

黑色金属冶炼及压延加工业 (01030605)**钢铁行业并购重组状况及投资机会分析**

能源与材料研究组
曹新 研究员
电话: 021-68818805
eMail: cx2@gf.com.cn

冯刚勇 研究助理
电话: 020-87555888-804
eMail: fgy@gf.com.cn

钢铁行业基本面依然严峻

我国钢铁产能明显过剩, 预计 2009 年粗钢产量降至 4.75 亿吨, 钢材出口降为 3500 万吨左右, 表观消费量可能出现负增长。虽然原材料价格维持低位运行, 但 2009 年钢材平均价格较 2007 年可能下降 10%, 行业盈利能力会继续下滑。行业回暖依赖于宏观经济的复苏, 悲观情况下, 今年钢铁行业基本面都难有本质的改善。

行业并购重组乃大势所趋

并购重组对钢铁行业健康发展意义重大, 虽然重组过程困难重重, 但并购重组加快的趋势已经确立。预计到 2015 年将出现“四大天王”(宝钢、武钢、鞍钢、沙钢)和“两大金刚”(河北钢铁集团、山东钢铁集团), 它们的产能均有望达到 5000 万吨以上。

并购重组酝酿投资机会

我们认为我国当前实行“市场化与政府引导相结合, 逐步过渡到市场化”的并购模式较为可行, 有三类企业将受益于本轮并购重组浪潮: 被龙头收购的特色型钢铁企业; 互补性强的区域并购企业; 终极受益的钢铁龙头企业。

行业投资建议——持有

目前行业基本面依然困难, 这正是行业并购重组的良机, 并购重组也是行业不可多得的投资亮点。虽然实质性重组面临很多困难, 但行业整合是大势所趋, 在国家大力支持下, 并购重组有望加速推进。鉴于行业尚未明显好转, 对行业依然维持“持有”评级。

就上市公司而言, 可重点关注自身基本面良好, 并购重组较为确定的上市公司。主要包括引领并购潮流的龙头公司: 宝钢、武钢、鞍钢股份; 受益于大钢厂并购的区域特色钢铁公司: 八一钢铁、韶钢、柳钢、酒钢; 技术、产品高度互补的区域并购企业: 济南钢铁、莱钢。由于柳钢股份、八一钢铁、济南钢铁目前估值压力较大, 暂时给予“持有”评级, 其它重点公司给予“买入”评级。

风险提示

- 1、若宏观经济不能明显改观, 钢铁行业下游需求难有改善, 同时产能过剩压力大, 供需关系失衡, 钢材价格可能维持低位震荡;
- 2、全球经济形势严峻, 国外很多钢材品种价格已低于国内价格, 出口严重受阻, 今年钢材出口量可能明显减少;
- 3、行业盈利能力将继续大幅下滑, 可能引发行业估值中枢下移。

行业评级**持有**

前次评级

持有

行业走势

市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	7.90%	12.47%	-52.34%
上证综指	6.56%	10.61%	-51.06%

目录索引

引言.....	4
一、钢铁行业基本面依然严峻.....	4
(一)供需矛盾凸现.....	4
(二)原材料价格低位运行.....	7
(三)钢材价格低于 2007 年水平.....	8
(四)行业盈利能力大幅下滑.....	8
(五)复苏之路充满坎坷.....	9
二、行业并购重组乃大势所趋.....	9
(一)有效的并购重组意义重大.....	10
(二)我国钢铁行业并购重组事件回顾.....	12
(三)并购重组中面临的问题.....	14
(四)并购重组前景展望——龙头企业唱主角.....	16
三、并购重组酝酿投资机会.....	18
(一)两种并购重组模式分析.....	18
(二)重点关注的投资机会.....	19
四、投资建议——持有.....	20
风险提示.....	20

图表索引

图 1: 我国生铁产能过剩情况.....	4
图 2: 我国粗钢产能过剩情况.....	4
图 3: 2004 年至今我国粗钢、生铁、钢材月度产量情况.....	4
图 4: 我国粗钢年度产量情况.....	5
图 5: 2007 年至今我国钢材月度出口量变动情况.....	5
图 6: 2009 年我国钢材出口将出现大幅负增长.....	6
图 7: 2000 年至今我国钢材表观消费量(含重复材)情况.....	6
图 8: 2002 年至今国产铁精粉价格变动情况.....	7
图 9: 2004 年至今我国焦炭价格变动情况.....	7
图 10: 2001 年至今我国钢材价格指数变动情况.....	8
图 11: 2004 年至今 71 家大中型钢铁企业月度盈利能力情况.....	8
图 12: 1993 年至今 71 家大中型钢铁企业年度盈利能力情况.....	9
图 13: 企业并购重组可以逐步消化过剩产能.....	10
图 14: 并购重组造就了阿赛洛-米塔尔钢铁集团.....	11
图 15: 外资钢铁企业加紧对我国钢铁行业的渗透.....	16
表 1: 我国钢铁行业并购重组初步探索阶段发生的重要事件.....	12
表 2: 我国钢铁行业并购重组缓慢推进阶段发生的重要事件.....	12
表 3: 我国钢铁行业并购重组快速推进阶段发生的重要事件.....	13
表 4: 各大钢铁企业并购重组规划展望.....	18
表 5: 重点上市优劣势分析.....	20
表 6: 重点上市公司业绩预测及投资建议.....	21

一、钢铁行业基本面依然严峻

钢铁行业发展高度依赖于宏观经济持续较快增长，从 2008 年下半年开始全球宏观经济形势下行，我国经济增速也明显下滑，钢铁行业基本面逐步恶化，到目前为止我国钢铁行业供需矛盾明显、钢材价格低迷、行业盈利能力大幅下降，行业基本面依然十分严峻。

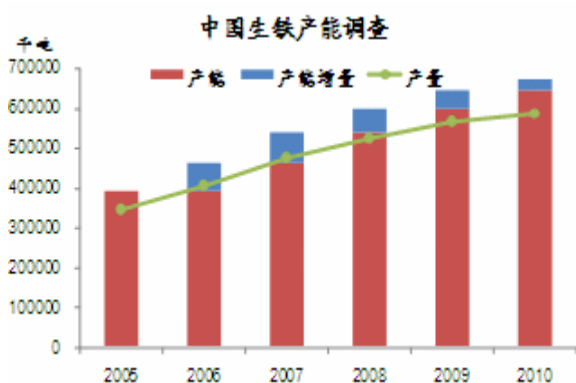
（一）供需矛盾凸现

1、钢铁产能过剩明显

我国钢铁产能过剩的局面早已出现，在宏观经济高速增长时期，钢材消费旺盛，产能过剩在繁荣下得以掩盖，而在需求低迷时，这一隐患就充分暴露出来。保守估计目前生铁产能过剩 8000 万吨，粗钢产能过剩 7000 万吨。解决产能过剩问题必须是淘汰落后产能和加快并购重组两手抓，两手都要硬。

