

南钢陷入争夺战 央企强势入场

沙钢付出 80 亿交易保证金之后，是否还能如愿买下南钢？谁是交易的关键因子？

复星国际出售南钢股份再生变量。本以为拿出 80 亿元锁定了南钢资产的民营钢企沙钢集团，正面对环伺的竞争对手，其中最强劲的对手，莫属想要横刀夺爱的央企选手，中信泰富特钢集团股份有限公司(000708.SZ，下称中信特钢)。

据了解，南钢的买家竞争者，已然变成沙钢集团、中信特钢、方大钢铁集团等几大机构的博弈局面，谁能胜出尚无定论，未到最后决定时刻，但沙钢已经感受到了可能功亏一篑的压力。

2022 年 10 月 19 日深夜，停牌了三天的复星国际(00656.HK) 与南钢股份 (600282.SH) 双双发布公告称，复星国际旗下复星高科、复星产投及复星工发三家子公司，与沙钢集团于 10 月 14 日签订了《投资框架协议》，有意向将其所持南钢所有资产——即南京南钢钢铁联合有限公司(下称“南钢联合”)60%股权——全部转让给沙钢集团，潜在出售意向代价不超过 160 亿元，沙钢集团已向其支付了 80 亿元的交易保证金。

接近交易的多名知情人士透露，沙钢集团此番为全现金收购。复星最初出售之际，当时就有包括中信特钢、方大钢铁集团等在内的九个买家参与报价竞标，而复星给出的前置条件是 80 亿元预付定金，“买家中惟有沙钢能一把拿出这么多钱，所以很快就签了”。

据了解，目前沙钢已基本做完尽调，正在争取尽快签订正式股权转让协议。不过即使签署了正式协议，这个交易却仍然存在巨大的变数.....

I. 复星卖南钢

2021 年以来，受新冠疫情数轮冲击，国内房地产和消费旅游市场持续不振，也使得以此为核心业务的复星集团债务压力越来越大。

2022 年中以来，复星债务危机有所发物，引发复星集团一轮抛售资产“自救”动作，反而一度加剧市场担忧。据不完全统计，2022 年内，复星累计已售或宣布出售的资产规模接近 400 亿元。

作为复星集团投资主体的复星国际，未经审核的财务数据显示，2022 年收入预期在 1774 亿元左右，同比增长约 10%；但归母净利润降至不到 20 亿元人民币，较 2021 年的 100.9 亿元大幅下降八成及以上。而利润下降，主要因为国际资本市场震荡下行，企业成本端高企、二

级资本市场投资浮亏增加, 集团整体产业运营及产业投资受到不同程度影响。

截至 2022 年 6 月底, 复星国际总资产 8496.85 亿元, 总负债由 2021 年末的 6031.58 亿元增加到 6511.57 亿元, 资产负债率高达 76.64%; 公司流动负债 3753.95 亿元, 其中短期借款为 1236.92 亿元, 现金、银行结余及定期存款为 1176.5 亿元。

2022 年 11 月 10 日, 复星国际董事长郭广昌在南钢股份、复星医药 (600196.SH) 、豫园股份(600655.SH) 、海南矿业 (601969.SH) 4 家公司联合举行的第三季度业绩说明会上安抚市场信心称, 复星在集团层面的负债大约有 1000 亿元, 而对应的总资产约 2700 亿元, “复星拥有足够的资金应对市场风险” 。

再到 2023 年 1 月 16 日, 复星国际在中国境内的主体——复星高科技 (集团)有限公司 (下称复星高科)宣布, 已与 8 家国内银行完成了总额为 120 亿元的贷款签约, 历时近半年, 复星集团百亿银团贷款尘埃落定。

拿到银行贷款之后, 出售南钢对郭广昌而言或许已并不那么迫切。不过, 据了解, 郭广昌仍向买家承诺会继续出售南钢。

南钢股份的母公司南钢联合成立于 1958 年，是江苏钢铁工业摇篮，“复星系”于 2003 年南钢集团整体改制并进行资产重组之际，以 16.5 亿元对价进入、控股 60%，是当时 A 股第一单要约收购案例。而复星进入南钢将近 20 年，双方已然融为一体。

南钢联合资产优质，被认为是现金“奶牛”。截至 2022 年 9 月底，南钢联合净资产有 372.18 亿元资产负债率为 54.92%。2021 年，南钢联合实现营业收入 776.14 亿元、净利润 46.96 亿元；2022 年前 9 个月实现营业收入 529.2 亿元、净利润 20.48 亿元。

其核心资产是 A 股上市平台南钢股份。截至 2022 年 9 月底，南钢联合总资产为 825.52 元，南钢股份总资产 717.65 亿元，占前者比重近 87%。截至 2022 年 9 月底，南钢联合持有南钢股份约 59.11% 股份，郭广昌为南钢股份最终控制人，其个人实际控制南钢股份 21.98% 股权。

