

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

配股方案获得通过，产能提升至 2000 万吨

事件描述

武钢股份今日发布公告称，2010 年 12 月 13 日，中国证监会审核了公司的配股申请。根据审核结果，本公司配股申请获得有条件通过，公司将在收到中国证监会书面核准文件后另行公告。

事件评论

第一，配股方案经过变更，由计划募集不超过 120 亿元变更为不超过 107 亿元

公司 2009 年第一次临时股东大会审议通过配股议案决定，公司将以 2009 年 6 月 30 日总股本 78.38 亿股为基数，按每 10 股不超过 3 股的比例向全体股东配售，供给配售数量不超过 23.51 亿股，计划募集资金不超过 120 亿元。

2010 年 10 月 18 日，公司通过了《关于调减配股募集资金计划的议案》，会议审议决定，向武汉钢铁集团矿业有限责任公司收购座落于鄂城区新庙工业园的球团生产设施不作为配股募集资金投向，因此，原定计划配股募集资金不超过 120 亿元，调整为不超过 107 亿元。

经过调整后，募集资金投向主要如下：

✓ 向武汉钢铁集团公司收购部分主业相关资产项目，钢铁产能进一步扩大；

包括武钢集团持有的武钢集团鄂城钢铁有限责任公司 77.6% 的股权，武钢集团粉末冶金有限责任公司 100% 的股权，与冶金渣利用相关的经营性资产和负债以及科研类实物资产。该项目预计使用募集资金 62.89 亿元；

● 武钢集团持有的武钢集团鄂城钢铁有限责任公司 77.6% 的股权

鄂钢公司前身为鄂城钢铁厂，1997 年 4 月改制为湖北省国资委全资控股的鄂城钢铁集团有限责任公司。2005 年 1 月湖北省国资委将鄂钢集团 51% 的国有产权无偿划归武钢集团公司持有，实现武钢集团与鄂钢公司的联合重组。经过历次股权变更，截止 2009 年 6 月 30 日，武钢集团持有鄂钢公司 77.6% 的股权，湖北省投资公司占 22.4% 股权比例。

鄂钢公司目前主要产品为棒材、螺纹钢、高线、冷轧带钢、焊管、冷轧薄板及镀锌卷等产品，2005 年武钢集团与鄂钢公司重组后，鄂钢公司先后新建了 1500mm 冷轧薄板生产线与 4300mm 宽厚板生产线，其中 1500mm 冷轧薄板已经建成投产，而 4300mm 宽厚板于 2009 年下半年投产。

