

推荐（维持）

中国钢铁业路在何方

2017 年 12 月 23 日

钢铁行业并购重组深度研究（下）

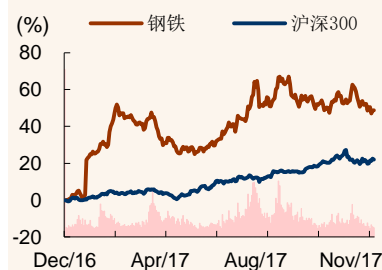
上证指数 3297

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

□ 我国钢铁产业兼并重组经历了一个从准兼到兼并，从救济式兼到战略式兼并，从不成熟兼到较规范兼，从政府主导重组到政府引导与市场力量相结合的国有资本、民营资本和海外资本共同参与的历程。

□ 我国钢铁产业并购重组模式及影响：

从主导模式上来看，我国是以政府为主导的“拉郎配”，即便是民营企业之间的兼并重组也很大程度上受政府管控。由于以地方政府推动为特点，容易协调各级政府之间的利益关系，加之相应的行政手段和政策鼓励，重组工作容易开展。

从并购形式来看，我国钢铁行业的并购重组大致可以分为五种，即收购式、参股式、渐进式、委托经营式和企业联合式重组。收购式、渐进式和联合式是我国钢铁企业中较常见的兼并重组方式，就其效果来看，渐进式初期较容易为被兼并方接受，但后期整合推进的难度较大。联合式最容易造成集团成员间的貌合神离，整合后协同效应较差。而收购式则有明确的权利划分，为深层次整合奠定基础，效果较前二者佳，但要求兼并方有足够的资金实力。

□ 国内钢铁行业并购重组存在的问题

影响钢铁企业联合重组的因素很多，如地方壁垒、体制障碍、利益冲突、职工安置、文化融合等，而跨地区、跨体制重组更加复杂，其中地方壁垒、体制障碍和利益冲突是三大影响较大的因素。

□ 中国钢铁业并购重组环境成熟

宝武合并是系统性整合开始。宝武全面系统性整合，可以提高企业竞争力。

并且拥有世界前列的研发和技术优势、极具竞争力的成本优势和行业领先的超前服务优势。

钢铁业并购重组的内部条件。身处 21 世纪钢铁并购潮环境中。从 2000 年开始至 2013 年底，钢铁行业完成并购 3763 笔，交易总市值 5002.6 亿美元，平均溢价 32.13%。作为重资产行业，钢铁行业的并购规模在所有行业中居首位。在所有并购中，跨国交易占 50%左右；落后产能将出尽，优质资源亟待整合。2015 年末国家提出供给侧改革，淘汰僵尸产能，淘汰长期亏损、扭亏无望但难以顺利退出的企业。2016 年开始出现有效产能的淘汰，有效产能占粗钢去产能目标的 30%不到，2017 年将会继续增多；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。

钢铁企业重组的外部条件：宏观经济复苏缓慢；国家政策推动；地方政府支持。

□ 钢铁并购去产能的投资逻辑

敬请阅读末页的重要说明

钢铁去产能的最大逻辑为需求稳定前提下供给调整带来的行业景气度提升，其弹性来自于供给端，因此是产能周期范畴的中期逻辑，当然也与需求是否超预期有关。

并购重组的机会可能出现在两个阶段：一是去完产能之后的基本面机会；二是并购重组之前的预期提前反映，是主题或博弈性机会。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。

2015 年是中国钢铁市场化去产能元年，2016 年政策加码，我们看好政策，2017-2018 年政府层面主导强强联合判断未来三年行业均将受益于去产能及兼并重组逻辑，一旦需求稳定或超预期，弹性将充分显现。

正文目录

中国钢铁行业并购重组历程	5
1.1 第一次并购重组浪潮（20 世纪 90 年代末，省内为主）	5
1.2 第二次并购重组浪潮（2000-2005.7，省内+跨区域为主）	6
1.3 第三次并购重组浪潮（2005.7-2014，跨区域+跨国、国企+民企为主）	6
中国钢铁产业并购重组分析	9
2.1 中国钢铁业并购重组的模式及分类	9
2.2 中国钢铁行业并购重组的效果	10
2.3 国内钢铁行业并购重组存在的问题	11
中国钢铁行业大规模并购重组时机逐步成熟	12
3.1 宝武合并是系统性整合开始	12
3.2 钢铁业并购重组的内外部条件均已具备	14
3.3 国内并购重组潮下的行业趋势及适合模式	16
并购重组潮下的钢铁股投资逻辑	17
投资建议	20
风险提示	20

图表目录

图 1：中国钢铁工业兼并重组历程	5
图 2：集中度偏低	10
图 3：钢铁行业产能利用率	10
图 4：钢铁企业抽贷严重	11
图 5：钢铁行业利润率持续低位	11
图 6：2002-2012 全球钢铁行业并购数及平均溢价	15
图 7：落后产能逐渐出清	15
图 8：固定资产投资增速持续下滑	15
图 9：工业增速放缓	15
图 10：各省市炼铁产能利用率对比	17
图 11：各省市重点企业生铁集中度对比	17
图 12：钢铁上市公司在当地的规模	18
图 13：钢铁上市公司在当地的产值/当地工业 GDP	18

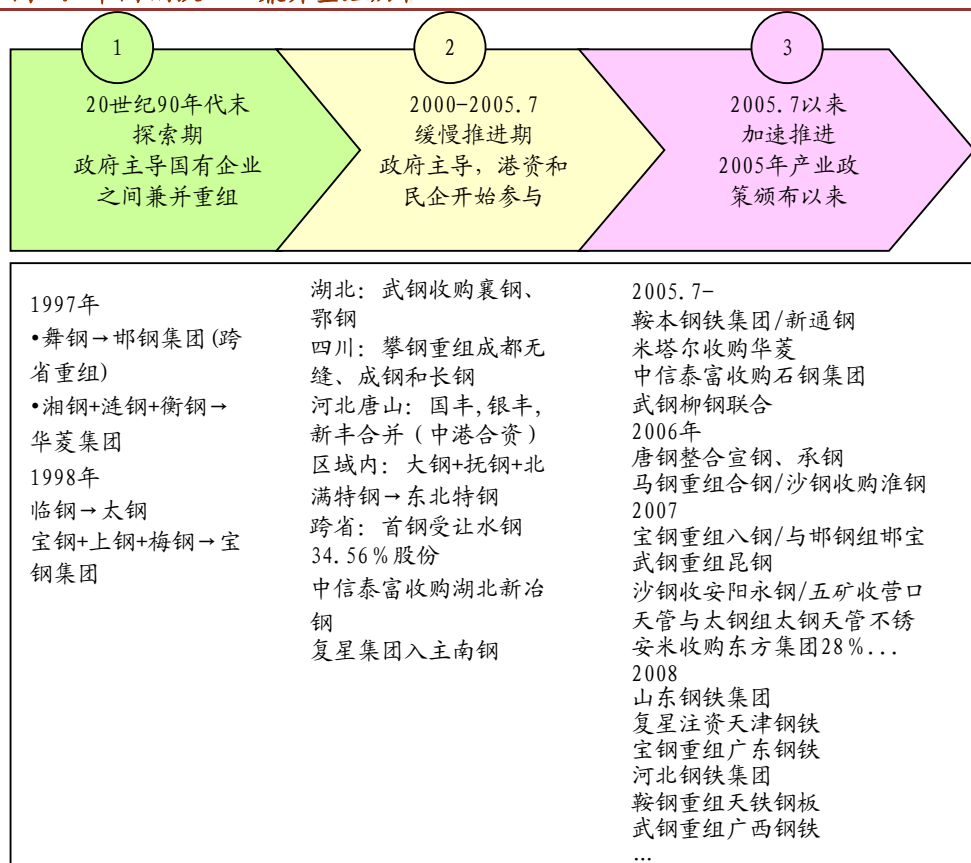
图 14: 钢铁上市公司的吨钢盈利情况	20
图 15: 钢铁上市公司的吨钢市值.....	20
表 1: 第一次并购重组浪潮（20 世纪 90 年代末，省内为主）	6
表 2: 第二次并购重组浪潮（21 世纪初，省内+跨区域为主）	6
表 3: 中国钢铁工业兼并重组相关政策.....	6
表 4: 第三次并购重组浪潮（2005.7-2014，省内+跨区域、国企+民企为主）	7
表 5: 中国钢铁企业并购形式	9
表 6: 宝武钢铁集团（以 2015 年各品种产量测算）	13
表 7: 钢铁工业兼并重组提升新高度	16
表 8: 钢铁企业性质及负债、净资产收益情况.....	18

