

• 证券研究报告 •

行业周期筑底，关注格局优化

2025年钢铁行业投资策略

2024.12.12



深化改革 与时偕行
Technology and Innovation Driven Prosperity

申万宏源 · 2025资本市场投资年会
Shenwan Hongyuan · 2025 Capital Market Strategy Conference

- **近年受地产需求下行影响，钢铁行业景气度持续回落，不过展望2025年，我们认为目前钢铁的周期底部特征逐渐显现，明年有三重因素有望促进行业格局改善。**
- **1) 供给端，政策限产+部分企业现金流压力推动行业供给加快出清。**碳中和背景下，政策端明确钢铁去产量为中长期基调，节能降碳要求有望加快落后产能出清，供给端行业的兼并重组有望推动未来集中度的提升。
- **2) 需求端，制造业需求有韧性，支撑板材和特钢景气度。**宏观政策利好助力建筑需求企稳，同时制造业需求有较强韧性，未来仍然看好板材与特钢板块的盈利能力。
- **3) 成本端，原料价格中枢下行，产业链利润分配趋于合理。**西芒杜铁矿预期将于2025年投产，铁矿供给有较大增长，同时钢铁供给端承压制约铁矿需求，预计后续铁矿石价格中枢回落，推动钢企利润修复。
- **投资分析意见：**我们分析认为，我国未来钢铁消费结构将从建筑业向制造业转移，行业转型过程中建议关注下游以制造业为主、需求较为稳定的低估值高分红板材标的**宝钢股份、南钢股份、华菱钢铁**。同时中长期来看，能源、新基建、航空航天、国防等领域消费的特种钢材也成为钢铁消费的重要力量，故建议关注受益下游油气领域高景气的高端不锈钢管材标的**久立特材**。
- **风险提示：**原材料价格高于预期；下游需求不及预期。

