



钢铁行业前瞻：景气低位筑底、信用风险整体可控

工商部 | 赵亚琪

2026 年 10 月 22 日

摘要

钢铁行业需求总量收缩但降幅相对温和，房地产深度调整、边际拖累减弱，基建前高后低、后续托底可期，制造业中机械与船舶高景气，汽车以质补量。供给端政策压减与市场出清并行，产能过剩格局未改。政策方向从去产能向提质增效深化演进，碳约束与贸易壁垒正成为重塑行业竞争格局的核心外部变量。价格低位分化、成本刚性制约、盈利分层加剧，行业景气度处于下行后半段，长材及电炉率先承压，板材与特钢相对有韧性，行业盈利能力改善的弹性有限，短期景气度将维持低位震荡。债券信用利差持续收窄，主体信用风险分层。展望 2027 年，钢铁行业景气度预计仍处低位筑底，需求总量增长受地产拖累，供给格局改善，市场引导产品高端化低碳化发展，企业盈利改善幅度有限；行业信用风险整体可控，信用格局将持续分层，头部企业信用资质稳定，中部企业资质走向受多重因素影响，尾部企业存在信用风险释放压力。

关键词：钢铁行业；景气度；需求结构调整；碳约束与贸易壁垒；提质增效；信用风险

正文：

一、行业属性界定与逻辑解构

（一）行业分类与属性界定

钢铁行业的需求端正由投资单极驱动转向多元支撑格局，总量处于收缩态势但细分领域韧性较强，制造业、出口成为重要增量来源，下游需求曲线更平缓。

从需求端来看，钢铁行业属于典型的投资驱动型行业，下游需求高度集中于固定资产投资领域。从需求结构看，长期以来，建筑用钢（房地产+基础设施建设）占据绝对主导地位，然而近年来受宏观经济转型影响，房地产开发投资转为负增长、基建投资增速不断下滑，传统建筑投资对钢铁需求的拉动作用显著减弱，在此背景下，消费品制造业用钢需求构成了“消费驱动”的间接体现，新能源、低空经济等新兴产业也在催生新的用钢需求增长点。2025 年，我国制造业用钢占比 51%，首次超过建筑业用钢占比，其中机械、汽车、家电、造船等细分领域钢材消费量均有不同程度增幅。与此同时，钢材出口的驱动逻辑也在持续深化，一方面，国内外价差扩大及海外补库需求释放推动了钢材直接出口；另一方面，中国出口与“一带一路”国家工业化城镇化结合的新型“外循环”模式，体现在钢材等中间品与钢铁密集型资本品出口的大

幅增加。2025 年，我国出口钢材 1.19 亿吨，同比增长 7.5%，创历史新高。2026 年 1~7 月，我国钢材累计出口 6,500 万吨，同比下降 4.4%。与此同时，半成品钢材累计出口 1,201 万吨，同比大幅增长 62.9%。出口已成为平衡国内供需的重要缓冲阀，但受全球贸易摩擦和地缘政治影响，外需的稳定性和可持续性亦面临挑战。

就需求稳定性与周期性特征而言，钢铁行业顺应周期波动，地产、基建投资与宏观经济周期高度同步，制造业用钢需求亦随库存周期与产能周期波动。近年来需求总量持续收缩，设备更新与出口主导的制造业消费及钢材直接出口基本填补了地产、基建下降的缺口，但制造业与出口需求“补量难补价”，制造业需求弹性高于地产，需求曲线更平缓，导致价格波动收窄，行业利润改善弹性有限。

钢铁行业产能出清取得一定进展，政策、资金、技术和环保等多重要求形成行业当前高准入门槛，未来产业集中度仍有较大提升空间。

从供给端来看，过去几十年，城镇化和工业化的高速发展驱动了钢铁行业的野蛮生长，行业发展初期进入壁垒较低且利润较大，呈现“多、小、散”的格局。近十年来，随着供给侧结构性改革深入推进，行业产能出清取得一定进展，黑色金属冶炼和压延加工业规模以上工业企业数量从 2014 年的 10,363 家下降至 2024 年的 6,228 家，“十三五”时期化解过剩产能 1.5 亿吨以上、地条钢全面出清，“十四五”时期压降产量超过 1 亿吨，并推进行业兼并重组，截至 2025 年底，钢铁行业 CR10 达 43%，较 2020 年提升 4.2 个百分点。

目前，钢铁行业已形成极高的进入门槛。在政策层面，由于行业产能已过剩，对于产能的新建、搬迁、指标交易、融资等行政准入管制愈发严格。在资金层面，钢铁行业是典型的资本密集型行业，以高炉-转炉为代表的长流程炼钢工艺，单座高炉投资动辄数十亿元，配套焦化、烧结、炼铁、炼钢等工序构成完整生产体系，且近 10 年行业平均销售利润率仅为 2.77%，固定资产投资规模大，回报周期长。近年来，随着行业向高端化、智能化、绿色化转型发展，企业竞争还面临技术研发创新、优化产品结构、改进生产装备和工艺、降低能耗和碳排放等层面的考验，多重壁垒共同构筑了行业的高准入门槛。