中国钢铁行业并购重组历程

我国钢铁产业兼并重组经历了一个从准兼到兼并，从救济式兼到战略式兼，从不成熟兼到较规范兼，从政府主导重组到政府引导与市场力量相结合的国有资本、民营资本和海外资本共同参与的发展历程。

中国钢铁工业发展历程中，主要经历了三次大规模的兼并重组浪潮。中国钢铁企业兼并重组之路始于 20 世纪 90 年代末，当时以探索省内国有企业重组为主。21 世纪头五年，兼并重组进程缓慢，虽有一些区域内的产能整合，但是产业集中度却不升反降，整合不得力。在此期间，重组依然以政府主导为主，港资外资和民企开始有所参与。随着 2005 年 7 月产业政策颁布以来，在政府引导和市场化作用下，兼并重组才全面铺开，形成跨区域，跨行业，跨国界，跨所有制的重组，但产业集中度到 2007 年才开始有所回升，直到 2012 年产量排名前十的钢厂占全国产量仅为 46%，离政策规定的 2010 年突破 50% 的目标仍有不小差距。

图 1：中国钢铁工业兼并重组历程



资料来源：mysteel、招商证券

1.1 第一次并购重组浪潮（20 世纪 90 年代末，省内为主）

中国的钢铁企业兼并重组之路始于 20 世纪 90 年代末，在世界第三次兼并重组浪潮，中国经济转型，推行大企业大集团战略背景下，政府主导国有企业之间兼并重组，主要为省市内企业重组，也有跨省重组，更多的是国有企业（包括央企和地方国有企业）之间的资产划拨调整，如：1997 年，舞阳钢厂进入邯钢集团，实现了跨省重组；湖南湘

钢、涟钢和衡阳钢管联合组建为华菱集团。1998 年，山西临钢进入太钢集团；宝钢、上海冶金控股公司和梅山钢铁公司联合重组为上海宝钢集团，都是在政府主导下完成。

表 1: 第一次并购重组浪潮（20 世纪 90 年代末，省内为主）

时间	事件	所有制	区域
1997 年	邯钢集团重组舞阳钢厂	国有重组	跨省重组
1997 年	湖南湘钢、涟钢和衡阳钢管联合组建华菱钢铁	国有重组	省内
1998 年	太钢集团并购山西临钢	国有重组	省内
1998 年	宝钢、上海冶金控股公司和梅钢联合重组为上海宝钢集团	国有重组	市内

资料来源: mysteel、招商证券

1.2 第二次并购重组浪潮（2000-2005.7，省内+跨区域为主）

第二次兼并重组是 21 世纪初，在世界第四次兼并重组浪潮，中国加入 WTO，深化国有企业改革的影响下，国内开始出现以政府主导为主，港资和民企开始参与的缓慢推进期，除了省内、区域内国有企业的联合重组外，还有跨区域、跨行业、跨国界、跨所有制的联合、兼并、收购和重组，既有横向重组也有纵向并购。如：武钢集团与湖北鄂城钢铁联合；攀钢集团先后重组成都无缝钢管厂、成都钢铁公司和长城特钢公司；东北三家国有大型特殊钢骨干企业大连钢铁集团、抚顺特钢集团和北满特钢集团，跨地域联合重组建立的东北特钢集团；首钢受让水钢 34.56% 股份；中信泰富收购湖北新冶钢；复星集团入主南京钢铁等。但产业集中度却不升反降，整合不得力。

表 2: 第二次并购重组浪潮（21 世纪初，省内+跨区域为主）

时间	事件	所有制	区域
2002 年	攀钢联合重组成都无缝和成都钢铁厂成立攀钢成都钢铁公	国有重组	省内
2003 年	复星和南京钢铁集团成立南钢钢联联合有限公司	民营重组国有	跨地区
2004 年	大连钢铁、抚顺特钢与北满特钢重组成立东北特钢集团	国有重组	省内
2004 年	中信泰富出资收购冶钢钢铁主业，组建湖北新冶钢	民营重组国有	跨地区
2005 年	武钢联合重组鄂钢	国有重组	省内
2005 年	米塔尔钢铁收购了华菱管线 36.67% 的股权	外资入股	跨地区

资料来源: mysteel、招商证券

1.3 第三次并购重组浪潮（2005.7-2014，跨区域+跨国、国企+民企为主）

随着 2005 年 7 月《钢铁产业发展政策》颁布以来，在政府引导和市场化作用下，第三次兼并重组才得以全面铺开，形成跨区域，跨行业，跨国界，跨所有制的重组，企业兼并重组从无偿划拨逐步向股份转让和通过资本市场进行股权收购的方式发展。

表 3: 中国钢铁工业兼并重组相关政策

时间	政府部委	政策	涉及内容
2005 年 7 月	发改委	《钢铁产业发展政策》	
2006 年 3 月	国务院	《国务院关于加强推进产能过剩行业结构调整的通知》	行业已明显过剩，提出控制新项目上马，淘汰落后产能
2006 年 7 月	发改委	《关于防止高耗能行业重新盲目扩张的通知》	

时间	政府部门	政策	涉及内容
2007 年 3 月	十届全国人大	《政府工作报告》	到 2010 年淘汰落后炼铁产能 1 亿吨, 炼钢产能 5500 万吨。2007 年淘汰落后炼铁产能 3000 万吨, 炼钢产能 3500 万吨。
2007 年 4 月	发改委	《关于加快推进产业结构调整, 遏制高耗能行业再度盲目扩张的通知》	
2009 年 3 月	国务院	《钢铁产业调整和振兴规划》	以控制总量、淘汰落后、企业重组、技术改造、优化布局为重点, 着力推动钢铁产业结构调整和优化升级。
2009 年 5 月	工信部	《关于遏制钢铁行业产量增长过快的紧急通报》	
2009 年 9 月	国务院等九部委	《关于遏制部分行业产能过剩和重复建设引导行业健康发展的若干意见》	不再核准和支持单纯新建、扩建产能的钢铁项目, 2011 年底前淘汰 400 立方米以下高炉、30 吨以下转炉和电炉。
2009 年 12 月	工信部	《现有钢铁企业生产经营准入条件及管理办法》	
2010 年 7 月	工信部	《钢铁行业生产经营规范条件》	规定必须依法执行环评审批, 制定了污染物排放标准, 确定了生产规模等问题。
2011 年 11 月	工信部	《钢铁工业“十二五”发展规划》	淘汰 400 立方米及以下高炉, 30 吨及以下转炉和电炉。同时产能过剩地区的盲目扩张得到抑制, 建设湛江、防城港钢铁精品基地, 从根本上解决“北钢南运”问题。
2013 年 1 月	工信部等 12 部委	《关于加快推进重点行业企业兼并重组指导意见》	到 2015 年, 前 10 家钢铁企业集团产业集中度达到 60% 左右, 形成 3-5 家具有核心竞争力和较强国际影响力的企业集团, 6-7 家具有较强区域市场竞争力的企业集团。
2014 年 3 月	国务院	《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	有利于企业兼并重组的金融、财税、土地、职工安置等政策进一步完善, 逐步解决兼并重组融资难、负担重等问题, 完善重组体系。

资料来源: 工信部、招商证券

2007-2011 年间, 中国钢铁业掀起“兼并重组潮”。宝钢重组八钢、韶钢, 武钢重组昆钢、柳钢, 首钢重组水钢、长钢、通钢, 鞍山钢铁集团与攀钢重组等; 同时, 区域内钢铁集团密集涌现, 山东钢铁集团、河钢集团、渤海钢铁集团先后成立。

表 4: 第三次并购重组浪潮 (2005.7-2014, 省内+跨区域、国企+民企为主)

