

推荐 (维持)

乌云背后的幸福线

2019年11月06日

钢铁行业2020年度投资策略

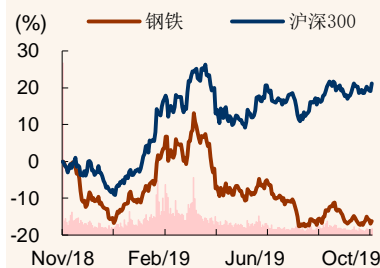
上证指数 2958

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	35	0.9
总市值 (亿元)	5818	1.1
流通市值 (亿元)	5038	1.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.4	-13.6	-16.2
相对表现	-3.2	-14.6	-40.6



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《8月份供需平衡表解读—钢材价格回落, 静待旺季》2019-09-18
- 2、《6月份供需平衡表解读—依然面临高产量高库存与需求风险》2019-07-16
- 3、《钢铁行业点评报告—宝马合并, 新一轮行业并购重组潮有望开启》2019-06-03

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

马晓晴

maxiaoqing@cmschina.com.cn
S1090519010002

王西典

wangxidian@cmschina.com.cn
S1090519030004

钢铁行业近年超额收益主要来自于供给与成本端, 其中成本端逻辑可持续。在无新增供给背景下, 2020年行业主逻辑变为关注需求, 行业景气未必继续改善但大概率可以维持, 关注盈利持续下的板块估值修复机会。维持行业“推荐”评级。

- **研究框架再梳理。**维持2019年观点: 1) 近年来钢铁相对收益主要来自供给端与成本端, 其中成本端的影响至今未被充分预期; 2) 在严控新增供给的大前提下, 行业盈利仍可以维持; 3) 短期需求预期波动导致的回调可能是买点。
- **2020年钢铁价格及盈利预计小幅下滑。2020年整条黑色系产业链议价权上移, 成材的需求成为行业关注重点。**预计2020年并不悲观, 预计需求增长1.2%, 供给释放2%, 产能利用率小幅下滑0.8%。行业基本面在2020年较为稳定, 行业仍可以保持一定的盈利水平。
- **成本: 利润重新分配。**过去的2019年, 铁矿石由于溃坝问题, 供给收紧价格蹿升。但是随着铁矿石供给恢复, 2020年利润将实现重新分配, 从上游向下游转移。焦炭方面, 议价权仍在其下游钢铁产业, 价格由钢铁产业链利润决定, 预计长期价格趋弱。
- **需求端: 2020年行业核心关注点。**我们判断, 2020年钢铁总需求同比增长1.2%, 地产韧性仍在叠加汽车触底反弹。主要受益于基建稳增长, 未来几年, 只要产能未大量投放, 钢铁景气度仍可高位维持。
- **供给端: 环保限产效果渐弱, 电炉决定供给弹性。**2016年2月国发6号文开始, 供给侧改革开始, 钢铁行业发生了巨大的变化。近几年钢铁行业通过供给侧改革以及环保限产实现行业重塑。2020年供给端将趋于稳定, 环保限产渐弱。
- **投资标的: 1) 兼顾业绩以及分红可能性, 高股息、低估值的柳钢股份、三钢闽光、宝钢股份、华菱钢铁等。2) 特钢公司: 久立特材等。**
- **风险提示: 地产大幅度下滑, 宏观经济风险等。**

重点公司主要财务指标

	股价	18EPS	19EPS	20EPS	19PE	20PE	PB	评级
柳钢股份	4.86	1.8	0.99	1.06	4.9	4.6	4.8	审慎推荐-A
三钢闽光	7.77	3.98	1.60	1.67	4.9	4.7	1.9	审慎推荐-A
宝钢股份	5.7	0.97	0.57	0.62	9.9	9.1	5.8	审慎推荐-A
华菱钢铁	4.17	2.25	1.01	1.01	4.11	4.1	1.8	审慎推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、三周期框架分析行业供需.....	4
1: 钢铁行业回顾：行业格局重塑.....	4
2: 三周期框架：产能利用率与成本红利.....	5
二、成本端：议价权下降.....	7
1: 铁矿石：溃坝影响渐弱，供需结构逐步恢复.....	7
2: 废钢：铁矿石替代品，供给变动不大.....	8
3: 焦炭：议价权弱于成材，价格弱势.....	10
三、需求端：行业核心关注点.....	10
四、供给端：环保限产影响减弱，电炉决定供给弹性.....	12
1: 环保限产影响减弱.....	12
2: 电炉决定供给弹性.....	13
五、投资标的.....	13
六、风险提示.....	14

图表目录

图 1 钢材价格前高后低.....	4
图 2 钢材利润前高后低.....	4
图 3 铁矿石价格大幅上升.....	4
图 4 螺矿比持续走低.....	4
图 5 钢铁板块分季度 ROE 有所下滑.....	5
图 6 钢铁板块毛利率有所下滑.....	5
图 7: 钢铁利润来源.....	5
图 8: 三周期对价格的影响.....	6
图 9: 三周期对价格的影响.....	6
图 10: 三周期对价格的影响.....	7
图 11: 铁矿石成本曲线.....	8
图 12: 铁矿石新增产能（亿吨）.....	8
图 13: 进口矿数量有所回升.....	8
图 14: 港口库存下降.....	8
图 15 废钢价格影响因素.....	9

