

机械行业

广钢股份(600894)

推荐 (首次)

钢铁业务全身而退，电梯劲旅破茧而出

叶国际 S1060108041125
0755-22627084
Yeguoji001@pingan.com.cn

张微 S1060210050002
021-33830371
Zhangwei912@pingan.com.cn

刘海博 S1060110080083
0755-22624437
Liuhaibo106@pingan.com.cn

—广钢股份重大资产置换及发行股份购买资产预案点评

事项:广钢股份2011年1月9日晚发布了重大资产置换及向特定对象发行股份购买资产暨关联交易预案,广钢集团将其持有的广钢股份4.74亿股转让给广日集团,转让价格为6.18元/股,该等股份合计作价29.3亿元,合计占广钢股份的62.19%;广日集团将其持有的91.91%的广日股份的股权,用于支付该等股份的对价,差额部分用现金补足。另广钢股份拟以7.14元的价格增发不超过3000万股向维亚通用、花都通用和南头科技收购3家公司全部广日股份剩余8.09%的股权。

■ 资产置换将使得广钢股份主营业务重大变更,从钢铁制造业务转向电梯整机制造、电梯零部件生产以及电梯物流服务为核心的电梯相关业务。

此次置入的资产包括三类电梯制造相关业务:电梯整机制造、电梯零部件制造和电梯物流服务中心。合计置入9家公司100%的股权和1家合营企业50%的股权,另外置入直接和间接持有的日立电梯(中国)及其下属日立(上海)和日立楼宇30%的股权。

广日股份的电梯制造相关业务具有较好的盈利能力和发展前景,通过本次交易,本公司的业务结构将得到优化。

■ 预计收购后2010年每股收益0.3元,复牌后给予25-30倍的估值水平,预计合理价格区间将在7.5元-9元。

我们预计上市公司目前经过资产置换后2010年净利润总和约2.37亿,过去两年净利润复合增长率为32.6%;根据置入资产的预估价值(23.14亿)和公司置出资产预估价值(21.49亿)差额及三家公司持有广日股份8.09%的股权,公司拟发行股份的数量约为不超过3000万股,预计发行后总股本7.89亿,如实际发行价高于7.14元,发行后总股本将少于7.89亿。

初步估计重组后公司2010年每股收益约0.3元,电梯及零部件制造上市公司2010年市盈率均值40.1倍;剔除电梯控制系统制造企业新时达(其中含有工业变频器的估值溢价)平均市盈率为30.8倍,由于注入公司中有日立电梯(中国)及旗下的日立(上海)和日立楼宇30%的长期股权投资,该部分估值水平相对较低,取10年25-30倍市盈率,我们认为广钢股份复牌后7.5-9元为其合理的估值区间,股价基本反应资产置换预期,给予“推荐”评级。

- 关注电梯制造细分板块的投资机会，强烈建议关注电梯行业龙头企业上海机电估值提升可能带来的投资机会。

上海机电为电梯整机制造及零部件生产的龙头公司,其 10 年和 11 年市盈率仅为 16.7 倍和 13.8 倍,未来成长空间基本与日立(中国)等合资电梯巨头相当,未来 3 年有望保持 15%-20%的净利润复合增长率,建议强烈关注估值提升所带来的上涨空间。

一、资产置换及发行计划符合预期:

钢铁产业全身而退,电梯新贵资本市场崭露头角

1.1. 资产置换公司退出钢铁行业,确立广日股份为核心的电梯资产运作平台

此次置入的资产包括:一、电梯整机制造业务公司:广日电梯100%股权、广日工程100%股权、广日智能停车100%股权;二、电梯零部件业务公司:广日电气100%股权、广州赛维拉50%股权;三、电梯物流公司:广日物流;四、其他业务:广日科技100%股权、广日物业100%股权和安捷通100%的股权,共计置入10家公司;广钢股份通过资产置换完成了电梯制造龙头的蜕变,未来发展前景明朗。

意义

广钢股份属于钢铁行业国有控股公司,主营钢铁制造相关业务,受国内钢铁行业的薄利经营和国际金融危机的影响,公司短期内难以摆脱主营业务盈利能力较弱的困局,近年来业绩不尽人意。尤其2008年主营业务出现较大亏损,尽管公司积极应对,2009年扭亏为盈,但主营业务利润仍不理想。