图 1：我国生铁产能过剩情况（单位：千吨）

图 2：我国粗钢产能过剩情况（单位：千吨）

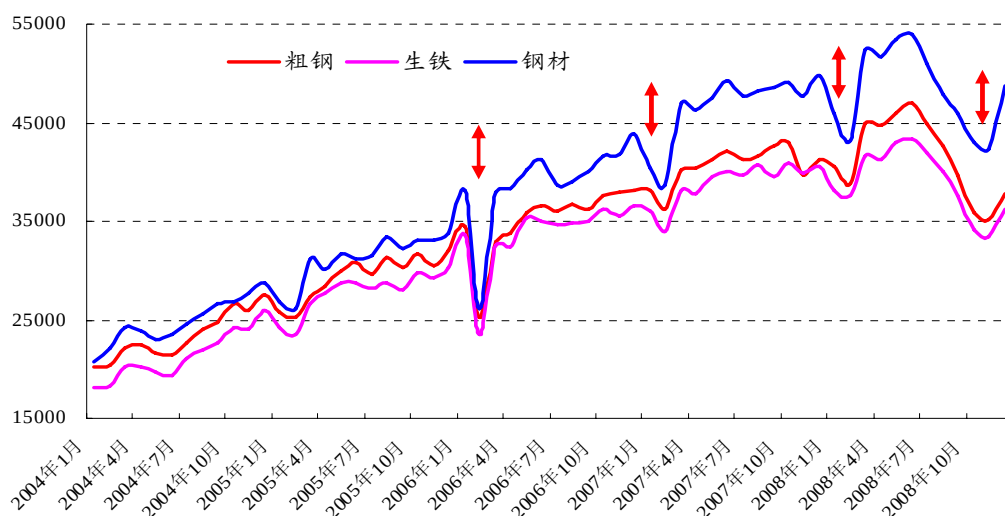


数据来源：MRI、广发证券发展研究中心

数据来源：MRI、广发证券发展研究中心

2、产量萎缩难以避免

图 3：2004 年至今我国粗钢、生铁、钢材月度产量情况（单位：千吨）

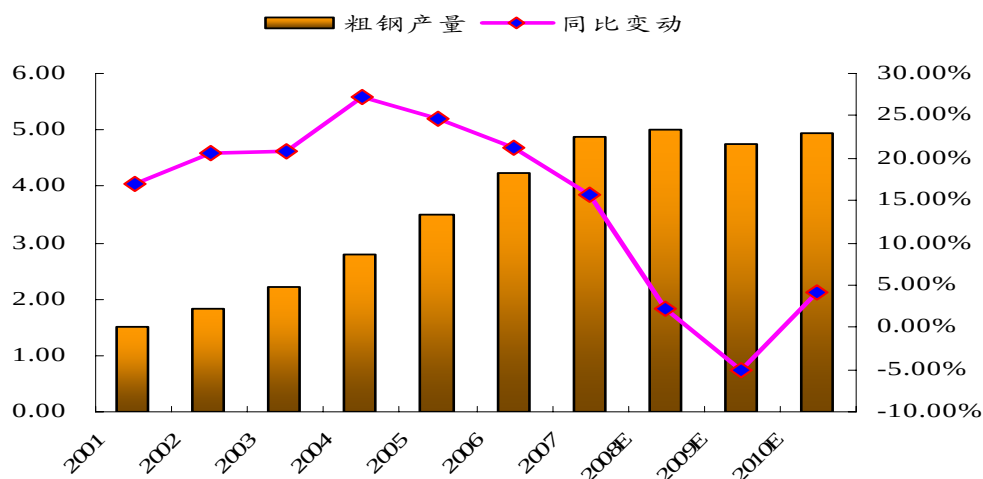


数据来源：我的钢铁网、广发证券发展研究中心

2008 年下半年钢铁产量明显下滑，生铁、钢材 8 月份开始同比负增长，粗钢 9 月份开始负增长。全年粗钢产量约 5 亿吨，同比仅增长 2.25%。

虽然 2009 年 1 月份粗钢产量同比增长 2.2%，但我们认为在需求并未好转的大环境下，产量萎缩也难以避免，预计 2009 年粗钢产量 4.75 亿吨，同比减少 5%。

图 4：我国粗钢年度产量情况（单位：亿吨）



数据来源：我的钢铁网、广发证券发展研究中心

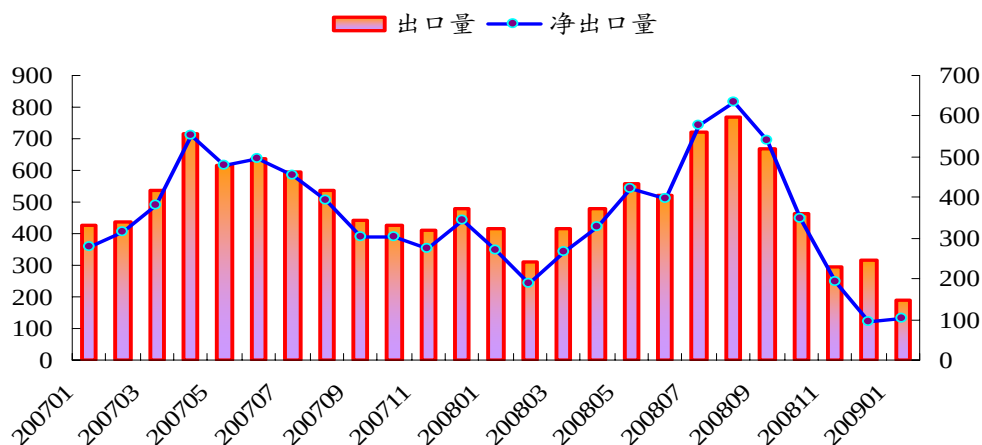
3、钢铁需求不确定性很大

（1）出口面临困境

全球经济低迷和国外贸易保护主义使钢材出口受阻，2008 年我国出口钢材 5923 万吨，同比减少 5.37%。

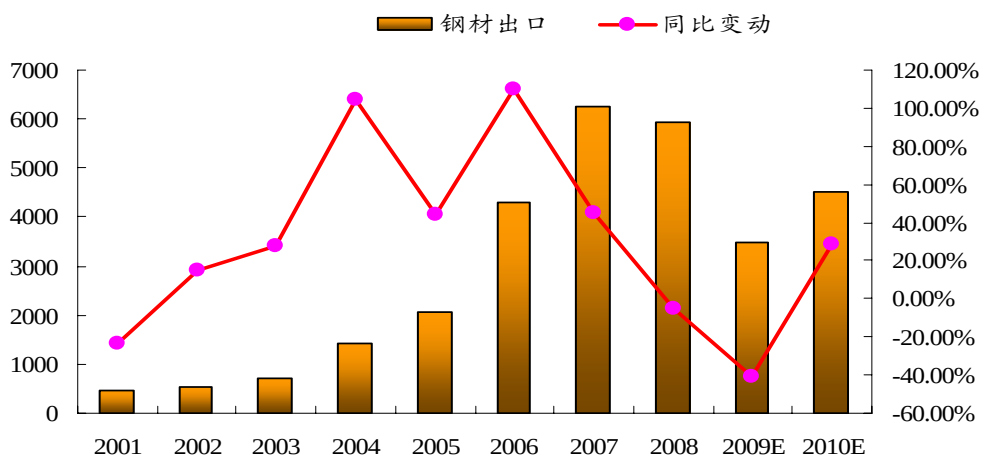
2009 年 1 月份钢材出口量仅为 191 万吨，同比减少 53.86%，2 月份出口 156 万吨，同比减少 50.16%。尽管国家采取了一系列刺激出口的举措，但效果并不明显。预计下半年出口形势会稍有好转，全年钢材出口可能维持在 3500 万吨左右。

图 5：2007 年至今我国钢材月度出口量变动情况（单位：万吨）



数据来源：我的钢铁网、广发证券发展研究中心

图 6: 2009 年我国钢材出口将出现大幅负增长 (单位: 万吨)



数据来源: 我的钢铁网、广发证券发展研究中心

(2) 国内需求不容乐观

钢材需求主要下游行业房地产、机械、轻工家电、汽车等均面临压力，国内钢铁需求不容乐观。

四万亿投资仅刺激少数行业钢材需求

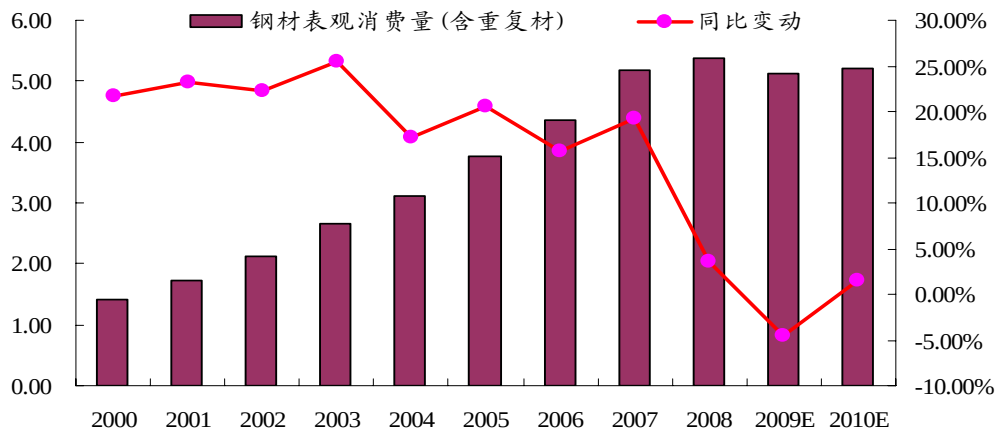
四万亿投资陆续投入后，惠及的行业主要包括基建、铁道、资源与能源、机械行业中的工程机械、电力设备等。这些行业仅占总需求 25% 左右，其余大部分行业并未得到明显实惠。

国家出台的十大产业振兴规划更多是中长期规划，短期内产生的效果有限，当然长远来看这些规划的落实有利于钢铁行业的复兴。

表观消费量可能出现负增长

2000~2007 年我国钢材表观消费量增速高达 15%~25%，2008 年钢材表观消费量（含重复材）5.38 亿吨，同比仅增长 3.64%。预计 2009 年部分行业的钢材需求增量不能覆盖其它行业的消费减量，钢材总需求同比会有所下降，降幅可能在 5% 左右。

