

钢铁行业

减量、增效、规模效应，兼并重组行之有“效”：案例复盘

分析师：李莎



SAC 执证号：S0260513080002

SFC CE.no: BNV167



020-87574792



lisha@gf.com.cn

核心观点：

一、减量：兼并重组提高产业集中度，一定程度加速去产能进程

钢企合并促使协同合作关系取代竞争关系，原先竞争格局下钢企扩张产能、抢占市场份额的动力趋于消减，从而有效抑制产能扩张的步伐；另一方面，超大型企业的诞生使得其不再扮演价格接受者的角色，经营策略由薄利多销转向以价定产，有计划地控制其产量。从日本以及中国钢铁行业已有兼并重组案例看，其一定程度上加速了行业产能去化的进程。

二、增效：案例复盘，兼并重组有助钢企管理、生产、营销水平提升，最终实现协同共赢

企业通过兼并重组不但可获得生产能力和各种资产，还获得了优秀的管理经验，使其迅速提升技术和管理水平，逐渐接近并达到先进一方，最终实现双方共赢。我们以四源合基金参与重庆钢铁司法重整、宝武合并两个案例进行论证，以探讨兼并重组对参与方管理、生产、销售以及在上市公司盈利、营运、偿债等经营业绩等方面的提升作用。

分析发现，四源合基金为重庆钢铁引入了专业化、市场化管理团队后，在管理、生产、经营方面逐步走上正轨，盈利、运营、偿债能力等经营业绩明显提升，且与可比公司差距缩小；宝武合并涉及到两个千万吨级别产能以上的超大型钢铁公司合并，宝钢股份通过优化管理架构、加强生产技术协同、全面整合营销体系等诸多措施，武钢青山基地在技术水平和经营业绩上明显提升。目前宝武合并进程持续推进，深度融合后协同共赢效应将得以更充分体现。

三、规模效应：市场与财务双协同，提高生产效率，增强产业链话语权

兼并重组带来的规模效应体现在协同、降本、以及增强话语权三方面。**协同效益**：通过统筹区域市场，增加市场份额，以产生市场协同效应；通过降低资金成本，实现资源共享来增加财务协同效益。**降本增效**：钢企可通过最优化成本结构、最大化提升生产效率、提高产能利用率、保证资源和能源就近供应等措施，集中组织生产，实现降本增效。**增强话语权**：通过兼并重组，市占率得以提升，增强对下游客户以及上游铁矿石资源的议价能力。

四、投资建议：减量、增效、规模效应，兼并重组行之有“效”

钢企兼并重组将为行业以及参与方带来减量、增效以及规模效应等三方面成效。就实际案例看，钢铁兼并重组给参与钢企带来了不同程度的管理、生产、经营方面的改善，以及盈利、运营、偿债能力等经营业绩方面的提升，最终实现“1+1>2”的协同共赢成效。

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：

钢铁兼并重组之路径：行业内扩张、产业链延伸、跨行业布局，竞争力提升取之有道

2019-01-11

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

2019-01-06

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：刘洋 021-87570852 gzly@gf.com.cn

目录索引

前言：钢铁行业兼并重组成效分析	6
一、减量：兼并重组提高产业集中度，一定程度加速去产能进程	7
（一）借鉴日本：并购促产业集中度提升，在一定程度上加速产能去化的进程	7
（二）中国观察：宝武合并促去产能三年目标两年完成，去产能进程加速	8
二、增效：案例复盘，兼并重组有助钢企管理、生产、营销水平提升，最终实现协同共赢	9
（一）管理：重构机制、精简机构，兼并重组后重庆钢铁、武钢有限人员效率提升	10
（二）生产：加强生产协同，兼并重组后重庆钢铁、武钢有限产能利用率、铁水消耗等指标明显提升	16
（三）营销：精准市场定位，整合营销体系，兼并重组后重庆钢铁、宝钢股份销售费用率降幅超可比公司	20
（四）业绩：重庆钢铁经营业绩初见成效，宝武合并进程持续推进	23
三、规模效应：市场与财务双协同，提高生产效率，增强产业链话语权	30
（一）协同效应：统筹区域市场，增加市场份额，降低资金成本，实现资源共享 ..	30
（二）降本增效：优化成本结构、集中组织生产、提高生产效率	31
（三）增强话语权：市场占有率提升，提升对上下游议价能力	33
四、投资建议：减量、增效、规模效应，兼并重组行之有“效”	35
五、风险提示	36

图表索引

图 1: 日本钢铁工业产业集中度的提高伴随着行业产能的收缩	7
图 2: 四源合产业发展基金通过长寿钢铁持有重庆钢铁 23.51% 股权, 间接控制重庆钢铁 (截止至 18 年 12 月 22 日)	10
图 3: “宝武系” 管理人士重点负责重庆钢铁核心管理职能 (单位: 人)	11
图 4: 2017 年重庆钢铁员工总数较司法重整前的 2016 年大幅下降 18.60%	13
图 5: 2017 年重庆钢铁人均产钢量仅次于华菱钢铁, 而司法重整前排名可比公司末位 (单位: 吨/人)	13
图 6: 2018H、2017 年重庆钢铁管理费用率为分别为 6.55%、9.78%, 较司法重整前的 2016 年大幅下降	13
图 7: 2017、2018H 重庆钢铁管理费用率与可比公司的差距较司法重整前的 2016 年明显收窄	13
图 8: 2016、2017 年武钢有限员工数量同比降幅连续两年维持在 10% 以上 (单位: 人)	14
图 9: 2017 年 6 月武钢有限机构精简全面完成, 管理机构规模大幅下降	14
图 10: 2017 年武钢有限人均产钢量为 740 吨/人, 与华菱钢铁相当, 同比增速仅次于华菱钢铁 (单位: 吨/人)	15
图 11: 青山基地相对于梅山基地和湛江基地的人均粗钢产量仍有较大差距, 提升空间仍然较大	15
图 12: 2017 年武钢有限管理费用率为 3.22%, 较合并前的 2016 年底上升 0.66 个百分点	15
图 13: 2017 年武钢有限与可比公司在管理费用率方面差距同比扩大	15
图 14: 2018H 重庆钢铁粗钢、钢材产能利用率分别为 70.97% 和 76.21%, 均创 2013 年新高	17
图 15: 2017、2018H 重庆钢铁粗钢利用率与可比公司的差距逐年缩小, 但仍大幅落后	17
图 16: 2018H 重庆钢铁铁水消耗较 2017 年底下降 3.85%, 为 2013 年以来最佳水平 (单位: kg/t)	17
图 17: 2017、2018H 重庆钢铁铁水消耗较新钢股份领先优势扩大, 但马钢股份降幅更大 (单位: kg/t)	17
图 18: 宝武合并后, 原武钢有限技术中心纳入宝钢股份中央研究院	18
图 19: 武钢有限 2017 年粗钢产能利用率为 82.47%、较宝武合并前的 2016 年提升 2.37 个百分点	19
图 20: 相比宝武合并前的 2016 年, 2017 年武钢有限粗钢利用率与可比公司的差距同比拉大	19
图 21: 2016 年后青山基地吨钢综合能耗与宝山基地差距逐年缩小	19
图 22: 2016 年后青山基地吨钢综合能耗与全行业差距逐年缩小 (单位: kgce/t)	19
图 23: 宝武合并后, 武钢有限铁前成本与宝山基地逐步接近	20
图 24: 青山基地彩涂机组在宝武合并后, 产能利用率和产量快速提升	20

图 25: 2018H、2017 年重庆钢铁销售费用率分别较司法重整前的 2016 年下降 2.09、2.01 个百分点 21

图 26: 2017 年起重庆钢铁销售费用率全面低于可比公司, 2018H 其与可比公司的差距进一步扩大 21

图 27: 2017、2018H 宝钢股份销售费用率分别为 1.16%、1.10%, 自 2016 年来持续下降 22

图 28: 2018H 可比公司与宝钢股份销售费用率的差值均有所上升, 宝武营销整合初见成效 22

图 29: 2018H 重庆钢铁销售毛利率达 15.76%, 已回到 2005 年以来 75%~100%分位 23

图 30: 2018H 重庆钢铁销售毛利率在可比公司中仅次于华菱钢铁, 差距仅 1.1 个百分点 23

图 31: 2018H 重庆钢铁销售净利率达 6.87%, 绝对值已回到 2005 年以来 75%~100%分位 24

图 32: 2018H 重庆钢铁净利率相对可比公司仍然较低, 但差距较 2017 年进一步缩小 24

图 33: 2017 年重庆钢铁存货周转率达 11.12 次, 已达 2005 年以来最好水平(单位: 次) 25

图 34: 2017 年重庆钢铁存货周转率全面高于可比公司, 但 2018H 回落明显(单位: 次) 25

图 35: 2017、2018H 重庆钢铁应收账款周转率相继创 2005 年以来最好水平(单位: 次) 25

图 36: 2017、2018H 应收账款周转率全面高于可比公司且领先优势扩大(单位: 次) 25

图 37: 2017 年重庆钢铁资产负债率仅为 32.82%, 为 2005 年以来最低水平 26

图 38: 2017 年重庆钢铁资产负债率已大幅低于可比公司 26

图 39: 2017 年重庆钢铁流动比率增至 0.99 次, 为 2005 年以来 75%~100%分位水平(单位: 次) 26

图 40: 司法重整后重庆钢铁流动比率与可比公司差距迅速缩小, 2018H 仅次于新钢股份(单位: 次) 26

图 41: 2017 年宝钢股份销售毛利率为 14.07%, 同比提升 1.34 个百分点, 居 2005 年以来 50%~75%分位 27

图 42: 2017 年宝钢股份销售毛利率微幅领先, 2018H 低于华菱钢铁和马钢股份 27

图 43: 2017 年宝钢股份销售净利率为 7.09%, 同比提升 2.10 个百分点, 为 2005 年以来 75%~100%分位 27

图 44: 2017、2018H 宝钢股份销售净利率与可比公司差距收窄 27

图 45: 2017 年宝钢股份存货周转率提升至 6.6 次(单位: 次) 28

图 46: 2017 年宝钢股份存货周转率绝对值略低于华菱钢铁以及新钢股份(单位: 次) 28

图 47: 2017 年宝钢股份应收账款周转率达 25.7 次, 较 2016 年提升 35.62%(单位: 次) 28

图 48: 2017 年宝钢股份应收账款周转率提升幅度较小, 仍较为稳健(单位: 次) 28

图 49: 宝钢股份自 16 年起资产负债率均稳定在 50%附近, 整体相当稳健..... 29

图 50: 17 年宝钢股份流动比率为 0.82, 同比仅微幅下降 0.03, 而同期可比公司流动比例均明显上升..... 29

图 51: 2016、2017 年宝钢股份均超额完成第一期成本削减计划 (单位: 亿元) 32

图 52: 宝钢股份新三年成本削减目标为 18、19、20 年分别挑战 23 亿元、47 亿元和 61 亿元 (单位: 亿元) 32

图 53: 宝钢股份 2018 年上半年成本削减主要集中在制造成本削减方面..... 32

表 1: 本文以华菱钢铁、新钢股份、马钢股份等以板材为主的中部钢企作为重庆钢铁和武钢股份 (原) 可比公司 9

表 2: 相对宝钢股份股权激励计划, 重庆钢铁员工持股计划对高级管理人员的激励更为到位 12

表 3: 新日铁和住友金属合并前后, 其在本国钢铁市场主要产品份额变动情况 .. 30

表 4: 2012 年新日铁和住友金属合并时预计将削减固定成本 800 亿日元, 最终实现 1220 亿日元 (单位: 亿日元) 31

表 5: 新日铁和住友金属合并后, 其在本国钢铁市场主要产品份额均处于领先地位 (单位: %) 33

表 6: 宝武合并后宝钢股份冷轧汽车板、高牌号无取向电工钢、非标石油管等产品市占率均进一步提高 34

前言：钢铁行业兼并重组成效分析

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，行业竞争格局进入了存量博弈的新时代。纵观历史迹象，兼并重组浪潮与产能集中度提升是钢铁工业格局变迁之必然。由宏观至微观，兼并重组同样也是大型钢铁企业在存量博弈时代寻求破局的关键路径。由此来看，对兼并重组的探讨将具备其显然的重要性。

我们在《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》中对兼并重组的时机进行了讨论。我们认为，从收购方的角度来看，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，当前钢铁企业估值处于低位，且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；从被收购方角度看，弱周期将削弱收购阻力，当前行业尚处景气周期，可能对兼并重组形成障碍，但换股收购和环保高压可能疏导收购阻力；从政策端来看，截至2017年，CR10仅为37.30%，距离“十三五”60%的目标仍有差距，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，在供给侧改革后时代，中国钢铁行业正为新一轮兼并重组酝酿契机。

我们在《钢铁兼并重组之路径：行业内扩张、产业链延伸、跨行业布局，竞争力提升取之有道》中对兼并重组的路径进行了探讨。我们认为，钢企可通过横向扩张、纵向扩张和跨行业扩张等三种路径来实现兼并重组：横向扩张，超体量、广布局、兼内外、重协同或为本轮兼并重组潮的关键特征；纵向扩张，投资上游海外优质铁矿石资源、向下游深加工等领域扩张或是可能路径；跨行业扩张，布局新材料、智慧钢厂等技术领域或是保持未来竞争力的途径。

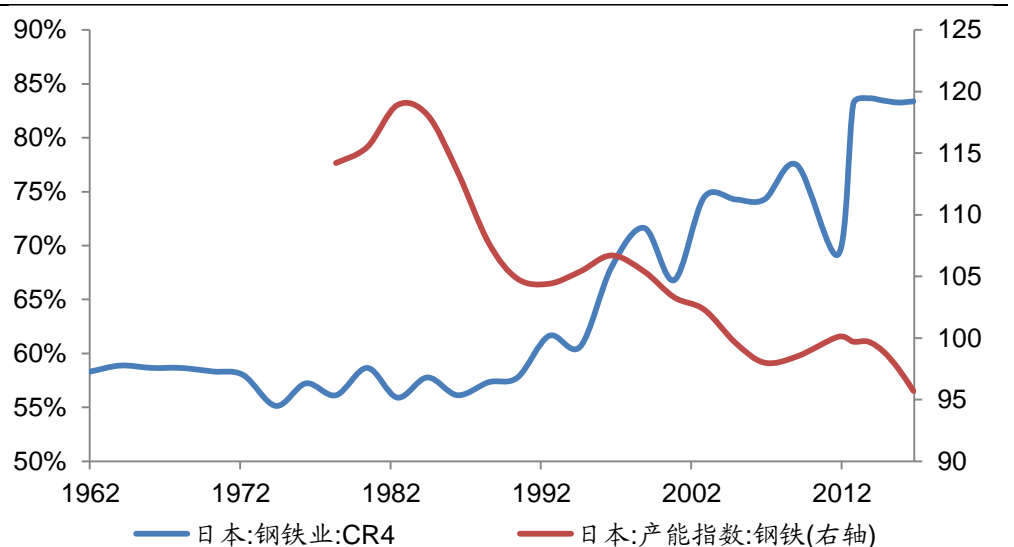
在完成了兼并重组时机、路径的讨论之后，本文将进一步讨论钢铁行业兼并重组的成效问题，即，钢铁企业兼并重组，是否对参与双方会带来如预期的业绩提升。

一、减量：兼并重组提高产业集中度，一定程度加速去产能进程

（一）借鉴日本：并购促产业集中度提升，在一定程度上加速产能去化的进程

产业集中度的提高在一定程度上加速了日本钢铁产能去化的进程。伴随着1990年以来钢铁产业集中度的提高，根据日本经济产业省数据以及杜立辉等于2010年发表于《冶金经济与管理》期刊的《美日韩三国钢铁产业集中度的演变及启示》，日本钢铁工业产能指数由1990年的104.80逐渐下降至2009年的98.50。一方面，钢铁企业的合并促使协同合作关系取代竞争关系，原先竞争格局下钢铁企业扩张生产、抢占市场份额的动力趋于消减，从而有效抑制了钢铁工业整体产能扩张；另一方面，由于在市场中占据较高份额的大型钢铁企业的诞生，大型钢铁企业在定价、生产上具有话语权，其不再扮演市场上价格接受者，因此，经营策略由薄利多销转向以价定产，有计划地控制产量而非盲目生产以达到稳定市场价格、保证合适盈利水平的目的。