与日本、韩国、美国等发达国家相比，我国钢铁行业集中度仍有较大提升空间，在当前存量优化的环境下，钢企将加速兼并重组、提优劣汰的进程，进一步重塑行业供给格局。

钢铁行业处于产业链中游，受上游资源寡头垄断与下游客户集中度较高双重挤压，议价能力弱，利润分配处于明显劣势地位。

钢铁行业处于产业链中游的制造环节，上游为铁矿石、焦煤、废钢等原材料采选与供应，下游为建筑、汽车、机械、家电等终端消费行业，在产业链利润分配中处于明显弱势地位。上游铁矿石供应形成澳大利亚、巴西两国寡头垄断格局，供应集中度显著高于钢铁行业，形成资源寡头垄断、话语权强的优势地位。近十年上游采选业平均利润率高达 13.1%，是黑色金属冶炼和压延加工业的数倍。下游方面，汽车、家电等大型制造业客户集中度亦较高，且钢铁产品

同质化程度高，价格竞争激烈，进一步削弱了行业中游议价能力。面对铁矿石等原材料价格上涨时，钢铁行业难以完全传导至下游，成本压力集中；而原材料价格下跌时，由于供强需弱，企业被迫降价竞争，利润提升空间有限。

钢铁行业属于典型的强周期行业，受宏观经济、库存周期及产业政策多重共振影响，价格与利润波动剧烈，当前处于被动补库尾部过渡阶段。

钢铁行业为典型的强周期行业，与化工、煤炭、有色等共同构成顺周期板块，其强周期属性体现在三个维度：其一，与宏观经济周期高度同步，钢铁需求随 GDP 增速、固定资产投资、房地产周期、制造业景气度等宏观变量同向波动；其二，受库存周期影响显著，当前行业处于被动补库尾部向主动去库初期过渡状态，库存高企与需求走弱并存；其三，受产业政策周期驱动明显，供给侧改革、产能置换、环保限产等政策对行业供需和利润产生周期性冲击。供需双重因素共振下，价格与利润波动剧烈，2016~2025 年间行业最高销售利润率（6.0%）与最低利润率（0.4%）相差达 15 倍，强周期属性突出。

（二）政策与外部环境扫描

近年来，钢铁行业政策与外部环境集中在产业治理、低碳环保、国际贸易等三个维度，政策方向从去产能向提质增效深化演进，碳约束与贸易壁垒正成为重塑行业竞争格局的核心外部变量。

产业治理方面，钢铁工业“十五五”时期重点工作涵盖产能治理、产量调控和兼并重组、提质创品、能碳提效、数智转型、铁资源开发、钢材应用拓展、推进国际化等七大方向，产业政策正从“去产能”向“提质增效”深化演进，政策重心已从 2016 年清除无效产能、2021 年控制产量，转向 2025 年着眼于质量与结构。工业和信息化部等五部门联合印发《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，提出增加值年均增长 4% 左右的总目标，围绕强治理、优供给、促转型、扩消费、增合作等提出 5 方面 10 条举措。产能管控方面，延续严禁新增产能要求，修订产能置换实施办法，加大减量置换力度，继续实施产量压减政策。2026 年官方粗钢产量管控目标为 9.3 亿吨。新版产能置换办法对实质性兼并重组企业的置换比例有所放宽，鼓励龙头企业兼并重组，预计 2026 年行业集中度将进一步提升，政策导向从行政压减向市场化优胜劣汰转变。

低碳环保方面，截至 2025 年底，我国钢铁行业 80% 以上的粗钢产能已完成超低排放改造。2026 年是钢铁行业首次被纳入全国碳排放权交易市场的履约元年，生态环境部已发布 2026 年度钢铁行业配额总量和分配方案，纳入碳市场的钢铁企业需核算焦化、烧结、炼铁、炼钢等工序的碳排放，前期改造带来的减排效果，将直接转化为企业在碳市场中的成本优势，甚至是潜在的收益来源。与此同时，欧盟碳边境调节机制（CBAM）已正式生效，出口到欧洲的钢材需按产品全生命周期的碳足迹缴纳税费，免费配额将逐年递减，长流程钢厂出口成本被大幅抬升。欧盟还计划于 2026 年第四季度出台针对钢铁产品的专项授权法案，碳足迹等级、再生料含量

等环保性能未达标的产品将无法进入欧盟市场。环保与碳约束变为硬约束，绿色合规已成为企业生存的必备条件，碳排放成本内部化将加速行业结构性转型。

国际贸易方面，中国钢铁出口正面临系统性壁垒升级。2026 年以来，已有近 20 个国家和地区对中国钢铁产品发起超 90 起反倾销、反补贴调查，其中澳大利亚对华热轧钢卷加征 38.1%~79.0% 的反倾销税（税率因出口商而异）。2026 年 7 月 1 日，欧盟《法规 2026/1384》及英国新规同步生效，免税配额削减 47%~51%，配额外关税由 25% 翻倍至 50%，叠加 Melt& Pour 原产地溯源规则，过去通过第三国简单加工转出口的路径被封堵，中国对欧钢材出口通道系统性收紧。预计全年钢材出口将出现明显减量，倒逼行业出口向高端化、间接化转型，半成品替代将成为新一轮反倾销调查启动前的主要出口策略。

（三） 景气驱动因子与传导路径分析

钢铁行业正处于多重传导链条交织共振的复杂阶段，行业盈利能力改善的弹性有限，短期景气度将维持低位震荡。

当前钢铁行业景气驱动的传导机制呈现多因素、多路径、多时滞的复杂特征。负面路径方面，欧盟《法规 2026/1384》及英国新规于 2026 年 7 月同步生效，对欧钢材出口通道系统性收紧，当出口订单收缩，部分外销资源回流国内市场，将增大国内供给的边际压力；同时若国内终端需求无明显改善，将出现库存被动累积，钢材价格承压下行，成为短期内拖累行业景气的核心负面因素，但这一路径的冲击幅度可通过开拓其他海外市场、优化出口产品结构等方式缓释。正面路径方面，依托产量持续压减政策与产能置换等治理措施的强力约束，供给端持续主动收缩，与出口回流形成对冲作用，供需缺口预计将有所改善，钢材价格有望企稳止跌，推动钢企利润修复。

