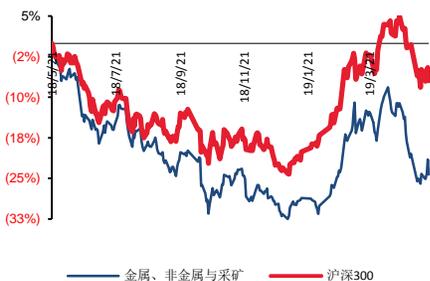


材料 材料 II

宝武重组马钢，地方利益如何考量？

■ 走势比较



■ 子行业评级

白银	看好
钢铁	中性
贵金属与矿	看好
石	
黄金	看好

相关研究报告：

《周观点：黄金防御特征突出，小金属持续性可能较差》

—2019/06/02

《多周期视角下的有色大宗商品展望》—2019/05/29

《周观点：防御配黄金，进攻配稀土》—2019/05/26

证券分析师：杨坤河

电话：010-88695229

E-MAIL: yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518070001

■ 事件描述：

2019年6月2日，马钢股份公告，持有公司控股股东马钢集团100%股权的安徽省国资委，与中国宝武签署股权无偿划转协议。根据协议，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。划转完成后，中国宝武将通过马钢集团间接控制马钢股份45.54%的股份，并实现对公司的控制。

■ 事件点评：

1、重组意义大于实质！

我们认为本次重组意义大于实质。如果仅从本次兼并重组看，按2018年数据，宝武集团合并马钢集团后将形成至少8700万吨以上产量，但从集中度上看，CR10仅仅从2018年35.26%提升至36.87%，远比工信部规划的60%目标要低得多。但事件更多地反映出集中度提升预期强化，体现出高层对于钢铁行业集中度提升的决心前所未有。

而且更为重要的意义，我们认为体现在本次兼并重组，所跨域的利益分配矛盾。长久以来，中央与地方国企的兼并重组需要更多地考虑税收问题。特别是在当前钢铁行业盈利和纳税仍然较高的情况下，推进央企和地方国企的融合难度更大。从这方面看，本次宝武及马钢融合的意义，远超此前同为央企的宝钢和武钢合并。

纵观宝钢此前对于地方国企的合并，基本都是在行业或者企业低谷等相对有利的时期。例如宝钢对于八钢、韶钢和宁波钢铁的兼并重组，全都是在2007-2009年金融危机期间。而近期通过四源合产业基金重组重庆钢铁，是在重庆钢铁困难期。行业或企业低谷，中央对于地方国企的重组相对容易。

2、重组利益如何考量？

为何在当前行业形势尚算良好，且马钢集团自身盈利能力尚佳的时刻，安徽省会认可本次重组？根据马钢股份的公告，本次合并一方面将带动马钢实现跨越式发展，壮大安徽省国有经济，促进钢铁及相关产业聚集发展，助推安徽省产业结构转型升级，实现高质量发展，另一方面将推动中国宝武成为“全球钢铁业的引领者”的远大愿景，进一步打造钢铁领域世界级的技术创新、产业投资和

资本运营平台。虽然表述相对官方，但对于安徽和马钢，我们仍然可以看到，壮大国有经济和产业结构转型升级这些诉求关键词。

壮大国有经济和促进产业结构转型升级，是引入宝武的首要前提。尽管地方国企股权无偿划转之后，地方政府失去控制权，但在当前严控地方政府处置隐形债务等背景下，地方政府财政资源紧张，对于地方产业转型升级进一步投资的意愿及能力有所背离。而引入宝钢等财务状况和投资实力较强的央企，可以有效解决“壮大国有经济和产业结构转型升级”中的资金来源问题。例如马钢的高铁轮轴产业正是亟需进一步扩张升级的产业，最需要宝钢的资金实力、管理能力、国家政策优惠等支持。

地方政府财税分配不受削弱，是引入宝武的重要基础。税收方面，由于马钢集团并没有改变其注册地及经营地，整体税收并不会太大影响，但企业利润分配可能在整合后有所变化。不过根据2010年《国务院关于促进企业兼并重组的意见》要求，在理顺地区间利益分配关系方面，“在不违背国家有关政策规定的前提下，地区间可根据企业资产规模和盈利能力，签订企业兼并重组后的财税利益分成协议，妥善解决企业兼并重组后工业增加值等统计数据的归属问题，实现企业兼并重组成果共享”。

尽管目前双方没有相关详细条款披露，但利润分成上预计对地方政府不会有太大削弱。同时由于宝武对于安徽的投资将可能进一步加大，完全可以抵消利润分成的损失。例如2018年行业最好时期，马钢集团利润总额超50亿元，即便利润分配上减少一半即25-30亿元，但对于宝钢每年承诺20亿以上投资，我们认为完全没有问题。因此地方政府财政税收及GDP完全可能“失之东隅收之桑榆”。

3、对行业影响如何？

当前供给侧改革进入后半程，存量产能的兼并重组是最大的主题。从宝武收购马钢集团的动作看，虽然前期已有传言，事件的落实总体上算预期兑现，但如果能够成功重组，对行业无疑是树立一个较好榜样。同时市场对于集中度的提升其实并没有太高预期，一方面以往提出的集中度提升目标多以不了了之或者一再后延结束，另一方面自2017年宝武合并之后，行业虽然也有部分混改推进，但并无千万吨级以上的大规模兼并重组。因此宝武及马钢重组仍然略超预期。

根据工信部的目标，2018年-2020年，完善兼并重组的政策；2020年-2025年，大规模推进钢铁产业兼并重组。最终目标是要到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3-4家、4000万吨级的钢

铁集团 6-8 家。宝武已经算 80000 万吨级的其中一家，未来鞍钢、首钢、河钢都将可能是 8000 万吨主体之一。

长期而言，从发达国家经验看，产业集中度提升是钢铁产业发展必经路径。对于国内的意义，不仅在于集中度提升便于存量产能优化调整；而且有利于形成通力，增加对海外原料的议价能力。在当前铁矿石价格猛涨之际，后者显得更为迫切。

4、A 股相关投资机会？

我们去年底的年度策略仍然适用：本轮钢铁行业景气度或已达峰值右侧，压制钢铁股估值的风险在于宏观需求下滑和盈利回落，这种压制风险可能在 2019 年有所延续，因此板块估值难有修复空间，未来估值回升可能是通过利润回落方式实现，因此认为整个板块难有趋势性机会。

但钢铁行业整体进入存量产能优化期仍有机会值得关注，首先是存量产能优化中的兼并重组导致集中度提升，进而可能带动个股估值回升，如宝钢股份等。不过需要注意的是，估值的回升可能是漫长的过程，需要行业集中度提升带来实实在在的溢价能力增强，这是一个长周期的配置逻辑。而从以往宝武合并、五矿中冶合并等情况看，股价短期对于事件性的反应也相对平淡。不过短期看，马钢股份仍可能受益于从宝武所获得的资金、管理、及市场协同等。

而在钢铁产业链上，我们当前认为两个极端可能更具机会，即上游原料和下游制品板块。上游原料主要是铁矿石受意外供给扰动所带来的价格弹性；而下游制品主要是油气管道领域，逻辑主要是钢铁价格回落，成本端优势改善，同时油气管道建设需求处于回升周期。具体标的包括河北宣工、武进不锈、金洲管道。

风险提示：重组推进不及预期、油气管道需求放缓、流动性恶化及宽信用不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。