图1：日本钢铁工业产业集中度的提高伴随着行业产能的收缩



数据来源：杜立辉等于2010年发表于《冶金经济与管理》期刊的《美日韩三国钢铁产业集中度的演变及启示》、日本经济产业省、世界钢铁协会、广发证券发展研究中心

实际来看，日本钢铁企业的兼并重组的确带动了产能的去化。我们以2002年日本钢管公司（NKK）与川崎制铁（KAWASAKI）合并成为JFE集团为例。根据中国冶金报2017年10月13日发布的《日本JFE集团重组及整合策略分析》一文，JFE集团成立后，其按地区对原川崎制铁和NKK的钢厂进行了重组，川崎制铁千叶厂与NKK京滨厂重组为东日本钢铁厂，川崎制铁仓敷厂与NKK福山厂重组为西日本钢铁厂，方便就近相互融合以提高企业的竞争力；同时，JFE关停了仓敷厂1号高炉、千叶厂5号高炉等2座高炉，削减了390万吨产能；关停了15条轧制生产线（包括冷轧相关

生产线2条、表面处理生产线6条、棒型轧机2条、焊管生产线5条)。

(二) 中国观察：宝武合并促去产能三年目标两年完成，去产能进程加速

我们在此以宝武合并为例，就兼并重组对去产能的影响进行探讨。根据中国宝武集团发布的《2017年社会责任报告》，按照国务院国资委批复的中国宝武三年合计化解过剩产能1542万吨目标，公司在2016年已超额完成997万吨去产能任务的基础上，于2017年7月底完成化解钢铁过剩产能545万吨，全部完成任务目标。2017年10月，通过了国务院国资委的验收。

中国宝武集团成立后，基于集团钢铁区域布局优化和产品结构优化两大因素，按照“减量、增效、调整、发展”的转型方针，对接近国家退出标准的装备进行梳理，对不具竞争力的予以淘汰；对存在经营亏损，尤其是持续亏损，并难以从根本上扭转局面的低效无效产能，下决心予以关停，并列入去产能计划。中国宝武集团压减落后产能三年目标两年完成，宝武合并进一步加速了去产能进程。

二、增效：案例复盘，兼并重组有助钢企管理、生产、营销水平提升，最终实现协同共赢

企业通过兼并重组不但可获得原有企业的生产能力和各种资产，还获得了原有企业的管理经验，从而使得技术和管理相对落后的企业迅速提升技术和管理水平，逐渐接近并达到先进一方，最终实现双方的协同共赢。

在本章节中，我们以目前国内钢铁上市公司已经完成的两个典型兼并重组案例——四源合基金参与重庆钢铁司法重整、宝武合并等两个案例进行论证，以探讨兼并重组对参与方管理、生产、销售以及在上市公司盈利、营运、偿债等经营业绩等方面的提升作用。首先我们先介绍下两个案例的背景：

四源合重组重庆钢铁。受钢铁行业景气度偏低及公司产品竞争力较差影响，2015、2016年重庆钢铁生产被迫采取来料加工模式，造成大量设备处于闲置状态，产能利用率低，连续两年出现严重亏损，归母净利润分别为-59.87亿元和-46.86亿元；截止2016年底，重庆钢铁实际负债总额417亿元，按清算价值法其资产评估价值仅为186亿元(不含融资租赁资产)，严重资不抵债；此外，重庆钢铁现金流完全枯竭，诉讼缠身。2017年11月3日，*ST重钢发布《重庆钢铁股份有限公司管理人关于确定投资人相关情况的公告》，四源合基金与重庆战新基金共同设立的重庆长寿钢铁有限公司作为重庆钢铁公司重组方参与对重庆钢铁进行重整。

宝钢股份换股合并武钢股份：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；2016年10月29日，宝钢股份发布《2016年第三次临时股东大会决议公告》，2016年10月28日，宝钢股份、武钢股份召开股东大会，审核批准合并方案；2016年12月29日，宝钢股份收到中国证监会《关于核准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的批复》，控股吸收合并获得中国证监会核准通过；2017年2月14日，上交所对武钢股份予以摘牌，武钢股份股票终止上市；2017年2月27日，宝钢股份换股吸收合并武钢股份工作实施完毕，新增股份于2017年2月27日上市，宝钢股份于同日复牌。

在下文分析以上两个兼并重组案例的成效时，我们分别将重庆钢铁、武钢股份（原）以及宝钢股份和**华菱钢铁、新钢股份和马钢股份**进行对比。主要原因是重庆钢铁、武钢股份（原）均为以板材为主要产品的钢企，且均处于中部地区。

表 1：本文以华菱钢铁、新钢股份、马钢股份等以板材为主的中部钢企作为重庆钢铁和武钢股份（原）可比公司

钢铁企业	粗钢产能 (万吨)	2017 年板材产量占比	2017 年长材产量占比	所处地区
重庆钢铁	840	82%	18%	重庆市
武钢股份（原）	1400	90%	10%	湖北省
华菱钢铁	1755	69%	31%	湖南省
新钢股份	1000	71%	29%	江西省
马钢股份	2298	51%	49%	安徽省

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

(一) 管理：重构机制、精简机构，兼并重组后重庆钢铁、武钢有限人员效率提升

钢企兼并重组，管理变革先行。通过重构管理机制，精简管理机构，提升激励水平等方式，钢铁企业的生产效率、管理效率将得以提升，通常可以分别体现在人均产钢量、管理费用率等指标的变化上。因此在下文中，我们将重点分析四源公司法重整重庆钢铁、宝武合并对管理机制的变革举措，以及实施前后，重庆钢铁和武钢有限在人均产钢量、管理费用率等指标的变化。

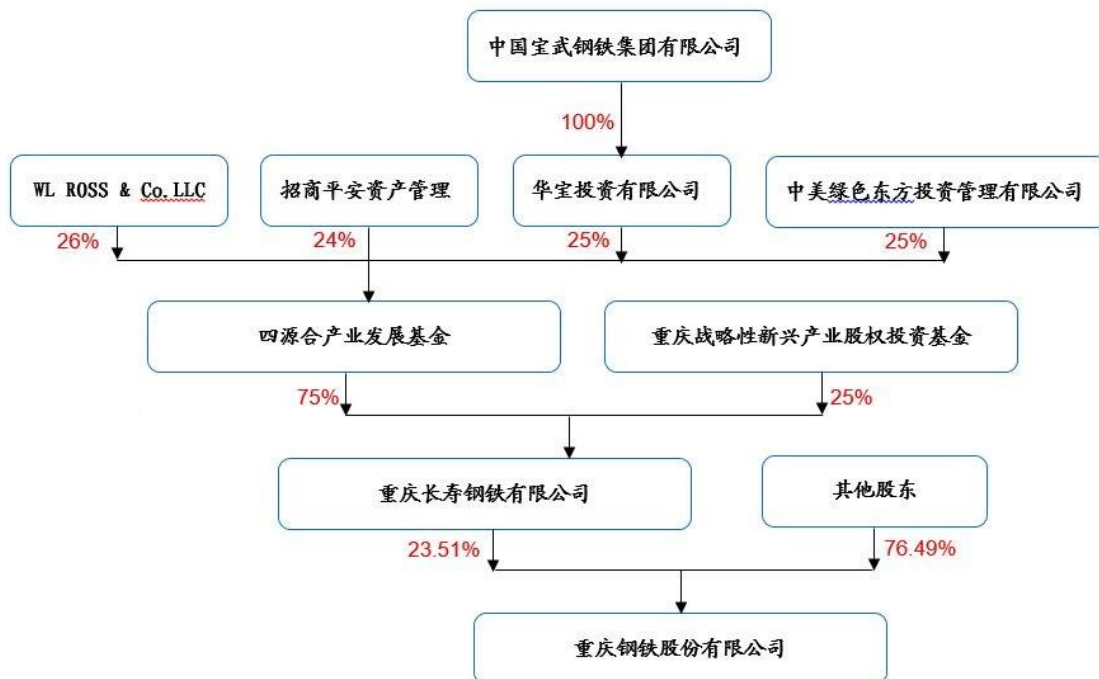
1、四源公司法重整重庆钢铁

(1) 举措：引入专业管理团队、采取市场化薪酬激励制度

四源合基金系宝武集团联合美国WL罗斯公司、中美绿色基金、招商局金融集团共同组建的中国第一支钢铁产业结构调整基金。根据中国宝武集团官网2018年3月27日发布的《看四源合钢铁产业结构调整基金的当下和未来》一文，四源合基金中持股最多的美国WL罗斯公司在不良资产的收购、重整和投后管理上有丰富的经验，曾并购重组美国第四大钢铁厂LTV和美国钢铁巨头伯利恒钢铁；中美绿色基金由中央财经领导小组办公室与美国保尔森基金会共同发起，是纯市场化募资、运作的私募股权投资基金；招商局集团聚焦于交通、金融、城市综合开发三大核心产业板块，是实力雄厚的百年央企。凭借这样的产业背景和专业经验，四源合基金可以整合全球资源，通过市场化、专业化的方式，高效推动钢铁产业的结构调整，有效解决以前纯国有并购中存在的缺陷，按照市场本质解决债务、人员、机制等问题。

截止至2018年12月22日，四源合产业发展基金持有长寿钢铁75%的股权，为长寿钢铁控股股东，并通过长寿钢铁持有重庆钢铁23.51%股权，为重庆钢铁第一大单一股东，四源合产业发展基金间接控制重庆钢铁。

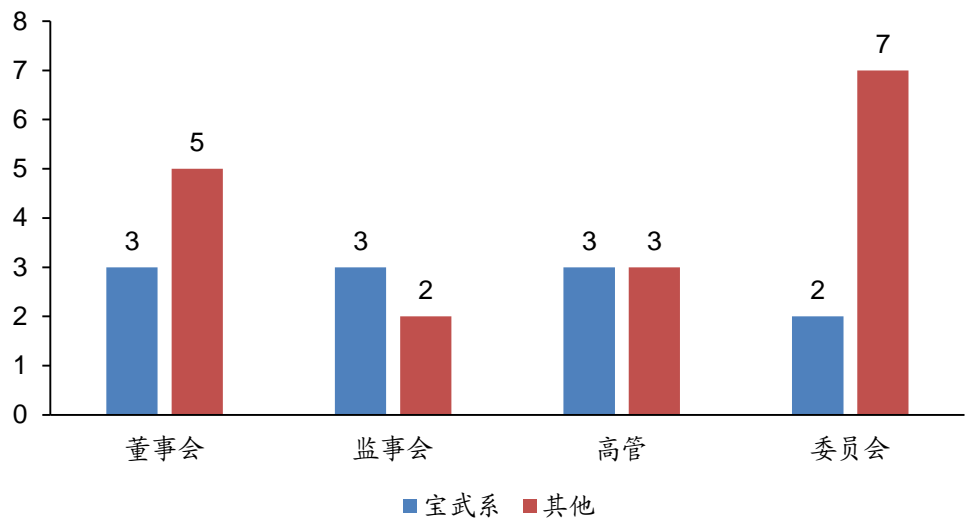
图2：四源合产业发展基金通过长寿钢铁持有重庆钢铁23.51%股权，间接控制重庆钢铁（截止至18年12月22日）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

引入富有管理和技术经验的“宝武系”管理人员。四源合基金通过在重庆钢铁实施混合所有制改革，彻底打破重庆钢铁原有的体制机制，充分发挥出混合所有制所具有的活力；同时进行一系列人事调整，多位来自“宝武系”的管理人士进入重庆钢铁管理层。根据公司2018年中报，重庆钢铁现任董事会8名成员中，有3人曾任职于宝武钢铁集团，其中包括董事长、副董事长；监事会5名成员中，有包括监事会主席的3人曾任职于宝武钢铁集团；现任6名高管人员中，有3人曾任职于宝武钢铁集团，其中包括总经理、财务负责人、董事会秘书等。由此可见，“宝武系”管理人士目前掌控着重庆钢铁核心管理职能。

图3：“宝武系”管理人士重点负责重庆钢铁核心管理职能（单位：人）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

推行具有行业竞争力的员工持股计划，激发高级管理人员和核心技术人员的工作热情。我们将重庆钢铁本期员工持股计划与业内较早推行股权激励计划的宝钢股份进行对比，以比较两家公司在员工激励，特别是对高管激励方面的幅度。

重庆钢铁：根据重庆钢铁于2018年12月20日发布的《重庆钢铁第一期员工持股计划》，向公司执行董事、监事、高级管理人员、核心管理、技术、业务骨干，合计不超过111人，其中含董事、监事、高级管理人员9人，合计获授份额占本期员工持股计划总份额的比例为51%，其余持有人获授份额占比为49%。

本期员工持股计划资金来源为公司提取的激励基金，依据2018年度经审计合并报表利润总额（提取激励基金前）的3.125%计提。根据各持有人持股占总持股计划的比例确定持有人个人激励基金额度，个人持有人激励基金额度的50%部分将以3.68元/股折算其获授的股票数量，其余50%依据届时公司股票二级市场价格折算。根据重庆钢铁公告，公司预计2018年2018Q3利润总额为71792.8万元。考虑到重庆钢铁的主要产品为热轧卷板，假设公司吨钢毛利变动幅度与行业平均值相同，且其钢材产销量在两个季度内无明显变化，则可估算得到公司2018Q4利润总额为42618.1万元，预计2018年年度利润总额为191708.1万元。因此我们预计重庆钢铁本次员工持股计划激励基金总额为191708.1万元*3.125%=5990.9万元，则本次员工

持股计划规模为 $2334.5 = 5990.9 \times 0.5 / 3.68 + 5990.9 \times 0.5 / 1.98$ 万股，占总股本的 0.26%。其中 9 名执行董事、监事及高级管理人员得到总股数为 1190.6 万股，人均 132.3 万股，以 2019 年 1 月 31 日收盘价计算的市场价值为 263.28 万元。

宝钢股份：根据宝钢股份公告，宝钢股份于 2018 年 1 月 16 日完成第二期 A 股限制性股票计划首次授予登记。此次股票登记数量为 16682.82 万股，以 3.99 元/股授予给包括公司董事、高级管理人员、关键岗位中层管理人员、核心技术、业务、技能等 1067 名骨干人员，其中，董事、高级管理人员占授予总数比例为 1.41%。2018 年 12 月 18 日，宝钢股份继续授予 76 名核心管理、技术骨干人员预留限制性股票 956.67 万股。因此可计算得到宝钢股份股权激励人均持股数量为 15.43 万股，其中董事、监事及高管人均持股规模为 33.6 万股。以 2019 年 1 月 31 日收盘价计算，本次股权激励董事、监事及高管人均持股浮盈为 $99.12 = 33.6 \times (7.01 - 3.99)$ 万元。

由此计算我们可以看出，重庆钢铁员工持股计划具有较强的竞争力，且尤其注重对董事、监事及高级管理人员等核心管理层的激励，对激发高级管理人员和核心技术人员的工作热情十分有效。

表 2：相对宝钢股份股权激励计划，重庆钢铁员工持股计划对高级管理人员的激励更为到位

项目	重庆钢铁	宝钢股份
员工总持股规模 (万股)	2334.5	17639.49
员工人均持股规模 (万股)	21.03	15.43
员工人均持股市场价值 (万元)	41.64	46.60
董事、监事及高管总持股规模 (万股)	1190.6	235.2
董事、监事及高管人均持股规模 (万股)	132.3	33.6
董事、监事及高管人均持股市场价值 (万元)	263.28	101.47

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

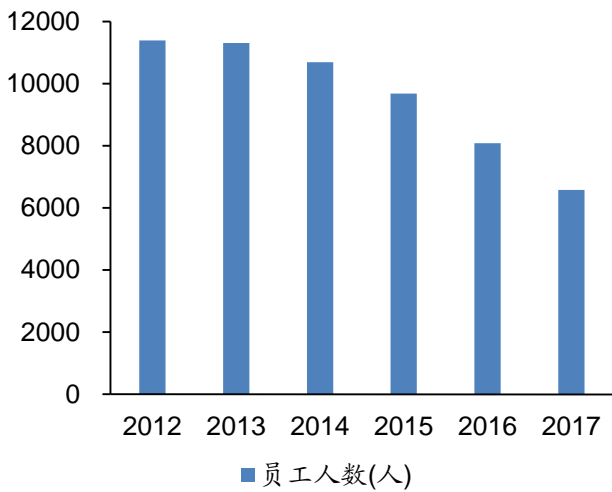
备注：计算人均持股价值/浮盈时均基于 2019 年 1 月 31 日收盘价

(2) 成效：员工人数和管理费用率大幅下降，人均产钢量大幅提升

员工人数同比大幅下降。通过管理层推行的一系列管理体制变革和组织机构优化举措，重庆钢铁人员优化成绩斐然。员工人数是反映管理体制优化的重要指标。根据公司 2017 年年报，重庆钢铁员工总数为 6582 人，同比司法重整前的 2016 年大幅下降 18.60%，绝对值也为 2012 年以来的最低水平。

