

2019年06月03日

集团层面并购，协同效应仍需观察

中性

—— 宝武集团无偿受让马钢集团控股权点评

事件：安徽省国资委将向中国宝武无偿划转其持有的马钢集团 51%股权

- **集团层面并购未直接涉及上市公司。**本次划转前，马钢集团占马钢股份总股本比例约为45.54%，为马钢股份直接控股股东；安徽省国资委持有马钢集团100%股权，为马钢股份实际控制人。本次划转完成后，中国宝武将通过马钢集团间接控制公司45.54%的股份，并实现对本公司的控制，公司实际控制人将由安徽省国资委变更为国务院国资委。安徽省国资委持有马钢集团股权的比例将由100%降至49%。**亿吨宝武更近一步。**2018年宝武集团粗钢产量6743万吨，马钢集团粗钢产量1964万吨，产量合并计算，2018年宝武集团的粗钢产量将达到8707万吨，离2025年亿吨宝武计划更进一步。
- **融入宝武体系，协同效应仍需观察。**马钢产品结构更多元，但整体竞争力不及宝钢。相较于宝钢以板材为主，马钢产品结构更加均衡，产品涵盖板带、长材、轮轴三大系列，汽车板和轮轴业务发展迅速。但生产效率和盈利水平不及宝钢。集团层面，马钢集团2018年吨钢净利润156元，较宝武集团低57元。上市公司层面，马钢股份2018年吨钢净利润303元，叫宝钢股份低155元。宝钢的人均钢产量839吨，较马钢高148吨。马钢在加入宝武体系后，产品技术质量，营销、研发等方面与宝武可实现协同。而宝钢集团则在未来的战略布局上，如湛江和盐城的生产基地，有了产能指标。**未来整合具有不确定性，效果仍需观察。**宝钢汽车板市场份额50%，国内第一，马钢市场份额国内第四，合并后可能存在下游客户为了控制供应商议价权，而降低宝钢和马钢供货比例的风险。另外，无偿划转的形式体现中央政府的意志而非市场化的整合，后续企业文化、员工诉求等方面的后续实际整合效果仍需观察。
- **集中度仍偏低，整合将继续加速。**2010年以来我国钢铁集中度持续下滑，2016年随着宝武合并我国钢铁行业集中度近年来首次回升，但2018年头部集中度再次下降，CR420.51%，CR1035.26%。工信部在《钢铁产业调整政策（2015年修订）（征求意见稿）》中行业集中度和超大钢铁集团的目标，另国务院《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》中提出，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。预计行业的整合将继续加速。
- **投资策略：**当前钢铁行业集中度仍然偏低，行业兼并重组将持续进行，行业内组织结构将不断优化，长期看有利于改善行业供需格局，相应钢企也将形成有效的市场协同竞争力进一步增强。**推荐大冶特钢**，兴澄盈利能力远超大冶本身，大股东中信泰富业绩承诺高，高管和核心技术骨干3倍杠杆员工持股，表明公司上下对自身发展前景极有信心。同时兴澄过去两年收购的青岛特钢和靖江特钢产能规模较大，但盈利能力较差，未来在高激励优管理的推动下有望显著改善。公司目前估值处于历史中枢偏低位置，中特集团整体上市的前期将使公司享受估值溢价。