图 7: 2000 年至今我国钢材表观消费量（含重复材）情况（单位: 亿吨）



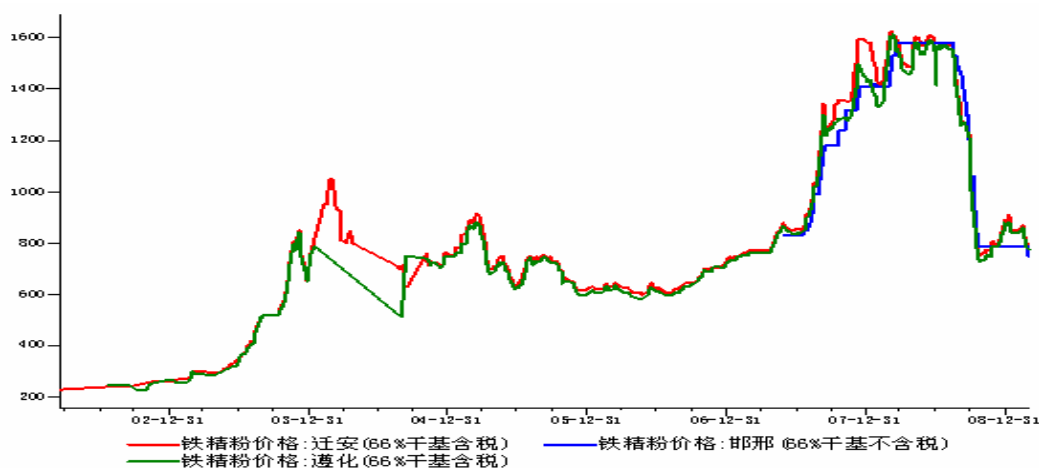
数据来源: 我的钢铁网、广发证券发展研究中心

（二）原材料价格低位运行

在钢铁行业不景气的大环境下，铁矿石、焦炭等主要原材料价格也将低位运行。

预计 2009 年长协矿价格降幅可能在 30%~40%；进口现货矿价格运行区间为 500~800 元/吨；国产铁精粉价格区间可能在 550~900 元/吨。

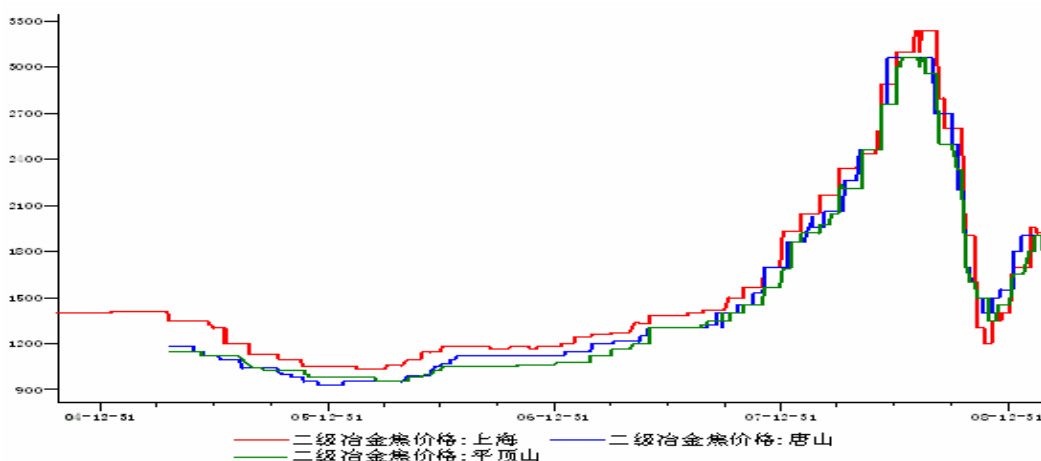
图 8：2002 年至今国产铁精粉价格变动情况（单位：元/吨）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

预计 2009 年焦煤价格区间为 1000~1500 元/吨（不含税），主流焦炭价格为 1200~1800 元/吨（不含税）。

图 9：2004 年至今我国焦炭价格变动情况（单位：元/吨）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

根据相关原材料价格区间，测算的 2009 年主要钢铁产品的成本为：

生铁成本：2200~2800 元/吨

粗钢成本：2700~3400 元/吨

线螺成本：3000~3700 元/吨

中厚板成本：3200~4000 元/吨

热轧板成本：3100~3800 元/吨

冷轧板成本：3500~4200 元/吨

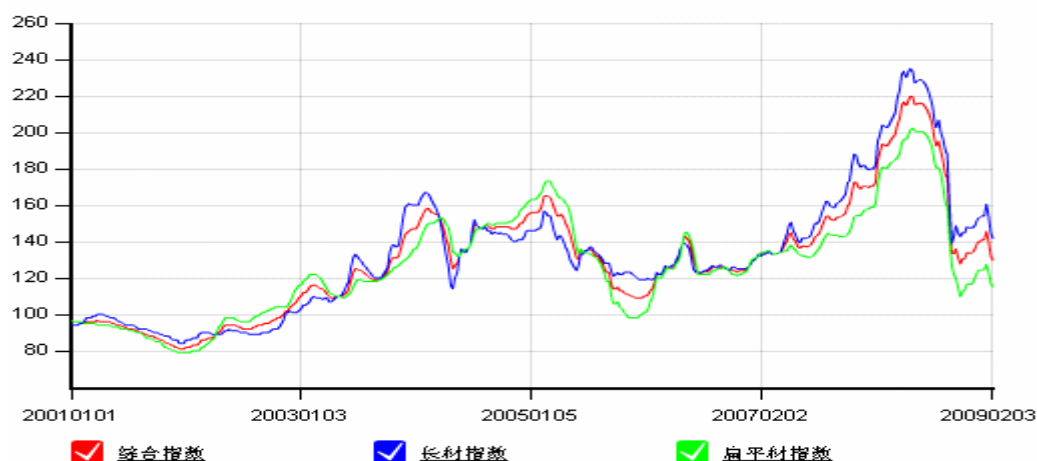
（三）钢材价格低于 2007 年水平

2008 年 6 月钢材价格开始暴跌，到 10 月底价格最低点跌幅已接近 50%。2008 年 11 月份价格开始反弹，反弹幅度为 15~25%。但从 2 月 10 日开始，钢材主要品种又进入下跌通道，我们认为本次价格回调的主要原因在于需求复苏低于预期，而钢厂复产力度过大造成明显的供过于求。

3 月份的价格可能保持低位震荡，二季度钢材价格可能震荡上行，下半年钢材总体水平稍高于上半年。根据对价格指数的跟踪，我们预计 2009 年钢材价格水平可能较 2007 年低 10%。

图 10：2001 年至今我国钢材价格指数变动情况

MySpic 指数走势图

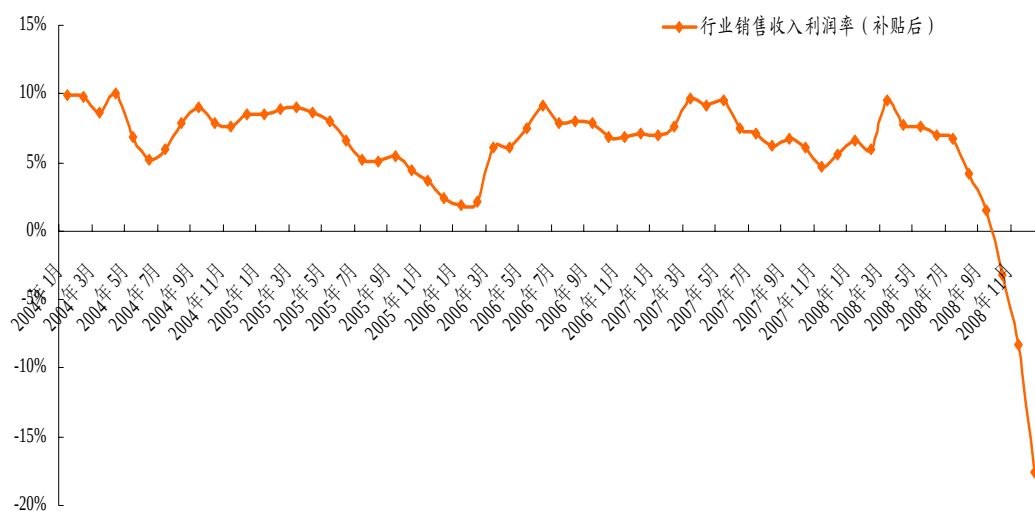


数据来源：我的钢铁网、广发证券发展研究中心

（四）行业盈利能力大幅下滑

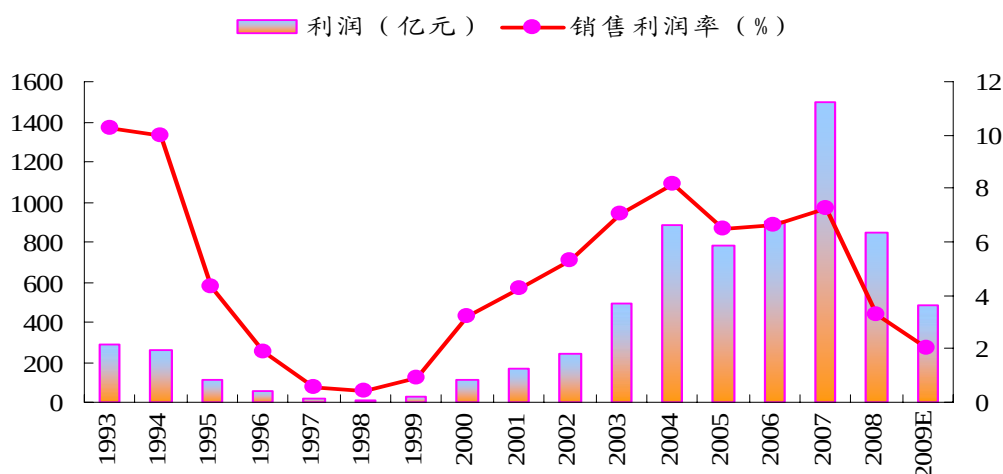
2008 年 10 月份开始，钢铁行业开始大面积亏损，12 月份 71 家大中型钢铁企业销售利润率为惊人的-17.62%。2008 年 71 家大中型企业利润总额 846.38 亿元，同比减少 43.32%，预计 2009 年利润总额将降至 500 亿元以下，同比减少 40%以上。

