.7%
300	51.8%	59.4%	67.0%	74.6%	82.1%	300	1.2%	6.3%	11.3%	16.4%	21.4%

当前表现 PE 20x						当前表现 PE 30x					
当前吨净利/产量增速	0%	5%	10%	15%	20%	当前吨净利/产量增速	0%	5%	10%	15%	20%
50	105.4%	115.6%	125.9%	136.2%	146.4%	50	36.9%	43.8%	50.6%	57.4%	64.3%
100	27.7%	34.1%	40.4%	46.8%	53.2%	100	(14.9%)	(10.6%)	(6.4%)	(2.1%)	2.1%
150	1.8%	6.9%	12.0%	17.1%	22.1%	150	(32.1%)	(28.7%)	(25.4%)	(22.0%)	(18.6%)
200	(11.2%)	(6.7%)	(2.3%)	2.2%	6.6%	200	(40.8%)	(37.8%)	(34.9%)	(31.9%)	(28.9%)
250	(18.9%)	(14.9%)	(10.8%)	(6.8%)	(2.7%)	250	(46.0%)	(43.2%)	(40.5%)	(37.8%)	(35.1%)
300	(24.1%)	(20.3%)	(16.5%)	(12.7%)	(8.9%)	300	(49.4%)	(46.9%)	(44.3%)	(41.8%)	(39.3%)

来源: Mysteel, 各公司公告, 国金证券研究所测算 (本表参考普钢板块上市公司盈利和估值情况设置梯度, 参考 Mysteel 的价格数据建立利润模型)

图表35: 钢企投资收益各因子敏感性-亏损企业 (吨净利、吨钢市值单位: 元)

当前吨净利/吨钢市值	500	1000	1500	2000	3000
(400)	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏
(350)	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏
(300)	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏
(250)	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏
(200)	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏	2028E 仍亏
(150)	(89.3%)	(94.6%)	(96.4%)	(97.3%)	(98.2%)
(100)	10.7%	(44.6%)	(63.1%)	(72.3%)	(81.5%)
(50)	110.7%	5.4%	(29.8%)	(47.3%)	(64.9%)



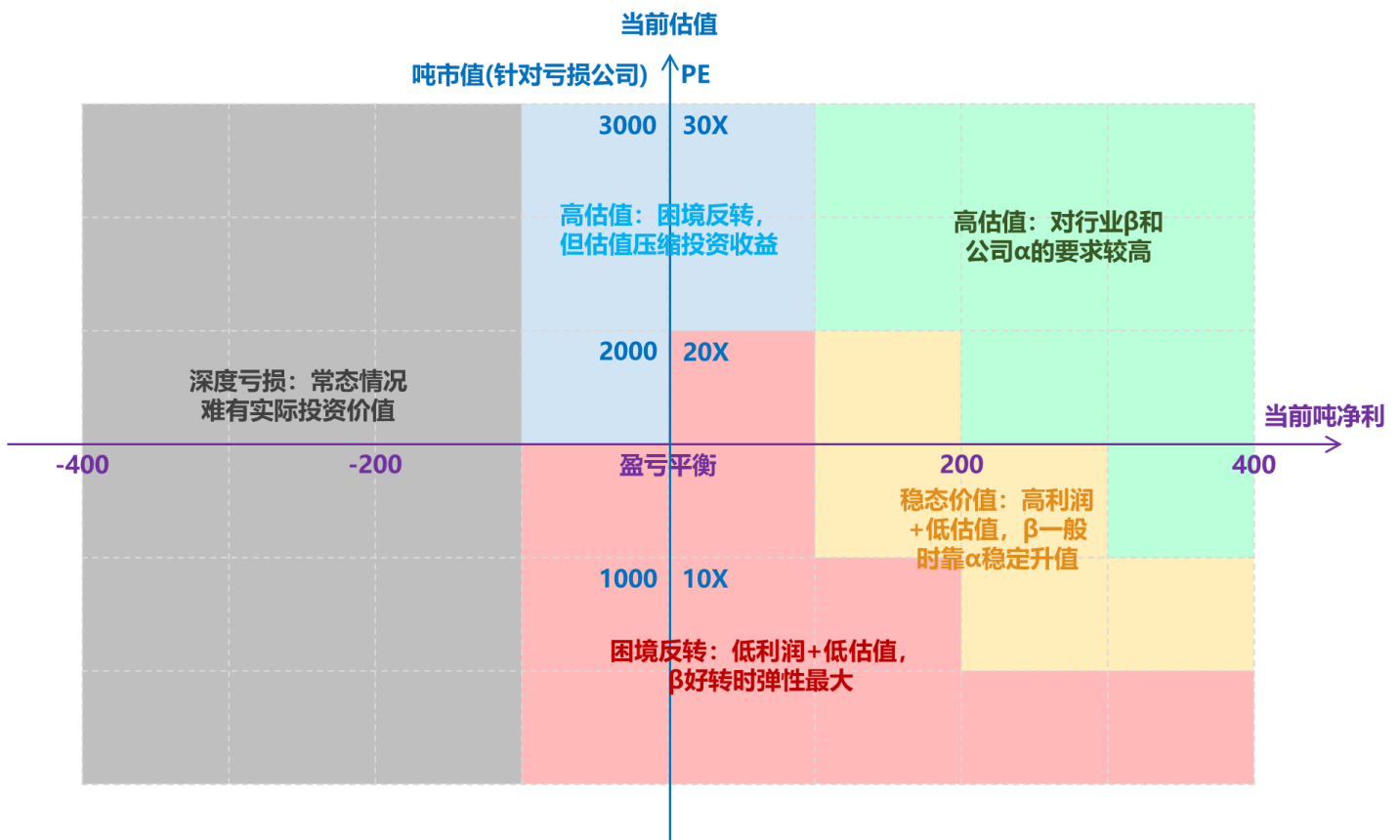
当前吨净利/吨钢市值	500	1000	1500	2000	3000
-	210.7%	55.4%	3.6%	(22.3%)	(48.2%)