从公司目前生产情况来看，月产量在 30 万吨以上，截止 8 月份，公司 2010 年前 10 个月共生产 306.89 万吨，总产能在 400 万吨以上。

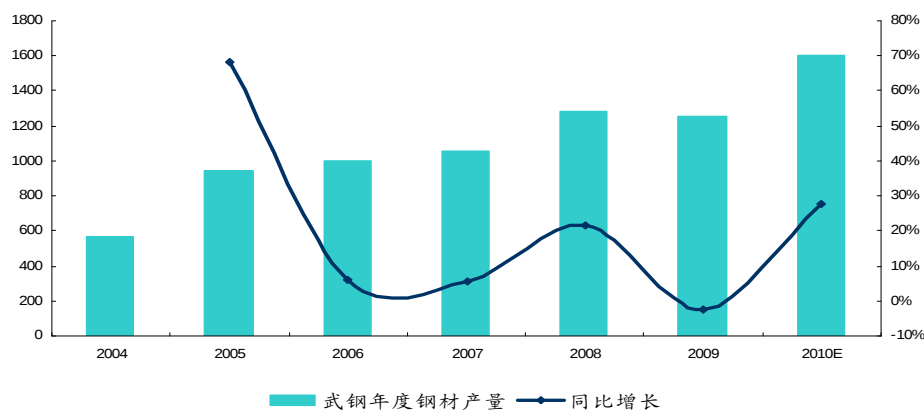
图 1: 鄂钢公司目前月均产量在 30 万吨以上, 总产能 400 万吨以上



资料来源: 钢之家, 长江证券研究部

由于目前公司产能已经可以达到 1600 万吨以上, 收购鄂钢公司后产能将有望突破 2000 万吨。

图 2: 公司目前生产能力约为 1600 万吨



资料来源: 钢之家, 长江证券研究部

从目前公布的资料来看, 按照当前鄂钢 400 万吨产能来估计, 假定吨钢盈利在 100 元, 则鄂钢公司 77.6% 的股权所对应的净利润约为 3.10 亿元。

表 1: 鄂钢公司合并利润表

鄂钢公司合并利润表	2009 年 1-6 月	2008 年
营业总收入	42.17	115.78
营业总成本	40.52	118.94
营业利润	1.68	-3.07
利润总额	1.64	-3.00
净利润	1.54	-2.64
相应钢材产量	133.22	259.61
吨钢净利润	115.60	-101.69

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

表 2: 鄂钢吨钢盈利的变化所对应的净利润情况

吨钢盈利	100	130	150	160	180	200	300	400	500
------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

净利润	4	5.2	6	6.4	7.2	8	12	16	20
77.6%的股权	3.10	4.04	4.66	4.97	5.59	6.21	9.31	12.42	15.52

资料来源：公司资料，长江证券研究部

● 武钢集团粉末冶金有限责任公司 100%的股权

粉末冶金公司主要从事钢铁回收资源综合利用业务，通过回收本公司的氧化铁皮和冷轧酸洗再生氧化铁红等原材料，生产还原铁粉、90 铁粉、氧化铁粉、铁氧气体预烧料、氧化铁皮等产品，产品主要销往机械零件、电子零件、磁性材料、化工等下游行业。

表 3: 粉末冶金公司利润表

粉末冶金公司	2009 年 1-6 月	2008 年
营业收入	1.21	2.89
营业利润	0.06	0.10
利润总额	0.07	0.10
净利润	0.06	0.08

资料来源：公司资料，长江证券研究部

● 与冶金渣利用相关的经营性资产和负债以及科研类实物资产

本次拟收购的武钢集团与冶金渣利用相关的经营性资产和负债，其业务为通过对本公司冶炼炉渣进行处理并进行综合开发利用。

表 4: 拟出售冶金渣资产模拟利润表

拟出售冶金渣资产模拟利润表	2009 年 1-6 月	2008 年
营业收入	2.34	5.49
营业利润	0.58	1.26
利润总额	0.58	1.17
净利润	0.43	0.87

资料来源：公司资料，长江证券研究部

本次拟收购的武钢集团科研类实物资产主要包括科研实验相关的实验室设备、存货及相关的在建工程、房屋建筑物及设备固定资产。

表 5: 实物资产相关数据

科研类实物资产项目名称	账面价值
存货	0.04
在建工程	0.03
固定资产	4.04
合计	4.10

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 6: 主要资产情况统计

项目（万元）	账面价值	评估价值	增减值	增值率%
流动资产	14,133.58	14,244.65	111.07	0.79
非流动资产	491,546.83	631,444.05	139,897.22	28.46
其中：长期股权投资	422,389.19	527,834.34	105,445.15	24.96
固定资产	68,728.81	69,685.73	956.92	1.39

在建工程	249.74	256.37	6.63	2.65
固定资产清理	-1.31	10.78	12.09	
无形资产	-	33,476.43	33,476.43	
递延所得税资产	180.4	180.4	-	-
资产总计	505,680.41	645,688.70	140,008.29	27.69
流动负债	16,760.08	16,760.08	-	-
负债合计	16,760.08	16,760.08	-	-
净资产（所有者权益）	488,920.33	628,928.62	140,008.29	28.64

资料来源：公司资料，长江证券研究部

✓ 向武钢集团矿业有限责任公司收购坐落于鄂城区新庙工业园的球团生产设施项目被调整出此次收购；

武钢集团矿业公司拟出售坐落于新庙工业园的球团生产设施，主要包括与铁矿石加工生产球团有关的固定资产及在建工程，主要生产设备包括：链篦机、回转窑、环冷机、造球系统、控制系统、配料和给煤系统等。

第五届董事会第十次会议审议决定，该项目不作为募集资金投向。由于该项目原定使用募集资金 12.16 亿元，因此募集资金计划由原定的不超过 120 亿元调整为不超过 107 亿元。