图 16 废钢上涨	9
图 17 电炉成本随废钢价格上涨.....	9
图 18 废钢产量预计缓慢增长	9
图 19 废钢供应量持续提升	10
图 20 废钢供应量持续提升	10
图 22 焦炭库存处于低位	10
图 23 焦炭价格高位震荡	10
图 24: 钢铁需求拆分	11
图 25: 2019 年钢铁需求良好	11
图 28: 钢铁供需平衡表	12
图 29: 钢铁供需平衡表	12
图 30: 环保限产倒逼产能退出	13

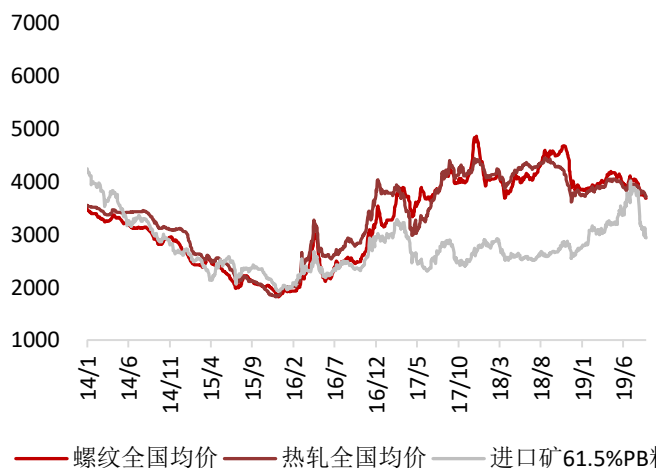
一、三周期框架分析行业供需

1: 钢铁行业回顾：行业格局重塑

2015 年钢铁行业呈现全行业亏损态势，钢材价格最低点 1675，行业产能过剩，不合规产能丛生，行业跌至谷底。随着 2016 年 2 月国发 6 号文开始，推进供给侧改革，钢铁行业开始扭转全行业亏损局面。打击“地条钢”防止劣币驱逐良币，利润回归合规企业；去产能极大改善行业供需关系；采暖季也助力改善供需局面。其中，钢价现货价格从 1675 回升到高点 4900，涨幅约 190%。钢材平均盈利从-500 元/吨回升至 1500 元/吨，涨幅约 200%。

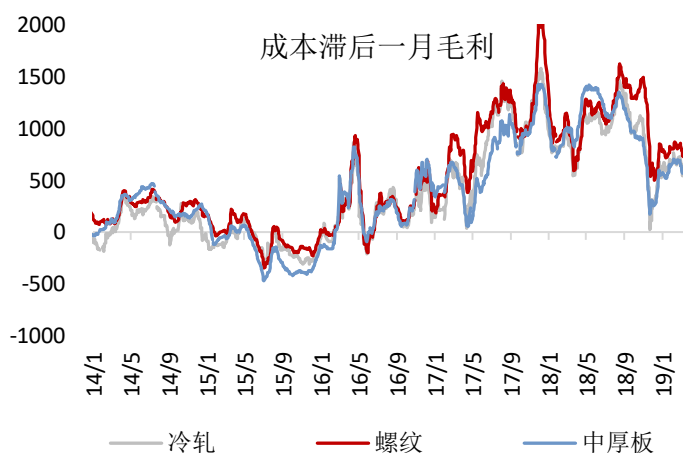
2019 年，钢材价格先涨后跌。螺纹钢现货价格在上半年维持高位，主要是由于一季度融资宽松以及一季度房地产超预期。从成材的供需平衡表来看，钢材全年需求都处于高位。从全产业链来看，2019 年行业的盈利从成材端向上移，铁矿石以及焦炭通过供给端受限取得了较高的利润。