公司通过注入更为优质的资产,提升盈利能力,为公司持续增长奠定基础。

图表1. 置入上市公司的10家公司及对外投资股权的持股比例和主营业务情况

公司名称	性质	广日股份及下属公司持股比例	主要业务
电梯整机制造业务			
广日电梯	控股	广日股份持有 100%	广日牌电梯整机制造
广日工程	控股	广日股份持有 90%广日电梯持有 10%	电梯的安装、维修和保养
广日智能停车	控股	广日股份持有 100%	机械式立体停车库
电梯零部件生产业务			
广日电气	控股	广日股份持有 60%广日电梯持有 10%安捷通电梯持有 30%	电梯零部件生产
广州赛维拉	控股	广日股份持有 50%	电梯导轨生产
物流服务			
广日物流	控股	广日股份持有 75%安捷通电梯子公司持有 25%	电梯及相关产业的物流服务

其他业务			
广日科技（昆山）	控股	广日股份持有 95%广日电梯持有 5%	负责华东生产基地的建设及运营
广日物业	控股	广日股份持有 100%	负责广日工业园生产基地的日常管理
安捷通电梯	控股	广日股份持有 100%	香港窗口公司
对外投资			
日立电梯（中国）	参股	广日股份持有 30%	日立牌电梯整机的制造
日立电梯（上海）	参股	广日股份持有 12%	日立牌电梯整机的制造
日立楼宇设备（天津）	参股	广日股份持有 12%	日立牌电梯整机的制造
西屋屏蔽门（广州）	参股	广日股份持有 35%	月台屏蔽门
恩华特（广州）	参股	广日股份持有 35%	封闭式垃圾自动收集系统
资料来源：公司公告，平安证券研究所			

图表2. 置入资产广日股份近两年和一期的财务状况 (单位：万元)

项目	2010 年 9 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
资产合计	253,452.48	203,717.21	174,043.44
负债合计	102,829.60	69,120.04	59,241.54
股东权益	150,622.88	134,597.17	114,801.90
项目	2010 年 1-9 月	2009 年度	2008 年度
营业收入	131,506.78	145,605.54	142,603.76
营业收入增长率	20.42%	2.10%	
营业利润	19,423.14	20,200.75	15,072.77
营业利润率	14.77%	13.87%	10.57%
净利润	17,794.21	19,652.40	13,486.67
净利润增长率	20.73%	45.72%	
销售净利率	13.53%	13.50%	9.46%
ROE	15.75%	14.60%	11.75%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2. 资产置换后广钢股份取得广日股份 100%股权

■ 定价依据：第六届董事会第八次会议决议公告日前 20 个交易日均价

本次非公开发行股份的发行价格采用上市公司第六届董事会第八次会议决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价，即 7.14 元/股，最终发行价格尚须经上市公司股东大会批准。

■ 置入广日股份 100%资产预估值 23.14 亿元

置入资产广日股份在评估基准日的预估值总计约为 23.14 亿元。

广钢股份拟以 7.14 元的价格增发不超过 3000 万股向维亚通用、花都通用和南头科技收购 3 家公司

全部广日股份剩余 8.09%的股权。

广钢股份现有净资产预估值为21.49亿元；广日股份100%股权预估值为23.14亿元，其中拟置入本公司的广日股份91.91%股权预估值为21.27亿元，广钢集团拟发行股份购买广日股份8.09%股权预估值为1.87亿元。

■ 资产置换后广日集团占上市公司股权约 60%

图表3. 广钢股份资产置换及发行股份前后公司股权构成

股东名称	重组前		重组后	
	持股数量（万股）	持股比例（%）	持股数量（万股）	持股比例（%）
广钢集团	29,110.50	38.18%	-	-
金钧公司	18,306.62	24.01%	-	-
广日集团	-	-	47,417.12	60.13%
维亚通用	-	-	1,163.20	1.47%
花都通用	-	-	753.27	0.96%
南头科技	-	-	704.97	0.89%
社会股东	28,823.84	37.81%	28,823.85	36.55%
总股本	76,240.96	100%	78,862.41	100%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、复牌后合理估值区间 7.5-9 元

2.1. 预计重组后合并公司 2010 年每股收益 0.30 元

置入的 10 家公司及长期股权 2009 年和 2010 年前三季度的总收入分别为 14.6 亿、13.2 亿；总净利润分别为约 1.97 亿、1.78 亿，初步预计重组后公司 2010 年总净利润约 2.37 亿元，按增发后 7.89 亿总股本计算，每股收益 0.30 元。

