

重组方案缺乏亮点，股价反应过激

——济南钢铁与莱钢股份重大资产重组方案点评

报告日期：2010-2-24

钢铁行业研究员 张文丰

事件：

停牌达 3 个多月之后，济南钢铁、莱钢股份发布了此次重大资产重组方案，山东钢铁整合终于进入了实质阶段。而随着方案的发布，两家公司股票今日复牌。

此次的重组方案包括两部分：一是济南钢铁以换股方式吸收合并莱钢股份；二是济南钢铁向济钢集团、莱钢集团发行股份购买其持有的预估值为 85.85 亿元的存续主业资产和济钢集团的 30 亿现金。而随着交易的完成，莱钢股份将注销法人资格，其全部资产、负债、权益、业务和人员将并入济南钢铁，济南钢铁将成为山东钢铁集团下的唯一钢铁主业上市平台，并将变更名称。

济南钢铁、莱钢股份的换股价格为此次董事会决议公告日前 20 个交易日的 A 股股票交易均价，分别为 5.05 元/股、12.29 元/股，根据上述换股价格，莱钢股份与济南钢铁的换股比例确定为 1: 2.43，即每股莱钢股份可转换为 2.43 股济南钢铁的股份。山钢集团或济钢集团将向济南钢铁的异议股东提供收购请求权，同时还将向莱钢股份的异议股东提供现金选择权。现金选择权的价格为每股 12.29 元。

同时，济南钢铁将发行股份收购济钢集团持有或有权处置的信赢煤焦化 100%的股权、鲍德气体 100%的股权和 30 亿元现金；收购莱钢集团持有或有权处置的银山型钢 100%的股权、天缘气体 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、动力部和运输部相关的经营性资产和负债。

上述所购资产中除 30 亿元现金外的其他资产净资产约为 69.16 亿元，预估值为 85.85 亿元。按照发行价格为 5.05 元/股计算，本次拟发行股份约为 22.94 亿股。

点评：

1、方案无甚太多悬念，于投资者而言利好不够。

关于本次重大重组方案，具体分析如下：第一部分换股价格及比例的确定相对客观，也无太大的争议余地，投资者对这一块应该还是基本持赞成态度的；第二部分为上市公司向两集团收购资产以实现整体上市的目的，这里边有几个问题：

一是资产预估值的高低。除了济钢集团 30 亿现金外，其于的资产评估是多少还无定论，但这些主要为生产辅助系统的资产是否值 85.85 亿元值得商榷，可否存在关联交易定价的非公允性很难评判；

二是本次收购的系列资产仅有一个 500 万吨生产能力的钢铁主业资产，即莱钢集团的银山型钢，但该公司盈利能力并不高，08 年末净利润仅为-2.9 亿元，这对于上市公司盈利能力是否增强具有较大的不确定性。

三是投资者较关注的盈利能力强的日照钢铁未列入重组方案之中，这一利好是许多人所期待已久的，重组方案未提及使得该方案失色许多。当然，理性来讲，日照钢铁即使有注入预期，该事件也不必在本次重组方案中不提，其实日照进入山东钢铁应该是迟早之事，投资者不必急于一时。

2、停盘期间大盘及行业板块价格的变化对两股影响不大，投资者选择用脚投票。

个股复牌走势一般与停盘期间大盘及所属板块的表现有较大关系。两股停盘期间为 2009 年 11 月 7 日至 2010 年 2 月 23 日，此期间沪指跌幅约为 6%，钢铁指数（申万）跌幅仅为 1.20%，因此并不存在太多的系统性补跌因素，更多可以解释的就是股东特别是某些机构股东该公司董事会提出的重组方案不太满意。尤其值得我们注意的是，该方案赋予持异议的莱钢股份股东有价格为 12.29 元的现金选择权，这一价格明显高于该股一直处于 11.76 元的跌停价格。

3、价格先抑后扬，机构护盘迹象明显。

济南钢铁开盘后不久即跌停，此后很长一段时间维持下跌 7%左右，莱钢股份更是绝大部分时间均处于跌停状态，不过尾市两股却出现了惊天逆转，济南钢铁曾一度触及涨停，而莱钢股份最高涨幅也超过 4%。最终，济南钢铁上涨 8.35%，莱钢股份下跌 5.36%，相比开盘已有很大提升。从盘面来看，推升两股逆转的大单异常密集，成交量也出现了明显放大的迹象，而可以解释这一现象的很可能缘于机构的积极护盘和参与。

4、投资建议——在控制风险前提下适当参与。

总体而言，该方案并无太多亮点，不过可使两公司优势互补，整体抗风险能力增强，行业地位进一步提升，整体上市还可大大减少关联交易，促进公司治理结构的合理化。另外，日照钢铁等山东省内的钢铁企业还将逐步纳入上市公司，这都构成了未来发展的良好预期。此外，5.05 元和 12.29 元的换股价构成了对当前股价的良好支持，安全性较高。建议投资者适当介入该公司，尤其是价格偏低的济南钢铁可重点关注。不过，该方案是否能成功还有待股东大会和政府部门的审批，投资者还应注意参与的风险。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准