图 1 钢材价格前高后低



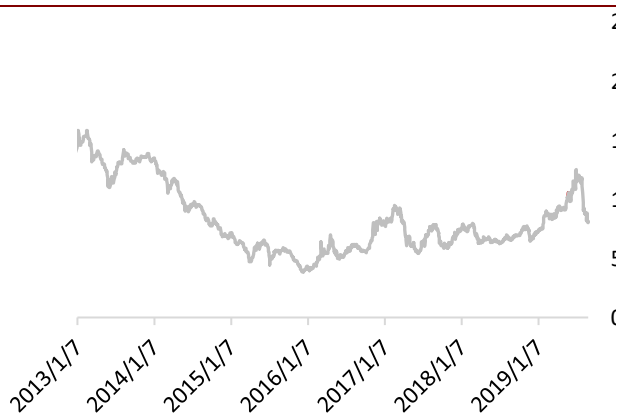
资料来源：wind、招商证券

图 2 钢材利润前高后低



资料来源：wind、招商证券

图 3 铁矿石价格大幅上升



资料来源：wind、招商证券

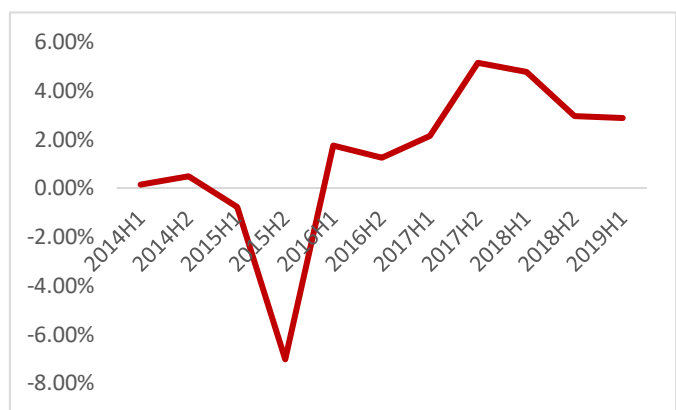
图 4 螺矿比持续走低



资料来源：wind、招商证券

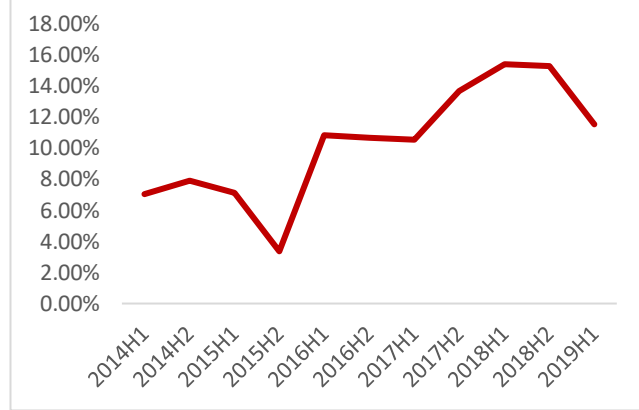
从钢铁板块上市公司来看，盈利能力仍强，负债率下降，现金流改善。其中供给侧改革关于资产负债率的目标为：到 2020 年全行业的资产负债率达到 60%。截至 2019 年 7 月份，中钢协会会员企业资产负债率 63.95%，同比下降 1.41 个百分点，取得了阶段性成果。

图 5 钢铁板块分季度 ROE 有所下滑



资料来源：wind、招商证券

图 6 钢铁板块毛利率有所下滑



资料来源：wind、招商证券

2：三周期框架：产能利用率与成本红利

钢铁利润的分析维度。钢铁利润取决于两个变量：一是产业链总利润。产业链总利润取决于钢价，而钢价则取决于需求周期、库存周期，需求周期与宏观经济有关，库存周期为短周期波动；二是钢铁环节在产业链中的利润占比，其仍取决于产能周期，即钢铁自身与上游原料端的产能状况的比较，我们称之为成本红利。

图 7：钢铁利润来源

$$V_{steel} = (P_{steel} - C_{iron}) * R_{steel}$$

↑

需求周期
库存周期

↑

上游产能周期

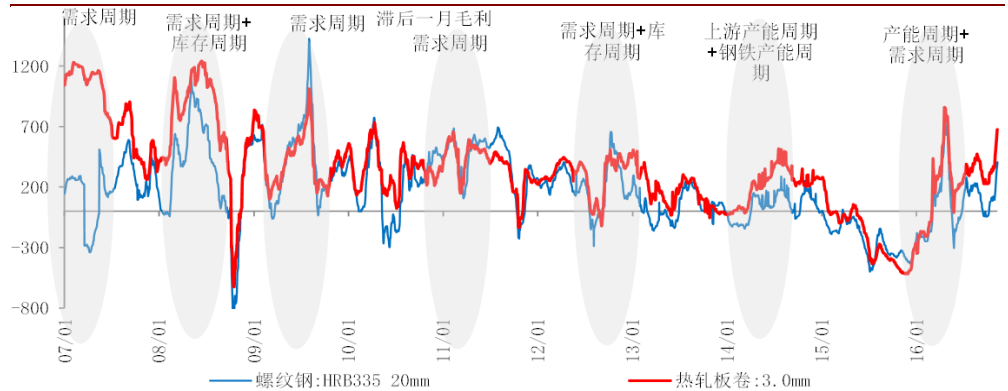
↑

钢铁产能周期

资料来源：招商钢铁、招商证券

钢铁股过去十年出现的全部投资机会，均可以分解为产能、需求、库存三个周期的组合，比较典型的是 2012 年底库存周期带来的行业大反弹，以及 2014 年下半年因成本红利和板材产能周期收缩带来的巨大的相对收益机会。而自 2016 年以来的这一波机会，我们认为还是以产能周期为主，成本红利与需求周期为辅的机会。