图 11：2004 年至今 71 家大中型钢铁企业月度盈利能力情况



数据来源：中国钢铁工业协会、广发证券发展研究中心

图 12: 1993 年至今 71 家大中型钢铁企业年度盈利能力情况 (单位: 亿元, %)



数据来源: 中国钢铁工业协会、广发证券发展研究中心

(五) 复苏之路充满坎坷

在产能过剩和需求不足的双重挤压下, 钢铁行业复苏之路将充满坎坷。当需求有所好转, 钢价反弹至成本线以上时, 大量闲置产能复产带来的供过于求会打压钢价, 因此钢材价格难以较高幅度超越成本, 吨钢盈利能力将处于较低水平。

我们认为 2009 年二季度需求会有所改善, 但难以达到旺盛需求程度, 2009 年行业保持低景气度的可能性较大, 若 2009 年下半年或 2010 年宏观经济明显改善, 行业基本面将才可能出现本质的好转。

我们对行业未来两三年发展趋势的基本看法是: 需求虽逐步恢复, 但供过于求的局面难以扭转; 原材料和钢材均在中低位价格水平运行; 钢铁企业向上游资源延伸的力度将加强; 行业并购重组明显加速; 行业可能维持低盈利状态。在这种大背景下, 我们认为行业并购重组和行业一体化将是主要的投资主题。本次将重点阐述并购重组状况及投资机会分析。

二、行业并购重组乃大势所趋

钢铁行业发展遭遇困境, 很多钢铁企业经营困难, 这也正是行业大规模并购重组的契机, 并购重组是大势所趋。

长期以来我国钢铁行业大而不强, 其重要原因在于产业集中度过低, 缺乏规模大、综合竞争力强的钢铁企业。回顾世界钢铁企业的发展历程, 四次行业并购浪潮确立了美国、日本、欧洲的钢铁强国地位, 同时也造就了数家具有全球竞争力的钢铁巨头。

美国钢铁大并购 (20 世纪初): 美国钢铁收购了卡内基钢铁公司和其它数百家钢铁公司, 成立了当时世界第一的美国钢铁集团。

日本钢铁并购重组 (20 世纪 60~70 年代): 富士制铁合并东海制铁、八幡制铁、八幡钢管后, 继续收购富士三机钢管, 诞生了钢铁巨头新日铁。

欧洲钢铁并购重组 (20 世纪 80~90 年代): 从国内重组到欧洲范围内重组, 合并组成 5000 万吨产量的钢铁巨头阿赛洛钢铁。

全球范围的钢铁大并购（21 世纪初开始）：阿赛洛、米塔尔、JFE、Tata 等公司在全球范围内并购钢铁企业。阿赛洛、米塔尔合并组成 1.2 亿吨产量的阿赛洛-米塔尔钢铁集团。

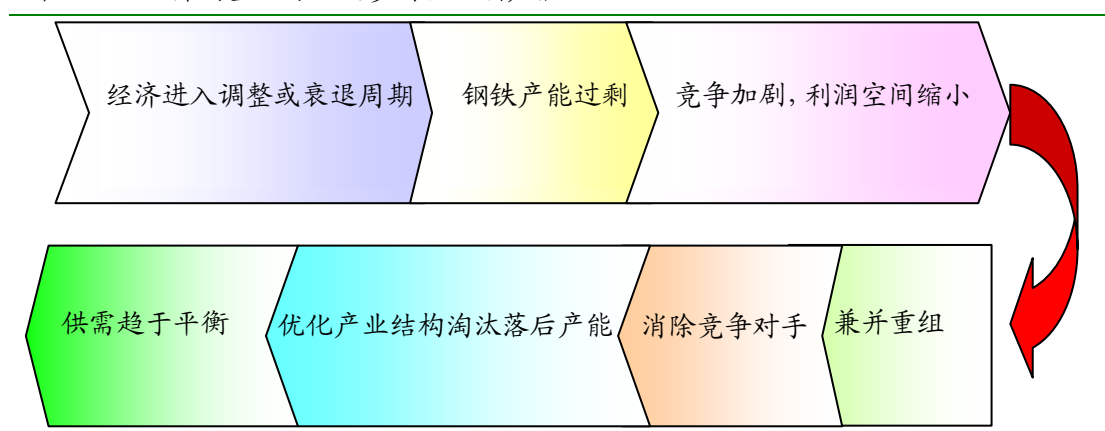
（一）有效的并购重组意义重大

钢铁行业有效的并购重组意义重大，是我国钢铁行业做大做强、培养世界竞争力企业的必由之路。

1. 有效地消化过剩产能

目前我国钢铁产能明显过剩，在利益驱动下淘汰落后产能进展缓慢，我们认为只有通过行业并购重组，在可控框架内才能真正淘汰落后产能，从而逐步达到新的供需平衡状态。

图 13：企业并购重组可以逐步消化过剩产能



数据来源：广发证券发展研究中心

2. 快速提高产业集中度

产业集中度体现钢铁行业竞争力的重要指标，目前日本钢产量 CR4 为 73.3%，韩国钢产量 CR2 为 82%。

我国约有粗钢生产企业近 500 家，生铁生产企业 1000 家左右，钢材生产企业接近 2500 家，钢铁产业集中度相对较低。2004 年，我国粗钢产量 CR10 为 36.23%，2005 年下降至 35.49%，2006 年升至 37.56%，2007 年又降至 36.79%。随着行业并购重组显著加快，2008 年粗钢产量 CR10 已达到 44%，我们认为 2010 年 CR10 达到 50%，2020 年 CR10 达到 70% 的产业集中度目标可以实现。

3. 可优化生产力布局

目前我国钢铁行业生产力布局不合理，钢铁产能在区域、省份之间分布不合理，钢厂主要集中在华北、东北、华东、华中，内陆钢厂多、临海钢厂少。

行业大规模重组中，企业兼并重组和搬迁改造相结合，既可改善企业原来所在地的城市环境，又可以推进生产力布局向拥有综合资源优势和沿海沿港区域转移；新组建的企业竞争力和经济效益不断提升，可带动当地区域经济发展，促进东、西部地区协调发展。

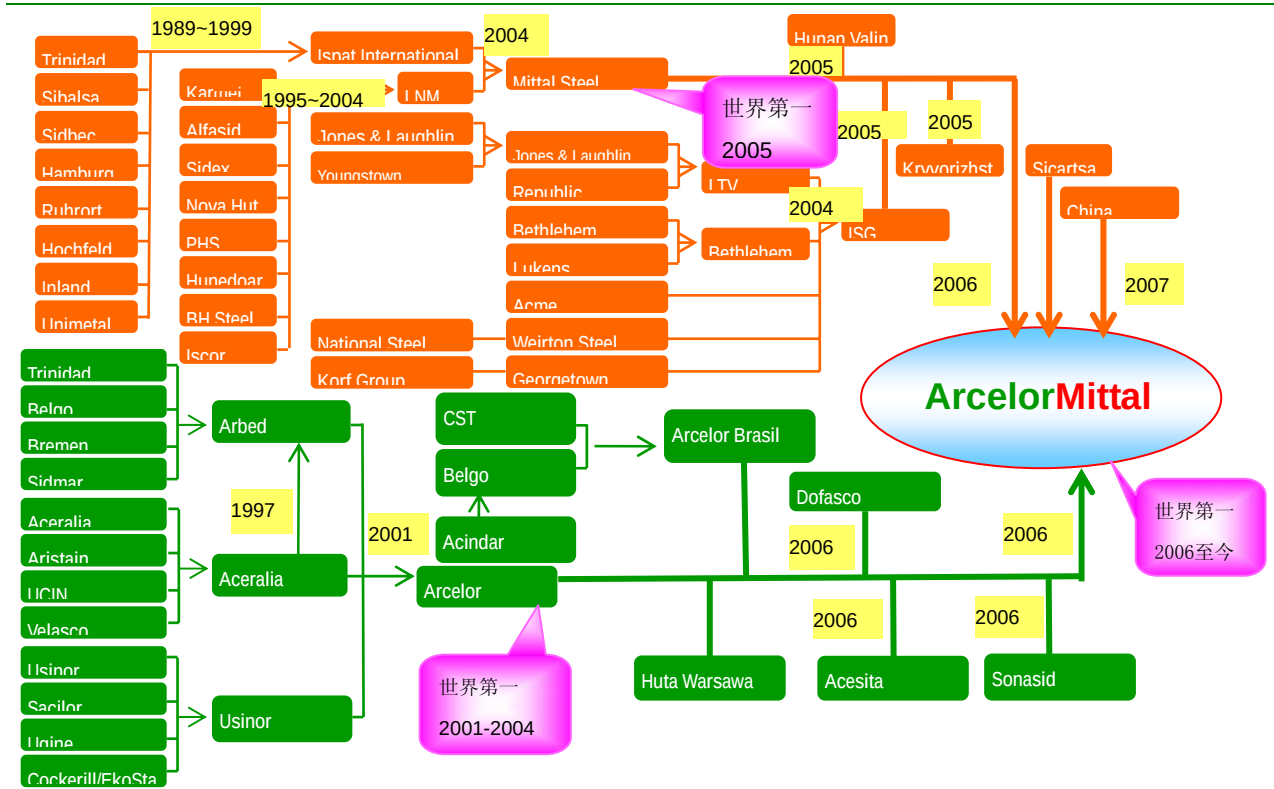
大型钢厂可在更大范围内合理配资源置，深化专业化分工合作，优化企业物流、资金流和信息流，实现企业经营生产的专业化、规模化、柔性化相结合。

