

# 广钢股份(600894.sh)

## 宝钢入主后公司机遇和挑战并存

谢军 研究员 电话: 020-87555888-663 eMail: xj@gf.com.cn  
冯刚勇 研究助理 电话: 020-87555888-804 fgy@gf.com.cn  
马涛 研究助理 电话: 010-68083328-1820 mt@gf.com.cn

我们认为广钢股份主要的投资看点有:

### 1、多层次分析可观的土地价值:

(1) 公司对应工业用地价值仅为6个多亿, 对应每股价值约为0.9元。

(2) 待广钢股份关停后, 借助环保搬迁的东风, 工业用地可依法转变为商业住宅用地。若假设: 公司周边商品房价格约14000元/平方米, 土地价格约为7000元/平方米; 土地成本为500元/平方米, 土地增值6500元/平方米; 未来土地转变成商业、住宅用地后, 土地可能用于建商品房、商贸写字楼、公园、广场等设施, 但综合考虑容积率保守估计容积率在1.5~2.0之间; 土地收益金的分成比例按60%计。由此测算归属公司的土地价值在68.5~105.3亿元, 折合基本每股土地价值8.99~13.82元。

(3) 扣除公司负债、员工安置费、所得税之后, 完全归属公司股东的土地价值为14.8~44.2亿元, 折合每股价值1.94~5.80元, 我们考虑取中值3.87元/股。

### 2、潜在壳价值引人瞩目

生产线关停后若没有更好的投资项目, 可能通过变卖土地妥善安置员工后持有现金。股份公司有望成为潜在壳资源。不过由于公司关停还需要2~3年时间, 卖壳为时尚早, 还有一定的不确定性。我们根据类比公司比较, 估算公司壳价值在15~20亿元, 对应每股价值2~3元。

### 3、宝钢入主可改善公司现有经营业绩

根据广东钢铁集团的安排, 在三年左右的过渡期间, 宝钢集团和广东钢铁集团将加大对公司的扶持力度, 确保公司正常运营, 在存续期内经营业绩有较大改善空间。我们认为目前公司钢铁主业每股价值为1~2元。

### 投资建议

预计企业2010~2012年每股收益分别为: 0.09元、0.16元、0.22元。公司将受益于广东钢铁的重组和广州市环保搬迁优惠政策, 保守估计归属股东的每股土地价值在3.8~5.8元; 公司潜在壳资源每股价值2~3元; 存续期内钢铁主业价值每股1~2元。我们认为公司合理价值在6.8~9元, 当前股价仅为6.15元, 维持公司“买入”评级。

### 风险提示

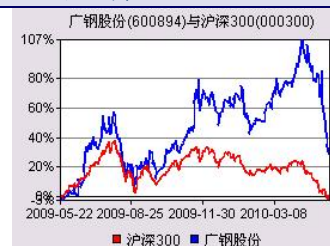
- 1、房地产调控政策可能对建材需求产生一定影响;
- 2、公司环保搬迁后卖地、卖壳进程有不确定性;
- 3、广钢集团亏损明显, 负担很重, 土地收益最终分配仍有不确定性。

## 公司评级

买入

|         |      |
|---------|------|
| 当前价格(元) | 6.33 |
| 目标价格(元) | 9.00 |
| 前次评级    | 买入   |

## 股价走势



| 市场表现   | 1 个月    | 3 个月    | 12 个月  |
|--------|---------|---------|--------|
| 股价涨幅   | -35.46% | -14.12% | 30.19% |
| 沪深 300 | -13.52% | -14.37% | 1.03%  |

## 股票数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 总股本(万股)    | 76,240.96 |
| 流通 A 股(万股) | 76,240.96 |
| 主要股东:      |           |

广州钢铁企业集团有限公司

|          |         |
|----------|---------|
| 主要股东持股比例 | 38.18%  |
| 流通 A 股比例 | 100.00% |

## 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 6.23%  |
| ROA      | 4.39%  |
| 资产负债率    | 85.91% |
| 每股净资产(元) | 0.78   |

2009 年报数据。

## 公司主要投资看点

我们认为广钢的主要投资看点有：

**1、多层次分析可观的土地价值：**公司对应的工业用地价值仅为6个多亿，对应每股价值约为0.9元。待广钢股份关停后，借助环保搬迁的东风，工业用地可依法转变为商业住宅用地，扣除公司负债、员工安置费、所得税之后，完全归属公司股东的土地价值为14.8~44.2亿元，折合每股价值1.94~5.80元，我们考虑取中值3.87元/股。

**2、潜在壳价值引人瞩目：**公司生产线关停后若没有更好的投资项目，可能通过变卖土地妥善安置员工后持有现金。股份公司有望成为潜在壳资源。不过由于公司关停还需要2~3年时间，卖壳为时尚早，还有一定的不确定性。我们根据类比公司比较，估算公司壳价值在15~20亿元，对应每股价值2~3元。