图表4. 置入主要子公司广州广日的收入及盈利情况

广州广日		单位：万元		
项目	2010 年 9 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	
资产合计	65,497.37	45,153.93	34,400.04	
负债合计	47,167.71	27,506.64	19,809.63	
股东权益	18,329.66	17,647.29	14,590.40	
项目	2010 年 1-9 月	2009 年	2008 年	
营业收入	34,262.11	37,888.15	34,889.41	
营业收入增长率	20.57%	8.59%		
营业利润	3,701.62	4,130.01	2,236.16	
营业利润率	10.80%	10.90%	6.41%	

净利润	3,184.52	3,763.14	1,913.29
净利润增长率	12.83%	96.68%	
销售净利率	9.29%	9.93%	5.48%
ROE	23.16%	21.32%	13.11%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5. 置入主要子公司广日电气的收入及盈利情况

广日电气		单位：万元	
项目	2010 年 9 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
总资产	42,606.09	27,515.81	21,397.84
总负债	32,771.34	19,229.72	15,005.39
股东权益	9,834.76	8,286.09	6,392.46
项目	2010 年 1-9 月	2009 年	2008 年
营业收入	52,140.49	51,063.97	53,861.75
营业收入增长率	36.14%	-5.19%	
营业利润	2,665.16	2,351.18	2,013.32
营业利润率	5.11%	4.60%	3.74%
净利润	2,284.91	2,059.83	1,662.02
净利润增长率	47.90%	23.94%	
销售净利率	4.38%	4.03%	3.09%
ROE	30.98%	24.86%	26.00%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6. 置入主要子公司广日物流的收入及盈利情况

广日物流		单位：万元	
项目	2010 年 9 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
资产合计	19,800.12	16,698.76	13,857.47
负债合计	7,499.40	6,030.22	6,567.49
股东权益	12,300.72	10,668.54	7,289.98
项目	2010 年 1-9 月	2009 年	2008 年
营业收入	28,932.79	32,359.55	32,615.77
营业利润	2,581.40	2,846.56	2,194.12
净利润	2,167.70	2,398.82	1,533.79

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7. 长期股权投资标的公司的财务状况

日立电梯（中国）最近两年及一期财务状况		(万元)	
项目	2010 年 9 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日

资产合计	562,087.26	527,003.80	453,740.51
负债合计	313,498.25	287,965.78	249,927.20
股东权益	248,589.01	239,038.02	203,813.31
项目	2010 年 1-9 月	2009 年	2008 年
营业收入	529,884.12	666,682.88	603,832.74
营业收入增长率	5.97%	10.41%	
营业利润	36,251.72	38,867.12	33,891.45
营业利润率	6.84%	5.83%	5.61%
净利润	31,111.49	44,819.03	32,349.66
净利润增长率	-7.45%	38.55%	
销售净利率	5.87%	6.72%	5.36%
ROE	16.69%	18.75%	15.87%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2. 复牌后合理估值区间为 7.5-9 元，给予“推荐”评级

电梯整机制造和零部件生产的主要上市公司 2010 年平均市盈率 40 倍，剔除市盈率超高含有工业变频器概念的电梯控制系统制造商新时达，平均市盈率 31 倍；由于置入公司在 09、10 年的净利润复合增长率达到 36%，但是我们预计广日股份由于基数较大及电梯行业竞争加剧，未来保持 30%以上的高成长较为困难，因此，我们认为给予公司 2010 年 25-30 倍市盈率是客观公允的，对应合理估值区间为 7.5 元-9 元。公司停牌之前股价 7.78 元，已基本反映市场预期，结合公司的成长性我们首次给予“推荐”评级。

图表8. 可比公司相对估值

	PE		PB
	2010E	2011E	
康力电梯	38.3	29.2	15.0
长江润发	38.0	29.3	9.9
上海机电	15.4	13.3	2.4
新时达	65.2	52.6	16.1

注：PE/PB 日期均选择 2011 年 1 月 7 日

资料来源：WIND 平安证券

三、关注电梯板块低估值股票的投资机会

上海机电为电梯整机制造及零部件生产的龙头公司，其 10 年和 11 年市盈率仅为 16.7 倍和 13.8 倍，未来成长空间基本与日立（中国）等合资电梯巨头相当，未来 3 年有望保持 15%-20%的净利润复合增长率，建议强烈关注估值提升所带来的上涨空间。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257