时间	事件	所有制	区域	重组模式
2005 年	武钢联合重组鄂钢	国有重组	省内	
	米塔尔钢铁收购了华菱管线 36.67% 的股权	外资入股	跨地区	
	中信泰富收购石家庄钢铁集团 65% 的股权	民营入股	跨地区	
	武钢与柳钢联合成立武钢柳钢联合公司	国有重组	跨地区	
2006 年	鞍本钢铁集团重组成立	国有重组	省内	
	唐钢整合宣钢、承钢, 成立新唐钢集团	国有重组	省内	
	马钢重组合钢	国有重组	省内	
	沙钢收购淮钢	民营重组国有	省内	
2007 年	宝钢重组新疆八一钢厂	国有重组	跨地区	
	首钢与唐钢合资的曹妃甸京唐钢铁成立	国有重组	跨地区	
	宝钢与邯钢组建邯钢邯宝	国有重组	跨地区	

敬请阅读末页的重要说明

Page 7

2008 年	武钢重组昆钢股份	国有重组	跨地区	
	复星集团重组海南钢铁	民营重组国有	跨地区	
	沙钢集团收购安阳永钢 25%股权	民营重组国有	跨地区	
	五矿集团收购营口中板	国有重组	跨地区	
	攀钢控股西昌新钢 66%股权	国有重组	省内	出资收购
	山东钢铁集团重组成立	国有重组	省内	国有产权整合
	新兴铸管收购新冶钢所属新型管业	国有重组民营	跨地区	现金收购
	中天钢铁收购常州龙祥钢铁	民营重组	市内	出资收购
	上海复星、天津奥新参股天钢集团	民营参股国有	跨地区	出资参股
	广东钢铁集团重组成立	国有重组	跨地区	宝钢出资、韶钢广钢净资产出资
	河北钢铁集团重组成立	国有重组	省内	国有资产符合
	津西钢铁收购鑫益钢铁	民营重组	省内	出资收购
	广西钢铁集团成立	国有重组	跨地区	武钢出资、柳钢净资产出资
	唐山渤海钢铁集团成立	民营重组	市内	现金出资组建,逐步收购企业资产
	唐山长城钢铁集团成立	民营重组	市内	现金出资组建,资产未重组
	首钢水钢重组挂牌	国有重组	跨地区	国有资产划拨
	宝钢重组宁波钢铁	国有重组民营	跨地区	出资收购
	首钢重组长钢	国有重组	跨地区	出资、划拨、投资
	首钢重组贵钢	国有重组	跨地区	国有资产划拨
2009 年	陕西钢铁集团成立	国有重组	省内	国有资产出资
	山钢重组日照钢铁	国有重组民营	省内	增资重组
	方大重组南昌钢铁	民营重组国有	跨地区	国有资产转让
	沙钢重组锡兴集团	民营重组	省内	出资收购股权
2010 年	津西钢铁集团揭牌	民营重组	省内 + 跨地区	股权投资
	新钢重组洪都钢厂	国有重组	省内	国有资产划拨
	河北钢铁集团收购石钢股份	国有重组民营	省内	出资收购
	鞍钢重组攀钢	国有重组	跨地区	国有资产整合
	本钢重组北台	国有重组	省内	国有资产整合
	渤海钢铁集团成立	国有重组	省内	国有资产整合
	首钢重组通钢	国有重组	跨地区	出资划拨
	河北钢铁集团渐进式股权融合	国有重组民营	省内	以管理、技术等资源入股
	宝钢与福建吴钢集团重组福建德盛镍业	国有重组民营	跨地区	股权受让
	马钢重组长江钢铁	国有重组民营	省内	出资控股
2011 年	安钢渐进式股权融合	国有重组民营	省内	以管理、技术等资源入股
	河南沙钢联合钢铁集团成立	民营重组	省内	现金出资
	河北宝信钢铁集团成立	民营重组	市内	松散型重组
	河南煤化工重组济源钢铁	国有重组民营	省内	增资控股
	太钢重组山西襄汾星源集团	国有重组民营	省内	渐进式股权融合
	湖北十堰钢铁重组	民营重组	省内	法人联合
2012 年	酒钢重组东兴铝业	国有重组	省内	国有股权划拨
	荆州钢铁企业重组	民营重组	省内	法人联合+搬迁改造
	方大集团重组萍钢	民营重组	跨地区	股权转让
	曲靖钢铁集团重组	民营重组	市内	换股吸收
	玉溪钢铁集团成立	民营重组	市内	资产合并
2013 年	淄博齐鑫钢铁集团挂牌	民营重组	市内	
	邹平钢铁集团挂牌	民营重组	市内	
	临沂鑫德钢联挂牌	民营重组	市内	
	山东精特钢铁挂牌	民营重组	市内	

2014 年	立恒兼并中宇钢铁	民营重组	市内	出资收购
	山西立恒、高义司、通才工贸司、襄汾星原钢铁、襄汾新金、山西华强 6 家企业共同出资注册晋南钢贸公司	民营重组	省内	出资合并
	四川省 23 家地方冶金企业共同出资注册成立了四川省地方冶金控股集团	民营重组	省内	出资合并
	河北永年永洋钢铁联合县内 7 家钢铁企业联合组建河北永洋特钢集团	民营重组	省内	股权转让
	方大特钢与河北敬业集团签署股权转让协议，将其全资子公司乌兰浩特钢铁公司 100%股权转让给河北敬业	民营重组	省内	
	武安明芳钢铁重组远盛、广耀、东山冶金等 4 家钢企成立河北太行钢铁集团	民营重组	省内	
	河北文丰与金鼎重工重组成冀南钢铁	民营重组	省内	
	唐山国丰联合丰南等 9 家钢企组建唐山渤海钢铁公司	民营重组	省内	法人联合+搬迁改造

资料来源：mysteel、招商证券

中国钢铁产业并购重组分析

2.1 中国钢铁业并购重组的模式及分类

从主导模式上来看，我国钢铁企业与政府的天然联系以及重组中涉及的国有资产的划拨等内容决定了其不可能产生像国外那样市场导向型的并购重组之路，取而代之的是以政府为主导的“拉郎配”，即便是民营企业之间的兼并重组也很大程度上受政府管控。由于以地方政府推动为特点，容易协调各级政府之间的利益关系，加之相应的行政手段和政策鼓励，重组工作容易开展，如山东钢铁集团，河北钢铁集团等都是在政府牵线下完成的。尽管随着市场化发展和改革开放，出现了外资对国内钢企的兼并，如安赛乐米塔尔收购湖南华菱钢铁等，但政府主导的模式并没有改变。

从并购形式来看，我国钢铁行业的并购重组大致可以分为五种，即收购式，参股式，渐进式，委托经营式和企业联合式重组。并购重组的形式选择，将会直接影响到并购之后如有有效地进行资源整合以及最大程度的发挥协同优势。具体的并购方法及特点详见下表。

表 5：中国钢铁企业并购形式

并购形式	收购式	参股式	渐进式	委托经营式	联合式
方法	用现金购买、股票交换等方式收购其他企业的股权，获得该企业的经营控制权，可横向，纵向，混合收购	用现金、股票等方式收购其他企业的部分股权，但不对其形成绝对的控制权	先用现金、股票、管理、技术、购销渠道等资源参股目标企业，建立股权投资以及联盟关系后，再进行更深层次的重组	与目标企业签订《委托经营管理合作协议》，并派出管理团队，对目标企业的资产、业务及资金进行全面的的管理	在原来几家钢铁企业的基础上，注册成立新的集团公司，产权划归为集团公司旗下
特点	扩大规模，提升产品技术水平，改善	不需要投入大量资金、资源的前	初期重组成本低，后期需加大深层次重组力	合作双方风险较小，实质性整合难度大，	一般通过政府干预手段，将本地数家国

