

钢铁兼并重组之时机

从国际经验映射，兼并重组浪潮为大势所趋

分析师：李莎



SAC 执证号：S0260513080002



SFC CE.no: BNV167



020-87574792

lisha@gf.com.cn

兼并重组——存量博弈时代的破局力量

纵观美日钢铁工业发展历程，兼并重组浪潮与产能集中度提升似乎是钢铁工业格局变迁之必然。由古观今，当前中国钢铁工业历经供给侧改革而迈入存量博弈的新时代，兼并重组可能正逐渐成为大型钢铁企业寻求破局的关键路径。作为兼并重组专题的开篇，本篇尝试回答如下问题：中国钢铁行业是否即将迎来兼并重组浪潮，推力与阻力分别来自哪里？

一、借古鉴今：深度复盘日本与美国钢铁行业兼并重组的历程

日本：1970年以后日本钢铁工业进入市场主导并购时期，以龙头企业为驱动展开多轮兼并重组浪潮，铸就了新日铁住金和JFE等世界性钢铁巨头，CR4由1970年的58%大幅提升至2016年的83%。**美国**：二十世纪末，美国钢铁工业产能过剩矛盾激化，供需格局积重难返，以美国钢铁公司、ISG公司和纽柯公司为代表的美国钢铁巨头掀起美国钢铁行业二十一世纪初的并购浪潮，CR4由1997年的33%攀升至2016年的65%。

二、追根溯源：低估值和弱周期是钢铁行业兼并重组兴起的重要土壤

从收购方来看，兼并重组实质上是对企业对现成资本的购买行为，收购方展开兼并重组的关键在于现成资本是否具有成本上的比较优势，因此低估值的市场条件是激发收购方主动进行兼并重组的良好土壤。从被收购方来看，被收购本质是股东对现成资本的出售行为，仅有当出售资产、获得现金对于股东而言是更有益的路径，企业方才愿意做出被收购的决策，这往往出现在资产收益率过低和资产负债率过高两种条件下。

三、时之将至：为什么我们认为中国可能正站在新一轮兼并重组浪潮的起点？

从收购方来看，当前钢铁企业估值位于历史低位，兼并重组具有充分的成本比较优势，并且严禁新增产能之下企业无法直接新建产能，仅能通过购买产能指标来实现规模扩张，而产能置换的准入障碍与购买产能指标的额外成本或将激化企业并购诉求。从被收购方来看，钢铁行业景气周期与盈利改善已经传导至资产负债表，被收购方经营状况改善可能使得现金收购存在压力，但困中有机：一方面，已有收购案例多是已换股合并方式完成，换股合并下被收购方即便在景气周期也可以享受被收购后的行业红利，另一方面，环保高压下小型企业将面临产能退出困境，或将主动寻求被收购机会。从政策端来看，2017年CR10仅为37.30%，距离“十三五”目标仍有22.70个百分点，这可能会推使政策端在2019-2020年为完成目标而积极推动钢铁企业间兼并重组。

四、投资建议：供给侧改革后时代，钢铁行业正为新一轮兼并重组浪潮酝酿契机

基于对日本和美国钢铁工业兼并重组历程的深度复盘，我们认为低估值与弱周期是兼并重组的两个重要时代特征，当前我国钢铁行业正站在兼并重组浪潮的起点。一方面，2018年以来钢铁行业估值的深度下折使兼并重组具有充分成本优势，由于当前需要付出额外成本购买产能指标以完成产能新建，企业更具兼并重组的诉求；另一方面，虽然当前行业仍位于景气周期，但由于换股收购的存在，被收购方可能在当前周期下仍愿意出让自有资本，环保高压也加强了小型企业被收购的意愿。因此，我们建议关注兼并重组下企业版图扩张与行业竞争生态改善的逻辑。

五、风险提示：宏观经济超预期下滑；原材料、钢价出现大幅波动；供给侧结构性改革不及预期；国家对兼并重组政策出现重大变化。

相关研究：

国企改革系列报告之三：宝武重组方案即将公布，国企改革和供给侧改革加速推进，看好改革带来的投资机会	2016-09-18
国企改革系列报告之二：宝钢集团和武钢集团筹划战略重组：国企改革大幕开启，供给侧结构性改革有望加速，看好改革带来的投资机会	2016-06-27
国企改革系列报告之一：多形式的国企改革将从供给端优化钢铁行业，建议重点关注国企改革主题投资机会	2016-04-12

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：李衍亮 020-87571273 liyanliang@gf.com.cn

目录索引

前言：兼并重组——存量博弈时代的破局力量.....	4
一、借古鉴今：深度复盘日本与美国钢铁行业兼并重组的历程.....	5
（一）日本钢铁工业：行业成熟期钢铁巨头主导兼并重组浪潮，化解产能过剩危局与推动集中度显著提升.....	5
（二）美国钢铁工业：长流程钢厂积极寻求海外投资扩张，短流程钢厂借并购抢占市场份额，行业集中度大幅攀升.....	8
二、追根溯源：低估值和弱周期是钢铁行业兼并重组兴起的重要土壤.....	13
（一）收购方：低估值——现成资本的成本比较优势是收购方展开兼并重组的核心驱动.....	13
（二）被收购方：弱周期——资产收益率偏低与资产负债表承压将削弱被收购方接受兼并重组的阻力.....	15
三、时之将至：为什么我们认为中国钢铁行业可能正站在新一轮兼并重组浪潮的起点？.....	18
（一）收购方：系统性估值下折形成兼并重组的成本比较优势，严苛的新增产能条件或激化企业并购诉求.....	18
（二）被收购方：景气改善可能对兼并重组形成障碍，但换股合并与环保高压将疏导收购阻力.....	22
（三）政策端：“十三五”规划目标仍有差距，政策端或将主动推动行业兼并重组，供给侧改革政策与钢铁产业基金为兼并重组创设良好环境.....	24
四、投资建议：供给侧改革后时代，钢铁行业正为新一轮兼并重组浪潮酝酿契机.....	28
五、风险提示.....	29

图表索引

图 1: 日本钢铁行业并购浪潮与相对应经济行业背景一览	6
图 2: 1970 年至今日本钢铁 CR4 整体呈现上升趋势	8
图 3: 兼并重组浪潮兴起于美国 70 年代后第二轮产能周期与第三轮产能周期的交界处	8
图 4: 美国钢铁工业产业集中度自 1997 年后触底反弹并屡创新高	12
图 5: 成熟期后日本与美国钢铁行业兼并重组事件与钢铁板块 PB 走势概览	14
图 6: 成熟期后日本与美国钢铁行业兼并重组事件与钢铁板块 ROA 走势概览	16
图 7: 成熟期后日本与美国钢铁行业兼并重组事件与钢铁板块资产负债率走势概览	17
图 8: 2018 年钢铁行业的 PB 和 PE 均出现快速下折	19
图 9: 上行景气周期下, 钢铁行业 ROA 出现一轮显著改善	22
图 10: 上行景气周期下, 钢铁行业资产负债率逐步下移	23
图 11: 我国钢铁行业集中度仍然处于较低水平	25
表 1: 1970 年后日本钢铁行业市场主导并购阶段兼并重组事件一览	7
表 2: 美国钢铁公司二十一世纪初并购活动一览	10
表 3: 美国纽柯公司二十一世纪初并购活动一览	10
表 4: 成熟期后日本与美国钢铁行业兼并重组事件期间的 PB 表现	15
表 5: 成熟期后日本与美国钢铁行业兼并重组事件期间的 ROA 表现	16
表 6: 成熟期后日本与美国钢铁行业兼并重组事件期间的资产负债率表现	17
表 7: 截至 2019 年 1 月 4 日的申万钢铁指数估值表现	19
表 8: 部分地区对于钢铁产能的限制性规定	20
表 9: 钢铁产能指标拍卖 (转让) 事件概览	21
表 10: 三钢闽光购买产能指标和收购企业的成本比较	22
表 11: 2016 年以来政策文件当中对于兼并重组要求梳理	25

前言：兼并重组——存量博弈时代的破局力量

纵观美日钢铁工业发展史，兼并重组浪潮与产能集中度提升似乎是钢铁工业发展之必然。1970以后，迈入成熟期的日本钢铁工业经数次兼并重组，形成了新日铁住金和JFE两大钢铁集团，CR4由1970年的58%大幅提升至2016年的83%；20世纪末，美国钢铁工业由破产潮中借兼并重组浪潮崛起，筑就了美国钢铁公司和纽克公司的龙头地位，CR4由1997年的33%攀升至2016年的65%。

由古观今，中国钢铁工业供给侧改革正在迈向后时代，产业格局变革的核心逐渐由总量控制转向存量改革。在严禁新增产能的总量约束之下，行业进入存量博弈的新时代：一方面，行业再难有大量新的竞争者进入，已有竞争者展开博弈，不具有良好资质的企业可能被市场倒逼退出或被兼并；另一方面，既有竞争者也不易已原有方式扩张其布局，新建产能受到紧约束，而须转向兼并其他企业以实现扩张意图。因此，在存量博弈时代中，兼并重组正在成为中国钢铁格局变迁的必由路径。

由宏观至微观，兼并重组同样是大型钢铁企业在存量博弈时代寻求破局的关键路径。由于行业已迈入成熟期，盈利长期中枢难以长期稳定抬升，企业价值重估的逻辑难以依赖于利润率长期扩张，而必然要寻找规模扩张的红利。但严禁新增产能之下企业不能进入资本开支扩张周期，其资产负债表与市场占有率扩张的路径将转向兼并重组。兼并重组之下，大型企业不仅将获得规模红利，同时也将实现更高的市场话语权、更全面的产业链布局和更有利的竞争生态。

因此，对兼并重组的探讨将具备其显然的重要性，它将提供给周期性行业以一条新的ROE成长线索。在兼并重组的框架之下，我们亟需理解何时行业能兴起兼并重组浪潮（时机）、哪些企业可能展开兼并重组（路径）以及兼并重组如何兑现其红利（成效）这三个关键问题，我们将在兼并重组专题报告中予以充分讨论。

对钢铁行业兼并重组的讨论开始于对其时机的讨论，这领先于对路径、模式和成效的判断。作为兼并重组专题的开篇，本篇尝试回答如下问题：中国钢铁行业是否即将迎来兼并重组浪潮，推力与阻力分别来自何方？具体的，本文主要包括以下三个方面内容：

- 1、回顾：我们首先将回顾日本与美国钢铁行业大规模兼并重组浪潮发生的时代背景、市场条件与大致历程，以铺设借鉴参考的背景；
- 2、总结：我们进一步综合历史兼并重组中的各宗枝节，总结归纳推动兼并重组浪潮诞生所需的土壤环境与市场特征。
- 3、展望：综合前述与中国钢铁行业当前市场条件，我们最终将讨论钢铁行业兼并重组的动机、条件与阻力，并给出是否即将出现兼并重组浪潮的结论。

一、借古鉴今：深度复盘日本与美国钢铁行业兼并重组的历程

本章我们回顾与梳理两轮典型的、且市场环境与当前中国钢铁行业相似的兼并重组浪潮，以为后文提取兼并重组的时代特征铺设知识背景。具体包括：

1、日本钢铁工业兼并重组（1970年后）：是时日本钢铁行业处于成熟期，由于前期过度扩张而面临产能过剩困境，产能在政策指导下基本停止扩张并迈入下降通道。与当前处于供给侧结构性改革、产能扩张受限的中国钢铁市场的特征相似。

2、美国钢铁行业兼并重组（20世纪末后）：是时美国钢铁行业处于周期底部的资产负债表困局当中，破产危机四起，龙头企业乘机展开兼并重组实现逆向扩张，形成寡头垄断格局。这为当前中国钢铁行业破局迈进新时代提供了良好的借鉴意义。

