

点评报告

拉开山东钢铁集团整体上市序幕

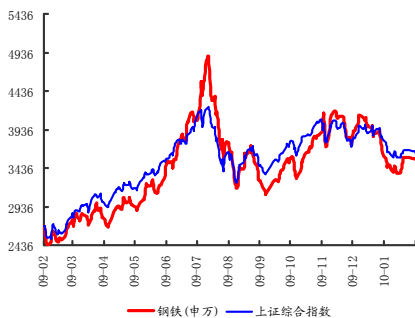
钢铁

2010 年 2 月 24 日

——济南钢铁吸收合并莱钢股份预案点评

评 级： 推荐（首次）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联证券研究所钢铁行业小组

联系人：

曾 海

电 话： 021-58766036-211

Email: zengh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：公司发布换股吸收合并莱钢股份、定向发行股份购买集团资产暨关联交易预案，公司将以 2.43: 1 的比例吸收合并莱钢股份，并按 5.05 元/股的发行价，向集团定向发行 22.94 亿股以收购集团资产，最终实现山东钢铁集团整体上市。

点评：

横向整合扩充规模，符合产业政策方向。根据《钢铁产业调整和振兴规划》及工信部《钢铁行业兼并重组条例》制定的重点发展 3-5 家产量在 5000 万吨以上的具有国际竞争力的大企业集团目标，横向整合扩充规模成为国内钢铁行业的发展方向。通过吸收合并，山东钢铁集团将形成 2800 万吨的粗钢产能，成为国内产能规模仅次于河北钢铁集团的大型钢企。随着集团对日照钢铁整合的完成，山东钢铁集团的产能规模将达到 3800 万吨，未来产能规模有望稳居国内钢铁行业第二集团前列。

改善产品结构，提升竞争能力。通过整合不仅扩大了规模，也改善了产品结构，公司产品在中板、中厚板等板材品种基础上增加 H 型钢、特殊钢等长材品种，多元化的产品构成有助于加强抵御行业风险的能力，提升公司的整体竞争能力。同时由于协同效应能够有效降低管理成本、融资成本，从而进一步提升公司的效益。

下游需求稳步复苏是业绩改善的主要催化剂。虽然 2009 年国内钢铁需求有所提升，企业盈利逐步改善，但前三季度济钢和莱钢均处于亏损状态。由于两家公司的产品不具有互补性，因此横向整合不能够从根本上改变盈利模式的本质，新公司业绩改善仍依赖于下游需求的稳步复苏。

关注莱钢股份交易性投资机会。根据预案提供的现金选择权价格 12.29 元/股，莱钢股份停牌前的价格是 13.07 元，公司股价具有较高的安全边际。考察唐钢股份、邯郸钢铁、承德钒钛从预案公布至重组结束期间的股价表现，三者的最低涨幅超过 30%，因此我们认为莱钢股份存在交易性机会。如果跌破现金选择权价格，则存在无风险套利的可能性。

一、拉开山东钢铁集团整体上市序幕

山东钢铁集团系由山东省国资委整合山东省内钢铁资源大造的区域龙头企业，由于涉及到同业竞争关系和大量的关联交易，进行系统内部整合势在必行，济南钢铁和莱钢股份的合并也在预期之中。根据规划，山东钢铁集团将通过三步走的战略实现整体上市，本次吸收合并和定增收购集团资产预案的公布，奏响了山钢集团整体上市的前奏。

济南钢铁吸收合并莱钢股份的结果是济南钢铁继承所有资产，而莱钢股份将被注销结束经营。

图表 1: 山东钢铁集团整体上市三步走战略

步骤	方案	措施	细则
第一步	济南钢铁吸收合并莱钢股份	换股	换股比例 2.43: 1 (济钢: 莱钢); 现金选择权: 济南钢铁 5.05 元/股, 莱钢股份 12.29 元/股
第二步	定向增发收购集团资产	定增	济钢集团资产: 信赢煤焦化 100%的股权、鲍德气体 100%的股权和 30 亿元现金 莱钢集团资产: 银山型钢 100%的股权、天元气体 100%的股权、机制公司 100%的股权、国贸公司 83.33%的股权、电子公司 100%的股权、莱钢集团自动化部、动力部和运输部经营性资产和负债
第三步	注入日照钢铁股权	定增	山钢集团持有的日照钢铁 67%股权, 重组尚未结束

数据来源: 国联证券研究所、公司

本次重组完成后，预计山钢集团及其关联企业持有济南钢铁股权比例将从重组前的 69.23%提高到 80.00%，社会公众投资者的持股比例下降至 20%左右，集团公司掌握了绝对的控制权。

图表 2: 合并吸收后，济南钢铁的股权结构

股东名称	交易前		交易后	
	股票数量 (万股)	股权比例	股票数量 (万股)	股权比例
山钢集团及下属全资子公司	216,036.04	69.23%	612,714.50	80.00%
济钢集团	214,342.12	68.69%	298,201.89	38.94%
莱钢集团	769.96	0.25%	313,588.65	40.95%
山东金岭铁矿	461.98	0.15%	461.98	0.06%
山东省耐火原材料公司	461.98	0.15%	461.98	0.06%
公众投资者	96,011.96	30.77%	153,155.92	20.00%
合计	312,048.00	100.00%	765,870.42	100.00%

