

钢铁行业的历史周期性回顾与思考

研究院 黑色建材组

研究员

王英武

☎ 010-64405663

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号: F3054463

投资咨询号: Z0017855

王海涛

✉ wanghaitao@htfc.com

从业资格号: F3057899

投资咨询号: Z0016256

邝志鹏

✉ kuangzhipeng@htfc.com

从业资格号: F3056360

投资咨询号: Z0016171

余彩云

✉ yucaiyun@htfc.com

从业资格号: F03096767

投资咨询号: Z0020310

联系人

刘国梁

✉ liuguolaing@htfc.com

从业资格号: F03108558

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

本研究的主要宗旨在于深入剖析当前与前一周期（2013-15年）的黑色商品供需基本情况，从多个角度细致审视两轮周期的产业经济数据，以洞察行业的关键演变。基于这一分析，我们进一步对钢铁行业本轮周期进行相应的判断，为相关行业的参与者提供参考。

核心观点

■ 市场分析

价格方面：在上一轮下降周期中，整个行业下行过程耗时约四年半，上海螺纹钢现货价格累计跌幅高达 64%。相比之下，本轮下降周期至今已持续近三年，跌幅为 43.3%。尽管当前周期的价格下降幅度较为显著，但与上一轮周期相比，仍有一定的差距。

利润方面：两轮下降周期内都经历了显著的利润收缩。具体来看，上一轮下降周期中的亏损水平相对较为温和。在当前的下降周期中，钢厂一度遭受了显著的亏损，2024年至今的行业平均利润显著低于上一个下降周期时的水平。

资产负债：在上一个下行周期中，钢铁行业承受了巨大的现金流压力。当时，黑色金属行业的负债率维持在 66%至 68%的区间，而钢铁上市公司的平均负债率则为 63%。当前的下行周期，黑色金属行业的负债率从 60%增至 65%。钢铁上市公司的负债率从 47.83%微升至 48.97%。总体来看，当前周期的行业负债表现远优于上一轮，表明钢铁企业面临的财务压力相对较小。

消费结构：本轮行业下行周期，国内钢材消费的结构也经历了剧烈的变革。华泰期货研究院的估算显示，2020年，房地产行业、基础设施建设、制造业等非建筑行业以及直接净出口的用钢量占比分别为 39.4%、19.7%、39.4%和 1.5%。2023年房地产行业、基础设施建设、制造业等非建筑行业以及直接净出口的用钢量占比分别为 18.4%、22.1%、51.6%和 7.9%。若进一步细分，预计内需的占比已从 2020年的 89.1%下降至 2024年的 75.6%，反映出内需的实质性减弱；而对外出口（包括直接出口和间接出口）的占比将提升至 24.4%，表明行业对出口的依存度大幅增加。

钢铁产能方面：据华泰期货研究院的测算，在上一轮周期的 2014年，总产能过剩 34.0%。到了 2015年，产能过剩的比例提高至 36.8%，国内粗钢产能存在显著的过剩现象。这种过剩不仅体现在产量与需求之间的差距，也反映在出口量的增加和大量闲

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

置产能上。在当前的钢铁行业下行周期中，2023 年的过剩产能占总产能的 9.3%。进入 2024 年，过剩产能比例将上升至 11.7%。

海外需求：在上一次行业低迷期间，海外需求基本保持稳定。在当前的行业下行周期中，海外需求呈现出持续增长的态势。在印度需求的强劲推动下，当前的海外需求表现优于上一轮下行周期。但后期我们也将面临着更多的全球经济不确定性、地缘政治冲突、以及贸易保护主义的挑战。

铁矿供给：保守估计，上一轮下行周期尾部，全球铁矿石的过剩 2.41 亿吨。如果进一步考虑澳大利亚的中小矿山产量，全球铁矿石的过剩量可能接近 3 亿吨，过剩幅度大约为 15%。据华泰期货研究院预测，2024 年全球铁矿石的过剩量将为 4,000 万吨，而到了 2025 年，预计将上升至 7,000 万吨，当前的铁矿石过剩情况显得较为温和。而根据钢联测算的全球矿山发往中国成本曲线分析，80-100 美金对应约 1.37 亿吨铁矿石供应，其中 80-90 美金对应约 7100 万吨铁矿石供应，这表明供给端的调整更加温和，适度收缩以适应供需变化。

焦煤供给：2014-2015 年，保守估计国产焦煤过剩量达 8700 万吨，进口焦煤过剩量为 2700 万吨，总过剩量约为 1.14 亿吨。如果考虑到大量闲置的煤炭产能，2014 至 2015 年间，焦煤的总过剩量可能超过 1.5 亿吨，过剩幅度约为 28%，与钢铁冶炼行业的过剩水平相当。根据华泰期货研究院的预测，2024 年焦煤进口量预计将达到 1.18 亿吨，同比增加 1500 万吨；而国产焦煤产量预计将减少至 4.33 亿吨，同比减少 1500 万吨，整体供给与去年基本持平。然而，鉴于今年国内需求的下降，预计焦煤市场将步入一个宽松周期。在当前背景下，若动力煤的价格未能实现显著的下降，那么焦煤现货价格中枢难以进一步大幅降低。此外，中国在焦煤进口方面，蒙古和俄罗斯的煤炭占据了超过 78% 的市场份额，这两种煤炭的成本相对较高，也为焦煤的价格提供了额外的支撑。

宏观经济：2014-2015 年，除了日本在 2014 年 4 月和 5 月的 PMI 指数短暂跌破 50 这一关键阈值，其他主要经济体的 PMI 指数均保持在扩张区间。当前周期内，全球制造业 PMI 指数已连续两个月处于收缩区间，数据差于上一轮周期。国内经济方面，从第二产业用电量和铁路货运量这两个关键指标来看，当前周期的表现相较于上一轮周期有所改善。房地产行业的数据在两个周期中均呈现大幅下滑趋势，但本轮周期的下降速度更为显著。值得注意的是，在上一轮周期中，房地产行业经历了快速的复苏，而目前我们仍处于本轮周期的下行阶段。此外，基础设施建设投资在上一轮周期中保持了强劲的增长势头，但在当前周期中，其增速明显放缓，这在很大程度上受到了地方债务管理政策的影响。在这两个产业周期中，制造业均扮演了显著的对冲角色。随着过去几年的持续发展，制造业已跃升为国内钢材消费的绝对主力，占有超过 50% 的份额，

预示着未来钢铁行业的走向将更加依赖于制造业的发展态势。

■ 策略

消费收缩引发行业的下行，价格下跌与利润恶化并行，在实现供给有效收缩之前，在消费改善之前，预计行业仍将经受更加困难的考验。

■ 风险

经济政策及产业政策的调整。

目录

策略摘要 1

核心观点 1

前言 6

一、钢铁行业的历史周期性回顾..... 7

 1.1 两轮下降周期价格对比，绝对值高跌幅低于上一轮..... 7

 1.2 利润急剧下滑，远超上轮水平..... 7

 1.3 资产负债率快速抬升，但大幅低于上一轮周期..... 9

 1.4 国内消费降至疫情前，钢材消费结构迅速变迁..... 9

 1.5 出口缓解部分压力，更大范围的过剩来自于闲置产能..... 11

 1.6 得益于印度市场需求强劲，外需条件优于上一下行周期..... 13

二、钢铁行业的历史周期性回顾-原料篇 14

 2.1 经济活跃度影响废钢供应，废钢供应量波动较大..... 14

 2.2 铁矿供需出现逆转，但过剩程度低于上一周期..... 15

 2.3 煤炭供应持续增加，焦煤进入宽松周期..... 17

三、钢铁行业的历史周期性回顾-经济篇 20

 3.1 全球制造业 PMI 下行，数据差于上一轮周期..... 20

 3.2 国内经济结构深度调整，两轮经济表现各有优劣..... 20

四、结论 23

图表

图 1: 粗钢年度消费及同比 | 单位: 万吨, %..... 6

图 2: 全球及部分地区人均粗钢表观消费量 | 单位: 万吨 6

图 3: 分维度对比本轮钢铁下降周期与上一轮下降周期 6

图 4: 上海螺纹钢月均价连续走势 | 单位: 元/吨..... 7

图 5: 唐山螺纹与热卷实际毛利润 (月均) | 单位: 元/吨..... 8

图 6: 唐山螺纹与热卷实际毛利润(年均) | 单位: 元/吨..... 8

图 7: 行业板块毛利率 | 单位: %..... 8

图 8: 黑色子板块毛利率 | 单位: %..... 8

图 9: 能源子板块毛利率 | 单位: %..... 8

图 10: 黑色金属冶炼和压延加工利润累计 | 单位: 万元 8

图 11: 黑色金属行业负债率 | 单位: %..... 9

图 12: 钢铁上市公司负债率 | 单位: %..... 9

图 13: 国内粗钢年度消费及同比 | 单位: 万吨, %..... 10

图 14: 国内钢材消费结构的迅速变迁 | 万吨, %..... 10

图 15: 国内钢材消费结构深层次变迁 | 单位: 万吨, %..... 11

图 16: 中国历年粗钢产能 | 单位: 百万吨 12

图 17: 中国转炉炼钢产能 | 单位: 万吨 12

图 18: 中国电炉转炉炼钢产能 | 单位: 万吨 12

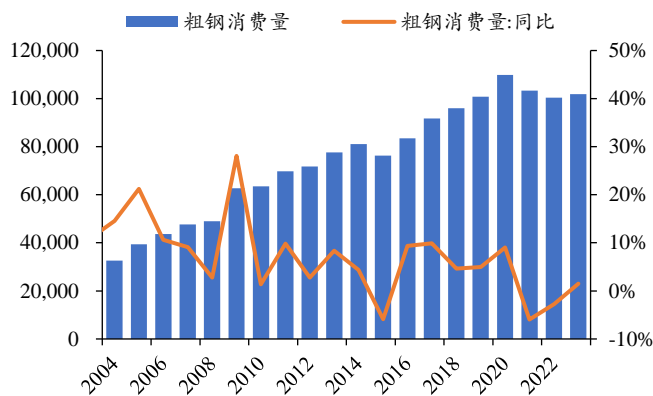
图 19: 国内粗钢年度产量及同比 单位: 万吨, %	12
图 20: 中国年度折粗钢出口量 单位: 万吨	12
图 21: 海外粗钢年度产量及增速 单位: 万吨, %	13
图 22: 海外粗钢年度消费及增速 单位: 万吨, %	13
图 23: 印度钢材总消费及人均消费 单位: 万吨, KG	13
图 24: 全球粗钢年度产量及增速 单位: 万吨	13
图 25: 国内废钢年度消费量 单位: 万吨, %	14
图 26: 海外废钢年度消费量 单位: 万吨, %	14
图 27: 255 家钢厂废钢日耗 单位: 吨	14
图 28: 255 家钢厂废钢日耗 (月均) 单位: 吨	14
图 29: 铁矿石价格指数年均价 单位: 美元/吨	16
图 30: 中国铁矿石年度产量 单位: 万吨, %	16
图 31: 中国铁矿石年度进口量 单位: 万吨, %	16
图 32: 中国年度进口澳洲铁矿量 单位: 万吨, %	16
图 33: 中国年度进口巴西铁矿量 单位: 万吨, %	16
图 34: 中国年度进口澳巴以外铁矿量 单位: 万吨, %	16
图 35: 全球矿山发往中国成本曲线 单位: 美元/百万吨	17
图 36: 动力煤 5500 秦皇岛平仓价 单位: 元/吨	18
图 37: 动力煤价格的三层防护 单位: 万吨, %	18
图 38: 中国炼焦煤年度产量 单位: 万吨, %	19
图 39: 中国年度炼焦煤进口量 单位: 万吨	19
图 40: 中国钢铁用炼焦煤量 单位: 万吨, %	19
图 41: 中国炼焦煤对外依存度 单位: 万吨, %	19
图 42: 全球及主要地区制造业 PMI 单位: %	20
图 43: 全球主要国家景气变化 单位: %	20
图 44: 中国主要钢铁下游行业数据 单位: %	21
图 45: 中国经济热力图 单位: %	21
图 46: 中国新增专项债发行情况 单位: 亿元, %	22
图 47: 二产用电量 单位: %	22
图 48: 铁路货运量 单位: %	22
图 49: 制造业 PMI 分项环比 单位: %	22
图 50: 制造业 PMI 分项同比 单位: %	22
表 1: 2000-2023 年全球主要地区废钢消费量 单位: 万吨, %	15
表 2: 中国铁矿分国别进出口累计量 单位: 万吨	17
表 3: 中国焦煤分国别进口累计量 单位: 万吨	19

前言

过去二十年，中国钢铁行业取得了令人瞩目的发展。华泰期货研究院的测算数据显示，自2004年起，中国的粗钢表观消费量实现了飞跃式的增长，从3.25亿吨激增至2020年的10.98亿吨，增长幅度达到了惊人的2.38倍。这一增长不仅标志着钢铁工业的蓬勃发展，也为中国的经济发展注入了坚实的支撑。