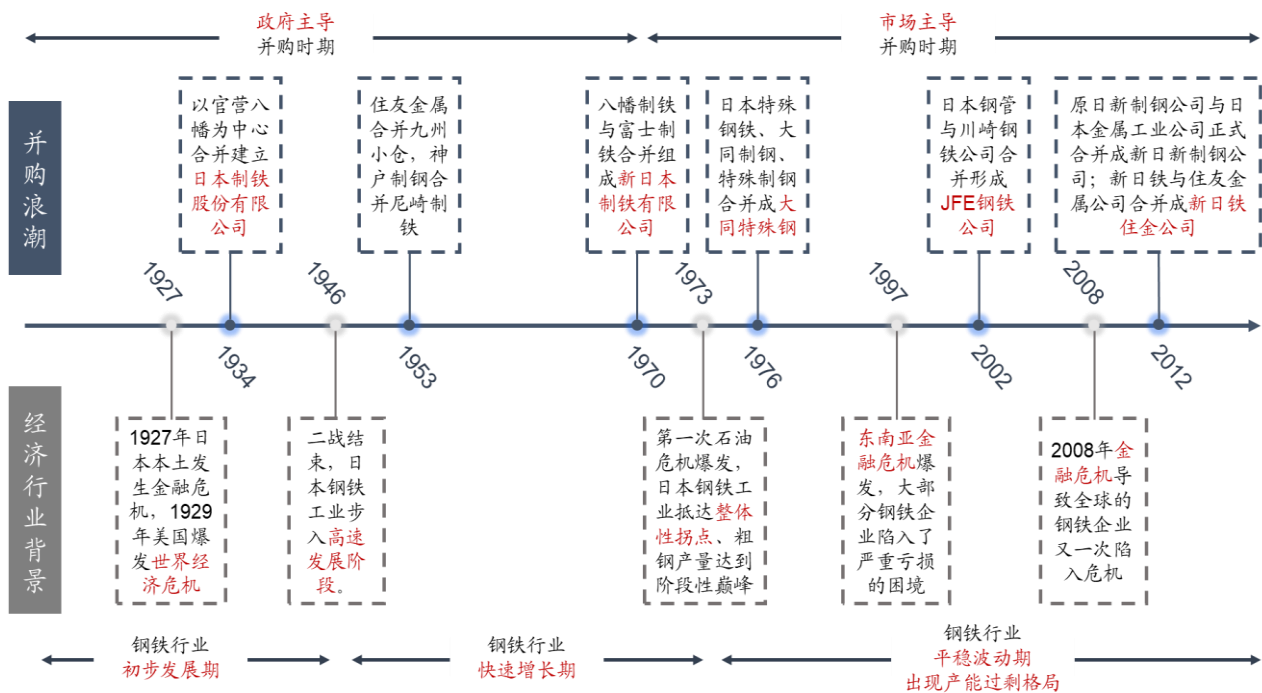
（一）日本钢铁工业：行业成熟期钢铁巨头主导兼并重组浪潮，化解产能过剩危局与推动集中度显著提升

自20世纪30年代起，日本钢铁工业经历了多轮并购浪潮。兼并重组当中形成的钢铁联盟集团促进了日本钢铁工业内部竞争的有序化，有力助推了产能去化与转型升级，有效提高了国际竞争能力，为日后再现公司繁荣起到了不可忽视的作用。

日本钢铁工业的兼并重组大致历经了政府主导并购与市场主导并购两个阶段，时间上分别对应于日本钢铁工业的成长期与成熟期。本文主要关注第二阶段，即处于成熟期的日本钢铁行业所展开的兼并重组事件，这将提供给我们更加贴近时代的参考。事实上，第一阶段的兼并重组在中国也有映射，在“十五”到“十一五”期间，处于成长期的中国钢铁行业曾展开一系列并购浪潮，筑就了宝钢、河钢等企业行业巨头的地位。

1970年以后日本钢铁工业进入市场主导并购时期，以应对产能过剩与成本居高危局、确立世界性钢铁强国地位为主，为驱散日本钢铁工业阴霾起到了重要贡献，且铸就了新日铁住金等具有很强国际竞争力的大型钢企。

图1：日本钢铁行业并购浪潮与相对应经济行业背景一览



数据来源：刘欣博《日本钢铁企业并购分析》、广发证券发展研究中心

1970年新日铁公司成立之后，日本形成了五大钢铁企业：新日铁、川崎钢铁、住友金属工业、日本钢管、日新制钢。此后，日本钢铁行业进入衰退期，产能过剩格局出现，组建萧条卡特尔成为政府调整钢铁工业生产和市场价格的一种手段。根据殷保达《中国产能过剩治理的再思考》一文，20世纪70-80年代，为了克服大规模的产业萧条，稳定产业秩序，日本通产省推动行业启动萧条卡特尔。萧条卡特尔是一种“禁止垄断法”例外的临时性垄断组织，允许企业之间可以通过交叉持股、缔结合约来限制产量，提高价格至产品成本以上，以保证企业一定的盈利。或是由于萧条卡特尔的形成，大型企业以商业联盟形式形成垄断控制市场导致兼并重组动力减弱。但面对新日铁一家独大，仍有部分小型钢企寻求通过合并以增强竞争力，避免被淘汰。

1997年亚洲金融危机袭来，钢铁产能过剩问题再度凸显，不锈钢、无缝钢管等钢铁产品面临严重亏损。为应对亏损，日本钢管将旗下的无缝钢管公司作为子公司从京滨厂分出后，与阿根廷的西代尔卡钢管公司合并；新日铁与日新制钢为减少不锈钢方面的亏损于1999年达成合作协议，成立不锈钢企划日本钢管公司；众多钢铁公司亦将旗下小型钢铁企业进行合并以达到控制成本和减少损失的目的，如新日铁旗下的大阪制铁和关西钢坯中心合并，年成本减少4000万日元。日本钢管与川崎钢铁合并成为JFE钢铁公司，其规模足以与新日铁分庭抗礼。

经济全球化浪潮也为日本钢铁工业带来更多挑战，为面对来自国际市场的竞争压力与国际大型钢铁企业的收购压力。2012后，日新制钢与日本金属工业公司合并建立新日新制钢，同时新日铁与住友金属公司合并成新日铁住金公司，成为了在国际上占据显赫地位的世界大型钢铁企业。2017年3月13日新日铁住金公司官网发布消息称，新日铁住金已取得日新制钢51%股份，日新制钢已成为新日铁住金子公司。

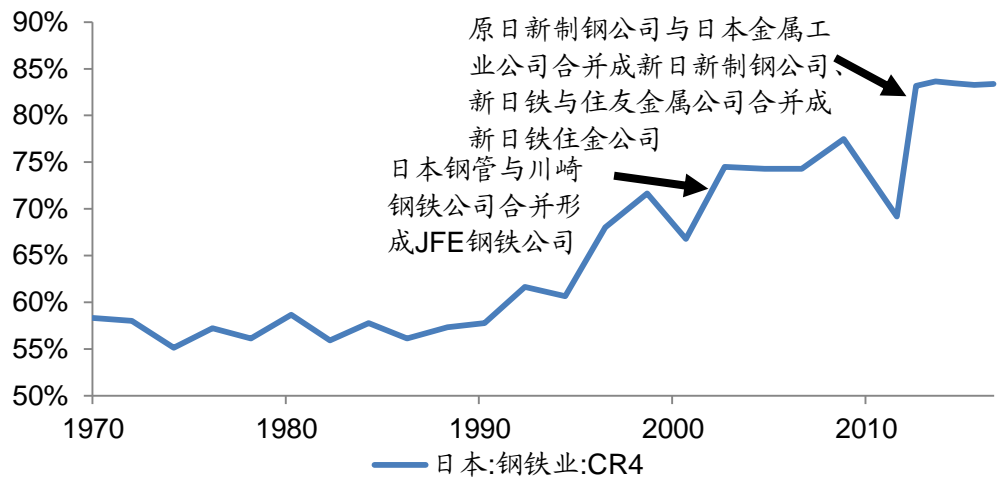
表 1: 1970 年后日本钢铁行业市场主导并购阶段兼并重组事件一览

时间点	事件背景及目的	事件经过	事件结果
1976	新日铁公司成立后，日本形成了五大钢铁企业：新日铁、川崎制铁、住友金属工业、日本钢管、日新制钢，成为整个产业不断前进的主要动力。面对新日铁一家独大的情况，一些小型钢铁企业寻求通过合并以增强竞争力，避免被淘汰。	由日本特殊钢铁、大同制钢、特殊制钢三家企业合并成大同特殊钢。	大同特殊钢是当时世界上规模最大的特殊钢生产企业，现在大同特殊钢仍是日本特殊钢制造的龙头企业，2014 年 4 月 1 日-12 月 31 日大同特殊钢总营业额 361285 百万日元，同期增长 7.5%。
1999	90 年代日本经济泡沫破灭后，97 年亚洲金融危机，导致日本国内内需严重下降，大部分钢铁企业陷入了严重亏损的困境，钢材市场上出现了供大于求的产能过剩现象，其中不锈钢、H 型钢以及无缝钢管三种产品亏损最为严重，亏损金额高达 100 亿日元。这一时期合并目的是为减少不锈钢方面的亏损，控制成本和减少损失。	日本钢管将旗下无缝钢管从京滨厂分出后，与阿根廷的西代尔卡钢管公司合并。新日铁与日新制钢成立不锈钢企划公司。新日铁旗下大阪制铁和关西钢坯中心合并。	新日铁通过把自己旗下的小型钢企大阪制铁和关西钢坯中心进行合并，年成本将减少 4000 万日元。
2002	钢铁行业市场化趋势再度凸显，民办钢铁企业再掀并购浪潮。	日本钢管与川崎钢铁公司合并形成 JFE 钢铁公司。	JFE 钢铁公司在规模上足以与新日铁分庭抗礼，新日铁钢铁公司常年占据日本第一的位置受到了严重的威胁，这也标志着日本钢铁迈向了一个新的时代。
2012	2008 年金融危机导致全球的钢铁企业又一次陷入了危机。这一时期日本钢铁企业的合并都发生在企业的经营活动陷入困境时，积极寻找适合的合并对象，以发挥协同效应以应对危机。	原日新制钢公司与日本金属工业公司正式合并成新日新制钢公司。新日铁与住友金属公司合并成新日铁住金公司。2017 年新日铁住金收购日新制钢。	新日新制钢公司成为日本第二大的不铸钢公司。2014 年 3 月公司营业额 576446 百万日元，同比增长 57466 百万日元。2013-2014 年营业总额 5764 百万日元，净利润达到 17759 百万日元。在业务重组方面带来的协同效应是每年 130 亿日元的利润。新日铁住金公司成为了日本一家规模强大、实力雄厚的钢铁企业，同时新日铁住金公司也改变了世界钢铁企业排名。

数据来源：刘欣博《日本钢铁企业并购分析》、广发证券发展研究中心

1970 年以后，日本钢铁行业并购动因以应对产能过剩与成本居高危局、确立世界性钢铁强国地位为主，CR4 整体体现为上升趋势。1970 年导 1990 年期间，政府放开萧条卡特尔限制，大型企业间通过商业联盟形成垄断、控制生产与价格、并没有兼并重组，因此 1990 年日本钢铁行业 CR4 为 57.77%，反而较 1970 年下降 0.55%。此后，日本钢铁行业出现兼并重组浪潮，日本钢管与川崎钢铁公司合并形成 JFE 钢铁公司、原日新制钢公司与日本金属工业公司正式合并成新日新制钢公司、新日铁与住友金属公司合并成新日铁住金公司，钢铁产业 CR4 开始出现迅速攀升，由 1990 年的 57.77% 持续上升到 2016 年的 83.37%，增长 25.60% 个百分点。

