中小盘行业深度报告

普钢：盈利分层与破净特征

2026 年 11 月 07 日

增持（维持）

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

投资要点

1. 反弹由普涨带动，行业没有获得增量资金。11 月 4 日两市成交 20376.94 亿元，较前一交易日增加 3342.57 亿元、增幅 19.62%，上涨 4667 家、涨停 118 家，国证 2000 指数上涨 4.27%。同日 22 只样本等权指数上涨 0.60%，市值加权 0.32%，个股涨跌幅中位数 +0.74%，18 只上涨、4 只下跌；量比中位数仅 0.91，只有 7 只高于 1。方向跟随而力度不足，属于普涨下的被动上涨。
2. 行业已在近半年区间的底部，权重股掩盖了多数样本的跌幅。等权指数收于 76.77（以 2026 年 4 月 23 日为 100），区间位置 13.9%；个股位置中位 14.8%，13 只低于 20%，仅宝钢股份 1 只在 80% 以上（93.8%）。近 20 日等权下跌 5.79%，市值加权仅跌 2.26%，两者相差 3.53 个百分点，而宝钢股份占样本总市值 29.8%、单只上涨 4.22%。
3. 收入只降 3.29%，利润却由盈转亏，压力来自成本端。22 只营业收入合计 10699 亿元、增速中位 -2.88%，归母净利润合计 -57.55 亿元，上年同期为 +86.84 亿元，一年之内摆动 144.39 亿元；毛利率中位 3.65%、4 只为负，资产负债率中位 60.64%、7 只高于 70%。薄毛利放大了收入下滑对利润的影响。
4. 亏损集中在板材与长材，盈利集中在少数龙头。亏损公司由上年同期的 7 只增至 14 只：板材 16 只中 10 只亏损、合计 -40.64 亿元；长材 3 只全部亏损、合计 -22.43 亿元；钢铁管材 3 只中 1 只亏损、合计 +5.51 亿元。盈利的 8 只合计 +90.98 亿元，其中宝钢股份 67.39 亿元，占 74.1%。
5. PE 在本期失效，PB 成为唯一可在全样本比较的估值锚。合计市值 4515 亿元对应三季报年化净利 -76.7 亿元，整体法不可用；PE(TTM) 仅 8 只有读数、中位 45.8 倍，分母偏小使读数失真。PB 中位 0.76 倍、15 只低于 1 倍。PB 高于 1 倍的 5 只资产负债率中位 90.55%，高 PB 来自净资产被侵蚀，不是市场给出的溢价。
6. 定价依据是当期盈利，破净幅度并不构成区分。归母净利为正的 8 只近 20 日涨幅中位 -2.42%，亏损的 14 只为 -6.79%，相差 4.37 个百分点；PB 低于 1 倍的 15 只为 -4.57%，高于 1 倍的 5 只为 -6.81%，仅差 2.24 个百分点。两组区间位置中位分别为 15% 和 14.2%，位置已被压平，差异全部落在盈利上，破净本身不构成买入理由。
7. 三个验证点集中在四季度，可逐项观察。一是钢材价格与铁矿石、焦煤采购成本的价差，决定毛利率能否从 3.65% 的中位水平回升；二是亏损产能的检修与减产落地，长材 3 只全部亏损，其生产节奏对区域价格影响直接；三是破净公司的分红与回购安排，15 只破净股中 5 只近 12 个月未实施分红，分红重启将改变估值支撑。

风险提示：地产与基建需求恢复不及预期，钢材价格可能继续下行，长材组的亏损面难以收窄；铁矿石、焦煤等原料价格上行将压缩本已偏薄的毛利，3.65% 的毛利率对成本变化高度敏感；钢材出口受关税与贸易政策变化影响，外需回落可能加剧国内价格竞争；环保与产能置换政策调整会改变生产节奏与区域供给；部分亏损公司持续经营能力受限，存在资产减值与退市风险；高负债公司财务费用上升，偿债压力加大；分红能力下降将使股息率回落，破净资产的估值支撑随之减弱；区间位置偏低但基本面未改善的标的，反弹持续性不足。本报告数据统一截至 2026 年 11 月 4 日收盘，区间序列按前复权价格计算，不构成具体个股的投资建议。

相关研究

《中小盘观察之农林牧渔：跟涨偏弱，定价先于业绩》

2026-11-05

《中小盘观察之煤炭行业：等权篮子回落至基点，龙头凭股息与三季报维持高位》

2026-11-04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 核心发现：跌幅差异来自权重结构 4
2. 结构分层：板材、长材与管材的亏损面 5
3. 三季报：收入小幅下滑，利润由盈转亏 7
4. 成本与负债：毛利率压缩与偿债压力 8
5. 估值：整体法失效后的 PB 读数 9
6. 个股分布：涨幅与跌幅两端的特征 10
7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标 12
8. 风险提示 13

