

证券研究报告—动态报告/公司快评

黑色金属

钢铁

济南钢铁（600022）

换股吸收合并莱钢股份点评

谨慎推荐

（维持评级）

2011年4月13日

重组再次启动，志在做大做强

证券分析师： 郑东 010-66025270

zhengdong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书

编码：S0980510120023

证券分析师： 秦波 010-66026317

qinbo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书

编码：S0980510120039

事项：

济南钢铁(600022)发布重大资产重组公告，共包括三项交易，即（1）济南钢铁以换股方式吸收合并莱钢股份；（2）济南钢铁向济钢集团发行股份购买资产；及（3）济南钢铁向莱钢集团发行股份购买资产。

评论：

■ 与原方案相比保持换股比例不变，莱钢股份股价折价 15.39%

济南钢铁与莱钢股份 2010 年曾公布过重组方案，但该方案没有获得莱钢股份股东大会的通过。原方案中，济南钢铁的换股价格为每股 3.95 元，莱钢股份的换股价格为每股 8.90 元，给予莱钢股份股东 7.85% 的换股风险溢价，由此确定莱钢股份与济南钢铁的换股比例为 1:2.43。

此次方案中，济南钢铁、莱钢股份停牌前 20 个交易日股票交易均价分别为 3.44、7.18 元，同时给予莱钢股份股东 16.27% 的换股风险溢价，由此确定莱钢股份与济南钢铁的换股比例仍然维持原方案中的 1:2.43 不变。

停牌前济南钢铁股价 3.59 元，莱钢股份股价 7.56 元，由此计算出莱钢股份的实际折价率为 $3.59 \times 2.43 / 7.56 = 15.39\%$ 。

■ 济南钢铁和莱钢股份非关联股东均拥有现金选择权，并较原方案对价价格降低

原方案中，只有莱钢股份股东拥有现金选择权。新方案中，山钢集团所属济南钢铁、莱钢股份及其关联企业以外的全体非关联股东，均可享受现金选择权，价格为停牌前 20 个交易日股票均价，即济南钢铁每股 3.44 元，莱钢股份每股 7.18 元。但是，莱钢股份的现金选择权价格较原方案中 8.9 元现金选择权价格低，也较目前 7.56 元的股价低。

■ 重组收购主要是钢铁辅助类资产，资产质量优良

济南钢铁此次发行价格为 3.44 元/股，原方案发行价格为 3.95 元/股。此次向济钢集团和莱钢集团发行 10.93 亿股，合计 37.6 亿元，收购资产中与原方案相比最重要的差别是莱钢集团银山型钢厂不在此次收购范围中。收购资产中，拟向济钢集团购买的资产包括鲍德气体 100% 的股权和信赢煤焦化 100% 的股权，截至 2010 年 12 月 31 日该部分资产的净资产账面值为 120,745.86 万元，评估值为 139,324.94 万元，增值 15.39%。拟向莱钢集团购买的资产包括莱芜天元气体有限公司、山东莱钢国际贸易有限公司、莱芜钢铁集团电子有限公司的股权资产以及动力部、自动化部

和运输部（莱钢三部）非股权类资产，截至 2010 年 12 月 31 日该部分资产的净资产账面值为 189,697.13 万元，评估值为 236,714.41 万元，增值率为 24.79%。

表 1：济南钢铁换股吸收合并莱钢股份并收购莱钢集团、济钢集团部分资产列表

被合并或收购方	合并或收购方式	备注
莱钢股份	1:2.43 换股吸收合并	异议股东可按 12.29 元/股选择现金选择权
莱钢集团	天元气体 100%股权 国贸公司 83.33%股权 电子公司 100%股权	定向发行股份
自动化部、动力部、运输部 (非股权资产)	定向发行股份	
信赢煤焦化 100%的股权	定向发行股份	两座 JN60-6 型复热式焦炉，年产焦 120 万吨
济钢集团	鲍德气体 100%的股权	年产液氧 3WT、液氮 1WT、液氩 3WT；2008 年年销售收入 8.67 亿元，净利润 1.16 亿元为华东地区行业规模最大、实力最强、市场占有率最高的大型专业气体生产经营企业