敬请阅读末页的重要说明

Page 9

	产品结构,提高市场的整体竞争力,横向并购有利于淘汰落后产能	前提下,实现企业间的合作共赢	度;日常管理和决策中易产生纠纷,易导致重组失败	“托管方”没有正式控股地位,日常管理和协调中易发生纠纷,技术管理输出有难度	有钢铁企业的产权统一划归新的集团公司,以提升产能、提高技术水平,做大做强本地钢铁产业
案例	宝钢集团收购宁波钢铁 56.15% 的股权,成为该公司第一大股东	鞍钢参股美国钢铁发展公司 10% 的股权	河北钢铁集团以“渐进式股权融合”,参股敬业钢铁、唐山松汀钢铁、邢台龙海钢铁、永洋钢铁、吉泰特钢等 5 家河北省内的民营钢铁企业	太钢集团与美锦钢铁正式签署《委托经营管理合作框架协议》,临钢公司组建经营管理团队,对美锦钢铁的资产、业务及资金进行生产运营管理	济钢、莱钢、山东省冶金工业总公司所属企业(单位)联合成立山东钢铁集团,由山东省国资委以其所拥有的国有产权划转成立的国有独资公司

资料来源:招商钢铁团队、招商证券

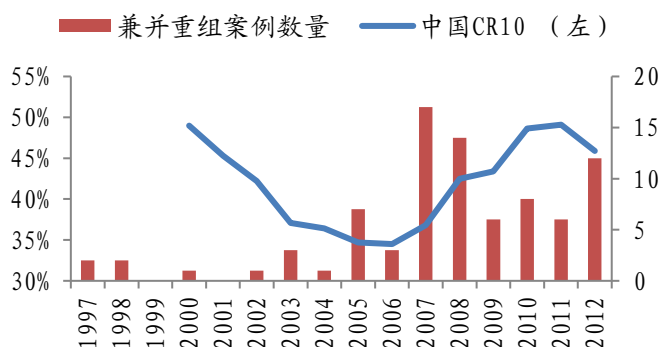
参股式并购和托管经营式并购,并没有形成两家或多家企业的真正融合,可以看作是企业间的一种资金或管理、技术层面的合作共赢,而不是真正意义上的重组。收购式,渐进式和联合式是我国钢铁企业中较常见的兼并重组方式,就其效果来看,渐进式初期较容易被被兼并方接受,但后期整合推进的难度较大。联合式最容易造成集团成员间的貌合神离,整合后协同效应较差。而收购式则有明确的权利划分,为深层次整合奠定基础,效果较前二者佳,但要求兼并方有足够的资金实力。

2.2 中国钢铁行业并购重组的效果

产业集中度不升反降,产能利用率相对偏低。

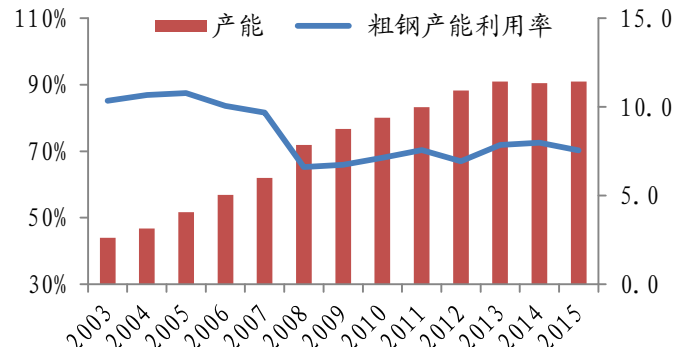
虽然钢铁行业经过超过 10 年的重组整合,但整体兼并重组效果差强人意。从 2011 年前十家粗钢产量集中度提高至 49.1% 之后,全国 CR10 开始出现下滑,到 2015 年粗钢产量排名前十的企业合计产量占全国比重仅为 34.2%,离政策规定的 2010 年突破 50% 的目标依旧差距很远。产业集中度下滑的原因,一方面是前十家钢厂减产幅度为 4.27%,高于全国 2.33% 的减产幅度;另一方面是重组后部分企业出现剥离,如宝钢退出宁波钢铁,武钢退出柳州钢铁,导致前十家钢厂产量比重下降。

图 2: 集中度偏低



资料来源: Wind、招商证券

图 3: 钢铁行业产能利用率



资料来源: Wind、招商证券

产业链企业资金紧张,行业盈利下滑。

作为资金密集型的钢铁产业链来说,受到国家化解过剩产能行业、限制对其金融支持政

策的影响,钢铁产业链企业普遍面临资金紧张的局面。钢铁生产企业长期贷款大幅缩减,随着财务成本的增加也间接影响行业利润。

图 4: 钢铁企业抽贷严重



资料来源: Wind、招商证券

图 5: 钢铁行业利润率持续低位



资料来源: Wind、招商证券

兼并重组捆绑式居多，多数出现分家。

2007 年-2014 年，我国钢铁企业兼并重组蓬勃发展，如跨区域宝钢重组八钢、韶钢，武钢重组昆钢、柳钢，首钢重组水钢、长钢、通钢等；同区域山东钢铁集团、河北钢铁集团(现河钢集团)、渤海钢铁集团等先后成立。然而，2012 年后，宝钢、武钢、鞍钢等大型央企涉及增加产能的重组处于停滞状态，甚至出现了“分家”现象；河钢、安钢对本地区内民营钢铁企业“渐进式股权融合”重组模式以民营钢铁企业退出而宣告结束等。

2.3 国内钢铁行业并购重组存在的问题

国内钢铁企业联合做大已是大势所趋，无论是主动出击，还是被动还击，都直接或间接地卷入到了这场重组战之中。虽然国内钢铁兼并重组出现了这么多年，但效果依然甚微。影响钢铁企业联合重组的因素很多，如地方壁垒、体制障碍、利益冲突、职工安置、文化融合等，而跨地区、跨体制重组更加复杂，其中地方壁垒、体制障碍和利益冲突是三大影响较大的因素。

地方壁垒：“肥水”不外流

企业联合重组的一个核心障碍是利益分配问题，我国现行的财税体制是分税制和转移支付制度。在跨地区的企业联合重组中，钢铁企业作为地方经济的支柱性产业，影响地方政府的财政收入，地方政府更愿意钢铁企业在本地区内部进行联合重组，以免“肥水”流入他人田，钢厂跨地区重组最大的阻碍往往也是地方政府。目前各地钢铁冶金行业发展规划多数都强调支持当地龙头钢铁企业重组本地区的中小钢铁企业，以做大做强本地区的钢铁产业。

因此，目前诸多钢铁企业联合重组是行政行为，而不是市场行为，大多数大型钢铁企业是国有企业，政府是东家，牵线搭桥，但是这种“拉郎配”容易结出“强扭的瓜”，政府的一片“良苦用心”换不来双方的满意，重组往往有名无实。因此如何均衡中央和地方之间的利益，形成多赢局面是跨地区重组的关键。

体制障碍：隔“制”如隔山

当前国内钢铁企业主要有两种体制：国有企业和民营企业。我国国有资产管理体制实行

“统一所有、分级管理”的模式，按管辖权限分为中央直属、省属、市属，归各级政府的国资委管理。国资委不仅管理企业资产，还管理企业的高层人事任免和重大投资决策。在这种体制和机制下，钢铁企业联合重组后产权归属和经营者任免都面临困难，而企业也就变成了政府之间进行利益协调、讨价还价的一个筹码。

同时，国有企业产权不清晰也是影响企业并购的一大问题。在西方经济学家看来，完整的产权应包括排他的使用权、收益的独享权、自由的转让权三部分，缺少任何一方面的权利都会造成产权的残缺。在我国，由于历史原因，企业有全民所有制，集体所有制和二者结合下的混合所有制，还有些私营企业为了某种目的也挂靠国有或集体所有制企业。这段历史导致很多情况下企业产权界定不清，造成诸如并购决定权的归属、并购费用的支配、并购标的内部风险的评估、并购后的控制权等等的一系列问题。

长期以来，国有即政府所有的观念根深蒂固，使得国企变成政府机关的附属物，背负了很多莫须有的社会责任，如为地方政府管辖区内的同属国企的“兄弟企业”提供担保，在所有者缺位的情况下，企业经营者的担保权限缺乏必要的监督和制约，政府行政指令肆无忌惮，这就导致对国企在风险评估上存在隐患，一旦这些隐形的债务问题在重组后浮出水面，将大大影响到重组后企业的运营。

