

推倒中国钢铁并购链条的第一张多米诺骨牌

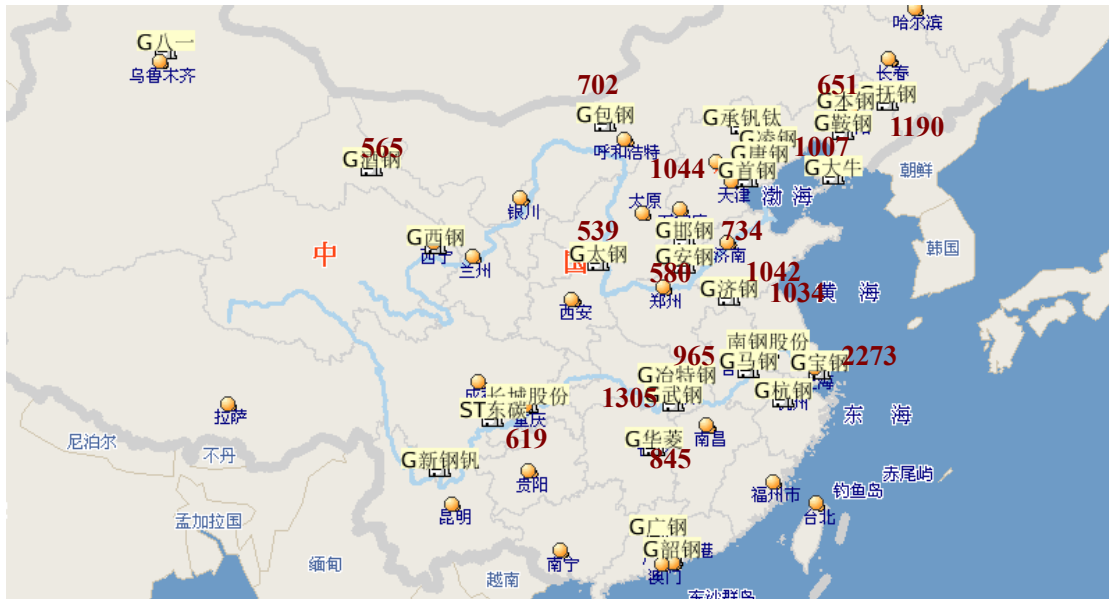
摘要

欧盟经济部长布勒东所说的“米塔尔并购阿塞洛，实际上只是想领导一家欧洲企业来对付正在崛起的中国钢铁企业”。中国，作为世界最大的钢铁生产国和消费国，4.5 亿吨的产能却被 2000 多家钢铁企业分蚀，而由新日铁出任亚洲区的铁矿石谈判代表，宝钢也只是最近两年才有资格坐到谈判桌上。中国钢铁行业的大整合是可以预见的未来，但整合将从何处开始呢？

中国的钢铁行业呈现三国割据之势。华东以宝钢为首（2005 年产能 2273 万吨），与马钢（2005 年产能 965 万吨）、沙钢（1046 万吨）形成联合竞争之势；华中以武钢为首（2005 年产能 1305 万吨），与华菱管线（845 万吨）割据一方；东北以鞍钢为首（1190 万吨），辅以本钢（651 万吨）——三方实力相当，隔着华北地区各自偏安。

而作为三国中心的华北是我国钢铁产量最密集，但势力也最分散的地区。不同于华东、华中和东北，华北地区没有一个绝对优势的钢铁企业，势均力敌的多家企业相互交错，北部有首钢（1044 万吨）、唐钢（1007 万吨），南部有济钢（1042 万吨）、莱钢（1034 万吨），中间有邯钢（734 万吨）、安钢（580 万吨）。交错的竞争分布使得华北地区的钢铁企业竞争最为激烈，也是整个布局中最不稳定的地方。一旦任何一家大型钢铁企业被并购，或几家之间形成真正的联合，则三国割据的动态平衡将被打破，不仅地区内的并购整合会由于这一“搅拌”而加速，还会波及到东北、华东和华中地区。