证券分析师

姚洋 A0230518030001
yaoyang@swsresearch.com

研究支持

丽悦轩 A0230518120002
liyex@swsresearch.com

联系人

丽悦轩
(8621)23297818×7425
liyex@swsresearch.com

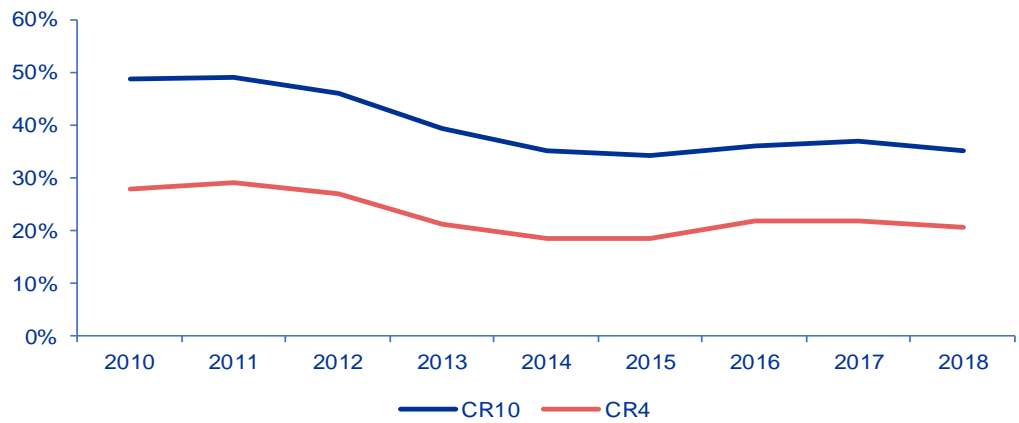


申万宏源研究微信服务号

表 1：宝武和马钢集团及上市公司财务及产量数据（万吨/亿）

	粗钢产量	营业收入	净利润	总资产	总负债	资产负债率	吨钢净利润
宝武集团	6743	4386	143	7118	3510	49.30%	213
马钢集团	1964	918	31	970	571	58.85%	156
集团合并	8707	5304	174	8088	4080	50.45%	200
宝钢股份	4710	3048	216	3351	1459	43.53%	458
马钢股份	1964	820	59	769	449	58.38%	303
股份合并	6674	3867	275	4120	1908	46.30%	412

资料来源：公司公告、申万宏源研究(净利润为归母净利润)

图 1：中国钢铁行业集中度


资料来源：中钢协、申万宏源研究

表 2：钢铁行业重点公司估值表

代码	名称	股价	总股本 百万股	总市值 亿元	EPS			PE			BVPS	PB
		2019/5/31			18A	19E	20E	18A	19E	20E		
000709.SZ	河钢股份	2.99	10,619	317	0.34	0.19	0.17	9	16	18	4.6	0.7
600019.SH	宝钢股份	6.30	22,276	1,403	0.97	0.64	0.70	7	10	9	7.5	0.8
600808.SH	马钢股份	3.40	7,701	262	0.77	0.41	0.38	4	8	9	3.7	0.9
600295.SH	鄂尔多斯	8.25	1,360	112	0.68	0.68	0.63	12	12	13	5.4	1.5
000898.SZ	鞍钢股份	5.09	7,235	368	1.10	0.56	0.52	5	9	10	7.2	0.7
000778.SZ	新兴铸管	4.41	3,991	176	0.53	0.46	0.49	8	10	9	5.3	0.8
600581.SH	八一钢铁	3.85	1,533	59	0.46	0.25	0.23	8	16	17	2.5	1.5
600507.SH	方大特钢	9.11	1,450	132	2.02	1.30	1.22	5	7	7	1.6	5.7
000717.SZ	韶钢松山	4.52	2,420	109	1.37	0.69	0.65	3	7	7	2.7	1.7
002110.SZ	三钢闽光	8.91	2,452	218	2.65	1.67	1.58	3	5	6	3.1	2.8
600231.SH	凌钢股份	3.28	2,771	91	0.43	0.17	0.15	8	20	21	2.7	1.2
601003.SH	柳钢股份	5.92	2,563	152	1.80	0.60	0.56	3	10	11	3.7	1.6
000708.SZ	大冶特钢	12.53	449	56	1.14	1.19	1.24	11	11	10	9.2	1.4
000932.SZ	华菱钢铁	6.53	3,016	197	2.25	1.22	1.06	3	5	6	6.2	1.1
600282.SH	南钢股份	3.36	4,425	149	0.91	0.72	0.67	4	5	5	3.4	1.0
600782.SH	新钢股份	5.07	3,189	162	1.85	0.94	0.87	3	5	6	6.2	0.8
600569.SH	安阳钢铁	3.01	2,872	86	0.65	0.33	0.31	5	9	10	3.4	0.9

资料来源：Wind、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。