利益冲突：无利不起早

市场经济下，企业间没有永远的敌人，也没有永远的朋友，只有永远的利益。企业联合重组，其核心还是“利”字当先。钢厂重组中的利益冲突除了上面所说的地方政府利益外，还体现在企业利益和员工利益上。企业利益方面，由于各种因素（如资源占有、政府支持等）导致企业竞争力水平和盈利能力不一样，效益好的企业怕被效益差的企业拖累拖垮，被重组企业怕重组主体企业挑肥拣瘦，将盈利能力强的主体厂矿拿走，而将盈利能力弱的附属辅助单位“放飞”。员工利益方面，首先是管理层利益问题，参与重组的钢铁企业各有自己的一套领导班子，合并后必然会导致一部分人权力失去或减弱，还有一些企业高层领导存在着“宁为鸡头，不为凤尾”的思想。其次，由于两个企业人均收入一般都不相同，这样就有可能导致同一个企业集团内同样的岗位上出现不同的待遇，导致“同工不同酬”。再其次，被并购企业职工担心企业一旦联合重组，很有可能会精简机构，下岗分流，饭碗不保。

当然，除了以上三大因素外，还存在诸多其他阻力影响钢铁企业的联合重组，如历史遗留问题。由于钢铁企业多数是老国有企业，企业办社会和辅业单位的负担沉重，存在机构臃肿、冗员过多、企业大集体等问题。

中国钢铁行业大规模并购重组时机逐步成熟

3.1 宝武合并是系统性整合开始

全面系统性整合，提高企业竞争力。

强强联合，打造全球最具竞争力的钢铁企业。宝钢股份和武钢股份均是具有全球竞争力的千万吨级特大型钢铁企业。强强联合后，合并后上市公司将成为全球最具竞争力的钢铁企业。合并后的上市公司汽车板、家电板、镀锡板、镀锌板、取向硅钢、无取向硅钢等集中度将大幅提升，我们测算合并后市占率普遍处在 40~90%，比如汽车板 75%、取向硅钢达到 80%+、镀锡板 90%、家电板 70-80%、无取向硅钢 50%以上。而任何产

品市占率达到 30、40%后，盈利能力均非常稳定、议价能力强。

宝钢与武钢宣布重组，最值得关注的是免同业竞争事项。武钢集团承诺未来将放弃广西钢铁集团有限公司的控制权，并称原因是广西钢铁集团主要产品与合并后上市公司存在潜在同业竞争。据了解，未来武钢集团有意将广西钢铁集团的控制权交回给广西省国资委，防城港项目也希望重新交给柳州钢铁管理运行。

表 6：宝武钢铁集团（以 2015 年各品种产量测算）

单位名称	生铁	粗钢	钢材	铁道用材	钢筋	线材	中厚板	热轧	冷轧	涂镀	电工钢	管材	其他
全国	69141	80383	112350	484	20431	14723	7333	18530	8382	6020	881	9827	3798
宝武钢铁集团	5953	6072	5929	59	1015	408	595	1519	916	756	312	166	21
重组集团占比	9%	8%	5%	12%	5%	3%	8%	8%	11%	13%	35%	2%	1%
宝钢集团	3401	3494	3468	1	386	207	366	936	610	566	147	159	8
其中:宝钢股份	1468	1515	1490	1		49	144	351	328	370	147	99	
宝钢八钢	440	445	435		147	61	68	132	11	12			
宝钢韶钢	525	520	496		239	84	147						
武钢集团	2552	2578	2460	58	629	201	229	582	305	189	165	7	13
其中:武钢股份	1515	1542	1433	58	0	51	111	603	265	171	165		
武钢昆钢	698	701	683		452	138	4	22	7	6		5	
武钢鄂钢	338	333	370		177	12	114		33	12			

资料来源：公司公告、招商证券

世界前列的研发和技术优势。

在技术优势层面，合并后上市公司全面掌握钢铁制造核心技术，在超高强度、高表面质量、高性能要求、高尺寸精度等高端产品及制造工艺方面拥有大量核心技术。近三年来实现超高强 Q&P 钢等 10 余项全球首发产品，并在纯净钢冶炼、复合轧制等多项平台工艺技术方面建立优势，具备整套钢铁工艺技术集成和复制能力。

在产品制造层面，合并后上市公司拥有大型化、连续化、自动化的装备技术，处于世界钢铁行业领先者地位，并积极探索推进智慧制造，引领中国钢铁业迈向“工业 4.0”时代。合并后上市公司的智能优化与决策、钢铁全流程过程控制模型、智能测控及工业机器人等技术处于行业领先地位，并积极开发应用先进节能环保技术。

极具竞争力的成本优势。

采购环节：两家合并后产量超过 6000 万吨，成全国第一大钢铁集团，铁矿石需求量达 1 亿吨，占到全球矿石贸易量的 5%左右，三大矿年产量的 30~50%。议价能力有望大幅提升。不仅是铁矿石，焦煤、废钢、铁合金等亦如此。合并后上市公司与境内外主要供应商、物流商合作紧密，各类原材料、资材备件采购价及仓储物流等成本优势明显。合并后上市公司掌控国内多个航运码头及港口，能够更加灵活地优化物流方案，取得极有竞争力的物流运输成本。同时，借助于行业领先的评级，合并后上市公司可灵活运用各项债务融资工具，争取最优融资结构及成本。

研发/生产环节：合并后上市公司聚焦于低成本冶炼，加强对原燃料资源和流程的研究，

掌握低成本铁水冶炼系列技术；通过对铁水预处理、转炉吹炼、二次精炼等关键工序不断改进，提高合金收得率、板坯热送率，持续提高炼钢成本竞争力；合并后上市公司以物联网、互联网、云计算、大数据等新技术与其全供应链的深度融合应用为路径，构建智慧制造体系，不断提高生产效率，能够有效地控制生产成本。

营销环节：在国内拥有 73 家钢材综合服务中心、超过百家营销网点，年剪切加工能力 950 万吨，激光拼焊能力 2850 万片，零件冲压 3850 万冲次。有效覆盖全国六大区域，通过统筹区域优势，合理分配营销范围，服务配送运输等营销成本优势明显。行业领先的超前服务优势。

行业领先的超前服务优势。

合并后上市公司还拥有成熟的先期介入（EVI）服务模式、广泛多样的用户合作平台，能够最好地让产品和服务满足用户需求。

合并后上市公司拥有全品种的钢材供应能力，为客户提供一站式采购服务，提升客户采购效率。全方位营销渠道覆盖能力，合并后上市公司在国内建立了包括区域公司、仓储物流、钢材综合服务中心在内的多层次营销服务体系，为最终用户提供增值服务。

合并后上市公司通过海外营销服务网络辐射全球市场，稳步实现国际化。合并后上市公司同时打造共创共享的智慧营销平台和面向战略用户的智慧供应链，将虚拟服务网络与实体服务网络相结合，充分发挥多制造基地模式下的规模优势与网络协同优势，实现与战略用户的全程信息可视和实时共享。

宝武合并短期难出明显效应。

1958 年成立的武钢和 1978 年成立的宝钢，两大老国企走到一起，该如何解决合并过程中涉及到的历史因素、部门关系和人事关系难题，仍需要一段时间来适应和调整。

宝钢兼并八一钢铁，武钢兼并昆钢等重组案例并没有发挥出产业协同效应，这些新资产甚至成了宝钢和武钢的负担。

3.2 钢铁业并购重组的内外部条件均已具备

钢铁企业重组的内部条件

身处 21 世纪钢铁并购潮环境中。从 2000 年开始至 2013 年底，钢铁行业完成并购 3763 笔，交易总市值 5002.6 亿美元，平均溢价 32.13%。作为重资产行业，钢铁行业的并购规模在所有行业中居首位。在所有并购中，跨国交易占 50%左右。

落后产能将出尽，优质资源亟待整合。过剩时期盲目整合，会加强低效产能的生存能力，不利于行业的优胜劣汰。2015 年末国家提出供给侧改革，淘汰僵尸产能，淘汰长期亏损、扭亏无望但难以顺利退出的企业。2016 年开始出现有效产能的淘汰，有效产能占粗钢去产能目标的 30%不到，2017 年将会继续增多。