图表目录

表 1: 本报告自算指数的两口径读数.....4
表 2: 样本区间位置分布.....5
表 3: 申万三级分组的主要指标.....6
表 4: 2026 年三季报业绩分布.....7
表 5: 毛利率分组的市场表现.....8
表 6: 盈亏分组的市场表现与财务特征.....9
表 7: 近 20 日涨幅前六.....11
表 8: 近 20 日跌幅前六.....11
表 9: 主要判断与对应的数据依据.....13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 核心发现：跌幅差异来自权重结构

2026 年 11 月 4 日，A 股出现一轮放量上行。两市成交额 20376.94 亿元，较前一交易日 17034.37 亿元增加 3342.57 亿元，增幅 19.62%；全市场上涨 4667 家、下跌 779 家、平盘 125 家，涨停 118 家、跌停 10 家。上证指数收于 3686.17 点（+2.16%），深证成指 11335.69 点（+4.22%），国证 2000 指数 8574.03 点（+4.27%）。

普钢板块（申万二级行业分类，与特钢相区分）参与了这轮反弹，但幅度有限。以 22 只样本等权合成的行业指数当日上涨 0.60%，以总市值加权合成的指数上涨 0.32%，个股涨跌幅中位数 +0.74%，上涨 18 只、下跌 4 只。同期国证 2000 上涨 4.27%，两者相差 3.5 个百分点以上。反弹的方向一致、力度不足，说明资金在当日的配置重心仍在小市值成长方向，钢铁作为低估值周期品只获得了普涨带来的被动跟随。

把窗口拉长到近 20 个交易日，两个口径的差距进一步扩大。等权指数累计下跌 5.79%，区间位置 13.9%；市值加权指数下跌 2.26%，区间位置 23.3%；个股涨幅中位数 -5.19%。市值加权与等权之间 3.53 个百分点的差距来自权重结构：宝钢股份总市值 1346.1 亿元，占样本总市值的 29.8%；宝钢股份与包钢股份合计 2264.2 亿元，占 50.1%。宝钢股份近 20 日上涨 4.22%，为样本内唯一上涨的标的，单只即决定了加权指数的方向。

表1：本报告自算指数的两口径读数

口径	最新点位	11 月 4 日涨跌幅	近 5 日涨幅	近 20 日涨幅	近 60 日涨幅	区间位置
等权（22 只）	76.77	+0.60%	+0.36%	-5.79%	-9.40%	13.9%
市值加权	82.58	+0.32%	+0.98%	-2.26%	-5.41%	23.3%
个股中位数	—	+0.74%	+1.50%	-5.19%	-9.93%	14.8%

数据来源：交易所公开行情数据，东吴证券研究所；指数以 2026 年 4 月 23 日为基期 100，等权与市值加权均由本报告 22 只样本自行合成，与申万行业指数不可直接比较；区间位置为最近 115 个交易日收盘点位在区间最高与最低之间的位次，数据截至 2026 年 11 月 4 日。

从表 1 看，同一批股票在三个口径下的读数差异明显。近 20 日等权指数 -5.79%、市值加权 -2.26%、个股中位 -5.19%，等权与中位接近，加权明显偏高，说明权重股的表现优于其余样本。本报告在涉及行业整体表现时以等权指数为主，涉及权重影响时同时列示加权口径。

区间位置的分布更能说明行业所处的位置。22 只中 13 只落在 0 至 20% 区间，7 只在 20% 至 40%，1 只在 40% 至 60%（鞍钢股份 44%），1 只在 80% 至 100%（宝钢股份 93.8%），60% 至 80% 与区间最高点两档均为空。个股位置中位 14.8%，低于 20% 的占比 59.1%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表2：样本区间位置分布

区间位置	只数	占比	11 月 4 日涨跌幅中位	近 20 日涨幅中位	PB 中位	其中亏损
100%（区间最高）	0	0.0%	—	—	—	0
80%—100%	1	4.5%	-0.96%	+4.22%	0.65 倍	0
60%—80%	0	0.0%	—	—	—	0
40%—60%	1	4.5%	+1.55%	-4.37%	0.46 倍	1
20%—40%	7	31.8%	+0.72%	-3.70%	0.42 倍	5
0—20%	13	59.1%	+0.76%	-7.76%	0.94 倍	8
合计	22	100.0%	+0.74%	-5.19%	0.76 倍	14

