

从宝鞍合并传闻议钢铁未来逻辑

——钢铁行业 事件点评

2018年11月21日

看好/维持

钢铁

事件点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031

事件：

11月19日宝钢股份晚间公告称戴志浩向董事会提出辞去公司第七届董事会董事长、董事职务以及在第七届董事会中的其他职务。随后中组部有关干部局负责同志宣布：戴志浩同志任鞍钢集团有限公司董事、总经理、党委副书记。21日据彭博消息称，中国正计划对宝武和鞍钢集团进行合并重组，以达到政府设下的未来几年行业集中度目标和宝武集团自身的产量目标。在消息面刺激下，今日下午开盘鞍钢股份涨幅一度高达7.8%，宝钢股份涨幅2.5%。

观点：

1. 我国钢铁产业集中度亟需提升，“央企试点+国企推广”是现实路径

我国是制造业大国，钢铁行业是制造业的基础性产业，而我国钢铁产业集中度自2010年以来持续下降，至2015年达到最低点，CR10仅为34%，极大的削弱了钢铁行业在产业链的地位和盈利能力，不利于钢铁行业的长期健康发展。由于我国钢铁行业以央企、地方国企为主，涉及利益方相对复杂，难以按市场化路径自发的进行兼并重组。因此，2016年9月工信部发布的《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》，指出钢铁产业兼并重组分三步走：第一步到2018年，以去产能为主；第二步2018年-2020年，完善兼并重组的政策；第三步2020年-2025年，大规模推进钢铁产业兼并重组。**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家-4家、4000万吨级的钢铁集团6家-8家的钢铁集团。随着钢铁行业行政化去产能的逐步退出以及环保限产效果边际趋弱，兼并重组将成为供给侧改革的重要举措，有利于效率提升，产业协同。从实施路径看，由于央企统归国务院国资委管理，操作层面能比较易于实现，随后在地方国企中逐步推广。**

2. 2020年粗钢产能有望重组压缩至10亿吨以下

2016年11月工业和信息化部发布《钢铁工业调整升级规划（2016-2020年）》，宣布“十三五”期间要化解钢铁过剩产能1亿-1.5亿吨，2020年粗钢产能10亿吨以下，产能利用率提高至80%，前10家钢企产业集中度达到60%。**根据指导意见，到2020年若按照4家8500万吨体量钢企和6家4500万吨钢企中性粗略计算，前10家钢企粗钢产能将达到6亿吨，按上述60%集中度计算，全国总的粗钢产能将压缩至10亿吨。同时我们预计粗钢需求量将逐步回落，初步测算2019年需求回落至8.8亿吨，2020年需求量为8-8.5亿吨，届时，全行业粗钢产能利用率将维持在80%以上，行业有望实现长期健康发展。**

3. 龙头企业有望充当钢铁行业合并重组的急先锋 马太效应越发明显

2016年6月27日，宝钢股份、武钢股份发布停牌公告：宝钢集团与武汉钢铁（集团）公司正在筹划战略重组事宜。2017年2月27日，宝钢股份换股吸收合并武钢股份，成为全球领先的特大型钢铁联合企业。合并后的宝武集团粗钢产能达到6640万吨，位居世界第二，仅次于欧洲安塞洛米塔尔（9700万吨），超越日本新日铁住金和韩国浦项制铁。**假如再合并鞍钢集团，新集团的粗钢产能将首次登上世界第一，达到1.05亿**

吨。宝武合并后用 1 整年的时间基本实现职能管理、采购、销售部分业务集中统一，取得良好的协同效应，2017 年实现协同效益 13.6 亿元，对宝钢股份竞争力的提升、在用户端影响力的提升，起到了巨大的推动作用，整合工作得到了国务院国资委的认可和肯定，为后续进一步充当兼并重组先锋奠定实践基础。

4. 钢企强强联合，优势互补，产业布局更均衡，产品结构更完整

宝钢股份目前拥有上海宝山、武汉青山、南京梅山和湛江东山四大基地，辐射华东、华中、华南等更广的市场范围，涉及炼铁、炼钢总产能分别约为 4540、5010 万吨，高炉产能中有宝山基地 1550 万吨，青山基地 1480 万吨，梅山基地 690 万吨，东山基地 820 万吨。如果合并鞍钢股份 2520 万吨产能，将新增东北鞍山基地，产能布局更全面。宝钢聚焦高端汽车、硅钢、家电用钢冷轧产品和热卷、钢管等热轧产品，鞍钢聚焦热轧和厚板产品，如与鞍钢合并后公司的产品结构更完整，技术实力更雄厚：在冷轧汽车板、家电板、硅钢方面将取得更大的市场占有率；在热轧板卷产品方面实现强强联合；中厚板、钢管方面实现优势互补，宝钢将新增 5.5m 厚板产线，获得更强大的制造能力，高等级厚板年产量增值至约 560 万吨。

结论：

我们认为供给侧改革正处在由行政手段去产能向兼并重组转轨阶段。兼并重组可以提高钢铁产业集中度和在产业链的地位，同时有利于效率提升、产业协同，获得议价和盈利的比较优势。通过兼并重组实现对落后产能的压减，未来粗钢产能利用率将长期维持在 80% 左右的合理水平。钢企兼并重组后实现强强联合，优势互补，产业布局更加均衡，产品结构更为完善，最终改善企业的盈利能力。我们推荐关注央企龙头宝钢股份、鞍钢股份，以及地方国企标的首钢股份、马钢股份。

表 1 重点公司估值（当前股价计算）

| 公司 | 利润（亿元） | | | | 每股收益 EPS（元） | | | | 市盈率 P/E | | | 评级 |
|------|--------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|---------|-------|------|----|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E | | |
| 宝钢股份 | 191.7 | 0.98 | 1.07 | 1.22 | 7.6 | 6.9 | 6.1 | 7.6 | 6.9 | 6.1 | 强烈推荐 | |
| 鞍钢股份 | 56.05 | 0.96 | 1.00 | 1.03 | 6.30 | 6.05 | 5.89 | 6.30 | 6.05 | 5.89 | 强烈推荐 | |
| 首钢股份 | 22.11 | 0.53 | 0.59 | 0.64 | 7.61 | 6.79 | 6.32 | 7.61 | 6.79 | 6.32 | 强烈推荐 | |
| 马钢股份 | 41.29 | 0.78 | 0.84 | 0.87 | 5.05 | 4.72 | 4.57 | 5.05 | 4.72 | 4.57 | 强烈推荐 | |

数据来源：Wind，东兴证券研究所

风险提示：

- (1) 固定资产投资不及预期；(2) 环保限产效果不及预期。

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。