**3、宝钢入主可改善公司现有经营业绩：**根据广东钢铁集团的安排，在三年左右的过渡期间，宝钢集团和广东钢铁集团将加大对公司的扶持力度，确保公司正常运营，在存续期内经营业绩有较大改善空间。我们认为目前公司钢铁主业每股价值为1~2元。

## 宝钢入主大局已定

2010年5月10日，广东省发展和改革委员会、广东钢铁集团有限公司联合在广州召开媒体通气会，介绍广钢环保迁建湛江项目方案，即广东省通过淘汰1500万吨钢铁产能，实施广钢环保迁建，在湛江建设500万吨精品钢基地，项目总投资约350亿元，产品定位为广东急需的高档碳钢板材。宝钢入主广钢大局已定。

湛江项目建成投产之日方为广钢关停之时。目前宝钢已在湛江项目投入44亿元，球团等铁前项目陆续建成，但高炉、炼钢、轧钢等实质性项目尚未展开，而上述项目的开工将取决于国家发改委的“准生证”。宝钢此次采取淘汰落后产能置换的方式是回避新上项目的说法，曲线救国意图明显。

## 多层次分析可观的土地价值

根据广钢环保迁建湛江项目工作的总体安排，湛江项目建成投产之后，将关闭公司在白鹤洞的钢铁生产线。公司在白鹤洞的钢铁生产线关闭之后，广东钢铁集团作为公司的实际控制人，将采取有效措施，确保全体中小股东的合法权益，具体的方案研究已提上议事日程。

### 纯粹的工业用地价值有限

目前广钢股份所拥有土地用途均为工业用地，拥有50年的使用权（始于1996），成本仅为500元/平米·年，公司拥有的1.38平方公里的土地资源（实际登记面积为1.35平方公里），对应的工业用地价值仅为6个多亿，对应每股价值约为0.9元。而目前广钢股份所在地的地价已达到7000元/平方米。

### 土地性质变更后价值将飙升

待广钢股份关停后，为了妥善安置员工，借助环保搬迁的东风，依照搬补偿标准，公司工业用地可依法转变为商业住宅用地，且免交土地增值税，相关土地收益金的60%以上补偿给相关企业。届时，公司土地价值将飙升。

我们对土地价值进行测算，基本假设条件：

- 1、公司周边商品房价格约14000元/平方米，土地价格约为7000元/平方米；
- 2、土地成本为500元/平方米，土地增值6500元/平方米；
- 3、未来土地转变成商业、住宅用地后，土地可能用于建商品房、商贸写字楼、公园、广场等设施，但综合考虑容积率应当超过1.0，保守估计容积率在1.5~2.0之间；
- 4、土地收益金的分成比例不低于60%，不排除有提高的可能性，我们按60%测算。

由此测算归属公司的土地价值在68.5~105.3亿元，折合基本每股土地价值8.99~13.82元。

表1: 容积率和土地收益金分成比例对归属公司土地价值的敏感性分析

| 归属公司的土地价值<br>(亿元) |     | 容积率   |       |        |        |        |        |        |
|-------------------|-----|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                   |     | 1.0   | 1.2   | 1.4    | 1.6    | 1.8    | 2.0    | 2.2    |
| 土地收益金分<br>成比例     | 60% | 52.65 | 63.18 | 73.71  | 84.24  | 94.77  | 105.30 | 115.83 |
|                   | 65% | 57.04 | 68.45 | 79.85  | 91.26  | 102.67 | 114.08 | 125.48 |
|                   | 70% | 61.43 | 73.71 | 86.00  | 98.28  | 110.57 | 122.85 | 135.14 |
|                   | 75% | 65.81 | 78.98 | 92.14  | 105.30 | 118.46 | 131.63 | 144.79 |
|                   | 80% | 70.20 | 84.24 | 98.28  | 112.32 | 126.36 | 140.40 | 154.44 |
|                   | 85% | 74.59 | 89.51 | 104.42 | 119.34 | 134.26 | 149.18 | 164.09 |

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

若对股份公司进行清算处置，需考虑的扣除因素包括：

- 1、公司负债总额为38亿元左右；
- 2、人员全部安置费用约12亿元；
- 3、获取土地收益后应缴纳所得税比例20%。

考虑这些因素后，完全归属公司股东的土地价值为14.8~44.2亿元，折合每股价值1.94~5.80元。我们考虑取中值3.87元/股。

### 关停时间滞后有利有弊

从通气会的情况来看，广钢股份关停的时间晚于预期，但是我们认为只要湛江项目能尽早开工，项目完全可以在一年半到两年的时间内投产，因此广钢关停的时间也有提前的可能性。

我们认为广钢关停靠后有利有弊。利处在于：未来两三年广州房价仍有上涨的可能，尤其是在污染企业搬出的预期下，公司土地价值仍有提升空间；弊端在于：随着时间推移，环保搬迁的优惠政策若发生改变，将对公司土地价值兑现造成重大影响，土地价值的实现仍有较大不确定性。