数据来源：交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；PB 为市净率，区间位置按最近 115 个交易日计算，数据截至 2026 年 11 月 4 日。

从表 2 看，单日涨跌幅与区间位置没有明显对应关系。0 至 20% 的 13 只当日涨幅中位 0.76%，20% 至 40% 的 7 只 0.72%，40% 至 60% 的 1 只 1.55%，80% 至 100% 的 1 只为 -0.96%，各档差异都在 1 个百分点以内，符合普涨日低位品种小幅补涨、高位品种小幅回吐的特征。

近 20 日的分布则呈现清晰的梯度：位置越低、跌幅越大。0 至 20% 的 13 只涨幅中位 -7.76%，20% 至 40% 的 7 只为 -3.70%，唯一处于 80% 以上的宝钢股份为 +4.22%。这一分布与直觉相反：如果低位意味着超跌，跌幅本应集中在高位品种。实际结果是低位组跌得更多，说明这一轮下跌并非位置修复，而是基本面预期继续下修。

成交量方面，22 只近 5 日均成交额与近 60 日均额之比中位 0.91，仅 7 只高于 1，4 只低于 0.8。20 日均成交额中位 0.70 亿元，机构资金进出的空间有限。11 月 4 日的普涨中，该行业成交并未同步放大，量能未起是判断反弹持续性的直接依据。

2. 结构分层：板材、长材与管材的亏损面

按申万三级划分，22 只样本由 16 只板材、3 只长材和 3 只钢铁管材构成。三组在盈利、负债与股价表现上的差异，超过了同一行业内部的正常离散水平。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表3：申万三级分组的主要指标

分组	只数	11 月 4 日涨跌幅中位	近 20 日涨幅中位	近 60 日涨幅中位	区间位置中位	PB 中位	股息率中位	营收增速中位	毛利率中位	资产负债率中位	亏损只数	净利合计（亿元）
板材	16	+0.82%	-4.11%	-8.44%	17.1%	0.76 倍	3.07%	-3.7%	4.15%	58.39%	10	-40.64
长材	3	+0.72%	-7.76%	-12.28%	15.4%	0.74 倍	0.36%	-1.2%	2.66%	63.18%	3	-22.43
钢铁管材	3	+0.24%	-5.60%	-10.27%	9.0%	0.95 倍	2.14%	+2.9%	3.42%	42.71%	1	+5.51

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；股息率为近 12 个月口径，营收增速、毛利率、资产负债率与净利合计均为 2026 年三季报口径，数据截至 2026 年 11 月 4 日。

板材组是样本主体，也是亏损的主要来源。16 只中 10 只亏损，净利合计 -40.64 亿元，占全部样本亏损额的 27.4%。该组 20 日涨幅中位 -4.11%，为三组中最好；区间位置中位 17.1%；毛利率中位 4.15%，资产负债率中位 58.39%。板材的产量规模大、下游覆盖广，成本传导相对顺畅，但产品同质化程度高，价格下行时利润收缩的幅度也大。

长材组 3 只全部亏损，合计 -22.43 亿元，其中凌钢股份单只亏损 14.83 亿元。该组近 20 日涨幅中位 -7.76%、近 60 日 -12.28%，均为三组中最差；毛利率中位 2.66%，资产负债率中位 63.18%，为三组最高。长材以建筑用钢为主，需求与地产、基建的施工强度直接相关，在本轮需求收缩中承压最明显。三钢闽光亏损 6.26 亿元、中南股份亏损 1.33 亿元、凌钢股份亏损 14.83 亿元，无一家实现盈利。

钢铁管材组是唯一净利为正的一组。3 只合计 +5.51 亿元，新兴铸管 +4.44 亿元、友发集团 +1.97 亿元、武进不锈 -0.90 亿元。该组营收增速中位 +2.9%，为三组中唯一正增长；毛利率中位 3.42%，资产负债率中位 42.71%，为三组最低。管材的下游以油气输送、市政管网、机械制造为主，与建筑周期的关联度低于长材，收入端的稳定性相应更高。

需要说明的是，三级分组下长材与钢铁管材各只有 3 只，中位数的代表性有限，组间差异容易被单只标的放大。凌钢股份一只即占长材组亏损额的 66.1%，武进不锈一只即决定了管材组的亏损面。本报告保留三组划分用于呈现业务属性的差异，涉及具体结论时以个股明细为准。

三组的股价表现差异小于盈利差异。近 20 日涨幅中位从 -4.11% 到 -7.76%，跨度 3.65 个百分点；净利合计从 +5.51 亿元到 -22.43 亿元，跨度 27.94 亿元。这一不对称说明市场并未按组别给出差别定价，而是在组内按单只公司的盈利与资产质量区分。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 三季报：收入小幅下滑，利润由盈转亏