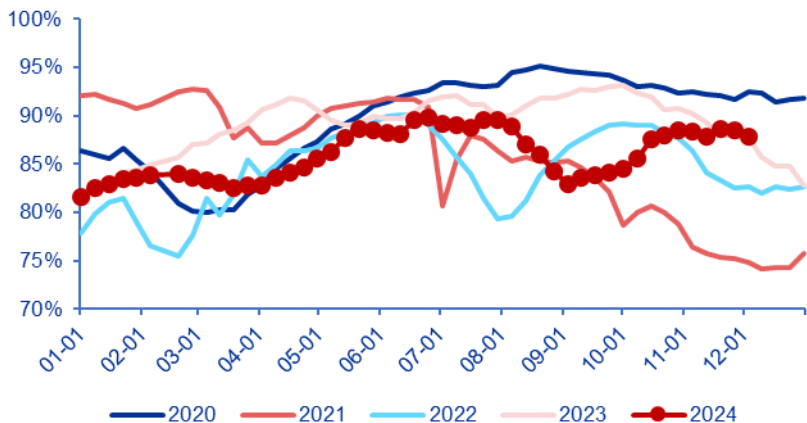
主要内容

1. 能耗要求提升，压制钢铁供给
2. 需求总量回落，结构出现分化
3. 成本压力缓解，利润预期改善
4. 投资分析意见

1.1 双碳政策下钢铁产量压减是长期基调

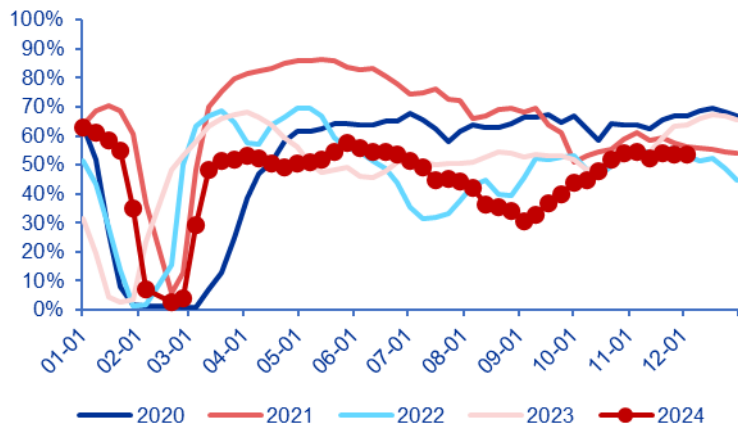
- **2022年2月，** 等三部委发布《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，提出2025年80%以上钢铁产能完成超低排放改造，并确保2030年完成钢铁行业碳达峰，是钢铁产量调控的中长期约束。
- **由于我国目前钢铁的生产主要以高炉为主，且相对而言，环保要求对于高炉的生产影响更大，故重点关注高炉企业产能利用率的变化。** 2024年初以来，高炉产能利用率整体低于23年同期水平，主要是受到产量调控和行业低利润的双重压制。

图1：样本企业高炉产能利用率情况 (%)



资料：钢联数据、申万宏源研究

图2：样本企业电炉产能利用率情况 (%)

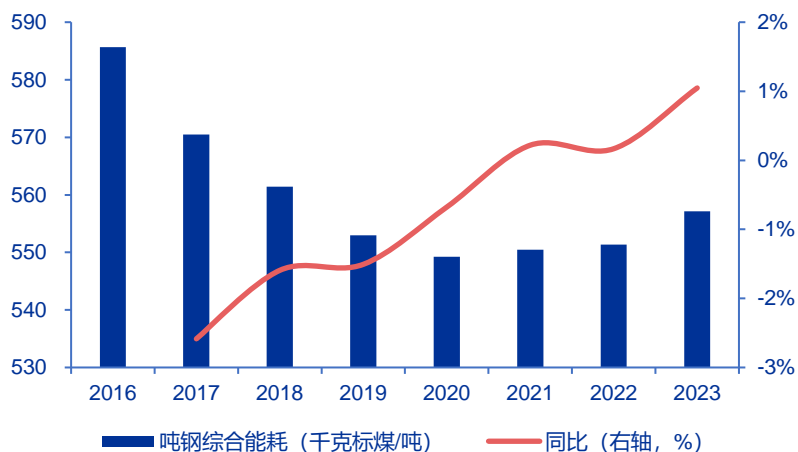


资料：钢联数据、申万宏源研究

1.2 节能降碳要求提升，钢铁产量调控预期强化

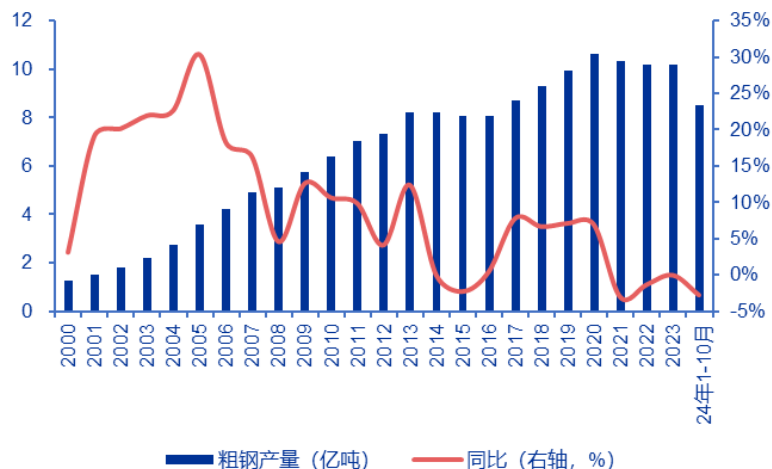
- 2024年3月，政府工作报告提出：“单位国内生产总值能耗降低2.5%左右，生态环境质量持续改善”，相比前两年，提出了具体明确的能耗下降目标；而钢铁作为高耗能行业，根据中钢协统计的重点钢企数据，2021-2023年平均吨钢能耗水平不降反升，降能耗的政策要求强化产量调控预期。
- 2024年5月，国务院印发《钢铁行业节能降碳专项行动计划》，进一步明确提出“2024年继续实施粗钢产量调控”。根据国家统计局数据，2024年1-10月，中国粗钢产量同比下降2.7%。综合预计2024-2025年中国粗钢产量同比分别将下降1.7%、下降1%。

