

证券研究报告

钢铁



分析师 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC:S0190207100103

联系人: 兰杰

021-3856 5960

lanj@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

河北钢铁行业重组情况调研:

多方借力, 探索重组新模式

2011年1月17日

投资要点

事件: 在市场和政府行为双驱动下, 并购重组在未来一段时间仍会是钢铁行业的主旋律之一。河北钢铁集团自 2010 年 11 月 11 日期陆续收编了 12 家河北民营企业, 掀起了新一轮的区域性行业重组。为此我们于近期走访了河北钢铁行业相关单位, 包括河北钢铁, 河北钢协, 唐山市政府相关机构, 以及部分民营企业, 我们的主要调研结论为:

- 以“渐进式股权融合”方式推进的河北钢铁和民营钢企的并购重组正有序推进, 整合后河北钢铁产能规模已跃升为全国第一。
- 目前来看, “渐进式股权融合”是重组方和被重组方谨慎推进重组的一种折中方案。表面上看, 该方案给市场传递一种民营企业为规避政策风险而寻求庇护的信号, 但在实际操作层面上, 这种模式符合国企民企的不同经营机制和利益诉求, 在实际操作中可行性高, 同时也为后续深度整合提供时间和政策空间。
- 民营钢企主动希望重组是本次重组的一个特点, 结构转型和节能减排压力将持续推升民营钢企重组意愿, 地方政府整合压力适度减缓, 未来整合深度有望加强。十二五期间河北省政府规划有冶炼能力的钢铁企业从目前的 88 家减少到 10 家左右;
- 目前河北钢铁行业的渐进式股权整合仍处在初期阶段, 但我们认为无论从中央或河北政府层面都将持续深化钢铁行业整合, 同时结构转型等深层次因素有望使得政策保持持续性和一贯性, 我们依然看好行业重组带来有利因素, 维持对行业“推荐”评级。

一. 渐进式股权融合后, 河北钢铁集团产能已跃升为全国第一

- 本轮河北钢铁和民营企业的并购重组主要包括: 2010 年 11 月 11 日, 河北钢铁(000709)与 5 家民营钢铁企业签署联合重组协议, 首批整合企业包括河北敬业、唐山松汀、邢台龙海、永洋钢铁、吉泰特钢。重组五家民营钢企以后总产能达到了 5000 万吨级规模。2010 年 12 月 31 日, 河北钢铁集团重组省内的 7 家民营企业(九江线材、燕山钢铁、荣信钢铁、鑫达钢铁、新金钢铁、裕华钢铁和金鼎重工)。
- 12 家被重组民营企业方来自河北省内各主要钢铁区域, 合计钢产能 3380 万吨, 合并后河北钢铁集团钢总产能 8380 万吨左右(加总各成员成员单位产能, 非权益产能), 为国内第一大钢铁企业。

表 1 河北钢铁集团和被并购民营企业产能统计(单位: 万吨)

公司	产钢	内容
河北钢铁集团	5,000	2010 年 1-11 月产钢 4609 万吨，全年预计 5000 万吨。包括宣钢和舞钢产量
河北敬业	550	平山县（石家庄地区）
唐山松汀钢铁有限公司	320	唐山
邢台龙海	500	邢台
永洋钢铁	90	轧制能力，无冶炼能力
吉泰特钢	100	年生产能力 100 万吨优质特钢；中国船用型钢规模最大、型号最全
九江线材	400	唐山
燕山钢铁	360	唐山
荣信工贸	230	唐山
鑫长达钢铁	80	轧制能力；唐山
新金钢铁	350	武安
裕华钢铁	200	武安
金鼎重工	200	武安
合计	8380	

数据来源：兴业证券研究所

二、“渐进式股权融合”有什么意义？

- 本轮重组采取“渐进式股权融合”模式，即河北钢铁以商誉、管理和技术服务等非现金方式出资占各民营企业 10% 股权，民营钢企的经营管理权仍保持独立。
- 河北地区渐进式重组模式的思路是：第一步，河北钢铁集团与民营钢铁企业建立股权投资关系，使民营钢铁企业成为集团成员单位，与集团统一名号，新公司后续发展、技术改造纳入河北钢铁集团总体规划，为深层次兼并重组奠定基础；第二步，逐步探索低成本并购重组方法，对河北钢铁集团在布局和产品结构等方面具有一定互补性的优势民营钢铁企业进行深度整合。
- 目前来看，“渐进式股权融合”是重组方和被重组方谨慎推进重组的一种折中方案。
- 表面上看，该方案传递的仅仅是民营企业为规避政策风险而找大树靠的信号；但在实际操作层面上，这种模式符合国企民企的不同经营机制和利益诉求，在实际操作中可行性高，同时也为后续深度整合提供时间和政策的冗余空间。为此我们也调研了重组中不同参与方的重组动机和目标。