2026 年三季报是本轮定价的基本面起点。22 只样本营业收入合计 10699 亿元，较上年同期 11063 亿元下降 3.29%；增速中位 -2.88%，正增长 5 只、负增长 17 只。收入降幅本身并不剧烈，真正的变化发生在利润端。

归母净利润合计 -57.55 亿元，上年同期为 +86.84 亿元，一年之内摆动 144.39 亿元。亏损公司由 7 只增至 14 只，占比由 31.8% 升至 63.6%。这一组数字构成本报告的核心事实：收入只下降了 3.29%，行业整体却由盈利转为亏损。

表4：2026 年三季报业绩分布

营收同比区间	只数	净利为正只数	毛利率中位	净利率中位	资产负债率中位	近 20 日涨幅中位
10% 以上	1	1	5.65%	1.50%	42.71%	-1.40%
0—10%	4	3	6.23%	0.68%	74.18%	-3.78%
-10%—0	12	3	3.10%	-1.81%	62.80%	-6.79%
-30%—-10%	4	1	5.64%	-1.66%	51.25%	-3.29%
-30% 以下	1	0	3.13%	-0.49%	39.01%	-10.94%
合计	22	8	3.65%	-0.60%	60.64%	-5.19%

数据来源：上市公司定期报告，Wind，东吴证券研究所；按 2026 年三季报营业收入同比增速分档，各列取组内中位数（只数、净利为正只数为加总），数据截至 2026 年 11 月 4 日。

从表 4 看，净利为正的 8 只分布在除 -30% 以下以外的各档。10% 以上一档仅 1 只（新兴铸管），盈利比例 100%；0 至 10% 一档 4 只中 3 只盈利，比例 75%；-10% 至 0 与 -30% 至 -10% 两档均为 25%；-30% 以下 1 只为亏损。0 至 10% 一档的毛利率中位 6.23%、净利率中位 0.68%，是盈利质量最好的一档。营收降幅最大的 -10% 至 0 一档聚集了 12 只、占样本 54.5%，该档仅 3 只盈利、净利率中位 -1.81%、近 20 日涨幅中位 -6.79%，在各档中居第二深，仅次于营收降幅超过 30% 的 1 只（-10.94%）。收入下滑的幅度与利润的盈亏，在这一档内高度重合。

亏损的绝对额集中在少数公司。鞍钢股份 -40.34 亿元、本钢板材 -33.51 亿元、安阳钢铁 -19.79 亿元、凌钢股份 -14.83 亿元、酒钢宏兴 -10.30 亿元，前五家合计 -118.77 亿元，超过全部亏损额的四分之三。这五家的共同特征是产能规模大、产品以板材与长材为主、资产负债率介于 56.99% 至 96.41% 之间。

盈利的集中度更高。8 只盈利公司合计 +90.98 亿元，其中宝钢股份 67.39 亿元，占 74.1%；河钢股份 6.95 亿元、包钢股份 4.52 亿元、新兴铸管 4.44 亿元、首钢股份 2.89 亿元、华菱钢铁 2.50 亿元、友发集团 1.97 亿元、柳钢股份 0.32 亿元。宝钢股份单只的利润，覆盖了其余 7 只盈利公司合计的 2.86 倍。行业利润的分布形态是“一家独大、七家微利、十四家亏损”。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宝钢股份的盈利质量同样领先。其营业收入 2456.48 亿元、同比增长 5.7%，为样本内唯一收入正增长且规模过千亿的公司；毛利率 5.80%，高于样本中位 2.15 个百分点；资产负债率 38.46%，为样本第二低；归母净利润 67.39 亿元，同比下降 15.3%。收入增长而利润下滑，说明其成本端同样承压，只是幅度小于同业。

杭钢股份需要单独说明。该标的营业收入 190.29 亿元、同比下降 58.2%，降幅远超其余样本，其收入构成与长流程钢企存在差异，本报告在计算收入增速中位数时未作剔除。剔除该标的后，其余 21 只营收增速中位为 -2.75%，与全样本的 -2.88% 相差 0.13 个百分点，不影响收入的整体判断。

4. 成本与负债：毛利率压缩与偿债压力

毛利率是理解这一轮亏损的关键。22 只样本毛利率中位 3.65%，即每 100 元营业收入对应 3.65 元毛利，扣除期间费用后所剩无几。4 只毛利率为负，凌钢股份 -8.85%、本钢板材 -6.03%、鞍钢股份 -2.83%、安阳钢铁 -0.98%，售价已低于生产成本。