综合判断，国内粗钢总产能突破 10 亿吨、富余产能超 1 亿吨的格局下，产能利用率在 80% 左右，即便需求出现边际改善，供给端高弹性也将显著削弱价格上行空间，短期内出口受阻与需求走弱的压力仍占主导，供给释放大周期不变但或有阶段性反弹，成本端整体难以显著让利，钢铁企业的利润空间仍将受到来自上下游的双向挤压，行业盈利能力改善的弹性有限，行业景气度或维持低位震荡；中长期来看，随着产量压减政策持续发力、高成本产能加速出清、行业集中度提升带来的议价能力改善以及碳约束下行业竞争格局的优化，钢铁行业的利润中枢有望逐步从当前的低位向合理水平回归，行业景气的中期底部正在构筑之中，但修复的斜率取决于内需企稳节奏与供给收缩力度能否形成有效共振。

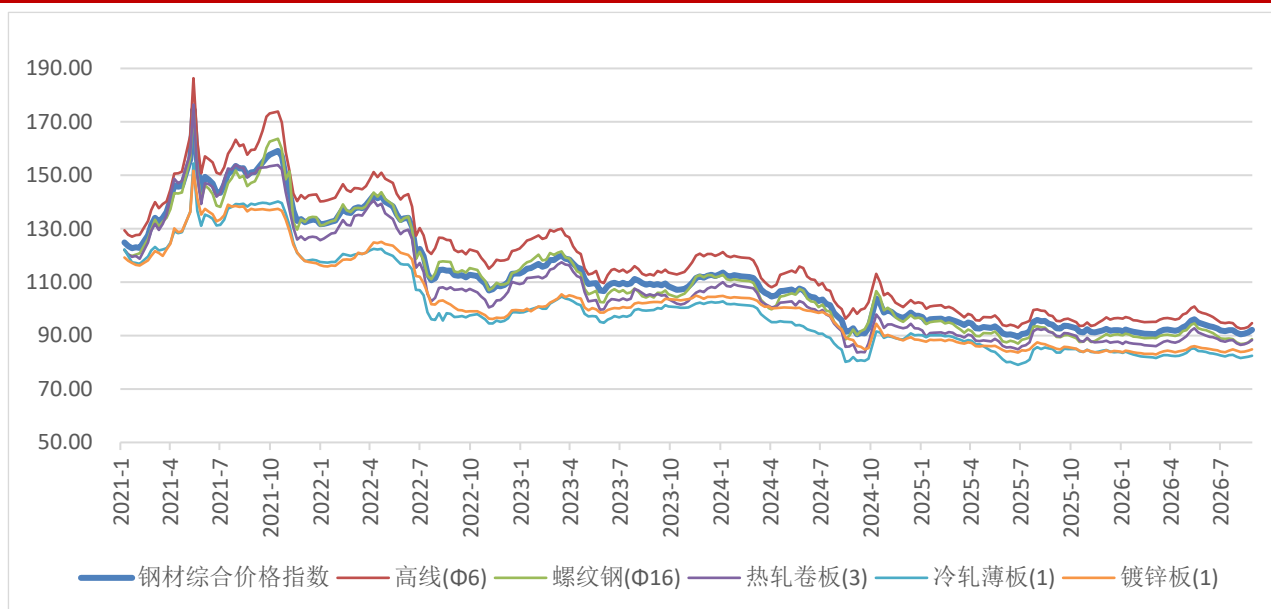
二、行业景气度追踪与周期定位

（一）价格走势

价格低位分化、成本刚性制约、盈利分层加剧，钢铁行业景气度处于下行后半段，长材及电炉率先承压，板材与特钢相对有韧性。

从价格走势来看，近五年来钢材价格波动下行，2026 年钢材价格仍位于低位区间，其中螺纹钢跌幅最大，达 43.9%，螺纹钢和线材当前分位水平最低，冷轧板卷跌幅最小，为 39.3%，中厚板当前分位水平最高。2026 年一季度市场震荡运行，4~5 月钢材触及年内阶段性价格高点；6 月起行情转入持续下行通道，受传统淡季影响，7~8 月价格进一步加速下探。其中建筑长材跌幅显著大于工业板材，卷螺差持续扩张，由年初 80 元/吨扩大至 8 月 240~250 元/吨，反映地产链用钢走弱、制造业用钢具备韧性的需求分化格局。

图 1 2021 年以来钢材综合价格指数及五种主要钢材价格指数



数据来源：Wind，大公国际整理

钢铁综合成本主要由铁矿石、焦炭、废钢等构成，2026 年成本端整体呈现“铁矿回落、煤焦冲高后回落”的运行格局。铁矿石受海外矿山寡头垄断格局约束，价格下行存在底部支撑。焦炭 2~6 月价格持续上行，7~8 月钢厂大面积亏损倒逼多轮焦炭提降落地，8 月下旬市场再度出现焦炭提涨博弈，原料端波动使得钢厂成本难以出现趋势性单边下行。废钢价格则与独立电弧炉生产成本高度绑定，直接决定电炉生产的盈亏边界。