2006 年 6 月 1 日，宝钢举牌邯钢，是偶然也是必然，我们预见中国钢铁行业并购的第一块多米诺骨牌将在华北地区被推倒。



推倒中国钢铁并购链条的第一张多米诺骨牌

2006年6月1日，宝钢举牌邯钢，“钢老大”意欲何为？假如宝钢真的并购了邯钢，对中国钢铁业又将意味着什么？

钢老大，压力不小

面对风起云涌的国际钢铁业，作为中国“钢老大”的宝钢面临的压力也与日俱增，新帅徐乐江上任的第一大挑战就是艰难的铁矿石谈判。目前国际上铁矿石行业的竞争集中度显著高于下游钢铁业，前三大铁矿石企业占据了70%的市场份额，但前五大钢铁企业的市场份额还不到20%，相比于铜、铝等有色金属行业，全球钢铁业的整合空间还很大。正是出于上述原因，近几年国际钢铁业掀起了一轮新的跨国大并购，2001年卢森堡钢铁巨子阿尔贝德与法国尤吉诺尔集团和西班牙阿塞拉利亚3家钢铁企业重组合并为阿塞洛钢铁集团，产能达到4600万吨，成为当时世界最大的钢铁企业，2004年米塔尔收购美国国际钢铁公司，新公司产能达到5000万吨，取代阿塞洛成为世界最大的钢铁企业，2005年，阿塞洛同帝森·克虏伯竞购加拿大多法斯科成功，同年几大巨头的中国之旅成行，米塔尔收购了华菱管线，阿塞洛正同莱钢进行深度谈判。2006年1月米塔尔再做惊人之举，高溢价要约收购阿塞洛，为了抗击米塔尔，阿塞洛意欲联合第三大钢铁企

业新日铁。如果米塔尔并购了阿塞洛，新公司产能将突破亿吨，是新日铁的三倍，面对米塔尔的勃勃雄心，新日铁自然也表示出极大的合作热情。但正如欧盟经济部长布勒东所说的“米塔尔总裁只是想领导一家欧洲企业来对付正在崛起的中国钢铁企业”。中国，作为世界最大的钢铁生产国和消费国，4.5 亿吨的产能却被 2000 多家钢铁企业分蚀，而由新日铁出任亚洲区的铁矿石谈判代表，宝钢也只是最近两年才有资格坐到谈判桌上。

运筹帷幄，还是纸上谈兵？

面对日益激烈的国际竞争环境和国内全面产能过剩的潜在威胁，宝钢提出了十一五期间目标产能 5000 万吨的计划，以谋取国际市场上的竞争力和话语权。但宝钢目前的产能只有 2200 万吨，以自建方式在 3~4 年内实现产能翻番并不容易，特别是地处上海的宝钢在周边地区的可扩展空间已很小了，收购扩张是必然的选择，前任董事长谢企华在 5 月的股东大会上也透露了宝钢的收购野心。

实际上，年初以来，宝钢集团一直在大规模增持多家钢铁上市公司股权，一季度报出现在 G 八一、G 马钢、G 邯钢、莱钢股份、南钢股份、G 酒钢、G 安钢、G 广钢、G 济钢九家上市公司的前十大流通股股东名单中；6 月 1 日，更是以 5.002% 的持股举牌邯钢，加上权证的潜在持股量，合计持股比例达到 10.3%；作为对宝钢举牌的反应，邯钢集团表示将拿出 15 亿用于增持最多 7.5 亿上市公司股票。一时间市场对宝一邯之间的收购与反收购战做出诸多猜测，有理财说、做庄说、合谋说，主流意见大多认为宝钢收购邯钢，时机尚不成熟，此次应是试探。

但不管是理财也好，尝试也好，也不管收购风云最终如何落幕，我们认为中国钢铁行业的三国格局即将被打破：如果宝钢收了邯钢，那么就推倒了多米诺骨牌的第一块，引发连续的并购效应；即使此次收购炮火最终没能打响，济钢、安钢也很可能成为酝酿中的“关键的一击”，“一击”之后，整个行业将以意想不到的速度发生大规模的聚合反应，聚合的结果恐怕是任何一方都难以单独控制的。

“三国”割据，不稳定的动态均衡

图（1）是中国大型钢铁企业的布局图，由图可见，整体行业呈现三国之势。尽管宝钢一枝独秀，但从全国分布看依然是地方割据之势，华东以宝钢为首（2005

年产能 2273 万吨)，与马钢（2005 年产能 965 万吨）、沙钢（1046 万吨）形成联合竞争之势；华中以武钢为首（2005 年产能 1305 万吨），与华菱管线（845 万吨）割据一方；东北以鞍钢为首（1190 万吨），辅以本钢（651 万吨）——三方实力相当，隔着华北地区各自偏安。