表5：毛利率分组的市场表现

毛利率区间	只数	11 月 4 日涨跌幅中位	近 20 日涨幅中位	区间位置中位	PB 中位	亏损只数	资产负债率中位	营收增速中位
5% 以上	7	+0.76%	-1.96%	20.1%	0.65 倍	2	58.85%	+1.2%
3%—5%	7	+0.88%	-8.94%	12.3%	0.84 倍	5	55.16%	-2.7%
0—3%	4	+0.35%	-4.65%	14.2%	0.76 倍	3	57.62%	-7.3%
0 以下	4	+0.91%	-5.59%	24.9%	2.05 倍	4	86.62%	-3.7%

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、资产负债率与营收增速均为 2026 年三季报口径，PB 为市净率，数据截至 2026 年 11 月 4 日。

从表 5 看，毛利率与股价的关系并不单调。毛利率 5% 以上的 7 只近 20 日涨幅中位 -1.96%，为四组中最好，该组仅 2 只亏损、营收增速中位 +1.2%、资产负债率中位 58.85%，盈利与收入同时占优。3% 至 5% 的 7 只跌幅中位 -8.94%，反而为四组中最差，该组 5 只亏损。0 至 3% 的 4 只为 -4.65%，毛利率为负的 4 只为 -5.59%，后者 4 只全部亏损、资产负债率中位 86.62%。

毛利率最高的一组与其余三组的区分是清晰的：-1.96% 对 -4.65% 至 -8.94%，差距在 2.7 个百分点以上。中间两组的排序不稳定，说明在 3% 至 5% 这一区间内，毛利率的高低已不足以单独解释股价，还需结合负债与现金流。

资产负债率的中位数为 60.64%，7 只高于 70%。*ST 八钢 102.79%，净资产已为负，股票处于退市风险警示状态；安阳钢铁 96.41%、酒钢宏兴 91.24%、本钢板材 90.55%、凌钢股份 82.68%、河钢股份 74.52%、友发集团 73.84%。负债率高于 70% 的 7 只中，5 只亏损。钢铁是典型的重资产行业，高负债在盈利期可以通过经营现金流覆盖，在亏损期则转为财务费用的持续侵蚀。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

ROE 中位 -0.93%，为正的仅 8 只，与净利为正的只数一致。宝钢股份 ROE 3.27%为样本最高，友发集团 2.82%、新兴铸管 1.68% 分列其后，其余盈利公司均在 1.2% 以下。以 2026 年三季报年化计，行业整体的净资产回报率为负。

现金流是这份报表中相对稳定的部分。22 只经营活动产生的现金流量净额合计 528 亿元，17 只为正。折旧摊销金额大但不构成现金流出，是亏损公司仍能维持正经营现金流的主要原因。盈利的 8 只经营现金流合计 435 亿元，为其净利合计 90.98 亿元的 4.78 倍；亏损的 14 只经营现金流合计 93 亿元，绝对额不足盈利组的四分之一。现金流的分布与利润的分布方向一致，差距更大。

5. 估值：整体法失效后的 PB 读数

按 2026 年三季报归母净利润年化计算，22 只样本合计市值 4515 亿元，对应年化净利 -76.7 亿元，整体法 PE 为负值，该口径在本期不适用。这是本轮普钢估值讨论的第一个前提：行业整体没有可用的 PE。

单只口径同样受限。PE(TTM) 有读数的仅 8 只，恰为全部盈利公司，中位 45.8 倍。这一读数的绝对值不宜直接解读为估值溢价：8 只中 6 只净利在 5 亿元以下，分母偏小使 PE 被动放大，柳钢股份净利 0.32 亿元、PE 达 196.9 倍即为典型。亏损的 14 只 PE 无读数，PE 分组的做法在本行业无法执行。

PB 成为唯一在全部样本上可比的估值指标。PB 中位 0.76 倍，15 只低于 1 倍，占 68.2%；友发集团 1.00 倍，处于破净边缘；其余 6 只高于 1 倍。*ST 八钢因净资产为负，PB 无读数。

表6：盈亏分组的市场表现与财务特征

分组	只数	11 月 4 日涨跌幅中位	近 20 日涨幅中位	近 60 日涨幅中位	区间位置中位	PB 中位	股息率中位	营收增速中位	毛利率中位	资产负债率中位	ROE 中位	总市值中位（亿元）
归母净利为正	8	+0.40%	-2.42%	-9.90%	15.0%	0.59 倍	3.07%	+0.3%	5.72%	58.39%	1.01%	222.4
归母净利为负	14	+0.82%	-6.79%	-9.93%	14.2%	0.77 倍	0.77%	-5.0%	2.90%	62.80%	-3.28%	82.9