图 2 2021 年以来钢铁原材料价格指数



数据来源：Wind，大公国际整理

从毛利走势来看，随着钢价回落，行业盈利不断恶化。2026 年，247 家高炉样本钢厂盈利率持续走低，由 5 月高点 64.09% 回落至 8 月初 32.04%，截至 8 月底，近七成长流程钢厂陷入现金亏损。分品种维度看，行业内部盈利分化进一步加剧。螺纹钢高炉吨钢利润 6 月开始走弱，7 月正式由盈转亏；建筑用钢电炉平电利润达到 -76 元/吨，亏损幅度突出，多数电炉企业仅可依靠部分谷电生产小幅修复利润。板材在旺季阶段盈利表现优于建筑长材，进入淡季后亏损幅度也相对温和；特钢、高端厚板等细分品种依旧在需求支撑下保持盈利。

总体来看，行业处于景气下行的后半段，结构性分化特征突出。建筑长材价格已经进入历史低位区间，普钢建筑材出现深度亏损，板材小幅亏损，特钢及高端材品种盈利；电炉受电费刚性约束，成本下行弹性弱于高炉，率先呈现亏损与减产表现。

（二）需求侧追踪

2026 年钢铁需求总量延续收缩但降幅相对温和，结构上呈现“建材走弱、制造分化、出口回落”的特征，行业景气度整体偏弱，拐点尚待确认。分板块看，房地产深度调整、边际拖累减弱，基建前高后低、后续托底可期，制造业中机械与船舶高景气，汽车以质补量。

2026 年 1~7 月，中国钢材表观消费量 7.74 亿吨，同比回落 2.7%，需求总量延续收缩但降幅相对温和。中物联钢铁物流专业委员会调查数据显示，2026 年 1~6 月，钢铁行业 PMI 指数分别为 49.9%、46.7%、50.6%、49.2%、47.9% 和 47.8%，行业需求景气度整体偏弱，春节前赶工和节后复工复产节奏下需求脉冲式扩张，每次回暖后均迅速回落，4 月以来连续收缩，缺乏持续提振动力。中国钢铁运营景气指数（SOPI）从 5 月的 64.4 降至 7 月的 60.1，环比下降 2.6，仍处于一般区间。8 月钢铁流通 PMI 指数为 47.4%，较上月上升 1.3 个百分点，仍在收缩区间内。综合前瞻指标判断，新订单指数已连续数月处于 50 荣枯线以下，需求收缩态势明确，尚需等待拐点的出现。

各下游板块表现则呈现显著分化。房地产板块在深度调整中寻底，降幅有望边际收窄。2026 年 1~7 月，全国房地产开发投资 4.30 万亿元，同比下降 19.2%，房屋新开工面积 2.67 亿平方米，同比下降 24.0%，同期，全国新建商品房销售面积 4.50 亿平方米，同比下降 11.8%，房企拿地、开工意愿低迷且降幅扩大，对建筑用钢需求的负向拖拽仍在持续，但考虑到新开工已连续多年深度负增长，边际负向冲击正在减弱。2026 年 8 月 28 日，房地产新政落地，长远来看将从现房销售制、项目公司制、主办银行制、个贷优化等层面优化行业商业模式与投融资环境，但对钢铁需求的短期刺激有限。

基建板块投资增速前高后低，整体表现弱于年初预期。2025 年基础设施投资同比下降 2.2%。2026 年初，水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等“六张网”建设项目集中落地拉动基建投资 V 型反弹，截至一季度末，基础设施投资同比增长 8.9%。二季度以来，受地方政府专项债发行进度放缓、项目储备和审核阶段性接续等因素影响，基建投资增速持续回落，截至 7 月末同比下降 3.6%。随着政府债和新型政策性金融工具资金逐步到位，“六张网”及“两重”领域项目建设将为基建投资增速回升形成重要支撑，并对建材需求形成稳固托底。

制造业方面，机械、船舶行业景气度持续攀升，用钢需求确定性强。截至 2026 年 7 月末，国内外挖掘机累计销量均同比增长，出口销量同比增速超 30%；2026 年上半年，我国造船新接订单量破纪录式同比增长 173.1%，对中厚板、精密加工件和低温钢、高强钢、耐磨钢等特种钢材的消耗和需求量显著增长。此外，“十五五”规划下电网投资计划落地，特高压工程也在拉动特钢需求引擎。受车辆购置税调整、产量高基数影响，2026 年 1~7 月，汽车产销增长乏力，用钢总量增速放缓，单车用钢量虽有下降，但高端品种占比提升，使得单车钢材附加值增长超 40%，品种结构升级带来的价值增量显著。

出口方面走弱，但蕴含结构性支撑力量。2026 年 1~8 月，中国累计出口钢材 7,514.9 万吨，同比下降 3.0%，但 8 月单月出口 1,015.5 万吨，同比已转为增长 6.8%；出口量占国内钢材总需求比重约 7.9%，边际改善信号已经出现。支撑则来自三方面，一是价格竞争力使得中国钢材短期内难以被其他供应源系统性替代，二是高附加值钢材出口占比提升，在总量下降的背景下实现“价稳质升”，三是区域需求分化，印尼、东南亚、中东等地区对中国钢材供应依赖度仍较高。