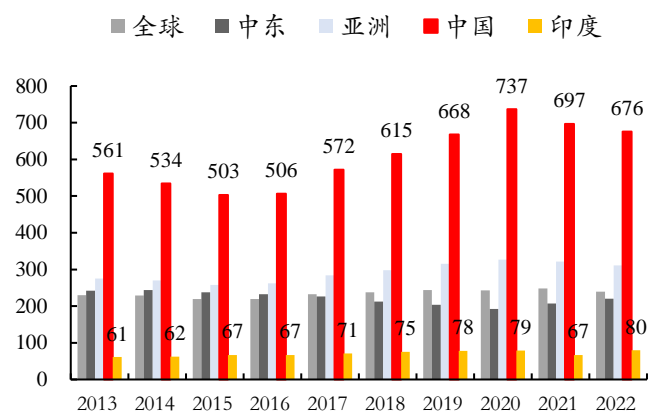
在人均粗钢消费的赛道上，中国同样展现出了非凡的成就。2003年，中国人均粗钢消费量首次超越了全球平均水平，这一里程碑标志着中国钢铁消费能力的显著提升。随着中国经济的持续增长，这一趋势得到了进一步的巩固，并在2017年达到了一个新的高峰——人均粗钢消费量超越了日本。然而，随着工业化进一步加深，中国的人均粗钢消费量在2020年达到历史最高点后，开始呈现下降，这反映了中国经济发展模式的转变和产业结构的优化升级。

图 1: 粗钢年度消费及同比 | 单位: 万吨, %



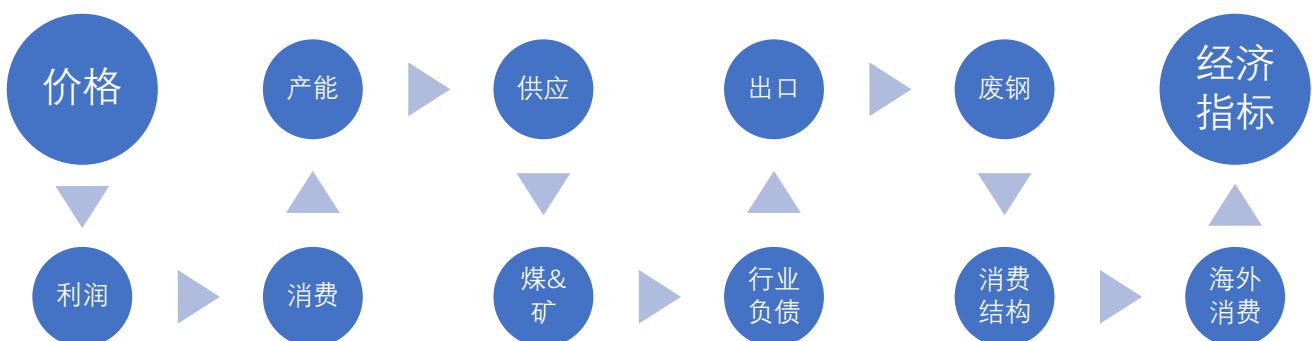
数据来源: 华泰期货研究院

图 2: 全球及部分地区人均粗钢表观消费量 | 单位: 万吨



数据来源: WSA、华泰期货研究院

图 3: 分维度对比本轮钢铁下降周期与上一轮下降周期



数据来源: 华泰期货研究院

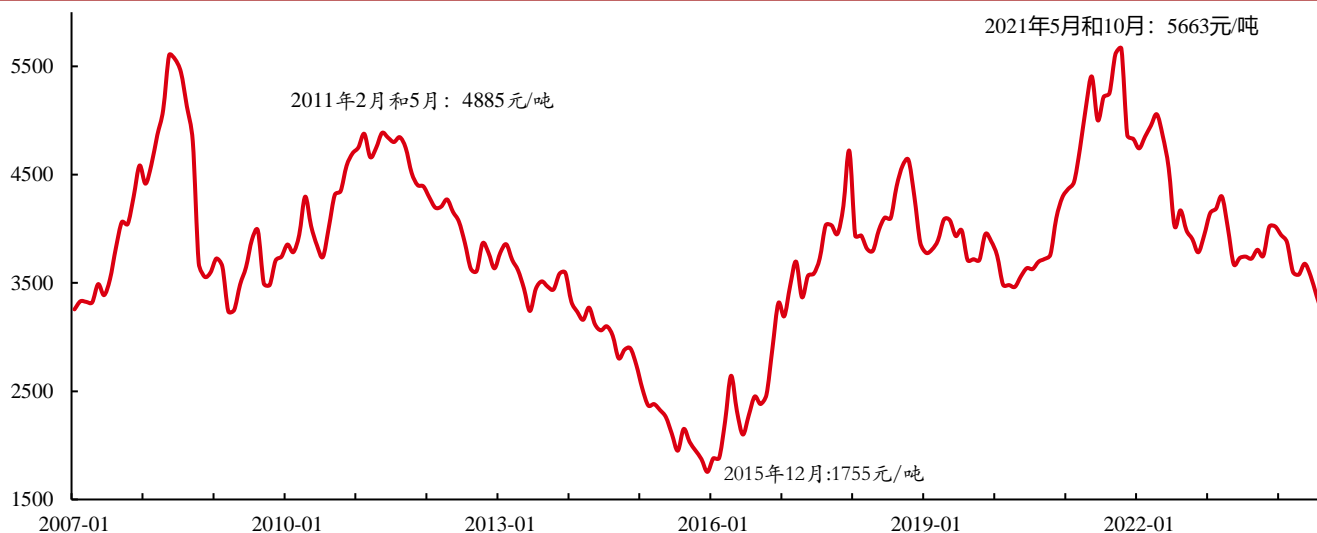
本研究的主要宗旨在于深入剖析当前与前一周期（2013-15 年）的黑色商品供需基本面情况，从多个角度细致审视两轮周期的产业经济数据，以洞察行业的关键演变。基于这一分析，我们进一步对钢铁行业本轮周期进行相应的判断，为相关行业的参与者提供参考。

一、钢铁行业的历史周期性回顾

1.1 两轮下降周期价格对比，绝对值高跌幅低于上一轮

价格方面：以上海螺纹钢现货的月均价格作为分析基准，我们能够清晰地观察到，在上一轮下降周期中，螺纹钢现货价格自 2011 年 2 月至 5 月显著下挫，从每吨 4885 元的峰值一路下滑至 2015 年 12 月的每吨 1755 元，整个下跌过程耗时约四年半，累计跌幅高达 64%。相比之下，本轮下降周期起始于 2021 年 5 月及 11 月，月均价格从每吨 5663 元逐步降至今年 8 月份的每吨 3211 元，至今周期已持续近三年，跌幅为 43.3%。通过对比两轮周期的跌幅，我们可以发现，尽管当前周期的下降幅度较为显著，但与上一轮周期相比，仍有一定的差距。

图 4：上海螺纹钢月均价连续走势 | 单位：元/吨



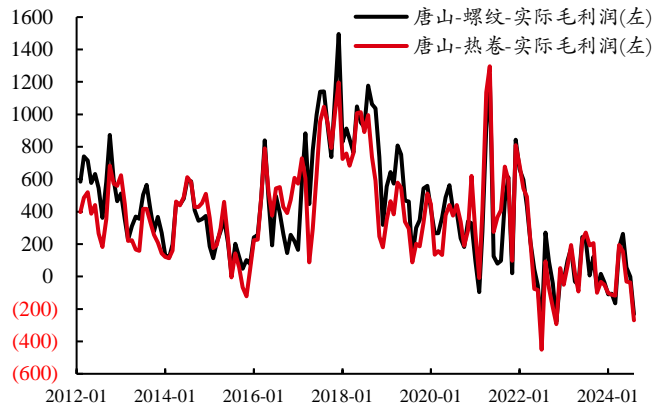
数据来源：Wind、华泰期货研究院

1.2 利润急剧下滑，远超上轮水平

在利润表现方面，钢铁行业在上一个下降周期内经历了显著的利润收缩。具体来看，2012 年 10 月，钢铁企业的利润达到了一个阶段性的高峰，但此后便持续下滑，直至 2015 年触及阶段性的低谷，尽管如此，当时的亏损水平相对较为温和。然而，在当前

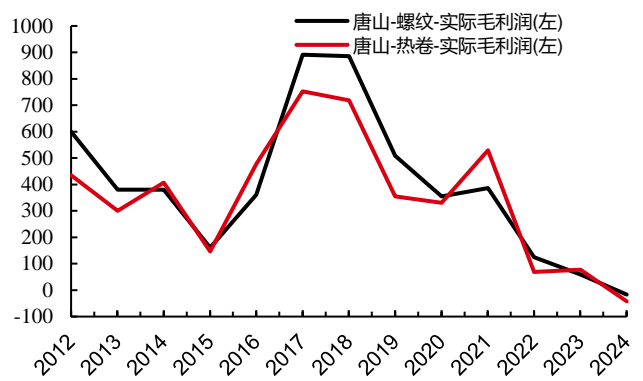
的下降周期中，自 2021 年 5 月起，钢铁厂的利润便开始步入下行通道。到了 2022 年 7 月，受到美联储的大幅加息以及房地产市场动荡的双重打击，钢铁厂一度遭受了显著的亏损。尽管如此，从年度平均利润的角度来看，2023 至 2024 年间的利润水平持续呈现下降趋势，且 2024 年的年度平均利润显著低于上一个下降周期时的水平。

图 5: 唐山螺纹与实际毛利润（月均） | 单位：元/吨



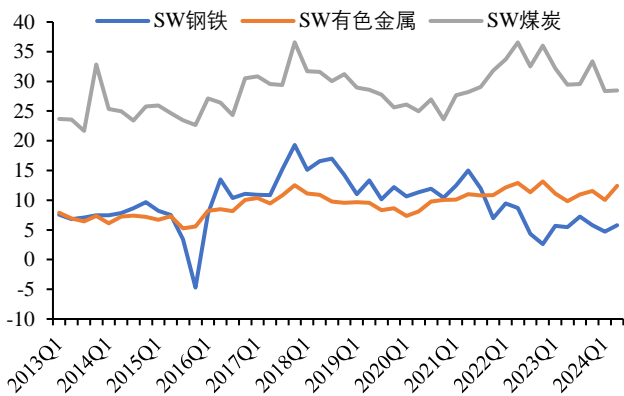
数据来源：华泰期货研究院

图 6: 唐山螺纹与实际毛利润(年均) | 单位：元/吨



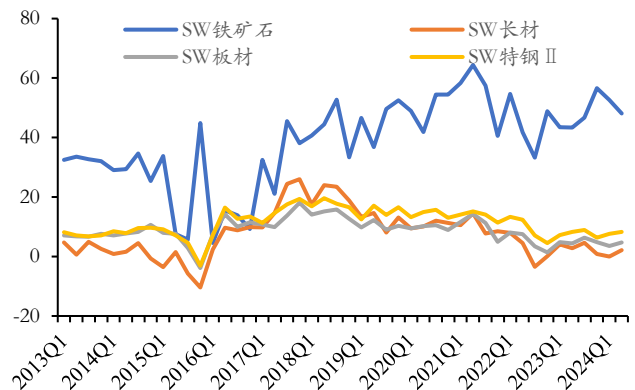
数据来源：华泰期货研究院

图 7: 行业板块毛利率 | 单位：%



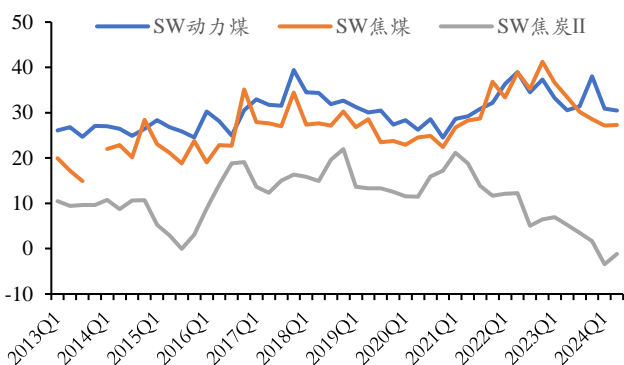
数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 8: 黑色子板块毛利率 | 单位：%



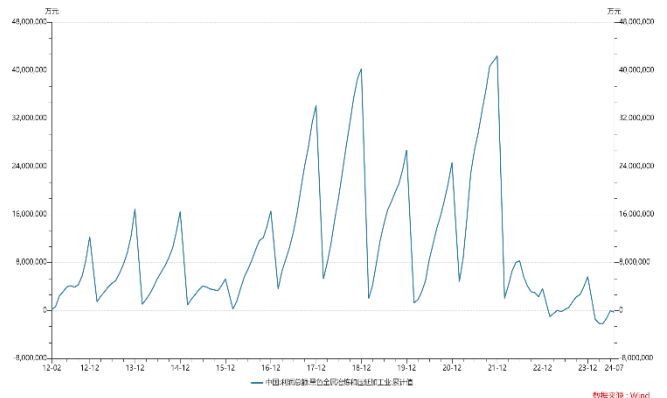
数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 9: 能源子板块毛利率 | 单位：%



