



伦敦现货价白银美元_20250113_173

周期组：“反内卷”政策对周期子行业的影响探讨

2025 年 7 月 11 日	
看好/维持	
有色金属	行业报告

分析师	张天丰 电话：021-25102914 邮箱：zhang_tf@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520100001
分析师	曹奕丰 电话：021-25102904 邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050005
分析师	赵军胜 电话：010-66554088 邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480512070003
分析师	刘宇卓 电话：010-66554030 邮箱：liuyuzhuo@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480516110002
分析师	莫文娟 电话：010-66555574 邮箱：mowj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480524070001
研究助理	闵泓朴 电话：021-65462553 邮箱：minhp-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480124060003

投资摘要：

事件：2025 年 7 月 1 日中央财经委员会第六次会议强调：“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”。我们认为，政策的执行对周期各子行业影响如下：

金属行业：钢铁子行业当前面临需求疲软，价格及利润水平下跌的困境。通过多方位产业链数据对比 2015 年与 2025 年的钢铁行业供需结构变化，可以发现钢铁行业供需现状较 2015 年有所改善：1) 粗钢供需均走弱，供应过剩程度较 2015 年减轻；2) 钢材需求结构变化，出口占比降低；3) 产能利用率大幅提升，行业过剩产能规模有限；4) 普钢毛利率已降至 2015 年水平，钢铁行业利润向上游铁矿石行业聚拢。本次反内卷政策旨在防止行业同质化恶性竞争且强调破除地方保护，利用市场机制及行业自律机制优化升级产能，并实现行业高端化及绿色化转型。从库存观察，钢铁库存已出现持续性去化且呈现被动式调整特征。从盈利能力观察，2021-2024 年间，受房地产市场下行影响，行业 ROE 和 ROA 已再度降至历史低位。考虑到“反内卷”政策出台或在短期内推动市场交易情绪修复并刺激长期低迷的库存周期抬头，促发阶段性的风险情绪交易机会并优化及强化行业的供需状态及利润质量，我们认为钢铁行业产能集中度的攀升及绿色高质量产品结构转型或进一步优化钢铁行业的供需结构，从而帮助行业盈利能力实现修复，这意味着钢铁行业的整体回报率有望走出趋势性的低迷状态。从行业指标观察，当前行业盈利能力的修复仍需密切关注产业链上游的产能出清、产能整合及产能升级情况的实际执行力度，并且需要跟进需求端转型升级的配合有效性。从估值观察，当前行业中位市盈率仅为 35.51X，处于历史低位，行业估值水平具有修复空间，看好行业供需结构改善、盈利能力修复后的估值水平提升。

风险提示：政策推进不及预期，钢铁下游行业需求不及预期，上游铁矿石价格超预期上涨，出口超预期下滑。

交运行业：交运行业由于其产品同质化的问题，比较容易陷入内卷式竞争，但同时也是政府部门在反内卷领域发力比较早的板块。中央持续重视治理内卷式竞争，预计将对交运板块的供需再平衡与高质量发展有较大的帮助。具体行业方面我们认为快递与航空两大板块有望直接受益。今年航空板块的反内卷已经是进行时，对供给端的管控带来了客座率较为明显的提升，有助于提升行业旺季景气度；快递板块目前处于激烈的价格竞争中，但监管的存在避免了行业陷入低价倾销的恶性竞争。中长期看，持续的价格竞争将压缩同质化服务带来的利润，倒逼企业通过优化业务质量提升收益水平，行业竞争的重点由数量向品质转变是大势所趋。

风险提示：宏观经济增速下行导致需求不足，政策推进不及预期。

建筑建材行业：政策不断推进反内卷逐步在 2025 年落地，推动建材行业高质量发展。水泥等行业反内卷政策力度会逐步加大，见实见效加速助力供给端优化。水泥行业协同错峰停产，在行业需求低迷但仍尚可的情况下，企业共同实施的效果较好。

行业市场优胜劣汰和“反内卷”齐发力行业新平衡可期。我们在 2024 年 12 月 27 日《建筑建材行业 2025 年投资展望：内需之重下行稳致远》和 2025 年 6 月 17 日发布的《建筑建材行业 2025 年中期展望：内需释放和供给优化下的新平衡》等报告中反复强调，2025 年的重点方向是供给端优化较好的行业。供给端的优化将与需求共振，带动新平衡。市场剧烈竞争下的优胜劣汰叠加“反内卷”等各项政策落地，都共同发力加速建筑建材行业落后产能的淘汰，加速行业供给端优化。这将进一步巩固优秀和龙头公司发展和成长的确定性，带来估值修复和业绩弹性。水泥行业“反内卷”政策的率先落地带来行业更好的供给端优化，我们继续推荐海螺水泥。水泥行业相关公司：上峰水泥、塔牌集团、中国建材和金隅集团等。

风险提示：房地产政策效果低于预期，反内卷政策进一步落地力度和节奏低于预期。

化工行业：受政策预期影响，硅基产品、农药等子行业的供给端格局或迎优化，行业盈利水平有望触底回升。①硅基产品：受到前期产能大量扩建、下游光伏行业需求下滑等供需因素影响，目前多晶硅、有机硅、工业硅处于历史价格区间底部，行业整体盈利性差。目前工信部要求对光伏行业的低价无序竞争进行综合治理，光伏行业上游的硅基产业链产品供给端格局有望改善，行业有望逐步走出低谷。②农药：以草甘膦为代表的农药原药产品价格持续低迷，行业处于周期底部。草甘膦行业供给自律将有助于市场竞争格局改善，提升行业盈利水平。

风险提示：化工品需求不及预期；成本端大宗能源价格大幅上涨；产品价格大幅下滑；贸易摩擦导致出口大幅下滑；供给端行业新增产能投放超出预期。

煤炭行业：此会议高度重视“内卷式竞争”和“推动落后产能有序退出”的背景下，煤炭行业“反内卷”主要通过限产和退出产能方式，国内煤炭供应或将开始收紧，电煤消费持续提升，随着天气转热，迎峰度夏的旺季需求释放；炼焦煤生产无序状态或将得到整治，相关落后产能有望出清，叠加财政政策发力顺周期需求预期释放，煤炭价格反弹支撑较强。一方面，夏季用电高峰已至，在供给收缩、需求季节性上升的背景下，预计煤价将维持季节性上涨趋势，重点推荐标的中国神华、广汇能源；有望受益标的兖矿能源、陕西煤业、中煤能源、新集能源。另一方面，“反内卷”政策或对炼焦煤生产无序状态进行整治，相关落后产能有望出清，叠加财政政策发力顺周期需求预期释放，有望受益标的淮北矿业、平煤股份、潞安环能、山西焦煤、上海能源。

风险提示：行业面临有效需求不足，煤价下跌等不及预期的风险。

目 录

1. 金属行业：钢铁行业“高端差异化竞争”转型，行业盈利及估值水平有望底部反转	4
2. 交运行业：中央再提反内卷，重视供需再平衡与高质量发展趋势	9
3. 建筑建材行业：反内卷政策落地加速构建水泥等行业供需新平衡	10
4. 化工行业：硅基产品、农药等子行业供给格局或迎优化	11
5. 煤炭行业：“反内卷”叠加需求旺季来临，煤价反弹支撑较强	14