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；股息率为近 12 个月口径，营收增速、毛利率、资产负债率与 ROE 均为 2026 年三季报口径，总市值按 2026 年 11 月 4 日收盘价计算，数据截至 2026 年 11 月 4 日。

从表 6 看，盈利组与亏损组的分野出现在多数指标上，唯独区间位置几乎相同。盈利组区间位置中位 15%、亏损组 14.2%，相差 0.8 个百分点；近 60 日涨幅中位分别

请务必阅读正文之后的免责声明部分

为 -9.90% 和 -9.93%，几乎一致。两组在位置上已被压到同一水平，差异体现在近 20 日：盈利组 -2.42%、亏损组 -6.79%，相差 4.37 个百分点。

财务特征的分化更为明显。盈利组毛利率中位 5.72%、亏损组 2.90%；ROE 中位 1.01% 对 -3.28%；营收增速中位 +0.3% 对 -5%；股息率中位 3.07% 对 0.77%；总市值中位 222.4 亿元对 82.9 亿元。盈利组的 PB 中位 0.59 倍，低于亏损组的 0.77 倍，破净幅度更深。

PB 的高低在这个行业里主要由净资产决定，而非市场给出的溢价。PB 高于 1 倍的 5 只中，安阳钢铁 29.26 倍、本钢板材 2.46 倍、酒钢宏兴 1.84 倍、包钢股份 1.75 倍、凌钢股份 1.65 倍，对应资产负债率分别为 96.41%、90.55%、91.24%、58.85% 和 82.68%。其中四家为亏损，净资产已被侵蚀至接近零，PB 的分母极小，读数被动放大。这 5 只的资产负债率中位 90.55%，而 15 只破净股的资产负债率中位为 56.07%。高 PB 对应的是更薄的净资产与更高的杠杆，不是更强的盈利能力。

区间位置与 PB 的关系同样说明问题。0 至 20% 的 13 只 PB 中位 0.94 倍，20% 至 40% 的 7 只仅 0.42 倍。位置最低的一组，PB 反而最高。原因是跌得最多的标的集中在净资产被侵蚀、负债率偏高的公司，其 PB 因分母缩小而抬升；而 PB 在 0.4 倍附近的河钢股份、华菱钢铁、首钢股份，恰恰是少数保持盈利的公司。

破净本身不构成买入理由。15 只 PB 低于 1 倍的标的近 20 日涨幅中位 -4.57%，其中 9 只亏损、6 只盈利；PB 高于 1 倍的 5 只为 -6.81%。破净组略好于未破净组，差距 2.24 个百分点，小于盈利分组 4.37 个百分点的差距。以破净作为筛选条件，得到的是一个包含 9 只亏损公司的组合；以盈利作为筛选条件，区分度更高。

6. 个股分布：涨幅与跌幅两端的特征

将涨幅与跌幅两端列出，结构特征更为明确。22 只中近 20 日仅 1 只上涨，前六位的涨幅中位已为负值。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表7：近 20 日涨幅前六

简称	总市值（亿元）	区间位置	近 20 日涨幅	近 60 日涨幅	量比	PB	股息率	归母净利（亿元）	营收增速
宝钢股份	1346.1	93.8%	+4.22%	+6.39%	1.08	0.65 倍	5.01%	67.39	+5.7%
新兴铸管	139.1	15.9%	-1.40%	-9.54%	0.86	0.53 倍	2.14%	4.44	+16.8%
华菱钢铁	238.5	20.1%	-1.69%	-10.31%	0.98	0.44 倍	4.60%	2.50	-2.7%
河钢股份	206.7	31.6%	-1.96%	-7.41%	1.00	0.40 倍	2.00%	6.95	+2.6%
山东钢铁	136.9	27.8%	-2.29%	-7.91%	0.94	0.73 倍	—	-1.76	-10.3%
包钢股份	918.1	7.9%	-2.87%	-8.97%	0.87	1.75 倍	—	4.52	-10.5%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；量比为近 5 日均成交额与近 60 日均成交额之比，横线表示近 12 个月未实施分红，归母净利与营收增速为 2026 年三季报口径，总市值按 2026 年 11 月 4 日收盘价计算，数据截至 2026 年 11 月 4 日。

