

评级：中性（维持）

钢铁

公司点评报告

第一创业研究所

张文丰 S1080210100005

电 话：0755-82485194

邮 件：zhangwenfeng@fcsc.cn

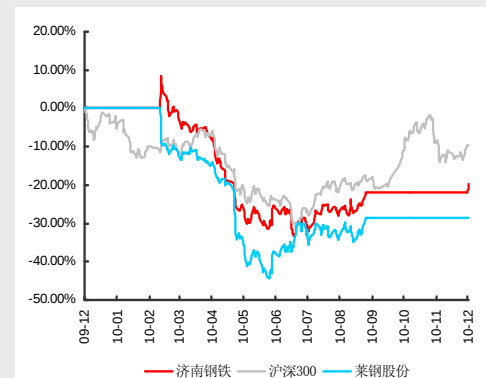
相关数据（济南钢铁,09/10）

最新股价（元）	4.24
股东权益（亿）	71.49
每股净资产（元）	2.28
资产负债率	76.33%

相关数据（莱钢股份, 09/10）

最新股价（元）	9.25
股东权益（亿）	59.07
每股净资产（元）	6.39
资产负债率	65.21%

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

框架未变，规模缩减，亮点无多

——济南钢铁（600022）和莱钢股份（600102）新重组方案点评

事件：

12 月 13 日，山钢集团及其下属的济钢集团、莱钢集团，以及这两个集团下属的上市公司济南钢铁，莱钢股份分别召开董事会会议，审议通过了山钢集团公司钢铁主业资产重组，即济南钢铁吸收合并莱钢股份并定向增发方案。济南钢铁今天公告了该新方案。新方案仍为济南钢铁吸收合并莱钢股份，且换股比例不变，但资产重组中注入的资产却有很大变化，重组的资产不再包括日照钢铁，济南集团不再向上市公司注入 30 亿元现金，且莱钢集团注入资产也不再是银山型钢等。