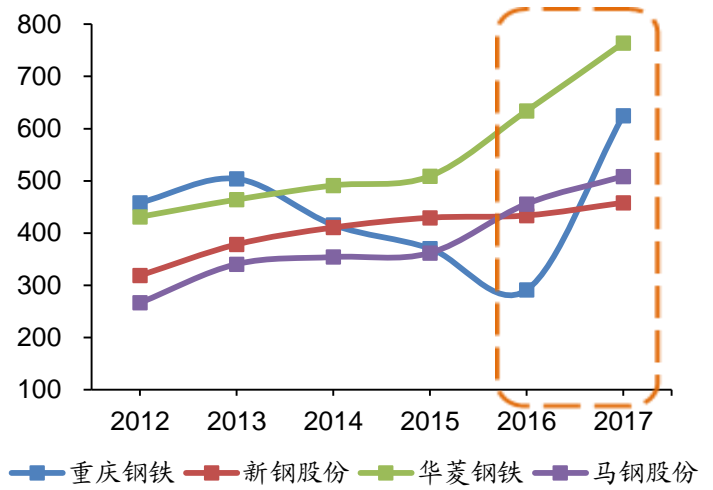
人均产钢量同比大幅提升。纵向比较，2017 年重庆钢铁人均产钢量达 625 吨/人，较司法重整前的 2016 年大幅提升 114.78%，且为 2012 年以来的最高水平。**横向比较，**2017 年重庆钢铁人均产钢量绝对值在可比公司中仅落后于华菱钢铁，高于马钢股份和新钢股份，而司法重整前的 2016 年重庆钢铁人均产钢量大幅落后于可比公司。

图 4: 2017 年重庆钢铁员工总数较司法重整前的 2016 年大幅下降 18.60%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

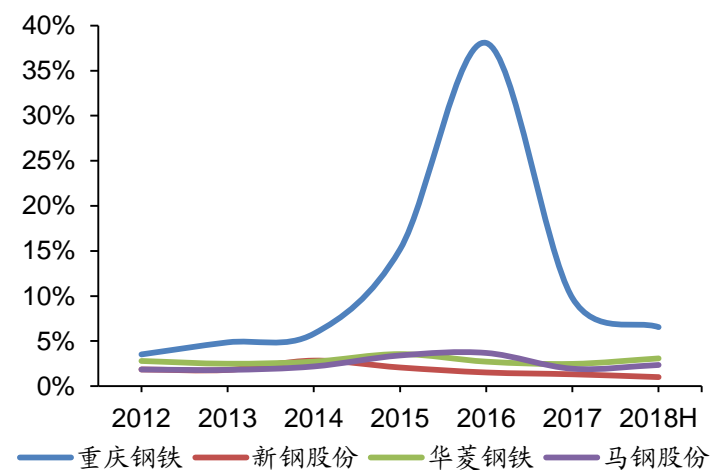
图 5: 2017 年重庆钢铁人均产钢量仅次于华菱钢铁, 而司法重整前排名可比公司末位 (单位: 吨/人)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

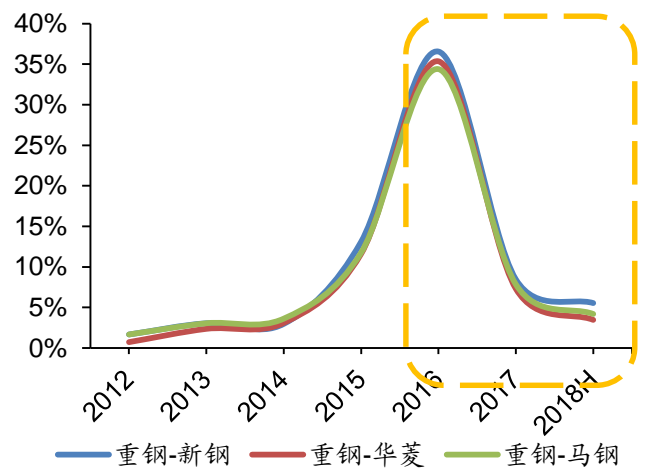
管理费用率大幅下降但设备维修费用高企使之仍高于可比钢企。纵向比较, 根据2018年中报, 重庆钢铁管理费用率为6.55%, 较2017年底下降3.23个百分点, 较司法重整前的2016年大幅降低31.52个百分点, 为2015年以来最佳水平, 但仍高于2012~2014年。横向比较, 为确保高负荷生产条件下产线设备的可靠运行, 重庆钢铁加大了设备的“填平补齐”工作, 因此设备维修费用仍然高企, 造成2017、2018H重庆钢铁管理费用率仍高于可比公司, 但差距较司法重整前显著收窄。预计随着设备“填平补齐”工作的进行, 公司未来管理费用率有望进一步下降。

图 6: 2018H、2017 年重庆钢铁管理费用率为分别为 6.55%、9.78%, 较司法重整前的 2016 年大幅下降



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 7: 2017、2018H 重庆钢铁管理费用率与可比公司的差距较司法重整前的 2016 年明显收窄



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

2、宝武合并

(1) 举措: 精简管理机构, 重构管理模式, 推行整合激励

组织架构高层人员对换, 打破本位困局。从集团层面看, 根据中国宝武钢铁集

团官网，宝武董事长由原宝钢集团总经理陈德荣出任，总理由原武钢集团副总经理胡望明担任。从股份的层面而言，根据宝钢股份官网，原武钢股份总经理邹继新任为宝钢股份董事长，原欧冶云商董事长侯安贵则出任宝钢股份总经理（以上均为截止至2019年1月18日最新数据）。由此看出，宝钢股份核心管理人员均由原宝钢股份和原武钢股份管理人员调换担任，轮调的高管不仅会站在新岗位的视角换位思考，还能够运用昔日威望及影响力在原部门疏通推进整合。

精简机构、重构生产管理模式。宝钢股份通过优化武钢有限管理层级，缩短管理链条，精简总部机构，减少管理层级，扁平化管理，提高运营效率和管控能力。

施行整合协同专项激励，强力推动整合加速。2017年4月27日董事会通过了《关于宝武整合协同专项激励计划的议案》。该方案激励对象包括：宝钢股份高管和核心团队；原武钢股份对接整合的班子；整合执行层面的核心骨干，包括整合推进办公室、五个专项工作组，以及七个职能线条、快赢项目的主要人员；专项激励的总奖金池是按已实现协同效益数额以阶梯提取1%~2%，其中针对百日计划的实施情况分配奖金池的40%，剩余根据年度计划完成情况和个人贡献进行考核结算。

（2）成效：武钢有限员工缩减显著、机构大幅精简，人均产钢量创2012年新高，辞退福利致管理费用率同比上升

武钢有限员工人数在宝钢股份四个基地中收缩最为显著。纵向比较，2017年武钢有限员工人数为20665人，同比大幅下降13.89%，较2015年则大幅下降24.38%。横向比较，宝钢股份四大基地钢铁主业员工人数自2013年以来也逐年下降，2017年同比降幅为5.19%，武钢基地人员缩减幅度明显高于其他基地及公司整体降幅水平。

武钢有限管理机构大幅精简，直管领导数大幅下降。根据宝钢股份2017年半年报，2017年6月武钢有限各级机构改革全面完成：职能业务部门内设一级机构从138个减少到69个，降幅达50%；二级单位内设部室从75个减少到44个，降幅达41%；直管领导数降幅达53%。与宝山基地基本对接的管理架构在青山基地搭建完成。

图 8：2016、2017 年武钢有限员工数量同比降幅连续两年维持在 10%以上（单位：人）

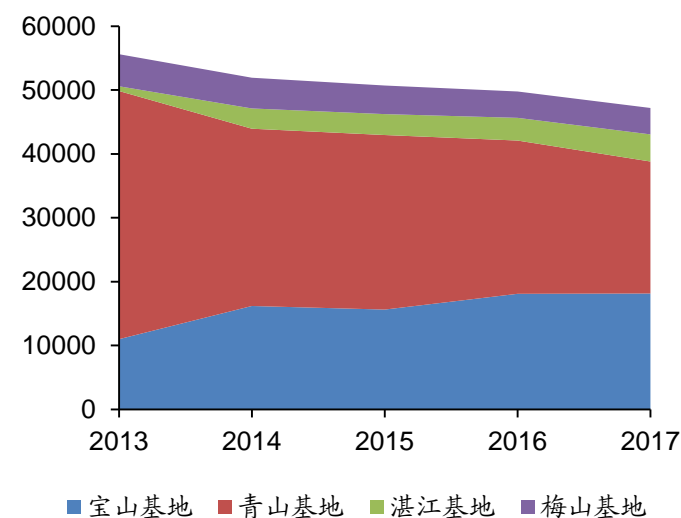
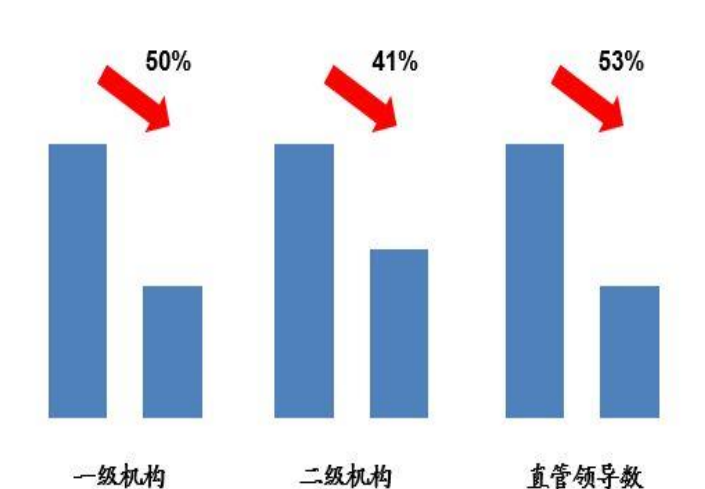


图 9：2017 年 6 月武钢有限机构精简全面完成，管理机构规模大幅下降



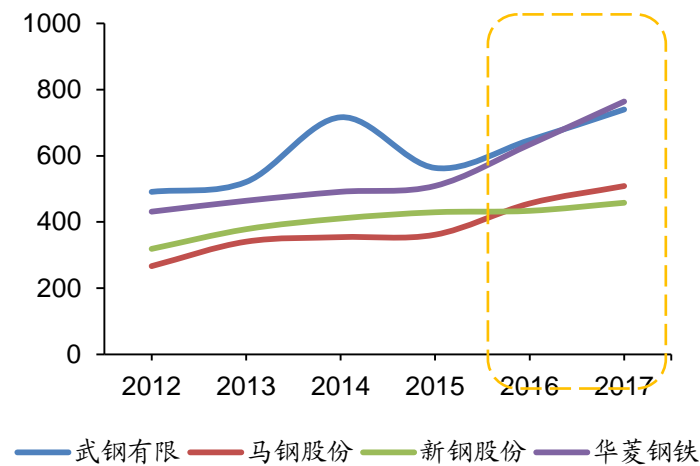
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

人均产钢量已与华菱钢铁相当,但相比宝钢股份其他基地仍有差距。纵向比较,根据《宝钢公司实录2018》计算,2017年武钢有限人均产钢量为740吨/人,为2012年以来的最高水平。横向比较,2017年武钢有限人均产钢量已超过马钢股份和新钢股份,与华菱钢铁相当,且2017年同比增速达14.37%,仅次于华菱钢铁,高于马钢股份和新钢股份。但是,武钢有限人均粗钢产量相对于宝钢股份其他基地仍有差距。除开宝山基地外,青山基地人均产钢量仅为梅山基地的43%,仅为湛江基地的38%。

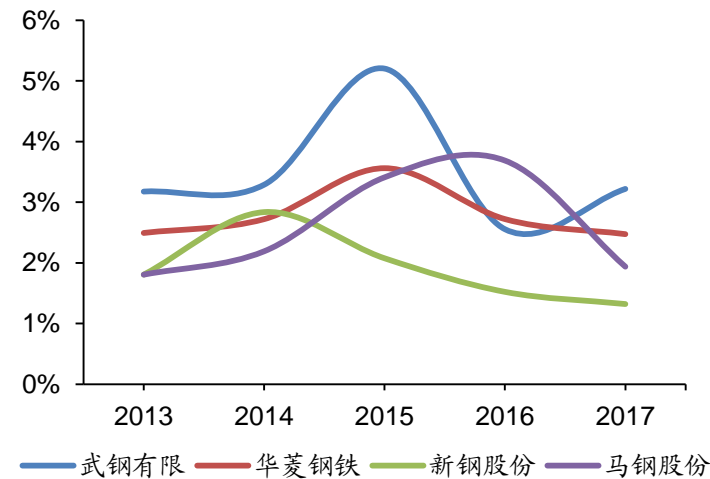
职工薪酬同比大幅增长导致2017年武钢有限管理费用率同比上升且与可比公司差距扩大。纵向比较,根据《武汉钢铁股份有限公司2014年公司债券跟踪评级报告(2018)》,2017年武钢有限管理费用率为3.22%,较合并前的2016年底上升0.66个百分点,主因是职工薪酬同比增长133.45%。横向比较,2017年武钢有限与可比公司在管理费用率方面差距同比扩大。

图 10: 2017 年武钢有限人均产钢量为 740 吨/人, 与华菱钢铁相当, 同比增速仅次于华菱钢铁 (单位: 吨/人)



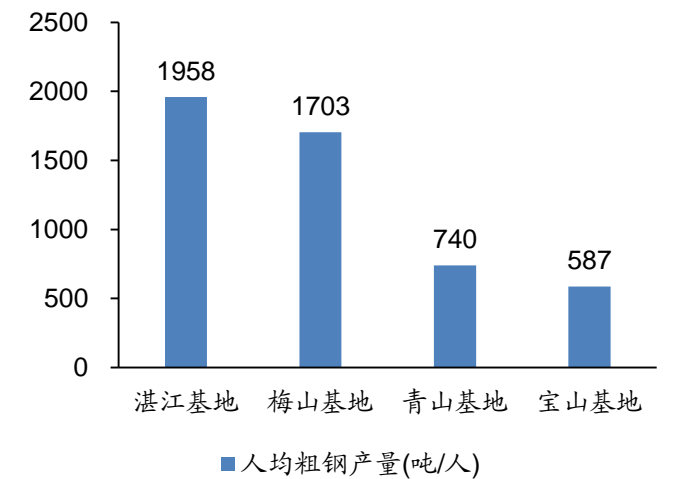
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 12: 2017 年武钢有限管理费用率为 3.22%, 较合并前的 2016 年底上升 0.66 个百分点



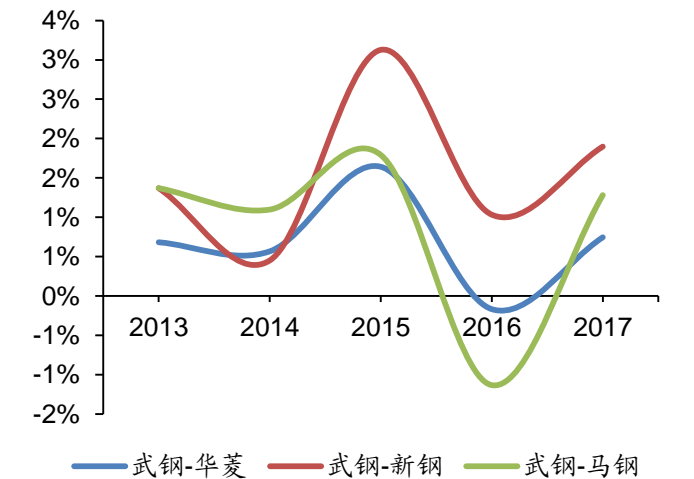
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 11: 青山基地相对于梅山基地和湛江基地的人均粗钢产量仍有较大差距, 提升空间仍然较大



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 13: 2017 年武钢有限与可比公司在管理费用率方面差距同比扩大



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

（二）生产：加强生产协同，兼并重组后重庆钢铁、武钢有限产能利用率、铁水消耗等指标明显提升

管理体系理顺、经营战略调整后，钢铁兼并重组的参与方整体生产将更加稳定顺行，同时通过汲取更为先进的生产工艺或技术经验，技术水平也将得以提升。以上两方面的成效可以反映在产能利用率的提升、铁水消耗、综合能耗等技术指标的提升等方面。下文我们仍以四源合同法重整重庆钢铁、宝武合并为例，分析兼并重组前后重庆钢铁和武钢有限在产能利用率、技术水平等指标的变化情况。