插图目录

图 1： 有色及黑色金属子行业 PPI 情况对比（2024-2025M5，上年同月=100）	4
图 2： 黑色金属冶炼和压延加工业毛利率与其他周期子行业对比（%，2025 年 5 月）	4
图 3： 2005-2015 中国粗钢供需平衡变化（万吨）	5
图 4： 2015-2025M5 中国粗钢供需平衡变化（万吨）	5
图 5： 2014-2025M5 钢材出口量及占比情况变化（万吨）	6
图 6： 黑色金属冶炼和压延加工业产能利用率变化情况（%，2015-2025M3）	6
图 7： 2014-2025M5 黑色金属冶炼和压延加工业毛利率变化情况（%）	7
图 8： 2015-2025Q1 钢铁行业毛利率变化情况	7
图 9： 2015-2025Q1 铁矿石行业毛利率变化情况	7
图 10： 2015-2025Q1 钢铁行业 ROE 及 ROA 变化情况	7
图 11： 螺纹钢及线材社会库存均位于基钦周期底部（万吨）	8
图 12： 钢铁行业估值已降至历史低位	8
图 13： 2020 年以来多晶硅、有机硅、工业硅市场价格走势	12
图 14： 2020 年以来草甘膦市场价格走势	13
图 15： 2020 年以来农药原药价格指数走势	13

表格目录

表 1： 反内卷政策的迭代及升级	4
------------------------	---

1. 金属行业：钢铁行业“高端差异化竞争”转型，行业盈利及估值水平有望底部反转

2024 年 7 月，中央政治局会议首次提出“防止内卷式恶性竞争”，一年以来相关政策持续迭代升级。2025 年以来，工信部推出《钢铁行业规范条件》、钢铁工业协会推行“三定三不要”原则等产业政策与自律引导，引导钢铁行业淘汰落后产能，推进企业兼并重组，推动行业从“低价同质竞争”向“高端差异化竞争”转型。2025 年 7 月，中央财经委会议明确要求“治理低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”，标志国家反内卷政策的进一步确认与深化。

表1：反内卷政策的迭代及升级

反内卷政策的迭代及升级

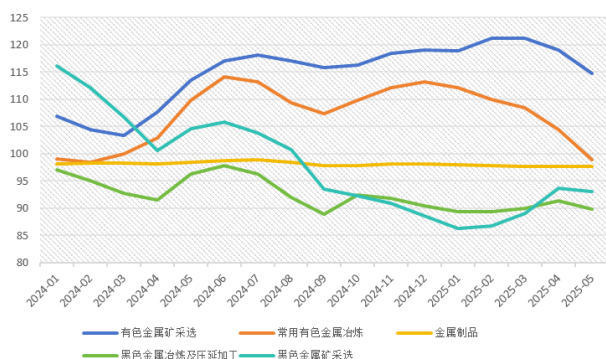
- 2024年7月：中央政治局会议首次提出“防止内卷式恶性竞争”；
- 2024年12月，中央经济工作会议强调“综合整治‘内卷式’竞争，规范地方政府和企业行为”。
- 2025年1月，《全国统一大市场建设指引（试行）》发布，明确提出加力破除地方保护和市场分割，规范地方政府招商引资行为；
- 2025年1月，《钢铁行业规范条件》要求企业推进兼并重组，将环保指标全面升级，要求2026年前完成全流程超低排放改造，淘汰行业落后产能并提升电炉炼钢比例；
- 2025年3月5日，总书记在十四届全国人大三次会议江苏代表团审议时，再次强调要深化要素市场化配置改革，主动破除“内卷式”竞争。
- 2025年3月13日，中国钢铁工业协会推行“三定三不要”原则（以销定产、以效定产、以现定销），组织自律控产，遏制盲目扩产；
- 2025年6月：《反不正当竞争法》二次修订完成，“反内卷”已经纳入法律规制范畴；
- 2025年7月中央财经委会议：纵深推进全国统一大市场建设，打破地方保护与市场分割。明确要求“治理低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”，并强调“全国统一大市场”建设（五统一：基础制度、基础设施、政府行为尺度、监管执法、要素资源市场；一开放：持续扩大对内对外开放）。

资料来源：期货日报，财新，Mysteel，东兴证券研究所

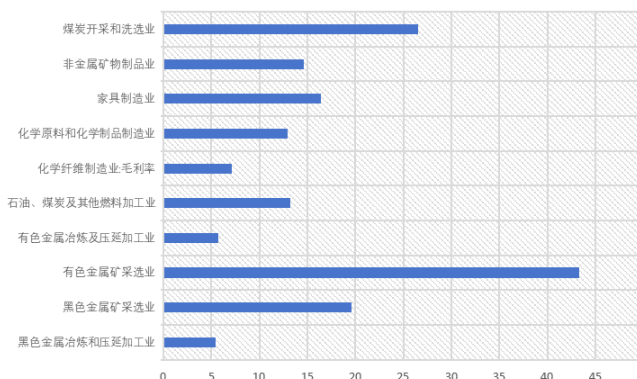
当前钢铁行业的现状：需求疲软，价格及利润水平下跌。从 PPI 观察，2024-2025M5 期间，黑色金属子行业 2025 年内 PPI 普遍低于有色金属，其中至 25M5 黑色金属冶炼及压延加工业 PPI 已降至 89.8，为五个子行业最低，而同期黑色金属矿采选业 PPI 亦降至 93，仅高于黑色金属冶炼及压延加工业，显示出钢铁行业整体需求疲软，价格水平下跌。从毛利率观察，钢铁行业上游与中游盈利水平出现分化，上游矿端吸收了行业大部分利润。我们挑选了十个样本周期子行业，发现 2025 年 5 月黑色金属冶炼和压延加工业毛利率仅为 5.48%，位于十个子行业中最后一位；而黑色金属矿采选业同期毛利率则为 19.57%，位于十个样本周期子行业第三位，且为黑色金属冶炼和压延加工业毛利率的 3.57 倍。

图1：有色及黑色金属子行业 PPI 情况对比（2024-2025M5，上年同月=100）

图2：黑色金属冶炼和压延加工业毛利率与其他周期子行业对比（%，2025 年 5 月）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

与 2015 年供给侧改革时期的行业对比：钢铁行业供需现状较 2015 年有所改善

2015 年钢铁行业供给侧改革以行政化限制为主，强制淘汰落后产能。从政策角度观察，2015 年供给侧改革以“三去一降一补”为核心（去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板），重点解决钢铁行业过剩产能及“地条钢”等落后产能。产业链数据显示，2015-2020 年间，钢铁行业通过压减粗钢产能 1.45 亿吨以上，行业集中度 CR10 从 2015 年的 34% 提升至 2020 年的 41%。

2025 年反内卷政策的行政强制去产能力度减弱，或采用非行政化调控路径。考虑到钢铁行业已经在 2015 年经历了一轮供给侧改革，而进入 2020 年后双碳政策的持续执行对行业落后产能形成进一步的出清。尽管当前钢铁产业受限于经济周期影响而仍处于恶性低价同质化竞争阶段，但当前行业内落后产能整体规模有限，反内卷政策的引导将推动行业加速向绿色化、智能化及产品结构多元化方向发展。