据了解，2022 年 9 月，沙钢方面提议收购南钢。一开始，郭广昌并不愿意放弃这一“现金奶牛”，但犹豫再三，在当时急需回笼资金的压力之下，他决定出售南钢以解燃眉之急，随即紧锣密鼓地开始了后续流程。

一名接近复星高层的人士称，出售南钢的交易仍在进行中，复星之所

以出清南钢，是因为南钢在复星体系内，属于钢铁与矿产资源为主体的“智造”板块，与复星其他核心业务战略关联度较低，收入占比也较小。同时，南钢联合旗下的南钢股份是上市公司，资产流动性较好，容易找到买家，可以为集团短时间回笼大笔资金。“公司未来的重心仍是消费和医疗，制造业也将以科技为主，而非传统制造，这是公司的战略方向。”

2023年1月，郭广昌在接受央视访谈时称，“2023年，我相信复星所从事的家庭消费产业，将逐步迎来需求的提升，相信我们线下的商业和文旅板块将首先迎来快速的反弹。”

进入2023年，复星继续出售非核心板块的钢铁资产。2023年1月5日，复星国际公告，将其持有的天津建龙、建龙控股、北方建龙和简舟控股4家钢铁业务公司全部股权出售予北京建龙重工集团有限公司和Camdragon Investment，交易代价约为人民币67亿元。

II. 沙钢拿出80亿诚意金

根据此前公告，沙钢在2022年10月16、17日两天即签订意向协议后的两到三天内，在没做尽调的情况下，即支付了一半交易对价——80亿元以示诚意。

紧接着沙钢进入不超过 55 日的尽调阶段,如期间内仍未能达成协议,则任一方有权终止框架协议。此间,复星应在框架协议日期后的 2 个工作日内(即 10 月 16 日),将其持有的南钢联合 49% 股权质押给沙钢集团,并完成质押登记手续。在收到全额总诚意金后 10 个工作日内,将剩下的 11% 股权进行第二期股权质押,并完成质押登记手续。

一名接近沙钢高层的人士称:“交易应该符合双方利益才能达成。”尽管交易最后能否成功仍存变数,也有多名市场人士指出,该笔交易成与不成,于双方几乎都有利无弊。沙钢方面通过资金成本补偿条款,锁定了风险敞口;而对复星来说,得到一笔短期资金周转,也展现了资产储备与变现的能力。

根据协议,如因沙钢原因导致最终交易无法达成,复星除退还诚意金,还需支付 2% 的年利率,不过还款期限可长达 100 天;如因其他原因未能签署正式协议,复星支付的年利率升至 8%,还款期限则缩短为 30 天。

但沙钢此举并非为复星融资,而是意在产业并购。“产业投资的逻辑和股市投资不同,主要是看重构成本。按南钢 1000 万吨产能、重置成本 4000 元/吨计算,现在重建一个南钢大概需要 400 亿元,沙钢 160 亿元买断 60% 的控股权是划算的。”他分析说。

但也有市场人士担心，若复星对沙钢违约，这笔诚意金或有成为过桥贷款的风险。

据多方了解，现年 77 岁的沙钢创始人、集团董事会主席沈文荣与郭广昌多次见面，并亲自拍板了这桩交易。五年前，沈文荣称：“未来五年，中国钢铁业肯定会有收购兼并趋势，而这是一个漫长的过程。对收购方而言，好的收购时机需等到行业下行之际。未来五到十年，很可能又要回到钢铁赚不到钱的时候。不是我收购人家，就是我被人家收购。”

作为效益最好的民营钢企之一，沙钢不差钱。据统计，2016 年至 2021 年，沙钢集团旗下主体公司江苏沙钢集团有限公司（下称“江苏沙钢集团”）归母净利润共计达到 435.9 亿元，其中 2021 年创新高至 120.3 亿元。

从粗钢产量角度比较，2021 年，沙钢集团 4423 万吨，在中国排第三、全球排名第五，国内仅次于两家央企宝武集团的 1.2 亿吨以及鞍钢集团的 5565 万吨。如最终得以合并南钢（产量 1158 万吨），沙钢集团粗钢产量可达 5581 万吨，略微超过鞍钢集团，有望冲刺行业第二把交椅。

但从产能角度看，沙钢集团年产钢能力超 4000 万吨，南钢联合拥有年产能 1000 万吨，两者合并后年产能将超 5000 万吨。而 2022 年 6 月，鞍钢集团宣布重组凌钢集团，合并凌钢集团之后，鞍钢集团粗钢产能从 6300 万吨提高至 6900 万吨，产能提升近 10%。因此在产能上，即使合并南钢，沙钢仍将处于第三名位置。