表 7：球团设施资产统计

项目名称	账面价值	评估价值	增减值	增值率
固定资产	8.04	9.44	1.40	17.44%
在建工程	2.71	2.72	0.02	0.68%
合计	10.74	12.16	1.42	13.22%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

✓ 配股募集资金剩余部分用于补充公司流动资金。

第二，盈利能力提升依赖行业复苏，热轧提供最大业绩弹性

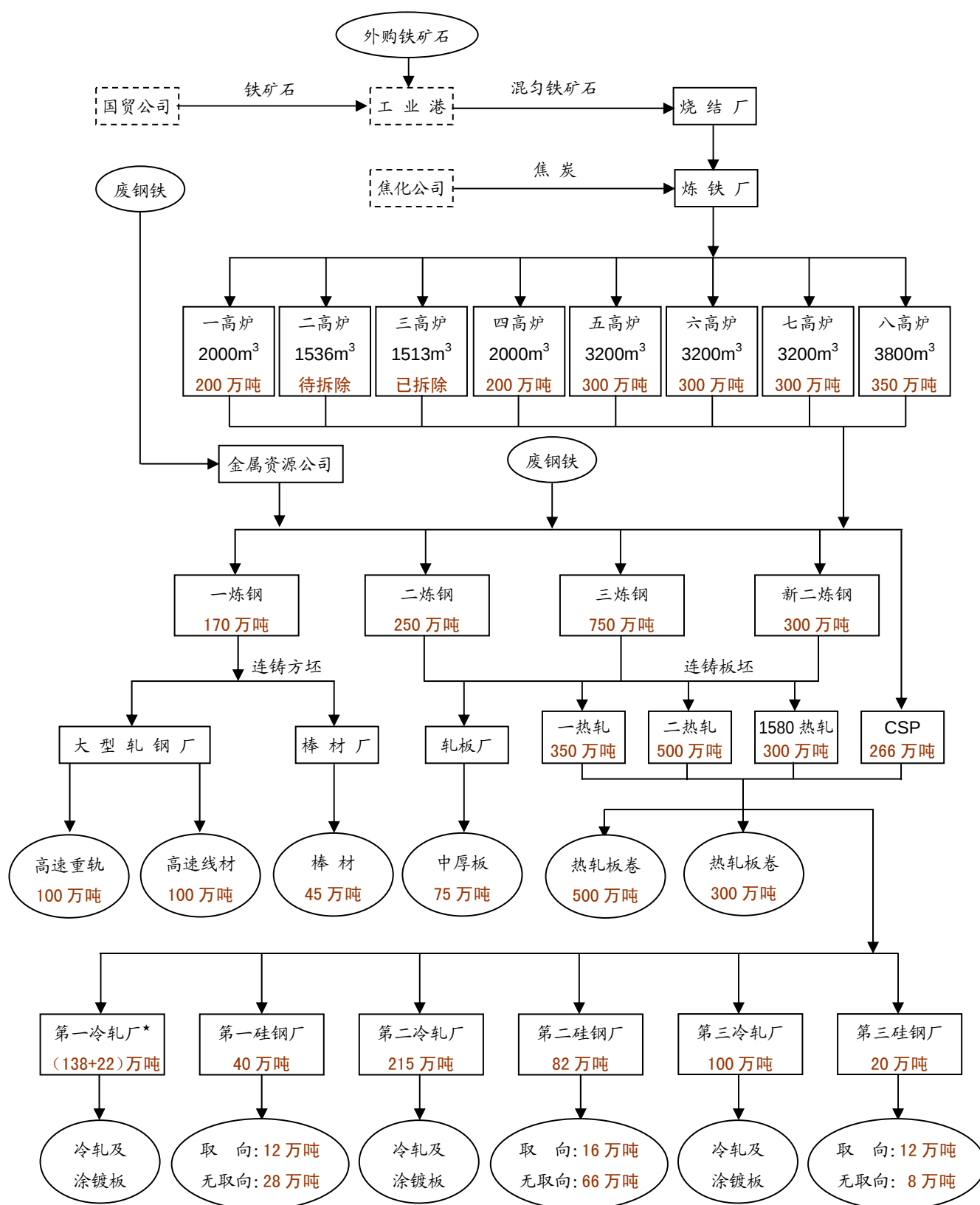
当前公司盈利能力的提升依赖全行业的复苏，由于当前公司热轧产能约占总产能的一半左右，因此热轧盈利的恢复成为公司业绩提升的最大弹性来源。粗略测算，每吨热轧盈利提升 100 元，可贡献 EPS 约为 0.1 元左右。