（三） 供给侧追踪

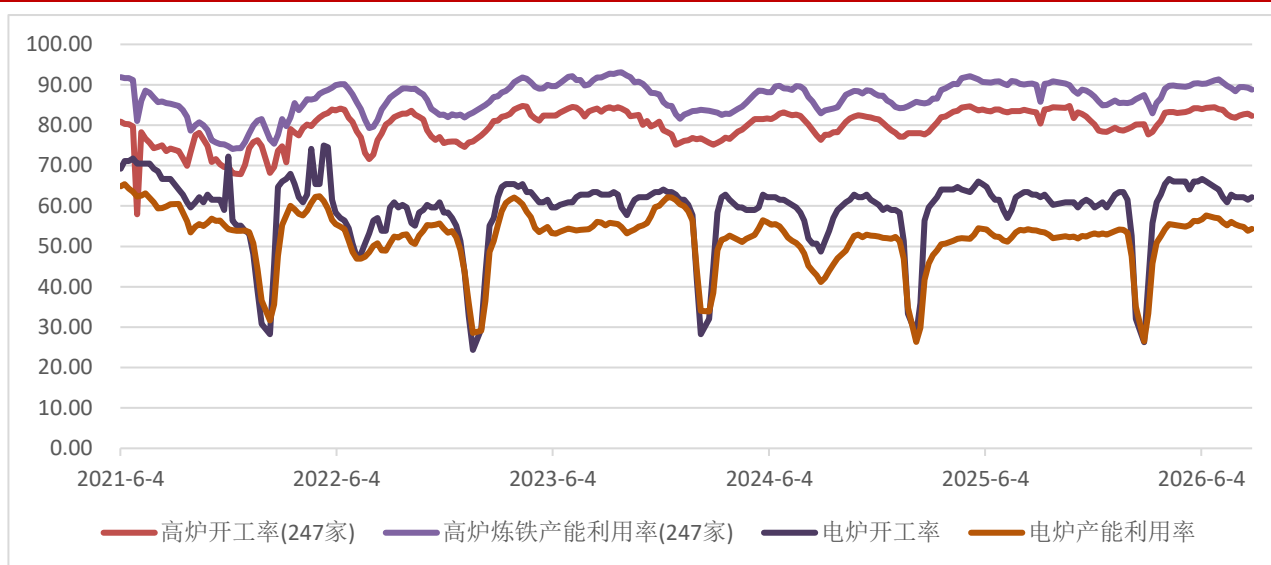
供给端政策压减与市场出清并行，产量持续收缩、库存边际去化，但产能过剩格局未改，库存周期处于被动补库向主动去库过渡初期。

2026 年以来钢铁冶炼端进入壁垒显著抬升，5 月新版产能置换办法将全国炼铁、炼钢置换比例统一提至 1.5:1，跨企业产能指标交易逐步受限，叠加环保、能耗、低碳资金约束，几乎没有新增外部进入者，新建项目均为存量产能置换移位与装备升级。行业退出壁垒呈现分化，

政策端依托综合标准推动落后装备拆除的通道更加通畅，但钢铁行业重资产属性、地方稳就业诉求，推高了市场化自发退出成本，大量低效产能停而不退、保留复产弹性。

产能出清呈现结构性温和出清特征。产能置换主要通过配套永久拆除旧产能实施，叠加常态化环保、能耗核查下，各地分批清退小型落后炉型，但并未出现大规模集中产能淘汰。钢铁行业整体产能利用率维持在 80% 左右，供给过剩仍是压制行业景气的核心矛盾。高炉产能利用率维持在中高位但呈回落趋势，截至 2026 年 8 月 28 日，全国 247 家钢厂高炉开工率为 82.3%，高炉产能利用率 88.8%，电炉产能利用率则显著低于高炉，在当前电价与废钢价格条件下呈现经济性劣势。产量方面，2026 年 1~7 月，生铁产量累计同比下降 3.0%，粗钢产量累计同比下降 3.1%，产量压减政策与钢厂亏损倒逼减产的双重作用正在持续显现。

图 3 2021 年以来钢厂开工率与产能利用率



数据来源：Wind，大公国际整理

库存总量呈边际去化态势，但去库驱动更多来自供给收缩。截至 2026 年 8 月 21 日当周，钢材总库存 2,788.86 万吨，周环比下降 9.21 万吨，其中社会库存 1,182 万吨，周降 11 万吨；钢厂库存 428 万吨，周降 8 万吨；螺纹钢社会库存 505 万吨，周降 9 万吨；钢厂库存 178 万吨，周降 6 万吨，去库贡献突出。2026 年上半年，钢材库存呈现“社库高、厂库低”的独特格局：钢厂库存长时间维持在偏低水平，而社会库存远高于往年同期，本质上是需求下滑速度超过供给下降速度导致的被动累库，高库存压力被延迟和转移到了流通环节。进入下半年，随着产量持续收缩，库存开始边际去化，行业供给过剩格局呈边际改善态势。从库存周期定位来看，当前正处于被动补库尾部向主动去库初期过渡的关键阶段。

三、 微观财务映射与经营周期验证—以中部企业为基准

钢铁行业盈利修复主要源于成本端让利而非需求端改善，盈利较为薄弱，呈现底部震荡特征；中游样本企业财务表现分化，营收端增减参半，现金流整体向好，资本开支主要用于技改与产品升级，杠杆中枢位于中高位，资产运营效率与偿债能力分化。

2025 年，中国黑色金属冶炼和压延加工业规模以上工业企业营业收入约 7.73 万亿元，同比下降 4.7%，利润总额 1,098.3 亿元，同比增长近 3 倍，盈利从低基数显著修复的本质是铁矿石等原材料价格下行带来的成本红利，而非终端需求回暖驱动的量价齐升；2025 年营业收入利润率仅 1.42%，盈利仍较为薄弱，2026 年上半年，受成本端上涨挤压，行业利润率急速下降，1~7 月营业收入和利润总额均同比回落，行业处于盈亏平衡边缘，呈现底部震荡特征。