4. 提高企业综合竞争力

(1) 钢铁企业得以迅速成长

并购重组可使资源、市场迅速向企业聚集，是钢铁企业最快捷、成本较低的扩张模式，国内最具竞争力的钢铁企业宝钢集团的快速发展就得益于此。从世界范围来看，处于世界前列的钢铁公司多为兼并重组而来，最具代表性的企业就是全球钢铁第一巨头——阿赛洛-米塔尔钢铁集团。

图 14：并购重组造就了阿赛洛-米塔尔钢铁集团



数据来源：ArcelorMittal、广发证券发展研究中心

(2) 可提高企业对上下游行业议价能力

钢铁的上下游行业通过并购重组率先获得较高的产业集中度，而目前全球钢铁行业集中度过低，钢铁行业在原材料和钢铁产品上缺乏定价权。

目前在上游铁矿石行业中，排名前三位的矿山公司占据国际铁矿石贸易量的 70%。下游产业中，目前世界六大汽车制造商全球集中度达 70% 以上，前 20 位汽车制造厂家占据了世界汽车产量的 96%。

我国是全球最大的铁矿石消费国，而在国际铁矿石谈判中长期处于弱势地位，这固然有资源稀缺性的影响，但矿石供应商的高产业集中度和我国钢铁企业的低集中度也是重要的影响因素。通过并购重组，钢铁企业做大做强后，对上下游行业的议价能力也随之增强。

(3) 企业彰显规模经济和协同效应

企业通过有效的并购重组，一方面能够利用规模效应降低成本、提高市场占有率、增大市场影响力，从而在竞争中占据有利地位。另一方面企业并购后通过有效整合可产生巨大的协同效应，能够实现资源共享和合理配置资源，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，从而提高企业综合竞争力。

（二）我国钢铁行业并购重组事件回顾

我国钢铁行业并购重组大致可以分为三个阶段,经历了从准兼并到兼并,从救济式兼并到战略式兼并,从不成熟兼并到较规范兼并,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。

1. 初步探索阶段（1997 年~1999 年）

该时期是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,重组方式为中央或地方国有企业之间的资产划拨调整。该阶段尚处于并购重组的初步探索期。

表 1: 我国钢铁行业并购重组初步探索阶段发生的重要事件

时间	并购重组事件	类型
1997 年	邯钢集团重组舞钢	跨省
	湘钢、涟钢、衡钢合并为华菱集团	省内
1998 年	太钢整合临钢	省内
	宝钢整合上钢、梅钢	跨省

数据来源: MRI、我的钢铁网、广发证券发展研究中心

2. 缓慢推进阶段（2000 年~2005 年 7 月）

该阶段的钢铁行业并购重组以政府主导为主,港资和民营企业开始参与进来,但此阶段的重组力度不够,由于钢铁企业数量增加,钢铁产量快速增长,行业集中度反而降低了,该阶段属于缓慢推进期。

表 2: 我国钢铁行业并购重组缓慢推进阶段发生的重要事件

时间	并购重组事件	类型
2000 年~2005 年 7 月	武钢整合襄钢、鄂钢	省内
	攀钢整合成钢、长钢、成都无缝钢管厂	省内
	国丰、银丰、新丰钢铁合并（中港合资）	省内
	大钢、抚钢、北满特钢合并为东北特钢	区域内跨省
	首钢收购水钢 34.56%股份	跨省
	中信泰富收购湖北新冶钢	跨省
	复星集团收购南钢	跨省

数据来源: MRI、我的钢铁网、广发证券发展研究中心

3. 快速推进阶段（2005 年 8 月~至今）

2005 年钢铁产业政策颁布后,行业并购重组加速,该阶段政府引导与市场结合,国企、民企、外企均积极参与,除了省内、区域内国有企业重组外,还有跨区域、跨行业、跨国界、跨所有制的联合、并购和重组,既有横向重组也有纵向并购。兼并重组方式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。

2008 年广东钢铁集团、广西钢铁集团、山东钢铁集团、河北钢铁集团的成立掀起了行业并购重组的高潮。

2009 年,国内钢铁企业并购重组面临着新的机遇。从市场环境方面

来看，2009 年是进一步开展并购重组的良好时机。从世界钢铁工业的发展历程来看，行业低迷是大规模并购重组的重要驱动因素，20 世纪发生在美国、日本及欧洲的三轮钢铁并购整合潮中，钢铁行业低迷，景气度下降就是最直接的驱动力。2008 年在全球金融危机的冲击下，钢铁行业市场需求低迷，企业经营压力增加，这一状态在 2009 年仍将持续，国内钢铁企业的压力将越来越大，寻求并购重组将成为企业渡过危机的重要选择。政策环境方面，2009 年推出的钢铁产业振兴规划中核心内容就包括加快推进钢铁行业并购重组，振兴规划细则也突出体现了对行业并购重组的支持，因此未来并购重组的力度将会进一步加大。

表 3: 我国钢铁行业并购重组快速推进阶段发生的重要事件

时间	并购重组事件	类型
2005 年	鞍钢、本钢合并为鞍本集团	省内
	米塔尔收购华菱钢铁 37.17%股权	跨国中外合资
	中信泰富收购石家庄钢铁集团	跨省
	武钢柳钢联合公司成立	跨省
2006 年	唐钢集团整合宣钢、承钢	省内
	马钢收购合钢	省内
	沙钢收购淮钢	省内
2007 年	宝钢重组八钢	跨省
	京唐钢铁项目启动	跨省
	宝钢、邯钢合资成立邯宝钢铁公司	跨省
	武钢重组昆钢	跨省
	复星集团重组海钢	跨省
	酒钢与 IMR 成立合资公司	跨国中外合资
	沙钢收购安阳永兴钢铁	跨省
	沙钢收购江苏永钢集团	省内
	五矿集团收购营口中板厂	跨省
	阿赛洛-米塔尔收购东方集团 28%股权	跨国中外合资
	太钢、天津钢管组建天津太钢天管不锈钢厂	跨省
2008 年	武钢、柳钢联合重组成立广西钢铁集团	跨省
	宝钢主导成立广东钢铁集团	跨省
	济钢、莱钢合并成立山东钢铁集团	省内
	唐钢、邯钢联合成立河北钢铁集团	省内
	攀钢集团收购西昌新钢业	省内
	复星集团收购天津钢铁集团 47.5%股权	跨省
	鞍钢开始重组攀钢系	跨省
	鞍钢重组天铁钢板厂	跨省
	唐山成立渤海、长城两大民营钢铁集团	省内
	沙钢收购江苏鑫瑞特钢 51%股权	省内
	俄罗斯 Evraz 收购德龙控股部分股权	跨国中外合资
2009 年	宝钢收购宁波钢铁 56.15%股权	区域内跨省

数据来源：MRI、我的钢铁网、广发证券发展研究中心

（三）并购重组中面临的问题

1. 企业管辖关系复杂，在体制上存在障碍

规模较大的钢铁企业大多为国有企业，这些钢铁公司是行业并购重组的重点目标，同时国有企业管辖关系复杂，并购在体制上存在较大的障碍，这是并购重组面临的首要问题。

我国国有资产分央属、省属、市属国资，政府对企业生产经营有仍很大影响力，重组涉及中央企业与地方企业的复杂问题，如果是跨区域、跨省市、跨所有制并购，出资人难以到位，实质性资产重组更是困难重重。

