

钢铁

金融属性与商品属性如何投资

行情回顾（3.24-3.28）：

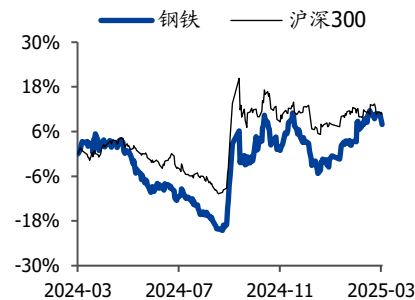
中信钢铁指数报收 1,613.15 点，下跌 2.52%，跑输沪深 300 指数 2.54pct，位列 30 个中信一级板块涨跌幅榜第 24 位。

重点领域分析：

投资策略：本周市场转入调整，商品市场黄金继续强势突破了 3100 美元，在金融属性和商品属性双重加持下，有色金属表现亮眼，金融属性不足的黑色金属则继续震荡。我们在此前的深度报告《江河万古流》中指出，随着时间的推移美国政府债务似乎将越来越难寻觅到大的承接主体，其旁氏的平衡十分脆弱。每年两万亿的财政赤字如果不能保证能够及时融入更大的债务资金，则由央行买单的概率和紧迫性增加。新一轮财政赤字货币化也许会超出市场的预期，实施后会加速美元的贬值，带来全球资本大流动。同时货币周期的循环也将加速从信用货币向金属货币回归。历史上由于面临崛起大国的挑战，主导国会在其债务周期后期储备货币地位面临动摇，当债务持有人希望出售持有的货币债务，换成其他形式的财富储存工具，一旦人们意识到货币和债务不是一个好的选择，主导国长期债务周期就走到了尽头。当今最重要的是美帝国和美元、之前最重要的是大英帝国和英镑，以及再之前还有荷兰帝国和荷兰盾等。这一时期货币体系贬值结构性重组会提高大宗商品的金融属性的作用。商品市场金融属性占优时候会出现大量商品 ETF 来变为库存，从而放大商品价格的弹性，其中金、银、铜等金属会最受青睐。目前贵金属相关股票处于明显低估状态。而黑色金属金融属性相对较低，对于商品属性为主的此类拐点型投资需要把握的是几个方面：一是是否足够便宜，具有安全边际；二是未来的盈利回归的盈利能力；三是行业向好的需求端来源，单纯地讲产能收缩无法维持；四是目前和未来的行业刺激因素。这种行业困境反转往往发生在周期性行业或者具有周期性性质的制造业，因为产能和需求之间的不匹配造成的股价大幅度波动。对于这种类型的投资安全边际要观察其资产，公司现有资产未来是否还能盈利，可以使用重置成本作为一种考量方式，往往制造业相同产能投资是随着时间递减的，PB 和资源价值也是一种比较好的衡量方式。在节奏上困境反转投资实际是很难判定的，因为在判断之初往往没有什么根据，更多都是根据逻辑判断，有数据验证的时候股票价格已经不再足够便宜，依据当时的数据判断已经不足以支撑股价的继续上涨。很多人会采用趋势投资策略，比如说当时行业如何景气、行业在当时如何好，但是股票市场很有效，股票价格会提前让行业景气见顶，这个也是基本面趋势投资容易失误的地方。我们在此前深度报告以重置价值测算行业部分公司处于价值低估区，具备非常强的安全边际。同时行业未来存在修复的机会（详见国盛证券华菱钢铁深度报告、南钢股份深度报告、宝钢股份深度报告、新钢股份深度报告）。而行业盈利均值回归的促发因素一方面来自于今年财政的扩张，只不过经济结构在成熟期后更多依赖消费的恢复，而不是去观察以往的建筑业投资，因此需求恢复速度偏慢。另一方面在产出缺口端我们需要更多依赖供给端的调整。回顾工业化成熟期中重工业资产的典型特征是沉没成本很大，资本退出很困难。往往进入成熟期后需要通过行政化的手段对供给端进行裁剪，中央经济工作会议也提出“综合整治内卷式竞争，规范地方政府和企业行为”。未来若配合行业供给端调整政策，三周期会形成共振，加快行业回归的进程。我们继续推荐底部估值区域的华菱钢铁、南钢股份、宝钢股份、新钢股份，受益于油气、核电景气周期的久立特材，受益于管网改造及普钢盈利弹性的新兴铸管，受益于

