

推荐（维持）

世界四轮并购大潮的经验与启示

2017 年 12 月 23 日

钢铁行业并购重组深度研究（上）

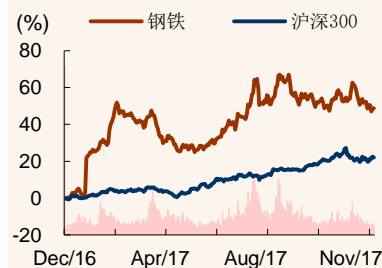
上证指数 3297

行业规模

	占比%
股票家数（只）	55 1.6
总市值（亿元）	8889 1.6
流通市值（亿元）	7955 1.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.7	13.0	47.5
相对表现	1.4	0.1	25.9



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《钢铁行业点评报告—草根调研报告：Mysteel 年会主要观点》2017-12-20
- 2、《钢铁行业专题报告—供需双增长，废钢行业迎来机遇期》2017-12-18
- 3、《钢铁行业周报—需求淡季，期货提前反应》2017-12-17

杨件

yangjian7@cmschina.com.cn
S1090517090004

倪文伟

niwenyi@cmschina.com.cn
S1090517090005

□ 在世界钢铁工业发展历程中，以 20 世纪初、20 世纪 70 年代、20 世纪 90 年代，21 世纪后为节点，先后经历了四次大规模的兼并重组浪潮，分别确立了美国、日本、欧洲的钢铁强势地位，成就了一批巨型钢铁企业。

□ 总结美、日、欧并购重组经验：

钢铁并购重组出现主要来自于经济放缓、需求下滑、供需失衡加大、企业自身追求规模或协同效应。需求下滑主要是中期的产业结构变化（非短期经济波动）。

世界钢铁并购重组的经验表明，在经济转型大约 10 年后，钢铁行业陷入深度调整期，人均消费开始下降，相当一部分钢铁企业会被市场淘汰，这会造成大量资产损失及职工失业。进而推动产能下调幅度 20-30%，并购重组后行业集中度达到 70-80%（CR4）。

并购重组既能使企业摆脱效益低下，又避免出现金融风险和社会稳定风险。但需要行业都采取这一措施，才能有效发挥其应有作用，单靠 1-2 个企业或地区不会取得明显效果。

政府政策支持和引导尤为重要。政府层面主导开展的大范围并购重组，能避免未来出现大范围企业倒闭带来的资产损失和职工失业风险。

并购重组期需要低融资成本融资环境。钢铁行业作为资金密集型行业，设备上的固定资产投入占比很高，融资成本的高低直接影响企业盈利能力。企业在施行兼并重组之时，宽松的货币环境使得企业融资便利，间接影响企业的整合。

并购重组方式多使用换股合并等，降低收购杠杆减少现金流压力，溢价不宜高出资本市场同类并购过多。

□ 国外钢铁并购重组路径与并购方式选择：

美国钢铁并购重组的路径：在大量亏损企业申请破产保护或关闭后，幸存企业都是在股票市场完成的。不过 20 世纪初美国钢铁一味追求规模扩大不停收购小型个体企业，并没有带来行业的进步，技术变革显得迟缓，不符合生产规律。

日本钢铁并购重组的路径：在政府主导创建能稳定价格和产量、在技术和成本方面能成为行业的领导者后，企业出于战略考虑自愿重组。并购方式多为强强联合，交叉持股。这种并购方式在经济高速发展，竞争加剧阶段，显得尤其有效。

欧洲钢铁并购重组的路径：先在国内率先开展私有化改造，在私有化改造后，开始大规模的国内重组和跨国并购。并购方式有价值投资的收购式，需要注意选择合适目标企业；也有为了拓展市场的收购式，需要建立在经济增速较

敬请阅读末页的重要说明

快基础上；也有类似日本的强强联合，在经济发展放缓、行业竞争紧张的时候更为适宜。

□ 基于美日欧经验对中国钢铁并购重组的若干思考

随着国内落后产能持续整顿，优质资源亟待整合；行业供需矛盾突出，需要重组引发规模及协同效应；产业布局与无序竞争，急需改善产业布局；环保压力日益凸显，影响生存空间等内在条件积聚，钢铁兼并重组潮逐渐成熟。

由于非需求下滑驱动，以及中国钢铁国企占比高的现状，我们判断本轮兼并重组第一步仍是去落后产能，进而是政府主导下的专业化基础上的规模化（强强联合）和组建区域市场龙头企业同步，纯市场自发的兼并重组将会有所滞后。

政策层面不仅限于供给侧改革，还包括国企改革、行业整合、产业布局优化等，判断中国钢铁业第四次并购重组大潮临近，亦即将开始一轮持续若干年的产业布局调整，重塑行业格局。

□ 钢铁并购去产能的投资逻辑

2015 年是中国钢铁市场化去产能元年，2018 年开始或出现政府层面主导的并购重组。判断行业中期均将受益于去产能及兼并重组逻辑，两大：1）行业层面，需求基本稳定前提下，并购后供给端充分调整带来的行业景气度提升；2）公司层面，受益于重组后带来的整合效应，包括议价能力提升、规模效应、资源整合等方面。选股逻辑有两条：一是行业龙头，二是持续存活的弹性标的，但归根结底仍是弹性。

正文目录

世界钢铁行业并购重组历程	5
1.1 第一次并购重组浪潮（19 世纪末至 20 世纪初，美国）	5
1.2 第二次并购重组浪潮（20 世纪 70 年代，日本）	6
1.3 第三次并购重组浪潮（20 世纪 80-90 年代，西欧）	7
1.4 第四次并购重组浪潮（21 世纪以来）	7
世界钢铁行业并购重组的模式及特点	8
2.1 第一次并购重组浪潮（多为横向联合型，美国）	8
2.2 第二次并购重组浪潮（横向+纵向协作联合型，日本）	9
2.3 第三次并购重组浪潮（国内+国际并购重组，欧洲）	9
2.4 第四次并购重组浪潮（横向+纵向+混合并购等形式交叉并行，全球）	10
世界钢铁行业并购重组的效果	10
3.1 兼并重组有效应对全球钢铁产能过剩	10
3.2 重组提高钢铁企业对上下游产业的议价能力	11
3.3 兼并重组后企业发挥规模经济和协同效应，提高企业竞争力	11
世界钢铁产业并购重组案例及经验	12
4.1 美国并购重组案例	12
4.2 日本并购重组案例	13
4.3 欧洲并购重组案例	14
4.4 并购重组的路径与并购方式选择	17
世界钢铁产业并购重组对中国借鉴意义	18
5.1 兼并重组—中国钢铁企业的战略选择	18
5.2 并购重组产生的时代背景及驱动力	19
5.3 基于美日欧经验对中国钢铁并购重组的若干思考	20
投资建议	21
风险提示	21

图表目录

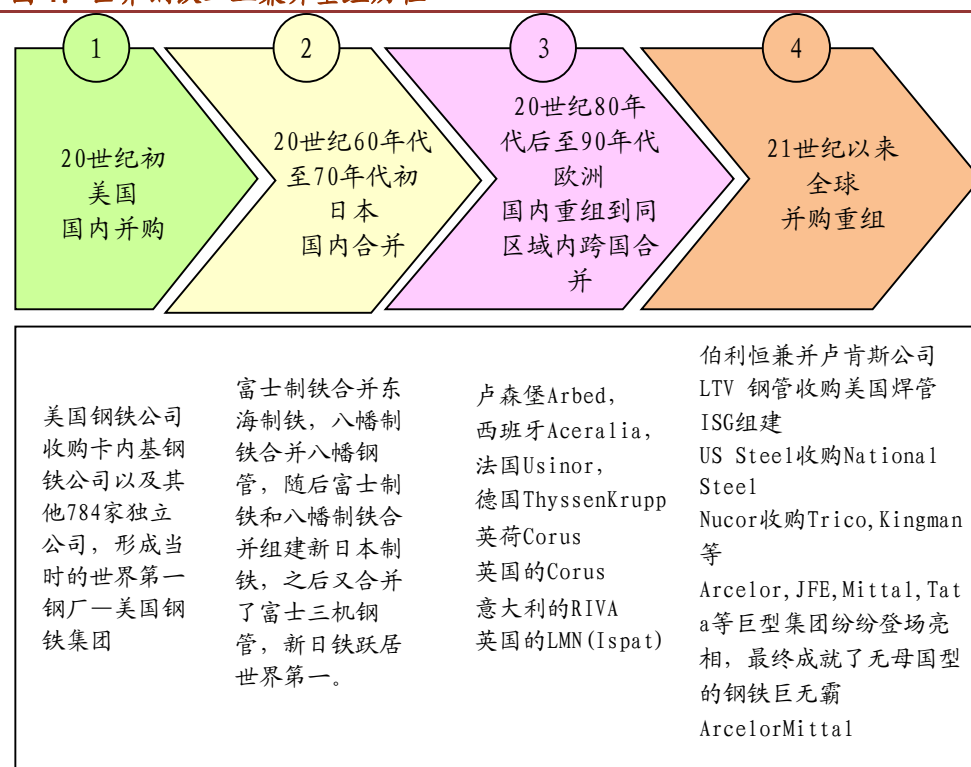
图 1：世界钢铁工业兼并重组历程	5
图 2：美国钢铁公司的国内并购历程	6
图 3：日本主要钢铁企业重组时间进度表	6