数据来源: 国联证券研究所、公司

二、横向整合扩充规模，符合产业政策方向

根据《钢铁产业调整和振兴规划》及工信部《钢铁行业兼并重组条例》制定的重点发展 3-5 家产量在 5000 万吨以上的具有国际竞争力的大企业集团目标，横向整合扩充规模成为国内钢铁行业的发展方向。通过吸收合并，山东钢铁集团将形成 2800 万吨的粗钢产能，成为国内产能规模仅次于河北钢铁集团的大型钢企。随着集团对日照钢铁整合的完成，山东钢铁集团的产能规模将达到 3800 万吨，未来产能规模有望稳居国内钢铁行业第二集团前列。

图表 3：国内大型钢铁集团未来产能统计

集团	公司	2009	2010E	2011E	2012E
宝钢集团	宝钢	2300	2500	2800	3000
	八一	400	800	800	1000
	韶钢	430	430	450	450
	广钢	200	200	200	200
	宁波钢铁	300	400	400	400
	新钢	805	1000	1000	1000
	安阳钢铁	900	900	1000	1100
	包钢	800	800	850	850
	杭钢	350	350	350	350
	合计	6485	7380	7850	8350
鞍本集团	鞍钢	2000	2000	2000	2000
	本钢	850	1000	1000	1000
	凌钢	200	200	200	200
	攀钢	800	800	800	800
	东北特钢	300	300	300	300
	三钢	200	200	200	200
	合计	4350	4500	4500	4500
武钢集团	武钢	1500	1500	1500	1800
	鄂钢	300	300	300	300
	昆钢	650	650	700	700
	柳钢	600	600	600	600
	防城港	0	700	800	1000
	重钢	300	300	300	300
	合计	3350	4050	4200	4700
首钢集团	首钢	1650	850	850	900
	首泰	200	200	200	200
	水钢	160	160	160	160
	长钢	360	360	600	600
	贵阳特钢	100	100	100	100
	伊犁钢铁	80	80	180	180
	合计	2550	1750	2090	2140

河北钢铁集团	唐钢	1200	1200	1200	1200
	承钢	500	500	500	500
	宣钢	800	800	800	800
	邯钢	1060	1060	1100	1100
	舞钢	200	200	200	200
	合计	3760	3760	3800	3800
山东钢铁集团	济钢	1500	1500	1500	1500
	莱钢	1300	1300	1400	1400
	日照	1000	1000	1000	1000
	合计	3800	3800	3900	3900
沙钢集团	沙钢	1500	1500	1500	1500
	淮钢	300	300	300	300
	河南永钢	1000	1000	1000	1000
	铁本	150	150	150	150
	江苏永钢	800	800	800	800
	合计	3750	3750	3750	3750
华菱集团	衡管	100	100	100	100
	湘钢	600	750	800	800
	涟钢	700	700	700	700
	锡钢	60	60	80	80
	合计	1460	1610	1680	1680

数据来源：国联证券研究所、Mysteel

三、重组改善产品结构，需求复苏改善业绩

通过整合不仅扩大了规模，也改善了产品结构，公司产品在中板、中厚板等板材品种基础上增加 H 型钢、特殊钢等长材品种，多元化的产品构成有助于加强抵御行业风险的能力，提升公司的整体竞争能力。同时由于协同效应能够有效降低管理成本、融资成本等，从而进一步提升公司的效益。

由于两家公司的产品不具有互补性，因此横向整合不能够从根本上改变盈利模式的本质，新公司业绩改善仍依赖于下游需求的稳步复苏。

图表 4：济南钢铁和莱钢股份的主营产品及 2009 年 Q3 的盈利情况

项目	济南钢铁	莱钢股份
主营产品	中板、中厚板	H 型钢、特殊钢、螺纹钢
EPS (2009Q1-Q3)	-0.195 元	-0.186 元
每股净资产 (2009Q1-Q3)	2.11 元	6.1 元
每股经营性现金流 (2009Q1-Q3)	-0.57 元	1.43 元

数据来源：国联证券研究所、公司

四、关注莱钢股份交易性投资机会

根据预案提供的现金选择权价格 12.29 元/股，莱钢股份停牌前的价格是 13.07 元，公司股价具有较高的安全边际。考察唐钢股份、邯郸钢铁、承德钒钛从预案公布至重组结束期间的股价表现，三者的最低涨幅超过 30%，因此我们认为莱钢股份存在交易性机会。如果跌破现金选择权价格，则存在无风险套利的可能性。

图表 5：河北钢铁集团吸收合并预案公布后至重组完成时，标的公司市场表现

公司名称	预案公布前收盘价	重组结束收盘价	涨跌幅
唐钢股份	4.55	7.09	56%
邯郸钢铁	3.76	5.29	41%
承德钒钛	5.5	7.4	35%
算术平均			44%

数据来源：国联证券研究所、公司

五、风险因素

由于目前仅是公布了吸收合并和定增收购集团资产的预案，方案还需要相关部门的审核批准，因此存在一定的不确定性，主要风险因素包括：

1. 股东大会、证监会、国资委等机构审批风险
2. 重组工作进度风险

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

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。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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。