图2: 1970年至今日本钢铁CR4整体呈现上升趋势

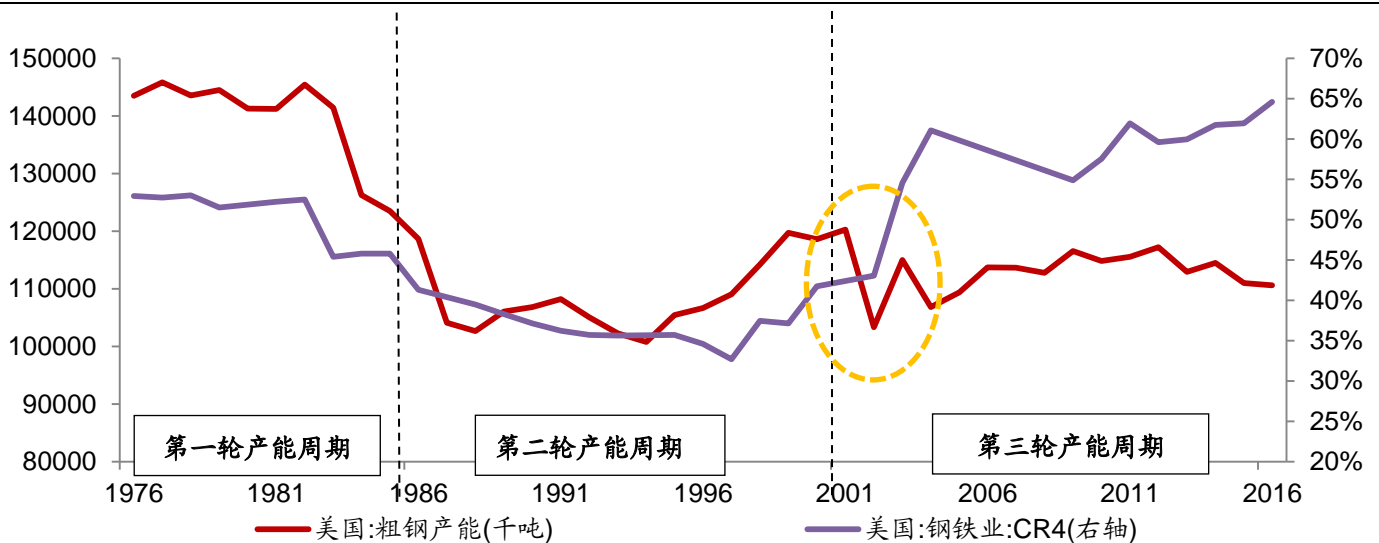


数据来源: 杜立辉等《美日韩三国钢铁产业集中度的演变及启示》、世界钢铁协会、广发证券发展研究中心

(二) 美国钢铁工业: 长流程钢厂积极寻求海外投资扩张, 短流程钢厂借并购抢占市场份额, 行业集中度大幅攀升

二十世纪末, 受政策刺激钢铁产能过度扩张、竞争力疲弱影响, 美国钢铁工业产能过剩矛盾激化, 供需格局积重难返。行业进入一轮产能周期的末端, 正蓄力迈入下一轮产能周期。根据毛艳丽等《美国钢铁业的并购与发展》文, 二十世纪末二十一世纪初, 钢铁行业出现破产高峰, 仅1997年到2002年, 美国钢铁工业便有35家钢铁公司申请破产保护, 其中甚至包括美国钢铁巨头国家钢公司与伯利恒公司。在此背景下, 以美国钢铁公司、ISG公司和纽柯公司为代表的美国钢铁巨头迅速拓展其经营版图, 由此掀起美国钢铁行业二十一世纪初的并购浪潮。

图3: 兼并重组浪潮兴起于美国70年代后第二轮产能周期与第三轮产能周期的交界处



数据来源: 国际钢铁工业协会、美国钢铁协会、杜立辉《美日韩三国钢铁产业集中度的演变及启示》

备注：美国产能为国际钢铁工业协会公布的年产量除以产能利用率，产能利用率为美国钢铁协会所公布的周度产能利用率的年均值。

我们分别选取美国钢铁公司和纽柯公司作为长流程钢铁龙头与短流程钢铁龙头的代表，分析其在该轮并购浪潮中的行为及其结果，以纵观美国二十一世纪初并购浪潮的整体趋势。

1、美国钢铁公司——长流程龙头：国内并购长流程钢企以巩固市场地位，海外并购以享受海外需求与成本优势

在该轮并购浪潮当中，长流程龙头美国钢铁公司的并购行为主要呈现两个特征：

(a) 国内并购长流程钢企以巩固市场地位：美国钢铁公司积极以极低的并购成本兼并具有较强竞争力的长流程企业。典型案例是2003年美国钢铁公司以10.5亿美元收购国家钢公司。在并购过程中，美国钢铁公司主要面向具有长流程生产体系且产品结构与其自身相似的钢铁联合企业，以期发挥合并后的协同效应，提高公司在技术、管理等层面上的并购效率，并通过产品累积效应强化其市场地位。在此轮并购浪潮之后，根据Cooney《Current Issues in the Steel Industry》和国际钢铁协会的数据，美国钢铁公司粗钢产量由2000年的1179提升到2016年的1422万吨，市占率由2000年的10.5%提升到2016年的18.12%。

(b) 海外并购以享受海外需求与成本优势：在国内生产成本高企、需求萎靡的时代背景下，美国钢铁公司顺应潮流积极进军海外市场，发起向东欧、中欧、加拿大等地区的钢铁企业的并购。典型案例是美国钢铁公司对斯洛伐克Kosice公司的并购案。通过实施国际化经营战略，美国钢铁公司借助并购活动顺利扩展其海外布局，并利用其自身先进的技术和管理经验对被收购钢厂进行技术经营改造，从而达到抢占中欧等具有低生产成本与庞大钢铁需求的海外市场的目的。

2、纽柯公司——短流程龙头：并购具有电炉生产工艺的短流程企业来扩张市场规模

短流程龙头美国纽柯公司则主要借助并购浪潮面向具有电炉生产工艺的短流程企业来扩张自身的市场规模，趁机抢占市场份额。在纽柯公司二十世纪的发展历程中，美国纽柯公司主要以新建电炉为基础的短流程企业扩张方式来扩大自身的生产规模，不谋求通过并购来扩大自己的规模，而且始终保持了机构精简、产品成本较低的特点，其经营一直较为稳健，在多数钢铁公司发生亏损的情况下其始终保持盈利。进入二十一世纪，随着竞争环境和竞争条件的变化，美国纽柯公司开始寻求并购契机，主要面向具有电炉生产工艺的短流程企业进行收购，兼并了伯明翰钢铁公司、Trico公司、北极星钢公司Kingman厂等短流程钢铁企业。根据国际钢铁协会数据，纽柯公司钢铁产量由2001年的1130万吨扩张至2016年的2195万吨，扩张幅度达到94.25%，顺势跃居美国本土最大钢铁企业。

表 2: 美国钢铁公司二十一世纪初并购活动一览

并购范围	时间点	并购对象	并购对象详述	并购过程及结果
国内并购	2003 年 5 月	国家钢铁公司	国家钢铁公司主要生产碳钢板材, 包括薄板和镀锌产品, 产能 600 万吨, 在并购时由于财务状况不佳处于破产保护状态。	2003 年 1 月, 美国钢铁公司和美国 AK 钢公司竞购破产的国家钢公司, 最终美国钢铁公司以 10.5 亿美元收购国家钢铁公司, 报价中包括了购买国家钢铁公司球团公司的费用。
	2007 年 6 月	孤星技术公司	孤星技术公司是美国焊接油管产品的领先制造商, 其主要生产产品为管材。	2007 年 6 月, 美国钢铁公司出资 21 亿美元收购孤星技术公司。收购孤星技术之后, 美国钢铁公司管材年产能达到 280 万吨, 成为北美最大的管材生产商, 占据 56% 的北美管材市场份额。
海外并购	2001 年年初	Kosice 公司	Kosice 公司位于斯洛伐克, 以生产薄板、热轧中厚板、镀锌产品 管材为主, 年产能达 400 万吨。	美国钢铁公司并购后将 Kosice 公司更名为 USSK, 对该厂进行了技术改造, 由于该厂的生产成本低, 并购后取得了不错的经营效果。
	2003 年 4 月	Sartid 钢厂	Sartid 钢厂位于塞尔维亚北部, 是一家钢铁联合企业, 主要产品包括薄板、热轧中厚板和镀锌产品。该厂粗钢年产能约 240 万吨, 其镀锡材的年产能约 13 万吨, 由于在财务上遇到困难, 其产量远低于其设计产能, 并购前塞尔维亚 Sartid 钢厂正处于破产状态。	2003 年, 美国钢铁公司以 2300 万美元的价格收购了破产的 Sartid 钢厂(现 USSB)。收购 Sartid 之后, 美国钢铁公司将 USSB 和前期收购的 USSK 纳入到 USSE 下进行统一管理。
	2007 年 8 月	Stelco 公司	Stelco 公司位于加拿大, 主要产品为板材、镀锌板和 SBQ 棒材, 具有粗钢年产能 480 万吨。由于一直亏损经营, 处于破产保护状态。	2007 年 8 月末, 美国钢铁公司出资 11 亿元收购加拿大唯一一家未被收购的钢铁公司加拿大 Stelco 公司, Stelco 公司生产的 SBQ 棒材不属于美国钢铁公司的产品领域, 因而此次并购有效拓宽了美国钢铁公司的市场空间。

数据来源: 杜锋等《美国钢铁企业的并购浪潮及特点分析》、毛艳丽等《美国钢铁业的并购与发展》、广发证券发展研究中心

表 3: 美国纽柯公司二十一世纪初并购活动一览

时间点	并购对象	并购对象详述	并购过程及结果
2001 年 3 月	Auburn 钢公司	Auburn 钢公司属于美国本土钢铁公司, 以生产小型材为主, 于 1974 年投产, 年产能 40 万吨小型材。	纽柯以 1.15 亿美元完成对 Auburn 钢公司的收购。
2001 年 11 月	Ited 钢公司	Ited 钢公司属于美国本土钢铁公司, 其主要产品为轻量型钢结构。	纽柯公司以 900 万美元完成对 Ited 钢公司的收购, 为自身进入轻量型钢结构市场提供平台。

2002年 7月	Trico 钢公司	Trico 钢公司属于美国本土公司，其主要产品为薄钢。Trico 钢公司拥有短流程技术，年产薄钢 190 万吨，被收购时处于破产保护状态。	2002 年 7 月，纽柯公司以 1.167 亿美元收购 Trico 钢公司。由于市场对扁平轧材需求异常旺盛，收购后，纽柯加快设施的启动投产，并于 9 月中旬成功炼出了第一炉钢，浇出了第一块板坯。收购后纽柯的薄钢产量提高 30%。
2002 年 12 月	伯明翰钢公司	美国伯明翰钢公司产品大部分为线材和棒材。美国伯明翰钢公司拥有短流程技术，年产能 200 万吨。	2002 年 5 月，纽柯钢铁公司与伯明翰钢铁公司正式签订协议，纽柯以 6.15 亿美元收购伯明翰钢铁公司的所有资产。该项并购使纽柯的线棒材产量增加约 30%。
2003 年 3 月	北极星钢公司 Kingman 厂	美国北极星钢公司 Kingman 厂的主要产品包括线棒材。该厂具有短流程生产技术，冶炼能力为 65 万吨。	纽柯公司 2003 年 3 月以 3500 万美元收购北极星钢公司 Kingman 厂。
2004 年 8 月	Worthington 工业 公司 Decatur 冷轧 厂	美国 Worthington 工业公司的 Decatur 冷轧厂主要产品包括薄冷轧和薄板，该厂年产能 100 万吨。	纽柯钢铁公司以 8000 万美元收购 Decatur 冷轧厂。
2005 年 6 月	Marion 钢公司	Marion 钢公司的主要产品为小型材，年产能约为 40 万吨。	2005 年 6 月，纽柯钢铁公司出资 1100 万美元完成对 Marion 钢公司的收购。
2006 年 5 月	Connecticut 钢公 司	Connecticut 钢公司的主要产品为棒材、盘条和钢筋，年产能约 30 万吨，钢丝网和结构钢年产能 8.5 万吨。	纽柯钢铁公司以 4300 万美元收购 Connecticut 钢公司，该项收购扩大了纽柯公司产品结构，开拓了建筑用钢市场，并提高了纽柯开发新产品的能力。
2006 年 11 月	Verco 制造公司	Verco 制造公司的主要产品为钢制屋顶和屋顶承板。该公司美国西部有三个生产厂，分别位于亚利桑那州的凤凰城、加利福尼亚州的 Fontana 和 Antioch。	纽柯钢铁公司出资 1.8 亿美元完成对 Verco 制造公司的收购，收购完成后，纽柯钢承板年产量超过 50 万吨。
2007 年 3 月	Harris 钢公司	Harris 钢公司位于加拿大，其主要产品包括钢筋、线材、冷轧棒材、大型工业用钢格板、铝格板。	2007 年纽柯公司将并购的触角伸向国外，以 12 亿加元收购 Harris 96.6% 的股份。此次收购时纽柯成立以来涉案金额最大的收购案，其增加了向下游深加工产业发展的机会。
2007 年 8 月	Magnatrax 公司	美国 Magnatrax 公司的产品以金属建筑产品为主，是北美金属建筑产品的主要供应商。	2007 年 8 月，纽柯公司以 2.8 亿美元完成对 Magnatrax 公司的收购。