数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 10: 黑色金属冶炼和压延加工利润累计 | 单位：万元

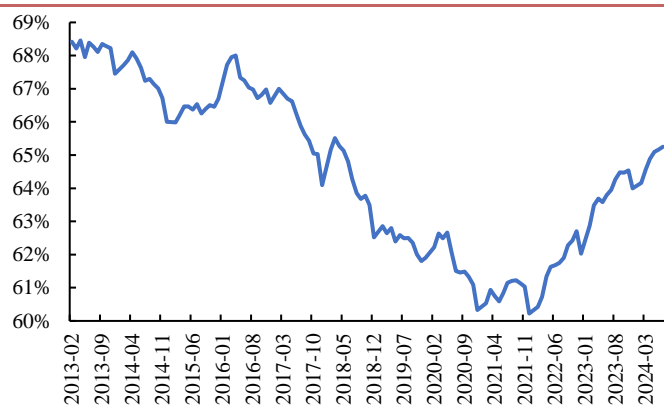


数据来源：Wind、华泰期货研究院

1.3 资产负债率快速抬升，但大幅低于上一轮周期

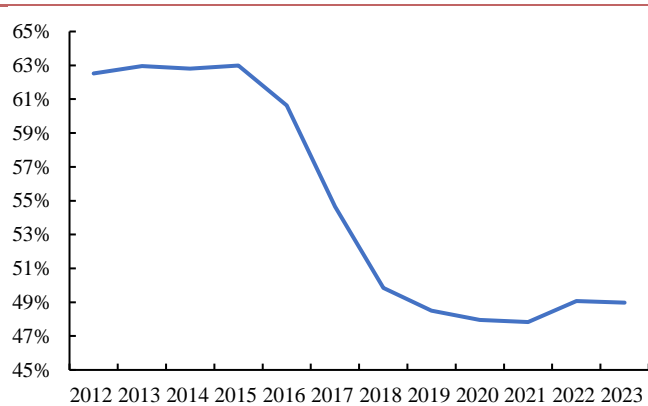
在上一个行业下行周期中，钢铁行业承受了巨大的压力，黑色金属行业的负债率维持在 66%至 68%的区间，而钢铁上市公司的负债率则略低，为 63%。随着行业进入上行周期，企业利润大幅改善，负债率迅速降低。然而，自 2021 年 11 月起，一方面企业利润恶化，另外在前期利润的刺激下，企业增加投资，导致黑色金属行业的负债率从 60%急剧上升至目前的 65%。与此同时，钢铁上市公司相对比较规范，平均负债率增长速度较为温和，仅从 2021 年的 47.83%微升至 2023 年的 48.97%。总体来看，当前周期的行业负债率表现优于上一轮，表明钢铁企业面临的财务压力相对较小。

图 11: 黑色金属行业负债率 | 单位: %



数据来源: Wind、华泰期货研究院

图 12: 钢铁上市公司负债率 | 单位: %

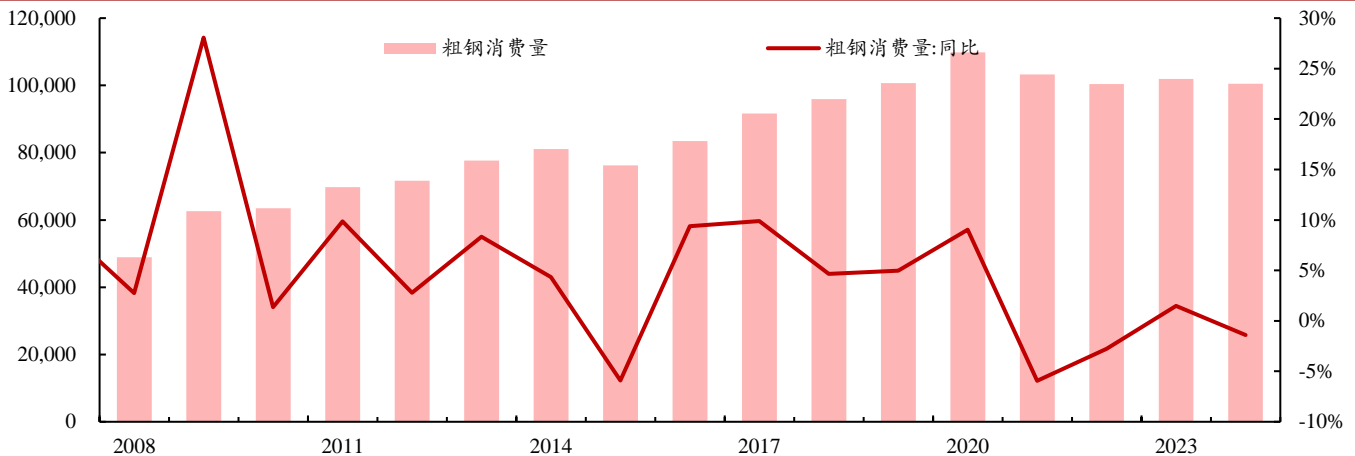


数据来源: Wind、华泰期货研究院

1.4 国内消费降至疫情前，钢材消费结构迅速变迁

近年来，国内粗钢消费经历了显著的波动。2020 年，在新冠疫情的冲击下，为了缓解其对经济的负面影响，国内加大了对房地产和基础设施建设的投资力度，这推动了当年国内粗钢消费实现了 9%的强劲增长。然而，进入 2021 年下半年，房地产市场开始经历深度调整，相关投资面临了前所未有的挑战，导致当年粗钢消费量大幅下滑，同比下降了 6.0%。在疫情和房地产市场持续调整的双重影响下，2022 年国内粗钢消费继续呈现下降趋势，但降幅有所收窄，同比减少了 2.8%，消费总量略低于 2019 年疫情爆发前的水平。到了 2023 年，随着制造业等非建筑行业的复苏，这些行业的需求开始支撑国内经济，使得当年国内粗钢消费量实现了正增长，同比增长率达到了 1.5%。

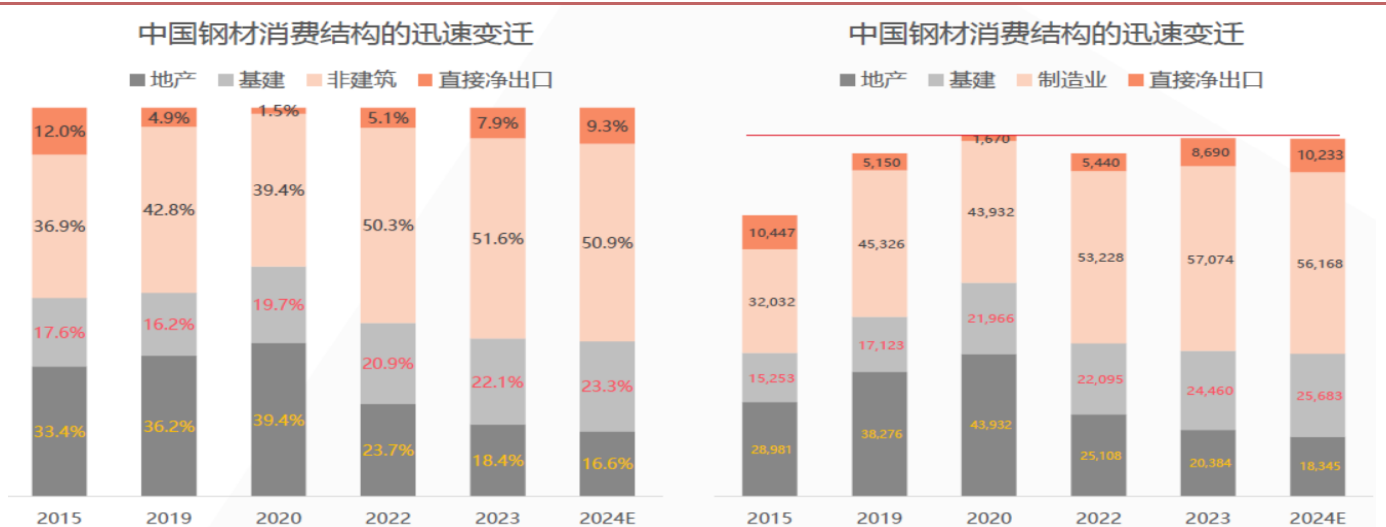
图 13: 国内粗钢年度消费及同比 | 单位: 万吨, %



数据来源: 华泰期货研究院

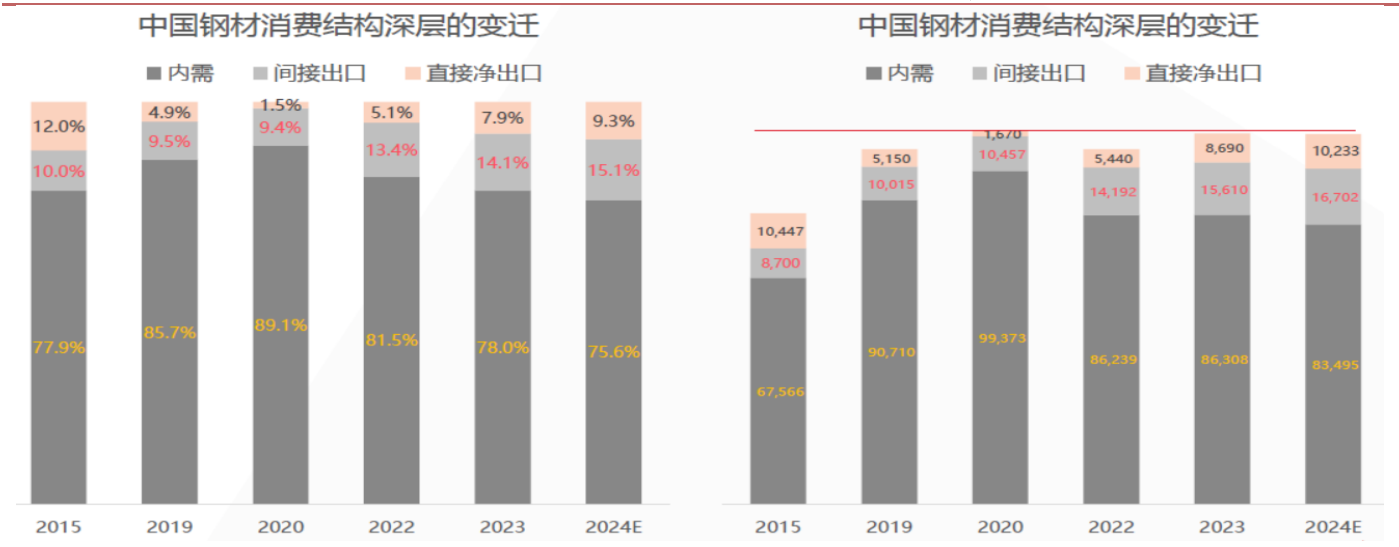
在这一时期，国内钢材消费的结构也经历了剧烈的变革。华泰期货研究院的估算显示，2020 年，房地产行业、基础设施建设、制造业等非建筑行业以及直接净出口的用钢量占比分别为 39.4%、19.7%、39.4%和 1.5%，对应的绝对量分别为 4.39 亿吨、2.2 亿吨、4.4 亿吨和 1,700 万吨。随着时间的推移，国内粗钢消费的结构迅速演变，其中房地产行业的用钢量占比急剧下降，到 2023 年降至 18.4%，预计 2024 年将进一步下滑至 16.6%。与此同时，基础设施建设作为逆周期调节的重要手段，其用钢量占比增长至 2023 年的 22.1%，并预计在 2024 年提升至 23.3%。制造业等非建筑行业的用钢量占比显著增加，达到 2023 年的 51.6%，尽管预计今年将略有下降至 50.9%，但仍占据主导地位。直接净出口的占比也显著提升，从 2020 年的 1.5%增长至 2023 年的 7.9%，并预计将在 2024 年达到 9.3%。若进一步细分，内需的占比将从 2020 年的 89.1%下降至 2024 年的 75.6%，反映出内需的实质性减少；而对外出口（包括直接出口和间接出口）的占比将提升至 24.4%，表明对外出口的重要性日益增加。