图 4 2021 年以来黑色金属冶炼和压延加工业规上企业营业收入、利润总额、利润率（单位：亿元、%）



数据来源：Wind，大公国际整理

（一） 盈利能力与现金流质量

聚焦规模处于行业中游的典型企业（营业收入规模 100~1,000 亿元），十家样本企业 2025 年营业收入增减参半，其中五百亿元以上营收规模的企业多数承压，仅酒泉钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“酒钢”）实现同比正增长。从利润端来看，多数企业毛利率和净利润均同比增长，且净利润增幅明显高于营收增幅，体现出原材料价格下行红利对利润修复的驱动作用，其中内蒙古包钢钢联股份有限公司（以下简称“包钢”）和新兴铸管股份有限公司因 2024 年微利或亏损、基数低导致 2025 年净利润暴增；甬金科技集团股份有限公司的营业收入微增、毛利率和净利润均同比下滑，主要是部分出口业务受反倾销政策与汇率波动影响利润下降；浙江久立特材科技股份有限公司（以下简称“久立特材”）营业收入增长、毛利率微降，主要是毛

利率相对较低的复合管业务大额销售订单集中交付所致。现金流质量方面，十家样本企业经营性净现金流均为正值，且多数实现同比增长，销售收现比位于 0.85~1.19 倍区间，现金流改善且收入回款质量较好。

表 1 钢铁行业中游代表企业 2025 年盈利能力与现金流关键指标对比

企业名称	主要产品	营业收入 (亿元)	营业收入 增幅(%)	毛利率增 减(百分 点)	净利润 增幅 (%)	经营性 净现金 流(亿 元)	经营性 净现金 流增幅 (%)
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	普钢; 长材+板材并重	857.36	9.41	0.93	20.46	63.97	5.61
内蒙古包钢钢联股份有限公司	普钢; 板材为主	663.58	-2.54	1.78	1,758.8	25.71	8.15
南京钢铁股份有限公司	特钢; 专用板材+特钢	579.94	-6.17	2.16	25.78	36.74	14.06
江苏永钢集团有限公司	普钢; 长材	549.91	-13.82	2.71	66.82	35.96	-28.50
天津友发钢管集团股份有限公司	普钢; 管材	506.71	-7.57	0.26	53.93	11.12	-20.23
福建三钢闽光股份有限公司	普钢; 长材为主	430.29	-6.58	2.42	102.61	25.89	16.84
甬金科技集团股份有限公司	特钢; 不锈钢板材	426.46	1.88	-0.86	-33.22	11.78	-4.77
新兴铸管股份有限公司	普钢; 管材为主	370.22	2.29	2.29	3,621.4	35.28	393.61
安阳钢铁集团有限责任公司	普钢; 板材为主	329.63	2.23	10.24	66.49	18.94	333.98
浙江久立特材科技股份有限公司	特钢; 不锈钢管材	120.59	10.44	-2.97	0.54	18.93	127.75

数据来源：企业预警通，大公国际整理

(二) 资本开支与资产效率

资本开支方面，行业产能管控下，企业整体资本开支占营收比重较低，10 家样本企业中多数普钢主体缩减资本开支，在产能置换与超低排放改造进入尾声阶段，投资重心由规模扩张转向存量优化，特钢企业则逆势扩张，主要用于产线技改和产品结构升级。资产运营效率方面，长流程板材为主的企业存货周转天数显著高于以建筑长材、管材为主的企业，系螺纹钢、焊管等标准化长材多为现货周转，而定制化板材生产周期更长，铁矿石价格低位运行，钢厂适当增库备货，形成资金占用；样本企业应收账款账期控制整体较稳健，部分企业如久立特材因调整优质客户信用账期，阶段性拉长结算周期。

表 2 钢铁行业中游代表企业 2025 年资产开支与资产效率关键指标对比

企业名称	主要产品	资本开支 (亿元)	同比变 动(%)	资本开支占 营收比重(%)	存货周转 天数(天)	应收账款周 转天数(天)
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	普钢; 长材+板材并重	69.85	-6.09	8.15	62.98	3.29
内蒙古包钢钢联股份有限公司	普钢; 板材为主	16.22	-11.80	2.44	86.68	21.68
南京钢铁股份有限公司	特钢; 专用板材+特钢	26.77	30.91	4.62	59.98	21.65
江苏永钢集团有限公司	普钢; 长材	6.69	-78.26	1.22	47.86	12.88
天津友发钢管集团股份有限公司	普钢; 管材	5.83	37.53	1.15	25.00	10.72
福建三钢闽光股份有限公司	普钢; 长材为主	16.90	-44.16	3.93	27.70	2.55
甬金科技集团股份有限公司	特钢; 不锈钢板材	8.72	-25.59	2.04	28.07	7.75
新兴铸管股份有限公司	普钢; 管材为主	11.04	15.61	2.98	56.21	33.73
安阳钢铁集团有限责任公司	普钢; 板材为主	7.33	-47.98	2.22	126.63	9.08
浙江久立特材科技股份有限公司	特钢; 不锈钢管材	7.34	23.67	6.09	124.43	40.10