表8：近 20 日跌幅前六

简称	总市值（亿元）	区间位置	近 20 日涨幅	近 60 日涨幅	量比	PB	股息率	归母净利（亿元）	营收增速
武进不锈	23.6	3.2%	-14.08%	-15.29%	0.88	0.95 倍	1.18%	-0.90	-23.3%
首钢股份	238.1	14.1%	-12.54%	-18.78%	1.29	0.47 倍	1.30%	2.89	-1.9%
凌钢股份	43.1	3.2%	-11.24%	-12.28%	0.88	1.65 倍	—	-14.83	-1.2%
杭钢股份	178.6	6.0%	-10.94%	-20.81%	0.44	0.92 倍	0.09%	-0.96	-58.2%
酒钢宏兴	83.3	2.7%	-9.52%	-11.33%	1.06	1.84 倍	—	-10.30	+1.2%
柳钢股份	85.9	10.6%	-8.94%	-18.09%	0.54	0.94 倍	3.07%	0.32	-2.7%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；横线表示近 12 个月未实施分红，归母净利与营收增速为 2026 年三季报口径，总市值按 2026 年 11 月 4 日收盘价计算，数据截至 2026 年 11 月 4 日。

涨幅前六中五只为盈利公司，唯一亏损的山东钢铁亏损 1.76 亿元，为亏损额最小的公司之一。宝钢股份是唯一的绝对收益标的：近 20 日 +4.22%、近 60 日 +6.39%、区间位置 93.8%，为样本内唯一处于区间高位的公司；其股息率 5.01%、PB 0.65 倍、归母净利 67.39 亿元，三项均居样本前列。该标的的上涨同时具备盈利、分红与位置三重条件，与其余样本形成明显区分。

新兴铸管、华菱钢铁、河钢股份三只的营收增速或绝对利润处于中上水平，股息率 2.00% 至 4.60%，近 20 日跌幅控制在 2 个百分点以内。山东钢铁由上年同期盈利 1.40 亿元转为亏损 1.76 亿元，PB 0.73 倍、区间位置 27.8%，亏损额在 14 只亏损公司中由小到大排第 4 位，属亏损幅度相对有限的一类。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

跌幅前六的特征集中在两端。一端是盈利薄弱或亏损的公司：凌钢股份亏损 14.83 亿元、毛利率 -8.85%，酒钢宏兴亏损 10.30 亿元、酒钢宏兴与凌钢股份的区间位置分别为 2.7% 和 3.2%，均在区间最低处；柳钢股份虽盈利 0.32 亿元，但净利规模不足以支撑估值，近 20 日下跌 8.94%。另一端是收入端出现异常波动的公司：杭钢股份营收下降 58.2%、量比 0.44 为样本最低，武进不锈营收下降 23.3%、近 20 日下跌 14.08%，为样本跌幅最大。

首钢股份是跌幅前六中唯一盈利且规模较大的公司。该标的归母净利 2.89 亿元、PB 0.47 倍、区间位置 14.1%，近 20 日下跌 12.54%、近 60 日下跌 18.78%，量比 1.29 为样本第二高。放量下跌与基本面并不矛盾：其毛利率 4.94% 处于中游，在盈利公司中并不突出，前期累积的跌幅在成交放大后集中释放。

安阳钢铁需要单独说明。该标的量比 2.37，为样本最高，近 20 日下跌 3.9%，亏损 19.79 亿元，资产负债率 96.41%，PB 29.26 倍。量比偏高与股价下跌同时出现，属于单一标的的异常波动，不宜作为行业资金面改善的证据。

7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标

综合前述数据，本报告给出四点判断。

第一，盈利分层是当前定价的主要线索。归母净利为正的 8 只近 20 日涨幅中位 -2.42%，亏损的 14 只为 -6.79%，相差 4.37 个百分点；两组区间位置中位分别为 15% 和 14.2%，几乎相同。位置已被压平，定价差异全部体现在盈利上。这一结论在毛利率分组中得到印证：毛利率 5% 以上的 7 只跌幅中位 -1.96%，其余三组为 -4.65% 至 -8.94%。

第二，亏损的来源是成本端，不是收入端。22 只营业收入合计下降 3.29%，归母净利润由 +86.84 亿元转为 -57.55 亿元，摆动 144.39 亿元；毛利率中位 3.65%，4 只为负。收入的小幅下滑经过 3.65% 的薄毛利放大后，直接转为亏损。这一结构意味着，需求端的小幅修复不足以扭转利润，价格与成本的相对变化才是决定项。

第三，估值锚已由 PE 转向 PB，但 PB 的区分度弱于盈利。行业整体 PE 因合计净利为负而不适用，单只 PE 仅 8 只有读数、中位 45.8 倍；PB 中位 0.76 倍、15 只破净。以破净筛选得到的组合近 20 日跌幅中位 -4.57%，以盈利筛选得到的组合为 -2.42%，后者的区分度更高。高 PB 组 6 只的资产负债率中位 90.55%，其 PB 读数源于净资产被侵蚀，不构成估值溢价。