数据来源：杜锋等《美国钢铁企业的并购浪潮及特点分析》、毛艳丽等《美国钢铁业的并购与发展》、广发证券发展研究中心

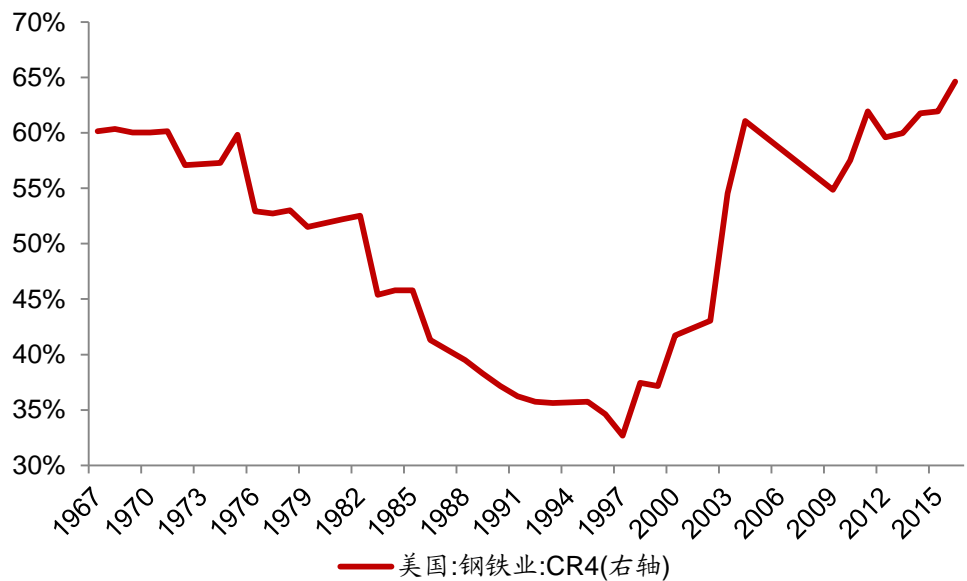
3、结果：并购浪潮形成寡头垄断格局，行业集中度大幅攀升

在经历了二十一世纪初的并购浪潮之后，美国钢铁行业逐渐形成了美国钢铁公司、纽柯公司、钢动态公司和 AK 公司相互制衡形成寡头垄断态势，行业过度竞争的趋势得到遏止，集中度显著提高。

1997 年以来的破产潮和并购浪潮使得美国产业集中度开始迅速上升。1997 年 12

月31日至2003年10月6日期间，美国共有41家企业宣布破产，涉及粗钢产能大约5280万吨，占1997年美国总产能的48.43%，其中约有1500万吨产能在破产后永久退出，其余的则在并购浪潮当中被兼并重组。受益于产能总量的收缩以及并购浪潮的推进，美国钢铁行业产业集中度得以显著提升。根据杜立辉等《美日韩三国钢铁产业集中度的演变及启示》、世界钢铁协会以及各主要钢铁公司年报数据，1997年起，美国钢铁行业产业集中度开始触底回升，钢铁工业CR4由1997年32.67%迅速攀升至2016年的64.63%，钢铁行业集中趋势显现。

图4：美国钢铁工业产业集中度自1997年后触底反弹并屡创新高



数据来源：杜立辉等《美日韩三国钢铁产业集中度的演变及启示》、世界钢铁协会、公司年报、广发证券发展研究中心

注：2005年美国国际钢集团（ISG）被米塔尔钢铁公司收购，因此CR4统计使用的公司范围发生变化致使数据出现显著下降。

二、追根溯源：低估值和弱周期是钢铁行业兼并重组兴起的重要土壤

前文我们深度回顾了日本和美国钢铁行业兼并重组的历程。从时代特征的维度来看，日本的兼并重组浪潮兴起于行业成熟期，且多次大型兼并重组都发生在宏观经济、金融市场亦或是行业景气触及底部之后；而美国的兼并重组浪潮则兴起于一轮产能周期的末端，此时行业资产负债表恶化，多家钢企陷入破产危机。

本节尝试探讨与找寻潜藏于兼并重组浪潮表象之下的层层脉络，来追溯钢铁企业在特定时代背景下实施并购的动机和推动力，进而理解钢铁行业发生兼并重组浪潮所需要的时代特征和市场环境。

事实上，无论兼并重组被冠以何种名义，究其实质，它本身是资本收购行为，因此，研究兼并重组的时代特征的关键在于理解为什么收购方愿意收购资本，以及为什么被收购方同意接受收购。本节我们分别从收购方和被收购方的视角展开讨论。

（一）收购方：低估值——现成资本的成本比较优势是收购方展开兼并重组的核心驱动

兼并重组，从收购方的角度而言，实质上是对现成资本的购买行为。这一含义对于重资产且产品相对同质化的钢铁行业而言更显鲜明，因为企业兼并重组更多将聚焦于对有形产能和市场占有率的获取，而少于关注其他外延价值。

既然兼并重组可以被理解为资本购买行为，那么，对于企业（收购方）而言，是否展开兼并重组的关键考量在于现成资本是否具有成本上的比较优势。Tobin在其1969年发表的文献《A general equilibrium approach to monetary theory》当中提出了Tobin Q比率：

$$Q = \frac{\text{Market value of installed capital}}{\text{Replacement cost of capital}}$$

如上式所表述，Tobin Q比率是现成资本的市场价值和资本重置成本的比例。当Tobin Q比率较高时，企业会提高资产的收益预期，从而开始增加固定资产投资，进入一轮产能扩张周期；当Tobin Q比率较低时，企业倾向于减少固定资产投资，转而寻找机会购买市场上的现成资本来替代新建产能，这便催生了兼并重组行为。

由于重置成本的计算存在困难，因此在实际操作当中，我们往往使用一个替代的比率来估算公司层面（Firm-basis）的Tobin Q值：

$$Q = \frac{\text{Equity market value} + \text{Liabilities book value}}{\text{Equity book value} + \text{Liabilities book value}}$$

这一比率其实是使用公司的账面价值来近似替代重置成本，并使用股票市场价格来估算公司的市场价值。而当我们进入到一个宏观层面（Aggregate-basis）的讨

论时，我们可以进一步简化对负债端的计算，使用下述近似替代：

$$Q = \frac{\text{Value of stock market}}{\text{Corporate net worth}}$$

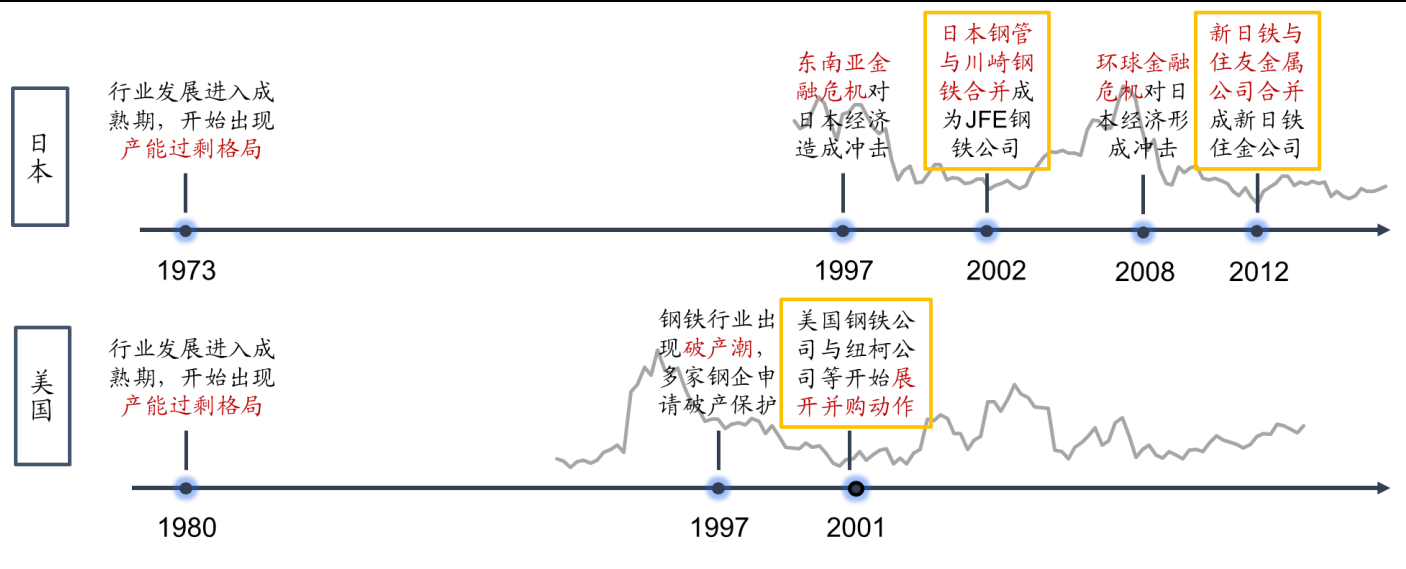
事实上，这一指标大致上等同于我们常用的市净率（PB）指标。也就是说，PB可以作为收购方作出是否展开收购决策的标尺。因此，就一条理性的资本行为路径来看，低PB估值的市场环境更易于催生出兼并重组浪潮。

我们进一步到实际的市场表现当中寻求验证。由历史观测，在可观测区间内的几组大型兼并重组事件启动时点上，PB均处于相对低位，日本2002年、2012年和美国2001年的兼并重组浪潮开启当年的板块PB分别为0.85、0.66和1.10，较其前5年的PB均值下降22%、50%和34%。图5显示了日本与美国进入成熟期后，钢铁板块的PB走势与兼并重组事件的相关性。表4计算了兼并重组的关键年份的PB值相对于历史3年均值的变化状况。

详细探究其历史背景，几组大型兼并重组事件均开始于股票市场的系统性折价之后，此时公司的市场价值往往相对于账面价值出现低估，从而展开公司收购具有更加突出的成本优势，如日本2002年、2012年和美国2000年的兼并重组浪潮分别开始于东南亚金融危机、环球金融危机与互联网泡沫破裂导致的资产价格下跌以后。