数据来源：企业预警通，大公国际整理

（三） 杠杆水平与流动性安全

行业盈利承压期下样本企业整体杠杆中枢位于中高位，债务覆盖能力与短期流动性匹配度因企业盈利结构、赛道差异显著。资产负债率跨度较大，区域竞争劣势企业对债务融资的依赖度更高，高端特材、细分赛道优势企业杠杆水平更低。盈利对债务的支撑能力分化，普钢企业的债务覆盖能力相对较弱，细分赛道盈利稳定，债务安全垫较充足；利息保障倍数整体表现稳健，部分普钢企业利息缓冲空间偏窄。短期流动性方面，久立特材、南京钢铁、三钢闽光短期有息债务占比超 80%，其中久立特材可凭自身经营现金流充分覆盖短期债务，流动性安全垫厚实，而多数样本企业经营造血尚不足覆盖短期债务，流动性依赖银行授信和债券市场再融资。

表 3 钢铁行业中游代表企业 2025 年杠杆水平与流动性安全关键指标对比

企业名称	主要产品	资产负债率 (%)	短期有息债务占比 (%)	总有息债务/EBITDA (倍)	EBITDA 利息保障倍数 (倍)	经营现金流量短期债务比 (倍)
酒泉钢铁（集团）有限责任公司	普钢：长材+板材并重	68.12	41.68	6.47	4.77	0.28
内蒙古包钢钢联股份有限公司	普钢：板材为主	59.48	41.41	6.21	3.98	0.14
南京钢铁股份有限公司	特钢：专用板材+特钢	58.07	81.03	3.33	9.89	0.20
江苏永钢集团有限公司	普钢：长材	61.57	69.17	3.86	5.53	0.24
天津友发钢管集团股份有限公司	普钢：管材	69.42	23.36	1.81	11.04	1.59
福建三钢闽光股份有限公司	普钢：长材为主	60.69	80.80	8.68	5.98	0.16
甬金科技集团股份有限公司	特钢：不锈钢板材	54.06	58.84	2.67	10.85	0.47
新兴铸管股份有限公司	普钢：管材为主	44.04	62.37	3.41	9.65	0.52
安阳钢铁集团有限责任公司	普钢：板材为主	82.20	61.69	10.29	2.08	0.15
浙江久立特材科技股份有限公司	特钢：不锈钢管材	36.28	97.53	0.19	101.28	4.37

数据来源：企业预警通，大公国际整理

四、 信用分化与风险主体画像

（一） 分层视角下的信用风险画像与关键风险预警信号清单

存量优化阶段，钢铁行业主体信用风险分层，头部企业守成中杠杆累积，中部企业产品结构与成本管控能力分化，尾部企业造血不足、信用脆弱，可从宏观、行业、微观等层面开展风险监测预警，预判行业信用拐点。

从行业信用图谱的纵切面看，钢铁行业头部、中间与尾部三类主体的风险画像呈现出截然不同的演化轨迹，而这种分层本身正是行业从规模扩张转向存量优化的缩影。

头部企业主要为全国性大型钢铁集团，凭借规模壁垒、区位禀赋、资源掌控与多元融资渠道构筑起深厚的护城河，马太效应明显，其信用底色以“低杠杆、强造血、高议价”为基调，如宝钢股份资产负债率仅约 39%，中信特钢、华菱钢铁亦维持在 57% 上下的温和区间，经营性现金流充沛，盈利穿越周期的韧性显著。然而，这类主体在行业下行末期的行为选择尤为谨慎，为守住既有市场份额，或承接区域整合的政治与战略使命，部分头部企业可能以债务扩张换取规模黏性，如河钢股份带息债务规模高达约 1,380 亿元，流动比率一度低至 0.5 倍上下，“规模护城河”背后潜藏刚性兑付压力。头部企业的风险并非来自生存，而来自“守成”过程中杠

杆的悄然累积。

中间企业通常构成行业异质性最强的群体，原料资源禀赋差异影响产品结构与成本管控能力，企业性质和股东支持构成隐性信用缓冲。这一梯队既包含凭借特钢、板材等差异化产品在细分赛道构筑壁垒的“隐形冠军”，也混杂着产品同质化严重、成本控制乏力的区域型钢企，前者在周期底部仍能维持净利为正、现金流自洽的良性循环；后者则往往陷入“以量补价”的被动境地，盈利与获现能力随钢价波动剧烈起伏，信用资质呈现明显的顺周期特征。

至于尾部阵营，其信用脆弱性明显。*ST 八钢 2025 年资产负债率突破 100%，安阳钢铁、酒钢宏兴、本钢板材等亦普遍高于 87%，17 家上市钢企亏损，鞍钢与本钢单家亏损额逼近 20 亿元，可见尾部主体的造血机能已近枯竭，经营现金流难以覆盖债务本息，企业高度依赖外部融资，自身流动性缓冲极为单薄，一旦再融资渠道收窄或市场风险偏好收缩，极易触发资金链条的断裂。从纵向占比看，行业集中度虽在政策引导下缓慢抬升，但尾部产能的出清速度仍滞后于政策预期，亏损面与高杠杆主体的占比尚未出现趋势性收缩，行业“减量提质”的信用红利仍待兑现。

针对钢铁行业的信用风险预警，宜从宏观、行业与企业微观三个层面构建监测清单。宏观层面，需关注地产投资增速与基建用钢需求的边际变化，以及铁矿石、焦炭等原燃料价格对吨钢利润的侵蚀程度。行业层面，产能置换政策的执行节奏、粗钢产量与产能利用率背离、库存量、行业亏损面扩张、以及行业整体现金类资产对短期债务的覆盖水平与总有息债务对 EBITDA 的倍数等偿债指标，作为判断行业信用拐点的关键刻度。企业微观层面，则应注意资产负债率的异常抬升、经营现金流连续为负或对资本开支覆盖率的持续走低、有息债务快速膨胀、短期债务占比攀升、再融资受阻等信号。当上述指标在个别主体上同时恶化，往往预示着其信用资质已进入加速弱化的通道。