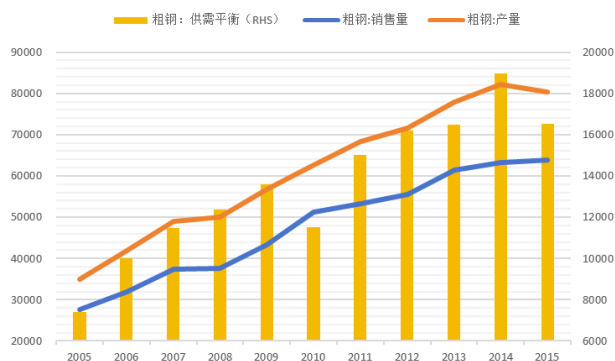
多方位产业链数据对比 2015 年与 2025 年的钢铁行业供需结构变化：

供需总量变化数据对比：粗钢供需均走弱，供应过剩程度较 2015 年减轻

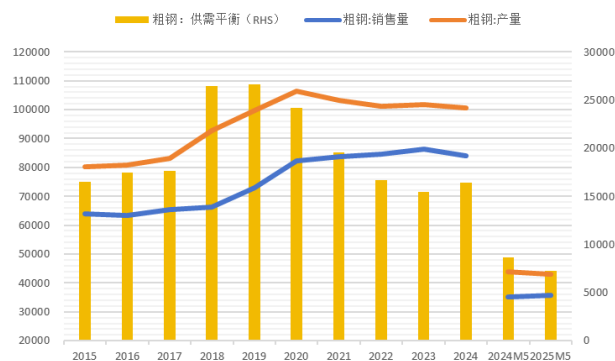
- 2005-2015 年间，粗钢产量 CAGR 为 8.7%，销售量 CAGR 为 8.8%，供需扩张节奏相似。从供需平衡表变化观察，粗钢供给过剩量由 2005 年的 7397 万吨增至 2015 年的 16520 万吨，尽管供应过剩总量增长，但考虑到实际需求的结构性扩张（2005：27539 万吨，2015：63863 万吨），因此过剩产量占需求比例由 2005 年的 27% 降至 2015 年的 26%；
- 2015-2024 年间，供给侧改革推动粗钢产量 CAGR 降至 2.5%，而粗钢销售量则降至 3.1%，高于供给增速。从供需平衡表变化观察，粗钢供给过剩量由 2015 年 16520 万吨降至 2024 年的 16387 万吨，而考虑到 2015 及 2024 年全国粗钢表观消费量分别为 63863 万吨及 84123 万吨，过剩产量占需求比例已由 2015 年的 26% 降至 2024 年的 19%；
- 至 25M5，年内粗钢产量同比下降 1.6% 至 43163 万吨，销售量同比上升 1.8% 至 35874 万吨，推动过剩产量同比缩小 15.6% 至 7289 万吨（占需求比例 20%）。

图3：2005-2015 中国粗钢供需平衡变化（万吨）

图4：2015-2025M5 中国粗钢供需平衡变化（万吨）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

钢材出口贸易数据对比：钢材需求结构变化，出口占比降低

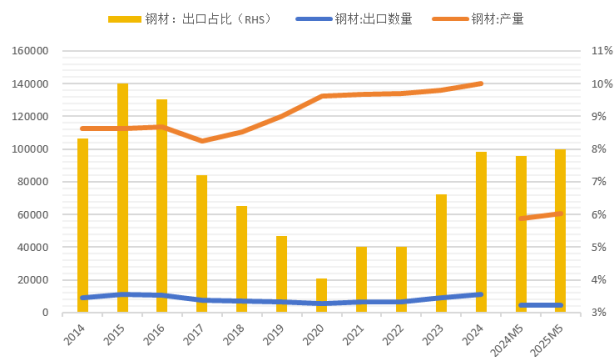
- 2014-2015M5：期间钢材出口数量累计为 13730 万吨，出口数额占产量比例为 8.7%；
- 2024-2025M5：期间钢材出口数量累计为 15919 万吨，较 2014-2015M5 同比上涨 16%，但出口数额占产量比例降至 7.9%。

钢铁行业产能利用率数据对比：产能利用率大幅提升，行业过剩产能规模有限

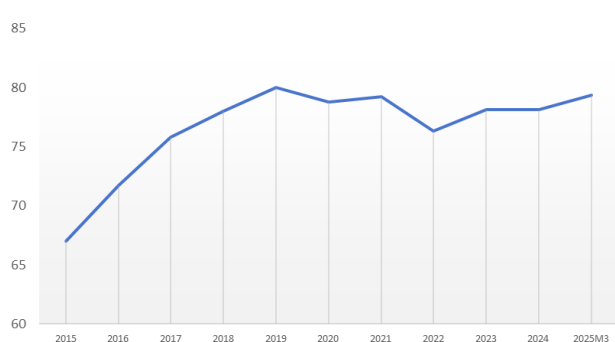
- 2015：黑色金属冶炼和压延加工业的工业产能利用率为 67%；
- 2025：至 25M3，黑色金属冶炼和压延加工业的工业产能利用率为 79.34%，较 2024 年的该数值提升 1.2 个百分点，较 2015 年提升了 12.34 个百分点。

图5：2014-2025M5 钢材出口量及占比情况变化（万吨）

图6：黑色金属冶炼和压延加工业产能利用率变化情况（%，2015-2025M3）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

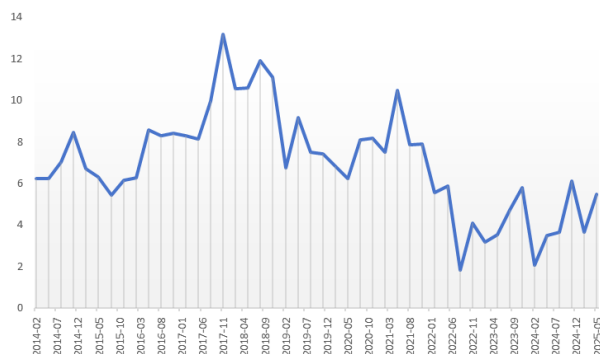


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

钢铁行业毛利率数据对比：普钢毛利率已降至 2015 年水平，钢铁行业利润向上游铁矿石行业聚拢

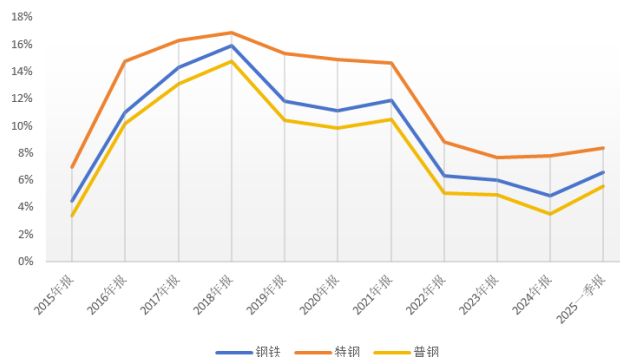
- 2015-2016：随着 2015 年钢铁行业供给侧改革进行，钢铁行业毛利率由 2015 年的 4.47% 升至 2016 年的 10.99%。其中，同期特钢毛利率由 6.95% 升至 14.73%，普钢毛利率由 3.38% 升至 10.13%，两者毛利率差额则由 3.57% 扩大至 4.60%。另一方面，2015 年铁矿石毛利率为 28.13%，高出钢铁行业平均毛利率 23.66 个百分点。
- 2024：至 2024 年普钢毛利率已重新降至 2015 年水平。钢铁行业毛利率为 4.82%，仅高出 2015 年 0.35 个百分点。其中，特钢毛利率为 7.76%（高出 2015 年 0.81 个百分点），普钢毛利率则为 3.47%（高出 2015 年 0.09 个百分点），两者毛利率差额为 4.29%，仍略高于 2015 年。铁矿石方面，2024 年铁矿石行业毛利率达 46.63%，较 2015 年提升了 19 个百分点，高出钢铁行业平均毛利率 41.81 个百分点，钢铁行业利润明显向上游聚拢。