低PB估值的市场条件是激发收购方主动进行兼并重组的良好土壤。对于钢铁企业而言，当PB处于低位，企业将通过收购来实现产能扩张，而非进行新的产能建设。这对于当前新增产能受限、自建产能需要额外购买产能置换指标的中国钢铁行业而言，可能具有更为重要的现实意义。

图5：成熟期后日本与美国钢铁行业兼并重组事件与钢铁板块PB走势概览



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

注：日本与美国所使用PB曲线（灰色）分别是东证钢铁指数与标普500钢铁指数的PB曲线。

表 4: 成熟期后日本与美国钢铁行业兼并重组事件期间的 PB 表现

国家	年份	兼并重组事件	当年 PB	历史 5 年 PB	PB 变化率
日本	2002	日本钢管与川崎钢铁合并成为 JFE 钢铁公司	0.85	1.08	-21.59%
日本	2012	新日铁与住友金属合并成为新日铁住金	0.66	1.32	-50.19%
美国	2001	美国钢铁公司与纽柯公司开启并购动作	1.26	1.91	-34.29%

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

(二) 被收购方: 弱周期——资产收益率偏低与资产负债表承压将削弱被收购方接受兼并重组的阻力

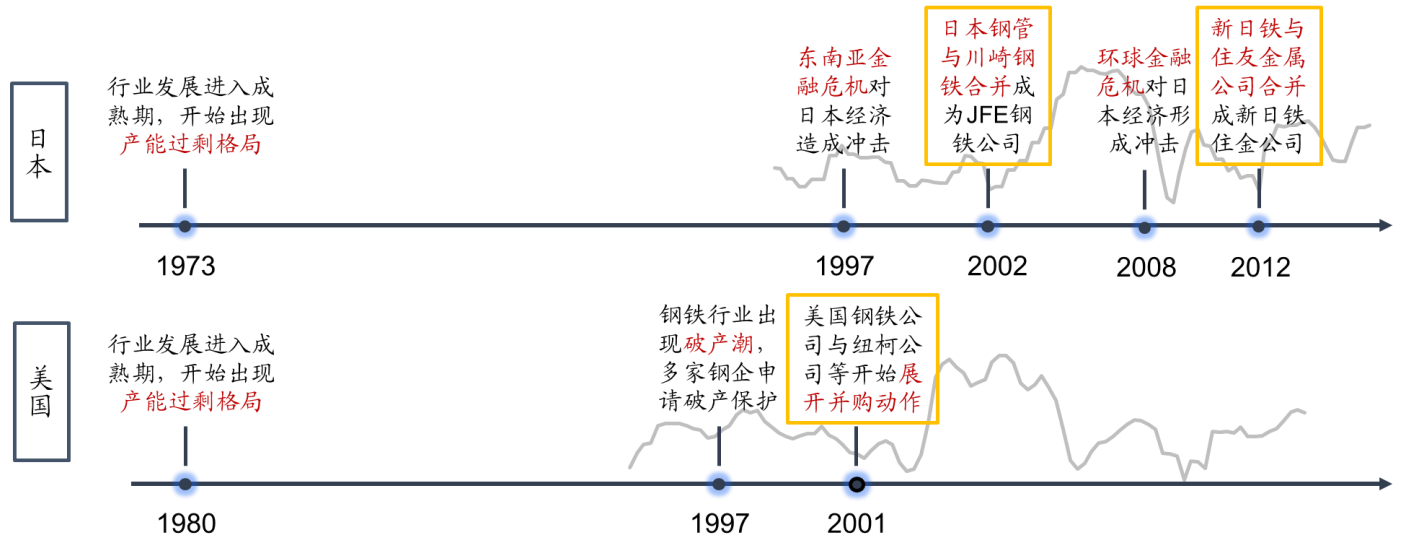
兼并重组, 从被收购方的角度而言, 是对现成资本的销售行为。是否接受并购, 或者说是否出售其资产, 则取决于收购方股东利益权衡。仅有当出售资产、获得现金对于股东而言是更有利的路径, 企业方才愿意做出被收购的决策。

什么情况下被收购方会认为出售资本是更有利的行径? 可能包括以下两种情形: **第一, 被收购方经营不善, 资产收益率过低**, 使得股东相信未来现金流折现所得的资产现值低于直接出售资产的价值, 因此愿意在当期获得现金; **第二, 被收购方资产负债表出现恶化, 股东面临资产负债率过高的压力**, 杠杆过高迫使公司面临居高不下的财务费用, 甚至可能导致公司陷入破产危机。

我们先就第一条线索即资产收益率展开研究。由历史观测, 日美几次兼并重组浪潮开启时, **ROA均处于相对低位**。日本2002年、2012年和美国2001年的兼并重组浪潮开启当年的板块ROA分别为-1.17%、-0.51%和1.29%, 较其前5年的ROA均值下降0.79%、3.28%和2.85%。图6显示了日本与美国进入成熟期后, 钢铁板块的ROA走势与兼并重组的相关性。表5则计算了兼并重组时ROA相对于历史5年均值的变化状况。

详细探究其历史背景, 2002年日本的兼并重组开始于90年代金融泡沫破裂与东南亚金融危机之后, 2002年日本的钢价指数均值为64.63, 为1976年以后的最低值, 行业面临较为严重的景气衰退; 2012年日本的兼并重组开始于全球金融危机以后, 日本内需面临快速收缩, 根据新日铁住金公司官网数据, 2012年日本钢材消费占全国粗钢产量比重仅为57.9%, 远低于2008年的65.2%; 2001年美国的兼并重组开始前钢铁价格出现了一轮持续下调, 美国钢材价格指数由1997年末的138.33持续下跌至2001年末的65.00, 下跌幅度达到53.01%。

图6: 成熟期后日本与美国钢铁行业兼并重组事件与钢铁板块ROA走势概览



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

注: 日本与美国所使用ROA曲线(灰色)分别是东证钢铁指数与标普500钢铁指数的ROA曲线。

表 5: 成熟期后日本与美国钢铁行业兼并重组事件期间的 ROA 表现

国家	年份	兼并重组事件	当年ROA	历史5年ROA	ROA变化
日本	2002	日本钢管与川崎钢铁合并成为 JFE 钢铁公司	-1.17%	-0.38%	-0.79%
日本	2012	新日铁与住友金属合并成为新日铁住金	-0.51%	2.76%	-3.28%
美国	2001	美国钢铁公司与纽柯公司开启并购动作	1.29%	4.13%	-2.85%

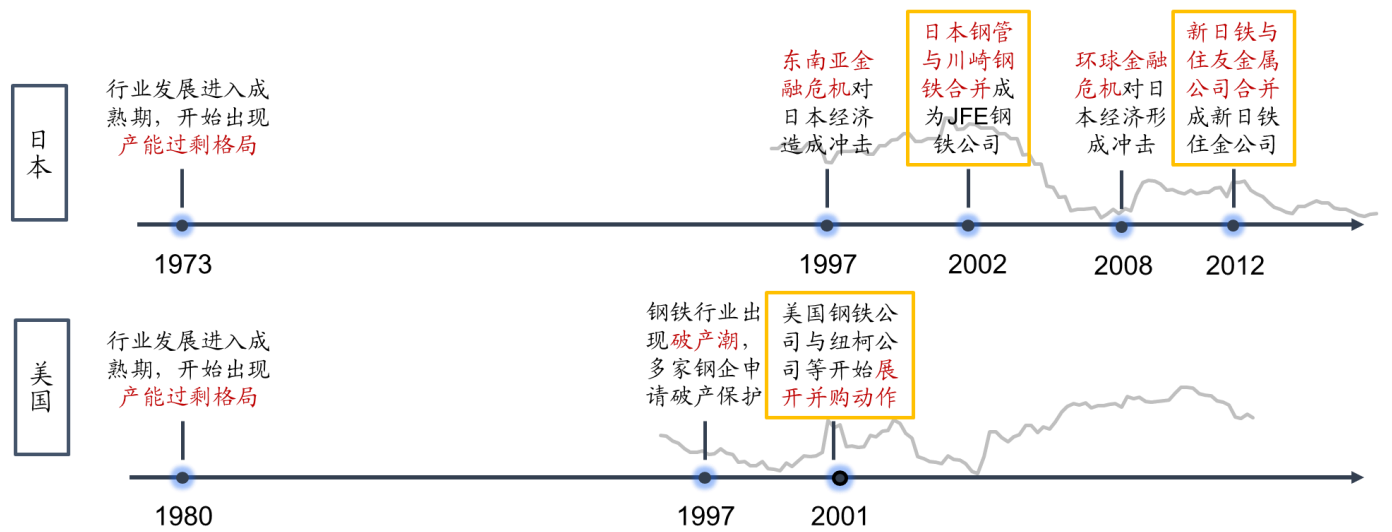
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

进一步,我们就第二条线索即资产负债率展开验证。由历史观测,日美几次兼并重组浪潮开启时,资产负债率均处于相对高位。日本2002年、2012年和美国2001年的兼并重组浪潮开启当年的板块资产负债率分别为50.26%、34.14%和21.05%,较其前5年的资产负债率均值上升2.90%、2.16%和6.72%。图7显示了日本与美国进入成熟期后,钢铁板块的资产负债率走势与兼并重组事件的相关性。表6则计算了兼并重组的关键年份的资产负债率相对于历史5年均值的变化状况。

详细探究其历史背景,其中较有代表性的是美国21世纪初的兼并重组。根据毛艳丽等《美国钢铁业的并购与发展》文,二十世纪末二十一世纪初,钢铁行业出现破产高峰,仅1997年到2002年,美国钢铁工业便有35家钢铁公司申请破产保护,其中甚至包括美国钢铁巨头国家钢公司与伯利恒公司。

总结而言,弱盈利表现和高资产负债率的市场特征是被收购方接受兼并重组的重要条件。反之而言,如果市场盈利强韧、企业资产负债表健康,则兼并重组可能会遭遇被收购方的阻力,因为企业股东倾向于高估其资产价值,并期望通过股利而非现金实现更高的收益。

图7：成熟期后日本与美国钢铁行业兼并重组事件与钢铁板块资产负债率走势概览



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

注：日本与美国所使用资产负债率曲线（灰色）分别是东证钢铁指数与标普500钢铁指数的资产负债率曲线。

表 6：成熟期后日本与美国钢铁行业兼并重组事件期间的资产负债率表现

国家	年份	兼并重组事件	当年资产负债率	历史5年资产负债率	资产负债率变化
日本	2002	日本钢管与川崎钢铁合并成为 JFE 钢铁公司	50.26%	47.36%	2.90%
日本	2012	新日铁与住友金属合并成为新日铁住金	34.14%	31.98%	2.16%
美国	2001	美国钢铁公司与纽柯公司开启并购动作	21.05%	14.34%	6.72%

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

三、时之将至：为什么我们认为中国钢铁行业可能正站在新一轮兼并重组浪潮的起点？

前文基于对日本和美国钢铁行业兼并重组的时代背景的探讨，分别就收购方与被收购方的角度出发，探讨了钢铁行业形成兼并重组浪潮的时代特征。我们认为，低估值带来的资本成本比较优势是收购方展开兼并重组的重要动机，而弱周期带来的低资产收益率与高资产负债率则会削弱被收购方接受兼并重组的阻力。

本章我们将目光移至中国钢铁行业，讨论当前中国钢铁行业是否具备前述时代特征；更重要的，我们将分析前述条件在供给侧改革后时代将出现何种迁移。我们将从三个视角展开论述，除开前文已经充分展开的收购方与被收购方视角以外，我们将进一步讨论政策在兼并重组当中起到的重要作用。

（一）收购方：系统性估值下折形成兼并重组的成本比较优势，严苛的新增产能条件或激化企业并购诉求

从收购方角度来看，我们认为当前中国钢铁企业面临较强的兼并重组动机。其原因在于两个方面：

1、低估值：2018年中国资本市场出现了一轮系统性折价行情，使得钢铁企业普遍性地进入估值洼地，这导致企业通过兼并重组而非新建来实现产能扩张具有充分的成本比较优势；