而作为三国中心的华北是我国钢铁产量最密集，但势力也最分散的地区。不同于华东、华中和东北，华北地区没有一个绝对优势的钢铁企业，势均力敌的多家企业相互交错，北部有首钢（1044 万吨）、唐钢（1007 万吨），南部有济钢（1042 万吨）、莱钢（1034 万吨），中间有邯钢（734 万吨）、安钢（580 万吨）。交错的竞争分布使得华北地区的钢铁企业竞争最为激烈，也是整个布局中最不稳定的地方。一旦任何一家大型钢铁企业被并购，或几家之间形成真正的联合，则三国割据的动态平衡将被打破，不仅地区内的并购整合会由于这一“搅拌”而加速，还会波及到东北、华东和华中地区。因此，我们说，如果宝钢并购了邯钢钢铁，则钢铁业多米诺骨牌的第一张将被推倒。

邯钢，并购链条的第一张多米诺骨牌

如果宝钢对邯钢发起真正的进攻，那么邯钢有两种选择——归顺或反抗，但无论是哪种选择，都意味着邯钢将就此失去独立性。

反抗？邯钢的现金流会更加紧张，投资扩张的手脚从此被绑死。邯钢目前有不到 18 亿现金，十五计划的很多项目又正在实施中，占用了大量资金，导致前几次回购都是雷声大雨点小；当然，邯钢如果想从银行贷款 15 亿增持自身股票也不难，但问题是公司未来的发展资金从何而来？被宝钢盯上的邯钢几乎丧失了股权和权证融资的灵活性，单纯依靠债务融资显然并不能满足周期性行业的发展需要。而河北北部首钢和唐钢的联合，凭借曹妃甸地区深水港和铁矿石资源的优势，将使邯钢处于成本劣势，从而威胁其在河北省内的地位。在这一背景下，邯钢即使反收购成功，也只有加入到首钢和唐钢的战略联合中，从而推动了河北省内部的钢铁业整合，河北“金三角”将作为新的一极与宝钢、武钢和鞍钢并列称雄。

归顺？宝钢并购的步伐将更快，邯钢只是宝钢谋取华北地区的一个桥头堡，下一步必然是剑指北部的首钢、唐钢，以清理河北市场的过度竞争、过度投资格

谁，还可能成为“关键的那张牌”？

宝钢举牌邯钢是偶然，还是必然？邯钢为什么会成为并购链条的第一块骨牌呢？一方面，邯钢的权证对价方案给了宝钢一个方便收购的机会，2.8 元的权证执行价仅相当于当前净资产的 0.73 倍，如果考虑到潜在的资产划拨，重置价值更加明显，并购成本小于新建成本，这是“偶然”；但另一方面，正如前文所述，邯钢的战略位置很重要，尽管它的产量并不是很大（集团 734 万吨，上市公司 584 万吨），但地处河北南部，相对靠近华东地区，使邯钢成为宝钢进入河北地区的桥头堡——宝钢举牌邯钢又是必然。

实际上，从宝钢当前的资本布局可以看出，持股并非随意，也绝不是理财：为了向北扩展，宝钢藏棋于所有中原大型钢铁企业——成为邯钢、安钢、济钢、莱钢的流通大股东；为了向南扩展，宝钢投资广钢；为了西进，伏笔于酒钢、八一钢铁；为了巩固华东基地，联合马钢、参股南钢——一切皆是战略需要。

那么，只有邯钢可能成为推倒并购链条的第一块多米诺骨牌吗？除了邯钢外，中原地区的其他几家大型钢铁企业也有潜能成为“关键的那张牌”。不过安钢的规模略小，莱钢已被阿塞洛抢先，所以济钢很可能成为下一个并购对象，只是济钢的盈利能力很好，转让意愿较小；但济钢的市值也比较小，收购成本相对较低，而且其国内最大的中板和中厚板生产线对宝钢产品线形成有力补充。宝钢成为济钢的第一大流通股东，正预示着另一种战略可能。

至于其他钢铁企业，如西北的包钢（702 万吨）、酒钢（565 万吨）、太钢（539 万吨），西南的攀钢（619 万吨）则相对游离，距核心钢铁生产和消费区较远，于整体钢铁并购大局影响不大，不会成为多米诺骨牌中关键的那一环。

结语：偶然中的必然

宝钢举牌邯钢，是偶然也是必然。其意义要超过“宝马联合”或“八宝联合”——这不仅是第一次市场化运作的钢铁业并购，更会从此打破中国钢铁行业的动态稳定格局，事件波及的不仅是首钢、唐钢，还会进一步刺激武钢、鞍钢的并购扩张进程——中国钢铁业大规模聚合的第一张多米诺骨牌被推倒！