图7：2014-2025M5 黑色金属冶炼和压延加工业毛利率变化情况 (%)



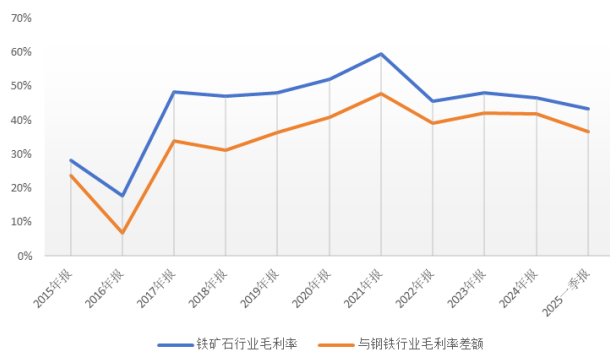
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：2015-2025Q1 钢铁行业毛利率变化情况



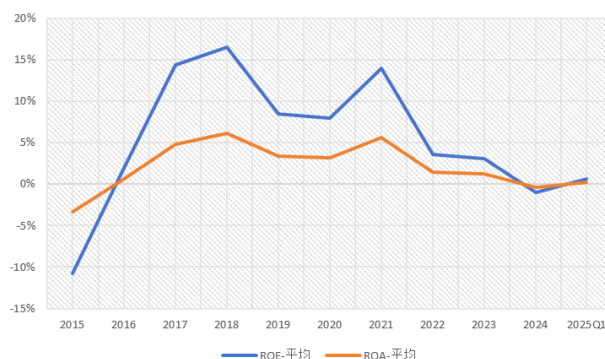
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：2015-2025Q1 铁矿石行业毛利率变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：2015-2025Q1 钢铁行业 ROE 及 ROA 变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

本次反内卷政策对行业的影响及指引意义：旨在防止行业同质化恶性竞争且强调破除地方保护，利用市场机制及行业自律机制优化升级产能，并实现行业高端化及绿色化转型。

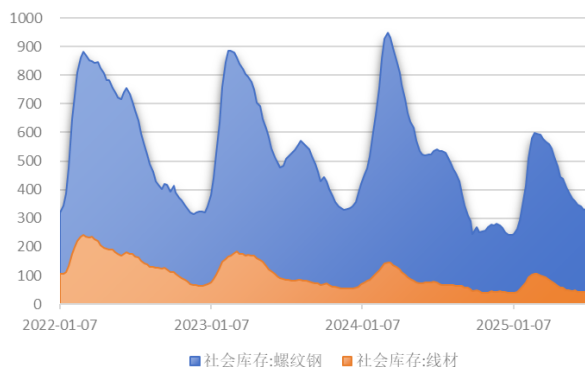
其中：

- 1) 淘汰标准提升至 400 立方米以下高炉、30 吨以下转炉，要求 2025 年底 80% 产能完成超低排放改造；行

- 业电炉炼钢占比从 10% 提升至 20%；→将通过设备更新和智能化改造提升生产效率；
- 2) 高端产品形成突破，如优特钢、高强钢等国产渗透率持续提升；→将通过产品结构调整增强行业盈利水平；
- 3) 碳排放约束倒逼企业绿色转型升级，多省市实施环保绩效分级限产，如唐山市钢铁企业在 7 月 4 日至 15 日期间执行硬减排措施；行业引导氢冶金改造补贴等政策，如宝武集团已引入氢冶金技术；→环保政策（碳税）倒逼企业升级设备以满足合规要求，推升远期成本曲线；
- 4) 推动行业整合重组加剧，如鞍钢集团整合凌钢集团；预计行业集中度 CR10 将从 2024 年的 44% 提升至 2025 年的 60% 以上（根据《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》）；→行业集群化发展程度提升或扩大规模效应并强化对上游的议价能力。

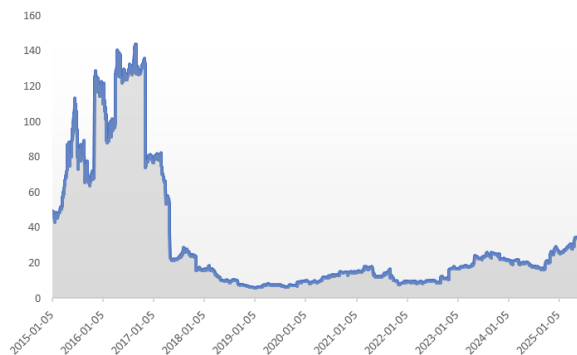
行业库存周期有望底部抬升，盈利能力及估值水平或出现逆转。从库存观察，钢铁库存已出现持续性去化且呈现被动式调整特征。其中，至 25M7 螺纹钢社会库存已降至 332.4 万吨，同比下滑 38%；同期线材社会库存已降至 43.9 万吨，同比下滑 42%；库存可用天数分别降至 9.3 天及 3.5 天。从盈利能力观察，2015 年的供给侧改革大幅修复了行业 ROE 及 ROA 状况，分别使其由 15 年的 -10.77% 升至 17 年的 14.38%，及由 -3.31% 升至 4.76%；但 2021-2024 年间，受房地产市场下行影响，行业 ROE 和 ROA 分别由 14.01% 降至 -1.01%，及由 5.62% 降至 -0.39%，再度降至历史低位。考虑到“反内卷”政策出台或在短期内推动市场交易情绪修复并刺激长期低迷的库存周期抬头，促发阶段性的风险情绪交易机会并优化及强化行业的供需状态及利润质量，我们认为钢铁行业产能集中度的攀升及绿色高质量产品结构转型或进一步优化钢铁行业的供需结构，从而帮助行业盈利能力实现修复，这意味着钢铁行业的整体回报率有望走出趋势性的低迷状态。从行业指标观察，当前行业盈利能力的修复仍需密切关注产业链上游的产能出清、产能整合及产能升级情况的实际执行力度，并且需要跟进需求端转型升级的配合有效性。从估值观察，2015-2016 年间，受供给侧改革影响，申万钢铁行业中位市盈率由 2015 年 1 月的 49.64X 最高升至 143.80X，期间最大涨幅达 190%。当前行业中位市盈率仅为 35.51X，处于历史低位，行业估值水平具有修复空间，看好行业供需结构改善、盈利能力修复后的估值水平提升。

图11：螺纹钢及线材社会库存均位于基钦周期底部（万吨）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：钢铁行业估值已降至历史低位



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

风险提示：政策推进不及预期，钢铁下游行业需求不及预期，上游铁矿石价格超预期上涨，出口超预期下滑。

2. 交运行业：中央再提反内卷，重视供需再平衡与高质量发展趋势

事件：

1. 十四届全国人大常委会第十六次会议6月27日表决通过新修订的《反不正当竞争法》，法律的修订有助于国家健全完善反不正当竞争规则制度，加强反不正当竞争执法司法，维护市场竞争秩序，健全统一、开放、竞争、有序的市场体系。
2. 习近平7月1日主持召开中央财经委员会第六次会议，研究纵深推进全国统一大市场建设等问题。会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。