图3：2023年吨钢综合能耗水平有所上升



资料：中国钢铁工业协会、申万宏源研究

图4：近年中国粗钢产量整体趋于回落



资料：国家统计局、申万宏源研究

主要内容

1. 能耗要求提升，压制钢铁供给
2. 需求总量回落，结构出现分化
3. 成本压力缓解，利润预期改善
4. 投资分析意见

2.1 需求：建筑需求企稳，制造业需求韧性强

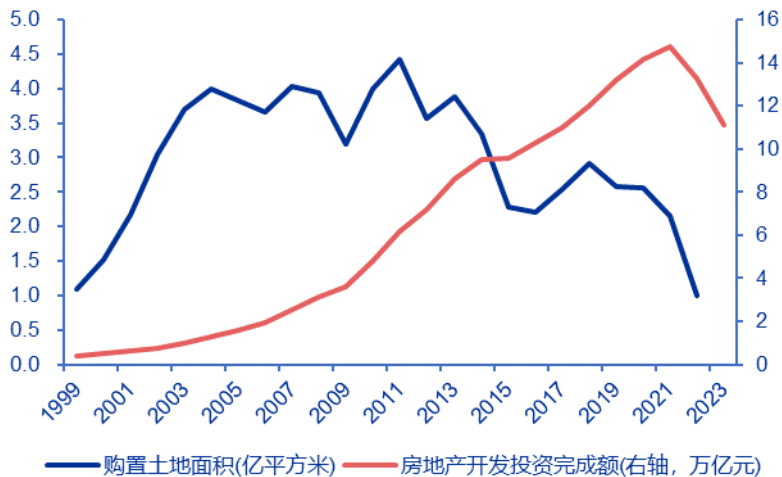
表1：2018-2026年全国钢铁供需情况分析预测（亿吨，%）

年份	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总需求 (亿吨)	9.08	9.50	9.65	9.74	9.15	9.07	9.04	9.03	9.07
总需求增速 (%)	5.49%	4.70%	1.56%	0.90%	-6.08%	-0.85%	-0.28%	-0.16%	0.46%
(1) 建筑行业需求 (亿吨)	5.29	5.70	5.94	5.73	5.01	4.57	4.26	4.13	4.08
建筑行业需求占比 (%)	58.23%	59.93%	61.59%	58.87%	54.78%	50.39%	47.14%	45.75%	45.00%
建筑行业需求增速 (%)	9.19%	7.76%	4.37%	-3.55%	-12.61%	-8.80%	-6.70%	-3.10%	-1.20%
(2) 机械行业需求 (亿吨)	1.55	1.59	1.65	1.70	1.72	1.73	1.74	1.75	1.76
机械行业需求占比 (%)	17.10%	16.73%	17.08%	17.41%	18.81%	19.08%	19.23%	19.36%	19.38%
机械行业需求增速 (%)	4.52%	2.43%	3.65%	2.87%	1.45%	0.60%	0.50%	0.50%	0.60%
(3) 汽车行业需求 (亿吨)	0.56	0.54	0.52	0.53	0.55	0.59	0.61	0.62	0.64
汽车行业需求占比 (%)	6.21%	5.68%	5.39%	5.45%	6.00%	6.48%	6.75%	6.92%	7.02%
汽车行业需求增速 (%)	-2.75%	-4.26%	-3.70%	2.10%	3.40%	7.00%	3.90%	2.30%	2.00%
(4) 造船行业需求 (亿吨)	0.12	0.11	0.12	0.14	0.17	0.19	0.22	0.24	0.25
造船行业需求占比 (%)	1.32%	1.19%	1.19%	1.43%	1.81%	2.12%	2.43%	2.64%	2.77%
造船行业需求增速 (%)	-14.21%	-5.89%	1.77%	21.00%	19.00%	16.34%	14.23%	8.20%	5.60%
(5) 家电行业需求 (亿吨)	0.13	0.14	0.14	0.15	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