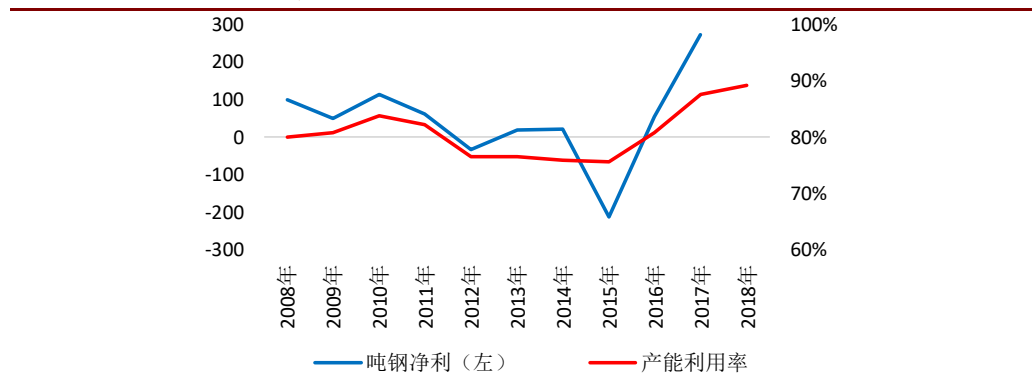
图 8：三周期对价格的影响



资料来源：招商钢铁、招商证券

判断供需状况的核心指标是产能利用率,根据过去 15 年行业产能利用率与 ROE 比较,我们发现钢铁行业总体盈利状况与产能利用率密切相关。从 2005 年之前的高于 100%+、2006-2009 年的 90%+、2010-2011 年的 85%+, 至 2016 年出现较大幅度抬升, 对应行业盈利持续若干年下滑, 2016 年开始见底回升。过去三年产能利用率提升 16%, 从 15 年底的 72%提升至高点 88%。其中, 需求贡献 6%-7%, 供给贡献 10%-11%。

图 9：三周期对价格的影响



资料来源：wind、招商证券

2019 年行业利润有所下滑, 主要源于两个方面。一方面从产能周期上来看, 供给趋于稳定, 环保限产有所放松。另外一方面, 从成本红利上来看, 铁矿石由于受巴西矿难影响价格大幅度上升, 原料的上涨大幅度侵蚀行业利润, 导致 2019 年行业利润下滑。

图 10：三周期对价格的影响



资料来源：招商钢铁、招商证券

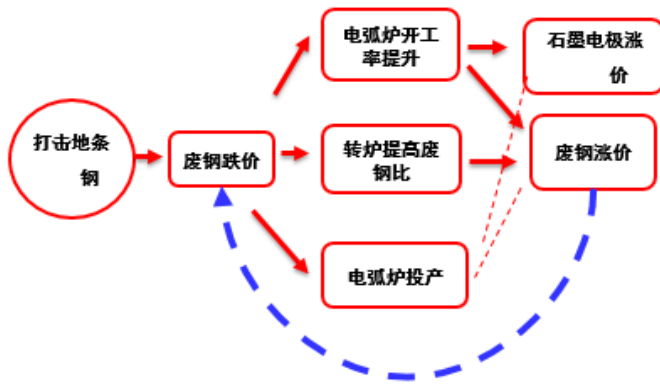
二、成本端：议价权下降

1：铁矿石：溃坝影响渐弱，供需结构逐步恢复

2019年是铁矿石供需变动的大年，目前全球铁矿石年供应量23亿吨，其中中国7.6亿吨（折算精矿不到2亿吨）、四大矿10亿吨、非主流矿5亿吨，即全球折算高品位供应量16亿吨左右。铁矿石本次矿难使得19年矿石供应确定性负增长。VALE本次矿难影响9450万吨产能，始于2013年的本轮全球铁矿石扩产周期提前结束。

随着矿难发生，铁矿石价格暴涨，国内外矿山受利益驱动复产如火如荼。其中在2019年上半年，淡水河谷复产3000万吨矿山。三季度，铁矿粉和球团矿总销量达到8510万吨，较上季度增长了20.2%。在连续两个季度的产销率下滑之后，淡水河谷在第三季度开始逐步摆脱溃坝阴影。国内外矿山也在积极复产，预计2019年国产铁精粉增产1200万吨，2019年铁矿石供需缺口约3000万吨。随着淡水河谷矿山持续复产，今年下半年巴西产量边际增量较大，非主流矿也在稳步回升，供应最紧张的时期已经过去。

图 15 废钢价格影响因素



资料来源: mysteel、招商证券

图 16 废钢上涨



资料来源: wind、招商证券

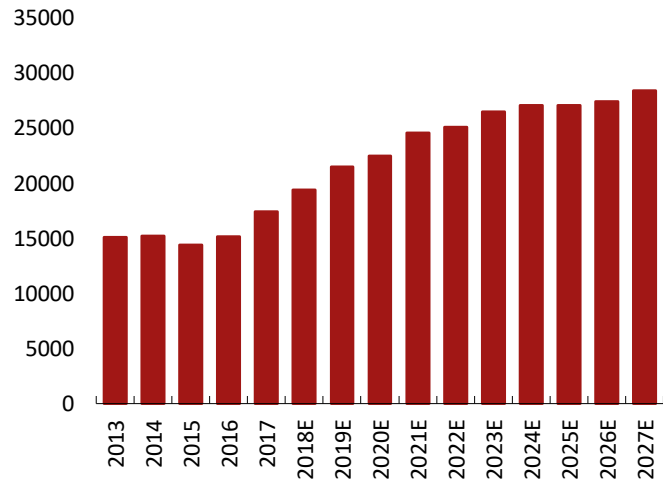
国内废钢的供给一直比较稳定,主要原因是国内废钢的结构和国外不同。国内废钢主要来源于报废的汽车,家电以及钢材的边角料等。国外的废钢主要来源于钢结构建筑的拆除。由于国内多采用钢筋混凝土结构,废钢收集困难,限制了废钢供给的提升。预计2020年度废钢供给保持稳定略有增长,增速2%。地条钢产能取缔之后,钢铁供给曲线发生了改变,电弧炉炼钢成为供给曲线的尾部。在需求未大幅下行的情况下,电炉钢的现金成本曲线成为边际成本、对于钢价产生支撑,也有助于钢铁企业稳定盈利。