图 4: 美国 20 世纪后主要钢铁企业重组时间进度表	8
图 5: 欧美钢铁行业集中度大幅提升	10
图 6: 1972-2010 年日本钢铁行业 CR4 变化情况	10
图 7: 世界钢铁区域品种板规模效应递增	12
图 8: 安赛乐米塔尔的兼并重组过程	17
图 9: 1956-1993 年欧共体 6 国钢铁产能利用率	20
图 10: 美日钢铁产能利用率	20
图 11: 并购期皆为经济放缓期	20
表 1: 全球钢铁兼并重组模式及特点	10
表 2: 全球原料、钢铁生产及终端企业集中度	11
表 3: 美国典型钢铁企业并购案例及经验	13
表 4: 日本典型钢铁企业并购案例及经验	14
表 5: 欧洲典型钢铁企业并购案例及经验	15
表 6: 并购期皆为经济放缓期	19
表 7: 各省市分企业产品结构（按 2015 年产量分具体品种）	22

世界钢铁行业并购重组历程

世界钢铁工业的发展历程，从某种程度上，就是一部世界钢铁产业并购整合发展史。在世界钢铁工业发展历程中，主要经历了四次大规模的兼并重组浪潮，分别确立了美国、日本、欧洲的钢铁强势地位，成就了一批巨型钢铁企业。20 世纪初，美国首开大规模钢铁行业合并的先河，其后全球钢铁行业的并购中心转移到日本，而真正跨越国界具有国际化效果的并购则发生在欧洲几个大的钢铁集团之间。其后俄罗斯、印度等新兴经济国家的钢铁企业在欧美市场展开了一系列的并购活动，但其规模和效果均没有超越先前欧洲多家钢铁企业的并购。

图 1：世界钢铁工业兼并重组历程



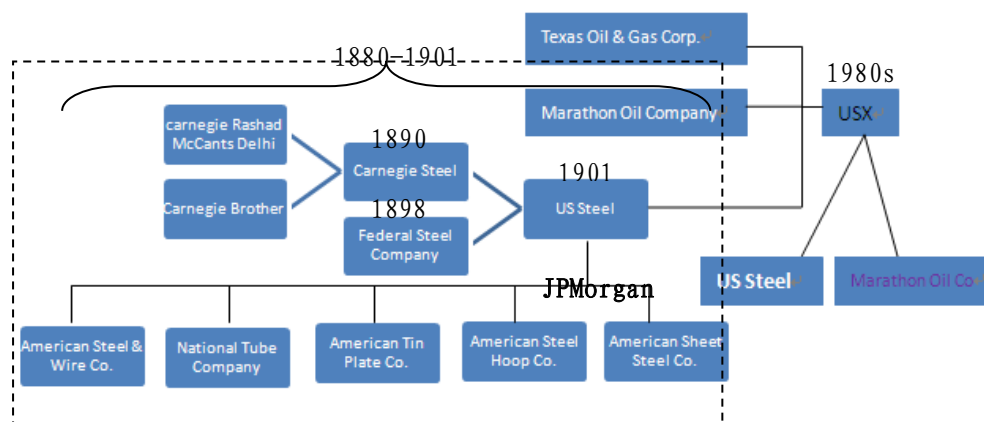
资料来源：招商钢铁团队、招商证券

1.1 第一次并购重组浪潮（19 世纪末至 20 世纪初，美国）

世界钢铁工业第一次大规模重组并购浪潮发生在 19 世纪末至 20 世纪初的美国，当时美国国内经济衰退，这一时期美国钢铁行业产能分散，生产管理混乱，效率不高，通过兼并重组造就了当时世界第一大钢铁企业集团——美国钢铁公司。19 世纪 80 年代初的美国钢铁企业多是一些独立生产的小型企业，如有的企业只拥有把矿石熔为生铁的熔炉，有的企业只拥有旋转粉碎机和将生铁加工成铁棍或铁板的锻造设备，有的企业只是把铁棍和铁板加工成铁轨、铁片、铁钉、铁丝或其他东西。1901 年，J.P. 摩根对卡内基钢铁公司、斐德雷尔钢公司、国家钢管公司、美国镀锌板公司等大型钢铁企业进行重组，成立了美国钢铁公司，该公司资产达 14 亿美元。在 11 年（1890 年~1901 年）里，共有 785 家中小钢铁企业被最终重组到美国钢铁公司当中。1910 年，美国粗钢产量达到 2650 多万吨，占世界总产量比重接近 50%。美国在世界钢铁工业里的霸主地位一直保持到

20 世纪 70 年代。

图 2:美国钢铁公司的国内并购历程

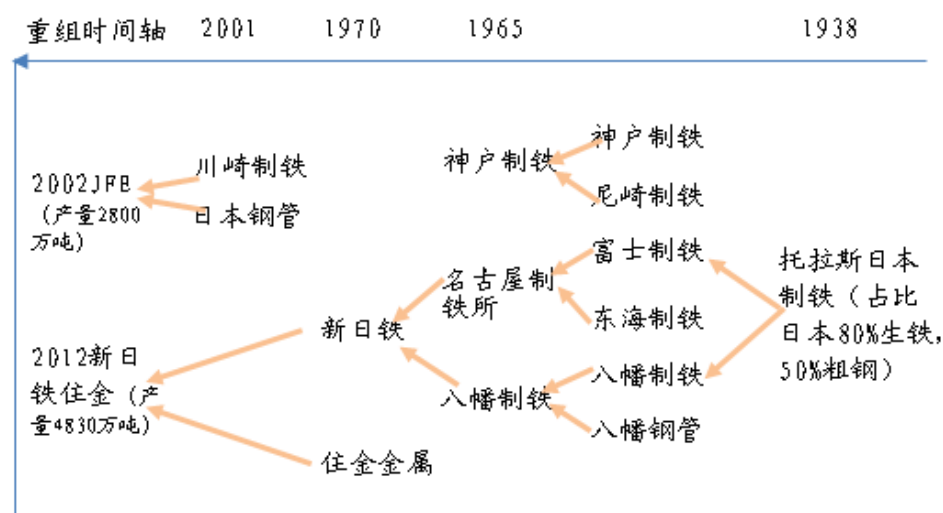


资料来源：mysteel、招商证券

1.2 第二次并购重组浪潮（20 世纪 70 年代，日本）

世界钢铁工业第二次并购重组浪潮出现在 20 世纪 70 年代，以日本钢铁企业重组为主体。在经历二次世界大战后，使日本的经济体系受到沉重打击。1947 年日本提出并实施“倾斜生产方式”及产业扶植政策，包括提供优惠贷款和价格补贴，大大促进了煤炭、钢铁等工业部门的恢复。1950 年制定了《钢铁工业和煤炭工业的合理化施策纲要》，即第一个钢铁产业“合理化计划”，紧接着日本同样推行了两次大规模合理化计划，钢铁工业设备投资明显增加，尤其从第三次合理化计划开始，钢铁工业投资大大超过了其它任何工业投资，占制造业投资总量的 32.6%。也就是在第三个合理化计划期间，当时世界排名第六的八幡制铁和排名第十的富士制铁合并成立了新日铁，其粗钢年产量达到 3295 万吨，居世界榜首，宣告了日本钢铁工业黄金时代的来临。从 1970 年到 1997 年，新日铁占居世界钢铁第一的位置长达 27 年之久。