1、四源合同法重整重庆钢铁

（1）举措：“填平补齐”、加强生产组织，优化配煤配矿，完善成本管理

生产组织方面：以“状态稳定、功能投入、精度保持”为目标，推进设备一体化管理。根据公司2018年中报，重庆钢铁贯彻“满产满销、低成本、高效率”的生产经营方针，积极践行成本领先和制造技术领先战略，持续推动产供销有序衔接、生产稳定顺行；强化点检管理，确保高负荷生产条件下产线设备的可靠运行。2018年上半年加速完成对设备的“填平补齐”工作，投入维修费用4.46亿元，显著改善公司各工序设备欠修、失修状况，有效保障设备功能状态，设备故障率大幅降低。

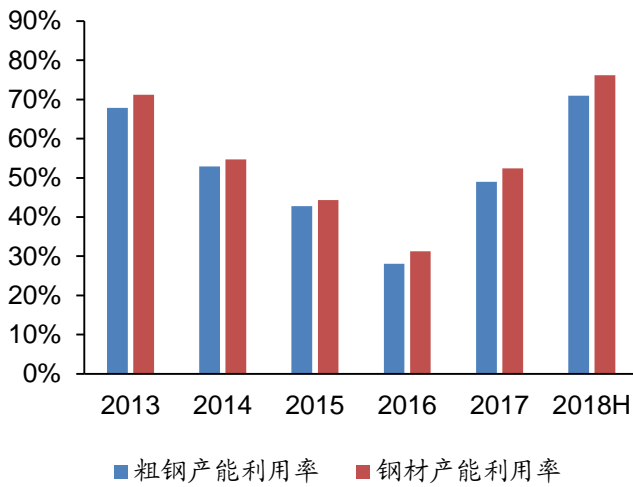
成本管理方面：完善成本管理体系，推进成本削减总体规划，优化配煤配矿方案。根据公司2018年中报，重庆钢铁完成财务信息系统与各业务信息系统对接工作，提升主要业务和财务基础数据的规范性、准确性、及时性和全面性；强化年度成本削减总体规划体系建设、指标分解、责任落实、跟踪分析、评价激励等工作；紧密结合市场，以“铁水成本最优”为导向动态调整，实现结构降本；贯彻精料方针，提升过程控制指标；全面开展技术降本。

（2）成效：产能利用率、吨钢铁水消耗等生产、技术指标创2013年以来新高

2018H重庆钢铁产能利用率创2013年以来新高，但仍与可比公司有15个百分点以上的差距。生产的稳定顺行将首先反映在产量及产能利用率的提升上。**纵向比较**，根据2018年中报，重庆钢铁2018年上半年粗钢、钢材产量分别为310、297万吨，产能利用率分别70.97%和76.21%，分别较2017年提升21.99和23.79个百分点，是2013年以来最高水平。**横向比较**，2017、2018H重庆钢铁粗钢利用率与华菱钢铁、新钢股份和马钢股份的差距在缩小，但2018H仍落后15个百分点以上。

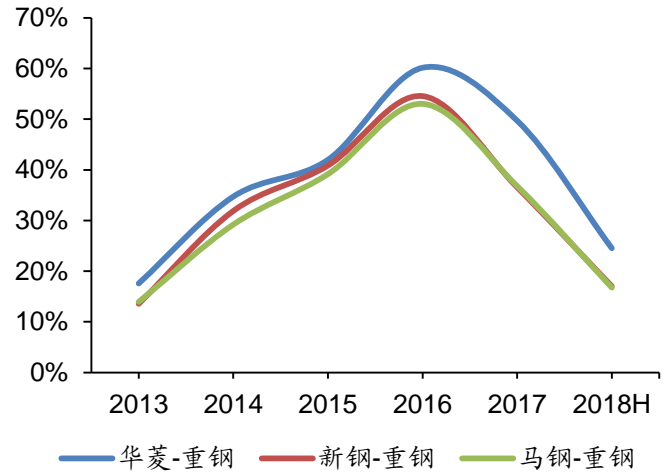
吨钢铁水消耗创2013年以来最佳水平。根据石中雪等于2011年发表于《钢铁》期刊的《降低100t转炉钢铁料消耗的工艺研究》论文，铁水消耗是炼钢厂的重要经济技术指标，降低其消耗是炼钢厂降低成本、提高竞争力的主要手段之一，也是操作水平和综合管理水平的体现。**纵向比较**，根据2018年半年报，重庆钢铁以“铁水成本最优”为导向动态调整，实现结构降本，贯彻精料方针，提升过程控制指标，转炉炼钢铁水消耗为898kg/t，较2017年底水平下降3.85%，达到2013年以来最佳水平。**横向比较**，2017、2018H重庆钢铁炼钢铁水消耗大幅优于1060kg/t的全行业平均水平(2017，数据来源于《冶金管理》杂志2018年5月《2017年中钢协会会员单位炼钢生产技术评述》)，且低于新钢股份、马钢股份等可比钢企（华菱钢铁未公布2018H铁水产量，故无法比较）。

图 14: 2018H 重庆钢铁粗钢、钢材产能利用率分别为 70.97%和 76.21%，均创 2013 年新高



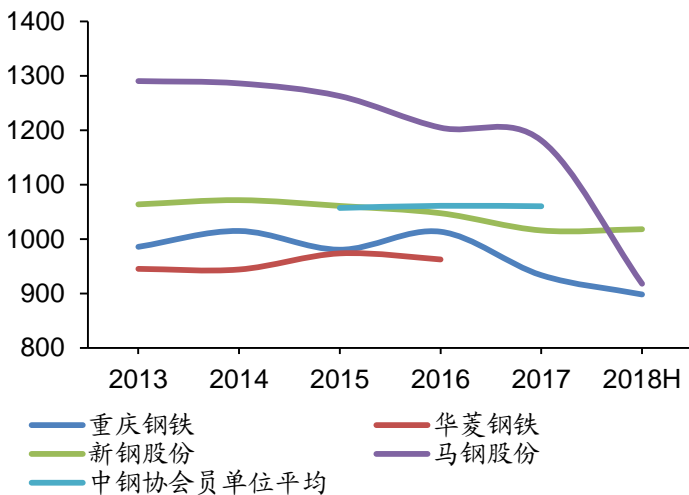
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 15: 2017、2018H 重庆钢铁粗钢利用率与可比公司的差距逐年缩小, 但仍大幅落后



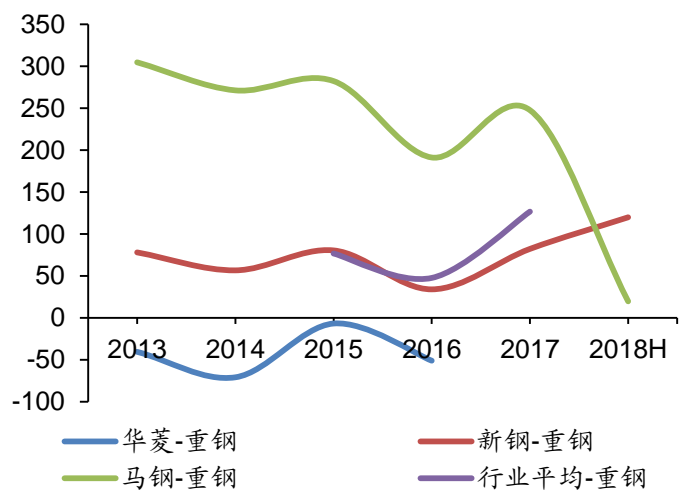
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 16: 2018H 重庆钢铁铁水消耗较 2017 年底下降 3.85%，为 2013 年以来最佳水平 (单位: kg/t)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 17: 2017、2018H 重庆钢铁铁水消耗较新钢股份领先优势扩大, 但马钢股份降幅更大 (单位: kg/t)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

2、宝武合并

(1) 举措: 整合宝武研发体系, “同标准、同质量” 助武钢有限生产技术提升

研发、采购、销售、财务、投资等借宝钢股份统一信息化系统, 全面覆盖到武汉青山基地。根据宝钢股份官网2017年10月10日发布的《宝武整合“百日计划”为武钢有限带来大变革》一文, 2017年2月宝钢股份在宝山、青山基地分别组建了营销、采购、研发、财务、信息化5个整合专项工作组, 分别由两基地运营改善部牵头推进, 将宝山基地的系统完全复制, 带动管理、业务、流程实现统一。根据宝钢股份2017年年报, 计划三年完成的18个经营管理系统、8个制造管理系统, 有17+7个在2017年年底已完成, 2018年宝武信息化整合任务将基本完成。宝武合并后, 宝钢股份各基地仅负责生产制造, 研发、采购、销售、财务、投资等均由总部统一负责。

全面整合武钢有限技术中心，研发系统形成合力。根据宝钢股份官网，2017年8月21日宝钢股份中央研究院武汉分院（武钢有限技术中心）正式揭牌成立，其将在以中央研究院为核心的研发创新体系下，重点承担武钢有限的现场和市场技术支持，承接总部技术移植，并实施武钢有限特有技术和产品的开发，以满足武钢有限的技术进步及发展需要。宝钢股份和武钢有限研发体系重构后，管理模式、组织架构、人员、专业技术领域、实验装备、经费、科研管理、对外合作等多方面将在同一体系下全方位整合和优化，扬长补短，实现“1+1>2”的效果。

图 18: 宝武合并后，原武钢有限技术中心纳入宝钢股份中央研究院



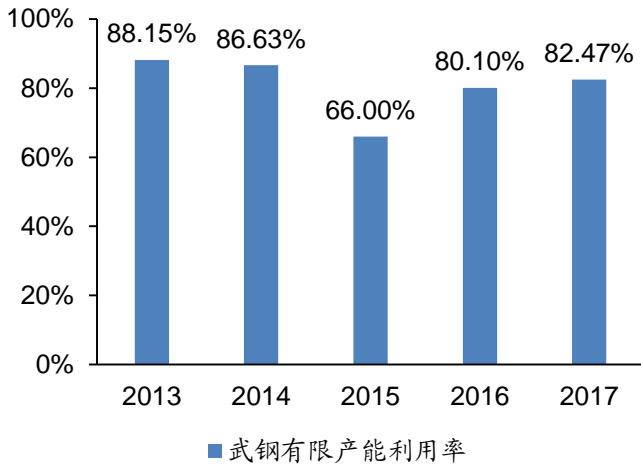
数据来源：宝钢股份官网、宝武官方微信公众号、广发证券发展研究中心

“同标准、同质量”，提升武钢有限技术水平。原宝钢股份和原武钢股份均为国内一流钢厂，但技术和管理能力则明显限制了原武钢股份先进产线的稳产满产。我们以武钢有限彩涂板机组为例。根据中国宝武钢铁官方微信公众号2017年9月13日发表的文章《看宝武整合中，武钢有限如何以快制胜，赢得未来！》，武钢有限彩涂产线2006年从国外引进投产，相较于宝山基地，其轧制速度、宽度更有优势。但由于长期开工不足，产线设备状态劣化、员工操作技能生疏。宝武换股合并后，彩涂产品被列为宝山-青山两地第一批协同试点品种和十大“快赢”项目。按照“一厂对一厂”要求，2016年底宝山基地组成了以首席任玉苓牵头的支撑团队，从合同界定、质量设计、涂料采购、基板供应、彩涂机组生产等方面全方位与青山基地团队协同。到2017年，青山基地彩涂机组建立起全新的产品质量和生产管理体系，成功实现月达产，彩涂产品也成为青山基地首个通过宝钢品牌授权的产品。

(2) 成效：青山基地吨钢综合能耗、铁前成本与全行业及宝山基地差距逐年缩小，部分产线已达宝山基地同一水平

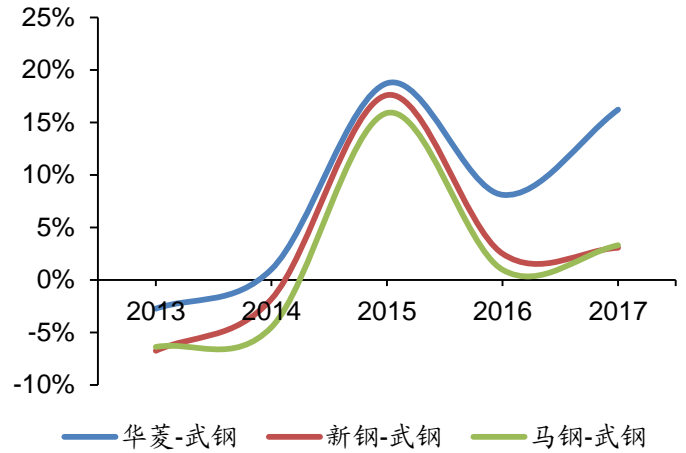
产能利用率有提升但提升幅度不及可比公司。纵向比较，根据《宝钢股份公司实录2018》，武钢有限2017年粗钢产量1529万吨，粗钢产能利用率为82.47%，同比2016年提升2.37个百分点，但这一水平仍尚未达到2013、2014年产能利用率水平；横向比较，2017年武钢有限粗钢利用率与华菱钢铁、新钢股份和马钢股份等可比公司的差距同比拉大，但与马钢股份和新钢股份的差距在5个百分点以内。

图 19: 武钢有限 2017 年粗钢产能利用率为 82.47%、较宝武合并前的 2016 年提升 2.37 个百分点



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 20: 相比宝武合并前的 2016 年, 2017 年武钢有限粗钢利用率与可比公司的差距同比拉大

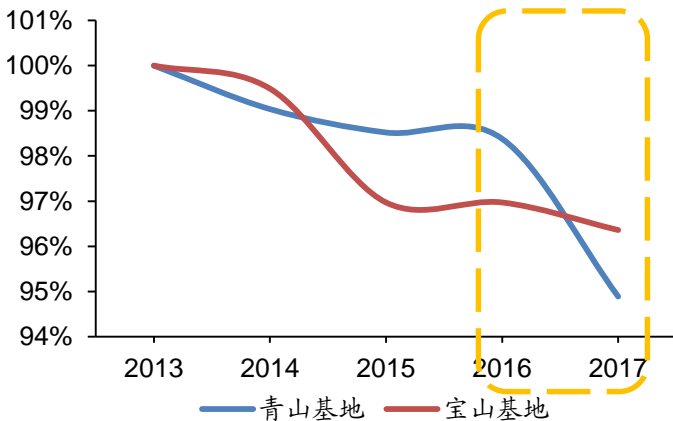


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

青山基地吨钢综合能耗与全行业及宝山基地差距逐年缩小。根据《武钢股份可持续发展报告》，2017年武钢有限青山基地吨钢综合能耗为586.31kgce/t，同比下降21.58 kgce/t，仍高于中钢协会员单位同期吨钢综合能耗，但与全行业的差距2016、2017年连续两年缩小。对比宝钢股份宝山基地，2017年青山基地综合能耗下降幅度也大于宝山基地，即宝武合并后，青山基地与宝山基地的差距也在缩小。图21是以2013年青山基地和宝山基地吨钢综合能耗值为1计算2014~2017年与2013年的比值。

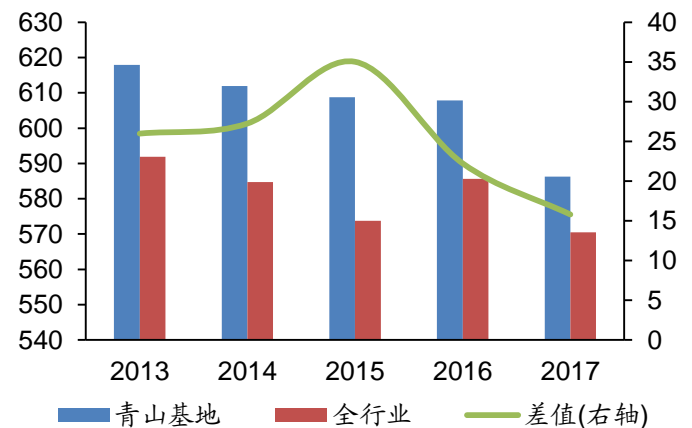
对标找差，优化工艺，武钢有限铁前成本与宝山基地逐步接近。根据中国宝武钢铁官方微信公众号2017年9月13日的文章《看宝武整合中，武钢有限如何以快制胜、赢得未来！》，2016年青山基地的吨铁成本较宝山基地高175元/吨铁。青山基地分批次将其管理、生产、技术人员派到宝山基地、梅山基地对标学习。通过尝试“完全去球团化”、优化铁前工艺，到2017年4月青山基地吨铁成本和宝山基地的差距已缩小到130元/吨铁，5月更是缩小到92元/吨铁。