在钢铁企业并购重组中，特别是跨地区、跨所有制的联合重组，依然面临着各种各样的障碍和困难，在企业产权制度、管理体制、财税制度、劳动人事与社会保障制度等方面还有很多问题需要解决。

我们希望借助钢铁产业振兴规划的东风，国家相关部门能加快推进钢铁企业跨地区、跨所有制联合重组的工作力度，及时出台相关的政策措施，创造跨区域、跨所有制联合重组的有利条件。

2. 区域防御性并购阻碍市场化并购进程

2008 年的并购重组中，区域内非市场性并购行为较多，且规模也很大，这在钢铁生产大省的河北和山东体现得最为充分。山东钢铁集团、河北钢铁集团等地区性大规模钢企的成立，既增加了宝钢、武钢及鞍钢等传统大型钢企的市场竞争压力，给了他们加快并购重组步伐的动力，但同时也压缩了传统钢铁龙头企业进一步开展大规模并购重组的空间，区域内重组本身就具有一定的防御性色彩，传统大型钢企要想对这类企业进行跨区域的并购重组，难度就非常大。最近宝钢可能退出邯宝钢铁联合公司，这可能正是受到河北钢铁集团的阻力，为此宝钢不得不放弃重组河北钢厂计划。

各地方政府出于对自身利益的保护，为了避免被钢铁龙头企业收购，除已进行区域内大规模重组的山东、河北以外，其它省市也有可能考虑进行区域内防御性重组，2008 年 11 月份报道称江西省也在考虑推进省内钢企的重组，其它省份也可能先下手为强重组本省钢铁企业，这势必阻碍整个行业并购重组的进程。

区域内重组的增多，尤其是规模较小的重组并不能有效提升集中度，反而会造成市场割据，并使进一步并购重组难度加大。

3. 外资钢铁企业对国内钢铁企业的冲击

外资钢铁企业不拥有技术、资金、管理等优势，同时还具有丰富的市场经营和资本运作经验，外资将是中国钢铁企业兼并重组进程中日趋突出的强势力量，他们将对国内的钢铁企业的并购重组产生冲击。

外资钢铁主要通过以技术和资金换股权、收购海外上市民营钢铁企业、合资办厂等方式渗透到国内钢铁企业。目前发生的较大规模外资收购国内钢铁企业的案例有 4 件。

（1）米塔尔收购华菱钢铁

2005 年 1 月，当时世界第一大钢铁公司米塔尔集团与湖南华菱集团签订股权转让协议：华菱集团将所拥有的华菱管线 74.35% 的国有法人股权中的 37.17% 转让给米塔尔钢铁公司，共计转让股份 6.5625 亿股，转让

总金额达 25.99 亿元人民币。按此协议，股权转让完成后，米塔尔和华菱集团将并列成为华菱管线的第一大股东。此后，由于国内钢铁行业新政策明确规定外商不能控股国内钢铁企业，并购双方重新谈判，米塔尔同意其购入的股权减少 0.5%，以 1% 的股权差距屈居华菱管线第二大股东。2005 年 10 月，湖南华菱钢铁集团正式将华菱管线 36.67% 股份过户给米塔尔钢铁公司。这是第一起外资成功并购国内钢铁企业的案例，从此国内钢铁企业门户大开，外资钢铁企业开始进军国内。

（2）欧亚工业财团与酒钢合资

2007 年 8 月 18 日在哈萨克斯坦首都阿斯塔纳举行的中哈两国政府经贸合作签字仪式上，公司控股股东酒钢集团公司与欧亚工业财团签署了《共同出资组建中外合资企业的框架性协议》。根据该协议，酒钢集团与欧亚工业财团拟共同出资成立中外合资企业。酒钢集团拟以全部钢铁主业和相关土地、矿山等资产以及所持有的酒钢宏兴股权、酒钢集团榆中钢铁有限责任公司股权出资，国际矿产资源公司以现金出资，共同组建合资公司。酒钢集团和国际矿产资源公司在合资公司中的持股比例分别为 51% 和 49%。欧亚工业财团承诺以市场公允价格向酒钢集团以及未来合资公司稳定供应球团矿和铁精矿产品；待欧亚自然资源公司在完成上市后，将根据哈萨克斯坦的法律要求研究以矿山作为投资的可能性，同时合资公司将择机参与哈萨克斯坦铁矿和其他境外资源的开发和利用。

（3）阿赛洛-米塔尔收购东方集团

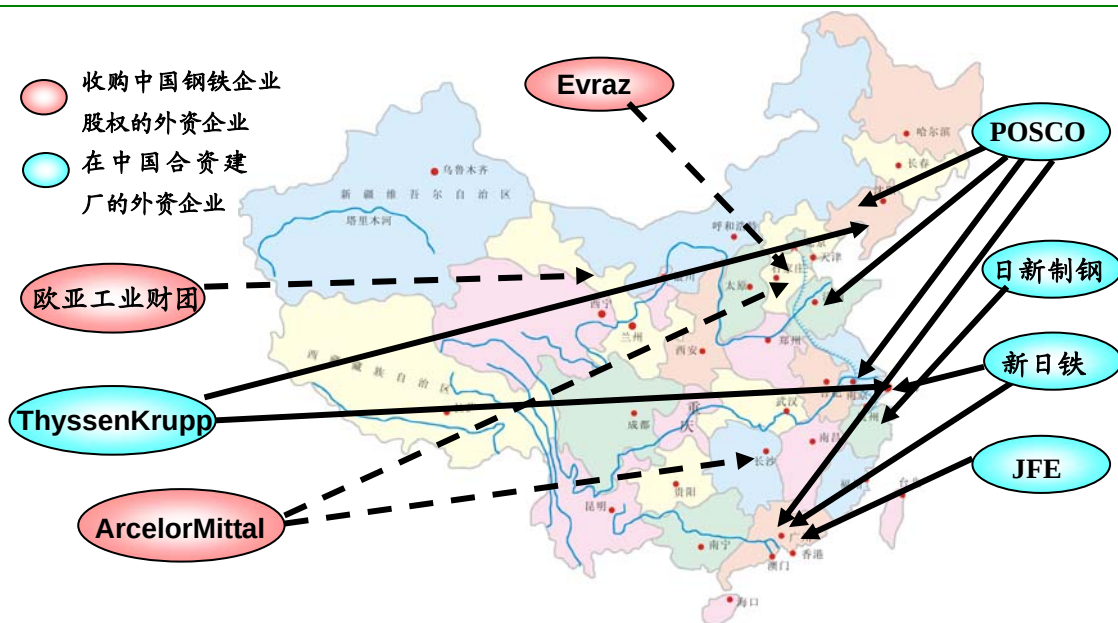
2007 年 10 月，全球最大钢铁公司阿塞洛-米塔尔与陈宁宁签订协议，向其收购中国东方集团（0581.HK）约 28% 股权，成为该公司第二大股东，收购总代价 6.47 亿美元。此次收购每股作价约 6.15 港元，较中国东方停牌前收市价 5.4 港元溢价约 13.95%。交易完成后，阿塞洛-米塔尔将成为中国东方第二大股东，持股量仅次于该公司主席韩敬远。2007 年 11 月，在拿到中国东方集团控股有限公司 28% 的股权后，阿塞洛-米塔尔再次增持中国东方集团股权约 13.2 亿股，掌控东方集团 73% 的股权。这是外资第一次在中国实现控股钢铁企业。

（4）俄罗斯 Evraz 收购德龙控股

2008 年 2 月俄罗斯第二大钢铁企业 Evraz 集团入股新加坡上市的中国民营钢铁企业德龙控股 10% 的股份，收购的每股作价为 3.9459 新加坡元，并附带增加持股比例至 51% 的有条件选择权。如果行使这一选择权，Evraz 将有可能进一步收购德龙控股有限公司 51% 的股权，从而间接控股中国数家民营钢企。目前政府尚未批准 Evraz 收购德龙控股 51% 股份的并购案。德龙控股是一家新加坡上市公司，主要从事矿产资源开发、钢铁生产、钢铁贸易等，旗下主要钢铁主业德龙钢铁是国内中宽带钢的领军企业。

外资对进军中国钢铁行业“野心勃勃”，阿赛洛-米塔尔曾欲收购八一钢铁、包钢、莱钢等公司，幸有政府和钢铁龙头企业的干预才未能如其愿。然而，外资收购案很多都是发生在海外上市的民企身上，都是通过海外资本市场直接收购股权，这难有应对办法。目前国家钢铁产业政策对于外资从香港或者新加坡等股票市场收购我国民营钢铁企业股权尚无明确限制，因此，这样的收购行为也难以被阻止。