图 14: 国内钢材消费结构的迅速变迁 | 万吨, %



数据来源: 华泰期货研究院

图 15: 国内钢材消费结构深层次变迁 | 单位: 万吨, %



数据来源: 华泰期货研究院

1.5 出口缓解部分压力, 更大范围的过剩来自于闲置产能

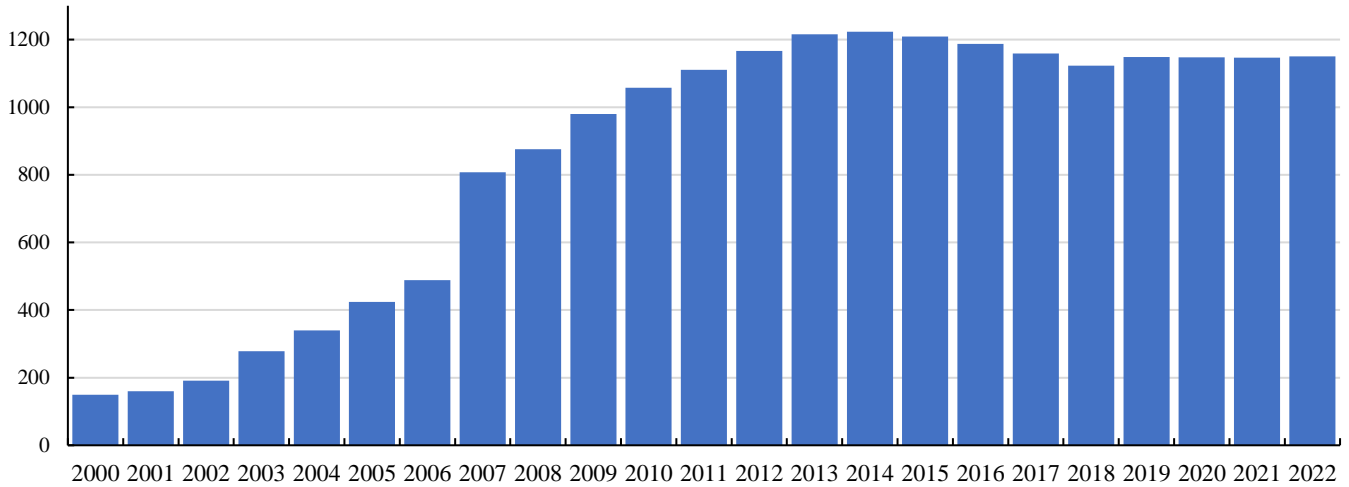
通过深入分析上一轮经济钢铁行业下行周期中钢铁行业的产能、产量和净出口数据, 据华泰期货研究院的测算, 在上一轮周期的 2014 年, 国内粗钢产量达到了 8.89 亿吨, 而净出口量为 8,300 万吨, 出口占总产量的比重为 9.3%。根据这些数据, 预计当时的闲置产能为 3.34 亿吨 (12.23 亿吨总产能减去 8.89 亿吨产量), 这意味着净出口量加上闲置产能占到了总产能的 34.0%。

到了 2015 年, 国内粗钢产量略有下降至 8.68 亿吨, 净出口量增加至 10,400 万吨, 出口占产量的比重上升至 12.0%。同时, 预计的闲置产能也略有增加至 3.40 亿吨 (12.08 亿吨总产能减去 8.68 亿吨产量), 净出口量加上闲置产能占总产能的比例提高至 36.8%。通过这些分析, 我们可以清晰地看到, 在上一轮钢铁下行周期中, 国内粗钢产能存在显著的过剩现象。这种过剩不仅体现在产量与需求之间的差距, 也反映在出口量的增加和大量闲置产能上。

在当前的钢铁行业下行周期中, 2023 年的数据展现了一些显著的变化。根据推算, 国内粗钢产量达到了 11.08 亿吨, 而净出口量为 8,690 万吨, 出口占总产量的比重为 7.8%。据估计, 当年的闲置产能为 2,000 万吨, 产能过剩总量为 1.06 亿吨, 净出口量加上闲置产能占到了总产能的 9.3%。进入 2024 年, 按照华泰期货研究院预估, 预计国内粗钢产量略有下降至 11.02 亿吨, 净出口量则增至 10,200 万吨, 出口占比提升至 9.3%。预计的闲置产能增加至 3,000 万吨, 产能过剩总量达到 1.32 亿吨, 净出口量加上闲置产能占总产能的比例上升至 11.7%。

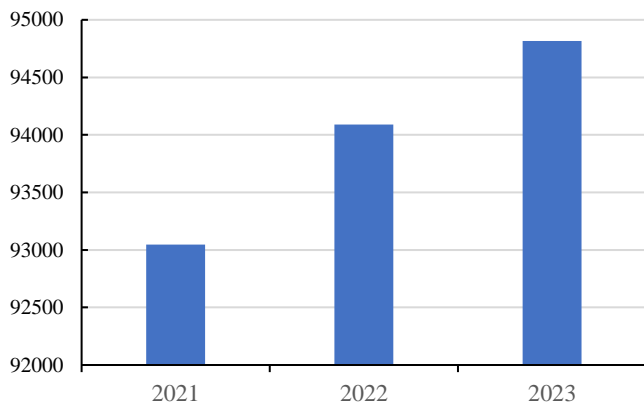
通过对比分析, 可以明显看出, 在本轮行业下行周期中, 钢铁产能过剩的程度较之上一轮有了显著的降低。这一变化不仅反映了行业调整和市场自我调节的效果, 也显示了钢铁行业在面对经济波动时的适应能力和韧性。

图 16: 中国历年粗钢产能 | 单位: 百万吨



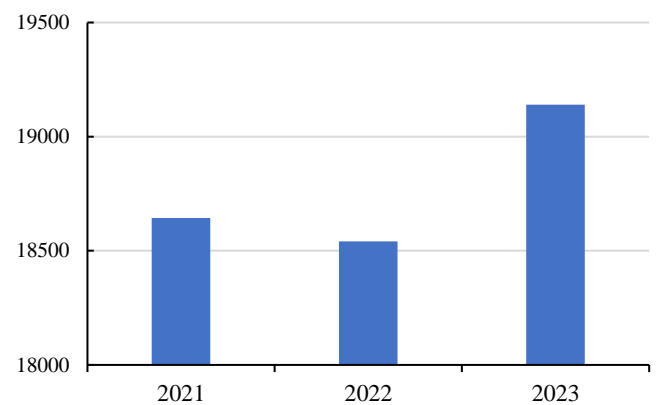
数据来源: OECD、华泰期货研究院

图 17: 中国转炉炼钢产能 | 单位: 万吨



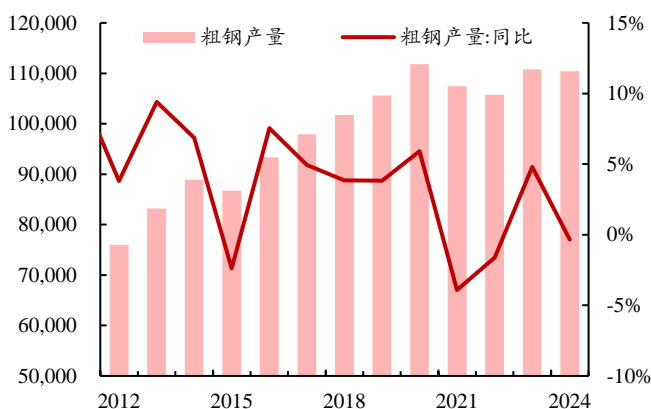
数据来源: 富宝数据、华泰期货研究院

图 18: 中国电炉转炉炼钢产能 | 单位: 万吨



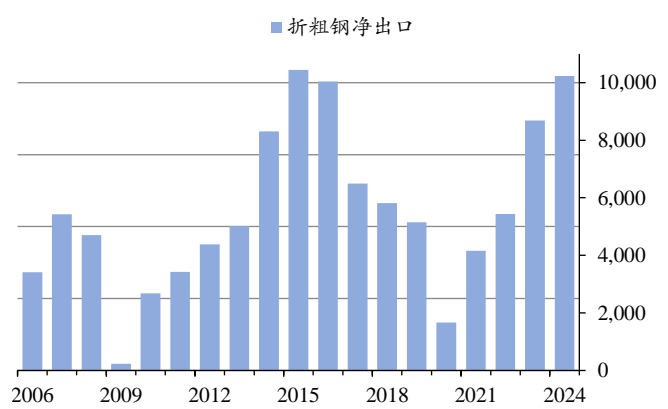
数据来源: 富宝数据、华泰期货研究院

图 19: 国内粗钢年度产量及同比 | 单位: 万吨, %



数据来源: 华泰期货研究院

图 20: 中国年度折粗钢出口量 | 单位: 万吨



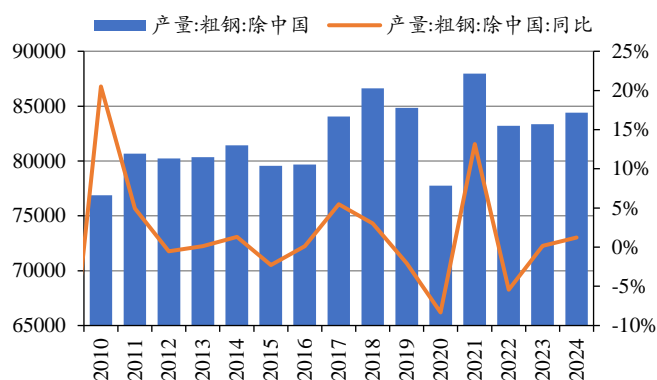
数据来源: 华泰期货研究院

1.6 得益于印度市场需求强劲，外需条件优于上一下行周期

在对比上一轮与当前钢铁行业的海外需求变化时，数据显示了两轮下降周期的差异。在上一次行业低迷期间，海外需求基本保持稳定，尽管受到中国钢材出口激增的影响，产量有所下降，但幅度相对较小。然而，在当前的行业下行周期中，海外需求呈现出持续增长的态势，2023 年粗钢消费量同比增长了 3.8%。根据初步估计，今年前七个月，海外粗钢消费量增加了 3.3%，预计全年的粗钢消费增长将保持在约 3.0% 的水平。与上一轮下行周期相比，当前周期的海外消费仍处于上升轨道，粗钢消费总量比前一周周期高出约 5,000 万吨。

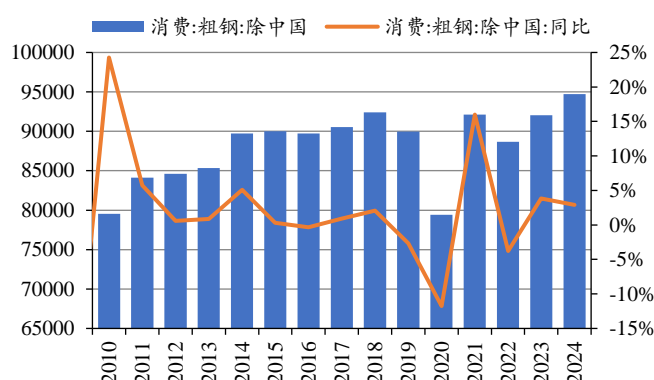
特别值得关注的是，这一轮海外需求增长的主要驱动力是印度粗钢消费的迅猛增长。截止 2023 年，印度已经跃升为全球第二大钢铁消费国，其钢材消费总量接近 1.5 亿吨，且目前仍以两位数的速度增长。总体来看，在印度需求的强劲推动下，当前的海外需求表现优于上一轮下行周期。但后期我们也将面临着更多的全球经济不确定性、地缘政治冲突、以及贸易保护主义的挑战。

图 21: 海外粗钢年度产量及增速 | 单位: 万吨, %



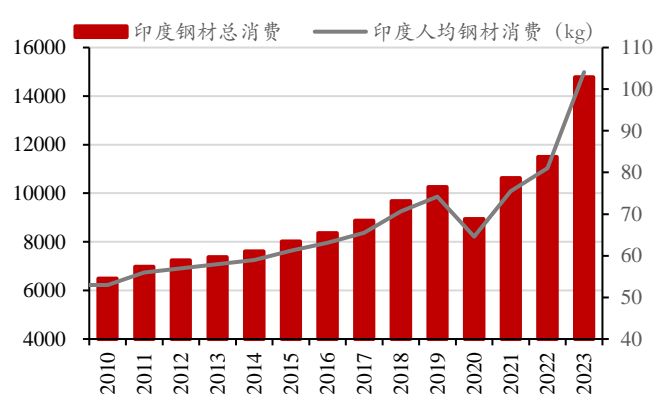
数据来源: WSA、华泰期货研究院

图 22: 海外粗钢年度消费及增速 | 单位: 万吨, %



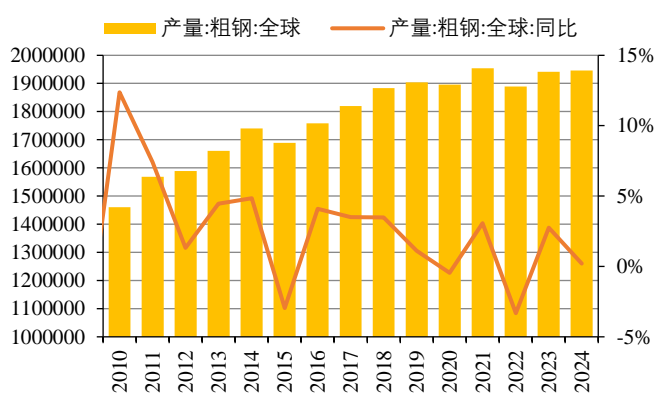
数据来源: WSA、华泰期货研究院

图 23: 印度钢材总消费及人均消费 | 单位: 万吨, kg



数据来源: WSA、印度钢铁协会、华泰期货研究院

图 24: 全球粗钢年度产量及增速 | 单位: 万吨



数据来源: WSA、华泰期货研究院

二、钢铁行业的历史周期性回顾-原料篇

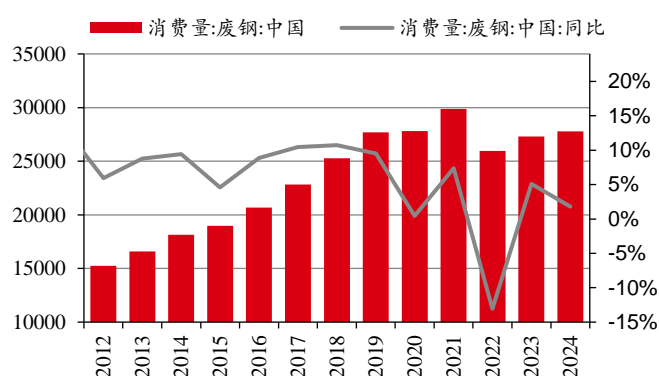
2.1 经济活跃度影响废钢供应，废钢供应量波动较大

废钢在钢铁产业链中扮演着举足轻重的角色，它不仅能够替代铁矿石提供必需的铁元素，还能作为生铁的替代品，有效减少焦炭的使用和整体能耗。然而，废钢供应的不确定性和不连续性，使得其研究难度显著高于焦煤和铁矿石。废钢现已成为黑色商品产业链中的关键原料。