家电行业需求占比 (%)	1.38%	1.42%	1.45%	1.50%	1.56%	1.59%	1.60%	1.60%	1.59%
家电行业需求增速 (%)	6.88%	8.00%	3.70%	4.30%	-2.20%	0.67%	0.50%	-0.10%	-0.10%
(6) 铁道行业需求 (亿吨)	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
铁道行业需求占比 (%)	0.56%	0.57%	0.57%	0.58%	0.62%	0.64%	0.64%	0.65%	0.66%
铁道行业需求增速 (%)	4.08%	5.90%	1.85%	2.00%	1.50%	1.20%	1.10%	1.00%	1.00%
(7) 集装箱行业需求 (亿吨)	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06
集装箱行业需求占比 (%)	0.71%	0.52%	0.48%	0.52%	0.60%	0.65%	0.67%	0.69%	0.70%
集装箱行业需求增速 (%)	13.10%	-23.99%	-5.64%	9.00%	8.00%	7.50%	4.00%	3.00%	2.00%
(8) 能源行业需求 (亿吨)	0.37	0.38	0.39	0.40	0.42	0.44	0.46	0.48	0.50
能源行业需求占比 (%)	4.11%	4.05%	4.04%	4.11%	4.59%	4.86%	5.11%	5.35%	5.56%
能源行业需求增速 (%)	1.52%	3.05%	1.47%	2.50%	4.90%	5.00%	4.80%	4.60%	4.30%
(9) 其他行业需求 (亿吨)	0.38	0.42	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.45	0.45
其他行业需求占比 (%)	4.18%	4.44%	4.75%	4.74%	5.03%	5.05%	5.05%	5.04%	5.01%
其他行业需求增速 (%)	9.32%	11.21%	8.56%	2.54%	-0.50%	-0.40%	-0.40%	-0.30%	-0.20%
(10) 钢材净出口量 (亿吨)	0.56	0.52	0.33	0.53	0.57	0.83	1.03	1.08	1.12
钢材出口需求占比 (%)	6.19%	5.47%	3.46%	5.40%	6.20%	9.15%	11.38%	12.00%	12.31%
钢材出口增速 (%)	-9.56%	-7.44%	-35.68%	57.39%	7.83%	46.20%	24.00%	5.30%	3.10%
总产量 (亿吨)	9.28	9.96	10.65	10.33	10.19	10.19	10.02	9.92	9.82
产量增速 (%)	11.57%	7.33%	6.87%	-2.98%	-1.36%	0.00%	-1.70%	-1.00%	-1.00%
理论供需缺口 (供给-需求 \approx △库存) (亿吨)	0.21	0.46	1.00	0.59	1.04	1.12	0.97	0.89	0.75