2、政策严禁新增产能：当前中国钢铁行业处于供给侧改革后时代，严禁新增产能之下企业无法直接建设新产能，仅能通过购买产能指标来实现规模扩张，而产能置换的准入障碍与购买产能指标的额外成本或将激化企业并购诉求。

1、低估值：系统性估值下折形成兼并重组的成本比较优势

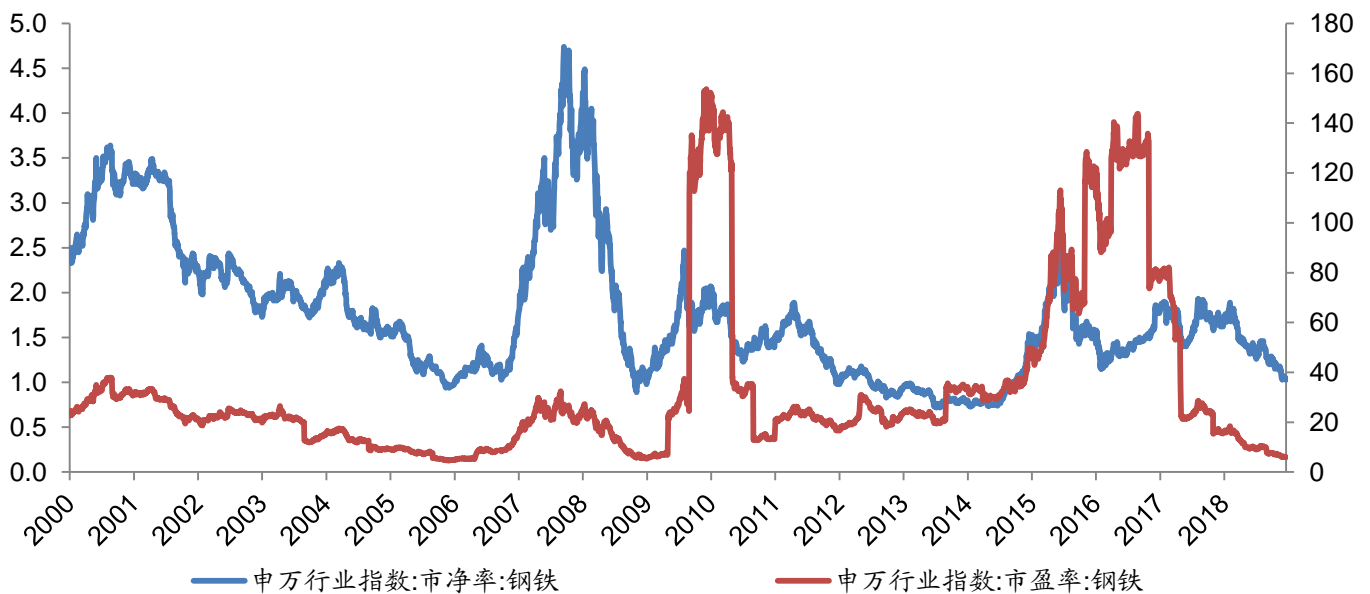
较低的PB和PE估值之下，兼并重组对于具有产能扩张意向的企业而言具有颇高的成本比较优势。因此，当前时点上，收购方具有较为充分的兼并重组动机。2018年以来，受贸易战、强美元周期与国内企业融资困境影响，中国资本市场的风险偏好受到压制，进而导致权益市场估值出现系统性下折。在此状况下，钢铁行业的估值同样受到牵制，PB与PE跌入低位——2019年1月4日，申万钢铁指数的PB为1.00，处于2000年以来的13.00%分位，较过去5年均值下跌30.91%；申万钢铁指数PE为5.81，处于2000年以来的3.90%分位，较过去5年均值下跌89.53%。

表 7: 截至 2019 年 1 月 4 日的申万钢铁指数估值表现

估值指标	当前值	2000 以来均值	当前所处分位	历史 5 年均值	估值相对变化
PB	1.00	1.76	13.00%	1.44	-30.91%
PE	5.81	33.31	3.90%	55.15	-89.53%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 8: 2018 年钢铁行业的 PB 和 PE 均出现快速下折



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2、供给侧改革后时代: 新建产能存在障碍且成本较高, 提升企业并购诉求

在 Tobin Q 的范式下讨论兼并重组的比较优势, 其前提在于兼并重组与新建产能不存在外部摩擦带来的额外成本。但在当前供给侧改革的条件下, 新建产能其实具有较为显然的困难。

国家工业和信息化部原材料工业司官网在其 2018 年 1 月 8 日公布的《钢铁行业产能置换实施办法》明确要求, 严格规范产能置换以杜绝“擦边球”现象, 严禁新增产能, 产能新建必须通过减量置换方式完成。这意味着, 如果企业要通过建设扩张其产能规模, 只能从外部购置产能指标进行产能置换。

即便可以通过外购产能指标的方式新建产能, 产能置换本身仍存在两重困难: 准入障碍和附加成本。

(1) 准入障碍: 部分地区不允置入或要求高比例减量置入

企业进行产能置换来扩张自身产能时会遇到的第一个问题是, 企业所在地区 不允许产能置入 (直接限制进入) 或者实施严格的产能总量控制 (限制进入空间), 这使得地区内企业无法通过产能置换的方式实现区域内产能扩张。

举例而言，河北省工业和信息化厅于2018年4月16日公布了《河北省钢铁行业产能置换实施细则》，其中提出，河北省未完成钢铁产能总量控制目标之前，不接受省外出让的钢铁产能，**这使得钢铁企业无法通过购买省外产能指标来实现产能扩张**；而江苏省于2018年9月12日发布《关于加快全省化工钢铁煤电行业转型升级高质量发展的实施意见》，要求到2020年钢铁产能总量控制在总量控制在1.15亿吨以内，而基于工信部白名单江苏省与去产能名单统计截至2017年有粗钢产能1.10亿吨，**这意味着企业即便通过外购指标扩张产能，其空间也十分有限。**

而部分地区纵使允许产能置入，但也要求以较高的比例进行减量置换，从而导致企业产能置换过程当中存在产能损失。根据国家工业和信息化部原材料工业司2018年1月8日公布的《钢铁行业产能置换实施方法》，要求京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例不低于 1.25: 1，其他地区实施减量置换。

表 8: 部分地区对于钢铁产能的限制性规定

	时间	省份	文件	产能限制性表述	数据来源
限制进入	2018/4/16	河北	《河北省钢铁行业产能置换实施细则》	我省未完成钢铁产能总量控制目标前， 不接受省外出让的钢铁产能 。省内跨市置换钢铁产能的，须经受让方和出让方所在地政府同意。	河北省工业和信息化厅
	2018/7/19	广东	《广东省打赢蓝天保卫战行动方案（2018-2020年）》	全省不再新建煤电、石化、钢铁项目 ，已核准、已列入国家规划和已开工项目除外。	广东省环境保护厅
总量控制	2018/7/5	河北	《河北省钢铁行业去产能工作方案（2018-2020年）》	引导过剩产能有序退出，确保 2018 年压减钢铁产能 1000 万吨以上， 到 2020 年全省钢铁产能控制在 2 亿吨以内（现有产能 2.4 亿吨）。	河北省发改委
	2018/12/27	河南	《河南省钢铁行业转型发展工作方案（2018—2020年）》	到 2020 年，实现“三减三升”（全省钢铁产能只减不增，钢铁企业只减不增，污染物排放大幅减少；产品本地市场占有率明显提升，技术装备水平大幅提升，质量效益显著提升）； 全省生铁年产能减至 3000 万吨左右（根据工信部白名单，现有生铁产能约 2700 万吨）	河南省工业和信息化厅
	2018/9/12	江苏	《关于加快全省化工钢铁煤电行业转型升级高质量发展的实施意见》	压减粗钢产能， 总量控制在 1.15 亿吨以内（根据工信部白名单，现有粗钢产能约 1.1 亿吨）	中共江苏省委办公厅

数据来源：各政府机构官网、工信部、广发证券发展研究中心

(2) 附加成本：产能指标可能具有较高的溢价率而反衬出兼并重组的成本比较优势

产能指标本身构成额外成本，且有时可能被赋予较高溢价而使得成本偏高。产

能指标出售常以挂牌转让或竞拍方式，由于产能指标转让市场本身较小，定价机制并不完善，因此产能指标的价格具有极高的不确定性。而在当前市场产能有限、且钢厂盈利偏好的情况下，产能指标可能被赋予以溢价，这使得产能指标本身可能构成较高的额外成本。

我们统计了可查且已成交的钢铁产能指标拍卖（转让）案例。从每吨钢铁产能的成交价格来看，产能指标价格呈现出较大波动，均值为**473.62元/吨**，其中最高的每吨钢铁产能价格可达到**740.74元/吨**；从溢价率来看，各宗拍卖的溢价率均值为**77%**，且其中有两宗拍卖的溢价率为**185%**和**183%**，显示由于产能指标转让市场尚不完善且供给有限，如果拍卖时点上如果有较大的产能指标需求，则竞拍者可能面临极高的溢价。

表 9：钢铁产能指标拍卖（转让）事件概览

时间	指标出让公司	钢铁产能 (万吨, 生铁+粗钢)	拍卖底价 (亿元)	拍卖成交价 (亿元)	溢价率	成交价/钢铁产能(元/吨)
2017/10/8	河北荣信钢铁有限公司	54	1.40	4.00	185%	740.74
2018/9/28	文安县新钢钢铁有限公司	161	4.13	4.13	0%	256.50
2018/3/12	唐山兴隆钢铁有限公司	150	2.48	2.90	17%	193.33
2017/9/12	徐州牛头山铸业有限公司	173	8.16	8.16	0%	471.70
2018/10/22	山钢集团莱芜钢铁新疆有限公司	257	6.40	18.14	183%	705.84
平均值		159	4.51	7.47	77%	473.62

数据来源：各人民法院与产权交易中心官网、广发证券发展研究中心

而产能指标的高溢价可能将反衬出兼并重组的成本比较优势。我们可以以三钢闽光为案例，比较购买产能指标自建与兼并重组收购的所需成本。

根据三钢闽光于2018年11月19日披露的《福建三钢闽光股份有限公司关于参加钢铁产能指标竞买成功的公告》，2018年11月16日晚间，公司参加山东产权交易中心公开挂牌转让的山钢集团莱芜钢铁新疆有限公司所属钢铁产能指标（铁：122万吨、钢：135万吨）的网上竞拍，并以**总额人民币18.14亿元的价格（不含交易费用，每吨产能价格705.84元）**竞买成功。而根据山东产权交易中心，本次交易的拍卖底价6.4亿元（吨钢474元）。依次计算，三钢闽光竞拍本次产能指标的**溢价率达到183.44%**。

而根据三钢闽光于2017年11月11日披露的《福建三钢闽光股份有限公司发行股份购买暨关联交易报告书（草案）》，三安钢铁的股东全部权益价值评估值为27.62亿元，较三安钢铁净资产账面价值**20.20亿元增值7.43万元，增值率为36.72%**，且主要体现在房屋建筑物类、设备类等方面。根据公司2017年11月21日《福建三钢闽光股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，三安钢铁具备240万吨生铁和230万吨粗钢产能。依次计算，公司**收购三安钢铁产能的每吨产能价格仅为613.78元，低于其产能指标的收购价13.04%，且收购三安钢铁的价**

格当中已经包括了设备、厂房、流动资产等资产价值，而不仅仅是产能指标的价值。

表 10: 三钢闽光购买产能指标和收购企业的成本比较

事件	含钢铁产能 (生铁+粗钢)	底价(亿元)	成交价(亿元)	溢价率	成交价/钢铁产 能(元/吨)
竞拍产能指标(仅产能指标)	257	6.4	18.14	183.44%	705.84
收购三安钢铁(含设备等)	450	20.2	27.62	36.73%	613.78