从长期趋势来看，废钢的产生量主要受当地当年的钢产量、消费量以及历史消费量的影响，但短期内，价格波动也是不容忽视的因素。短期内，废钢的回收量受到价格的显著影响。当废钢价格高企时，会激励市场增加废钢的拆解、加工和配送活动，从而提高废钢的回收量。相反，在废钢价格低迷时期，回收量往往会减少。但这种关系并非总是正相关，尤其是在废钢价格极低时，回收量仍可能仍保持在一定水平。

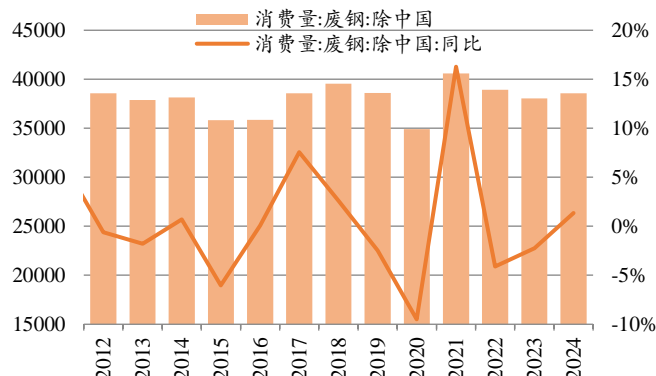
此外，尽管废钢供应受价格影响，但某些类型的废钢供应具有一定刚性，这也是导致废钢价格波动较大的原因之一。这种价格波动性为废钢市场带来了额外的复杂性，同时也为市场参与者提供了机遇与挑战。

图 25: 国内废钢年度消费量 | 单位: 万吨, %



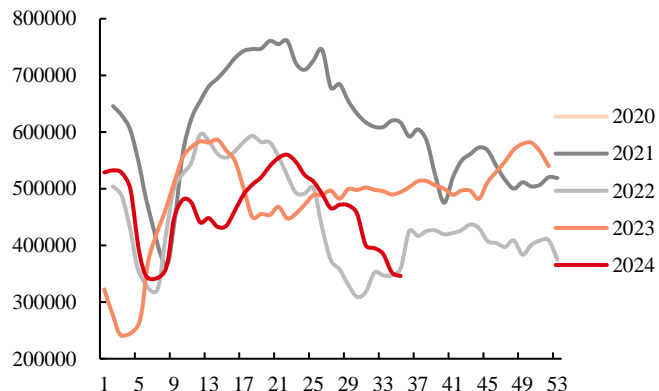
数据来源: 华泰期货研究院

图 26: 海外废钢年度消费量 | 单位: 万吨, %



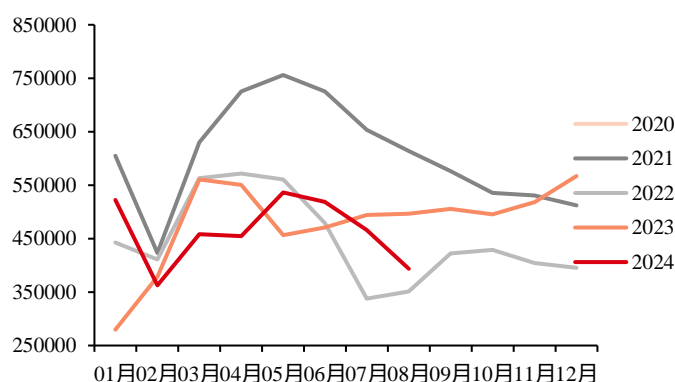
数据来源: WSA、华泰期货研究院

图 27: 255 家钢厂废钢日耗 | 单位: 吨



数据来源: 富宝数据、华泰期货研究院

图 28: 255 家钢厂废钢日耗 (月均) | 单位: 吨



数据来源: 富宝数据、华泰期货研究院

表 1: 2000-2023 年全球主要地区废钢消费量 | 单位: 万吨, %

年份	消费量:废钢:世界	消费量:废钢:世界:同比	消费量:废钢:除中国	消费量:废钢:除中国:同比	消费量:废钢:中国	消费量:废钢:中国:同比
2000	35,144	9.8%	30,481	9.9%	4,663	9.4%
2001	35,566	1.2%	30,028	-1.5%	5,538	18.8%
2002	36,983	4.0%	30,954	3.1%	6,029	8.9%
2003	38,656	4.5%	31,951	3.2%	6,705	11.2%
2004	42,880	10.9%	34,707	8.6%	8,173	21.9%
2005	45,251	5.5%	35,934	3.5%	9,317	14.0%
2006	48,660	7.5%	38,611	7.5%	10,048	7.9%
2007	49,427	1.6%	39,287	1.7%	10,141	0.9%
2008	48,730	-1.4%	38,044	-3.2%	10,685	5.4%
2009	43,019	-11.7%	29,911	-21.4%	13,108	22.7%
2010	49,197	14.4%	36,492	22.0%	12,706	-3.1%
2011	53,185	8.1%	38,798	6.3%	14,387	13.2%
2012	53,806	1.2%	38,563	-0.6%	15,244	6.0%
2013	54,455	1.2%	37,870	-1.8%	16,585	8.8%
2014	56,278	3.3%	38,131	0.7%	18,148	9.4%
2015	54,815	-2.6%	35,835	-6.0%	18,980	4.6%
2016	56,524	3.1%	35,859	0.1%	20,664	8.9%
2017	61,393	8.6%	38,564	7.5%	22,829	10.5%
2018	64,840	5.6%	39,558	2.6%	25,282	10.7%
2019	66,275	2.2%	38,585	-2.5%	27,690	9.5%
2020	62,731	-5.3%	34,916	-9.5%	27,815	0.4%
2021	70,466	12.3%	40,598	16.3%	29,867	7.4%
2022	64,895	-7.9%	38,928	-4.1%	25,968	-13.1%
2023	65,343	0.7%	38,054	-2.2%	27,288	5.1%
2024F	66,351	1.5%	38,566	1.3%	27,785	1.8%

数据来源: WSA、华泰期货研究院 (2024 年为预估)

2.2 铁矿供需出现逆转，但过剩程度低于上一周期

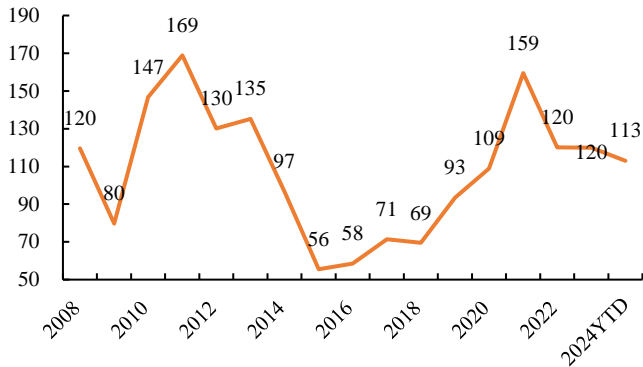
在深入分析上一轮下降周期的国内铁矿石供应情况后，我们发现 2014 年中国国内的铁精粉产量经历了显著下降，从 3.77 亿吨减少至 3.10 亿吨，降幅高达 6,700 万吨。进入 2015 年，这一趋势并未放缓，精粉产量进一步下滑至 2.30 亿吨，同比减少 8,000 万吨。这一连续的产量下降揭示了国产精粉市场过剩的问题，过剩量达到了 1.47 亿吨。幸运的是，到了 2015 年底，这一过剩产能得到了有效的去化处理。2024 年，预计国产矿产量为 2.70 亿吨，同比增 160 万吨。

在进口矿石领域，2014 年我国从非澳大利亚和巴西的来源国进口了 2.14 亿吨铁矿石，较前一年减少了 3,400 万吨。到了 2015 年，这一数字进一步下降至 1.54 亿吨，同比减少了 6,000 万吨。这表明，除了澳大利亚和巴西之外的非主流矿石供应过剩达到了 9,400 万吨。在 2014 至 2015 年期间，我们保守估计，全球铁矿石的过剩量为 1.47+0.94 亿吨，总计 2.41 亿吨。如果进一步考虑澳大利亚的中小矿山产量，全球铁矿石的过剩量可能接近 3 亿吨，过剩幅度大约为 15%。

展望 2024 年，我们预计非主流矿石的进口量将达到 2.19 亿吨，相较于前一年增加了 2,500 万吨。当前，铁矿石市场刚刚步入一个相对宽松的周期。据华泰期货研究院预测，2024 年全球铁矿石的过剩量将为 4,000 万吨，而到了 2025 年，这一数字预计将上升至 7,000 万吨。与上一轮周期相比，当前的铁矿石过剩情况显得较为温和。而根据钢联测算的全球矿山发往中国成本曲线分析，80-100 美金对应约 1.37 亿吨铁矿石供应，其中 80-90 美金对应约 7100 万吨铁矿石供应，这表明市场可以逐步调整，以适应供需变化，