来源: Mysteel, 各公司公告, 国金证券研究所测算 (本表参考普钢板块上市公司盈利和估值情况设置梯度, 参考 Mysteel 的价格数据建立利润模型)

因此, 我们把钢铁板块投资策略坐标系总结如下:

- 1) 困境反转区域: 低利润、低估值、可转正, 最受益于行业 beta 改善, 在铁矿让利和钢厂供给纪律推动行业 beta 改善的阶段应被优先关注;
- 2) 稳态价值区域: 高利润、成本优势明确、份额具备提升空间、估值合理, 在行业 beta 稳定阶段是最优投资标的, 更适合获取公司 alpha;
- 3) 高估值区域: 具备利润弹性或稳态高盈利, 但估值过高, 可能已经隐含其他题材或过高预期, 性价比下降;
- 4) 深度亏损区域: 深度亏损企业常规情况下投资价值有限, 除非存在明确的重组、区域出清或成本改善。

图表36: 钢铁行业投资策略坐标系 (吨净利、吨钢市值单位: 元)



来源: Mysteel, 各公司公告, 国金证券研究所 (根据图表 33、图表 34 总结, 以 2028 年的预期利润和预期投资收益为锚, 预期利润<0 被定义为深度亏损; 预期利润>0 时, 若预期投资收益>100%被定义为困境反转, 若预期投资收益介于 0-100%被定义为稳态价值, 若预期投资收益<0 被定义为高估值)

三、投资建议和估值

基于以上分析, 我们认为钢铁板块核心权益资产当前处于被过度低估的深度价值区间, 行业利润中枢修复和估值重估具备较高可见度。关注具备困境反转属性的标的: 华菱钢铁、新钢股份、柳钢股份等; 关注成本优势明确的标的: 南钢股份、中信特钢、宝钢股份、方大特钢等。


图表37: 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	274.8	26.1	33.4	37.9	10.5	8.2	7.3
南钢股份	303.3	28.7	30.7	33.9	10.6	9.9	9.0
中信特钢	713.7	59.3	65.1	69.9	12.0	11.0	10.2
新钢股份	89.5	0.4	5.8	6.7	201.3	15.4	13.3
方大特钢	111.7	9.4	11.0	12.4	11.9	10.2	9.0
宝钢股份	1313.5	103.5	119.3	134.0	12.7	11.0	9.8
柳钢股份	105.6	6.7	7.3	8.2	15.7	14.5	12.9

来源: Wind, 国金证券研究所 (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 5 月 29 日收盘)

风险提示

风格流动性抽水风险。若市场风格持续偏向科技成长等高弹性板块, 传统周期板块可能面临资金分流, 即使钢铁基本面改善, 也可能阶段性跑输大盘。

经济危机及大类资产流动性抽水风险。若地缘事件导致国内外宏观经济超预期下行, 或发生系统性金融风险, 权益市场风险偏好和大类资产流动性可能同步收缩, 钢铁股估值和商品价格均可能承压。

原料放量、供给调控不及预期风险。若 Simandou 等铁矿新增供给释放慢于预期, 或钢铁供给调控、企业自律执行力度低于预期, 原料让利幅度和钢厂留利比例可能低于测算, 进而削弱行业利润中枢修复弹性。



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