点评：

去年以来，反内卷持续受到国家层面重视。近期《反不正当竞争法》的修订，以及中央财经委员会第六次会议中的再次强调，说明国家持续重视治理内卷式竞争。交运是较容易陷入“内卷式”竞争的板块，反内卷将有利于交运行业的供需再平衡与高质量发展。

结果同质化导致交运行业容易陷入“内卷式”竞争：交运行业提供的主要服务是物品的位移，这导致交运服务的结果同质化较为严重，其差异主要需要通过服务的过程来体现。因此对于那些服务过程也不容易产生明显差异的板块，或者客户对服务过程感知较弱的板块，就更容易陷入内卷。

反内卷是系统工程，需要循序渐进：求是杂志7月1日发文《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》，整治“内卷式”竞争是一项复杂的系统性工程。文章提出：1. 供需不匹配是导致“内卷式”竞争的重要原因，整治“内卷式”竞争必须供需两侧协同发力、协调配合；2. “内卷式”竞争是市场失灵现象的体现，为此需要规范政府行为，促进有效市场和有为政府更好结合，形成既“放得活”又“管得住”的经济秩序；3. 综合整治“内卷式”竞争要从强化行业自律做起，倡导合法、公平、诚信、正当、有序的行业竞争，完善传统产业行业协会职能，补上新兴业态行业组织空位，通过制定行业标准和规则，规范市场行为，形成广泛共识，遏制恶性竞争。我们认为以上三点体现了国家反内卷的整体思路框架。

对应到交运的相关板块，我们认为反内卷已经是进行时，其中较为明显的是航空与快递板块的反内卷有望逐渐取得成效，值得后续重点关注。

航空板块：重视行业供需再平衡带来的旺季弹性

为扭转去年民航业票价大幅下滑的困境，今年民航的反内卷行动已经展开。年初的民航工作会议就要求“航空业必须统筹好政府和市场关系，促进航空市场规范有序发展；着力增强航空市场供需适配度，动态优化客座率考核等精准调控措施，严控多承运人低客座率航段运力供给；有针对性加强价格行为监管”。

可以看出民航局对于目前行业供大于求导致价格竞争过度的现象有清晰认识，因此通过制定更合理，有针对性的考核指标约束供给端，以推进供需的再平衡。从目前民航业的经营数据表现也可以发现，通过持续的供给管控，各上市航司国内航线的客座率水平较去年同期有明显上行，行业供需关系有持续好转。

我们认为行业供需关系的改善将为今年的暑运旺季带来较强的价格弹性。票价方面，在客座率整体较高的情况下，旺季需求的提升更容易转化为票价提升，旺季价格弹性大概率超过24年同期；成本方面，燃油价格较24年同期具备一定优势。因此今年航空业的暑运表现值得重点关注。

个股方面，我们重点关注业绩弹性较大的中国国航。

快递板块：成本内卷非长久之计，高质量发展大势所趋

今年快递板块的价格战烈度较高，中通与圆通两家头部企业同时加大对市场份额的争夺力度；申通和韵达市场份额非常接近，也处于持续的拉锯中。行业的竞争态势对快递的整体价格水平形成一定冲击。

由于价格战加剧导致行业盈利水平的整体性下移，不同公司之间的单票盈利差距也更加明显。25Q1，中通单票盈利降至 0.26 元，但依旧显著高于其他三家上市公司；圆通单票盈利经历了 24 年以来的缓慢下行，目前降至 0.12 元附近；韵达和申通单票盈利分别为 0.05 和 0.04 元。在高烈度的价格战中，依靠提供同质化服务所带来的利润会被持续压缩，只有实现服务的针对性和差异化才能获得较为稳定的超额收益。

因此虽然短期看价格战如火如荼，但中长期看，持续的价格竞争将倒逼企业通过优化业务质量和提供针对性服务的方式来提升收益水平，最终实现行业服务质量的整体性提升。快递行业的“反内卷”以及高质量发展是大势所趋。

目前市场对快递板块的预期处于较低水平，一方面，上市公司单票市值持续下降，且接近历史最低水平；另一方面，上市公司单票市值与单票净利润的比值在缓慢下降的同时显著趋同，意味着市场目前在给予上市公司估值时基本参照现有业绩，而弱化对格局改善可能性以及后续价格战缓和可能性的考量。综合来看，目前行业周期及市场预期都处于相对底部区域，股价具备较强的安全边际，且上市公司业绩具备较强的向上弹性。

个股方面，我们重点关注行业龙头中通快递。

投资策略：国家大力推进反内卷对于交运板块长期的可持续发展构成明显的利好，目前价格内卷问题较为明显的航空及快递板块预计会受益于政策监管的加强，以及行业自律的形成，建议重点关注。

风险提示：宏观经济增速下行导致需求不足，政策推进不及预期。

3. 建筑建材行业：反内卷政策落地加速构建水泥等行业供需新平衡

2025 年 7 月 1 日中央财经委员会第六次会议强调：“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”。

点评：

政策不断推进反内卷逐步在 2025 年落地，推动建材行业高质量发展。“防止内卷式恶性竞争”在 2024 年 7 月的中共中央政治局会议上首次提出，2024 年 12 月中央经济工作会议中进一步强调要“综合整治内卷式竞争”。2025 年 7 月 1 日中央财经第六次会议再次强调“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。”2025 年 7 月 1 日水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》，“反内卷”政策作为中央提出的政策正在 2025 年逐步落地，成为推动建材行业高质量发展的重要动力。

水泥等行业反内卷政策力度会逐步加大，见实见效加速助力供给端优化。水泥协会反内卷文件中明确提出：实际产能大于备案产能的企业，要尽快按《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》补齐产能差额并完善备案、环评、能评等相关，按照备案产能组织生产，这将使得一些企业原先的超备案的产能得到控制，

切实减少行业供给量。《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年）本》还提出了更严格的减量置换要求：连续两年产量不足年产能 30%的生产线等产能不可用于置换。前三年水泥熟料平均产能利用率低于 50%的省份新建水泥熟料生产线，原则上不得从省外置换产能。水泥熟料产能置换比例在大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域置换比例不低于 2:1 和 1.5:1，平板玻璃为分别不低于 1.25:1 和 1:1。产能置换方案自公告之日起两年内，项目建设企业应完成备案和环评等手续，三年内建完点火投产，否则方案失效。对已经完成产能置换方案公告的，在《实施办法》实施前未开工建设的项目，应于 2026 年 12 月底前完成点火投产；未完成的，2027 年 1 月 1 日后产能置换方案失效。这些政策随着“反内卷”的逐步推进，会落地见效，对水泥等行业供给的优化进一步加速助力。

水泥行业协同错峰停产，在行业需求低迷但仍尚可的情况下，企业共同实施的效果较好。但是一旦需求很低迷时，一些企业迫于生存压力，对于错峰停产的实施就会打折扣，不利于行业供需格局的改善，形成内卷式恶性竞争。但是随着“反内卷”政策的切实落地，会对行业供给优化产生实实在在的影响。

行业市场优胜劣汰和“反内卷”齐发力行业新平衡可期。建筑建材行业这几年在地产持续下行的过程当中，需求衰减，行业竞争激烈，优胜劣汰加剧。上市公司作为行业中相对优秀的公司，在这几年时间里盈利水平一直在行业历史低位波动。行业中其他的中小企业的境况更是非常艰难，甚至被淘汰出市场。行业低迷的时间越长这种淘汰的力度也就越大。行业竞争激烈是导致行业内卷加剧的主要原因，反内卷政策对行业的恶性竞争进行约束，推动行业的健康发展。随着反内卷政策的落地见效和地产行业回归长期健康发展轨道建筑建材行业供需新平衡可期。