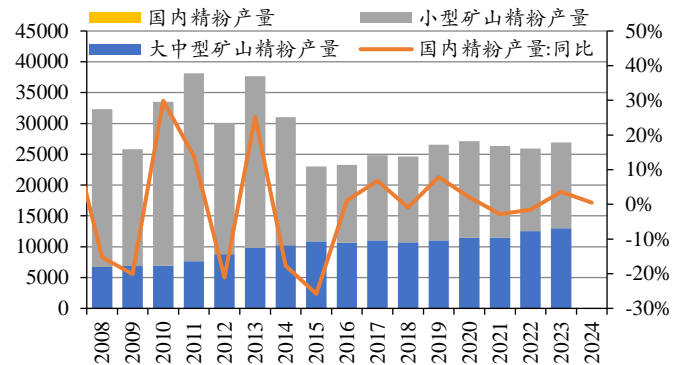
进而推动整个行业朝着更加均衡和可持续发展方向稳步前进。

图 29: 铁矿石价格指数年均价 | 单位: 美元/吨



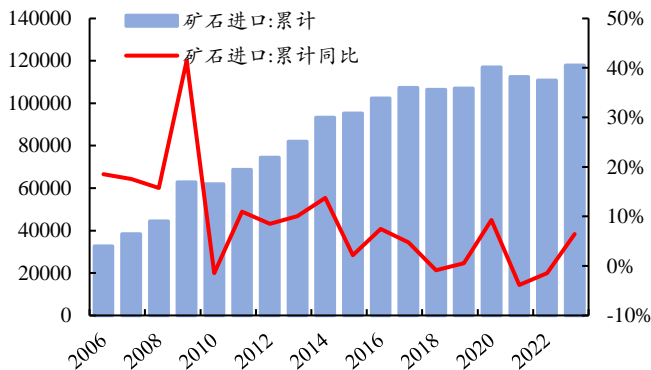
数据来源: 钢联、华泰期货研究院

图 30: 中国铁矿石年度产量 | 单位: 万吨, %



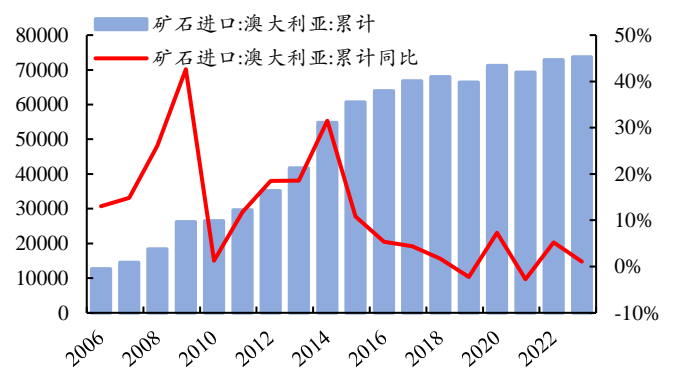
数据来源: 钢联、华泰期货研究院

图 31: 中国铁矿石年度进口量 | 单位: 万吨, %



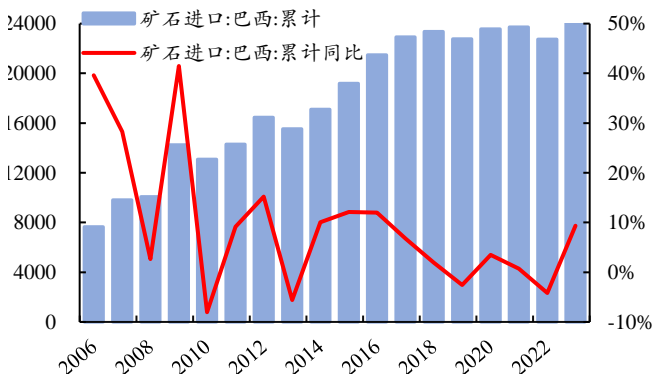
数据来源: 中国海关、华泰期货研究院

图 32: 中国年度进口澳洲铁矿量 | 单位: 万吨, %



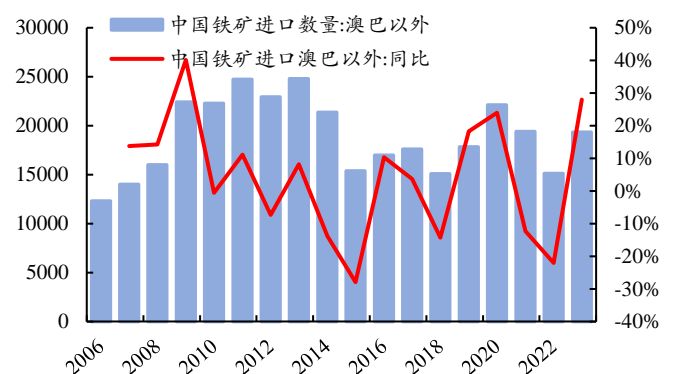
数据来源: 中国海关、华泰期货研究院

图 33: 中国年度进口巴西铁矿量 | 单位: 万吨, %



数据来源: 中国海关、华泰期货研究院

图 34: 中国年度进口澳巴以外铁矿量 | 单位: 万吨, %



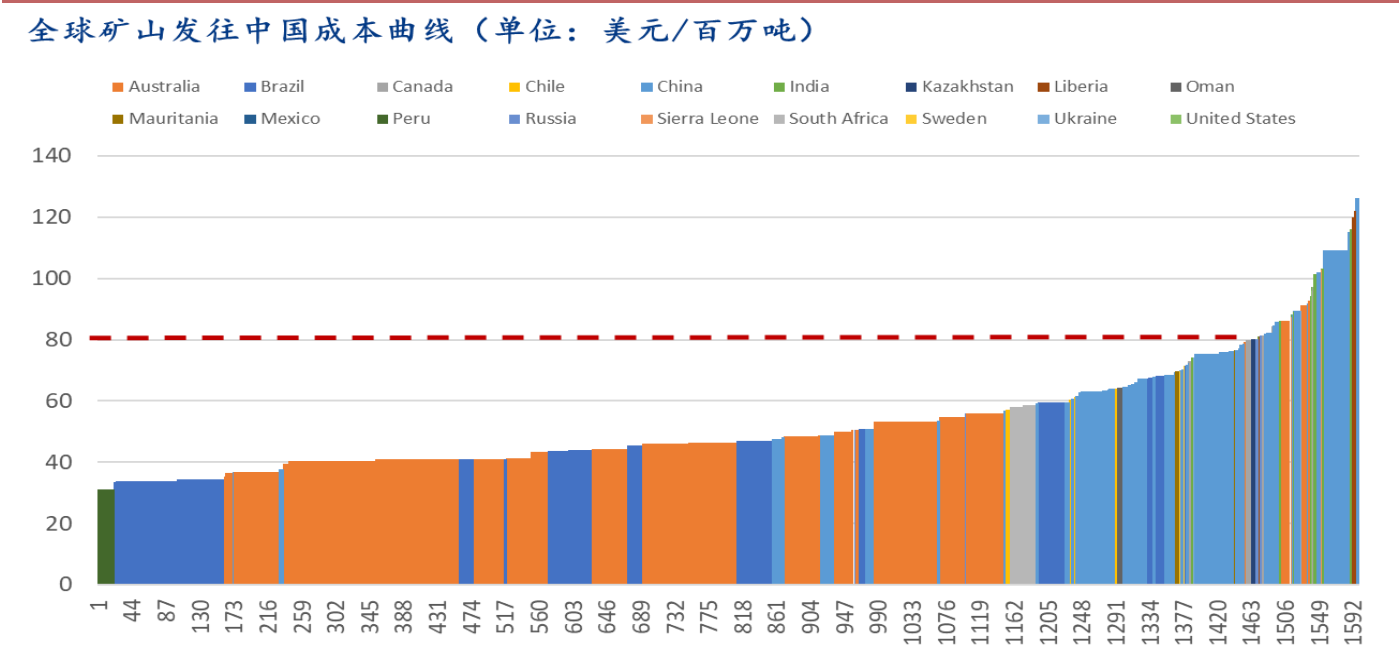
数据来源: 中国海关、华泰期货研究院

表 2：中国铁矿分国别进出口累计量 | 单位:万吨

年份	澳大利亚	巴西	南非	印度	伊朗	乌克兰	俄罗斯	秘鲁	智利	加拿大	其它	铁矿出口	铁矿石净进口
2023	73707	24856	3582	3653	1005	66	967	1973	1252	1643	5202	2142	115764
2022	72932	22730	3737	1021	272	555	874	1857	1156	1314	4327	2232	108543
2021	69327	23723	4026	3342	226	1744	850	1699	1375	1481	4650	2334	110109
2020	71294	23561	4638	4468	283	2479	1263	1358	1307	1733	4592	1564	115412
2019	66449	22764	4287	2384	1274	1395	840	1499	690	1131	4343	1561	105496
2018	67995	23366	4111	1475	1473	820	352	1419	1013	782	3642	1109	105338
2017	66842	22919	4509	2506	1956	1088	487	1146	939	670	4311	545	106829
2016	64011	21473	4488	1558	1463	1480	629	1089	1128	905	4247	66	102405
2015	60764	19176	4538	208	1308	2023	721	1071	971	941	3612	11	95321
2014	54846	17104	4362	786	2175	1854	619	1033	1103	1101	8327	13	93298
2013	41713	15537	4299	1168	2246	1565	1070	1074	962	1433	10963	0	82031
近3年平均值	71989	23770	3781	2672	501	788	897	1843	1261	1479	4726	2236	111472
年份/累计值	澳大利亚	巴西	南非	印度	伊朗	乌克兰	俄罗斯	秘鲁	智利	加拿大	其它	铁矿出口	铁矿石净进口
2024-07	43012	14522	2310	2768	661	840	472	1316	733	863	3943	1369	70071
2023-07	42936	12580	2179	2182	567	5	574	1123	726	932	3072	1292	65585
累计增加	76	1942	131	585	94	835	(102)	193	7	(68)	871	77	4487

数据来源：中国海关、华泰期货研究

图 35: 全球矿山发往中国成本曲线 | 单位：美元/百万吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

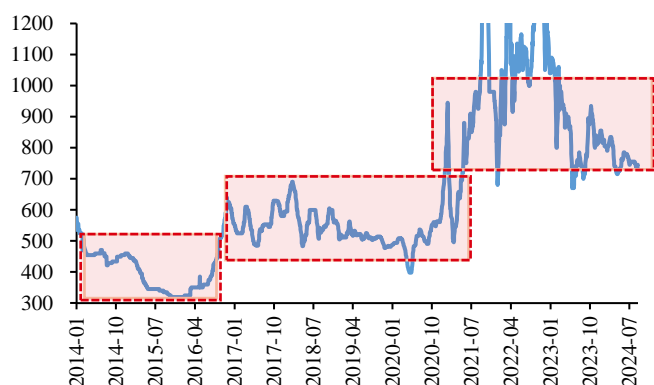
2.3 煤炭供应持续增加，焦煤进入宽松周期

今年，国内煤炭市场在供需两端呈现出复杂多变的格局。供应方面，中国作为全球最

大的煤炭生产国，1-5 月，由于国内安全监管力度的加强，煤炭产量同比持续下降。然而，7 月份的产量却逆势增长，达到了 3.9 亿吨，同比增长 2.8%，环比增加了 1092 万吨。这一增长势头已连续两个月保持正向，7 月日均产量高达 1,259 万吨，刷新了历史同期的最高记录。这不仅展现了中国煤炭产业的生产弹性和调整能力增强，也预示着全年产量有望实现正增长。与此同时，海外煤炭市场也呈现出强劲的增长势头。得益于印度、印尼和蒙古等国煤炭供应的增加，预计今年全球煤炭产量将增长超过亿吨，进一步强化了全球煤炭供需关系转向宽松。

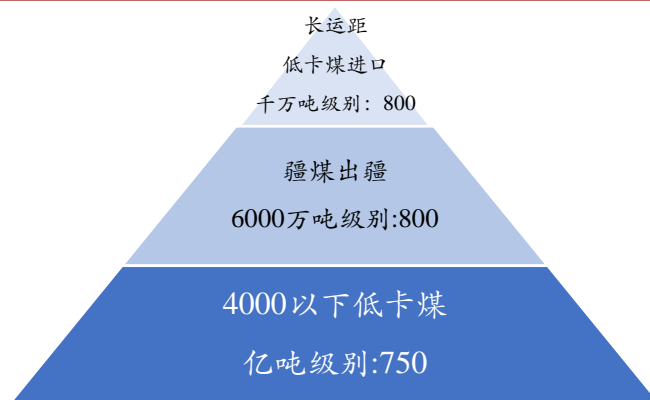
然而，煤炭国内供需平衡仍然面临挑战。煤炭价格波动会影响供需关系，高煤价可能会抑制部分需求增加供给，而低煤价则可能刺激消费增加同时降低供给（见图 37）。

图 36: 动力煤 5500 秦皇岛平仓价 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind、华泰期货研究院

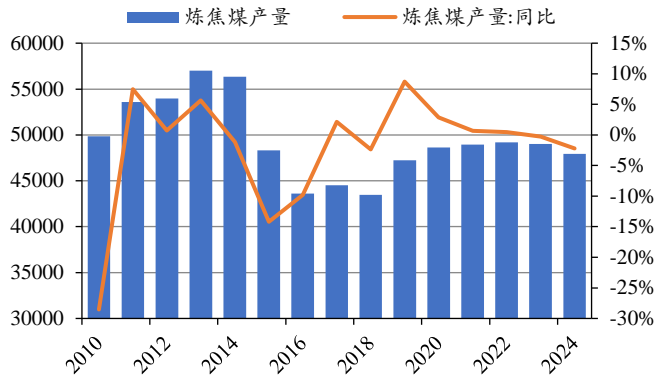
图 37: 动力煤价格的三层防护 | 单位: 万吨, %



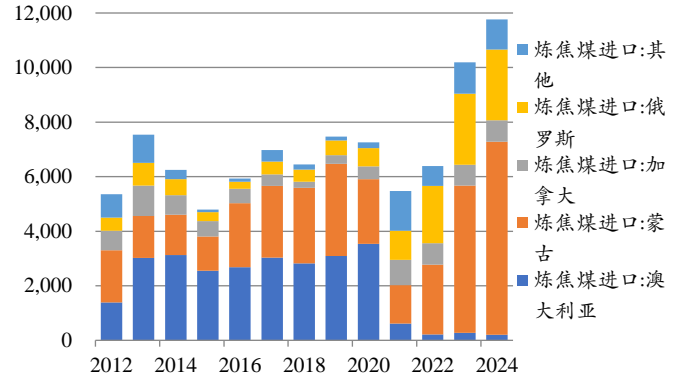
数据来源: 华泰期货研究院

在全球煤炭供应趋向宽松的大背景下，国内焦煤市场也将迎来一个宽松周期。通过对比历史数据，我们可以发现，2014 年国产焦煤产量为 5.63 亿吨，较前一年减少了 700 万吨；同年，进口焦煤量为 6200 万吨，同比减少了 1300 万吨。到了 2015 年，国产焦煤产量进一步下降至 4.83 亿吨，减少了 8000 万吨；进口焦煤量也降至 4800 万吨，同比减少了 4800 万吨。这表明，即使保守估计，国产焦煤过剩量也达到了 8700 万吨，进口焦煤过剩量为 2700 万吨，总过剩量约为 1.14 亿吨。如果考虑到大量闲置的煤炭产能，2014 至 2015 年间，焦煤的总过剩量可能超过 1.5 亿吨，过剩幅度约为 28%，与钢铁冶炼行业的过剩水平相当。