图 15: 外资钢铁企业加紧对我国钢铁行业的渗透



数据来源: MRI、广发证券发展研究中心

4. 并购重组后的后续整合难度较大

钢铁企业在并购重组后,如何整合和优化资源配置,发挥协同效应,如何进一步聚敛和培育核心竞争优势也是一道难题。如果整合不当,企业并购之后可能出现一些不良现象:被并购企业管理层及普通员工的承诺和奉献精神下降造成被并购企业生产力降低;关键的管理人员和员工逐渐流失;客户基础及市场份额遭到破坏。

在后续整合过程中面临的主要问题有:不同企业文化如何融合;如何合理安置被收购企业员工;如何提高被收购企业的管理和技术水平;如何进行生产运作体系革新;被收购企业生产设备是否需要更新;如何对接和完善销售体系等。

我们认为只有在产品研发、生产技术、管理水平、市场销售、资本运作、并购整合经验等方面具有明显优势的钢铁龙头企业才具备较强的后续整合能力。

(四) 并购重组前景展望——龙头企业唱主角

目前我国钢铁行业仍处于严冬,正值并购重组的良机,行业并购重组的脚步将进一步加快。依照目前的趋势判断,预计到2015年(十二五计划末期),我国钢铁行业可能出现“四大天王”(宝钢、武钢、鞍钢、沙钢)和“两大金刚”(河北钢铁集团、山东钢铁集团),它们的产能均有望达到5000万吨以上,6家钢铁巨头产能可能达到全国的一半,2020年钢铁行业CR10为70%的目标完全可以实现,甚至可能提前实现。

宝钢系——全面开花的并购重组王者

宝钢是我国钢铁行业并购重组的王者,也是国内最具全球竞争力的钢铁企业。公司并购战略是立足华东,重点布局华南、西北,力争全面开花。目前宝钢集团已将上钢、梅钢、八一钢铁、广东钢铁集团(韶钢、广钢)、

宁波钢铁收入囊中，未来公司可能以西北、华南为两翼，逐步对华东区形成围拢之势，进而重点整合华东区钢厂，包钢、杭钢、安阳钢铁、马钢、南钢、新钢都有可能进入宝钢的视野。目前集团钢铁产能约 4000 万吨（含宁波钢铁 400 万吨），预计到 2015 年宝钢已整合主要的目标公司，它将成为国内唯一一个产能突破 1 亿吨的钢铁巨人。（西北区 1000 万吨，华东区 7000 万吨，华南区 2000 万吨）

武钢系——夯实华中区，挺进大西南

武钢系在并购重组方面较为低调，但未来潜力较大。公司先后并购重组了襄钢、鄂钢、昆钢、广西钢铁集团（柳钢），未来公司将继续整合华中区、西南区钢厂，潜在目标有重庆钢铁、华菱钢铁、华中区中小钢厂。预计 2015 年产能最大可达到 7000 万吨。（华中 4000 万吨，西南区 3000 万吨）

鞍钢系——立足大东北，搅局西南区

鞍钢系在并购重组中走的较为艰难，鞍本集团成立于 2005 年，但目前尚未完成实质性整合，并购攀钢系仍有不确定性，但我们认为随着国家对行业重组支持力度的加大，鞍钢重组有望取得新进展。公司未来可能重组吉林通化钢铁并整合东北区中小钢厂，同时在西南区整合攀钢，这对武钢的大西南战略有较大的干扰。预计 2015 年公司产能将达到 6000 万吨。（东北 5000 万吨，西南攀钢 1000 万吨）

沙钢系——并购大军中的黑马

沙钢集团在并购重组中稳扎稳打，有望成为黑马，其民营钢铁第一巨头的地位也将得到加强。公司先后收购了淮钢、永兴钢铁、永钢集团、鑫瑞特钢，未来可能继续重组本省及华东区中小钢厂，预计 2015 年左右产能可能达到 5000 万吨，成为钢铁行业重要的一极。（本部 3000 万吨，其它收购 2000 万吨）

河北钢铁集团——最大限度整合省内钢铁资源

河北省是我国钢铁企业最多的省份，河北钢铁集团由宣钢、唐钢、邯钢、承钢组成，河北钢铁集团属于区域防御性并购重组，公司合并不久，集团便组建了新的领导班子，重组进展较快，预计公司将进一步并购省内其他中小钢铁企业，2015 年可能达到 5000 万吨的产能。（唐钢、邯钢、承钢 3500 万吨，其它收购 1500 万吨）

山东钢铁集团——莱钢、济钢、日照钢铁三剑合璧

山东也是我国钢铁大省，山东钢铁集团由莱钢、济钢合并而成，产能已突破 3000 万吨，公司还将积极重组民营钢铁巨头——日照钢铁，省内其它中小钢厂也是潜在发展目标。预计未来钢铁产能也将达到 5000 万吨。（济钢、莱钢 3000 万吨，日照钢铁 1000 万吨，其它收购 1000 万吨）

外资钢铁企业——虽已磨刀霍霍，但难有大作为

外资企业觊觎我国钢铁行业已久，国外钢铁巨头早已磨刀霍霍，且在钢铁并购重组中取得了一些成果，但国家出台了一些限制外资钢铁企业并购的政策，如外资企业不得控股大中型国有钢铁企业等。外资企业并购民营钢铁企业也面临诸多障碍。今后国家对外资企业的并购行为可能会有更多限制，外资钢铁企业在华并购难有大的作为。

表 4: 各大钢铁企业并购重组规划展望

	已并购重组	未来发展目标
宝钢系	上钢、梅钢、八一钢铁、广东钢铁集团(韶钢、广钢)、宁波钢铁	包钢、杭钢、安阳钢铁、马钢、南钢、新余钢铁
武钢系	襄钢、鄂钢、昆钢、广西钢铁集团(柳钢)	重钢、华菱钢铁、华中中小钢厂
鞍钢系	本钢、天铁钢板厂、大连轧钢厂	攀钢、通化钢铁、东北中小钢厂
沙钢系	淮钢、永兴钢铁、永钢集团、鑫瑞特钢	省内、华东中小钢厂
河北钢铁集团	宣钢、唐钢、邯钢、承钢	省内中小钢厂
山东钢铁集团	济钢、莱钢	日照钢铁、省内中小钢厂

数据来源: MRI、广发证券发展研究中心

三、并购重组酝酿投资机会

(一) 两种并购重组模式分析

通过对全球钢铁行业并购重组事件进行分析,可将这些事件分为两种并购重组模式: 市场导向和政府导向模式。

1. 市场导向的并购模式

国外钢铁行业重组实行高度市场化运作,阿赛洛-米塔尔、塔塔等国际钢铁巨头就是以市场为导向,在全球范围内整合钢铁资源。

这种并购模式有明显的优越性。如重组效率高: 在国外的市场化运作下,体制性障碍少,市场导向的并购模式重组效率高,这有利于降低并购成本、把握市场先机。该模式的后续整合难度也相对较小: 在市场体系下,并购重组的企业之间大多为“两情相悦”,双方整合积极性高,主导企业一般都拥有丰富的并购重组经验。市场导向的并购行为有可明显提升企业综合竞争力: 企业通过市场化并购重组可以快速成长实现规模经济,提高产业链控制能力,发挥协同效应合理配置资源。

但是我国目前并没有真正意义上以市场为导向的并购模式,即便是宝钢、武钢等龙头企业的并购事件也依赖于国家产业政策导向和政府的大力支持,而其它防御性合并更是与市场导向相去甚远。

2. 以政府为主导并购模式

以政府为主导的并购模式是我国钢铁行业的主要并购模式,这也是我国基本国情所决定的。但单纯以政府为主导的被动防御型并购并不可取,如区域性钢铁联盟,这该模式存在种种弊端。

(1) 重组成功的比例低

我国钢铁行业并购重组是“国进民退、大鱼吃小鱼”的政策导向,1997至今国内钢铁行业共发生并购重组案例60余件,规模较大的也有40余件,而取得实质性进展的仅20件左右,可见重组成功的比例较低。众所周知的鞍本合并早在2005年就已开始,但目前尚未实现实质性整合。

（2）整合难度大

最近出台的钢铁产业振兴规划明确指出，要努力实现鞍本集团、广东钢铁集团、广西钢铁集团、河北钢铁集团和山东钢铁集团的产供销、人财物统一管理的实质性重组，也表明政府主导的兼并重组，资源整合是很难的，这种“撮合婚姻、拉郎配”在今后达到和谐有较大难度。

（3）互补性不强

钢铁企业重组后必然进行产能合并，多数企业产品结构相近、市场地位重合，这样将加重产品同质化，显然互补性不强，甚至产生内耗。此外，钢铁企业自身产能未有效释放，又去兼并其他钢铁企业，可能会出现规模不经济现象。如果被兼并钢厂技术水平、产品质量、人员素质没有根本性改变，企业竞争力不但得不到提升，甚至可能下降，并购也就失去意义。