数据来源: 公司公告、山东产权交易中心、广发证券发展研究中心

(二) 被收购方: 景气改善可能对兼并重组形成障碍, 但换股合并与环保高压将疏导收购阻力

从被收购方角度来看, 我们认为当前中国钢铁企业可能存在阻碍, 但困中有机。其原因在于:

1、钢铁行业景气周期与盈利改善已经传导至资产负债表, 被收购方经营状况改善可能使得现金收购存在压力, 这使得兼并重组浪潮的时间点可能延后;

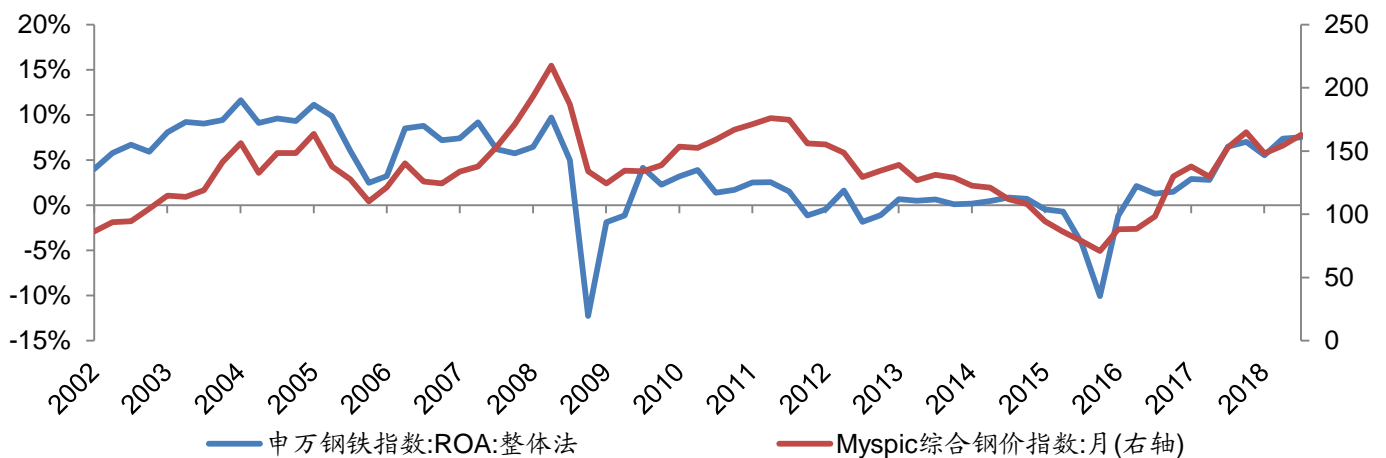
2、已有收购案例多是以换股合并方式完成, 换股合并下被收购方即使在景气周期也可以享受被收购后的行业红利, 因此换股合并将为当前兼并重组破局带来契机;

3、环保高压: 小型企业将面临产能退出困境, 或将主动寻求被收购机会。

1、景气周期下钢铁行业资产负债表改善, 可能对兼并重组形成障碍

自2016年以来, 受供给侧改革、环保高压与下游景气复苏影响, 钢铁行业的景气周期进入了一个较有韧性的上行段, Myspic综合钢价指数较2015年12月的低点上涨115.78%。在此影响下, 钢铁行业ROA出现一轮上移, 2018Q3申万钢铁指数ROA达7.52%, 较2015年Q4的低点上升17.58个百分点。

图9: 上行景气周期下, 钢铁行业ROA出现一轮显著改善



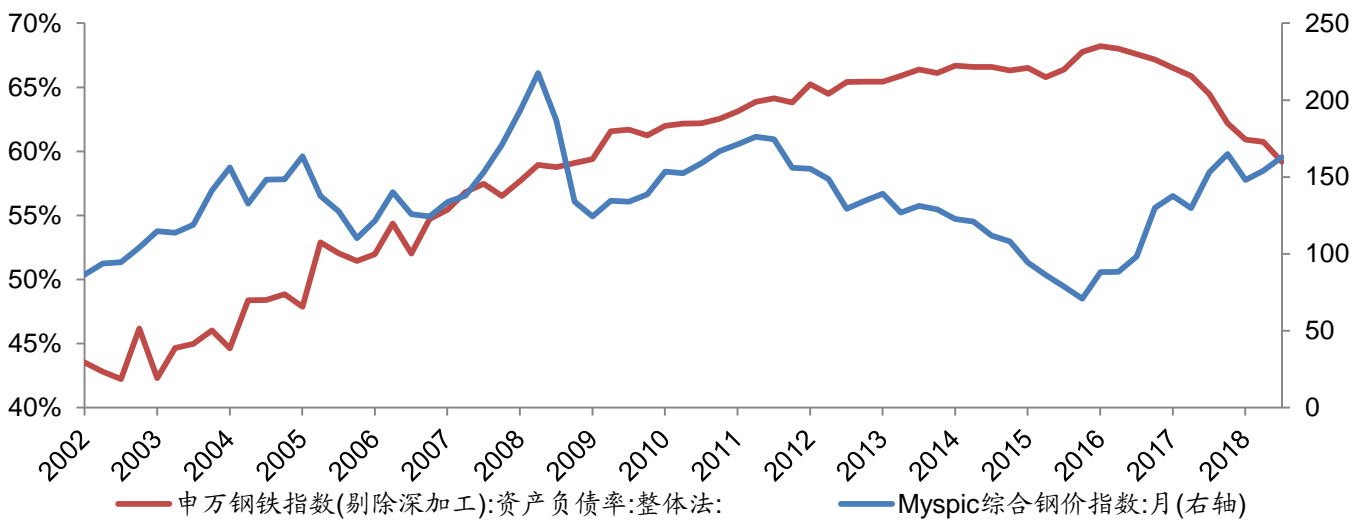
数据来源: 我的钢铁网、Wind、广发证券发展研究中心

注: ROA使用整体法计算, 指数ROA=成分股单季度净利润(年化)之和/成分股资产之和

受到景气周期上行影响，钢铁行业的资产负债表也出现了一轮改善。由于新增产能受限，企业未进入到新一轮产能周期，资本开支没有出现扩张，这使得近年来盈利的好转迅速地传导到资产负债表端和现金流，行业资产负债率出现显著改善。**2018Q3申万钢铁指数资产负债率为59.20%，较2016年Q1的高点下降8.71个百分点。**

在这种情况下，企业展开现金收购会存在一定阻碍。如果市场盈利强韧、企业资产负债表健康，则兼并重组可能会遭遇被收购方的阻力，因为企业股东倾向于高估其资产价值，并期望通过股利而非现金实现更高的收益。这可能是2017-2018年仍然鲜见大规模兼并重组的原因。

图10: 上行景气周期下，钢铁行业资产负债率逐步下移



数据来源：我的钢铁网、国家统计局、广发证券发展研究中心

注：资产负债率使用整体法计算，指数资产负债率=成分股负债之和/成分股资产之和

注：考虑到深加工企业（久立特材、金洲管道、常宝股份）由于其经营性质原因可能具有异于其他钢铁企业的资产负债率表现，因此在资产负债率计算当中我们将其剔除。

2、换股合并允许被收购方股东享受景气周期红利，可能带来兼并重组契机

我们认为盈利居高可能会推使兼并重组浪潮后移，等待行业景气周期适度下行来为兼并重组腾挪空间，但这可能仅限于现金收购，当企业以换股合并方式展开收购时，这种压力可能得到缓解。换股合并方式下，被收购方的股东并非将其权益出售转为现金，而是将原有公司的权益置换为收购方的权益，这使得当行业处于景气周期时，被收购方的股东仍然可以享受行业整体性经营改善带来的红利。

事实上，2016年以来发生的兼并重组主要以换股合并的方式发生。以宝钢股份与武钢股份的兼并重组为例，2016年9月22日，宝钢股份（600019.SH）和武钢股份（600005.SH）双双发布公告《宝山钢铁股份有限公司换股吸收合并武汉钢铁股份有限公司暨关联交易报告书（草案）》，公告中对“宝武合并”的具体方式进行了详细阐述：宝钢股份对武钢股份进行吸收合并，宝钢股份向武钢股份全体换股股东发行A股股票，武-宝换股比例1:0.56，换股后宝武集团对宝钢股份持股65.58%。

如果我们回视宝武合并的时点，我们可以发现，当时行业已经处在一轮景气上行周期当中，此时并不符合前述弱周期展开并购扩张的逻辑——兼并重组时点上ROA已较低点抬升11.53个百分点，而资产负债率已较高点下降1.02个百分点。且武

钢集团在当时的信用状况尚为良好（信用评级为AAA），不存在严重的资产负债表或现金流问题。因此，在换股合并的模式下，企业未必需要在弱周期当中完成并购，这使得我们在当前较强的景气周期当中仍然可以期待兼并重组的发生。

3、环保高压之下小型企业面临产能退出困境，或主动寻求被收购机会

环保高压之下小型钢铁企业面临较大的产能退出压力。《钢铁企业超低排放改造工作方案（征求意见稿）》特别强调加快淘汰落后产能和不符合相关强制性标准要求的生产设施（列入淘汰的企业或设施不再要求实施超低排放改造）：加大重点区域（京津冀及周边、长三角、汾渭平原等大气污染防治重点区域）钢铁产能压减力度，淘汰130平方米以下烧结机、1000立方米以下高炉，焦化室高度在4.3米及以下、运行寿命超过10年的焦炉。

对于小型钢铁企业而言，如果其产能不符合标准，则可能的解决路径有三条：第一，外购产能指标作为补充，整体置换为更大容积的产能；第二，直接退出产能，并出售其产能指标；第三，寻求外部企业收购。

而相较于前两者，小型钢铁企业可能具备更强的寻求被收购的诉求。就第一条路径而言，外购产能指标并新建产能往往要求数十亿的投资，多数小型钢铁企业并不具备充足的现金流予以支撑；而就第二条而言，如果企业产能退出，则企业将被迫承受原有设备资产减值带来的损失，且面临较大的雇工压力（企业关闭将导致大量员工下岗），这同样给企业所有者带来压力。相较而言，大型企业能够提供充足的现金流以实施产能置换，且具备收容雇工的充分能力，这使得不具备环保资质的小型企业可能主动寻求大型企业的兼并重组。

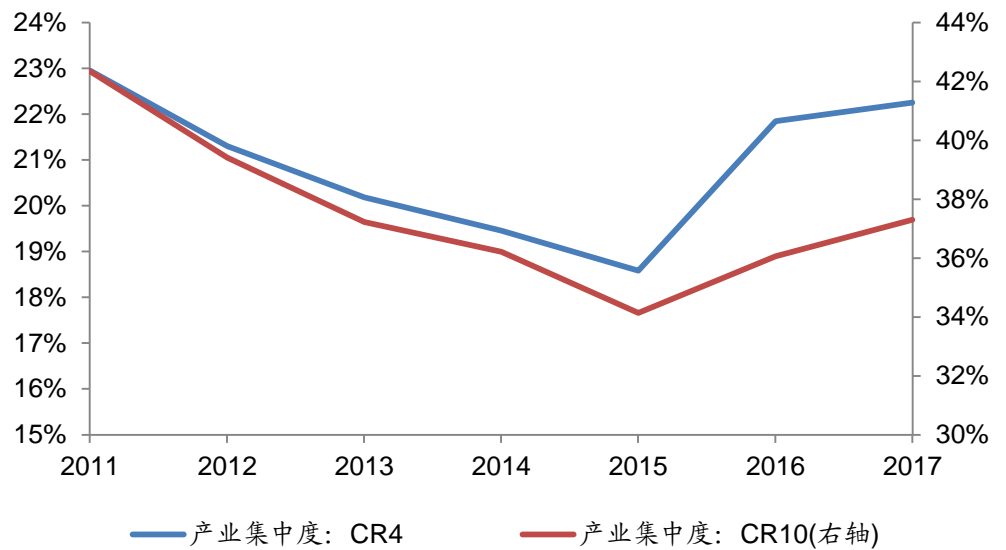
（三）政策端：“十三五”规划目标仍有差距，政策端或将主动推动行业兼并重组，供给侧改革政策与钢铁产业基金为兼并重组创设良好环境