（二）信用利差与市场定价验证

钢铁行业债券信用利差持续收窄，高等级主体凭借规模与资源优势获得信用溢价压缩，而中低等级主体的利差仍维持高位，信用分层并未因行业整体利差收窄而弥合。

2023~2025 年，钢铁行业发行的债券期限主要集中在 3 年期和 5 年期，行业发债主体信用级别集中于 AAA 及 AA+。2026 年以来，发行期限在 1 年以内（含 1 年）的债券规模大幅增加，高信用等级的主体仍具有明显发行优势。截至 2026 年 8 月 31 日，钢铁行业存续债券票面总额为 5,312.14 亿元，预计将于 2027 年和 2028 年面临集中到期兑付压力，主要来自 2024 年和 2025 年密集发行的中期票据，2030 年后债券到期压力显著减轻。

表 4 2023~2025 年及 2026 年 1~8 月钢铁行业债券发行信用利差(平均值) (单位:BP)

级别	期限	2026 年 1~8 月	2025 年	2024 年	2023 年
AAA	1 年以内 (含 1 年)	33	39	-	-
	2 年	58	79	94	-
	3 年	64	88	75	136
	4 年	-	-	93	-
	5 年	53	77	65	102
	10 年	-	58	43	75
AA+	1 年以内 (含 1 年)	172	142	-	-
	2 年	-	-	244	-
	3 年	228	245	217	278
	4 年	258	275	-	-
	5 年	142	178	149	-

数据来源: Wind, 大公国际整理

从市场定价的视角看, 2023 年以来 AAA 与 AA+ 主体中长期债券利差均呈波动收窄态势, 反映出在“资产荒”背景下资金对钢铁行业优质主体的配置需求上升, 以及市场对行业供给收缩、集中度提升的乐观预期逐步计入价格。然而, 等级间利差差距依然显著, 市场对中低等级钢铁主体的信用风险定价并未放松, 尾部风险的担忧依然存在。值得注意的是, 2026 年以来, 短期限债券发行规模大幅增加, 反映企业在低利率环境下主动缩短融资久期、降低融资成本的策略取向, 但也暗含对中长期再融资不确定性的预防性安排。整体而言, 信用利差走势与行业基本面“低位筑底、边际改善”的判断相互印证, 但利差收窄更多反映流动性宽松与优质资产稀缺的市场环境, 而非行业信用质量的实质性全面改善, 信用分化仍将是未来一段时期的主旋律。

五、 行业发展展望

展望 2027 年, 钢铁行业景气度预计仍处低位筑底, 需求总量增长受地产拖累, 供给格局改善, 市场引导产品高端化低碳化发展, 企业盈利改善幅度有限; 行业信用风险整体可控, 信用格局将持续分层, 头部企业信用资质稳定, 中部企业资质走向受多重因素影响, 尾部企业存在信用风险释放压力。

(一) 行业景气周期综合判断

钢铁行业正经历一场超越传统周期框架的深层变革, 预计 2027 年行业景气度仍处低位筑底。需求端多股力量交汇, 地产仍是拖累因素, 2026 年 8 月房地产新政影响从销售端到施工端的传导拉动存在一定滞后性, 基建专项债能够提供确定支撑, 制造业多个板块需求可观, 出口端在国际贸易壁垒抬升情况下存在较大不确定性。随着新版产能置换办法的实施、行业分级管理的推行以及碳约束的强化, 供给出清加速, 预计行业供给格局将更加集中、更加健康。市场需求的多元化与高端化, 将为具备产品升级能力的企业提供差异化竞争空间。价格方面, 原材料价格受运输、能源影响而波动, 但整体供给格局偏紧, 成本刚性限制盈利改善幅度。同时碳要素定价正在成为继规模、成本、技术之后的第四维竞争变量, 短期看, 碳配额在缓冲期内

发放相对充裕，对企业当期成本冲击有限，但自 2027 年起配额将逐步收紧，吨钢碳成本将成为企业竞争力的重要组成部分，加速行业从长流程向短流程、从高碳工艺向低碳工艺的结构性迁移，双碳绿色低碳改造亦将产生资本开支增量，进一步压缩企业利润空间。

（二） 行业信用风险展望

钢铁行业发债主体以高信用等级的央国企为主，银行融资占比高且相对稳定，债券市场到期分布虽即将迎来兑付小高峰，但偿债主体结构优良，行业信用风险整体可控。行业信用格局将持续分层，预计未来在行业优胜劣汰、结构性调整进程中，具备技术积累、产品优势和多元布局的头部企业将率先完成角色跃迁，而固守传统模式的尾部企业则将面临被边缘化的风险。头部企业在规模、资源、产品结构等多重优势下保持韧性，信用资质稳定；中间企业信用分化，缓冲能力有限，产品附加值、成本管控力度、资产运营效率和杠杆水平等对其资质走向产生重要影响；尾部企业存在信用风险释放压力，业绩持续亏损、财务和资金管理能力偏弱、高杠杆且流动性缓冲单薄的主体，其信用风险暴露或将趋向显性化，需警惕个别债务负担极重、再融资渠道收窄的尾部主体的流动性风险。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。