图 3:日本主要钢铁企业重组时间进度表



资料来源：招商钢铁团队、招商证券

1.3 第三次并购重组浪潮（20 世纪 80-90 年代，西欧）

进入 20 世纪 80 年代，西欧主要钢铁大国遇到了诸多难题，如产能过剩、人工成本过高、钢铁企业之间恶性竞争等，造成钢铁企业普遍不景气。20 世纪 90 年代，由于欧盟市场的统一，以及苏联、东欧的解体导致欧洲区域的全球化进程加快，欧洲钢铁界人士认为钢铁工业全球化的时代已经到来。西欧出现了钢铁企业并购浪潮，其结果是世界上出现了几个地理位置相对集中的巨型跨国钢铁企业，形成了如卢森堡的阿尔贝德（Arbed）集团、法国的于齐诺尔（Usinor）集团、英国的克鲁斯（Corus）集团、意大利的里瓦（RIVA）集团、英国的伊斯帕特（Ispat）集团等国际大型钢铁集团。

1997 年第三次并购浪潮达到了高峰，西欧的 10 家钢铁企业参与了并购活动。这一年德国最大的钢铁企业蒂森公司（Thyssen）与德国第二大钢铁企业克虏伯公司（Krupp）合并，新企业年产粗钢规模达到了 1900 万吨；卢森堡阿尔贝德与西班牙的阿塞雷利亚（Acenalia）钢铁联合企业合并后，成为世界第三大钢铁企业；法国于齐诺尔钢铁公司与意大利里瓦公司重组；1999 年 10 月，英钢联与荷兰霍高文公司合并形成新的克鲁斯集团等。

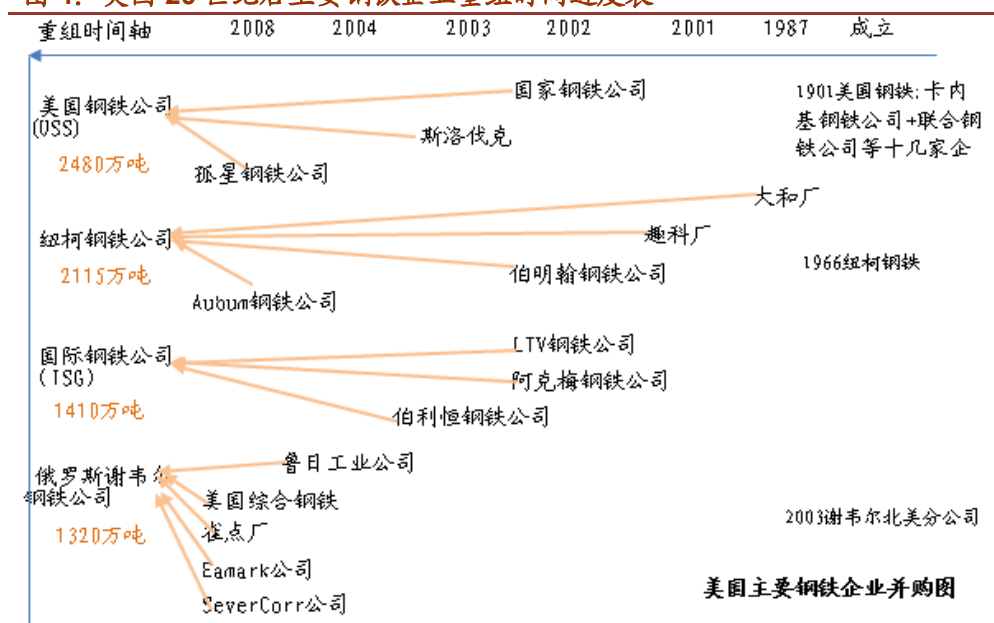
1.4 第四次并购重组浪潮（21 世纪以来）

进入 21 世纪以来，全球范围内的并购重组全面展开，相继组成了安赛乐（Arcelor）、JFE 公司、美国国际钢铁集团（ISG）、米塔尔钢铁（Mittal）、塔塔钢铁等巨型钢铁集团，并最终成就了跨国型的钢铁巨无霸安赛乐-米塔尔集团（Arcelor-Mittal）。

2002 年 9 月，日本 NKK 与川崎制铁合并成立 JFE 控股公司，成为日本的第二大钢铁公司。

2002 年 2 月，WL.Ross&co.LCC 金融投资公司与美国钢铁工人联合会工作，收购美国第四大联合钢铁企业 LTV，组建国际钢铁集团（ISC），当年 10 月，ISG 收购了阿克梅公司与 CSP 相关的部分资产；2003 年 5 月，又收购美国第三大联合钢铁企业伯利恒钢铁公司。ISG 完成了从无到 2000 万吨产能的飞速跨度。此外，还有 2000 年，已短流程起家的纽柯钢铁收购第二大短流程钢铁公司伯明翰钢铁公司等。

图 4：美国 20 世纪后主要钢铁企业重组时间进度表



资料来源：招商钢铁团队、招商证券

2004 年，荷兰的 LNM 集团（该集团 2000 年以来先后完成了对波黑、南斯拉夫、罗马尼亚等国钢铁资产的一系列收购）和英国的伊斯帕特集团合并组建米塔尔钢铁（Mittal Steel）公司。2005 年 4 月份该公司成功兼并美国国际钢铁集团，年粗钢产量达到 6300 万吨，超过了安赛乐，成为全球产量最大的钢铁生产商。

从 2005 年开始，俄罗斯钢铁企业开始在世界范围内开展并购活动。其主要的并购事件有：耶弗拉兹钢铁公司于 2006 年 6 月份，以 1.1 亿美元收购了美国最大的钒企业斯查特卡尔(Stratcor)公司 72.9% 的股份，并由此成为世界钒市场占有率 23% 的龙头企业。2007 年 1 月份，该公司又以 23 亿美元收购了美国最大的厚板、钢管与钢轨生产厂家俄勒冈钢铁公司(后者年产 200 万吨高附加值钢材)。2008 年 3 月份，耶弗拉兹与俄罗斯钢管冶金公司(TMK)联手，共同出资 40.25 亿美元收购瑞典 SSAB 在北美的板材与管材业务。

2007 年 2 月份，世界排名第 54 位的印度塔塔钢铁公司收购世界排名第 8 位的英国克鲁斯公司，一跃成为全球第五大钢铁企业，粗钢年产量约 2500 万吨。

世界钢铁行业并购重组的模式及特点

结合全球钢铁行业四次并购浪潮来看，兼并重组的间隔周期越来越短，并购面的辐射范围越来越广，由一国范围延伸到不同地域，欧洲、美洲地区并购发生的频度和并购事件的规模均居前列，其后是亚洲。

2.1 第一次并购重组浪潮（多为横向联合型，美国）

美国钢铁企业的重组多为横向联合型重组，即小型钢铁企业联合组成一个大企业集团。往往是在同一个区域内具有上下游工艺联系的企业整合为一个大型钢铁联合生产厂；对于一些只有钢材轧制能力的小企业来讲，重组并非淘汰，更多是从整合市场资源的角度

保持其原有的生产规模，巩固其原有的市场份额。同时，重组后的大型钢铁企业集团一方面在某些钢材品种方面形成垄断；另一方面对小企业的市场资源进行整合，合理划定各自的销售区域，避免同业间的恶性竞争；三是具有上下游工艺关联性的个体企业整合为联合企业，各工艺环节实现协同生产，通过大幅度降低运营成本，扩展大企业集团的获利空间。

特点：①资本式重组。发生的时期股票市场相对便利，60%的并购案都发生股票交易所，所以说美国的并购重组也是资本的重组。②政府大力支持。美国政府先后提供了从补贴到限制进口的一系列政策，如“汽车自愿限额协议”和“钢材资源限额协议”等，如果没有 20 世纪初 201 条款的保护，美国钢铁工业难走出产能过剩泥潭。美国政府对于具体重组并不介入，而是利用市场配置资源力量，由企业和投资者按照市场原则进行结构调整，兼并重组。

2.2 第二次并购重组浪潮（横向+纵向协作联合型，日本）

日本钢铁产业在并购时有别于美国，除了横向单体工厂的规模化重组外，在纵向协作机制上有着更深入的研究和细化。

在横向上，新日铁通过产业结构调整（上新高炉项目必须同时淘汰旧高炉）、限产（为防止价格剧烈波动）、出口自律（对欧美出口实行自主限制）等一揽子协调措施，主导协调的领域还涉及原料采购、生产、技术开发、销售以及劳资关系的处理等。

在纵向上，围绕海外资源开发和销售，钢铁企业与商社进行了合理分工：钢铁企业依托商社进行铁矿石、煤炭等海外资源的开发与采购；钢铁企业大部分产品的国内销售和出口委托商社经销；商社为钢铁企业提供各种商业信息和渠道。在与下游大客户的业务上，钢铁企业通过共同研发、长期合作协议等与它们建立了长期稳定的交易关系。