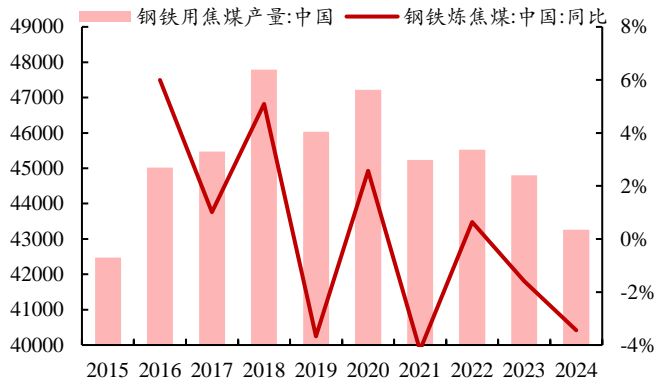
根据华泰期货研究院的预测，2024 年焦煤进口量预计将达到 1.18 亿吨，同比增加 1500 万吨；而国产焦煤产量预计将减少至 4.33 亿吨，同比减少 1500 万吨，整体供给与去年基本持平。然而，鉴于今年国内需求的下降，焦煤市场将步入一个宽松周期。在当前背景下，若动力煤的价格未能实现显著的下降，那么焦煤现货价格中枢难以进一步降低。此外，中国在焦煤进口方面，蒙古和俄罗斯的煤炭占据了超过 78% 的市场份额，这两种煤炭的成本相对较高，也为焦煤的价格提供了额外的支撑。

图 38: 中国炼焦煤年度产量 | 单位: 万吨, %


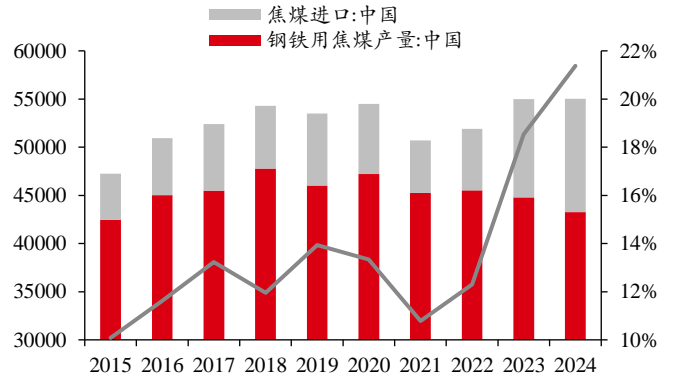
数据来源: 中国海关、华泰期货研究院

图 39: 中国年度炼焦煤进口量 | 单位: 万吨


数据来源: 中国海关、华泰期货研究院

图 40: 中国钢铁用炼焦煤量 | 单位: 万吨, %


数据来源: 华泰期货研究院

图 41: 中国炼焦煤对外依存度 | 单位: 万吨, %


数据来源: 中国海关、华泰期货研究院

表 3: 中国焦煤分国别进口累计量 | 单位: 万吨

年度	蒙古	澳大利亚	俄罗斯	加拿大	美国	其它	总计	焦煤出口	净进口
2023	5393	279	2607	760	588	563	10190	37	10153
2022	2561	217	2107	788	434	281	6387	25	6361
2021	1404	618	1067	927	1016	433	5465	9	5456
2020	2376	3497	671	466	94	158	7262	87	7175
2019	3377	3077	544	301	112	45	7457	140	7317
2018	2768	2872	443	221	198	-12	6490	108	6382
2017	2627	3037	464	425	284	97	6935	230	6705
2016	2356	2677	260	518	0	112	5923	120	5803
2015	1272	2553	323	571	12	31	4762	97	4666
2014	1479	3128	576	720	209	121	6233	80	6153
2013	1544	3016	844	1109	607	421	7540	111	7429
近三年平均	3119	371	1927	825	679	426	7347	24	7324
年份/累计值	蒙古	澳大利亚	俄罗斯	加拿大	美国	其它	总计	焦煤出口	净进口
2024-07	3458	400	1780	530	95	560	6823	49	6774
2023-07	2660	118	1504	426	303	221	5232	14	5218
累计增加	798	282	276	103	-208	339	1591	35	1555

数据来源: 中国海关、华泰期货研究

三、钢铁行业的历史周期性回顾-经济篇

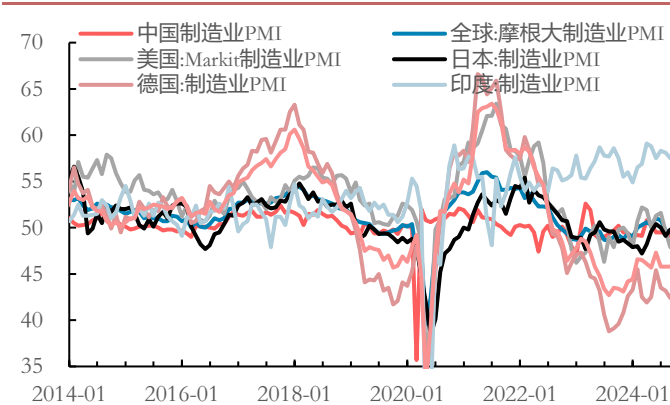
3.1 全球制造业 PMI 下行，数据差于上一轮周期

在对全球制造业采购经理指数（PMI）以及主要经济体的 PMI 数据进行深入分析后，我们可以观察到一些显著的趋势。回顾 2014 至 2015 年的钢铁行业低迷期，除了日本在 2014 年 4 月和 5 月的 PMI 指数短暂跌破 50 这一关键阈值，其他主要经济体的 PMI 指数均保持在扩张区间。

然而，当前周期内，随着全球产业链的重塑，全球制造业 PMI 指数呈现出明显的波动性。在经历今年上半年的扩张期之后，全球制造业 PMI 指数已连续两个月处于收缩区间。具体来看，中国的制造业 PMI 指数已连续四个月未能达到扩张标准，美国的 Markit 制造业 PMI 和日本的制造业 PMI 也均连续两个月低于 50。此外，欧元区和德国的制造业 PMI 自 2022 年 7 月以来均未能突破临界值。在这一背景下，印度的制造业 PMI 指数虽然近年来一直保持较为强劲的扩张势头，但近两个月也出现了回落。

全球制造业 PMI 指数的整体低迷表现，反映出当前全球经济发展的严峻形势。这一趋势不仅对制造业构成了挑战，也为整个钢铁行业的未来走向增添了不确定性。

图 42:全球及主要地区制造业 PMI | 单位：%



数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 43: 全球主要国家景气变化 | 单位：%

指标名称	单位	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09
全球	综合PMI	52.5	52.9	53.7	52.4	52.3	52.1	51.8	51.0	50.5	50.0	50.5	50.5
全球		49.7	50.8	51.0	50.3	50.6	50.3	50.0	49.0	49.3	48.8	49.2	49.2
美国		48.0	49.6	51.6	51.3	50.0	51.9	52.2	50.7	47.9	49.4	50.0	49.8
欧元区		45.6	45.8	45.8	47.3	45.7	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4
日本		49.8	49.1	50.0	50.4	49.6	48.2	47.2	48.0	47.9	48.3	48.7	48.5
韩国		51.9	51.4	52.0	51.6	49.4	49.8	50.7	51.2	49.9	50.0	49.8	49.9
新加坡		50.7	50.4	50.6	50.5	50.7	50.6	50.7	50.5	50.3	50.2	50.1	50.1
中国	制造业PMI	49.1	49.4	49.5	49.5	50.4	50.8	49.1	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2
俄罗斯		52.1	53.6	54.9	54.4	54.3	55.7	54.7	52.4	54.6	53.8	53.8	54.5
印度		57.9	58.1	58.3	57.5	58.8	59.1	56.9	56.5	54.9	56.0	55.5	57.5
越南		54.7	54.7	50.3	50.3	49.9	50.4	50.3	48.9	47.3	49.6	49.7	49.7
泰国		52.0	52.8	51.7	50.3	48.6	49.1	45.3	46.7	45.1	47.6	47.5	47.8
马来西亚		49.7	49.7	49.9	50.2	49.0	48.4	49.5	49.0	47.9	47.9	46.8	46.8
墨西哥		49.6	51.1	51.2	51.0	52.2	52.3	50.2	52.0	52.5	52.1	49.8	49.8

数据来源：Wind、华泰期货研究院

3.2 国内经济结构深度调整，两轮经济表现各有优劣

在深入分析两轮经济下行周期的经济指标后，我们可以发现一些关键的差异。从第二产业用电量和铁路货运量这两个关键指标来看，当前周期的表现相较于上一轮周期有所改善。尽管如此，房地产行业的数据在两个周期中均呈现下滑趋势，但本轮周期的下降速度更为显著。值得注意的是，在上一轮周期中，房地产行业经历了快速的复苏，而目前我们仍处于本轮周期的筑底阶段，这表明本轮周期中房地产行业的调整对整个行业构成了较大的压力。此外，基础设施建设投资在上一轮周期中保持了强劲的增长

势头，但在当前周期中，其增速明显放缓，这在很大程度上受到了地方债务管理政策的影响。这些变化反映了经济结构调整和政策导向的转变，对经济的未来发展有着深远的影响。

在这两个钢铁行业周期中，制造业均扮演了显著的对冲角色，但与上一轮周期相比，本轮制造业的迅猛发展得到了双重动力的推动：一方面，国内新兴产业的蓬勃发展为其注入了新的活力；另一方面，全球产业链的重组为其提供了新的增长机遇。随着过去几年的持续发展，制造业已跃升为国内钢材消费的领头羊，预示着未来钢铁行业的走向将更加依赖于制造业的发展态势。

图 44: 中国主要钢铁下游行业数据 | 单位：%

行业	2013	2014	2015	2016	2023	2024(1-7)	行业	2013	2014	2015	2016	2023	2024(1-7)
基础设施建设投资	21.2	20.3	17.3	15.7	8.2	8.1	交流电动机	6.9	4.4	-6.1	-1.3	-14.1	-8.0
基础设施建设投资(不含电力)		21.5	17.2	17.4	5.9	4.9	工业锅炉	2.0	-12.6	-7.3	4.7	1.1	-8.9
固定资产投资制造业	18.5	13.5	8.1	4.2	6.5	9.3	挖掘机	1.4	-13.8	-23.4	19.4	-23.5	12.4
房地产开发投资完成额	19.8	10.5	1.0	6.9	-9.6	-10.2	起重机	7.3	6.8	11.3	-1.8	-13.8	4.7
商品房销售面积	17.3	-7.6	6.5	22.5	-8.5	-18.6	内燃叉车	-10.8	1.7	-6.7	7.7	-0.7	92.8
房屋新开工面积	13.5	-10.7	-14.0	8.1	-20.4	-23.2	压实机械	6.9	13.9	-22.4	-9.3	-1.7	24.0
汽车	18.4	7.1	2.7	13.1	9.3	4.5	混凝土机械	6.3	0.7			-3.4	25.0
彩电	-0.2	6.2	7.1	8.7	-1.3	1.5	包装专用设备	14.2	8.2	-2.0	4.2	-20.0	5.2
空调	11.6	11.5	-	4.5	13.5	9.5	水泥专用设备	2.6	-0.7	-13.3	8.1	-5.4	-30.7
家用电冰箱	10.6	-1.0	-1.9	4.6	14.5	7.3	金属冶炼设备	5.8	-3.5	-11.6	-16.7	-7.5	15.5
家用洗衣机	8.2	-3.3	0.7	4.9	19.3	7.9	大中型拖拉机	26.2	10.1	6.9	-8.5	-4.8	-1.9
发电设备	-4.8	9.2	-13.8	4.7	28.5	19.8	金属集装箱	6.5	22.1	-11.6	-13.3	-36.1	167.2
电站用汽轮机	-6.9	12.1	-5.7	1.2	-26.8	19.2	金属切削工具	9.6	17.7	-8.8	1.5	-11.8	5.0
金属切削机床	-1.5	3.0	-9.3	2.2	6.4	6.6	铁路机车	-11.5	15.5	6.3	-43.3	-18.7	-15.7
金属成形机床	0.1	6.2	-4.7	4.3	-14.2	3.2	发动机	17.2	6.2	-2.9	11.2	7.5	0.9
机床数控装置					-27.6	44.0	民用钢质船舶	-24.7	5.5	-0.3	-11.9	1.6	14.2