表 8：产量占比达一半的热轧是最大的业绩弹性来源

热轧产能		730 万吨							
总股本		78.38 亿股							
热轧弹性		价格							
成本	100	200	300	400	500	600	700	800	
100	0.00	0.09	0.19	0.28	0.37	0.47	0.56	0.65	
200	-0.09	0.00	0.09	0.19	0.28	0.37	0.47	0.56	
300	-0.19	-0.09	0.00	0.09	0.19	0.28	0.37	0.47	
400	-0.28	-0.19	-0.09	0.00	0.09	0.19	0.28	0.37	
500	-0.37	-0.28	-0.19	-0.09	0.00	0.09	0.19	0.28	
600	-0.47	-0.37	-0.28	-0.19	-0.09	0.00	0.09	0.19	
700	-0.56	-0.47	-0.37	-0.28	-0.19	-0.09	0.00	0.09	
800	-0.65	-0.56	-0.47	-0.37	-0.28	-0.19	-0.09	0.00	

资料来源：长江证券研究部

图 3：武钢产能情况统计图



资料来源：长江证券研究部

第三，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.20 元和 0.44 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	53714	76736	82566	90096	货币资金	3084	7674	8331	18260
营业成本	49360	70030	73921	78951	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	4355	6706	8645	11145	应收账款	250	374	402	439
% 营业收入	8.1%	8.7%	10.5%	12.4%	存货	7226	10327	10900	11641
营业税金及附加	158	225	242	264	预付账款	98	140	147	157
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	51	72	78	85
销售费用	514	767	826	901	流动资产合计	11844	20198	21592	32475
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1683	2379	2560	2793	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	长期股权投资	3498	3498	3498	3498
财务费用	847	694	335	149	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	0.9%	0.4%	0.2%	固定资产合计	57753	54233	50373	46322
资产减值损失	68	502	114	148	无形资产	46	44	42	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	816	0	0	0	递延所得税资产	182	125	29	37
营业利润	1902	2139	4569	6889	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	3.5%	2.8%	5.5%	7.6%	资产总计	73324	78098	75534	82372
营业外收支	55	0	0	0	短期贷款	15542	7375	0	0
利润总额	1957	2139	4569	6889	应付款项	16602	23555	24862	26552
% 营业收入	3.6%	2.8%	5.5%	7.6%	预收账款	4831	6906	7431	8109
所得税费用	437	535	1142	1722	应付职工薪酬	212	279	295	315
净利润	1519	1604	3427	5167	应交税费	-2331	30	55	79
归属于母公司所有者					其他流动负债	318	438	462	494
的净利润	1515.4	1600.1	3417.6	5153.2	流动负债合计	35174	38584	33105	35549
少数股东损益	4	4	9	14	长期借款	3588	3588	3588	3588
EPS (元/股)	0.19	0.20	0.44	0.66	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	7208	7208	7208	7208
经营活动现金流净额	7934	14857	10105	12053	负债合计	45970	49380	43901	46345
取得投资收益	73	0	0	0	归属于母公司	27272	28632	31537	35918
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-54	0	0	0	少数股东权益	82	86	95	109
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	27354	28719	31633	36027
固定资产投资	-3479	-1167	-1226	-1201	负债及股东权益	73324	78098	75534	82372
其他	738	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-2795	-1167	-1226	-1201		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.193	0.204	0.436	0.657
股权融资	28	0	0	0	BVPS	3.48	3.65	4.02	4.58
银行贷款增加 (减少)	-1513	-8166	-7375	0	PE	23.90	22.63	10.60	7.03
筹资成本	2800	-934	-847	-922	PEG	0.47	0.45	0.21	0.14
其他	-5600	0	0	0	PB	1.33	1.26	1.15	1.01
筹资活动现金流净额	-4284	-9100	-8223	-922	EV/EBITDA	7.34	5.25	3.15	1.75
现金净流量	854	4589	657	9930	ROE	5.6%	5.6%	10.8%	14.3%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。