另外，通过参股、技术支持、人才交流等与关联企业建立了多层次的合作关系，形成了垂直一体化的产业联盟组织体系。联盟并购模式让联盟企业建立了柔性化生产体制，减少设备的盲目投资，既保证了市场需求，又防止了产能过剩。同时，即便是竞争型联盟并购（日本钢管与川崎制铁并成立 JFE），如果优势互补，也可以有效整合发挥协同效应，大大降低生产成本。

2.3 第三次并购重组浪潮（国内+国际并购重组，欧洲）

西欧各大钢铁企业在并购的同时，十分注重以产品专业化为基础的横向资源整合。如法国于齐诺尔公司在 1986 年与萨西洛尔公司合并时放弃了普通长材的生产，将重点放在扁平材、不锈钢、特殊钢的生产上，1999 年又放弃了特殊钢的生产；蒂森克虏伯公司、曼内斯曼公司、尤金公司在热轧卷板方面是竞争对手，但在管材生产方面又是合作伙伴。

西欧钢铁工业的并购完全始于“民间行为”，在供大于求的前提下属于存量资源调整，其结果是大幅度提高了欧洲钢铁企业的平均粗钢产能。1997 年前后，全球十大钢铁企业中欧洲企业占据了 6 席。世界钢铁工业第三次并购浪潮实现了钢铁行业的跨国并购，标志着钢铁企业并购从国内的阶段过渡到完全国际化的阶段。

2.4 第四次并购重组浪潮(横向+纵向+混合并购等形式交叉并行, 全球)

再经过更多的国内协同效应联合的基础上, 更多企业开始侧重强强并购联合, 既有利于双方在高附加值产品方面进行整合, 又突出核心产品的竞争优势, 并将这种并购重组方式开始推向全球。从企业并购的形式看, 横向并购、纵向并购和混合并购等形式交叉并行, 以矿资源为先导的上下游并购事件逐步增多。

表 1: 全球钢铁兼并重组模式及特点

时期	区域	并购形式	并购特点
19 世纪末至 20 世纪初	美国	收购式	横向联合 资本市场起决定作用 政府大力支持
20 世纪 70 年代	日本	参股式、渐进式	横向+纵向协作联合。 横向: 协调的领域还涉及原料采购、生产、技术开发、销售以及劳资关系的处理; 纵向: 依托商社上对外统一采购原料, 下对外销售并反馈用户信息
20 世纪 80-90 年代	西欧	参股式、渐进式、联合式	国内+国际并购重组, 并构成大的钢铁集团, 内部调整产品结构, 差异化经营
21 世纪初	全球	收购式、参股式、渐进式、联合式等	横向+纵向+混合并购等形式交叉并行, 强强联合, 侧重于高附加值产品的联合

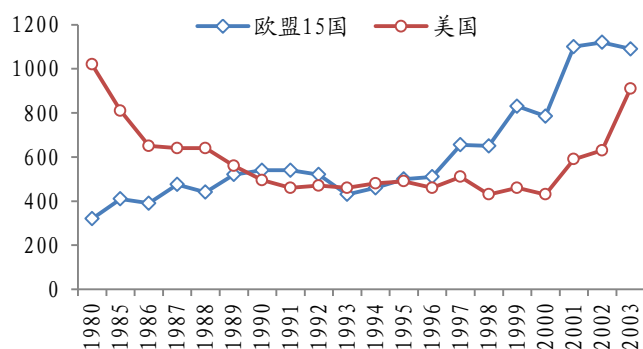
资料来源: mysteel、招商证券

世界钢铁行业并购重组的效果

3.1 兼并重组有效应对全球钢铁产能过剩

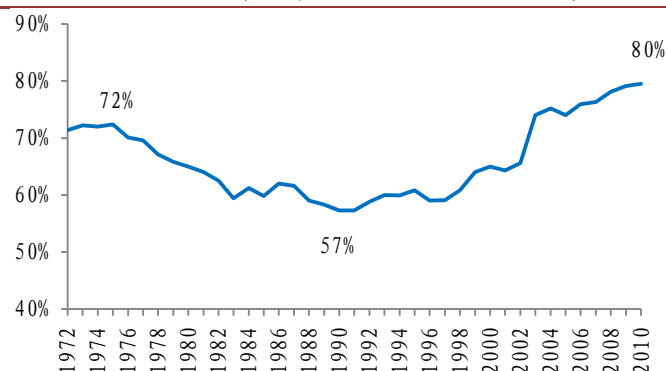
在全球经济复苏缓慢的格局下, 钢铁产能明显过剩, 在利益驱动下淘汰落后产能进展缓慢, 通过行业并购重组, 在可控框架内实现真正淘汰落后产能, 从而逐步达到新的供需平衡状态。从历史几次兼并重组潮明显看出钢铁行业的集中度出现明显提升。

图 5: 欧美钢铁行业集中度大幅提升



资料来源: 《钢铁经济》、招商证券

图 6: 1972-2010 年日本钢铁行业 CR4 变化情况



资料来源: 《钢铁经济》、招商证券

3.2 重组提高钢铁企业对上下游产业的议价能力

钢铁的上下游产业通过并购重组较早的获得了高产业集中度。过低的集中度使得钢铁行业在原材料和产品上缺乏定价权，反之下表可以发现。再经历大规模兼并重组之后，钢铁行业中如安赛乐米塔尔、新日铁住金、浦项等全球规模领先的企业再面对上下游产业的议价能力均超过同行其他企业。

表 2: 全球原料、钢铁生产及终端企业集中度

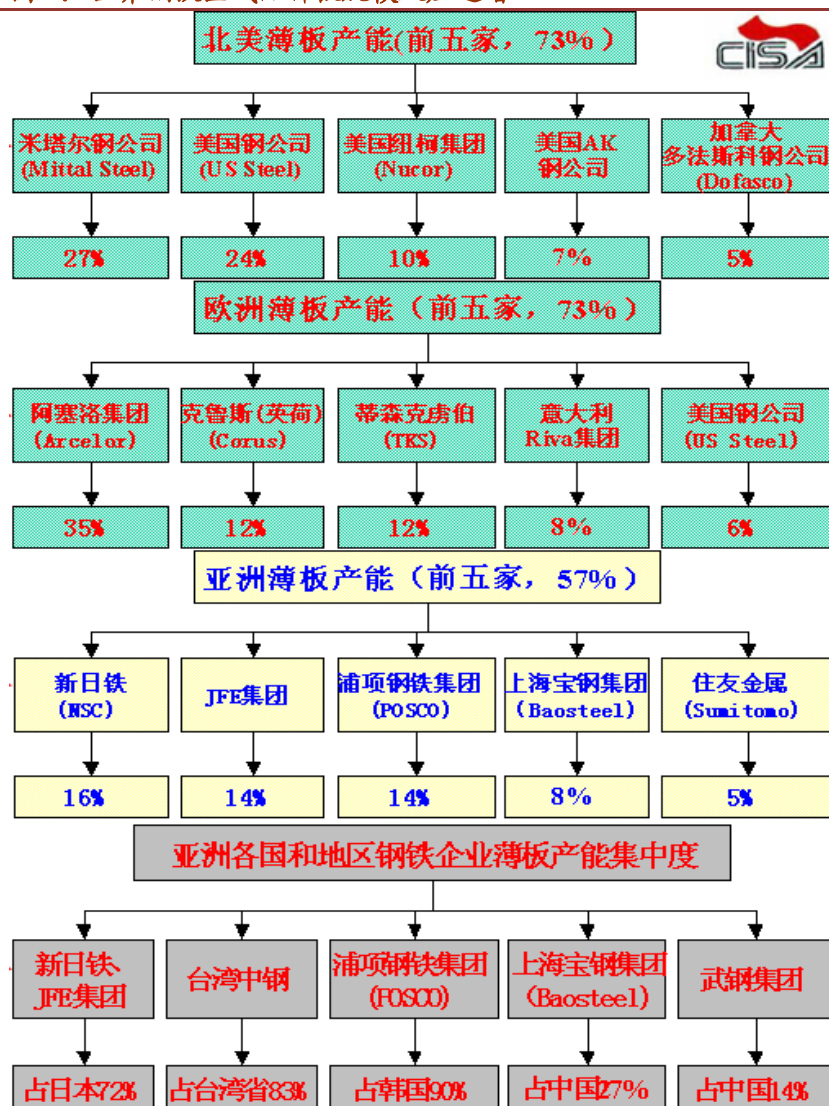
2015 年 排名	铁矿石企业	产量 (百万吨)	钢铁企业	产量 (百万吨)	汽车企业	产量 (万辆)
1	Vale	333.4	安赛乐米塔尔	97.1	丰田	1015
2	RioTinto	327.6	宝钢+武钢	60.4	大众	993
3	BHPBillton	260.7	河北钢铁	47.8	通用	980
4	FMG	160.5	新日铁住金	46.4	福特	664
5	ArcelorMittal	62.9	浦项制铁	42	日产	517
6	Metallinvest	53.2	鞍钢	35.5	现代	496
7	Kumba	43.6	沙钢	32.5	本田	439
8	Metinvest	32.2	日本钢铁	29.8	起亚	305
9	Cliffs	31	首钢	28.6	雪铁龙	297
10	CSN	29.5	塔塔	26.3	雷诺	280
集中度	CR10	40.2%	CR10	27.6%	CR10	67.2%