增持（维持）

行业走势



相关研究

- 《钢铁：周期股投资的本质》 2025-03-23
- 《钢铁：1-2月数据跟踪：粗钢日均产量回升，消费引擎提振需求》 2025-03-17
- 《钢铁：发动消费引擎提振需求》 2025-03-15

煤电新建及油气景气周期的常宝股份，以及受益于需求复苏和镀镍钢壳业务的甬金股份，建议关注受益于煤电新建及进口替代趋势的武进不锈。

铁水产量增加，库存降幅扩大。本周全国高炉与电炉产能利用率环比均增加，国内247家钢厂高炉产能利用率为89.1%，环比+0.4pct，同比+6.3pct；91家电炉产能利用率为50.7%，环比+0.1ct，同比-1.3pct；五大品种钢材周产量为869.5万吨，环比+0.5%，同比+1.6%；本周长流程产量回升，日均铁水产量增**1.0万吨至237.3万吨**，钢材产量增幅环比继续收窄；库存方面，本周五大品种钢材周社会库存为1253.7万吨，环比-2.8%，同比-24.8%，钢厂库存为484.2万吨，环比-2.9%，同比-28.2%；**钢材总库存降幅扩大，环比回落2.8%，降幅较上周扩大0.5pct**，社库节后连续第四周去化，螺纹钢厂库与热卷社库降幅较大；本周由产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费919.8万吨，环比+1.4%，同比-3.7%，其中螺纹钢表观消费245.3万吨，环比+1.0%，同比-12.8%，**本周五大品种钢材表需环比持续好转，热卷消费显著回升，建筑钢材成交周均值为11.5万吨，环比增9.5%**；本周钢材现货价格变动不大，主流钢材品种即期毛利略降，247家钢厂盈利率为53.7%，环比增0.5pct。

碳市场扩围至钢铁行业，产业减量重组有望推进。3月26日生态环境部发布了《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》，标志着全国碳排放权交易市场首次扩大行业覆盖范围工作正式进入实施阶段；近日国家发展改革委发布的《关于2024年国民经济和社会发展计划执行情况与2025年国民经济和社会发展计划草案的报告》明确，今年将持续实施粗钢产量调控，推动钢铁产业减量重组；3月23日-24日，八一钢铁、昆仑钢铁、闽新钢铁、昆玉钢铁等钢厂陆续发布消息称，为推动新疆钢铁行业减量发展，自3月24日起粗钢日产量减少10%。随着后续行业供给端调控及转型升级预期升温，叠加需求改善趋势，钢材中长期基本面有望持续好转。

钢管企业持续受益于煤电装机提升及油气景气预期。根据Wind数据，2025年1-2月全年国内火电投资完成额为142亿元，同比增长34.6%，核电投资完成额181亿元，同比增长48.8%，**在当前能源自主可控，加快规划建设新型能源体系的背景下，煤电与核电机组建设相关标的有望显著受益**；另外油气开采及输送管道相关标的有望受益于油气行业景气周期。