图 21: 2016 年后青山基地吨钢综合能耗与宝山基地差距逐年缩小



数据来源: 《宝钢股份公司实录》、《武钢股份可持续发展报告》、广发证券发展研究中心

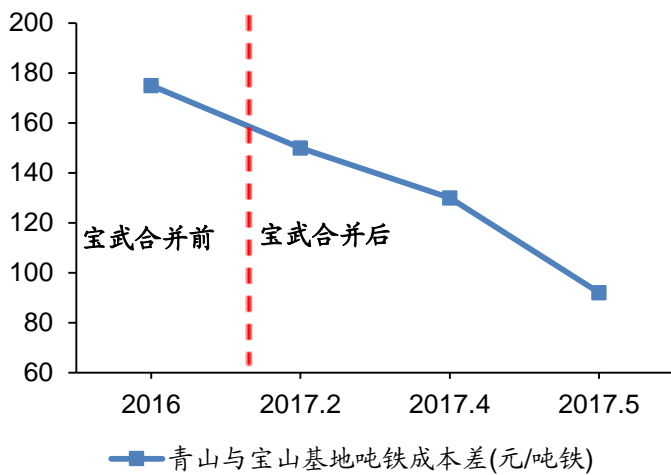
图 22: 2016 年后青山基地吨钢综合能耗与全行业差距逐年缩小 (单位: kgce/t)



数据来源: 《武钢股份可持续发展报告》、《中钢协会员单位能源利用情况》、广发证券发展研究中心

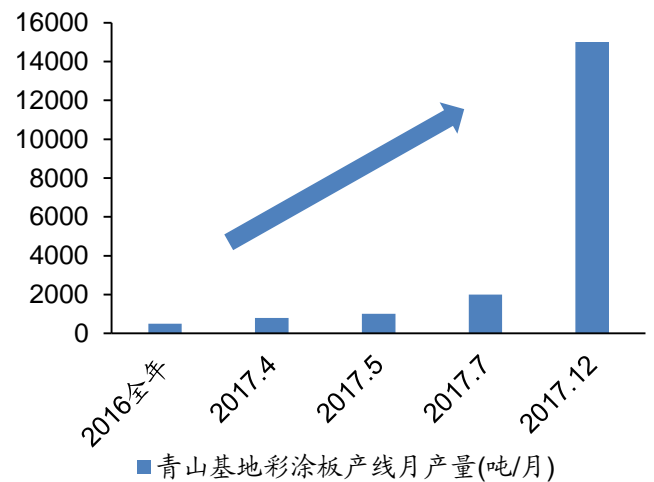
武钢有限部分产线达到宝山基地同一标准、同一质量、同一品牌、同一价格，甚至“青出于蓝而胜于蓝”。我们仍以前述的青山基地彩涂产线为例。根据中国宝武集团官网2019年1月4日新闻稿《宝钢股份青山基地彩涂产线重焕生机》，2016年青山基地彩涂产线产能利用率不足5%，2017年预计划生产量为零。在对工艺规范、设备维护、机组防尘、人员培训等333项整改项目进行整改后，2017年12月完成产出量1.5万吨，成功实现月达产；2018年全年累计生产13.3万吨，超过12万吨的预定目标，创收毛利近亿元；机组工序成材率达到99%以上，实物表面质量已经接近或达到宝山基地水平；2018年12月其成功进行150米/分钟国内最高速度机组试验，逐渐做到“青出于蓝而胜于蓝”。

图 23: 宝武合并后，武钢有限铁前成本与宝山基地逐步接近



数据来源: 中国宝武钢铁官方微信公众号 2017年9月13日发表的文章《看宝武整合中，武钢有限如何以快制胜、赢得未来!》、广发证券发展研究中心

图 24: 青山基地彩涂机组在宝武合并后，产能利用率和产量快速提升



数据来源: 中国宝武集团官网 2019年1月4日新闻稿《宝钢股份青山基地彩涂产线重焕生机》、广发证券发展研究中心

(三) 营销: 精准市场定位, 整合营销体系, 兼并重组后重庆钢铁、宝钢股份销售费用率降幅超可比公司

钢铁企业兼并重组后, 更有效率的管理、更为先进的生产以及协同、整合效应将使得公司重新审视既有的营销战略和市场定位, 往往将带来营销效率的明显提升, 具体可以体现在销售费用率等指标的下降。下文我们仍以四源公司法重整重庆钢铁、宝武合并为例, 分析兼并重组前后重庆钢铁和武钢有限销售费用率等指标的变化情况, 以反映兼并重组在营销增效方面的效果。

1、四源公司法重整重庆钢铁

(1) 举措: 明确“立足重庆、深耕川渝、辐射西南”市场定位, 强化直供、直销、直发营销体系

经营战略方面, 重庆钢铁精准市场定位, 重构营销体系, 区域市场地位逐步由“跟

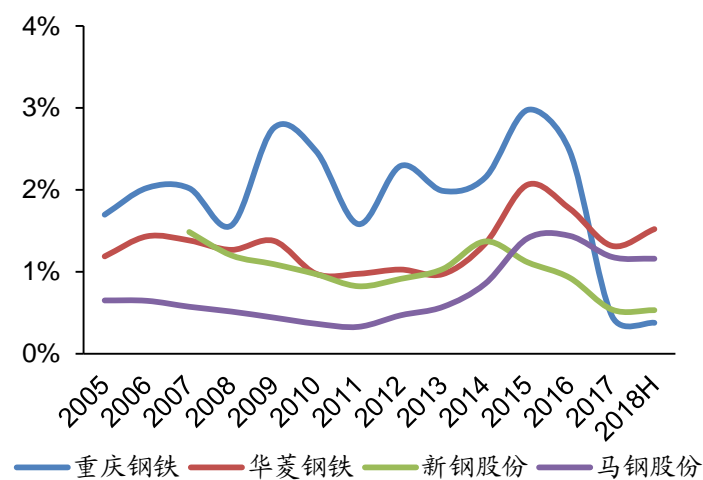
随”转变为“引领”。根据公司2018年中报，公司明确“立足重庆、深耕川渝、辐射西南”的市场定位，根据市场及客户需求合理，合理安排产品流向，积极拓展渠道布局，重庆及成都市场占有率同比大幅提升。**2018上半年中厚板重庆市场占有率85%，成都市场60%；热卷重庆市场占有率80%，成都市场25%。**

营销体系方面，建立直供、直销、直发营销体系，实现销售溢价增值。根据公司2018年中报，公司深入分析区域市场需求，深挖终端市场，主要产品直供比例超过40%，战略直供用户销量大幅攀升。建立厂区配送中心，开发自有物流配送、服务平台，努力扩大直发，实现物流链与服务创效增值。

(2) 成效：2017年司法重整后销售费用率全面低于可比公司，2018H优势继续扩大

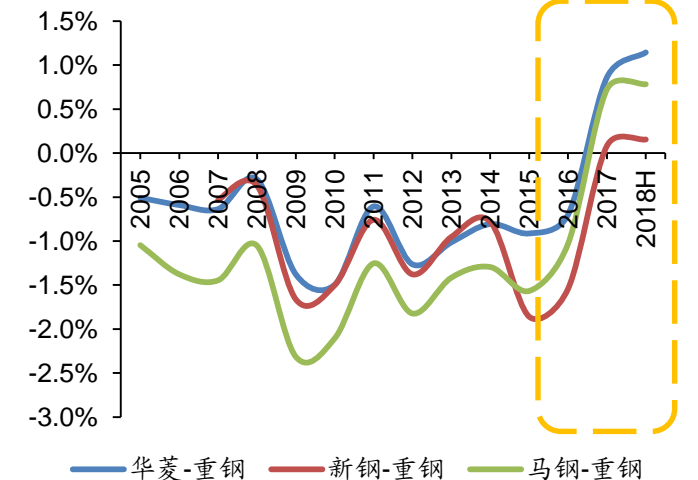
我们以销售费用率这一指标，来综合反映四源合基金对重庆钢铁司法重整后，由于营销体系整合或经营战略改进而带来的成效。纵向比较，根据公司年报，2017年重庆钢铁销售费用率为0.46%，较司法重整前2016年大降2.01个百分点，为2005年以来最低值，2018H进一步下降至0.38%。横向比较，2005~2016年重庆钢铁销售费用率在可比公司中均为最高，2017年司法重整后开始全面低于可比公司，效果明显；2018H其相对可比公司的优势进一步扩大，营销体系改革效果持续。

图 25: 2018H、2017 年重庆钢铁销售费用率分别较司法重整前的 2016 年下降 2.09、2.01 个百分点



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 26: 2017 年起重庆钢铁销售费用率全面低于可比公司，2018H 其与可比公司的差距进一步扩大



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2、宝武合并

(1) 举措：宝钢国际全面整合武钢营销体系，在信息化系统部署、客户划转、业务整合、人员吸纳、工厂管理等方面全面协同

根据宝武新闻中心2017年12月15日发布的《宝钢股份国内营销渠道整合工作完成》新闻稿，宝钢股份全资子公司——宝钢国际负责对武钢有限所属华东、华中、西南、华北、华南等各区域公司、分公司和加工中心进行整合，涉及到武钢有限6家区域公司、11家分公司、1家办事处及9家钢材加工中心，超过700家武钢用户。

宝钢国际与武钢营销中心在信息化系统部署、客户划转、业务整合、合署办公、人员吸纳、股权托管、工厂管理等全体系高效协同，平行迭代推进，具体而言：**(a) 信息系统部署方面**，纵向打通宝钢国际与青山基地的期货订货接口，横向对武钢有限各加工网点布署完成工贸一体化系统全覆盖。**(b) 业务切换方面**，“一户一表”，逐一梳理用户、分区域迭代切换，明确对接规范，优化业务流程。根据夏大慰、黄钰昌等于2019年1月14日发布于《经济观察报》案例版（22-23版）上的文章《零距离透视中国最大钢铁央企“宝武”整合案》，宝武合并后宝钢股份立即对原武钢股份客户发出公函而且许诺原武钢股份与客户签署的合同由宝钢股份承接实行，以确保其原有客户安稳过渡交代；同时，宝武营销团队对原武钢股份700家重点客户逐户登门造访并录入宝钢股份的营销系统中。**(c) 武钢加工中心股权托管方面**，通过托管方案策划、系统提前布署以及“一岗一带”、“共同双盘”等措施，理清未决事项，明晰双方责任界面，确定解决方案和工作方向。2017年9月1日宝钢国际正式对武钢加工中心实施管理。**(d) 工厂管理方面**，“一厂带一厂”，工厂管理标准先期导入、快速复制，促进管理融合。**(e) 人员整合方面**，充分正视双方在岗位体系等方面的差异，在宝钢股份的统一指导下加强宣贯，传递“能者进、劣者汰”的正面导向，共同引导员工正确对待整合。2017年10月已完成涉及渠道整合的武钢有限全部人员的平稳接收。

(2) 成效：2018H宝钢股份销售费用率持续下降，且与可比公司差值均有所上升，宝武营销整合初见成效

我们以销售费用率这一指标，来综合反映宝武合并后，由于宝武营销体系整合而带来的成效。纵向比较，根据公司公告，2017年宝钢股份销售费用率为1.16%，较宝武合并前的2016年下降0.06个百分点，2018H进一步下降至1.10%。横向比较，宝武合并的第一年即2017年，尽管宝钢股份销售费用率有所下降，但华菱钢铁、新钢股份和马钢股份等可比公司的销售费用率下降幅度更大；2018H宝钢股份销售费用率较2017年进一步下降，而可比公司则出现了不同幅度的上升，可比公司与宝钢股份销售费用率的差值均有所上升，可见宝武营销体系的整合在2018H初见成效。

图 27: 2017、2018H 宝钢股份销售费用率分别为 1.16%、1.10%，自 2016 年来持续下降

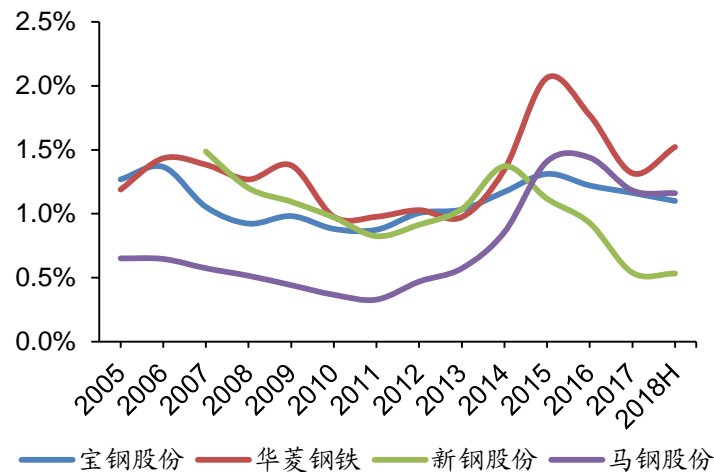
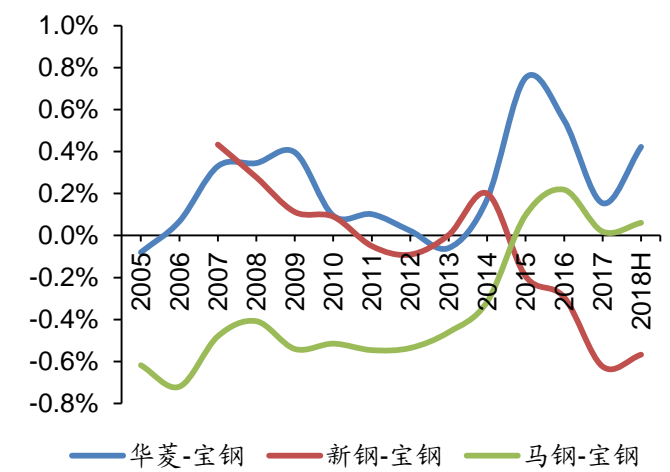


图 28: 2018H 可比公司与宝钢股份销售费用率的差值均有所上升，宝武营销整合初见成效



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

(四) 业绩：重庆钢铁经营业绩初见成效，宝武合并进程持续推进

我们在上文中，以实例和代表性指标分析了四源合基金司法重整重庆钢铁以及宝武合并兼并重组前后在管理、生产和销售等方面的变化。四源合基金司法重整重庆钢铁后，重庆钢铁仍然保留上市平台，而宝武合并后，武钢股份退市，仅保留宝钢股份一个上市平台。上市公司盈利能力、营运能力、偿债能力等报表业绩往往是其在管理、生产和销售方面改善综合效果的反映。那么，兼并重组的增效效果是否已经反映在了上市公司报表业绩层面？下面我们将对此重点分析。

1、四源合司法重整重庆钢铁

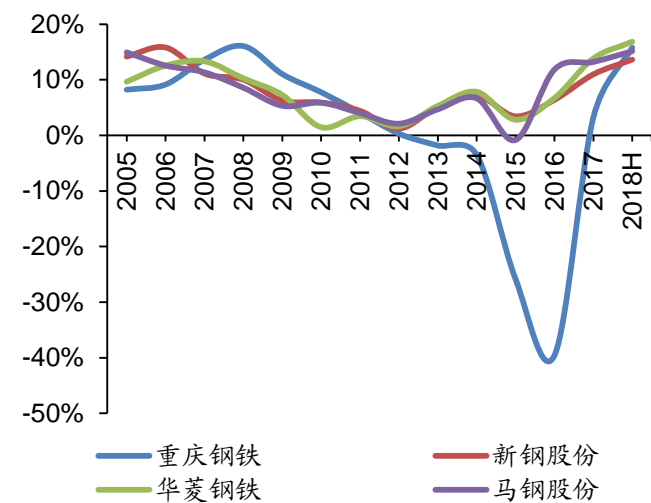
(1) 盈利能力：司法重整后第一年即2017年重庆钢铁盈利能力全面提升，且与可比公司差距进一步缩小

首先来看盈利能力。我们采用销售毛利率和销售净利率两个指标，从纵向比较和横向比较两个角度来反映司法重整前后重庆钢铁盈利能力变化情况。

2018H重庆钢铁销售毛利率回到2005年以来75%~100%分位，在可比公司中仅次于华菱钢铁。纵向比较，尽管2016年钢铁行业景气度受供给侧结构性改革影响有所提升，但重庆钢铁2016年销售毛利率同比继续下降，仅为-39.57%；司法重整后，2017年销售毛利率提升为3.22%，2018H进一步提升至15.76%，绝对值已回到2005年以来75%~100%分位。**横向比较**，2018H其销售毛利率在可比公司中仅次于华菱钢铁，且差距仅1.1个百分点，超过马钢股份和新钢股份；