资料来源: mysteel、招商证券

3.3 兼并重组后企业发挥规模经济和协同效应，提高企业竞争力

除了利用规模经济效应来降低成本外，兼并重组后企业提高了自身的市场占有率和市场影响力。通过并购后的有效整合能够产生巨大的协同效应，能够实现资源共享和优化资源配置，降低企业的采购、生产、销售、运输、管理、研发等环节成本，提高企业的运营和生产效率，从而提高企业的竞争力。

图 7：世界钢铁区域品种板规模效应递增



资料来源：《中国钢铁产业网》、招商证券

世界钢铁产业并购重组案例及经验

4.1 美国并购重组案例

美国钢铁企业兼并重组最为典型的是美国钢铁公司 (US steel)、国际钢铁公司 (ISG)、纽柯公司三家企业。

从这几家的兼并重组来看，三大公司都是选择对于财务困难、濒临破产、但资产结构较好的企业发起并购，更容易在谈判中获得有利条件；

其次是美国政府对钢材实施 201 条款保障措施，给美国钢铁 3 年重组时间，ISG 在并购过程中争取到了钢铁工会 (USWA) 和退休福利保障公司 (PBGC) 这两个机构的支持，很好的解决了退休人员的养老金支付问题，为并购成功扫清障碍；

最后是美国钢铁公司（US steel）对中东欧钢铁企业的并购，利用了当地生产成本较低的优势，较易获得规模经济效益。

表 3：美国典型钢铁企业并购案例及经验

并购重组 后企业	并购 企业一	并购企业二	并购 时间	并购背景	并购 模式	并购效果			并购目的
						市场规 模	盈利能 力	协同效应	
美国钢铁公司 (US steel)	美国 钢铁 公司	卡内基钢铁 公司、斐德 雷尔钢公 司、国家钢 管公司、美 国镀锡板公 司及其它 784 家	1901 年	经济衰退， 众多企业业 绩不佳；公 司法放宽， 企业主动追 求规模效 应，掌握定 价权； 201 政策， 要求行业改 革。钢价低 迷、法律成 本高，整个 行业的财务 状况仍然不 佳；伯利恒 钢铁破产	横向 并购	占美国 钢铁份 额 75%	未出现 明显变 化		减少竞 争、提升 规模效 应、增大 市场影 响力
国际钢铁公司 (ISG)	国际 钢铁 公司 (ISG)	伯利恒钢铁	2003 年 5 月		16 亿 收购	收购后 1600 万 吨粗钢	销售额 60 亿	获得生产 汽车板资 产及 50% 合约业务	价值收 购，拓展 品种及 市场
纽柯公司	伯明 翰	Trico	2002 年 5 月和 2002 年 7 月	201 政策， 要求行业改 革。钢价低 迷、法律成 本高。	6.15 亿收 购伯 明翰， 1.16 亿收 购 Trico	粗钢产 能增 200 万 吨，薄 板产能 增 30% (190 万吨)		前者收购 完棒材增 30%，后者 收购完薄 板增 30%	兼并短 流程企 业，扩大 产品规 模

资料来源：《中国钢铁产业网》、招商证券

4.2 日本并购重组案例

日本钢铁企业兼并重组最为典型的是 20 世纪 70 年代八幡制铁和富士制铁合并成立新日铁，21 世纪 NKK 与川崎制铁合并成立 JFE，新日铁与三大钢铁企业（神户制铁、住友金属、日新制铁）建立企业联合体，且后期于住金合并成新日铁住金。

新日铁并购重组的经验：八幡制铁和富士制铁为战前日本制铁拆分而成，有良好的合作基础和认同感；另一个则是获得日本政府全力支持，与日本公平交易委员会斡旋，使两家企业通过反垄断审查，实现两家地位对等、牺牲利益对等合并；合并后淘汰部分生产能力，大幅提高劳动生产力和降低成本。

新日铁住金并购重组的经验：几大钢企统一鼎立期，通过有计划、有组织的整合以及对生产设备进行集约化改造，淘汰关闭落后产能，在共享能源资源、优化利用运输基础设施等方面有效发挥协同效应，降低生产成本。

新日铁与三大钢铁企业（神户制铁、住友金属、日新制铁）建立企业联合体的经验：4 大企业成立联合体，在原料采购、设备管理、新产品研发等方面深入合作，实行强强联合，从而减少不必要的恶性竞争，完善整个产业供应链。并从业务合理细分的角度重新配置资源，达到效益最大化。

20 世纪 90 年代之后，日本政府不直接参与企业兼并重组，而是通过修改和制定法律来简化兼并重组时手续、降低企业兼并重组成本，为强强联合式重组创造条件。

表 4：日本典型钢铁企业并购案例及经验

并购重组后企业	并购企业一	并购企业二	并购时间	并购背景	并购模式	并购效果			并购目的
						市场规模	盈利能力	协同效应	
新日铁	八幡制铁	富士制铁	1970年3月	日本经济高速增长，投资扩张过剩，贸易出口受阻；欧美产能释放；两家市场份额从1950年下滑9%；行业销售利润率从1969年的11.0%一度下滑至1971年的4.8%	强强联合、交叉持股	日本45%，世界第二		主导市场价格，联合减产，减少过度竞争带来的设备重复投资，集中技术开发	政府主导，稳定市场，行业带领者
JFE	日本钢管	川崎制铁	2002年9月	日本内需疲软；美国反倾销，出口受阻；新日铁降价换取汽车份额	强强联合	日本第二，世界前十	利润提高130亿日元	合并研发部门，合并18家子公司精简重复业务和人员	战略性整合
新日铁住金	新日本制铁	住友金属	2012年10月	2011年新日铁亏损115亿日元，住友亏损498亿日元；2012年前7个月，日本不锈钢出口同比下降9.2%，碳钢出口下降2.7%	强强联合	占日本份额42%，世界第三大，全球份额占比3%	第一年实现200亿日元	住友钢管优势，新日铁汽车供应商	战略性整合

资料来源：《中国钢铁产业网》、招商证券

4.3 欧洲并购重组案例

欧洲钢铁企业兼并重组最为典型的是蒂森-克虏伯、于齐诺尔（Usinor）、安赛乐米塔尔。

蒂森与克虏伯并购重组的经验：同属源远流长的家族企业，同在鲁尔区，既是竞争对手又是合作伙伴，双方 70% 的业务重叠。合并前，两家企业有三个联合项目：克虏伯-蒂森-尼罗斯塔公司 (KTN) 生产不锈钢，镀锡板生产业务，硅钢片生产业务；合并后，成为不锈钢世界领先企业，技术优于于齐诺尔，以汽车厂为主，具有针对用户的加工配送服务特色，汽车板拼焊技术世界领先，占欧洲市场的 50%，是世界第三大电梯厂商，规模优势迅速释放。

于齐诺尔（Usinor）并购重组的经验：时处法国 1982 年提出钢铁工业调整计划时期；自成立之日起，强调“少而精”产品结构，致力于普碳扁平材、不锈钢、特钢三大业务专向发展；结合市场适时调整产品结构，如于 1998 年扬长避短，做出加强碳钢板材、重组不锈钢、转让特钢决定。