投资建议：我们在 2024 年 12 月 27 日《建筑建材行业 2025 年投资展望：内需之重下行稳致远》和 2025 年 6 月 17 日发布的《建筑建材行业 2025 年中期展望：内需释放和供给优化下的新平衡》等报告中反复强调，2025 年的重点方向是供给端优化较好的行业。供给端的优化将与需求共振，带动新平衡。市场剧烈竞争下的优胜劣汰叠加“反内卷”等各项政策落地，都共同发力加速建筑建材行业落后产能的淘汰，加速行业供给端优化。这将进一步巩固优秀和龙头公司发展和成长的确定性，带来估值修复和业绩弹性。水泥行业“反内卷”政策的率先落地带来行业更好的供给端优化，我们继续推荐海螺水泥。水泥行业相关公司：上峰水泥、塔牌集团、中国建材和金隅集团等。

风险提示：房地产政策效果低于预期，反内卷政策进一步落地力度和节奏低于预期。

4. 化工行业：硅基产品、农药等子行业供给格局或迎优化

“反内卷”政策预期强化

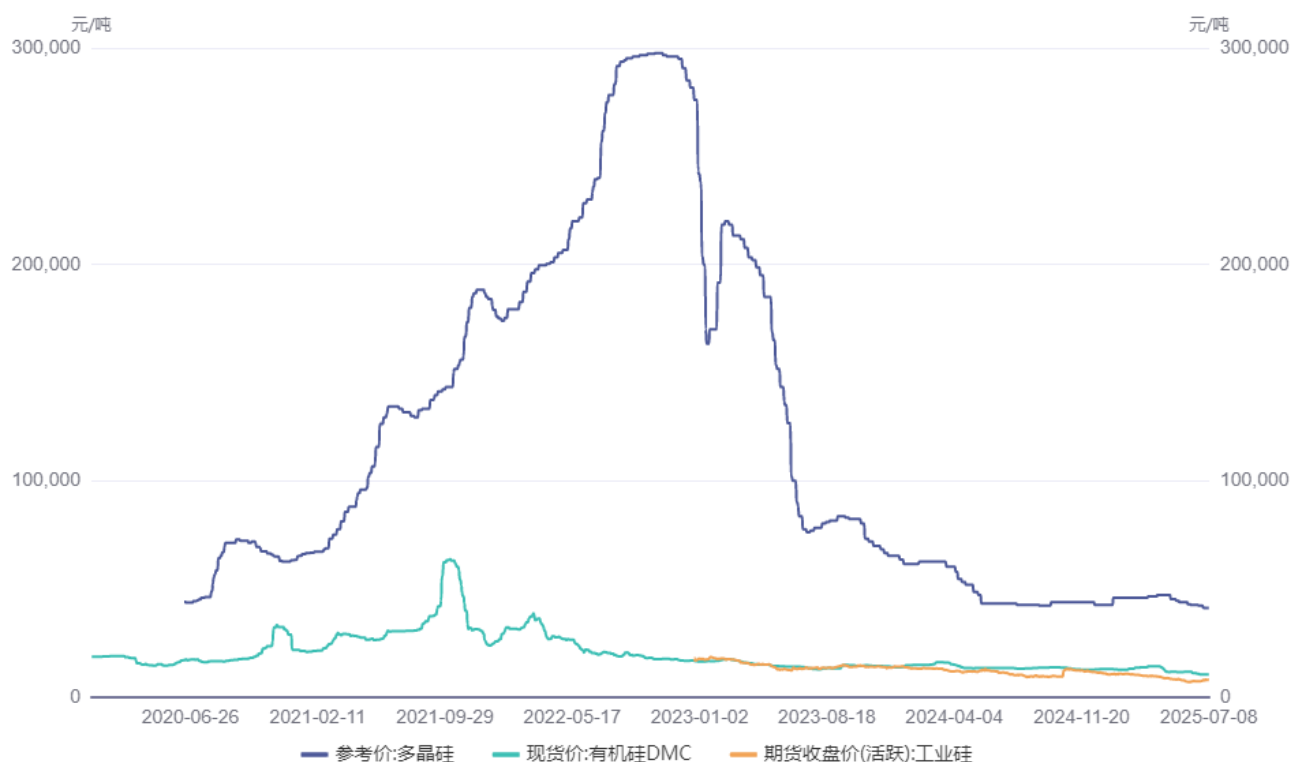
7 月 1 日中央财经委员会第六次会议强调：“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”。7 月 3 日工信部组织召开第十五次制造业企业座谈会，14 家光伏行业企业及光伏行业协会负责人围绕企业生产经营、科技创新、市场竞争、行业生态建设等方面进行交流，会议传递出一个明确的信号：有关部门将依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争。受政策预期影响，硅基产品、农药等子行业的供给端格局有望改善，行业盈利水平有望触底回升。

硅基产品：政策助力供给端格局改善

受到前期产能大量扩建、下游光伏行业需求下滑等供需因素影响，目前多晶硅、有机硅、工业硅处于历史区间底部，行业整体盈利性差。以有机硅为例，受前两年行业产能大规模扩张、行业供需格局恶化的影响，2023-2024 年有机硅行业整体陷入亏损，有机硅市场价格不断下滑。在行业整体弱盈利的背景下，后续有机硅新增产能预计有限，从各企业目前的规划来看，2025 年新增产能仅有兴发集团的 10 万吨，行业快速扩产阶段暂告结束。