2.2 地产：投资和拿地低迷，地产用钢需求偏弱

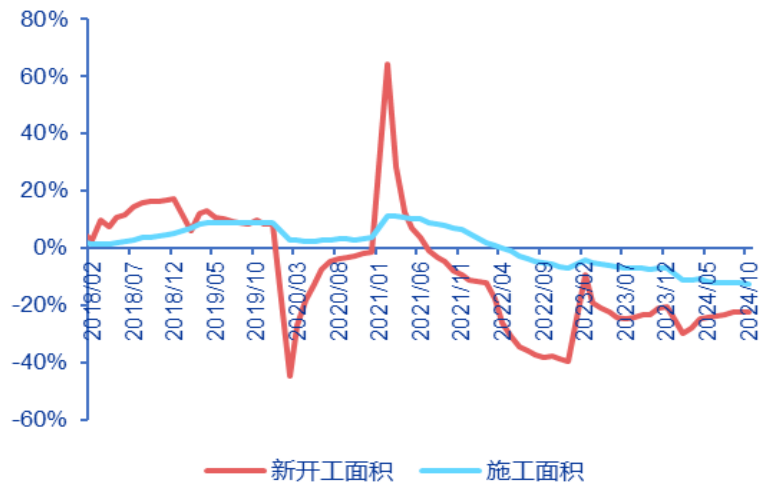
- **地产投资低迷，拿地情况不佳，拖累新开工和施工数据。**2021年以来，房地产企业投资持续回落，购置土地面积也表现较为弱势，2023年房地产开发投资完成额同比下降16.54%；投资和拿地的低迷进一步传导至开工和施工端，2024年1-10月，新开工面积同比下降22.6%、施工面积同比下降12.4%。
- **地产用钢需求主要集中在开工和施工环节，故而当前地产开工和施工较弱的背景下，预计24年地产用钢需求整体仍然承压。**不过考虑到后续保障性住房、城中村改造等政策支持下，预计地产需求降幅将有所收窄。

图5：地产投资和拿地数据回落



资料：国家统计局、申万宏源研究

图6：地产开工和施工累计同比数据持续低迷 (%)

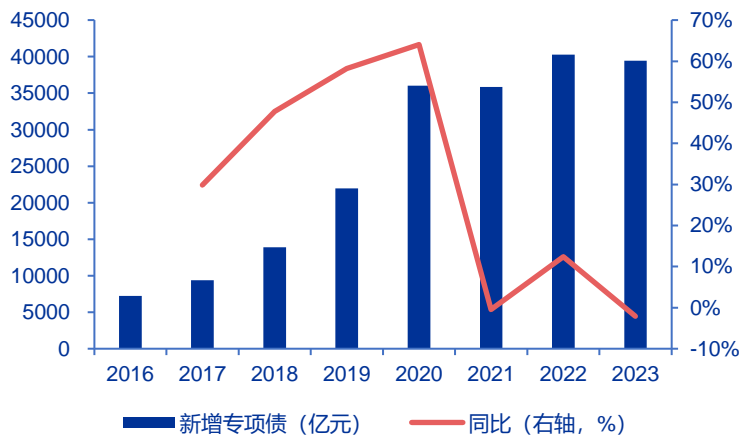


资料：国家统计局、申万宏源研究

2.3 基建：近期专项债发行提速，支撑后续基建需求

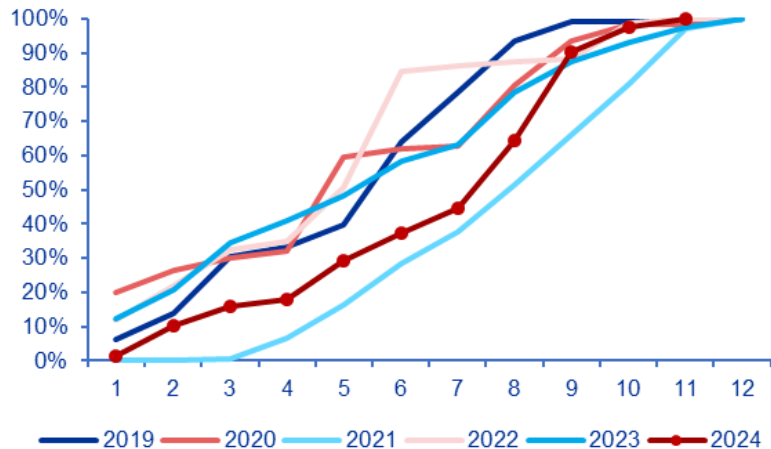
- **基建资金投入的主要增量 于专项债，近年规模上整体处于较高水平。** 2020年以来，地方政府新增专项债规模整体处于相对高位，根据财政部，2024年拟安排地方政府专项债3.9万亿，新增专项债规模维持较高水平。
- **2024上半年专项债发行节奏偏慢，但下半年进度上出现明显提速。** 2024年1-6月，合计新增专项债规模为1.49万亿元，整体进度约37.39%，慢于往年同期，造成上半年基建需求偏弱；不过随着7月份发行进度提速，叠加9月下旬以来政府释放的一系列财政积极信号，预计后续基建需求环比将逐渐向好。