表 5：欧洲典型钢铁企业并购案例及经验

并购重组后企业	并购企业一	并购企业二	并购时间	并购背景	并购模式	并购效果			并购目的
						市场规模	盈利能力	协同效应	
蒂森克虏伯	蒂森	克虏伯	1997 年 4 月	德国北莱茵-威斯特伐利亚州的社民党政府的撮合；同在鲁尔区，双方 70% 的业务重叠；有 3 个共同项目	参股式，蒂森 60%，克虏伯 40%	板材规模欧洲第一、世界第三		不锈钢世界领先，具汽车加工配送特色，汽车板拼焊占欧洲市场 50%，世界第三大电梯厂商	优势互补协作
于齐诺尔（Usinor）	于齐诺尔	萨西洛尔	1987 年	1970 年石油危机后 1975 年起长达 12 年的连年亏损；1982 年，法国政府提出的“1982 年钢铁工业调整计划”，两企业共同致力于改革；	强强联合，交叉持股	法国最大，世界第五位	净利润从 1985 年的 -88.73 亿法郎提高到 1996 年 14.89 亿法郎。	战略、市场销售、设备调整、运作体制、裁减人员等方面的统一	政府主导背景下的合作改革
LNM	美国内陆钢铁厂	德国的汉堡等十几个厂	1989 年 5 月到 1999 年 7 月		现金收购	2001 年世界排第四	2000 年上半年毛利率为 12.6 %	集团内部的全球性协作采购，收购时期大幅裁员	最低投资并购；选择有低成本和能生产高附加值潜力的企业
安赛乐	北方联合钢铁公司 (Usinor)	卢森堡阿尔贝德 (Arbed) 和西班牙阿塞拉利亚	2001 年 2 月	世界经济低迷，世界钢铁供大于求突出；欧盟、亚洲和北美产能分别过剩 40%、37% 和 23%。Usinor 2001 年上半年利润锐减 70%。	强强联合，交换股票	2001 年世界第一	协同效应 2002 年 1.9 亿欧元，2003 年 4.05 亿欧元	协同降低成本	消除争夺市场和资源的对手，共同分担研发费用，分散投资风险，优势叠加，

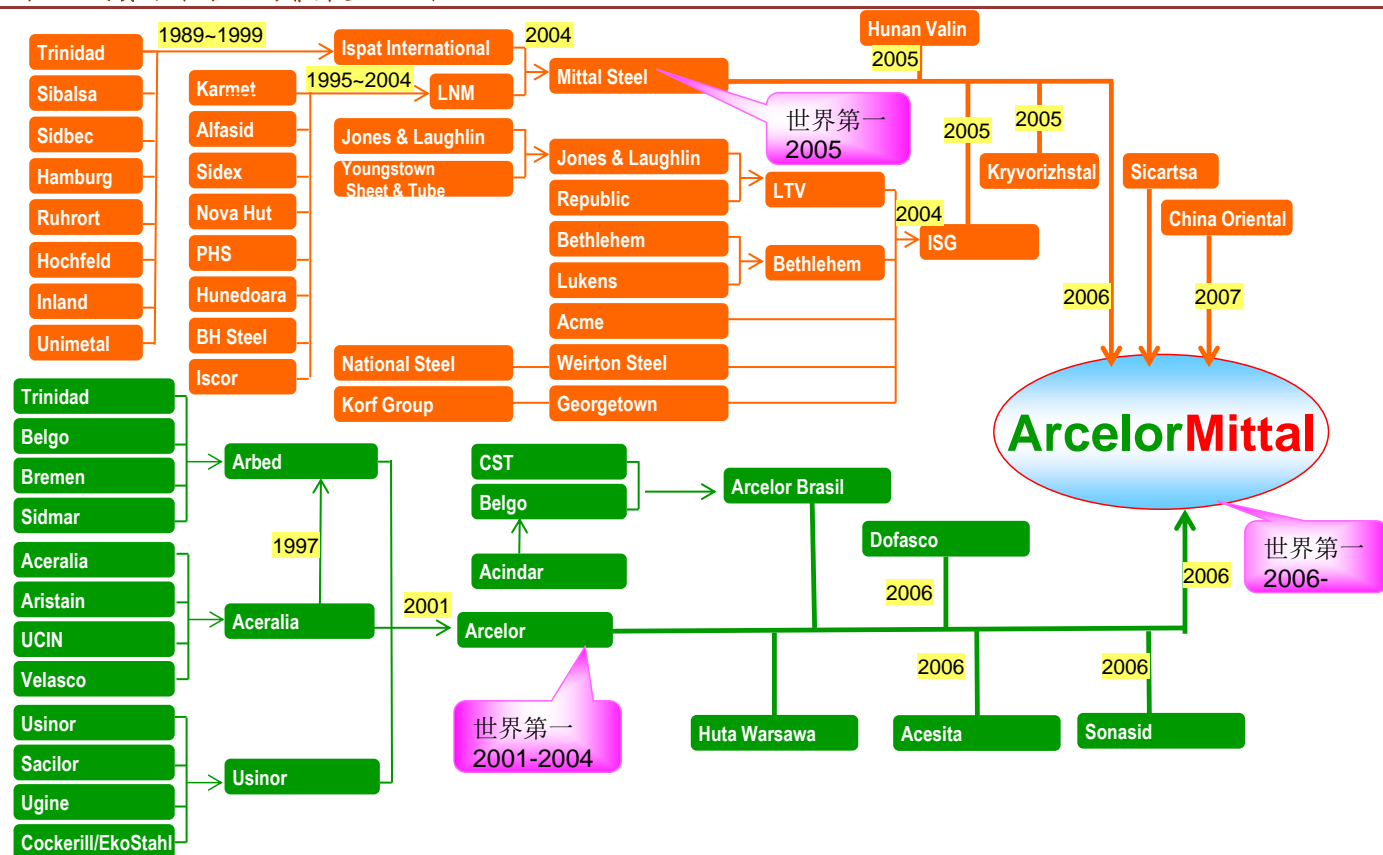
并购重组后企业	并购企业一	并购企业二	并购时间	并购背景	并购模式	并购效果			并购目的
						市场规模	盈利能力	协同效应	
米塔尔	墨西哥 Sica rtsa	(Acer alia) 哈萨 克斯 坦 Karm et 等		新兴市场需求即将启动; 收购目标连续亏损;	低成本现金收购		扭亏为盈		事半功倍。价值收购, 充分发挥改进产能、管理注入
安赛乐米塔尔	米塔尔	安赛乐	2006 年 8 月	全球经济繁荣, 钢铁行业较好	现金+米塔尔持阿赛洛股份	安赛乐米塔尔	米塔尔	安赛乐	2006 年 8 月
塔塔钢铁	塔塔钢铁	英荷科勒 斯	2007 年 1 月	需求处在高点; 收购目标连续亏损;	121 亿美金, 溢价 34% 收购		科勒斯仍巨额亏损	英国工会强大, 裁员难	利用自身廉价劳动力降低成本; 通过收购目标扩大海外市场

资料来源:《中国钢铁产业网》、招商证券

21 世纪初引发的国际兼并重组最为典型的企业是安赛乐米塔尔。

上世纪 90 年代后期, 英国的 LNM 集团跻身于世界前五大钢铁企业的行列; 1992 年, LNM 集团收购了墨西哥第三大钢铁生产商, 并将其更名为伊斯帕特墨西哥公司; 1994 年, LNM 集团从加拿大政府手中收购了该国第四大钢铁生产商, 并将其更名为伊斯帕特 SIDBEC 公司; 1995 年, LNM 集团收购德国汉堡钢铁公司; 1995 年 11 月, LNM 集团收购哈萨克斯坦卡拉干达钢铁公司; 1996 年, LNM 集团从爱尔兰政府手中收购该国惟一的钢铁企业——爱尔兰钢铁公司; 1997 年, LNM 集团从德国蒂森集团手中收购了两家公司; 1998 年, LNM 集团出资 14.3 亿美元收购美国内陆钢铁公司; 2004 年 12 月, 由米塔尔家族控股 77% 的伊斯帕特国际集团首先发行 5.25 亿新股, 并从股市募集到约 133 亿美元资金, 转而收购其母公司 LNM 控股公司的全部资产, 合并成立了米塔尔钢铁公司; 2005 年, 米塔尔以 45 亿美元收购美国国际钢铁公司 (ISG), 成为全球最大的钢铁企业; 同年, 米塔尔以 48 亿美元收购乌克兰克里沃罗格钢厂; 2006 年 7 月, 米塔尔以 330 亿美元收购世界第二大钢铁企业安赛乐集团, 成为世界上第一家年产量超过 1 亿吨的钢铁企业。米塔尔钢铁的发展壮大的历程, 几乎涵盖了世界上钢铁企业并购重组的所有形式, 有子公司之间的并购, 有子公司对母公司并购, 还有跨国公司的并购, 通过多种形式的并购, 安赛乐-米塔尔集团这个超级钢铁企业迅速崛起。

图 8：安赛乐米塔尔的兼并重组过程



资料来源：《冶金管理》、招商证券

其并购重组经验主要包括：

并购对象多为成本较低或成本空间压缩大、技术装备水平较好、国内市场占有率较高，但因管理不善而价值低估的国有企业。如 1992 年以 2.2 亿收购墨西哥第三大钢企 Sibalsa、2001 年以 3.6 亿买下罗马尼亚的 Sidex 冶金公司及收购阿尔及利亚的 Alfásid 钢厂、2004 年收购南非 Iscor 公司等；