目前工信部要求对光伏行业的低价无序竞争进行综合治理，光伏行业上游的多晶硅、工业硅、有机硅等硅产业链产品供给端格局有望改善，行业有望逐步走出低谷。

图13：2020 年以来多晶硅、有机硅、工业硅市场价格走势



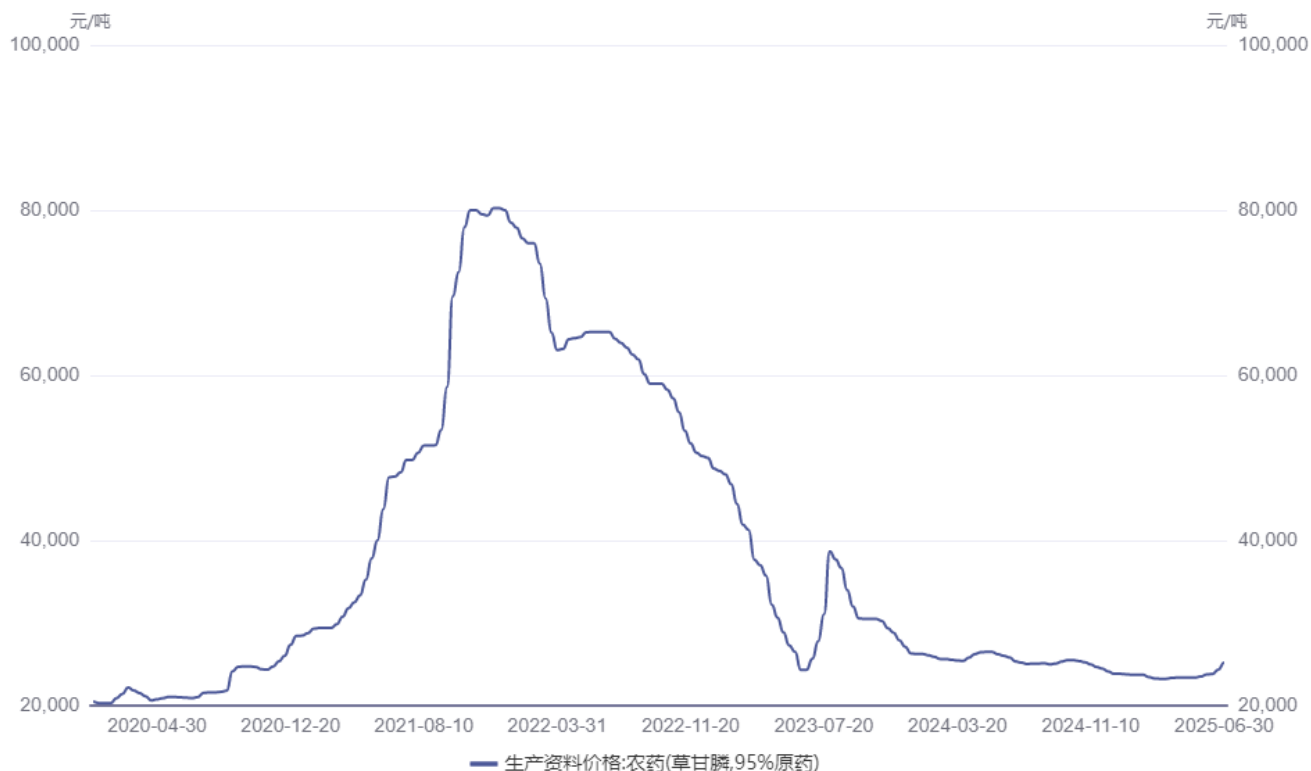
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

农药：行业供给自律有望提升企业盈利水平

据中国农药工业协会报道，3月13日草甘膦行业反内卷现象的专题会议在北京召开。本次会议旨在深入贯彻两会提出的关于综合整治内卷竞争的精神，聚焦草甘膦行业现状，旨在全面探讨并切实解决行业内普遍存在的过度竞争、资源重复投入以及利润空间不断压缩等“内卷”问题，以推动行业的健康可持续发展。国内草甘膦主要生产企业如南通江山农药化工股份有限公司、福华通达化学股份公司、湖北兴发化工集团股份有限公司以及浙江新安化工集团股份有限公司等均参加会议。会议达成初步共识，将深化行业自律与行政监管的有机结合，构建科学长效机制，通过引导资源向高效、环保的生产环节流动，有效替代当前低效无序的市场竞争模式，促进草甘膦产业的优化升级和健康发展。

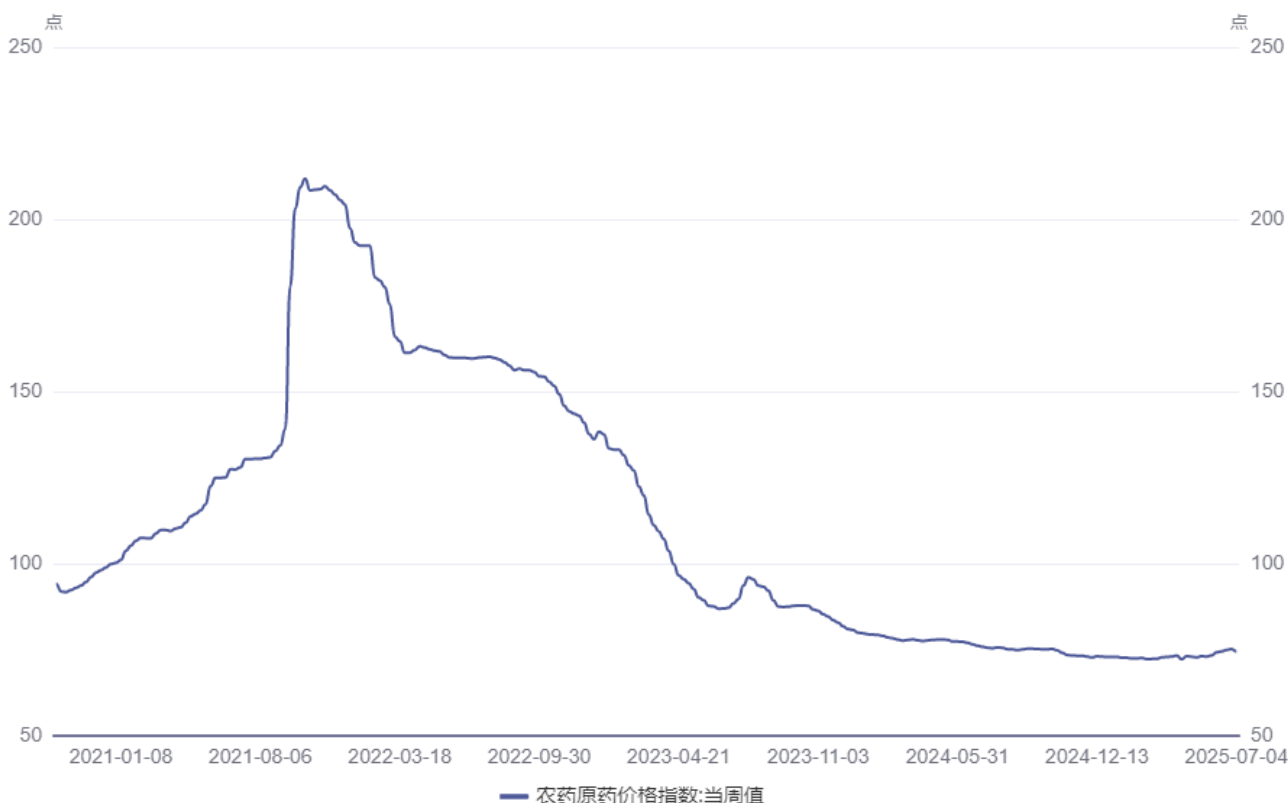
近年来，以草甘膦为代表的农药原药产品价格持续低迷，行业处于周期底部。2023 年以来，随着国内农药新增产能的投产，加上渠道内积压的库存，市场竞争加剧，整体进入供大于求的趋势。我们认为，草甘膦行业供给自律将有助于市场竞争格局改善，增强生产企业的议价能力、提升行业盈利水平，促进行业景气回暖。

图14：2020 年以来草甘膦市场价格走势



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图15：2020 年以来农药原药价格指数走势



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

风险提示：化工品需求不及预期；成本端大宗能源价格大幅上涨；产品价格大幅下滑；贸易摩擦导致出口大幅下滑；供给端行业新增产能投放超出预期。

5. 煤炭行业：“反内卷”叠加需求旺季来临，煤价反弹支撑较强

“反内卷”叠加用煤旺季来临，煤价反弹支撑较强。（1）7月1日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央财经委员会主任习近平主持召开中央财经委员会第六次会议，会议提出，要依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。（2）我国已进入季节性高温区间，夏季用煤旺季已经来临，带动火电出力增强，六大发电集团日均耗煤量周环比明显上涨。（3）在煤炭供需基本面、“反内卷”事件共同驱动下，近期动力煤、炼焦煤价格、煤炭板块均上涨。

中央财经委员会释放“反内卷”信号。7月1日召开的中央财经委员会第六次会议，聚焦全国统一大市场建设推进工作，明确提出“五统一、一开放”的纵深建设基本要求。会议直指“内卷式”竞争治理，强调要加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，对“内卷式”竞争开展综合整治。