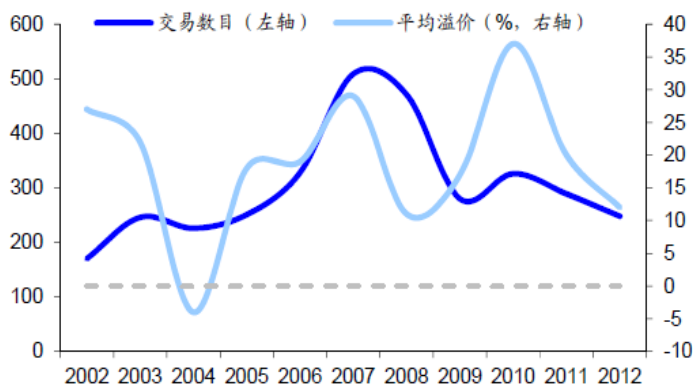
行业供需矛盾突出，需要重组引发规模及协同效应。国内钢铁行业集中度仍旧偏低，大量的中小企业需要通过企业资产重组，实现规模和协同效应，更大范围内实现社会资源优化配置。

产业布局与无序竞争。我国钢铁工业多是按国内资源和靠近铁矿原料产地的原则布局，钢铁布局分散，相当数量钢铁产能远离市场。随着钢铁盈利空间的缩窄，区域经济和销售半径将成为划分企业盈利的重要环节。通过有计划的重组可以改善产业布局，降低企

业的物流成本，规范竞争秩序，提高企业竞争力。

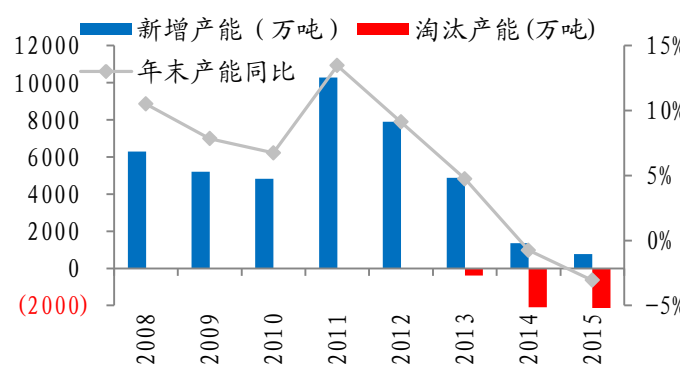
环保压力日益凸显，影响生存空间。新修订的《环境保护法》定于 2015 年 1 月 1 日正式执行，其配套文件确立的按日连续处罚、上不封顶、查封扣押、限产停产、信息公开等规定将“重拳”指向排污企业，被称为“史上最严”环保法。企业为此将带来吨钢环保成本 100 元-200 元，占吨钢生产成本的 5-9%，在行业微利同时影响企业生存空间。

图 6：2002-2012 全球钢铁行业并购数及平均溢价



资料来源：Wind、招商证券

图 7：落后产能逐渐出清

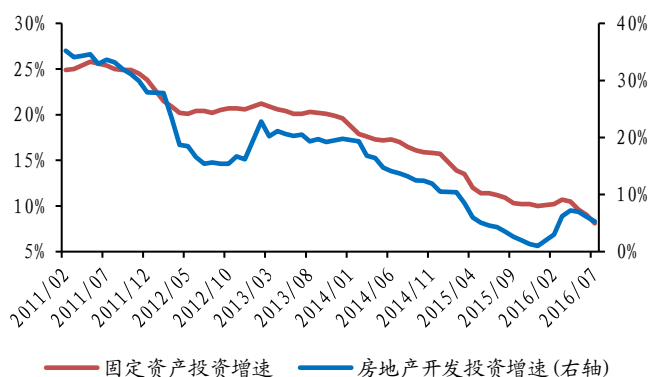


资料来源：Wind、招商证券

钢铁企业重组的外部条件

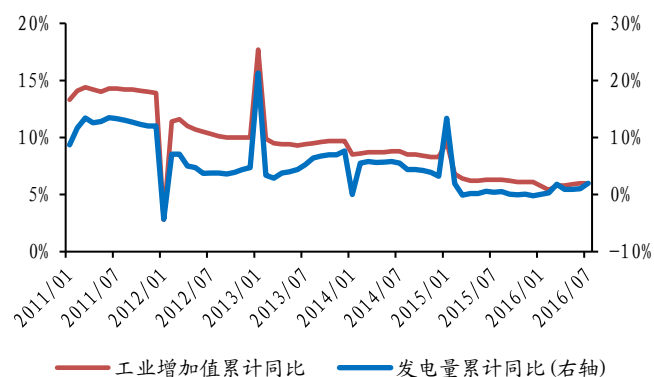
宏观经济复苏缓慢。近几年来，特别是 2012 年以来，受国际经济形势总体复苏较慢、我国经济三期叠加的压力以及结构性调整等因素的影响，我国经济增长总体上呈现下行的态势。随着经济形势疲软，我国大幅拉动需求可能性较小，粗钢产量负增长的阶段将会开启。因此，钢铁行业已临近整合关头。

图 8：固定资产投资增速持续下滑



资料来源：Wind、招商证券

图 9：工业增速放缓



资料来源：Wind、招商证券

国家政策推动。自 2005 年 7 月国务院授权发布《钢铁产业发展政策》以来，国内钢铁企业的重组趋势就开始显现。2008 年以来，重组趋势明显加速，但重组效果甚微。随着宝武重组正式拉开序幕，一份针对钢铁行业兼并重组的 46 号文件《钢铁行业兼并重组与处置僵尸企业的指导意见》也由国家发改委、工信部和国资委提交国务院。文件明确了国家推动新一轮钢铁企业兼并重组的目标和路径。根据这一方案，到 2025 年，中国钢铁产业 60%-70% 的产量将集中在 10 家左右的大集团内，其中包括 8000 万吨级的钢铁集团 3-4 家、4000 万吨级的钢铁集团 6-8 家，以及一些专业化的钢铁集团。围绕

这一总目标，钢铁产业兼并重组从现在至 2025 年将分三步走：第一步是到 2018 年，将以去产能为主，该出清的出清，同时，对下一步的兼并重组做出示范，例如目前宝钢武钢的兼并重组；第二步是在 2018 年-2020 年，完善兼并重组的政策；第三步是在 2020 年-2025 年，大规模推进钢铁产业兼并重组。

表 7：钢铁工业兼并重组提升新高度

时间	政府部委	政策	涉及内容
2005 年 7 月	发改委	《钢铁产业发展政策》	
2009 年 3 月	国务院	《钢铁产业调整和振兴规划》	以控制总量、淘汰落后、企业重组、技术改造、优化布局为重点，着力推动钢铁产业结构调整和优化升级。
2013 年 1 月	工信部等 12 部委	《关于加快推进重点行业企业兼并重组指导意见》	到 2015 年，前 10 家钢铁企业集团产业集中度达到 60% 左右，形成 3-5 家具有核心竞争力和较强国际影响力的企业集团，6-7 家具有较强区域市场竞争力的企业集团。
2014 年 3 月	国务院	《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	进一步完善有利于企业兼并重组的金融、财税、土地、职工安置等政策，逐步解决兼并重组融资难、负担重等问题，完善重组体系。
2015 年 3 月	工信部	《钢铁工业转型发展行动计划(2015-2017)》	未来经过三年努力压缩 8000 万吨钢铁产能，经过兼并重组，钢铁企业数量控制在 300 家左右
2016 年 6 月	工信部	《钢铁工业发展规划(2016-2020)》	到 2025 年，中国钢铁产业 60%-70% 的产量将集中在 10 家左右的大集团内，其中包括 8000 万吨级的钢铁集团 3-4 家、4000 万吨级的钢铁集团 6-8 家，以及一些专业化的钢铁集团。至 2025 年重组分三步走：第一步是到 2018 年，将以去产能为主，该出清的出清，同时，对下一步的兼并重组做出示范，例如目前宝钢武钢的兼并重组；第二步是在 2018 年-2020 年，完善兼并重组的政策；第三步是在 2020 年-2025 年，大规模推进钢铁产业兼并重组。
2016 年 9 月	发改委、工信部和国资委	《钢铁行业兼并重组与处置僵尸企业的指导意见》	