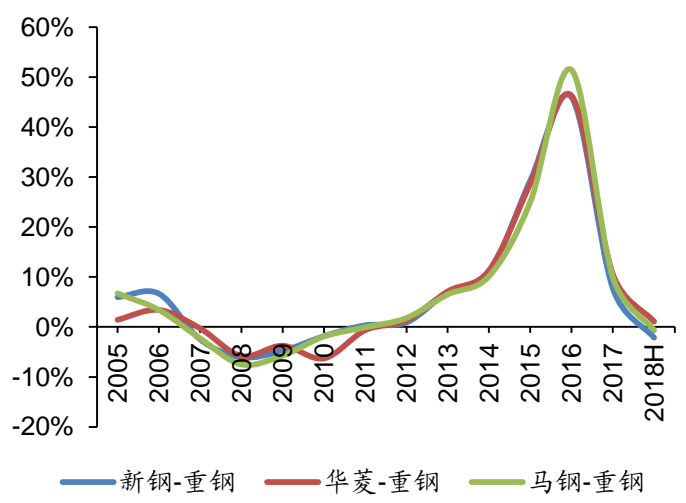
2018H重庆钢铁销售净利率回到2005年以来75%~100%分位，仍落后于可比公司但差距在缩小。纵向比较，与销售毛利率变动方向一致，重庆钢铁2016年销售净利率同比继续下降，仅为-106.13%；司法重整后的2017年提升为2.42%，2018H继续提升至6.87%，绝对值已回到2005年以来75~100%分位。**横向比较**，尽管重庆钢铁净利率相对可比公司仍然较低，但2018H距净利率最高的华菱钢铁仅2.9个百分点，差距较2017年缩小1.5个百分点。

图 29: 2018H 重庆钢铁销售毛利率达 15.76%，已回到 2005 年以来 75%~100%分位



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 30: 2018H 重庆钢铁销售毛利率在可比公司中仅次于华菱钢铁，差距仅 1.1 个百分点



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 31: 2018H 重庆钢铁销售净利率达 6.87%，绝对值已回到 2005 年以来 75%~100%分位

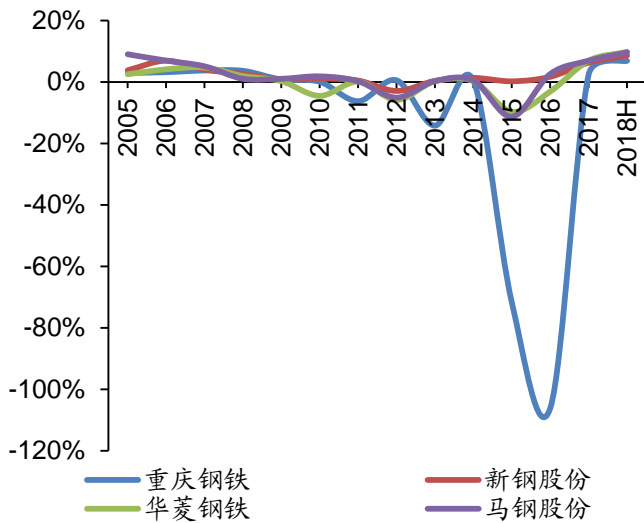
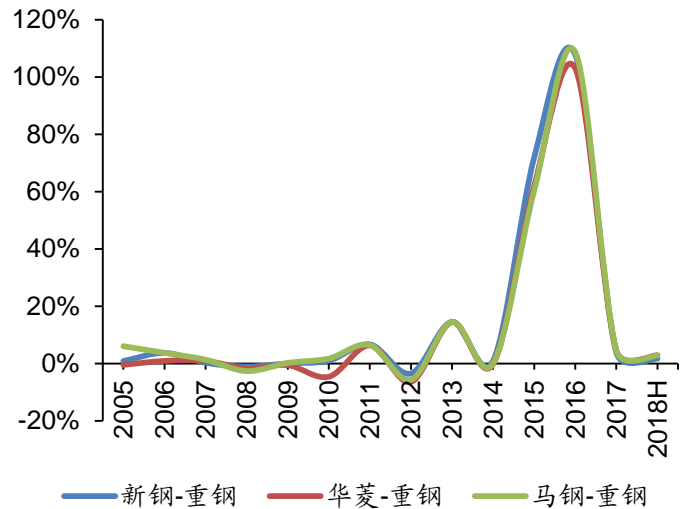


图 32: 2018H 重庆钢铁净利率相对可比公司仍然较低,但差距较 2017 年进一步缩小



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

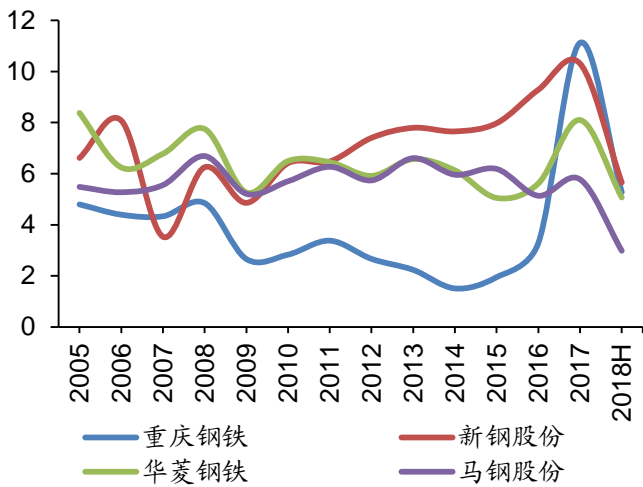
(2) 营运能力: 司法重整后第一年重庆钢铁存货、应收账款周转率全面提升且全面高于可比公司

我们采用存货周转率和应收账款周转率两个指标, 从纵向比较和横向比较两个角度来反映司法重整前后重庆钢铁盈利能力变化情况。

2017年存货周转率已达到2005年以来最好水平, 全面高于可比公司。纵向比较, 重庆钢铁2016年存货周转率较2015年有明显增长; 司法重整后的2017年进一步提升至11.12次, 已达2005年以来最好水平。横向比较, 2017年重庆钢铁存货周转率绝对值全面高于可比公司, 但2018H较2017年底水平回落幅度较大, 略低于新钢股份;

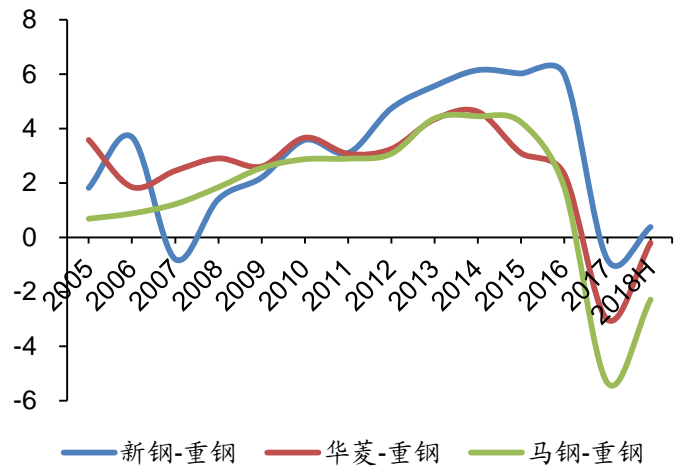
2017、2018H应收账款周转率相继创2005年以来最好水平, 全面高于可比公司。纵向比较, 尽管2016年钢铁行业景气度受供给侧结构性改革影响有所提升, 但重庆钢铁2016年应收账款周转率同比继续下降, 仅为11.63次, 绝对值创2005年以来的最低水平; 司法重整后的2017年重庆钢铁应收账款周转率达88.16次, 2018H进一步大幅提高, 相继创2005年以来最佳水平。横向比较, 2017年重庆钢铁应收账款周转率绝对值全面高于可比公司, 2018H领先优势进一步扩大。

图 33: 2017 年重庆钢铁存货周转率达 11.12 次, 已达 2005 年以来最好水平 (单位: 次)



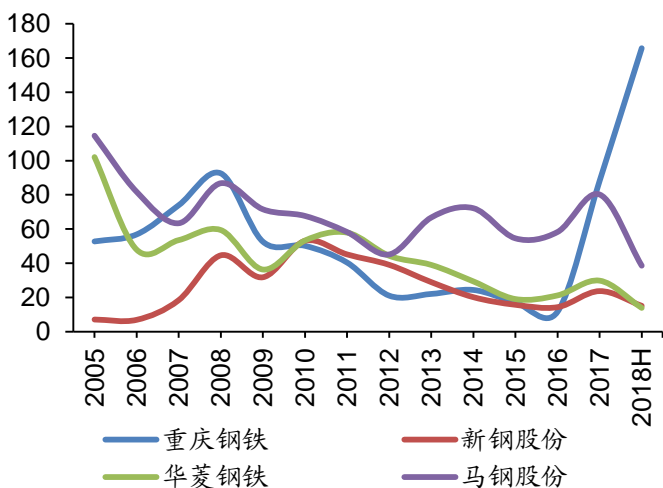
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 34: 2017 年重庆钢铁存货周转率全面高于可比公司, 但 2018H 回落明显 (单位: 次)



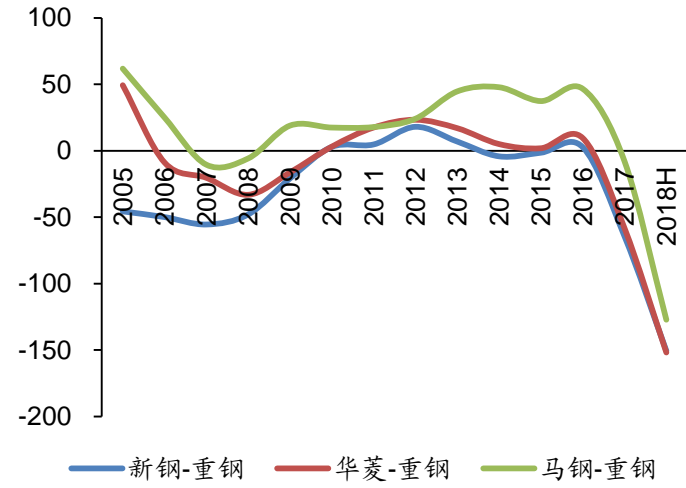
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 35: 2017、2018H 重庆钢铁应收账款周转率相继创 2005 年以来最好水平 (单位: 次)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 36: 2017、2018H 应收账款周转率全面高于可比公司且领先优势扩大 (单位: 次)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

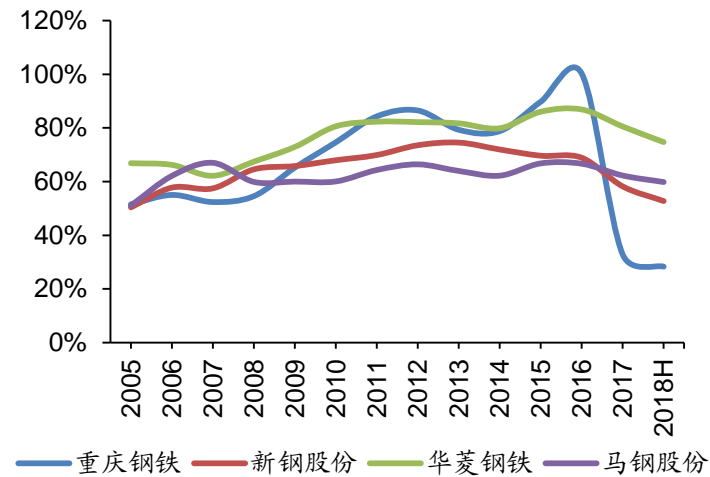
(3) 偿债能力: 司法重整后资产负债率降至 2005 年以来最低且优于可比公司, 流动比率大幅上升且绝对值仅次于新钢股份

我们采用资产负债率和流动比率两个指标, 从纵向比较和横向比较两个角度来反映司法重整前后重庆钢铁的偿债能力变化情况。

2017 年资产负债率同比大幅下降 67.47 个百分点至 32.82% 为 2005 年来最低水平, 且明显低于可比公司。纵向比较, 受钢铁行业景气度提升、供给侧结构性改革“去杠杆”影响, 重庆钢铁 2017 年资产负债率仅为 32.82%, 同比 2016 年大幅下降 67.47 个百分点, 绝对值已为 2005 年以来的最低值。横向比较, 2016 年重庆钢铁资产负债率 100.29%, 全面超过可比公司, 但 2017 年司法重整后, 重庆钢铁资产负债率已明显低于可比公司, 且降幅远远超过可比公司。

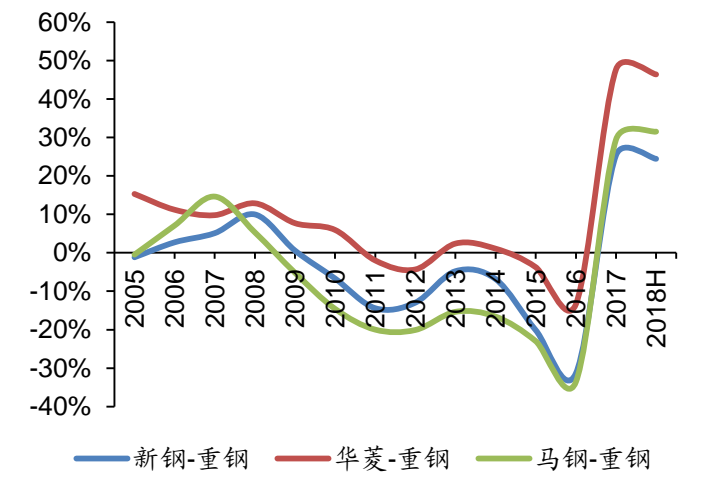
2017年流动比率大幅增至0.99次，且绝对值在可比公司中仅次于新钢股份。纵向比较，尽管2016年钢铁行业景气度提升，但重庆钢铁2016年流动比率继续下降，2016年仅为0.09次，创2005年以来最低水平；司法重整后的2017年流动比率增至0.99次，为2005年以来75%~100%分位水平。横向比较，2007~2010年重庆钢铁流动比率在可比公司中排名前列，但2011~2016年逐年下降，2016年已全面低于可比公司，2017、2018H流动比率变动幅度大幅超越可比公司，绝对值仅次于新钢股份。

图 37: 2017 年重庆钢铁资产负债率仅为 32.82%，为 2005 年来最低水平



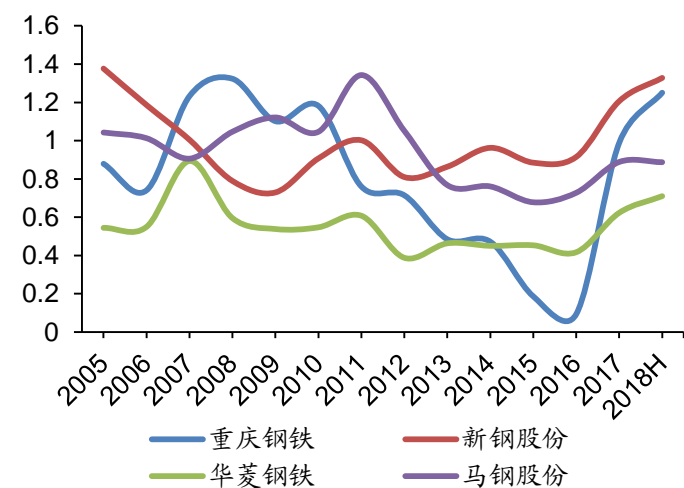
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 38: 2017 年重庆钢铁资产负债率已大幅低于可比公司



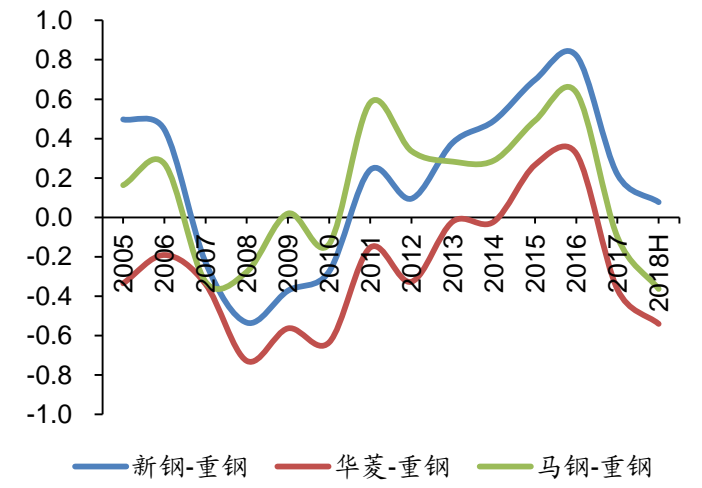
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 39: 2017 年重庆钢铁流动比率增至 0.99 次，为 2005 年以来 75%~100%分位水平（单位：次）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 40: 司法重整后重庆钢铁流动比率与可比公司差距迅速缩小，2018H 仅次于新钢股份（单位：次）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2、宝武合并