图 17 电炉成本随废钢价格上涨



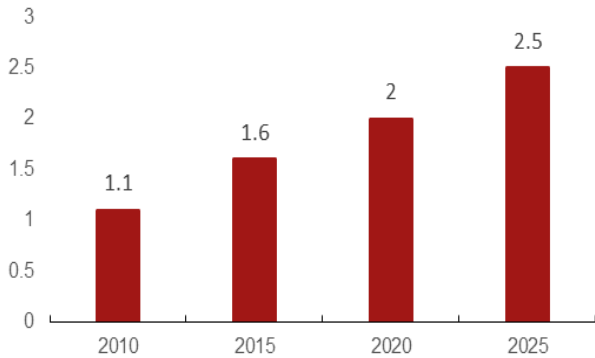
资料来源: wind、招商证券

图 5 废钢产量预计缓慢增长



资料来源: wind、招商证券

图 6 废钢供应量持续提升



资料来源: wind、招商证券

图 7 废钢供应量持续提升

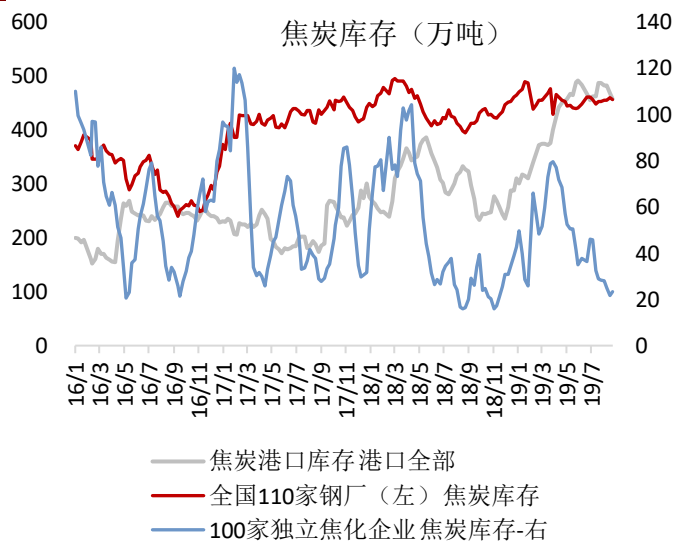
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017E	2018E
自产废钢	3,210	3,500	3,650	3,850	4,100	4,190	4,430	4,123	4,092
YOY	5.6%	9.0%	4.3%	5.5%	6.5%	2.2%	5.7%	-6.9%	-0.7%
社会废钢	5,100	5,080	4,100	4,650	4,740	4,090	4,645	5,485	5,942
YOY	11.4%	-0.4%	-19.3%	13.4%	1.9%	-13.7%	13.6%	18.1%	8.4%
进口废钢	585	677	497	446	256	233	216	209	195.0
YOY	-57.3%	15.7%	-26.5%	-10.2%	-42.6%	-9.2%	-7.2%	-3.3%	-6.6%
总供给量	8,895	9,257	8,247	8,946	9,096	8,513	9,291	9,816	10,231
YOY	-1.0%	4.1%	-10.9%	8.5%	1.7%	-6.4%	9.1%	5.7%	4.2%
废钢消费量	8670	9100	8400	8570	8830	8330	9010	13466.67	14732.8
YOY	4.3%	5.0%	-7.7%	2.0%	3.0%	-5.7%	8.2%	49.5%	9.4%

资料来源: wind、招商证券

3: 焦炭: 议价权弱于成材, 价格弱勢

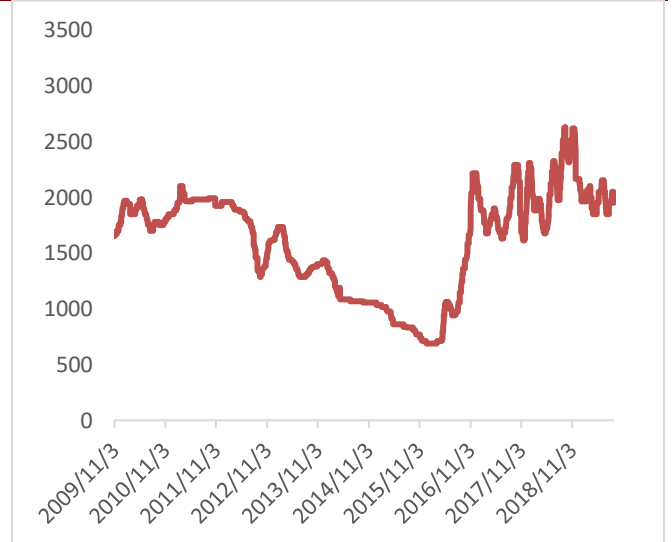
从整体来看, 2020 年产业链的核心逻辑要回归钢材需求。目前来看, 焦炭的去产能以及环保都没有兑现。从供给上来看, 焦炭是一个过剩品种。从需求来讲, 一旦成材的需求出现下滑, 焦炭需求滑坡最为严重。焦炭作为一个供需矛盾宽松的品种, 在 2020 年很可能出现长期没有利润的情况。