资料来源：工信部、招商证券

地方政府支持。钢铁企业多为地方经济的支柱性产业，影响地方政府的财政收入。但面对日益收窄的行业盈利，地方政府出于税收和地方保护考虑，加上地方国企改革、环境治理等思想的转变，会更乐于优先考虑整合当地资源，对地方龙头企业竞争力助力。

3.3 国内并购重组潮下的行业趋势及适合模式

第一步仍以去产能为主，大规模去产能地区预期集中在产能相对分散的地区，如广东、重庆、云南、新疆、山东、山西、河南、吉林等。

第二步是将是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。强强联合主要为解决同质化竞争问题，结合各省市钢铁集中度及企业在当地的经济地位而言，辽宁地区更易出现区域内强强联合；产业龙头组建则是为满足区域内建设需要和产业集群的需求。主力兼并企业具有区域市场的控制力和引导力（占区域份额生产力占 35% 以上），如三钢、八钢、太钢、安钢所处的区域，企业更易出现以一家企业为主的兼并式重组；

当然，期间不排除企业由于自身经营问题，作为当地政府主力整改对象，政策干预下的重组，如韶钢、华菱、西宁特钢、凌钢、重钢等；对于盈利较好的企业，随机性市场并

购不排除有大冶特钢、宝钢、沙钢、抚顺特钢、方大特钢、三钢、杭钢为主的收购兼并式重组出现。

企业间并购重组未来会更倾向于换股合并，既相对现金部分对冲行业并购过热带来的过高成本风险，又能减少企业现金流负担。

并购重组潮下的钢铁股投资逻辑

结合以下几大维度，探讨兼并重组潮下的受益企业标的。

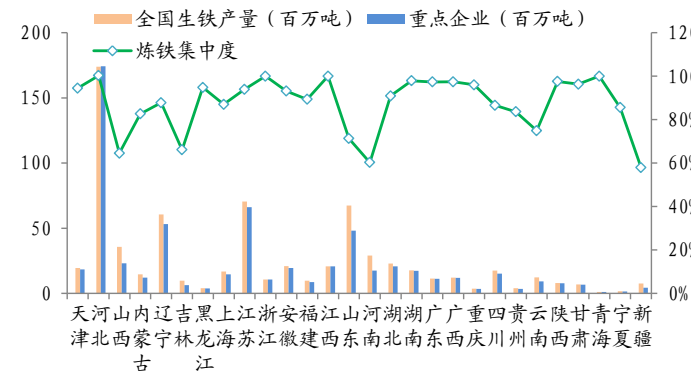
从行业集中型的角度考虑，兼并重组的发生会先侧重在钢铁相对分散的地区，目前全国有 611 家钢铁生产企业。如按国际产能利用率 75% 划线，国内炼铁产能利用率偏低的省市为天津、河北、山西、内蒙古、黑龙江、江苏、安徽、山东、广东、广西、重庆、贵州、云南、陕西、甘肃、青海、新疆；从钢协统计的重点企业生铁产量占当地省市的集中度来看，炼铁集中度偏低的省市为山西、吉林、山东、河南、云南、新疆。故由此推断，第一批出现兼并重组的地区为广东、重庆、云南、新疆、山东、山西、河南、吉林。

图 10：各省市炼铁产能利用率对比



资料来源：Wind、招商证券

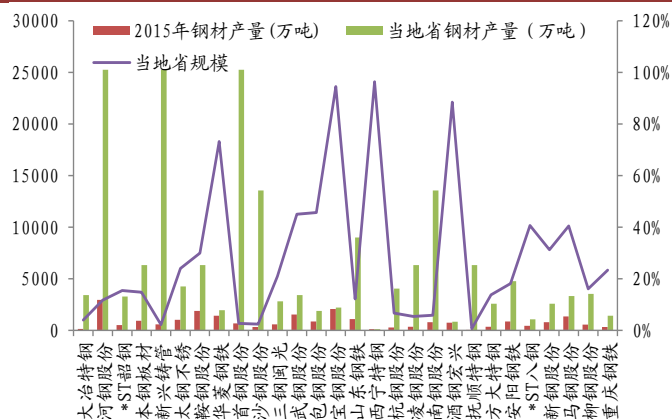
图 11：各省市重点企业生铁集中度对比



资料来源：Wind、招商证券

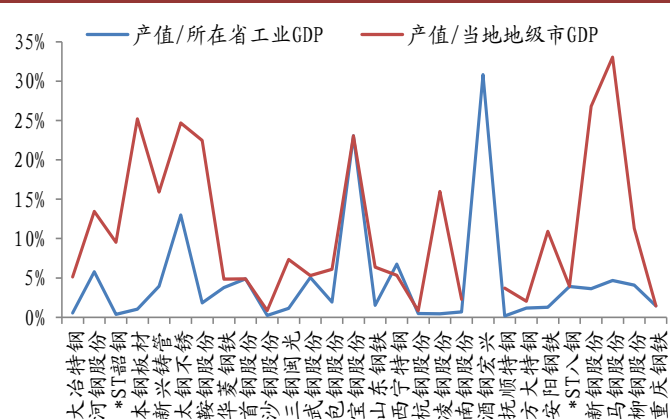
从地方政府的保护性来看，钢铁企业一般在地方经济上具有支柱性作用，企业的产值在地方政府的财政收入中占比较大，更多的地方政府会愿意内部性的整顿，从而壮大本地的钢铁企业，而不会更多的乐从区域间的利益纠葛划分。而更多的区域间的兼并重组，除了民营企业会有进一步拓宽企业规模的思路外，更多则是国家政府层面的考虑，而非绝对的市场机制作用。结合上市公司钢铁规模来看，太钢、鞍钢、华菱、三钢、武钢、宝钢、西宁特钢、酒钢、八钢、马钢、新钢、重钢在当地省市的规模占比超过 20%，其中剔除转型的华菱，武钢、包钢、包钢、八钢、西宁特钢、马钢、酒钢当地市场规模超过 40%；结合上市公司在当地的经济贡献来看，省内经济贡献较为明显的为太钢、宝钢、酒钢，当地地级市经济贡献明显的为本钢、鞍钢、凌钢、新钢、马钢，其次为河钢、新兴铸管、安钢、柳钢。从地域性和地方政府的保护性而言，辽宁地区 3 家上市钢铁公司更易出现区域内重组；结合上文提到的各省市集中度而言，三钢、八钢、太钢、安钢所处的地带更易出现以一家企业为主的兼并式重组。

图 12: 钢铁上市公司在当地的规模



资料来源: Wind、招商证券

图 13: 钢铁上市公司在当地的产值/当地工业 GDP



资料来源: Wind、招商证券

从企业性质来考虑, 由于中国式的兼并重组更多提倡“多兼并重组, 少破产清算”原则, 比较倾向有一些财务困难的社会功能属性重大地方性国企所在区域的重组优先。从下表可以看出, 除沙钢、久立特材、金洲管道、常宝股份、永兴特钢、南钢股份、方大特钢等少数企业外, 多数企业均属于国家或地方省市国资委背景; 再者, 还要关注经营不佳, 负债较高的企业。从下表可以看出, 多数企业负债率较高, 近 3 年平均负债率前 10 名由高到低顺序排列为 ST 八钢、ST 韶钢、西宁特钢、抚顺特钢、华菱钢铁、重庆钢铁、南钢股份、安阳钢铁、柳钢股份、包钢股份, 近 3 年平均净资产收益率由低到高顺序排列为 ST 韶钢、重庆钢铁、西宁特钢、ST 八钢、酒钢宏兴、三钢闽光、安阳钢铁、杭钢股份、南钢股份、华菱钢铁。