三、不同参与方的利益诉求

3.1 民营钢企：主动希望被重组是本次重组的一个特点

此轮整合众多民企表现较积极，部分民企主动联系河北钢铁集团，或者通过河北钢协、地方政府等洽谈整合事宜。

- **某唐山民营钢企（被重组方）：**公司是唐山市民营钢铁企业，公司具有年产铁 350 万吨，钢 320 万吨的生产能力。2010 年 9 月受国家限电减产影响，公司全年产能利用率仅在 50% 左右，公司希望被重组的动机在于：1. 认为节能减排、淘汰落后产能是个大趋势，环保部门的督察力度加大，并入河钢也能缓解这方面的压力，获得一个生存发展的机会；2. 公司部分产线尚无准生证，担心以后国家层面进行淘汰；3. 行业竞争日趋激烈，市场竞争困难，希望借助河北钢铁的平台在原料采购、产品销售上有所改善。4. 由于银行信贷投向控制，民营钢企未来资金压力大，未来希望由河钢做担保贷款，缓解资金压力，河钢控股 10% 的股权就不用出现金。

3.2 河北钢铁集团：谨慎规划，选择性接收民营钢企

- 按河北省政府规划，河北钢铁将成为未来河北省整合民营企业的主体平台之一，公司方面一方面希望通过该方式扩大企业规模，同时也提升区域性集中度、改善河北供需环境。
- 在与民营企业的重组方面：希望并入河北钢铁旗下的民营企业仍有不少，但公司主要从产能、装备、环保水平等进行综合考虑，对资质较好的民营企业乐意吸纳。
- 公司方面表明将逐步推进实质性的重组，目前是托管模式，在管理经营上有一些联合，在技术方面给予支持，被兼并企业交一些管理费，河钢推荐总经理，需要人员配备，河钢也会派人，内部的采购和营销政策，被兼并企业也可以享受。这都是前期工作，管理层面上的多一些，陆续要深入资产等更进一步渗透。

3.3 河北省政府：细化国家产业政策，拟深度推广省内行业整合

- 钢铁工业是河北第一大支出产业，无论作为二级政府进一步细化国家产业调整政策，还是做强本省钢铁产业的考虑，河北省政府都希望在省内钢铁产业结构调整上有所为。
- 2010年11月初，河北省政府颁布《河北省人民政府关于控制钢铁产能推进节能减排加快钢铁工业结构调整的实施意见》，其中主要观点包括为：
 - ✓ “十二五”期间河北省将培育3至5家具有较强实力和明显竞争优势的大型钢铁企业集团；到“十二五”末，全省有冶炼能力的钢铁企业（集团）减少到10家左右；（目前河北省有冶炼能力的企业大概在88家，产钢100万吨规模以上的企业是41家。原则上，这些企业都要展开重组）。
 - ✓ 力争省内生产规模排名前5位的钢铁企业（集团）钢产量占全省产量的比例由2009年的48%提高到2015年的75%以上。
 - ✓ 省发展改革委要牵头组织对2005年以来建设的钢铁项目进行清理，认真查处越权审批、未批先建、边批边建等行为，依法追究相关负责人的责任。
 - ✓ 将淘汰落后产能纳入政府考核体系，参照《河北省人民政府关于印发节能减排统计监测及考核实施方案和办法的通知》（冀政[2008]50号）规定，对淘汰落后工作进行考核，对瞒报、谎报的要依法依规追究相关人员责任。对具备重组条件不积极参与重组的钢铁企业，不允许其落后产能就地改造，并采取收缩信贷、限制供电等措施，促其退出钢铁行业，确保钢铁产业重组顺利进行。
- 目前河北省已经初步选定了其他几家重组主体，包括长城钢铁、渤海钢铁、新武安钢铁、津西钢铁和纵横钢铁。但河北钢协表示，除河北钢铁外，其它几家企业想成为重组主体必须首先完成自身的整合，未来的重组主体除了河北钢铁外没有定论。

四. 我们需要什么样的钢铁行业整合？

- 相比西方国家市场化为主体，政策推动为辅的钢铁行业整合，中国的政经体制决定了国内钢铁行业整合行政化色彩相对更浓，同时不同参与方的利益博弈将使中国钢铁行业的深度整合可能需要较长的时间跨度，同时各地区钢铁行业的不均衡发展也决定了行业重组模式的多样性，因此行业整合呈现政策多、模式多、时间长等特点。从目前已完成的行业重组模式来看，主要有：
- 政府无偿(部分有偿)划拨。其中包括宝钢对上海地区钢铁企业整合等。对于一些长期经营效益较差，并且本省