图 8 焦炭库存处于低位



资料来源: mysteel、招商证券

图 23 焦炭价格高位震荡

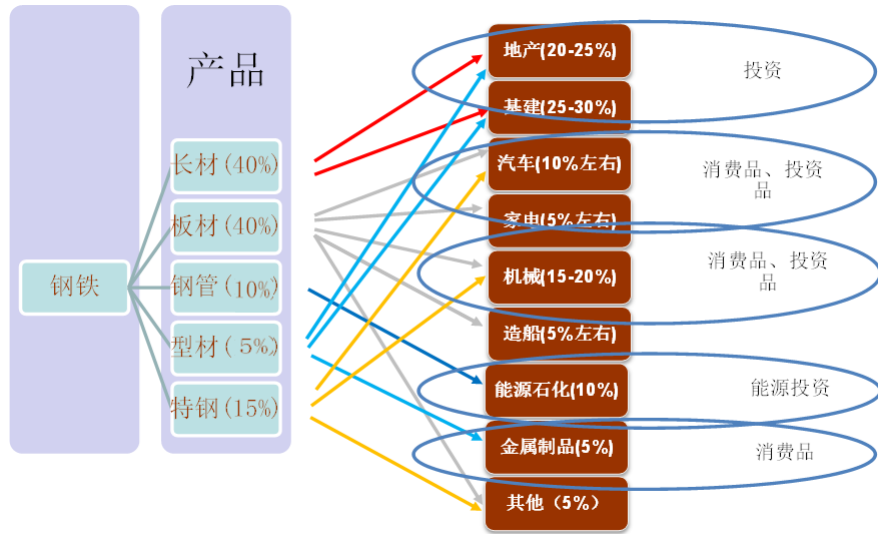


资料来源: mysteel、招商证券

三、需求端: 行业核心关注点

钢铁下游需求结构主要分为投资品和消费品, 主要需求驱动的下行业包括房地产、基建、汽车、机械、家电等。通常, 房地产传导周期中, 投资品 (挖掘机、商用车) 需求滞后于地产 1 年, 消费品 (汽车、家电) 滞后于投资品 1-2 年。

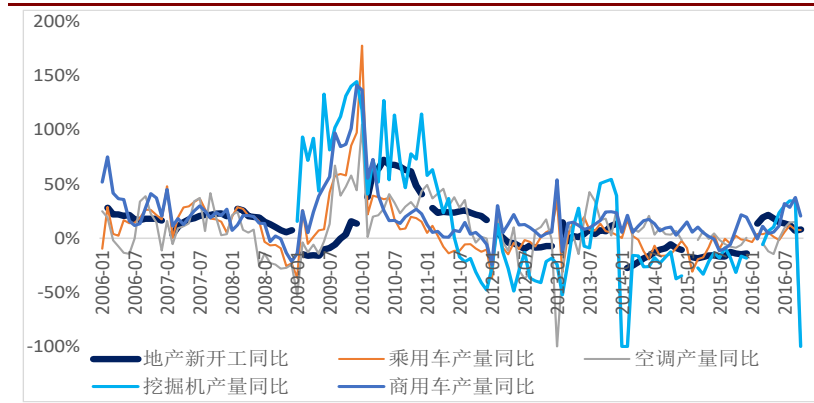
图 24: 钢铁需求拆分



资料来源: wind、招商证券

对于 20 年的需求展望, 我们认为, 制造业 20 年大概率触底反弹, 而建筑业方面, 基建部分对冲地产, 地产见顶回落。投资品持续性较强, 滞后性加周期被拉长。消费品方面, 向下有底, 中期小幅波动。

图 25: 2019 年钢铁需求良好



资料来源: wind、招商证券

从地产方面, 土地成交面积增速一般领先地产新开工面积增速 6 个月左右, 去年年底百城土地成交占地面积增速大幅回落, 虽然较为充足的待开发土地面积可以在一定程度上延缓拿地到新开工的传导过程。预计 2020 年地产新开工也有所下滑, 但幅度有限。地产方面, 预计 2020 年新开工增速 2%, 投资 6% 增长, 并不十分悲观。地产仍具有韧性。2020 年最悲观的假设, 新开工下降 10%, 投资增长 0-5%。

对于基建方面, 我们认为 2020 年基建稳增长的效果, 2020 年一季度基建有望提升。对于 2020 年的需求, 我们判断, 2020 年钢铁总需求同比增长 1.2%, 地产具有韧性叠加汽车等工业品触底反弹。2020 年需求不会大幅下滑的原因: 出口基数下降, 一旦价格下跌, 出口将会弥补一部分需求。