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 换股吸收合并后，济南钢铁产能规模将达到 1600 万吨左右，较目前增长约 60%

换股吸收合并及收购完成后，济南钢铁股本将从目前的 31.2 亿股扩大到 64.53 亿股，股本扩大 106.8%；按照 2010 年口径，粗钢产量从 801 万吨增加到 1457 万吨左右，增长 81.90%。由于济南钢铁粗钢实际产能已达到 1000 万吨，因此合并结束后，产能规模将达到 1600 万吨，较目前增长约 60%。

表 2：济南钢铁、莱钢股份及银山型钢粗钢、钢材产量（单位：万吨）

	2008 年	2009 年	2010 年
济南钢铁			
生铁	734	696	641
粗钢	831	746	801
钢材	754	709	760
莱钢股份			
生铁	469	493	521
粗钢	513	593	656
钢材	629	691	773
累计粗钢产量	1344	1339	1457

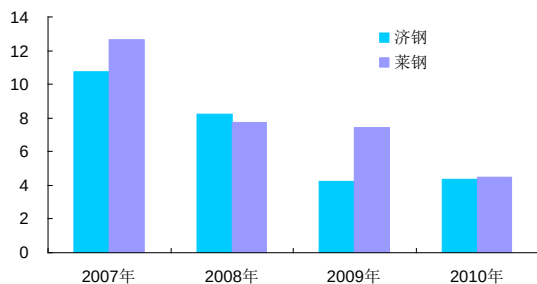
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

■ 产品结构更为完善，上下游协同效应值得期待

从产品结构来看，济南钢铁和莱钢股份形成优势互补。济钢 1000 万吨产能中，棒材生产能力为 120 万吨，中厚板生产能力为 550 万吨，热轧宽钢带生产能力为 270 万吨，冷轧宽钢带生产能力为 70 万吨。莱钢产能中，H 型钢生产能力 240 万吨、棒材生产能力 290 万吨、优特钢生产能力 150 万吨。

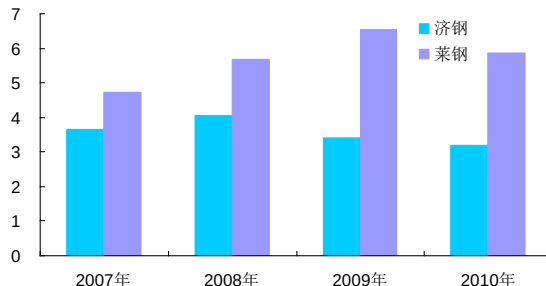
从历史毛利率水平来看，莱钢股份近两年来由于产品结构相对比较有优势，毛利率高于济南钢铁，但也处于较低水平，但莱钢股份的三项费用率一直远远高于济南钢铁。在未来吸收合并后，新公司将能够在原料采购、下游资源整合方面发挥较大的协同效应，降低费用成本。

图 1: 济南钢铁、莱钢股份毛利率对比(%)



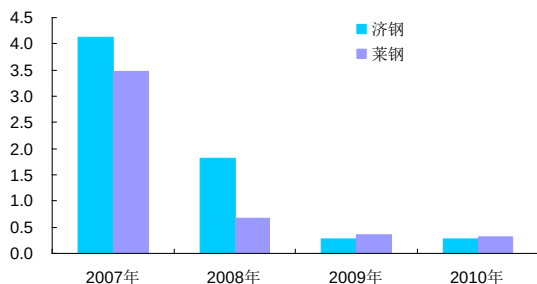
资料来源: Wind, 国信证券经纪研究所

图 2: 济南钢铁、莱钢股份三项费用率对比(%)