并购策略灵活。米塔尔经常根据目标企业规模和运作状态，采取先租赁后收购、先部分控股再逐步扩大及联合收购等策略，在谈判时承诺不减员、投入改造资金、引起新技术、承担债务和社会责任等赢得当地政府支持；

在并购经营前提下，注重管理模式和技术共享，使并购企业引入其先进技术、管理体系等发挥最大协同效应；

将收购企业纳入采购体系，通过优化供应链，布局新的营销模式，调整产品组合，实现企业快速盈利。

4.4 并购重组的路径与并购方式选择

美国：

美国钢铁并购重组的路径可以分为两步：一是市场压力下，亏损企业申请破产保护或关闭，从而减少钢产量，减缓市场供求压力。据统计，自 1997 年 12 月 31 日到 2003

年10月6日，美国共有大约41家企业宣布破产，涉及粗钢产能5280万吨，接近美国当时总产能的50%。虽然后期破产产能也有重新投入生产，但仍有1500万吨产能永久被关闭。二是幸存企业通过联合并购并实施低成本扩张，使得美国钢铁企业数量大为减少。据统计，2001年美国共9家板材生产企业（7家为主要企业），其中超40%企业处于破产或严重财务困境。通过并购重组，到2008年板材企业数量下降到9家（4家为主要企业）。

美国并购方式多为股权收购式，60%的收购都是在股票市场完成的。不过20世纪初美国钢铁疯狂组合小个体钢企，这种一味追求规模扩大并没有带来行业的进步，技术变革显得迟缓，不符合生产规律。21世纪之后的重组多为价值收购，对挑选合适的被收购企业有极高的要求。

日本：

日本钢铁并购重组的路径主要为：一是政府主导，新日铁的组建就是当时政府为了创建一家能稳定价格和产量，在技术和成本当成为领导者这一目标下完成的。二是在新日铁带动的6家钢企（日本钢管、川崎制铁、住友金属、神户制铁和日新制铁）统一阵营的30年后，亚洲金融危机爆发，钢铁开始亏损，新日铁打破平衡，带动企业自愿重组的并购潮。为的是减少竞争，发挥协同作用，降低成本。

并购方式多为强强联合，交叉持股。这种并购方式在经济高速发展阶段，显得尤其有效。有利于避免恶性竞争带来的设备重复投资，有利于集中技术开发，集中降本，有效布置市场。

欧洲：

欧洲钢铁并购重组的路径主要为：一是在1988-1989年期间英国企业率先开展私有化改造，并带动欧洲其他国家如德国、法国、西班牙、比利时先后对国有企业进行私有化。私有化浪潮改变了政府管理行为，至1998年欧盟国有企业的产量比低于5%。二是在私有化改造后，开始大规模的国内重组和跨国并购。

并购方式有价值投资的收购式，需要注意选择合适目标企业；也有为了拓展市场的收购式，需要建立在经济增速较快基础上；也有类似日本的强强联合，在经济放缓、行业竞争紧张的时候更为适宜。

世界钢铁产业并购重组对中国借鉴意义

5.1 兼并重组—中国钢铁企业的战略选择

一是通过并购重组可以促进我国钢铁企业的快速成长。钢铁产业属资源和资金密集型产业，通过投资新建方式扩大规模具有周期长、风险大等明显的弱点，而并购重组则是企业一种快捷低成本的成长扩张模式，可以使资源和市场迅速向少数企业聚集。我国钢铁企业要迅速成长为世界级钢铁企业，并购重组是一条重要途径。

二是通过并购重组可以提高我国钢铁企业的抗风险能力。受国际金融危机的影响，全球经济增长放缓，需求减弱。国内经济发展的不确定因素和潜在风险增加，面对成本、资源和环境等巨大挑战的钢铁企业，市场风险在不断积聚。通过并购重组，可使我国钢铁企业能够在更大范围内实现专业化分工和资源优化配置，有利于减少企业数量，减少无

序竞争，增强抵御风险的能力。

三是通过并购重组可以增强我国钢铁企业市场话语权。从全球范围看，钢铁业的上下游产业，集中度都在不断提高。特别是铁矿石企业，已经形成巴西淡水河谷（Vale）、澳大利亚必和必拓（BHP Billiton）和力拓（RioTinto）三大巨头垄断全球市场的格局。而钢铁产业集中度相对偏低，市场话语权受到削弱。我国钢铁企业通过并购重组，可以提高钢铁产业的集中度和钢铁企业对上下游产业的议价能力，从而增强钢铁企业市场话语权。

四是通过并购重组可以发挥规模经济和协同效应，增强企业竞争力。企业通过并购重组，能够利用规模经济效应来降低成本，提高市场占有率和市场影响力，在市场竞争中占据有利地位。企业通过并购后的有效整合能够产生巨大的协同效应，能够实现资源共享和优化资源配置，如可以使优势企业积聚的管理和技术优势向整合后的企业辐射，提高企业运营效率和生产效率；使企业在更宽的平台组织生产线的专业化分工，合理生产布局，同时有利于淘汰落后，优化产品结构，提升产品附加值等。

5.2 并购重组产生的时代背景及驱动力

重组的时代背景多为经济放缓期。当宏观经济放缓时，钢铁行业受经济环境影响，生产、经营陷入困境，不得不通过整合减少竞争，提高效率。钢铁行业景气波动基本服从宏观周期，兼并重组受经济状况影响大。同时，被并购的弱势企业和工会方面，受形势所迫，容易做出让步，进行并购的企业在谈判中容易取得有利条件。

表 6：并购期皆为经济放缓期

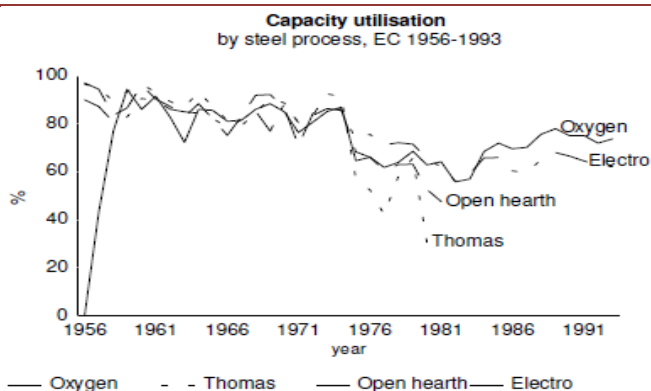
兼并重组潮	区域	时期	经济特征
第一次	美国	19 世纪末至 20 世纪初	二次工业革命完成，欧美资本主义由自由资本主义向垄断资本主义过渡
第二次	日本	20 世纪 70 年代	1973、1978 两次石油危机，1974 年工业化完成
第三次	西欧	20 世纪 80-90 年代	1990 第三次石油危机，日本经济泡沫破裂 1991 苏联解体
第四次	全球	21 世纪初	全球跨国投资并购高峰

资料来源：mysteel、招商证券

行业产能过剩作为驱动力，推动企业并购整合。钢铁行业的整合多发生在产能过剩、行业利润被压缩的时期。资源整合带来的竞争减少、效率提高、议价力增强和丰富的产品线有利于钢铁企业在行业低谷期生存。

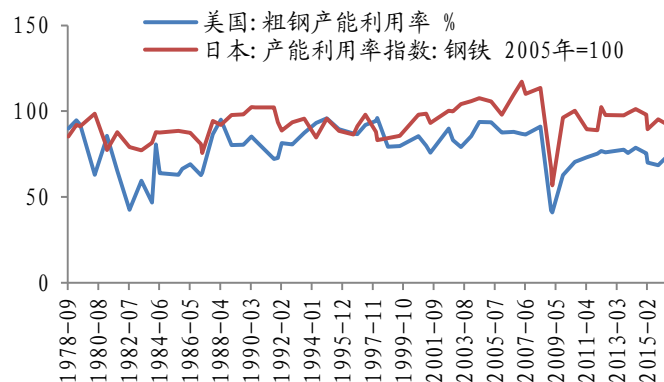
企业自身出于战略定位性主动出击。企业为了扩大规模或者降低竞争，处于战略定会计得角度考虑并购重组某些企业，提高企业规模、降低不必要的重复竞争。