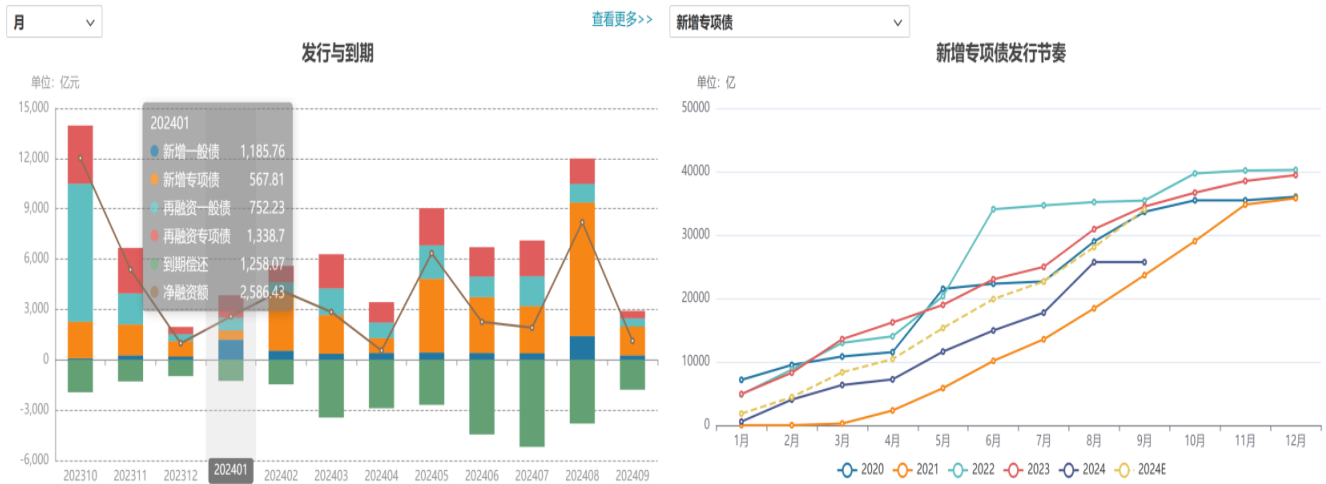
数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 45: 中国经济热力图 | 单位：%

增量的贡献 (2023年 对实际GDP同比贡献)		指标名称	单位	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09
		GDP:不变价:当季同比	%			4.7			5.3			5.2			4.9
净出口	-11.40%	出口金额:累计同比	%		4.0	3.5	2.7	1.4	1.5	7.0		-4.6	-5.3	-5.6	-5.7
		进口金额:累计同比	%		2.8	2.0	2.9	3.2	1.5	3.5		-5.5	-6.1	-6.5	-7.5
投资	28.90%	固投:累计同比	%		3.6	3.9	4.0	4.2	4.5	4.2		3.0	2.9	2.9	3.1
		地产投资:累计同比	%		-10.2	-10.1	-10.1	-9.8	-9.5	-9.0		-9.6	-9.4	-9.3	-9.1
		制造业投资:累计同比	%		9.3	9.5	9.6	9.7	9.9	9.4		6.5	6.3	6.2	6.2
		基建投资:累计同比	%		8.1	7.7	6.7	7.8	8.8	9.0		8.2	8.0	8.3	8.6
		制造业PMI	%	49.1	49.4	49.5	49.5	50.4	50.8	49.1	49.2	49	49.4	49.5	50.2
消费	82.50%	社会零售:累计同比	%		3.5	3.7	4.1	4.1	4.7	5.5		7.2	7.2	6.9	6.8
		服务业PMI	%	50.2	50	50.2	50.5	50.3	52.4	51	50.1	49.3	49.3	50.1	50.9
		城镇调查失业率 (色阶相反)	%		5.2	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.2	5.1	5.0	5.0	5.0
通胀		CPI:当月同比	%		0.5	0.2	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	0
金融		社会融资规模存量:同比	%		8.2	8.1	8.4	8.3	8.7	9	9.5	9.5	9.4	9.3	9
		金融机构:各项贷款余额:同比	%		8.7	8.8	9.3	9.6	9.6	10.1	10.4	10.6	10.8	10.9	10.9

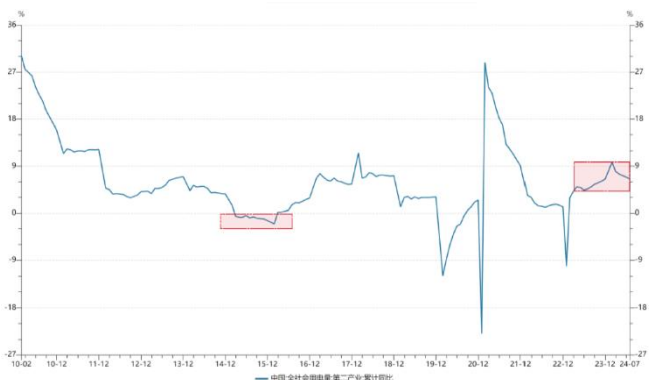
数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 46: 中国新增专项债发行情况 | 单位: 亿元, %



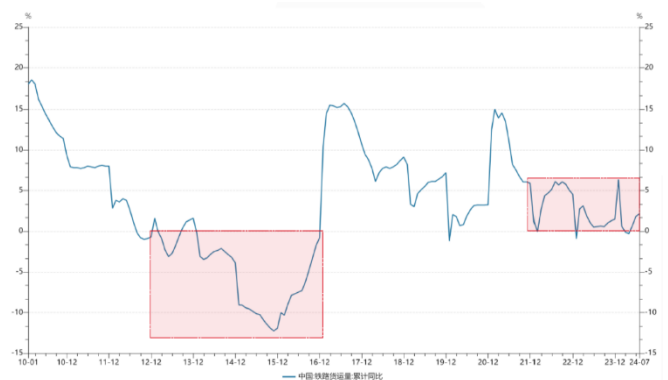
数据来源: Wind、华泰期货研究院

图 47: 二产用电量 | 单位: %



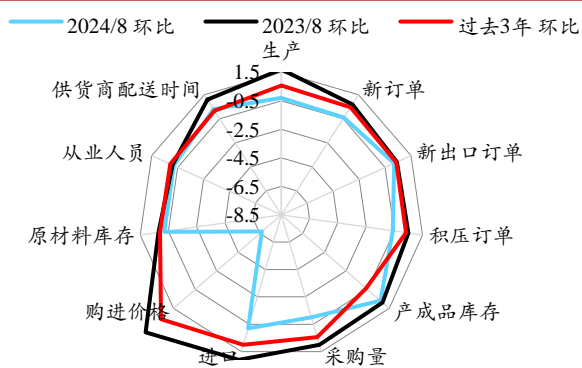
数据来源: Wind、华泰期货研究院

图 48: 铁路货运量 | 单位: %



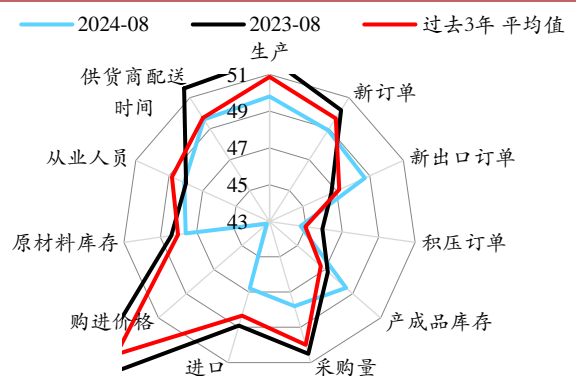
数据来源: Wind、华泰期货研究院

图 49: 制造业 PMI 分项环比 | 单位: %



数据来源: Wind、华泰期货研究院

图 50: 制造业 PMI 分项同比 | 单位: %



数据来源: Wind、华泰期货研究院

四、结论

价格方面：在上一轮下降周期中，整个行业下行过程耗时约四年半，上海螺纹钢现货价格累计跌幅高达 64%。相比之下，本轮下降周期至今已持续近三年，跌幅为 43.3%。尽管当前周期的价格下降幅度较为显著，但与上一轮周期相比，仍有一定的差距。

利润方面：两轮下降周期内都经历了显著的利润收缩。具体来看，上一轮下降周期中的亏损水平相对较为温和。在当前的下降周期中，钢厂一度遭受了显著的亏损，2024 年至今的行业平均利润显著低于上一个下降周期时的水平。

资产负债：在上一个下行周期中，钢铁行业承受了巨大的现金流压力。当时，黑色金属行业的负债率维持在 66%至 68%的区间，而钢铁上市公司的平均负债率则为 63%。当前的下行周期，黑色金属行业的负债率从 60%增至 65%。钢铁上市公司的负债率从 47.83%微升至 48.97%。总体来看，当前周期的行业负债表现远优于上一轮，表明钢铁企业面临的财务压力相对较小。

消费结构：本轮行业下行周期，国内钢材消费的结构也经历了剧烈的变革。华泰期货研究院的估算显示，2020 年，房地产行业、基础设施建设、制造业等非建筑行业以及直接净出口的用钢量占比分别为 39.4%、19.7%、39.4%和 1.5%。2023 年房地产行业、基础设施建设、制造业等非建筑行业以及直接净出口的用钢量占比分别为 18.4%、22.1%、51.6%和 7.9%。若进一步细分，预计内需的占比已从 2020 年的 89.1%下降至 2024 年的 75.6%，反映出内需的实质性减弱；而对外出口（包括直接出口和间接出口）的占比将提升至 24.4%，表明行业对出口的依存度大幅增加。

钢铁产能方面：据华泰期货研究院的测算，在上一轮周期的 2014 年，总产能过剩 34.0%。到了 2015 年，产能过剩的比例提高至 36.8%，国内粗钢产能存在显著的过剩现象。这种过剩不仅体现在产量与需求之间的差距，也反映在出口量的增加和大量闲置产能上。在当前的钢铁行业下行周期中，2023 年的过剩产能占总产能的 9.3%。进入 2024 年，过剩产能比例将上升至 11.7%。

海外需求：在上一次行业低迷期间，海外需求基本保持稳定。在当前的行业下行周期中，海外需求呈现出持续增长的态势。在印度需求的强劲推动下，当前的海外需求表现优于上一轮下行周期。但后期我们也将面临着更多的全球经济不确定性、地缘政治冲突、以及贸易保护主义的挑战。

铁矿供给：保守估计，上一轮下行周期尾部，全球铁矿石的过剩 2.41 亿吨。如果进一步考虑澳大利亚的中小矿山产量，全球铁矿石的过剩量可能接近 3 亿吨，过剩幅度大约为 15%。据华泰期货研究院预测，2024 年全球铁矿石的过剩量将为 4,000 万吨，而到了 2025 年，预计将上升至 7,000 万吨，当前的铁矿石过剩情况显得较为温和。而根据钢联测算的全球矿山发往中国成本曲线分析，80-100 美金对应约 1.37 亿吨铁矿石供应，其

中 80-90 美金对应约 7100 万吨铁矿石供应，这表明供给端的调整更加温和，适度收缩以适应供需变化。

焦煤供给：2014-2015 年，保守估计国产焦煤过剩量达 8700 万吨，进口焦煤过剩量为 2700 万吨，总过剩量约为 1.14 亿吨。如果考虑到大量闲置的煤炭产能，2014 至 2015 年间，焦煤的总过剩量可能超过 1.5 亿吨，过剩幅度约为 28%，与钢铁冶炼行业的过剩水平相当。根据华泰期货研究院的预测，2024 年焦煤进口量预计将达到 1.18 亿吨，同比增加 1500 万吨；而国产焦煤产量预计将减少至 4.33 亿吨，同比减少 1500 万吨，整体供给与去年基本持平。然而，鉴于今年国内需求的下降，预计焦煤市场将步入一个宽松周期。在当前背景下，若动力煤的价格未能实现显著的下降，那么焦煤现货价格中枢难以进一步大幅降低。此外，中国在焦煤进口方面，蒙古和俄罗斯的煤炭占据了超过 78% 的市场份额，这两种煤炭的成本相对较高，也为焦煤的价格提供了额外的支撑。

宏观经济：2014-2015 年，除了日本在 2014 年 4 月和 5 月的 PMI 指数短暂跌破 50 这一关键阈值，其他主要经济体的 PMI 指数均保持在扩张区间。当前周期内，全球制造业 PMI 指数已连续两个月处于收缩区间，数据差于上一轮周期。国内经济方面，从第二产业用电量和铁路货运量这两个关键指标来看，当前周期的表现相较于上一轮周期有所改善。房地产行业的数据在两个周期中均呈现大幅下滑趋势，但本轮周期的下降速度更为显著。值得注意的是，在上一轮周期中，房地产行业经历了快速的复苏，而目前我们仍处于本轮周期的下行阶段。此外，基础设施建设投资在上一轮周期中保持了强劲的增长势头，但在当前周期中，其增速明显放缓，这在很大程度上受到了地方债务管理政策的影响。在这两个产业周期中，制造业均扮演了显著的对冲角色。随着过去几年的持续发展，制造业已跃升为国内钢材消费的绝对主力，占有超过 50% 的份额，预示着未来钢铁行业的走向将更加依赖于制造业的发展态势。

■ 策略

消费收缩引发行业的下行，价格下跌与利润恶化并行，在实现供给有效收缩之前，在消费改善之前，预计行业仍将经受更加困难的考验。

■ 风险

经济政策及产业政策的调整。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com