图 28: 钢铁供需平衡表

钢铁需求拆分	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年E	2020年E
建筑业	23,200	26,488	31,256	33,913	35,574	37,780	37,677	36,909	37,656	38,237	41,459	44,546	45,301
YOY	-9.4%	14.2%	18.0%	8.5%	4.9%	6.2%	1.7%	-2.0%	2.0%	1.5%	8.4%	7.4%	1.7%
其中, 地产	12,378	12,789	16,022	17,915	17,936	19,027	18,549	17,437	17,872	18,176	19,994	21,793	22,229
YOY	3.3%	25.3%	11.8%	-2.0%	6.1%	-2.5%	-6.0%	2.5%	1.7%	10.0%	9.0%	2.0%	
其中, 基建	10,822	13,699	15,234	15,998	17,639	18,753	19,128	19,472	19,784	20,061	21,465	22,753	23,071
YOY	26.6%	11.2%	5.0%	6.0%	6.3%	2.0%	1.8%	1.6%	1.4%	7.0%	6.0%	1.4%	
制造业	21,419	29,027	28,185	30,853	32,472	34,198	35,621	33,794	34,615	36,452	40,260	43,674	43,948
YOY	35.5%	-2.9%	9.5%	5.2%	5.3%	4.2%	-5.1%	2.4%	5.3%	10.4%	8.5%	0.6%	
其中, 机械	11,502	12,450	14,442	15,771	16,638	16,888	17,394	16,003	16,243	17,055	19,101	21,012	21,432
YOY	35.5%	8.2%	16.0%	9.2%	5.5%	1.5%	3.0%	-8.0%	1.5%	5.0%	12.0%	10.0%	2.0%
其中, 汽车	3,298	4,090	4,949	5,592	5,911	6,473	6,854	6,957	7,653	7,921	8,555	8,811	8,371
YOY	-17.1%	24.0%	21.0%	13.0%	5.7%	9.5%	5.9%	1.5%	10.0%	3.5%	8.0%	3.0%	-5.0%
其中, 家电	750	780	1,248	1,398	1,480	1,569	1,632	1,656	1,714	1,903	2,112	2,344	2,380
YOY	-48.2%	4.0%	60.0%	12.0%	5.9%	6.0%	4.0%	1.5%	3.5%	11.0%	11.0%	11.0%	1.5%
其中, 造船	1,500	1,400	1,694	1,965	1,906	2,011	2,192	2,082	1,895	2,179	2,508	2,892	2,968
YOY	211.2%	-6.7%	21.0%	16.0%	-3.0%	5.5%	9.0%	-5.0%	-9.0%	15.0%	15.0%	15.0%	3.0%
其他	4,368	10,307	5,852	6,128	6,536	7,259	7,549	7,096	7,110	7,394	7,986	8,625	8,797
YOY	-12.4%	136.0%	-43.2%	4.7%	6.7%	11.0%	4.0%	-6.0%	0.2%	4.0%	8.0%	8.0%	2.0%
装备需求	44,619	55,515	59,441	64,766	68,046	71,978	73,298	70,703	72,271	74,689	81,719	88,220	89,248
YOY	-9.7%	24.4%	7.1%	9.0%	5.1%	5.8%	1.8%	-3.5%	2.2%	3.3%	9.4%	8.0%	1.2%
外部需求	5,171	-152	2,842	3,643	4,677	5,080	7,896	9,559	9,416	6,779	6,304.7	5,989.5	6,109.3
YOY	2.0%	-84.1%	274.6%	28.3%	9.0%	8.6%	55.4%	21.1%	-1.5%	-28.0%	-7.0%	-5.0%	2.0%
总需求	49,790	55,363	62,283	68,409	72,723	77,058	81,194	80,262	81,687	81,468	88,023	94,209	95,357
YOY	-8.8%	11.3%	15.2%	9.5%	4.6%	6.0%	5.4%	-1.1%	1.8%	-0.3%	8.0%	7.0%	1.2%

资料来源: wind、招商证券

总体而言,我们认为,2018年钢铁行业产能利用率最高。2019年之后缓慢下滑,但很难出现大面积下降。同时,未来几年,只要产能未大量投放,钢铁景气度仍可高位维持。

图 29: 钢铁供需平衡表

钢铁供需平衡	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017	2018	2019E	2020E
国内需求	44,619	55,515	59,441	64,766	68,046	71,978	73,298	70,703	72,271	74,689	81,718.7	88,220.0	89,248.2
YOY	24.4%	7.1%	9.0%	5.1%	5.8%	1.8%	-3.5%	2.2%	3.3%	9.4%	8.0%	1.2%	
外部需求	5,171	-152	2,842	3,643	4,677	5,080	7,896	9,559	9,416	6,779	6,304.7	5,989.5	6,109.3
YOY	-102.9%	-1969.7%	28.2%	28.4%	8.6%	55.4%	21.1%	-1.5%	-28.0%	-7.0%	-5.0%	2.0%	
总需求	49,790	55,363	62,283	68,409	72,723	77,058	81,194	80,262	81,687	81,468	88,023.4	94,209.4	95,357.4
YOY	-8.8%	11.3%	15.2%	9.5%	4.6%	6.0%	5.4%	-1.1%	1.8%	-0.3%	8.0%	7.0%	1.2%
库存变化	1,200	345	17	-64	795	-1,075	-221	851	200	800.0	800.0	100.0	100.0
YOY	-71.3%	-95.1%	-476.5%	-1342.2%	-235.2%	-79.4%	-484.7%	-76.5%	300.0%	0.0%	-87.5%		
粗钢总产量	49,790	56,640	62,650	68,427	72,655	77,904	82,269	80,483	80,836	83,173	92,826.0	101,000	95,455
YOY	2.1%	13.8%	10.6%	9.2%	6.2%	7.2%	5.6%	-2.2%	0.4%	2.9%	11.6%	8.8%	-5.5%
粗钢有效产能	6.57	7.18	7.72	8.61	9.72	10.40	10.65	12.00	11.50	11.30	11.1	12.1	13.1
产能利用率	75.8%	78.8%	81.2%	79.5%	74.7%	74.9%	77.3%	67.1%	70.3%	73.6%	83.6%	83.5%	72.9%
粗钢总产量(考虑表外)	5.59	6.37	7.03	7.70	8.05	8.59	8.99	8.86	8.91	8.48	9.30	10.10	9.70
粗钢年末产能(考虑表外)	7.87	8.52	9.08	10.56	11.38	11.80	11.86	11.51	10.13	9.67	9.8	10.8	11.8
粗钢有效产能(考虑表外)	7.52	8.24	8.85	9.87	11.02	11.65	11.89	11.75	10.85	9.60	11.20	12.30	12.20
产能利用率(考虑表外)	74.26%	77.27%	79.45%	78.04%	73.06%	73.71%	75.63%	75.45%	82.15%	88.31%	83.04%	82.11%	79.51%