钢铁行业人士普遍看好这一交易。冶金工业信息标准研究院院长张龙强认为，在提升企业规模优化产品结构、扩大市场占有率、促进文化融合以及增强区域市场话语权等方面，对交易双方都是利好。同时，南钢的智能制造优势也有利于促进沙钢的智能化改造。

“钢铁企业已经挣了六年钱，尤其头部企业更不差钱。”有钢铁业人士说。中国钢铁行业自 2016 年供给侧结构性改革后步入上行周期，2021 年行业盈利更是达到历史最好水平。

到 2022 年，占到中国钢材需求约三成的房地产行业步入下行，冲击钢铁行业需求。同年，中国钢铁工业协会重点统计会员钢铁企业实现营业收入 6.59 万亿元，同比下降 6.35%；但利润总额 982 亿元，同比下降 72.27%。张龙强认为，钢铁行业下行期间，被认为是钢铁企业并购重组的机遇窗口。头部企业以兼并重组方式扩张，不仅符合国家钢铁产业政策导向，也顺应钢铁行业全面达峰背景下提高集中度的趋势。而且维护民企的投资信心也依然是当前公开的国策之一。

III. 入局者与陪跑者

复星最初出售所持南钢联合时，有包括沙钢、中信特钢、方大钢铁集团等在内的九个买家参与报价竞标，后沙钢一举支付了 80 亿意向金后，却并未屏退所有投资者，至今还有中信特钢和方大钢铁集团两家仍然并未放弃，不过这里面有势在必得，也有陪跑者。

中信特钢是中国中信集团控股的上市企业，具备年产 1600 多万吨特殊钢生产能力，2021 年以 1397 万吨产量位居全球第 37 位，是特钢行业内龙头企业。

目前，中信特钢以何种架构入局尚不明朗。据了解，中信特钢或以“股加债”的形式，一手入股小股东南钢联合，一手给南钢联合提供大笔债务融资。

也有人士提醒，沙钢此次出价并不算低，而央企普遍流程较慢、也被要求要严控高溢价并购。且联手管理层，意味着不能直接并购南钢联合，而只能通过南钢联合间接持股，未来存在一系列不确定性。

另据了解，中信特钢意在控股，何时控股只是时间问题，具体细节与步骤仍在谈判与博弈之中。

中信特钢也有意逐步扩大规模。根据其“十四五”规划，中信特钢计划以内生增长、外延发展两种方式，在2025年实现2000万吨整体规模。而如成功收购南钢，中信特钢产能将达到约2600多万吨，提前实现五年规划。

“当前时期，是行业的低谷期，也是行业并购的个机遇期，公司将在当前这个行业相对低谷的时候，抓住机遇，积极参与上下游资源的整合加快并购的步伐，抓住‘一切机会’做大做强，广泛参与行业布局。”在2022年12月的一次调研活动中，中信特钢称，在选择投资标的上，公司仍会专注特钢领域，并要看能否形成协同效应、形成互补，或是增强在细分领域的话语权等。

多位业内人士表示，中信特钢主打标准特钢，南钢主打优特钢，分别对应中高端与中低端特钢产品，南钢少量螺纹钢。两相结合之后，中信特钢产品档次可从高往下延伸，完善产品线加之中信特钢主要基地位于江苏省内，均沿长江，原材料供应也可以产生协同。

中信特钢旗下有江阴兴澄特种钢铁有限公司、大冶特殊钢有限公司、青岛特殊钢铁有限公司、靖江特殊钢有限公司“四大特钢制造基地”；以及铜陵泰富特种材料有限公司、扬州泰富特种材料有限公司“两大原材料供应基地”；泰富特钢悬架（济南）有限公司、浙江泰富无缝

钢管有限公司“两大延伸加工基地”。也就是说，中信特钢旗下一半制造、原材料及加工基地位于江苏省内。

而据官网透露，中信特钢有全球钢种覆盖面大、涵盖品种全、产品类别多的精品特殊钢生产基地，拥有特殊钢棒材、无缝钢管、特冶产品、特殊钢线材、板材产品、延伸产业六大产品板块。主导产品包括高端轴承钢、高端汽车用钢、风电用钢、系泊链钢等，在这些细分市场具备绝对竞争优势。

南钢联合的钢材产品也以特钢为主，特钢产品在总产量中占比一直在九成左右，主导产品是专用板材、特钢长材，可广泛用于油气装备、新能源、船舶与海工、汽车轴承弹簧等领域。2022年债券募集说明书中显示，南钢联合中厚板产量位居全国第三，优特钢长材在以长三角为主的目标市场具备竞争力。

钢铁产品可分为普钢与特钢。特钢是具有特殊化学成分（合金化）、采用特殊工艺生产、具备特殊组织和性能、能够满足特殊需要的钢材，特点是专业性强、细分市场多、市场需求小品种、多批量。