图7：近年新增专项债规模位于较高水平



资料：财政部、申万宏源研究

图8：2024年新增专项债发行节奏偏慢 (%)



资料：财政部、申万宏源研究

2.3 基建：政策释放积极信号，需求不必过度悲观

- **需求端，政策利好持续释放，预计相关下游需求将有所好转。**
- 2024年9月下旬以来，政府陆续释放一系列政策利好，包括降准降息、下调存量房贷利率、推动化债、加大逆周期调节力度等举措，预计经济刺激政策下地产、基建相关需求环比将有所改善，进而驱动钢铁需求企稳回升。
- 2024年12月中央政治局会议提出，要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节。

表2：2024年9月下旬以来，政府释放一系列政策利好

时间	会议内容
2024年9月24日	国新办新闻发布会出台降息、降准、降存量房贷利率在内的一系列政策工具。
2024年9月26日	中央政治局会议提出货币和财政支持，降低存款准备金率，实施有力度的降息，促进房地产市场止跌回稳，加大白名单项目贷款投放力度。
2024年10月12日	财政部新闻发布会，加大逆周期调节力度，推出一揽子财政增量政策，向地方下达4000亿元债务限额。
2024年11月8日	全国人大 会审议通过近年来力度最大化债举措，增加地方政府债务限额6万亿元，用于置换存量隐性债务，为地方政府腾出空间更好发展经济、保障民生；同时从2024年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。
2024年12月9日	中央政治局会议提出，明年要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节；实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市。

资料：政府官网、申万宏源研究

2.4 机械：需求整体平稳，边际有所改善

- 整体上看，2023年10月以来，中国制造业PMI基本处于49%~51%间，整体较为平稳；同时高技术制造业PMI相对景气，24年1-11月多数时间保持在荣枯线之上。
- 具体分产品看，工程机械需求边际有所改善，高端制造业维持较好水平。工程机械以挖掘机为例，23年6-12月当月产量同比均为负值，进入24年后，4-10月同比已经转正；而金属切削机床和工业机器人等高技术机械则维持较好表现。

图9：PMI整体平稳，高技术制造业相对较好（%）

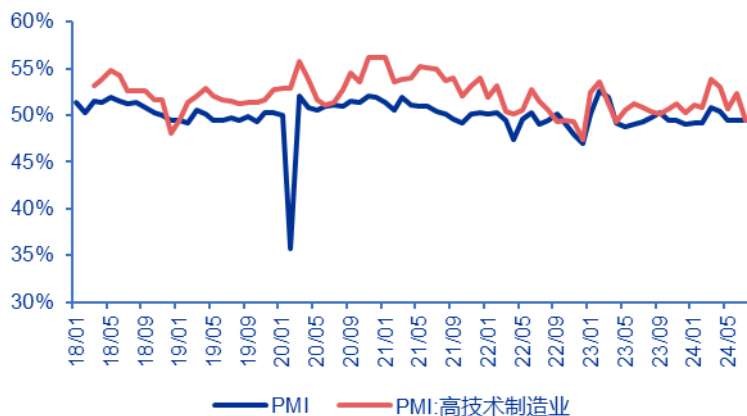
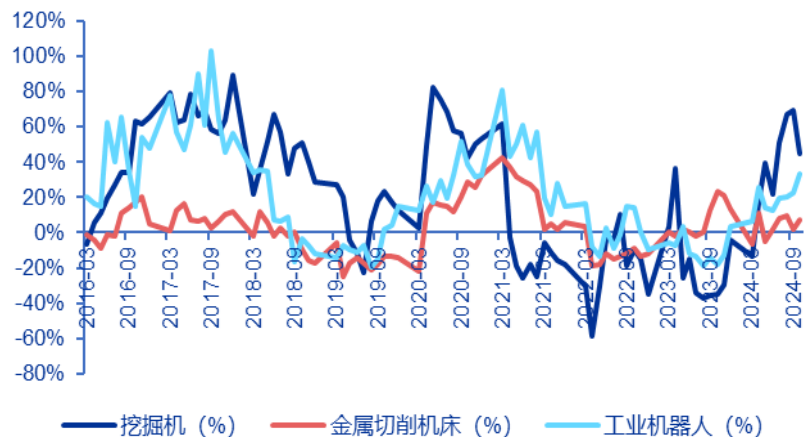