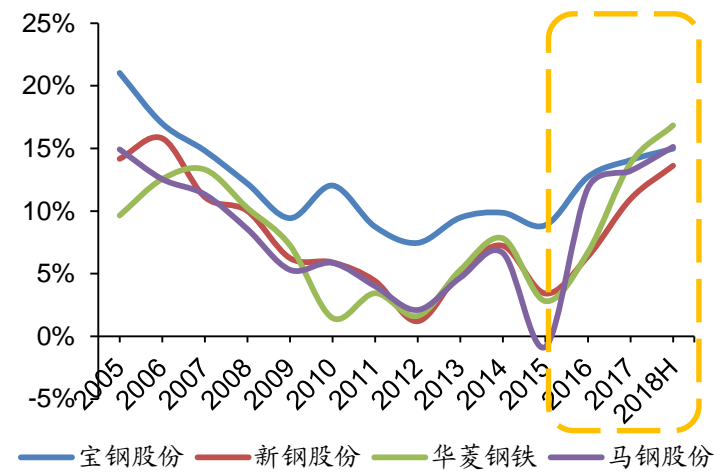
(1) 盈利能力：宝武合并后宝钢股份毛利率和净利率有所提升

首先来看盈利能力。我们采用销售毛利率和销售净利率两个指标，从纵向比较和横向比较两个角度来反映宝武合并后，宝钢股份盈利能力变化情况。

宝武合并后，宝钢股份销售毛利率稳中有升。纵向比较，宝武合并后第一个完整财年即2017年宝钢股份销售毛利率为14.07%，提升1.34个百分点，绝对值位居2005年以来50%~75%分位。横向比较，2005~2015年宝钢股份销售毛利率均明显领先于可比公司，2017年宝钢股份销售毛利率微幅领先华菱钢铁0.25个百分点，2018H则略低于华菱钢铁和马钢股份。

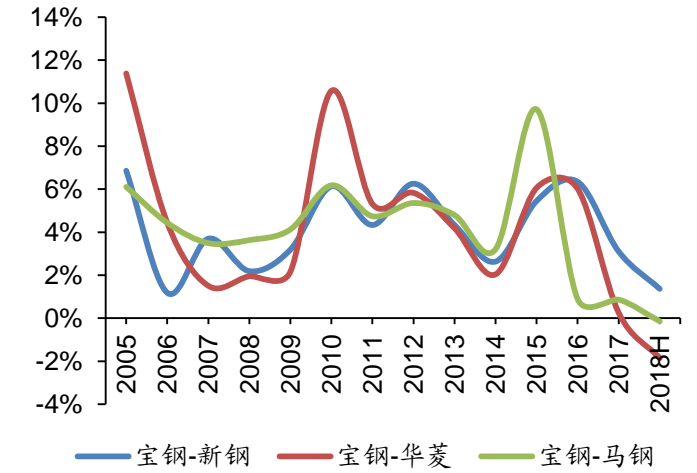
宝武合并后，宝钢股份销售净利率提升2Pct。纵向比较，宝武合并后第一个完整财年即2017年宝钢股份销售净利率为7.09%，提升2.10个百分点，绝对值位居2005年以来75%~100%分位。横向比较，变动趋势与销售毛利率基本一致，尽管2005~2015年销售净利率均明显领先于可比公司，但2017~2018H该指标绝对值和同比变动幅度略低于可比公司。

图 41: 2017 年宝钢股份销售毛利率为 14.07%，同比提升 1.34 个百分点，居 2005 年以来 50%~75%分位



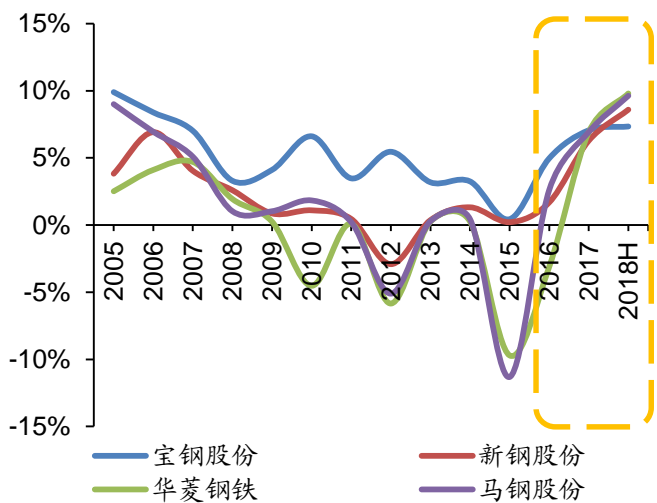
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 42: 2017 年宝钢股份销售毛利率微幅领先，2018H 低于华菱钢铁和马钢股份



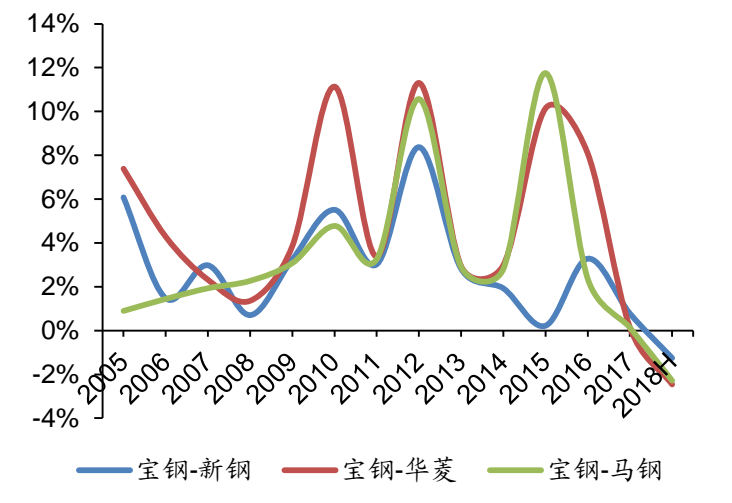
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 43: 2017 年宝钢股份销售净利率为 7.09%，同比提升 2.10 个百分点，为 2005 年来 75%~100%分位



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 44: 2017、2018H 宝钢股份销售净利率与可比公司差距收窄



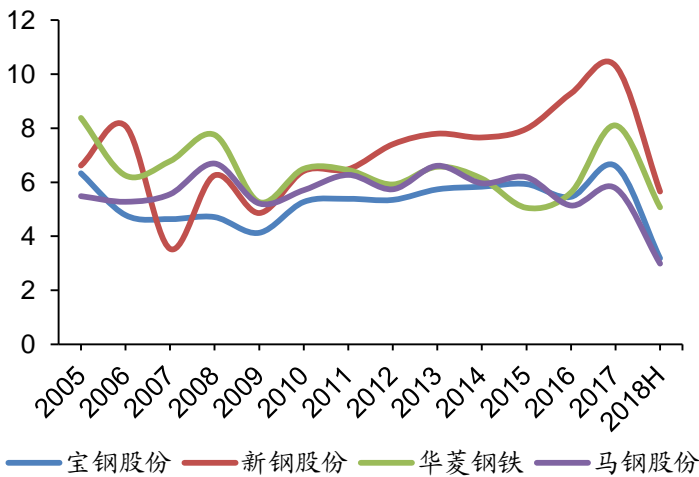
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

(2) 营运能力：宝武合并后，宝钢股份营运仍较稳健

存货周转率。纵向比较，受钢铁行业整体景气度提升影响，宝武合并之后第一个完整财年即2017年宝钢股份存货周转率提升至6.6次，为2006年以来的最高水平，但2018H降至3.18次，为2005年以来的最低值。横向比较，2017年宝钢股份存货周转率落后于华菱钢铁以及新钢股份，2018H宝钢股份存货周转率与可比公司变动方向相同；

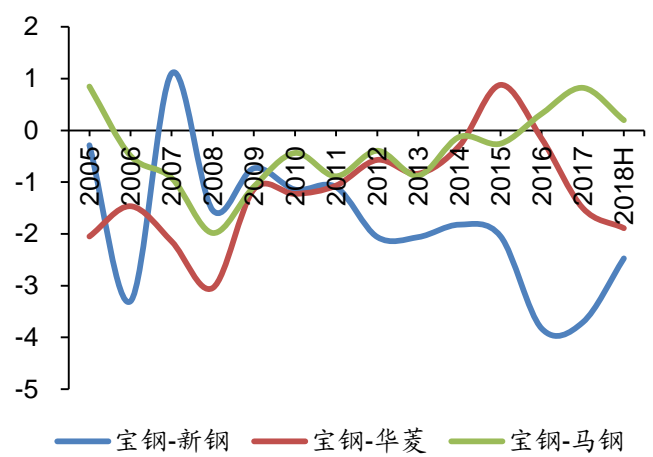
应收账款周转率。纵向比较，2017年宝钢股份应收账款周转率达25.7次，较2016年提升35.62%，2018H则下降至11.73次，较2017年水平大幅下降54.36%，2018H水平也是2005年以来的最低水平。横向比较，与存货周转率有所类似，2017年宝钢股份应收账款周转率提升幅度较小，仍较为稳健。

图 45：2017 年宝钢股份存货周转率提升至 6.6 次（单位：次）



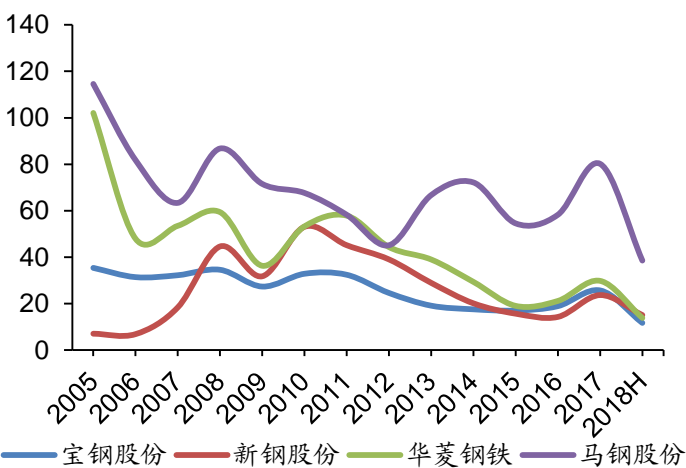
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 46：2017 年宝钢股份存货周转率绝对值略低于华菱钢铁以及新钢股份（单位：次）



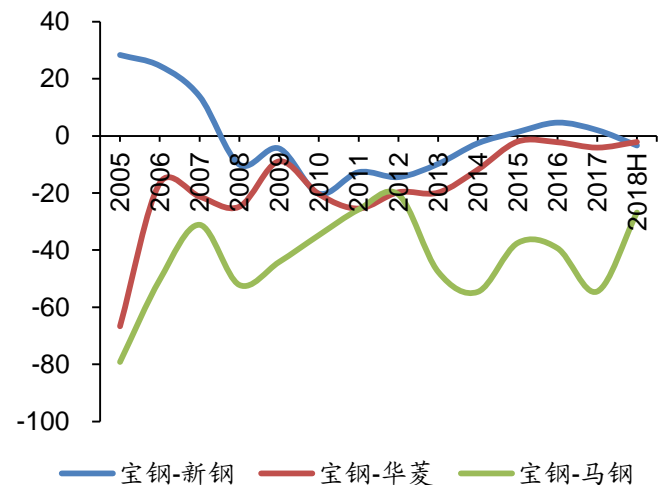
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 47：2017 年宝钢股份应收账款周转率达 25.7 次，较 2016 年提升 35.62%（单位：次）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 48：2017 年宝钢股份应收账款周转率提升幅度较小，仍较为稳健（单位：次）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

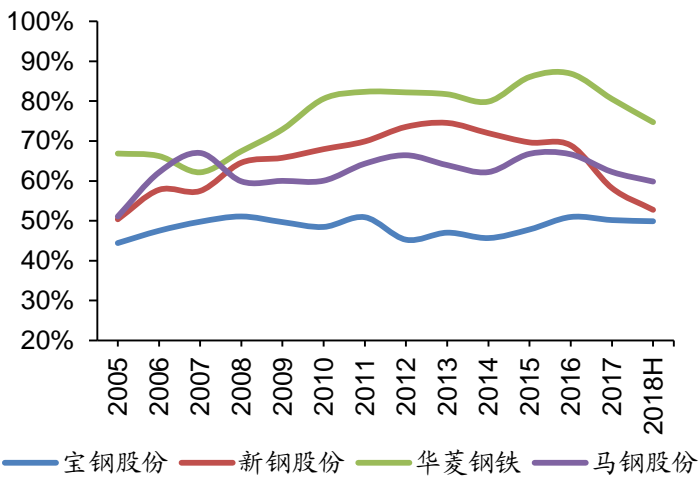
(3) 偿债能力：宝钢股份仍较平稳、健康

最后来看偿债能力。我们采用资产负债率和流动比率两个指标，从纵向比较和横向比较两个角度来反映宝武合并后，宝钢股份偿债能力变化情况。

资产负债率仍相对稳健，2016年来稳定在50%附近。纵向比较，宝钢股份自2016年起资产负债率均稳定在50%附近，整体相当稳健，2018H为49.89%。横向比较，宝钢股份自2005年起资产负债率均低于可比公司，但2016年以来宝钢股份与可比公司的差距有所缩小，主要原因是可比公司经营业绩改善带来的去杠杆作用。

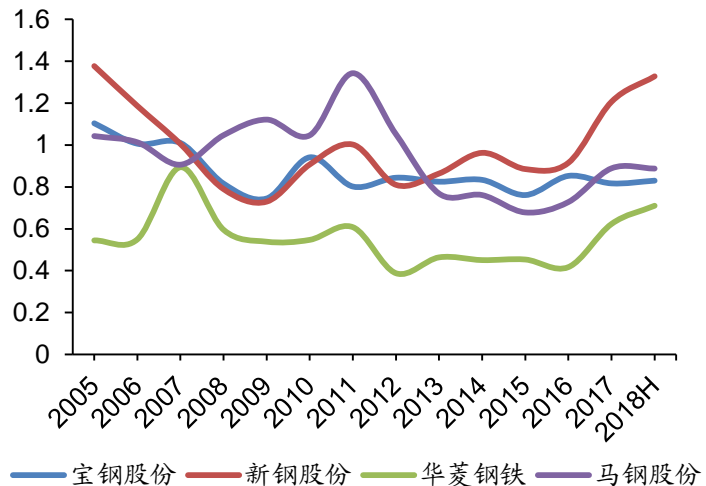
流动比率仍基本保持稳定。纵向比较，宝钢股份自2011年以来流动比率即保持稳定状态，2017年流动比率为0.82，较2016年仅微幅下降0.03。横向比较，2017年宝钢股份流动比率微幅下降，而同期可比公司流动比例均明显上升。

图 49：宝钢股份自 16 年起资产负债率均稳定在 50%附近，整体相当稳健



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 50：17 年宝钢股份流动比率为 0.82，同比仅微幅下降 0.03，而同期可比公司流动比例均明显上升



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

综上所述，我们认为：

四源合基金司法重整重庆钢铁后，重庆钢铁管理、生产和销售等环节，以及上市公司业绩的改善成效明显。一方面原因是重庆钢铁新的管理制度和经营战略有效，另一方面原因也在于重庆钢铁体量较小，且不涉及兼并对手方的整合，经营改善的难度相对较小；

宝武合并后通过两年的整合，武钢有限在技术实力、管理模式、生产标准、信息化程度上有了质的飞跃，部分产线达到宝山基地同一标准、同一质量、同一品牌、同一价格，甚至“青出于蓝而胜于蓝”；同时，武钢有限盈利能力和偿债能力等财务指标也有了一定程度的改善。

三、规模效应：市场与财务双协同，提高生产效率，增强产业链话语权

(一) 协同效应：统筹区域市场，增加市场份额，降低资金成本，实现资源共享

1、市场协同：避免过度竞争，统筹区域市场，增加市场份额

市场、产品存在重合的钢铁企业经过兼并重组后，可通过内部协调机制，避免恶性和过度竞争，并且可以从全国市场的高度统筹销售策略，增加市场份额，从而实现“1+1>2”的效果。