我们认为在国内钢铁行业并购模式不可能一蹴而就完全实现市场化，目前情况下，没有政府的扶持，单靠市场化运作很难推进跨区域的实质性重组，而单纯的政府主导又有种种后遗症。因此采用“市场化与政府干预相结合，逐步过渡到市场化”的模式较为可行。宝钢重组上钢、梅钢、八一钢铁；武钢重组襄钢、鄂钢、昆钢等都是较为成功的先例。

（二）重点关注的投资机会

虽然我国钢铁行业并购重组尚不能实现高度市场化，但部分企业仍将明显受益于本轮并购重组浪潮，有三类上市公司具有良好的投资价值，值得重点关注。

1. 看好被钢铁龙头收购的特色型企业

这类公司一方面有自身的特色：它们大多是区域内重要的钢铁公司，有一定区位优势；均服务于周边市场，区域钢材需求较为稳定；有部分建材产能，受益于四万亿投资；都能得到当地政府的优惠政策。

另一方面公司被龙头整合后将明显受益：先进企业可在技术、管理、人才、资金等方面支持被收购企业；纳入整体采购、产销体系后，可降低成本、拓宽市场；可共享先进企业品牌效应；在行业不景气时更易生存。

重点公司有：八一钢铁、韶钢松山、柳钢股份、酒钢宏兴。

2. 互补性强的区域并购企业不容忽视

虽然我们对区域防御性并购较为看淡，但公司基本面良好、且互补性强的区域并购仍然值得关注。

最具代表性的公司为山东钢铁集团旗下的济南钢铁、莱钢股份。

济南钢铁主要生产板材，其中厚板市场占有率居全国第一位，莱钢主要生产型钢和建筑用钢。两者在各自经营领域有很强的竞争力，且产品结构、技术水平高度互补。未来整合效应发挥将受益良多。

3. 中长期关注终极受益的龙头企业

在行业并购重组中，终极受益者将是龙头钢铁企业。他们可以将自己的先进技术、管理输入被并购企业后，经过一段时间磨合，就可能产生良好的综合效益，既能实现企业的快速发展，又能提高综合竞争力。但由于龙头企业并购主要在集团层面运作，但我们认为股份公司也将逐步受益，因此可以中长期关注龙头企业的期价值。

重点公司为三大龙头企业：宝钢、武钢和鞍钢。

四、投资建议

目前钢铁供需关系持续恶化，钢材价格反弹乏力，行业盈利能力大幅下滑，钢铁行业基本面依然非常困难，这正是行业并购重组的良机，并购重组也将是行业不可多得的投资亮点。虽然并购重组的实质性运作困难重重，但行业整合是大势所趋，在国家政策大力支持下，并购重组有望加速推进。鉴于行业尚未明显好转，我们对行业继续维持“持有”评级。

就上市公司而言，可重点关注自身基本面良好，并购重组较为确定的上市公司。主要包括引领并购潮流的龙头公司：宝钢、武钢、鞍钢股份；受益于大钢厂并购的区域特色钢铁公司：八一钢铁、韶钢、柳钢、酒钢；技术、产品高度互补的区域并购企业：济南钢铁、莱钢。

由于柳钢股份、八一钢铁、济南钢铁目前估值压力较大，给予“持有”评级，其它重点公司给予“买入”评级。

表5：重点上市优劣势分析

	主要产品	优势	劣势
宝钢股份	热轧板、冷轧板 宽厚板、不锈钢 特钢、硅钢	产能扩张潜力大，规模效应明显； 板材国内技术最高，产品结构最优； 下游客户稳定，直供比例 80%； 估值水平低，PB 小于 1； 分红稳定	不锈钢、特钢长期亏损
武钢股份	硅钢片、热轧板 冷轧板、中厚板 线棒材、重轨	硅钢竞争力国内最强，盈利有保障； 产能扩张迅速，规模效应明显； 下游客户稳定，产品直供比例 70%； 分红稳定	普碳钢产品档次不高
鞍钢股份	热轧板、冷轧板 宽厚板、重轨 硅钢、线材 无缝管	集团稳定供矿； 产能扩张潜力大，规模效应明显； 普碳钢板材产品、技术全国第二； 下游客户稳定，产品直供比例 70%； 估值水平低，PB 小于 1； 分红稳定	缺乏优势明显的拳头产品
韶钢松山	线材、螺纹钢 中厚板	华南钢铁龙头，区位优势明显； 受益于大规模基础设施建设； 得益于宝钢并购重组； 估值水平低，PB 小于 1	产品档次总体不高
酒钢宏兴	线材、棒材 中板、热轧板	西北钢铁龙头，区位优势明显； 受益于大规模基础设施建设； 未来受益于欧亚工业财团并购重组； 注入了集团优质资产	产品档次总体不高
莱钢股份	普钢、型钢 优钢	较强的集团整体上市预期； 得益于山东钢铁并购重组； 高分红承诺	产品档次总体不高
济南钢铁	中板、宽厚板	国内最大的中厚板生产基地	估值压力大，PB 接近 2 倍

	螺纹钢	集团钢铁主业已成功整体上市； 得益于山东钢铁并购重组； 受益于大规模基础设施建设；	
柳钢股份	线材、棒材 中板、小型材	西南钢铁龙头，区位优势明显； 受益于大规模基础设施建设； 得益于武钢并购重组； 未来集团钢铁资产注入较为确定	产品档次总体不高 估值压力大，PB 高于 2 倍
八一钢铁	线材、棒材 型材、特钢 热轧带钢	新疆钢铁龙头，区位优势明显； 受益于大规模基础设施建设； 得益于宝钢并购重组； 未来集团钢铁资产注入较为确定	产品档次总体不高 估值压力大，PB 接近 2 倍

表6：重点上市公司业绩预测及投资建议

名称	股价	EPS			PB			投资建议
		2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
宝钢股份	5.40	0.38	0.32	0.45	0.93	0.91	0.88	买入
武钢股份	5.83	0.72	0.64	0.92	1.42	1.30	1.18	买入
鞍钢股份	7.54	0.47	0.42	0.56	0.90	0.88	0.85	买入
韶钢松山	3.64	(0.85)	0.17	0.30	0.96	0.92	0.86	买入
酒钢宏兴	6.67	0.05	0.15	0.28	1.18	1.16	1.13	买入
莱钢股份	8.52	0.45	0.38	0.52	1.16	1.12	1.09	买入
柳钢股份	4.68	0.01	0.18	0.35	2.42	2.34	2.20	持有
八一钢铁	7.40	0.12	0.20	0.38	1.76	1.72	1.65	持有

数据基准日期：2009年3月10日

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

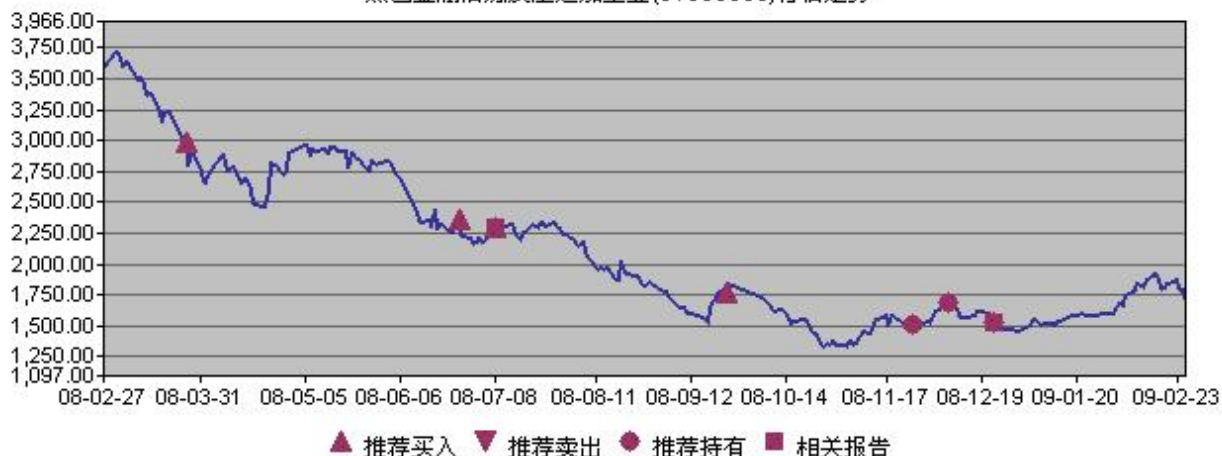
我们认为主要的风险因素包括：

- 1、若宏观经济不能明显改观，钢铁行业下游需求难有改善，同时产能过剩压力大，供需关系失衡，钢材价格可能维持低位震荡；
- 2、国外经济形势严峻，国外很多钢材品种价格已低于国内价格，出口严重受阻，今年钢材出口量可能明显减少；
- 3、2009 年行业盈利能力将继续大幅下滑，可能引发钢铁行业估值中枢继续下移。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

黑色金属冶炼及压延加工业(01030605)行情走势



相关研究报告

钢铁行业 2009 年投资策略

冯刚勇

2008-12-23

广州

上海

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。