即便是在目前房地产需求急剧下行的市场环境下，与高端制造业相关的钢铁企业效益相对不错，2022年前三季度，中信特钢实现归母净利润55.4亿元，同比下降6.5%。而期内，中钢协会员钢铁企业利润

下降幅度超过七成。截至 2022 年 9 月底，中信特钢期末现金及现金等价物余额约 85 亿元，同比增加了 38.5%。

就在 2023 年 1 月，中信特钢以 19.08 亿元，竞地上海电气集团钢管有限公司（下称上电钢管）60%股权，加上在 2021 年年初购入的 40%股权，中信特钢得以全资持有上电钢管。而上电钢管核心资产，是天津钢管制造有限公司（下称天津钢管）的 51.02%股权。中信特钢介绍，天津钢管具备天津钢管集团原 350 万吨无缝钢管产能相关核心资产，是无缝钢管行业领军企业之一，主打能源用钢。

此外，方大集团也在竞购之列。但多位人士表示，方大刚收完海航航空板块资产，吃下南钢的概率不大，更像是陪跑者角色。

方大钢铁是方大集团全资子公司，年产钢能力 2000 万吨，旗下控股有方大特钢、萍钢股份、达州钢铁，分别对应弹簧扁钢和汽车板簧、建筑用钢与钒钛钢铁生产基地。方大集团效益好、现金流充裕。截至 2021 年 6 月底，方大集团账面货币资金高达 508 亿元。不过，2021 年 6 月 16 日，方大集团以 410 亿自有资金收购了海航航空板块。

IV. 拉锯管理层

既然沙钢已经付了 80 亿意向金，为何还有买家可以觐？

这是因为一旦正式签约公告,南钢联合的管理层作为小股东,根据《公司法》有 30 天时间行使优先受让权,因为南钢联合持有南钢联合剩余 40%股权。正是这一优先受让权,让中信特钢等有了插足机会,转而联手南钢管理层谋求颠覆此前的沙钢、复星所签订的协议。

南钢股份当时强调,该笔交易仍在处于意向协议阶段,还未签署正式股权转让协议,最终能否签署正式协议仍存在重大不确定性,交易具体方案也尚未确定。而如后续签署正式股权转让协议,可能导致南钢股份实际控制人变更,并触及全面要约收购义务。根据相关规则要求,投资人需要在正式股权转让协议签署完成之后,向南钢股份发出全面要约,或在 30 日内促使其控制的股东将所持上市公司股份减持至 30%或者 30%以下。

据财解,交易之初,郭广昌 CENG 向沙钢方面表示不用担心小股东,但并未落于纸面——当时时间紧张,难以保证能说服小股东放弃优先受让权。目前,郭广昌仍然坚定地要将南钢联合卖给沙钢集团,但并无好的办法阻止小股东行使优先受让权。因此,谁能争取到南钢管理层的支持,谁才是这单交易真正的赢家。某种程度上而言,南钢管理层的角色类似管理层收购(MBO, Management Buy-Outs),“管理层倒向谁最为关键”。所谓 MBO,是指管理层找到融资方,购买本公司股份,从经营者变为所有者。

南钢集团持股穿透之后，南京钢铁集团工会委员会及 12 名个人组成的南京钢铁创业投资有限公司持有南钢集团 51% 股份；南京市国资委控股的南京新工投资集团有限责任公司持有剩余 49% 股份。

但据了解，目前南钢集团的管理层内部意见不一，一派支持沙钢集团，一派支持中信特钢，此外还有南京市政府的态度也很重要。当下几方仍在拉锯中。

据一名了解南钢的人士透露，复星一直对自己在南钢的定位是战略投资人，主抓财务和人力资源，重点放在对公司未来投资方向的把握，并不具体插手南钢经营，管理层有较大的经营自主权。2022 年 3 月的南钢联合债券募集说明书还显示，复星系公司还在 2015 年 12 月将其持 10% 投票权委托给南钢集团管理，即南钢集团拥有南钢联合 50% 的股东投票权。

而与复星的放手管理不同，业内人士形容，沙钢实控人沈文荣的特点是管理细致，对企业管理事无巨细都会介入，对此，南钢管理层人士颇有担忧。此外南京市也担心南钢被张家港市的沙钢控制后，会影响当地 GDP 的归属。2022 年，南京在江苏省 GDP 排名前二，次于苏州，成为少数几个 GDP 不如省内地级市的省会城市。而 2022 年南京企业百强名单显示，南钢集团贡献营收 1874.95 亿元，超过苏宁

集团排在榜单之首。

不过，据了解，沙钢现在对南钢给到的承诺是管理层权限维持不变，现有工资、奖金等各种待遇不变甚至会提高；还考虑将沙钢的优质资产注入南钢，加大在南京的投资，将南钢做大做强。而这也正中南京市政府的下怀，因此目前究竟支持谁，还未正式表态。