表 8: 钢铁企业性质及负债、净资产收益情况

省市	实际控制人(性质)	2013-2015 负债率				3 年平均负债率	2013-2015 资产收益率			3 年平均净资产收益率
		2013 负债率	2014 负债率	2015 负债率			2013 年净资产收益率	2014 年净资产收益率	2015 年净资产收益率	
马钢股份	安徽省	安徽国资委	64	62.2	66.8	64.3	0.7	0.9	-26	-8.1
首钢股份	北京	北京市国资委	52.7	61.2	65.5	59.8	-3.2	0.3	-4.9	-2.6
三钢闽光	福建省	福建国资委	67.5	67.7	76.9	70.7	1.9	1.2	-56.3	-17.7
酒钢宏兴	甘肃省	甘肃国资委	71.1	68.8	76.4	72.1	-14.2	0.2	-81.2	-31.7
*ST 韶钢	广东省	国务院国资委	79.9	84.2	97.9	87.3	2.3	-47.3	-731.3	-258.8
柳钢股份	广西壮族自治区	广西壮族自治区国资委	76.4	77.2	80.4	78	3.9	3	-26.8	-6.7
河钢股份	河北省	河北国资委	73.2	73.4	74.5	73.7	0.3	1.6	1.3	1.1
新兴铸管	河北省	国务院国资委	66.2	66.8	64	65.7	6.5	5	3.5	5
安阳钢铁	河南省	河南省国资委	76.8	76.3	83.2	78.7	0.7	0.4	-54.2	-17.7
大冶特钢	湖北省	财政部	30.3	34	31.9	32.1	6.4	8.1	7.7	7.4
武钢股份	湖北省	国务院国资委	60.8	61.9	69.7	64.1	1.2	3.5	-26.6	-7.3
物产中拓	湖南省	浙江国资委	67.4	73.7	70.6	70.6	6.7	6.7	5.4	6.3
华菱钢铁	湖南省	湖南省国资委	81.7	79.9	86	82.6	1	0.7	-40.7	-13
沙钢股份	江苏省	沈文荣	50.6	41	38.1	43.2	1.2	1.5	-3.5	-0.3

敬请阅读末页的重要说明

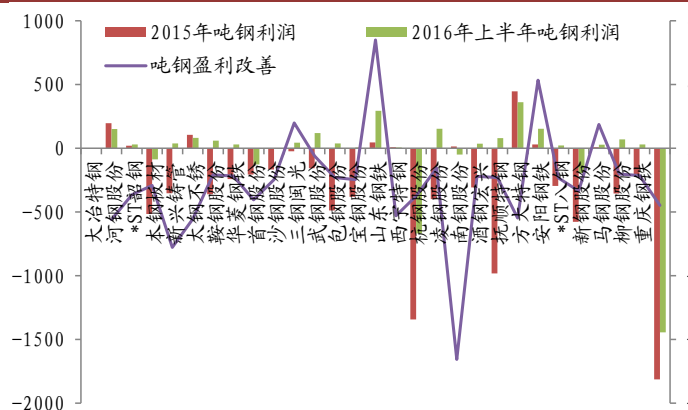
Page 18

常宝股份	江苏省	曹坚	22.3	23	21.5	22.2	8.4	8.6	7	8
南钢股份	江苏省	郭广昌	77.4	78.3	82.6	79.5	-7.5	3.4	-38.6	-14.2
方大特钢	江西省	方威	72.2	65.5	75.6	71.1	21.8	19.1	5.3	15.4
新钢股份	江西省	江西国资委	74.5	72	69.7	72.1	1.4	5.1	0.7	2.4
本钢板材	辽宁省	辽宁国资委	63.6	67.8	72	67.8	1.8	1.5	-27.6	-8.1
鞍钢股份	辽宁省	国务院国资委	49.3	47.2	50.7	49.1	1.6	1.9	-10.6	-2.3
凌钢股份	辽宁省	朝阳市国资委	73.1	78.5	66.6	72.7	2	-23.1	0.9	-6.7
抚顺特钢	辽宁省	辽宁省国资委	85.1	85	85.2	85.1	1.4	2.7	10.3	4.8
包钢股份	内蒙古自治区	内蒙古自治区人民政府	78.3	81.5	67.4	75.7	1.3	1.1	-7	-1.5
西宁特钢	青海省	青海省国资委	79.4	84.6	92.8	85.6	-2.5	1.5	-151	-50.7
山东钢铁	山东省	山东省国资委	74.7	75.2	56.6	68.8	1.2	-12	0.5	-3.5
鲁银投资	山东省	山东省国资委	79.2	70.1	69.6	73	9.7	2.6	-4.5	2.6
太钢不锈	山西省	山西国资委	65.5	66	69.5	67	2.6	1.8	-17.4	-4.4
宝钢股份	上海	国务院国资委	47	45.7	47.8	46.8	5.3	5.1	0.9	3.7
*ST 八钢	新疆维吾尔自治区	国务院国资委	83.8	92.5	105	93.7	0.9	-127.1	0	-42.1
久立特材	浙江省	周志江	40.1	29.1	30.1	33.1	12.2	7.9	5	8.4
金洲管道	浙江省	沈淦荣;徐水荣;俞锦方;周新华	22.5	21.7	23.1	22.5	5.8	4.1	4.8	4.9
永兴特钢	浙江省	高兴江	21.6	15.5	11.1	16	15.7	15.5	7.7	13
杭钢股份	浙江省	浙江省国资委	57.7	48.3	34.3	46.8	0.6	0.3	-49.2	-16.1
重庆钢铁	重庆	重庆市国资委	79.3	78.8	89.8	82.6	-25.2	0.5	-150.1	-58.3

资料来源: wind、招商证券

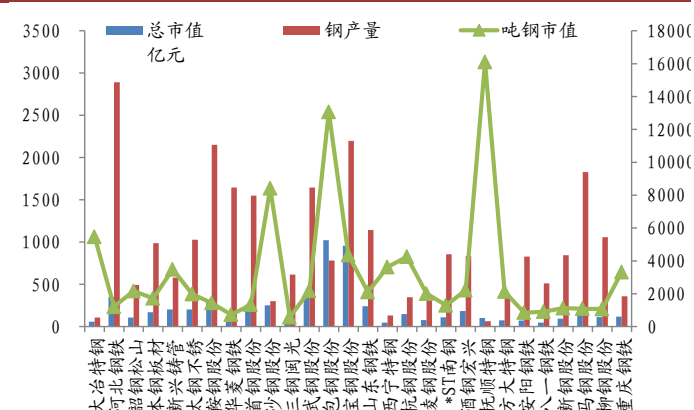
从企业的盈利情况来看, 不管是国企还是民企, 即使企业在当地的经济贡献地位显著, 但社会终究还是市场经济为主导, 衡量企业的另一个标准则是盈利。尤其是作为当地支柱性的企业, 背负着一定的社会责任, 不管是中央还是地方政府会重点将这一类企业做重点兼并重组, 改造企业自身的同时, 为其改善周边的竞争环境, 从而改善企业的整体盈利情况。从吨钢的盈利来看, 大冶特钢、宝钢、沙钢、抚顺特钢、方大特钢、三钢、杭钢吨钢盈利较为领先; 太钢、鞍钢、首钢、武钢、包钢、南钢、酒钢、安钢、新钢、马钢、柳钢改善较为明显; 从吨钢市值而言, 大冶特钢、新兴铸管、沙钢、包钢、杭钢、抚顺特钢、重钢较为领先。反之, 盈利难以扭转的韶钢、华菱、西宁特钢、凌钢、八钢、重钢将会作为各省市整改的主要对象。

图 14: 钢铁上市公司的吨钢盈利情况



资料来源: Wind、招商证券

图 15: 钢铁上市公司的吨钢市值



资料来源: Wind、招商证券

从企业产品结构来看，同一地区产品结构相似的企业整合度将会优先被考虑；而竞争相对激烈的地区也不排除出现强强联合。如：河北地区，除河钢外多数产品集中在钢筋、线材、热轧、带钢，同质化竞争必然会原来越激烈；河南地区产能利用率偏低，在钢协统计的名单中企业集中度也相对偏低，企业产品主要侧重长材生产，这两地区容易出现合并重组。辽宁地区，鞍钢、本钢产品机构几乎一致；山东、山西企业较为分散，但出于产品结构的差异性考虑，比较容易出现强强联合。黑龙江、内蒙、青海、新疆、云南由于产能分散，但单个企业市场占比较为明显，容易出现个体主导的吸收合并重组。

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；

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，任何机构和个人均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。