风险提示：国内产量调控政策超预期，下游需求不及预期，原料价格超预期上涨。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600782.SH	新钢股份	买入	0.16	0.03	0.17	0.30	24.30	150.21	24.85	14.15
600282.SH	南钢股份	买入	0.34	0.37	0.44	0.49	13.30	12.79	10.78	9.61
000932.SZ	华菱钢铁	买入	0.74	0.29	0.58	0.69	7.30	14.21	8.93	7.46
600019.SH	宝钢股份	买入	0.54	0.41	0.46	0.54	12.50	17.87	16.01	13.70
002318.SZ	久立特材	买入	1.52	1.53	1.85	2.10	16.00	15.35	13.65	12.04
000778.SZ	新兴铸管	增持	0.34	0.19	0.21	0.25	11.80	18.90	16.43	14.01
603995.SH	甬金股份	买入	1.24	2.01	2.15	2.42	15.70	10.19	9.51	8.46
002478.SZ	常宝股份	买入	0.87	0.70	0.79	0.89	6.30	7.52	7.28	6.50

资料来源: Wind

内容目录

1.本周核心观点.....	4
1.1.供给：日均铁水产量增加.....	4
1.2.库存：总库存降幅扩大.....	5
1.3.需求：表观消费持续好转.....	7
1.4.原料：铁矿价格走强.....	7
1.5.价格与利润：钢材现货价格涨跌互现，即期毛利略降.....	10
2.本周行情回顾.....	12
3.本周行业资讯.....	13
3.1.行业要闻.....	13
3.2.重点公司公告.....	13
4.风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 247家样本钢厂炼铁产能利用率(%).....	4
图表 2: 247家钢厂日均铁水产量(万吨).....	4
图表 3: 91家样本钢厂电炉产能利用率(%).....	5
图表 4: 五大品种钢材周度产量(万吨).....	5
图表 5: 螺纹钢周度产量(万吨).....	5
图表 6: 热轧卷板周度产量(万吨).....	5
图表 7: 五大品种钢材社会库存(万吨).....	6
图表 8: 螺纹钢社会库存(万吨).....	6
图表 9: 热轧卷板社会库存(万吨).....	6
图表 10: 五大品种钢材钢厂库存(万吨).....	6
图表 11: 螺纹钢钢厂库存(万吨).....	6
图表 12: 热轧卷板钢厂库存(万吨).....	6
图表 13: 五大品种钢材周度表观消费量(万吨).....	7
图表 14: 螺纹钢周度表观消费量(万吨).....	7
图表 15: 热轧卷板周度表观消费量(万吨).....	7
图表 16: 主流贸易商日度建材成交量(五日移动平均)(万吨).....	7
图表 17: 普氏铁矿石价格指数(62%Fe, CFR)(美元/吨).....	8
图表 18: 澳洲周度发货量(万吨).....	8
图表 19: 巴西周度发货量(万吨).....	8
图表 20: 45港口到港量(万吨).....	8
图表 21: 45港口铁矿库存(万吨).....	9
图表 22: 大中型钢厂进口铁矿库存可用天数(天).....	9
图表 23: 焦炭现货价格(天津港准一级)(元/吨).....	9
图表 24: 230家独立焦化厂焦炉生产率(%).....	9
图表 25: 焦炭港口、钢厂、焦企加总库存(万吨).....	9
图表 26: 247家钢厂焦炭库存可用天数(天).....	9
图表 27: 螺纹钢与热卷现货价格(上海地区)(元/吨).....	10
图表 28: 螺纹钢与热卷现货基差(元/吨).....	10
图表 29: 螺纹钢综合成本与即期吨钢毛利(元/吨).....	11
图表 30: 热卷综合成本及即期吨钢毛利(元/吨).....	11
图表 31: 原料滞后三周螺纹钢综合成本与吨钢毛利(元/吨).....	11
图表 32: 原料滞后三周热卷综合成本与吨钢毛利(元/吨).....	11
图表 33: 废钢现货价格(张家港, 6-8mm 不含税)(元/吨).....	11
图表 34: 短流程螺纹即期成本与吨钢毛利(元/吨).....	11
图表 35: 本周市场及行业表现.....	12
图表 36: 本周中信一级各行业涨跌幅(%).....	12
图表 37: 本周钢铁(中信)个股涨跌幅(%).....	12
图表 38: 本周重点公司公告.....	13