缺乏有整合实力企业的省区，地方政府倾向于引进龙头钢企进行改造。这种模式是单纯的行政手段，操作简单快捷。

- 龙头企业主动性收购兼并。包括宝钢整合广东钢铁集团，武钢收购柳钢等。这类整合体现了市场交易原则，收购方以现金或股权方式购买，同时也考虑资源/市场互补等综合因素，并购后往往能形成比较稳定的企业组织并有望长期体现出 1+1>2 的并购优势。当然，这类并购的前提也一定需要被收购方地方政府的政策支持。
- 区域内行政整合。这类整合模式组要发生在钢铁工业发达，企业数量较多的省份例如河北、山东、辽宁等。包括大连钢铁集团、抚顺特钢和北满特钢重组联合为东北特钢集团，河北唐钢、宣钢、承钢组建河北钢铁集团，莱钢、济钢合组山东钢铁集团等。由于被组合企业一般都属于地方国资委，因此推动相对容易，但整合成功的关键在于对资产人员进行重新配置。
- 外资并购。Mittal Arcelor 入股华菱管线是这种模式的典型代表，此外，POSCO 等也分别以合资建厂等方式进入中国市场。这种方式通常比较受地方政府的欢迎，因为它不涉及到地方利税重新分配的问题(而国内其它企业收购则会导致被收购方地方政府利税损失)。但难点是国家对外资的大规模收购审批仍比较严格。
- 战略联盟。这种模式更多地是实际整合前的一种试探性战略。宝钢曾先后和马钢、八一钢铁、太钢等签署战略联盟框架协议，就采购、技术等方面进行合作。
- 渐进式股权整合：河北钢铁集团自 2010 年 11 月 11 日起陆续收编了 12 家河北民营企业，掀起了新一轮的区域性行业重组。

表 2 全球历次重大行业整合

时间	地区	并购情况	行业集中度变化
20 世纪初	美国	J.P.Morgan 吞并 785 家中小企业；合并为 US Steel，成为世界上第一个资产超过 10 亿美元的超级公司	
20 世纪 70 年代	日本	1970，世界排名第六的八幡制铁和富士钢铁公司合并成为新日铁 (Nippon Steel)，一跃成为世界最大钢铁公司。 2001 年 5 月，日本 NKK 与川崎制铁成立 JFE 公司。2006 年，Nippon，住友金属，神户制钢四公司占日本总产量的 75% 以上。	到 2004 年，前 5 家已达 73.3%
20 世纪 90 年代	欧洲	欧盟统一，苏联东欧解体 形成了卢森堡的 Arbed，法国的 Usinor，英国的 Corus，德国的 Thyssen-Krupp，意大利的 RIVA，英国的 LMN(Ispat)	
21 世纪初	美国	1997：伯利恒兼并卢肯斯公司 1999：LTV 钢管制品公司收购澳洲斯莫尔贡位于芝加哥的美国焊管 2002：WL. Ross&Co. LCC 投资公司收购 LTV 公司，组建 ISG 2003：ISG 收购伯利恒 2004：收购威尔顿公司 2003：US Steel 收购 National Steel 2002：Nucor 收购 Birmingham, Trico, Kingman	逐渐形成以 US Steel, Nucor, 和 ISG 为代表的三大钢铁集团，占全国钢铁产量 50% 以上。
21 世纪初	全球	2001，法国齐洛尔、卢森堡阿尔贝德、西班牙等三家企业联合组成 Arcelor，成为当时最大的企业。2004 年，英国 LNM 和印度伊利帕特集团组建 Mittal 钢铁公司，随后 Mittal 于 2005 年 4 月以 45 亿美元成功收购美国国际钢铁集团，成为新的霸主；后又于 2006 年 6 月以 325 亿美元收购 Arcelor 50% 的股权。2007 年 2 月，Tata 收购 Corus。Russia 的 收购美国 Oregon 钢铁公司 95% 以上的钢铁公司	出现 Acelor Mittal 巨无霸企业，但公司产量占全球总产量 1/10

数据来源：兴业证券研究所

五. 投资建议

尽管目前看河北钢铁行业的渐进式股权整合仍处在起步阶段，但我们认为无论从中央或河北政府层面都将持续深化钢铁行业整合，同时结构转型等深层次因素有望使得政策保持持续性和一贯性，我们依然看好行业重组带来有利因素，主要包括：a. 未来新增产能的规划和投放相对有序，对这个行业相对有利。b. 采购和销售端：尽管

难以获得较大的议价能力提升，但区域性的采销价格会由于竞争者减少而相对稳定；c. 协同效应（采购、物流、销售等方面的整合）从成本端降低企业开支。我们维持对行业“推荐”评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。