图 9: 1956-1993 年欧共体 6 国钢铁产能利用率



资料来源: Eurostat、招商证券

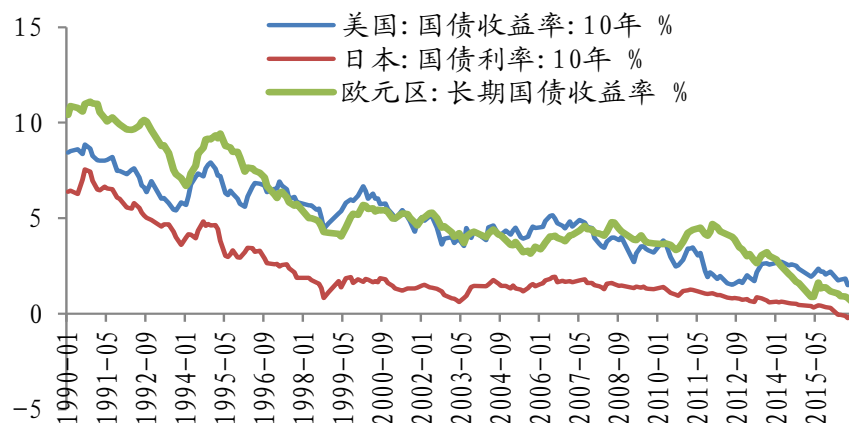
图 10: 美日钢铁产能利用率



资料来源: Eurostat、招商证券

并购重组期需要低融资成本和政策支持环境。钢铁行业作为资金密集型行业，设备上的固定资产投入占比很高，融资成本的高低直接影响企业盈利能力。企业在施行兼并重组之时，宽松的货币环境使得企业融资便利，间接影响企业的整合情绪。当然，宽松的货币环境还能影响市场对行业估值。除此之外，政府扶持政策也直接影响企业的整合欲望。

图 11: 并购期皆为经济放缓期



资料来源: wind、招商证券

5.3 基于美日欧经验对中国钢铁并购重组的若干思考

从经济阶段以及国情（中西部差异大）看，中国钢铁需求中期仍处于峰值区域，下降周期（类似 1970s 美日经济结构调整带来需求下滑）尚未到来，这意味着本轮若实现充分的去产能，未来出现系统性板块机会的可能性仍然较大。

随着国内落后产能持续整顿，优质资源亟待整合；行业供需矛盾突出，需要重组引发规模及协同效应；产业布局与无序竞争，急需改善产业布局；环保压力日益凸显，影响生存空间等内在条件积聚，钢铁兼并重组潮逐渐成熟。

由于非需求下滑驱动，以及中国钢铁国企占比高的现状，我们判断本轮兼并重组第一步仍是去落后产能，进而是政府主导下的专业化基础上的规模化（强强联合）和组建区域市场龙头企业同步，纯市场自发的兼并重组将会有所滞后。

政策层面不仅限于供给侧改革，还包括国企改革、行业整合、产业布局优化等，判断中国钢铁业第四次并购重组大潮临近，亦即将开始一轮持续若干年的产业布局调整，重塑行业格局。

投资建议

随着供给侧改革推进，落后产能即将出清，优质资源亟待整合，基本面有待进一步改善。在宝武兼并重组的带动下，中国大规模兼并重组时机已逐步成熟，2017-2018 年将作为新一轮兼并潮的重点关注年份。逻辑上最受益为宝钢股份、鞍钢股份、河钢股份等行业龙头及地方或区域钢企龙头如三钢闽光、*st 华菱、新钢股份、柳钢股份、首钢股份等。

风险提示

政策落地不达预期风险。并购重组市场发展前景受政策影响较大，若后续出现政策转向将产生较大影响。

表 7: 各省市分企业产品结构 (按 2015 年产量分具体品种)

省市	产能利用率	集中度	单位名称	钢材	铁道用材	型钢	棒材	钢筋	线材	中厚板	热轧	冷轧	带钢	涂镀	电工钢	管材	其他
全国	64%	88%	合计	60947	351	1656	3471	13229	8016	6209	15678	4374	3614	2354	730	1065	295
安徽	66%	93%	马钢 富鑫	1832 148	12	183	11	600	111	92	400	240	7	134	47		1
福建	98%	89%	三钢	946			27	487	315	117							
甘肃	71%	96%	酒钢	751				251	120	80	118	111		71			
广东	42%	97%	韶钢 中粤马口铁 珠海粤裕丰	496 19 246			26 114	239	84 131	147				19			
广西	58%	97%	柳钢 贵港	1362 132		2	5 84	404	81 48	79	507	285					
贵州	68%	84%	水钢 贵钢	328 8			5	265	63							1	
河北	53%	100%	首钢曹妃甸	1768			0		7	227	657	426	46	276	118	16	
			河钢	4436	2	93	276	965	464	539	1081	381	249	386			
			新兴铸管	320			59	144	116								
			邢钢	218				0	218								
			津西	934		342	157				126	13	282	27			
			国丰	972							544	108	272	48			
			德龙	254							254						
			纵横	1022							1022						
			新武安	1299		67	16		362	353	223	95	275			3	
			文丰	254						162	93						
			港陆	308							308						
			瑞丰	674									674				
			前进	362							362						
			天柱	210		74			32				103				
			东海	223				223									
			东华	319				319									
			敬业集团	1111			35	617	58	206	194						
			裕华	334					334								
			金鼎重工	210					142	69							
			国义	105					105								
			霸州新利	211							211						
			霸州宏升	183							37	29	29	117			

敬请阅读末页的重要说明

Page 22

			滦县金马工业	251						251							
			正丰	10				10									
			文丰山川	114						114							
			轮毂														
			紫山特钢	2													2
河南	74%	60%	安钢	1097		45		307	67	243	360		76				
			凤宝特钢	81			17										
			济源钢铁	313			114	83	117								
			南阳汉冶	172						172							
黑龙江	58%	95%	西林钢铁集团	136				117	19								
湖北	88%	91%	新冶钢	197				148									
			武钢	1802	58	4	23	177	63	225	603	298	86	183	165		
湖南	95%	98%	华菱	1464			92	233	202	388	267	74	3	28	33	145	
			冷水江	268				246	22								0
吉林	81%	66%	通钢	369		0	58	88	7	0	194		1				
江苏	68%	94%	中信泰富	411				216		47	149						
			兴澄特钢														
			南钢	792		28	121	138	46	413			47				
			沙钢	3388			267	1014	911	264	632	260		40			
			苏钢	27			27										
			中天	897			144	399	262				91				
			西城	229				229									
			龙腾特钢	311		78			85								148
			镇鑫特钢	315				222	93								
			联鑫	230				174	55								
江西	97%	100%	华菱锡钢	48			6										
			新钢	801				184	47	226	219	79	2		44		
辽宁	85%	88%	方大钢铁	1319			62	728	381	149			0				
			建龙抚顺	291				228	63								
			新钢														
			鞍钢	2105	61	0	31	2	120	313	958	392	84	136	66		
			本钢	1463	0		68	61	242	5	759	188	43	125	14		
			东特	171			150		16	0	0	0	1				4
			凌钢	462			134	189	25		107						
内蒙古	53%	83%	营口中板	485					175	309							
			包钢	1117	84	50	19	98	24	144	460	72	2	37	11		
青海	56%	100%	西宁特钢	109			71	38									0
山东	72%	71%	山钢	2132		215	139	707	179	473	245	73	65	13			
			青钢	137			10	0	127								
			石横特钢	338	0	31		231	76								
			泰钢	398							315	83					

			潍坊特钢	268			149		118								
			日钢	1340		225		109	157		849						
山西	59%	65%	首钢长治	243		46	3	165	26							2	
			太钢	875			42		9	72	495	168	9		85	1	
			中阳	272				29	244								
			新泰	113		49			63								
			建邦	229				229									
			华丰冶炼	172					172								
陕西	63%	98%	略钢	23				23									
			陕钢	657				520	137								
			汉钢	58									58				
上海	75%	87%	宝钢	1490	1				49	144	351	328	12	370	147		
			申特	156				156									
四川	78%	87%	鞍钢攀钢	821	126	1	26	2	2	7	368	146	10	63		3	
			川威钢铁	402				336	65			0	0				
			达钢	307				244	62								
			成都冶金	169				124	44								
天津	58%	94%	渤海钢铁	1787		76	84	194	79	109	364	172	434	77			
			荣钢	347			17		109		221						
			天丰	133										133			
新疆	33%	58%	宝钢八钢	435			5	147	61	68	132	11	0	12			
云南	36%	75%	武钢昆钢	683		34		452	138	4	22	7	18	6			
			玉溪玉昆	240		11		139	65				25				
浙江	96%	100%	杭钢	721	6	3	166		62		438		39			7	
			衢州元立	315			143	5	62							104	
重庆	47%	96%	重钢	337		0	0	1	2	140	187						

资料来源: mysttel、招商证券

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。

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。