除了市场因素以外，兼并重组本身也是国企改革其中的一个关键语义，因此政策端可能也将在未来两年的兼并重组进程当中扮演重要角色。

2016年11月14日，工信部发布《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》，提出要深化区域布局调整、深化国有企业改革力度，推动行业龙头企业实施跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组，形成若干家世界级一流超大型钢铁企业集团，避免同质恶性竞争，提高区域产业集中度和市场影响力。《规划》具体提出，到2020年，钢铁行业产业集中度（CR10）达到60%， “十三五”期间累计提高产业集中度25个百分点以上。

根据世界钢铁协会数据，截至2017年，钢铁行业的产业集中度仍然较低，CR10仅为37.30%。这意味着，如果要实现“十三五”规划目标，2018-2020年期间仍然要提高CR10达22.70个百分点。而考虑到2018年行业尚未有大规模的兼并重组事件，行业集中度提高有限，这可能会推使政策端在2019-2020年为完成目标而积极推动钢铁企业间兼并重组。

图11: 我国钢铁行业集中度仍然处于较低水平



数据来源: 世界钢铁协会、广发证券发展研究中心

与此同时, 在供给侧改革当中, 兼并重组被视为化解过剩产能的重要方式。在当前不合规产能多数出清、直接压减产能空间有限的情况下, 兼并重组将成为进一步减量的重要途径。自2016年以来, 历次围绕化解过剩产能展开的政策当中多次提出推进兼并重组, 并从职工、资产债务、金融等方面给予充分支持, 这提供以兼并重组更多的政策方面的可行性支持。

表 11: 2016 年以来政策文件当中对于兼并重组要求梳理

发布时间	文件名	兼并重组相关表述	来源
2016/2/4	《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	兼并重组压减产能。鼓励有条件的钢铁企业实施跨行业、跨地区、跨所有制减量化兼并重组, 重点推进产钢大省的企业实施兼并重组, 退出部分过剩产能。落实有保有控的金融政策, 对化解过剩产能、实施兼并重组以及有前景、有效益的钢铁企业, 按照风险可控、商业可持续原则加大信贷支持力度, 支持各类社会资本参与钢铁企业并购重组; 对违规新增钢铁产能的企业停止贷款。支持社会资本参与企业并购重组。鼓励保险资金等长期资金创新产品和投资方式, 参与企业并购重组, 拓展并购资金来源。完善并购资金退出渠道, 加快发展相关产权的二级交易市场, 提高资金使用效率。	国务院
2016/7/26	《国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》	重组整合一批。推进强强联合。统筹走出去参与国际竞争和维护国内市场公平竞争的需要, 稳妥推进装备制造、建筑工程、电力、钢铁、有色金属、航运、建材、旅游和航空服务等领域企业重组, 集中资源形成合力, 减少无序竞争和同质化经营, 有效化解相关行业产能过剩。鼓励煤炭、电力、冶金等产业链上下游中央企业进行重组, 打造全产业链竞争优势, 更好发挥协同效应。	国务院
2016/11/14	《钢铁工业调整升级规划 (2016-2020 年)》	促进兼并重组: 推动行业龙头企业实施跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组, 形成若干家世界级一流超大型钢铁企业集团; 支持产钢大省的优势企业以资产为纽带, 推进区域内钢铁企业兼并重组, 形成若干家特大型钢铁企业集团。	工信部
2017/4/17	《关于做好	大力推动企业兼并重组、优化布局和转型升级。鼓励优势企业按照市场化原则	发改

	2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》	加大兼并重组力度，推动钢铁行业跨地区、跨所有制的兼并重组，再启动若干钢铁行业重大兼并重组，鼓励有条件、有实力的钢铁企业通过多种方式开展国际产能合作。加大钢结构建筑推广应用，促进钢铁企业产品结构调整。加强跨地区去产能协作，引导产能向资源条件好、竞争能力强的地区和企业集中，实现产业布局优化。培育发展新技术新产品，通过技术进步实现产业转型升级。进一步落实有保有压的金融政策，对优势企业实施兼并重组、升级改造和转型发展项目给予积极支持，满足合理资金需求，停止对落后产能的金融支持。	委
2017/4/17	《2017年钢铁去产能实施方案》	加快推进兼并重组。推进宝武钢铁集团深度整合，总结经验，进一步完善有利于企业实施兼并重组的政策环境，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制兼并重组，运用市场化、法治化办法处理好兼并重组过程中的资产、债务等问题，妥善安置兼并重组后的富余职工。以提升质量品牌、整合区域资源为主要任务的兼并。 重组取得实质性进展，钢铁产能向优势企业集中，产业集中度进一步提升，根据区域情况、企业实际和行业发展需要等，力争形成若干家具有较强竞争力的超大型、特大型钢铁企业集团和专业化骨干企业集团。	发改委
2018/4/9	《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》	进一步优化产业布局。按照企业主体、政府引导、市场化运作的原则，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，进一步优化产业布局。积极推动钢铁国际产能合作。通过开展跨区域指标交易和产能协作等方式，引导有效产能向优势企业和地区集中。 进一步落实有保有压的金融政策，在风险可控和商业可持续的原则下，对优势企业实施兼并重组、升级改造和转型发展项目给予积极支持，拓宽融资渠道、优化资金结构、降低财务成本。	发改委
2018/4/9	《2018年钢铁化解过剩产能工作要点》	大力推进兼并重组。进一步完善有利于企业实施兼并重组的政策环境，按照企业主体、政府引导、市场化运作的原则，结合化解钢铁过剩产能和优化产业布局，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，处理好兼并重组过程中的资产、债务等问题，依法妥善安置兼并重组后的富余职工。	发改委

数据来源：政府机构官网、广发证券发展研究中心

而近年以来，钢铁产业基金的迅速发展同样正在为兼并重组浪潮铺设良好环境。为化解冶金行业过剩产能、促进冶金行业健康发展和转型升级，我国已成立四大钢铁整合基金（公司）。钢铁整合基金（公司）创新资本投资方式、打造区域性钢铁产业整合、转型平台：

（1）长城河钢产业发展基金：由河钢集团有限公司（持股51%）、长城资产管理公司（持股49%）于2017年7月成立，母基金规模为100亿元人民币；其将通过发挥国有资本的引导作用，广泛吸收、利用社会资源、放大投资效果，力争推动300亿元至500亿元项目落地，重点支持河钢集团转型与战略发展项目（如战略并购拓展上下游产业链，培育发展环保、新材料、新能源等新产业）。

（2）四源合钢铁产业结构调整基金：由中国宝武钢铁集团有限公司（持股25%）、WL罗斯公司（持股26%）、中美绿色基金（持股25%）、招商局集团（持股24%）于2017年4月成立，合计出资额为10亿元，基金规模初定400~800亿元；其设立的目的是通过市场化的方式、专业化的运作、全球化资源嫁接，助力中国钢铁行业去除过剩产能、出清僵尸企业、加快兼并重组、提高产业集中度、实施混合所有制、

推动新型国际产能合作。2017年8月，四源合基金于介入重钢重整，全面诊断重钢业务、财务、法律风险并制定重整计划草案，该草案在出资人会议上获得了98%以上的通过率。

(3) **山西钢铁产业结构调整基金**: 由山西省国有资本投资运营有限公司、北京建龙重工集团有限公司、陕西鼓风机(集团)有限公司、中冶京诚工程技术有限公司等多方合伙人于2018年1月共同设立，母基金21.02亿元、总规模为50亿元，其将通过创新资本投资方式，打造区域性钢铁产业整合和转型平台，促进钢铁行业进行整合、再造，推进山西省钢铁行业供给侧结构性改革。

(4) **华宝冶金资产管理有限公司**: 由中国宝武钢铁集团有限公司(持股37.5%)、中国东方资产管理股份有限公司(持股25%)、鞍钢集团有限公司(持股25%)和马钢集团控股有限公司旗下马钢集团投资有限公司(持股12.5%)于2018年9月成立，合计出资额为20亿元，为境内首家专注于冶金行业资产整合与管理的专业化资本运作平台。

四、投资建议：供给侧改革后时代，钢铁行业正为新一轮兼并重组浪潮酝酿契机

兼并重组是当前存量博弈时代产业格局变迁与企业版图扩张的关键破局力量。在当前时点上，中国钢铁行业正为新一轮兼并重组酝酿契机。具体原因如下：

从收购方的角度来看：兼并重组实质上是对企业对现成资本的购买行为，收购方是否展开兼并重组的关键考量在于现成资本是否具有成本上的比较优势。基于Tobin Q比率推演，低估值的市场条件是激发收购方主动进行兼并重组的良好土壤，当估值处于低位，企业将通过收购来实现产能扩张，而非进行新的产能建设。2018年以来，权益市场估值出现系统性下折，钢铁行业的PB和PE分别仅处于2000年以来的13%和4%分位，这使得兼并重组具有较佳的成本优势。不仅如此，严禁新增产能下企业仅能通过购买产能指标并实施产能置换来进行内生扩张，但是，一方面，企业所在地区可能不允许产能置入或者实施严格的产能总量控制，且要求以较高的比例进行减量置换，另一方面，产能指标本身构成额外成本，且有时可能被赋予较高溢价而使得成本偏高，这两者都将加深兼并重组的成本比较优势，从而进一步激化企业进行兼并重组的诉求。

从被收购方的角度来看：被收购本质是股东对现成资本的出售行为，仅有当出售资产、获得现金对于股东而言是更有益的路径，企业方才愿意做出被收购的决策，这往往来源于两种情况：第一，被收购方经营不善，资产收益率过低，使得股东相信未来现金流折现所得的资产现值低于直接出售资产的价值；第二，被收购方资产负债表出现恶化，股东面临资产负债率过高的压力。而当前行业尚处景气周期，且盈利改善已经传导至资产负债表端，这可能对兼并重组形成障碍。但是，我们认为有两个因素可能将疏导被收购方的阻力：第一，当前已有收购案例多是已换股合并方式完成，换股合并下被收购方即便在景气周期也可以享受行业红利，从而兼并重组不受到盈利周期性的制约；第二，环保高压之下小型钢铁企业面临较大的产能退出压力，相较于直接退出或者外购指标扩建，小型钢铁企业可能具备更强的寻求被收购的诉求。

从政策端的角度来看：兼并重组本身也是国企改革其中的一个关键语义，《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》提出，到2020年，钢铁行业产业集中度(CR10)达到60%，“十三五”期间累计提高产业集中度25个百分点以上。而截至2017年，CR10仅为37.30%，距离“十三五”目标仍有差距，这可能会推使政策端在2019-2020年为完成目标而积极推动钢铁企业间兼并重组。

综上，我们认为，中国钢铁行业可能正站在兼并重组浪潮的起点，建议关注兼并重组下企业版图扩张与行业竞争生态改善的逻辑。

五、风险提示

- 1、宏观经济超预期下滑；
- 2、原材料、钢价出现大幅波动；
- 3、供给侧结构性改革不及预期；
- 4、国家对兼并重组政策出现重大变化。

广发钢铁行业研究小组

- 李 莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第三名，2016年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富钢铁行业第四名（团队）。
- 陈 潇：研究助理，中山大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队），2016年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第二名（团队）。
- 刘 洋：研究助理，清华大学材料科学与工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队）。
- 李衍亮：研究助理，新加坡国立大学金融工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。