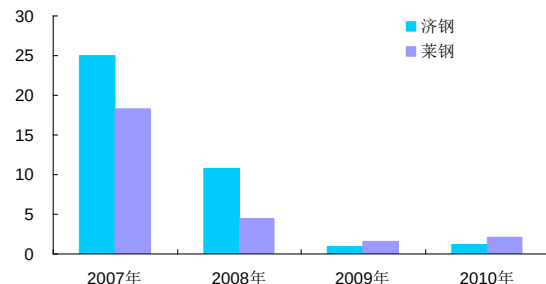
资料来源: Wind, 国信证券经纪研究所

图 3: 济南钢铁、莱钢股份净利率对比(%)



资料来源: Wind, 国信证券经纪研究所

图 4: 济南钢铁、莱钢股份 ROE 对比(%)



资料来源: Wind, 国信证券经纪研究所

■ 收购集团资产盈利能力较强, 增厚每股收益到 0.11, 同比增长 500%

从盈利情况来看, 由于钢铁行业的困境, 2010 年济南钢铁净利润只有 0.84 亿元, 莱钢股份也只有 1.24 亿元。相比较来看, 收购资产的盈利能力相对较高, 该部分资产累计净利润达到 5.29 亿元, 净利率为 5.02%。收购完成后, 累计净利润 7.37 亿元, 合计每股收益为 0.11 元, 而 2009 年, 济南钢铁每股收益才 0.02 元。因此, 收购完成后济南钢铁业绩同比增长 500% 左右。

表 3: 济南钢铁、莱钢股份及银山型钢粗钢、钢材产量 (单位: 万吨)

	济南钢铁	莱钢股份	济钢集团		莱钢集团						累计
			信赢煤焦 化公司	鲍德气体 有限公司	天元气体 公司	国际贸易有限 公司	电子有限 公司	动力部	自动化部	运输部	
营业收入	3,074,066	4,029,084	387,955	83,315	87,867	75,566	10,807	334,683	25,541	48,383	8,157,267
利润总额	12,739	12,535	1,396	2,817	5,133	(371)	1,057	16,630	1,149	27,716	80,801
所有者净利	8,435	12,358	742	2,044	3,992	(308)	900	16,630	1,149	27,716	73,658

资料来源: Wind, 国信证券经纪研究所

■ 二季度行业供需环境预期有所改善, 结构性的产能状态阶段性偏紧

就钢铁行业的情况来看，我们首先认为二季度供需状况有望改善，具体理由是：1）3月份日均粗钢产量达194万吨，创历史新高，开工率已达90%以上，短期产能供给达到高限，特别是长材类钢材的产能在季度旺季的预期下相对偏紧；2）保障房建设可拉动钢材需求4000万吨左右，其中新增需求约1700万吨，可在一定程度上抵消地产调控影响，供需格局特别是建筑钢材供需格局将有所改善；3）日本地震后的灾后重建、以及国内外钢材价格差的拉大，有利于我国钢材出口；4）钢材库存开始下降。

但是，由于宏观经济面临控通胀、调结构、保增长等多方面平衡的压力，钢铁需求仍面临一定的不确定性，行业供需形势改善的持续时间及改善力度尚不明朗。

因此，我们对行业还是持相对谨慎态度，目前的机会还主要是估值修复性的机会，主要偏向于一些吨钢市值低、绝对股价低的公司。未来行业进一步的表现情况，需要密切跟踪下游需求比如保障房建设等是否有超预期的地方，我们将密切跟踪。

（具体内容请参见4月11日发布的二季度策略报告：行业市值及PB超跌期待修复）

■ 投资建议：市值超低有较大提升空间，维持“谨慎推荐”评级

整合之后，济南钢铁、莱钢股份及收购资产的总市值仅182亿元，按产能计算吨钢市值只有1125元/吨左右，远远低于目前行业平均3164元/吨的吨钢市值水平。从公司2011年2月17日停牌以来，钢铁板块平均涨幅达到了14.16%，因此，公司首先具有一个补涨的动力。而从莱钢股份来看，目前莱钢股份股价已经较济南钢铁折价15.39%，具有一定的套利空间，且市值超低超跌有较大提升空间。因此，莱钢股份股价补涨的动力更为强劲。我们维持对济南钢铁“谨慎推荐”的投资评级，把握重组带来的套利和估值修复机会。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。