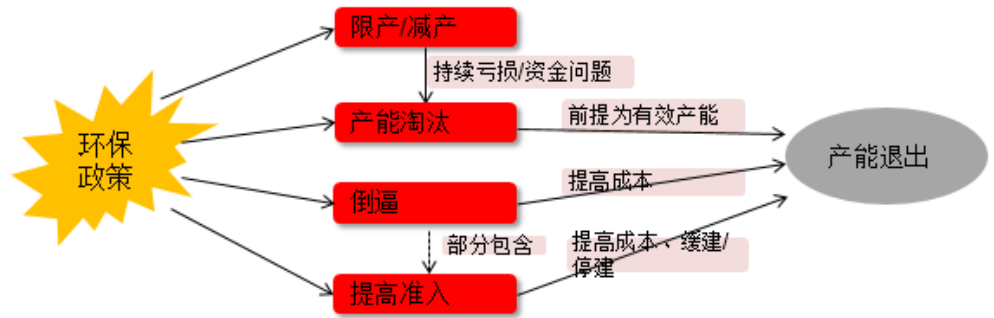
资料来源: wind、招商证券

四、供给端：环保限产影响减弱，电炉决定供给弹性

1：环保限产影响减弱

2016年2月国发6号文开始,供给侧改革开始,钢铁行业发生了巨大的变化。近几年钢铁行业通过供给侧改革以及环保限产实现行业重塑。2020年供给端将趋于稳定,环保限产渐弱。

图 30：环保限产倒逼产能退出



资料来源：公开资料整理、招商证券

自 2017 年开始，环保限产变成行业供给端一个非常重要的影响因素。每年采暖季 11 月 15 至转年 3 月 15 日，京津冀等地区钢厂都会采取部分停产的手段来保证空气状况。回顾 2017 年，采暖季环保限产共减少产量约 3100 万吨：以 2017 年 9 月产量设定为基准产量，整个采暖季共减少产量 2582 万吨。如果按照 2+26 城市计算影响产量，单月影响产量约 1203.6 万吨，整个采暖季约影响 4800 万吨产量。其中的差值主要是由于钢厂添加废钢，提升产量的原因。

2018 年环保限产愈演愈烈，年初徐州等钢厂开始停产。2018 年非采暖季，徐州唐山等地也由于环保问题开展了各项限产措施，共影响产量约 500 万吨左右。2018 年采暖季政策影响弱于预期。2018 年环保限产采取差别限产政策，对产量影响不大，总体来说弱于 2017 年，对产量影响较小。预计 2019 年由于钢厂环保设备更新改进，环保对于产量的影响趋弱。展望 2020 年，环保限产政策对于供给端的影响预计更小。

2：电炉决定供给弹性

相比于长流程钢厂（高炉）生产停产复产成本高，短流程钢厂（电炉）生产相对灵活，停产复产简单。目前由于废钢资源紧张，电炉企业成本高于高炉企业，一旦钢材价格下跌，电炉率先停产，形成明显的成本支撑。

2020 年电炉开工仍是调节供应的核心因素。在利润下降后，会率先减产支撑钢材价格，而一旦利润持续好转，电炉开工又将立刻恢复。电炉供给弹性大，钢材上有顶下有底。

五、投资标的

新供需平衡出现后，继续关注板块集体分红机会。从三季报情况看，行业利润快速回升加之钢铁上市公司管理提升，行业财务状况得到全面改善，负债率快速下降且部分公司现金流充沛，在未来若干年行业基本没有大规模新增产能和资本开支情况下，具备持续分红能力。

从 2016 年开始，钢铁行业呈现全行业扭亏，2016-2018 年行业呈现上升趋势，资产负债率大幅下降，盈利大幅上升。其中很多钢铁上市公司大股东为集团公司，具有较强烈分红意愿，公司章程中也有规定分红比例。19 年钢铁板块股息率普遍在 6%~8%，关注行业新供需平衡出现后，可能出现的板块集体分红机会。

建议关注 1) 兼顾业绩以及分红可能性，高股息、低估值的柳钢股份、三钢闽光、宝钢股份、华菱钢铁等。2) 特钢公司：久立特材等。

六、风险提示

房地产大幅下跌，宏观经济风险等。宏观经济下滑导致需求下滑风险。未来两个季度不排除宏观经济进一步下滑的风险，进而影响钢铁下游需求不达预期等。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

卢平：毕业于中国人大，经济学博士。五年会计从业经验，十六年证券从业经验。

马晓晴：毕业于香港中文大学，商科硕士，2018年3月加入招商证券，曾任职于天风证券。

王西典：毕业于上海交大，工学硕士，2017年2月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。