图10：部分机械产量当月同比情况



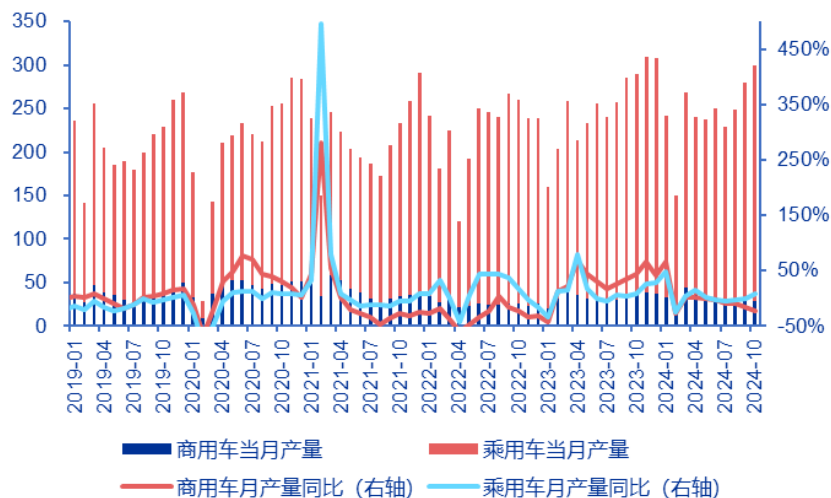
资料：国家统计局、申万宏源研究

资料：国家统计局、申万宏源研究

2.5 汽车：整体维持高景气，新能源车带动特钢需求

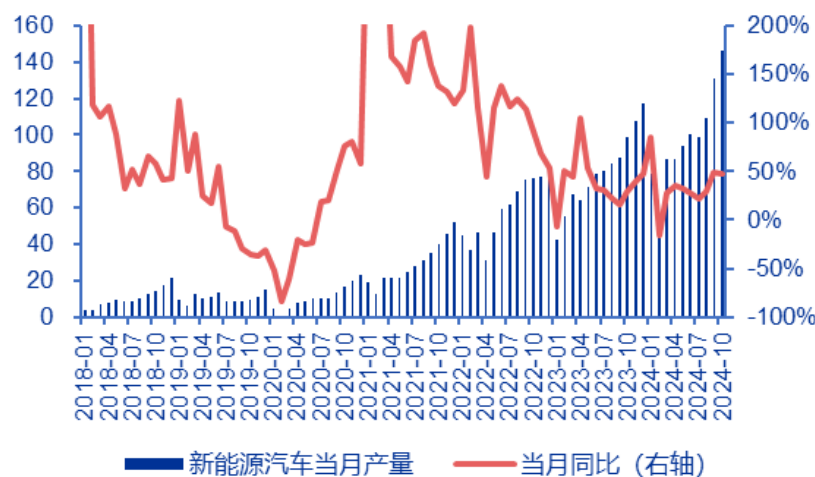
- **汽车领域需求整体较好。**2023年，乘用车和商用车产量同比均有较高增速，合计产量达3013万辆，同比增长约11.6%，较21年同期增长约14%。2024年，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出要“开展汽车以旧换新”，1-10月乘用车合商用车产量合计约2446万辆，同比增长2.11%。
- **同时结构上，新能源车的高速增长带动了高端特钢材料需求。**2021年以来，新能源汽车产量持续处于较高增速，2024年3-10月当月产量同比保持20%以上增速，带动无取向硅钢等高端特种钢材需求增长。