第四，11 月 4 日的反弹由普涨带动，量能未起。当日全市场上涨 4667 家、涨停 118 家，该行业等权指数上涨 0.60%、个股中位数 +0.74%、上涨 18 只，涨幅不足国证 2000 的五分之一；量比中位 0.91，仅 7 只高于 1。低位、薄利、无量三个条件同时存在，反弹的持续性取决于基本面而非资金面。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表9：主要判断与对应的数据依据

判断	关键数据	数据出处
盈利分层是定价主线	盈利组 -2.42%，亏损组 -6.79%，相差 4.37 个百分点	表 6
亏损来自成本端	营收 -3.29%，净利由 +86.84 亿元转为 -57.55 亿元	正文第 3 节
估值锚转向 PB	PB 中位 0.76 倍，15 只破净，PE 仅 8 只有读数	正文第 5 节
高 PB 源于净资产侵蚀	PB 高于 1 倍的 5 只资产负债率中位 90.55%	正文第 5 节
反弹量能未起	量比中位 0.91，仅 7 只高于 1，涨幅不足国证 2000 的五分之一	表 1、正文第 1 节

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；数据截至 2026 年 11 月 4 日。

后续值得跟踪的指标有三项。一是四季度钢材价格与铁矿石、焦煤采购成本的价差，这决定毛利率能否从 3.65% 的中位水平回升，是利润修复的前提；二是亏损产能的退出进度，包括检修、减产与产能置换的实际落地情况，长材组 3 只全部亏损，其生产节奏的调整对区域价格影响直接；三是破净公司的分红与回购安排，15 只破净股中 5 只近 12 个月未实施分红，若分红比例提升，股息率对估值的支撑作用将重新显现。

8. 风险提示

1. 地产与基建需求恢复不及预期，钢材价格可能继续下行。建筑用钢在钢材消费中的占比最高，新开工与施工强度的变化会较快传导到长材的成交与报价。若四季度新开工同比降幅继续扩大，长材组 3 只全部亏损的局面难以扭转，板材订单也将随之走弱。

2. 铁矿石、焦煤等原料价格上行，将压缩本已偏薄的毛利。2026 年三季报样本毛利率中位仅 3.65%、4 只为负，成本每上涨 1 个百分点都可能把微利公司推入亏损。钢厂对原料的议价能力弱于矿山，钢价下行与成本上行同时出现时，毛利收缩的幅度会大于收入的降幅。

3. 钢材出口受关税与贸易政策变化影响，外需存在回落可能。国内需求偏弱的阶段，出口是消化产量的重要渠道。一旦主要出口市场加征关税或启动反倾销调查，出口订单会在短期内收缩，回流国内的资源将加剧区域价格竞争，对出口占比较高的板材与管材公司影响更直接。

4. 环保与产能置换政策调整，可能改变生产节奏与区域供给。超低排放改造、限产与产能置换的落地节奏直接影响高炉开工率。限产力度加大短期对价格形成支撑，但会抬高吨钢固定成本。置换产能若集中投产，区域供给压力上升，价格修复的时间会被拉长。

5. 部分亏损公司持续经营能力受限，存在资产减值与退市风险。鞍钢股份、本钢板材、安阳钢铁、凌钢股份、酒钢宏兴五家合计亏损 118.77 亿元，*ST 八钢资产负债率 102.79%、净资产已为负。若亏损延续，存货与固定资产减值会进一步侵蚀净资产，被实施退市风险警示的标的还面临流动性折价。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

6. 高负债公司财务费用上升，偿债压力加大。样本资产负债率中位 60.64%，7 只高于 70%，安阳钢铁 96.41%、酒钢宏兴 91.24%、本钢板材 90.55%。在 3.65% 的毛利率水平下，利息支出对利润的侵蚀被放大，若融资环境收紧或续贷成本上升，部分公司可能出现流动性压力。

7. 分红能力下降，将使股息率回落、估值支撑减弱。样本股息率中位 2.14%、11 只有读数，高股息集中在少数盈利公司。15 只破净股中 5 只近 12 个月未实施分红，若四季度盈利不能修复，分红比例下调会削弱破净资产的估值支撑。

8. 区间位置偏低但基本面未改善的标的，反弹持续性不足。22 只中 13 只区间位置低于 20%，行业位置中位 14.8%，11 月 4 日反弹的量比中位仅 0.91。位置低是结果而非理由，在毛利率与利润未出现拐点之前，缺乏成交配合的上涨容易在一次普涨后回落。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn