

首席周观点：2025 年第 28 周

2025 年 7 月 11 日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：“反内卷”政策对周期子行业的影响探讨--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。

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。

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：1) 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；2) 钢材出口贸易数据对比：钢材需求结构变化，出口占比降低；3) 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；4) 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

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。

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。

参考报告：《周期组：“反内卷”政策对周期子行业的影响探讨》，2025-7-11



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：激光雷达行业五问五答——新技术前瞻专题系列（九）

Q1:激光雷达是什么？激光雷达是一种非接触式探测和测距方法。该技术通过发射光脉冲击中附近物体后测量反射回波信号的特性来精确地计算每个物体的距离。它是由以下部件组成的传感器系统：激光器(laser)发出特定波长的激光，经过旋转机构(scanning)实现区域的快速扫描，反射回来的激光经过滤光片(spatial&spectral filter)滤除环境干扰，最终通过光电检测器(photodetector)将光信号转换成易测量的电信号进行检测。

Q2:激光雷达的优势与挑战有哪些？激光雷达目前具有：超高分辨率、三维成像能力、精准测距与速度测量、全天候工作、稳定性和可靠性等优势。但与此同时面临：成本高昂、数据处理压力大、环境适应性欠佳、续航及安全性挑战。

Q3:激光雷达应用市场现状如何？激光雷达市场规模持续壮大，预计2024年全球激光雷达市场规模已达512亿元。激光雷达广泛应用于汽车及非汽车行业，如机器人、智慧城市及V2X等领域。2023年之前，机器人是激光雷达的核心应用。服务、工业、以及人形机器人场景爆发给激光雷达带来广阔前景。近年，随着全球自动驾驶从L2向L3+跨越，车载激光雷达市场规模高速攀升，产能和交付量爆发式增长。2024年全球汽车激光雷达市场销售额达到了950.27百万美元，应用于ADAS的份额为80.6%，中国厂商以超过80%的份额领跑市场。

Q4:中国大陆主要有哪些企业参与？目前国内禾赛科技、速腾聚创、图达通等企业参与。禾赛科技自建研发中心与量产工厂，大大简化传统的TX/RX架构，降低成本并提高性能，第四代芯片架构将于2025年全面量产，已与国内前五Robotaxi企业达成合作；速腾聚创发布全球首款“千线”超长距数字化LiDAREM4、全球首款192线半球形数字化LiDARAiry等革命性新品；图达通是激光雷达行业唯一一个同时拥有1550nm和905nm产品量产落地经验的独角兽企业，拟赴港上市，估值达110亿元。

Q5:激光雷达的技术趋势是怎样的？1. 激光雷达测距：ToF仍为主流，FMCW未来可期；2. 固态激光雷达有望成为最优选择；3. 905nm光源仍将占据主导地位；4. 数字化是激光雷达突破性能天花板的关键，SPAD技术是未来固态激光雷达发展的关键。

风险提示：下游需求放缓、技术导入不及预期、客户导入不及预期、贸易摩擦加剧

参考报告：《激光雷达行业五问五答——新技术前瞻专题系列（九）》，2025-5-30



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

S1480524070001, 010-66555574, mowj@dxzq.net.cn

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。

中央财经委会议释放“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大范围持续性高温天气，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：国内炼焦煤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。

参考报告：《煤炭行业：“反内卷”叠加需求旺季来临，煤价反弹支撑较强》，2025-07-09

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、未来也将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害关系。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 5 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