图11：2019-2024/10汽车产量当月情况（万辆，%）



资料：中国汽车工业协会、申万宏源研究

图12：新能源车月产量保持高增速（万辆，%）

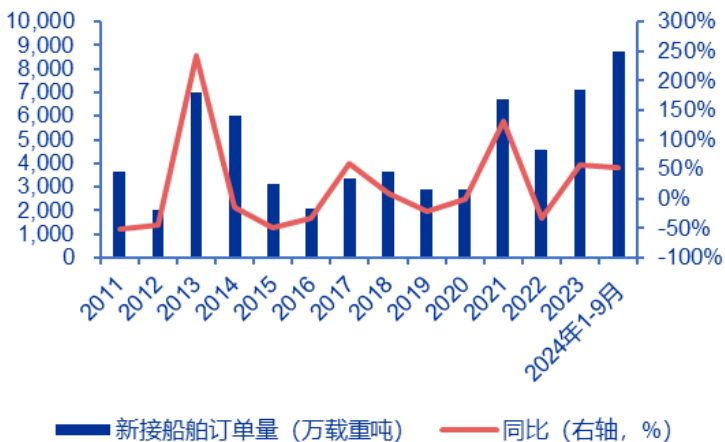


资料：中国汽车工业协会、申万宏源研究

2.6 造船: 航运景气持续, 中厚板需求保持增长

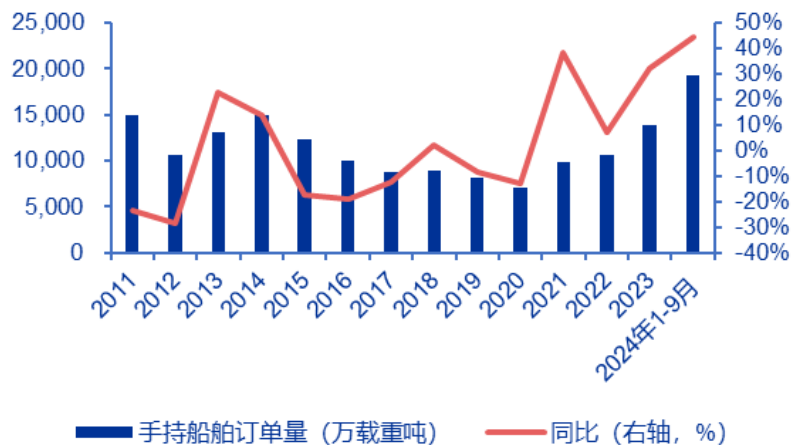
- **2021年以来, 全球航运景气度维持高位。**2024年1-9月, 我国船舶新订单量同比增长51.92%至8711万载重吨, 手持订单量同比增长44.33%至19330万载重吨。
- 由于造船周期一般为1-2年, 新接船舶订单将逐步转为手持订单。考虑到2019年以来新接船舶订单量需求较为稳定, 且23年恢复较高增长, **预计未来2年内手持订单量将保持较高水平, 进而维持中厚板需求1-2年内的较高增速。**

图13: 2023年中国新接船舶订单量恢复增长



资料 : 工信部、申万宏源研究

图14: 2021年至今中国手持船舶订单量持续增长



资料 : 工信部、申万宏源研究

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/795221203320012011>