此次会议引发市场对“反内卷”治理的关注。中央财经委员会的议题其向来是中央关键政策的风向标。如2016年，供给侧结构性改革经中央财经领导小组会议首提、细化，逐步在煤炭、钢铁、水泥、电解铝、化工等多

行业落地，重塑产业格局。市场亦期待此次“反内卷”行动，能续写如 2016 年政策驱动的产业变革浪潮。

本轮煤炭基本面和 2016 年有何不同：以 2016 年 2 月 1 日，国务院下发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》为标志，我国煤炭供给侧改革正式启动。供给侧改革的主要任务是“三去一降一补”，也就是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五项任务。2016 年，我国煤炭产量来到区间低谷的 34.11 亿吨；2018 年末，我国淘汰落后产能超过 8 亿吨；截至 2020 年底，我国 30 万吨/年以下煤矿 1129 处、产能 1.48 亿吨/年，较 2018 年底减少 911 处、产能 1.04 亿吨/年，降幅分别达 45%、41%。受供给侧改革影响，煤价中枢抬升明显，2020 年秦皇岛港动力煤平仓含税（Q5500）均价 580.33 元/吨，较 2015 年 422.29 元/吨上涨 158.04 元/吨，涨幅 37.42%；2020 年京唐港主焦煤库提均价 1496.39 元/吨，较 2015 年 817.63 元/吨上涨 678.76 元/吨，涨幅 83.02%，在此期间，煤炭行业盈利状况逐步震荡回升。供给侧改革之所以较为成功，核心还是需求正增背景下进行了供给控制，下游能够顺利传导成本上行压力。

“煤炭保供”于 2021 年 5 月的国常会首次提出，2021 年煤炭产量来到历史新高的 41.26 亿吨，2024 年已经达到 47.6 亿吨。2025 年，无论是电煤需求还是焦煤需求均有承压，故即使煤炭“反内卷”，若需求改善不明显、库存去化不显著，则“反内卷”对煤价更多起稳定而非抬升作用。但若减产持续，库存去化后，煤炭在产业链中利润获取能力增强，煤价同样有望实现反弹。

最新行业跟踪：此会议高度重视“内卷式竞争”和“推动落后产能有序退出”的背景下，煤炭行业“反内卷”主要通过限产和退出产能方式，国内煤炭供应或将开始收紧，电煤消费持续提升，随着天气转热，迎峰度夏的旺季需求释放；炼焦煤生产无序状态或将得到整治，相关落后产能有望出清，叠加财政政策发力顺周期需求预期释放，煤炭价格反弹支撑较强。

动力煤基本面

价格：上周（6.30-7.04）煤价探涨，主要系“迎峰度夏”用煤高峰，电厂采购需求释放。上周煤炭板块上涨 1.32 个百分点，跑输沪深 300 指数 0.03 个百分点，在申万一级行业中排名 7/31。截至 7 月 4 日，国内秦皇岛动力煤山西优混 5500 平仓周平均价格 615.2 元/吨，环比上周涨 3.5 元/吨，涨幅 1%；产地内蒙古乌海 Q5500 大卡动力煤车板含税周平均价 479.4 元/吨，环比上周涨 1.23 元/吨，涨幅为 0.26%。当前现货价格跌破长协价格，6 月平均动力煤进口价格 640.5 元/吨，低于长协煤价 669 元/吨。

供给端：煤矿生产恢复正常水平，短期供给有所增加，但“反内卷”政策端指引或使国内供给开始收紧。进入 7 月份，安全生产月结束后，产地煤矿安监将恢复至常态化，并且第三轮第四批中央生态环境保护督察结束，产地煤矿生产受到的影响将明显减弱，供给将恢复至正常水平，但“反内卷”政策端指引或使国内供给开始收紧。

库存：三大港口煤炭库存周平均量环比上周下降。截至 7 月 3 日，秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港三港煤炭库存合计周平均量 1305.82 万吨，环比上周平均量降 1.64 万吨，跌幅 1.03%。

需求端：受高温天气影响，夏季六大发电集团日均耗煤量提升趋势明显。中央气象台 7 月 5 日 18 时继续发布高温黄色预警，报道和预测，夏季高温天气持续，7 月 6 日-9 日，黄淮、江淮、江汉、江南等地部分地区将有持续大范围高温天气，部分地区有 37~39℃高温，局地最高气温将超过 40℃，接近或达到历史同期极值。受高温天气影响，电网负荷提升，带动火电出力增强，六大发电集团日均耗煤量周环比明显上涨。截至 7 月 4 日，六大发电集团日均耗煤量周平均量是共 84.27 万吨，周环比上涨 3.05 万吨，明显涨幅 3.75%。

展望后市，随着高温天气推升日耗，煤价短期仍有望震荡上涨，后续关注高温天气催化及终端需求释放持续

性。

焦煤基本面

价格：中国炼焦煤价格上涨。截至 7 月 7 日，综合的中国炼焦煤价格指数报收 1141.14 元/吨，环比上周上涨 2.29 元/吨，涨幅为 0.20%。截至 7 月 4 日，京唐港对来自澳大利亚的主焦煤库提含税价报收 1220.00 元/吨，环比上周上涨 10.00 元/吨，涨幅为 0.83%。

产量：国内焦煤矿自五月开始就陆续有减产动作，主要由于部分煤矿销售较差，倒逼减产。5 月炼焦煤产量 5516.70 万吨，环比 4 月下降 0.79%；6 月炼焦煤产量 5265.40 万吨，环比下降 4.56%。

展望后市，考虑到主产区安全环保检查接近尾声，“反内卷”政策或对炼焦煤生产无序状态进行整治，相关落后产能有望出清，叠加财政政策发力顺周期需求预期释放，后续需持续关注产地供应变化。

投资建议：一方面，夏季用电高峰已至，在供给收缩、需求季节性上升的背景下，预计煤价将维持季节性上涨趋势，重点推荐标的中国神华、广汇能源；有望受益标的兖矿能源、陕西煤业、中煤能源、新集能源。另一方面，“反内卷”政策或对炼焦煤生产无序状态进行整治，相关落后产能有望出清，叠加财政政策发力顺周期需求预期释放，有望受益标的淮北矿业、平煤股份、潞安环能、山西焦煤、上海能源。

风险提示：行业面临有效需求不足，煤价下跌等不及预期的风险。

分析师简介

张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组成员。

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，9 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券发展研究中心，2019 年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。

赵军胜

16 余年研究经验，上下结合研究框架，涵盖建筑建材及非金属新材料等行业。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 和 2015 年第 4 和第 3 名；东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名；卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围；今日投资“天眼”2018 年唯一 3 年五星级分析师及 2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师、选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等；2019 年“金翼奖”第 1 名；2020 年 WIND 金牌分析师第 3 名、东方财富最佳行业分析师第 3 名；2021 年 wind 金牌分析师第 2 名。

刘宇卓

10 余年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉，包括 2016~2018 年水晶球公募榜连续入围，2017 年水晶球公募榜第一名、总榜第二名，2019 年新浪金麒麟新锐分析师等。

莫文娟

能源行业首席分析师，博士，2019-2020 年在美国康奈尔大学从事生物质能源工作一年。2022 年加入东兴证券，主要覆盖能源开采与转型、碳中和等领域的研究。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员，美国哥伦比亚大学生物统计硕士，研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校，应用数学与经济双专业，于 2024 年 5 月入职东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或

观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526