点评：

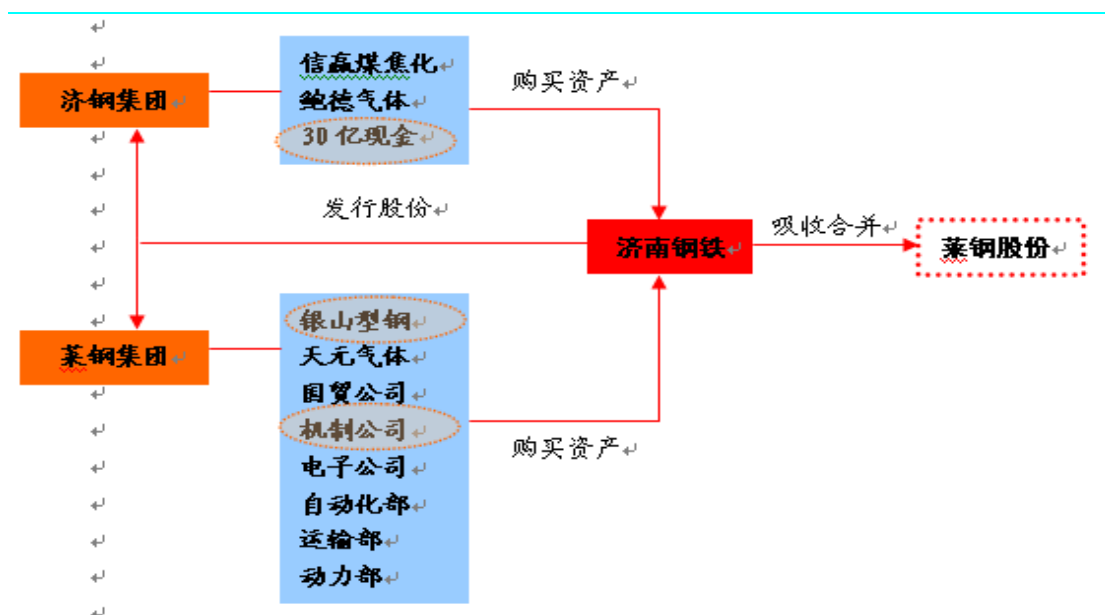
- **1、重组的基本框架未变。**本次方案与上次框架大体一致，即由济南钢铁换股吸收合并莱钢股份，同时济南钢铁向济钢集团和莱钢集团发行股份购买相关资产，完成后更名为山东钢铁，作为山东钢铁集团主业资产整体上市的平台。在换股比例方面，依然按照上次确定的 1:2.43，不过因股票基准价均发生了不平衡的变化（审议本次换股吸收合并事项的董事会决议公告日前 20 个交易日的 A 股股票交易均价，其中济南钢铁为 3.95 元，莱钢股份为 8.90 元），需给予莱钢股份股东 7.85% 的换股风险溢价才能维持前述比例。
- **2、所涉资产大幅缩减。**从总量来讲，上次方案收购涉及的非现金资产共计 69.16 亿元，本次为 32.38 亿元，缩减近一半。从资产内容来看，上次所涉唯一钢铁资产“银山型钢”与另一家公司“机制公司”本次被划出重组范畴，因而未有任何钢铁主业资产，均为辅助系统内资产，对规模没有影响。其中，“银山型钢”被划出的原因在于“房产土地权属证明不全”，而“机制公司”被划出的原因在于“业务定位进行重大调整未完成”。此外，对于银山型钢，山钢集团承诺在完善相关手续后的 2 年内将银山型钢的全部股权注入上市公司，在注入前交由上市公司托管。
- **3、资产估值更趋合理。**本次重组拟购买资产 2009 年净利润为 2.15 亿元，拟购买资产的评估值总额为 38 亿元，对应的 2009 年市盈率为 17.72 倍，重组拟购买资产 2009 年净资产额为 32.38 亿元，对应的 2009 年市净率为 1.17 倍。上次拟收购资产中除 30 亿元现金外，其他资产净资产约为 69.16 亿元，基于 2009 年 11 月 30 日的预估值为人民币 85.85 亿元，对应当时的市净率为 1.24 倍。上次拟收购资产 2008



年净利润为 28501.42 万元，对应 2008 年的市盈率为 30.12 倍，造成高市盈率的原因主要在于银山型钢 08 年亏损近 2.9 亿。总体来看，与上一次购买价格相比，本次购买显得相对便宜。

- **4、不再注入 30 亿现金。**和上次相比另一个较大的变化是，本次购买济钢集团的资产中不包括 30 亿现金。其原因是，在新的重组方案下，济南钢铁资产负债率水平将从 75% 左右下降至 67% 左右，资产负债率下降明显，资本结构显著改善，因而也没有必要进行现金注入。
- **5、方案有所优化，但亮点无多。**总体来看，这次方案在重组资产及发行股票得规模来看，都大为减少，把有瑕疵资产划出本次范围之外，一定程度上优化了资产质量，使得公司在资产结构和备考盈利水平都发生了积极的变化。不过，从实质内容来讲，公司所划入的资产均为辅助系统，对其后续业绩贡献难以确定，且方案本身只在具体内容进行了调整，没有令市场感到太多的亮点。
- **6、建议谨慎参与。**我们认为，在钢铁行业整体利润率低的状况未有根本改观的前提下，钢企的行政性重组或许会使产业集中度有较快提升，但无法立马取得对业绩的实质性效果，资产的磨合和管理的跟进还需假以时日，维持两家公司“中性”的投资评级，建议投资者谨慎参与。

图 1 重组方案图示



资料来源：公司公告，第一创业证券

注：椭圆框内为前次方案有涉及但本次未包括的资产

表 1 上次和本次重组估值对比

估值指标	本次	上次	变化 (%)
PB	1.17	1.24	-3.7%
PE	17.72	30.12 ^注	-41.17%

资料来源：公司公告，第一创业证券

注：上次的 PE 以 08 年净利润为基准

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们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, 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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120