在此我们以2012年日本新日铁和住友金属公司合并组建新日铁住金(NSSMC)后市场份额的变化为例进行说明。根据罗晔等于2014年发表于《冶金经济与管理》期刊上的《新日铁住金公司发展战略研究》论文，日本新日铁和住友金属公司合并后，销售渠道不断拓展，产品协同效应进一步增强，相比合并之前两家公司的总市场份额，合并后新日铁住金在主要钢铁品种市场份额方面均有所提升。

表 3：新日铁和住友金属合并前后，其在本国钢铁市场主要产品份额变动情况

产品	公司份额提升	公司份额降低	原因备注
H型钢	NSSMC (+2%)	东京钢铁 (-2%)	成本优势
中间板	NSSMC (+5%)	JFE (-4%)	解决了工艺难题
普通线材	NSSMC (+5%)	合同制铁 (-6%)	将外包转为内部生产
无缝钢管	NSSMC (+3%)	三洋特殊钢 (-2%)	增加了高端产品的销售
焊管	NSSMC (+8%)	-	-
板桩	NSSMC (+8%)	JFE (-8%)	-
不锈钢	NSSMC (+3%)		成本优势

数据来源：罗晔等于2014年发表于《冶金经济与管理》期刊上的《新日铁住金公司发展战略研究》论文、广发证券发展研究中心

2、财务协同：降低资金成本，实现资源共享

财务协同效应就是指在企业兼并重组发生后，通过将收购企业低资本成本的内部资金投资于被收购企业的高效益项目上从而使兼并重组后的企业资金使用效益更为提高。被兼并收购的企业若负债情况较差，其获取资金的途径非常有限，若通过负债情况较好的收购企业获得低成本资金，财务费用得以降低，盈利能力得以提升。

我们以宝武合并所创造的财务协同为例。根据夏大慰、黄钰昌等于2019年1月14日发布于《经济观察报》案例版(22-23版)上的文章《零距离透视中国最大钢铁央企“宝武”整合案》，宝武合并后如何优化武钢有限原有财务体系，清理历史负担，减少资本市场的顾虑与担忧成为摆在宝钢股份面前的艰巨任务。宝钢股份通过

深度融合和协同项目的推进，努力构建武钢有限规范、高效、协同的财务管理体系和共享中心，推行了各项措施：

(1) 妥善利用税盾：作为协同效益最快的发力点，妥善利用税盾，宝钢股份和当地政府正面交流，保持良好沟通关系；

(2) 将武钢有限纳入宝钢股份资金平台管理：发挥资金集中资源优势，并借助宝钢股份优质债评积极协调替换武钢原有高利率债务，从而大幅降低了武钢的资金成本。**截止2018年底，武钢的平均资金成本为3.8%，远低于钢铁行业的平均水平7.22%；**

(3) 统一管控费用：将宝钢股份原有的现金管理模式直接覆盖武钢有限，武钢有限可以直接使用宝钢的资源（如保险/航空公司差旅/银行），省去武钢财务资源的重复耗用；

(4) 统一财务系统和管理架构：吸取过往整合采用子公司模式的经验教训，推进统一的财务系统和管理架构，防止被并购子公司利用信息不对称过度举债扩张，而最终子公司债务由母公司承担的巨大风险。

（二）降本增效：优化成本结构、集中组织生产、提高生产效率

企业规模经济是指由企业经营规模扩大给企业带来的有利性。这种规模的扩张又主要表现为联合在一个企业中的生产同样产品的若干生产线（或工厂），或者是处于生产工艺过程不同阶段的若干生产线在数量上的增加或生产能力的扩大。**钢企进行兼并重组后，可通过最优化成本结构、最大化提升生产效率、提高产能利用率、保证资源和能源就近供应等措施，集中组织生产，实现降本增效。**

在此我们同样以**2012年日本新日铁和住友金属公司合并组建新日铁住金（NSSMC）后降本增效情况**为例进行说明。根据侯颖等于2012年发表于《冶金管理》期刊上的《新日铁与住友金属合并分析》论文，2012年新日铁和住友金属合并时预计将削减固定成本800亿日元，最终实现1220亿元，超额完成合并时初定目标。

表 4：2012 年新日铁和住友金属合并时预计将削减固定成本 800 亿日元，最终实现 1220 亿日元（单位：亿日元）

项目	低值	高值	中值	JFE 最初目标
经费	100	200	150	300
其他人员支出	50	100	75	
物流	100	200	150	100
采购	50	100	75	200
维修	200	300	250	100
折旧和研发	100	200	150	100
总计	600	1100	850	800

数据来源：侯颖等于2012年发表于《冶金管理》期刊上的《新日铁与住友金属合并分析》论文、广发证券发展研究中心

以宝武合并为例，根据宝钢股份2016、2017年年报，公司总部2016年固定费用除折旧、职工薪酬以外比2015年预计数原则下降15%~20%；各事业部、子公司2016年销管费用总额比2015年预计数下降10%。2016、2017年公司削减成本的目标为40和60亿元。2016年宝钢股份累计削减成本达58.5亿元，完成年度削减目标的143%；2017年宝钢股份累计削减成本达61.1亿元，完成年度削减目标的102%。2018年公司提出新三年成本削减目标：2018-2020年成本削减100亿元，其中2018、2019、2020年分别挑战23亿元、47亿元和61亿元。根据宝钢股份2018年中报，2018年上半年公司实现成本削减31.2亿元，已超额完成全年目标。

图 51: 2016、2017 年宝钢股份均超额完成第一期成本削减计划 (单位: 亿元)

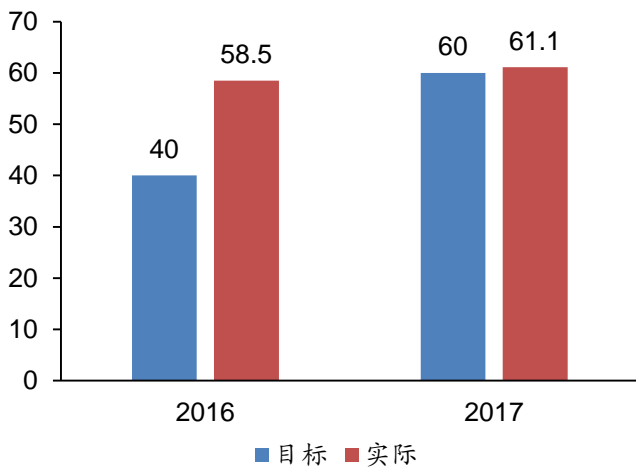
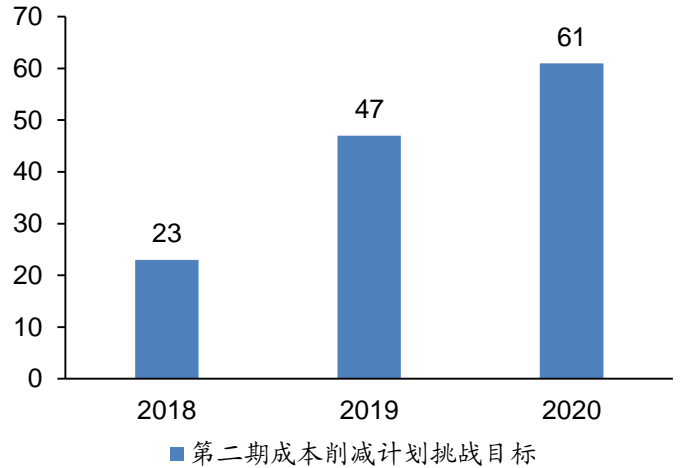


图 52: 宝钢股份新三年成本削减目标为 18、19、20 年分别挑战 23 亿元、47 亿元和 61 亿元 (单位: 亿元)

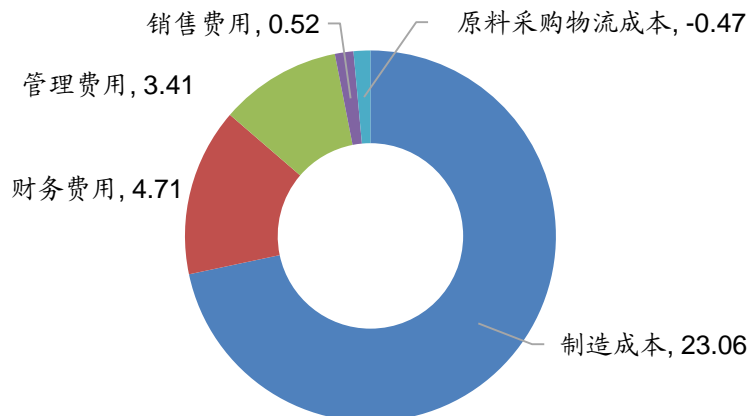


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

结构上看，根据宝钢股份董秘室2018年8月27日发布的《一张图看懂宝钢股份2018年半年度业绩》，宝钢股份2018年上半年成本削减主要集中在制造成本削减（23.06亿元）、财务费用削减（4.71亿元）、管理费用削减（3.41亿元）、销售费用削减（0.52亿元）等方面，原料采购和物流成本未能实现成本削减。

图 53: 宝钢股份 2018 年上半年成本削减主要集中在制造成本削减方面



数据来源: 宝钢股份董秘室 2018 年 8 月 27 日发布的《一张图看懂宝钢股份 2018 年半年度业绩》、广发证券发展研究中心

(三) 增强话语权：市场占有率提升，提升对上下游议价能力

1、对下游

建立融合经营体系是企业合并成功的关键。产品重合的两家钢企合并，意味着这些同质化产品国内市场占有率将进一步提高，控制该品种市场的能力也相应提升。

以2012年新日铁和住友金属合并后各类钢铁产品在日本的市场份额为例，根据罗晔等于2014年发表于《冶金经济与管理》期刊上的《新日铁住金公司发展战略研究》论文，合并后的新日铁住金除小型棒材、工具钢等品种外，其余主要钢铁产品在日本市场的份额均位居首位，使得新日铁和住友金属合并之后对汽车、机械等下游用户议价能力有所增强。

表 5：新日铁和住友金属合并后，其在日本钢铁市场主要产品份额均处于领先地位（单位：%）

产品	NSSMC	JFE	神户	日新	东京	协荣	大同	三洋	丸一
粗钢	42	29	7	4	2	2	1	1	-
板桩	70	25							
线棒材	56	6	9						
H型钢	39	16	-	-	22	-	-	-	-
焊管	39	14	-	4	-	-	-	-	18
热轧卷板	50	36	5	7	2	-	-	-	-
小型棒材	-	14	-	-	7	15	-	-	-
镀锌板	42	27	7	15	-	-	-	-	2
不锈钢	35	18	1	29	-	-	3	1	-
结构钢	29	12	19	-	-	-	12	7	-
工具钢	-	-	-	-	-	-	33	10	-
冷轧板材	44	32	12	-	5	-	-	-	-
无缝钢管	64	29	-	-	-	-	-	6	-
特殊线材	56	1	38	-	-	-	1	-	-
轴承钢	12	7	17	-	-	-	16	38	-

数据来源：罗晔等于2014年发表于《冶金经济与管理》期刊上的《新日铁住金公司发展战略研究》论文、广发证券发展研究中心

以宝钢股份为例，根据《宝钢公司实录（2018）》，宝武合并后宝武合并后宝钢股份冷轧汽车板、高牌号无取向电工钢、非标石油管等产品市占率均进一步提高，其中冷轧汽车板国内市场份额由2013~2016年的50%提升至60%，高牌号无取向硅

钢由2016年的24%大幅提升至2017年的35%，非标石油管由2015~2016年的30%提升至2017年的35%。宝武合并，宝钢股份在汽车板、电工钢和非标石油管等传统优势领域的话语权进一步提升，对下游客户的议价能力或进一步增强。

表 6: 宝武合并后宝钢股份冷轧汽车板、高牌号无取向电工钢、非标石油管等产品市占率均进一步提高

主要产品	2013	2014	2015	2016	2017
冷轧汽车板	50%	50%	50%	50%	60%
高牌号无取向电工钢	13.8%	17.0%	14.3%	24%	35%
非标石油管	27.5%	28.0%	30%	30%	35%

数据来源：《宝钢公司实录（2018）》、广发证券发展研究中心

2、对上游

根据世界钢铁协会统计数据，2017年我国铁矿石进口量达10.75亿吨，以2017年我国生铁产量7.14亿吨、吨生铁铁矿石消耗量1.5~2.0吨计算，2017年进口铁矿石的国内市场份额达75%以上。显然，铁矿石资源定价权并不在国内钢厂，如何增强对铁矿石等上游资源的议价能力成为国内钢企重要课题。国内钢企通过兼并重组扩大采购规模、统一口径发声以增强谈判能力，即是兼并重组规模效应的体现。我们以宝武合并后宝钢股份增强对上游议价能力的举措来说明。

对铁矿石采购和远洋物流实现“一个口子对外”，宝武合并增强谈判议价能力。根据《17宝武EB:中国宝武钢铁集团有限公司公开发行2017年可交换公司债券(第一期)募集说明书》，宝武合并后，2016年中国宝武集团铁矿石总采购量为8475.68万吨，占2016年全球铁矿石贸易量15.86亿吨的5.34%，议价能力大大增强。根据夏大慰、黄钰昌等于2019年1月14日发布于《经济观察报》案例版（22-23版）上的文章《零距离透视中国最大钢铁央企“宝武”整合案》，经过“百日计划”阶段的多轮调研和沟通，宝钢股份和武钢有限确定在整合初期，先将进口铁矿石和远洋物流这两块具有最大协同效益潜力的原料采购业务进行整合，实现“一个口子对外”，增强谈判议价实力。2017年宝武实现采购整合协同效益5亿多元，2018年上半年已实现采购整合协同效益约4.5亿元。

四、投资建议：减量、增效、规模效应，兼并重组行之有“效”

本文以国内、海外兼并重组的相关案例，着重对钢铁企业兼并重组成效进行了分析。我们认为钢企兼并重组将为行业以及参与方带来减量、增效以及规模效应等三方面成效，具体而言：

(1) 减量：钢铁企业合并使得协同合作关系取代竞争关系，原先竞争格局下钢铁企业扩张生产、抢占市场份额的动力趋于消减，从而有效抑制钢铁工业整体产能扩张的步伐；另一方面，兼并重组后大型钢铁企业不再扮演市场上价格接受者的角色，其经营策略薄利多销转向以价定产，从而有计划地控制其产量。从日本以及中国钢铁行业已有兼并重组案例看，其一定程度上加速了行业产能去化的进程。

(2) 增效：企业通过兼并重组不但可获得原企业的生产能力和各种资产，还获得了原企业的管理经验，从而使其迅速提升技术和管理水平，逐渐接近并达到先进一方，最终实现双方的协同共赢。我们以目前国内钢铁上市公司已经完成的两个典型兼并重组案例——四源合基金参与重庆钢铁司法重整、宝武合并等两个案例进行论证，以探讨兼并重组对参与方管理、生产、销售以及在上市公司盈利、营运、偿债等经营业绩等方面的提升作用。我们发现，四源合基金为重庆钢铁引入了专业化、市场化管理团队后，其在管理、生产、经营方面逐步走上正轨，盈利、运营、偿债能力等经营业绩明显提升，且与可比公司差距缩小；宝武合并涉及到两个千万吨级别产能以上的超大型钢铁公司合并，宝钢股份通过优化管理架构、加强生产技术协同、全面整合营销体系等诸多措施，使得武钢有限在技术水平和经营业绩上明显提升。目前宝武合并的融合进程仍在持续推进。

(3) 规模效应：我们认为兼并重组带来的规模效应体现在协同、降本、以及增强话语权三方面。**协同效益：**重组双方通过统筹区域市场，增加市场份额，避免过度竞争以产生市场协同效应；同时通过降低资金成本，实现资源共享来增加财务协同效益；**降本增效：**兼并重组后，钢企可通过最优化成本结构、最大化提升生产效率、提高产能利用率、保证资源和能源就近供应等措施，集中组织生产，实现降本增效；**增强话语权：**钢企通过兼并重组，产品市占率得以提升，从而增强对下游客户以及上游铁矿石资源的议价能力和话语权。

综上所述，钢企兼并重组将为行业以及参与方带来减量、增效以及规模效应等三方面成效。就实际案例看，钢铁兼并重组给参与钢企带来了不同程度的管理、生产、经营方面的改善，以及盈利、运营、偿债能力等经营业绩方面的提升，最终实现“1+1>2”的协同共赢成效。

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。