

换股吸收再注入，新山钢焕然出世

——济南钢铁（600022）重组公告点评

要点：

- **重组公告：**济南钢铁以换股吸收合并莱钢股份之后莱钢退市，两者折价方案为1:2.43，同时，公司向济钢集团和莱钢集团分别增发4.05亿股和6.88亿股，注入济钢集团的鲍德气体和信赢煤焦化，莱钢集团的天元气体、莱钢国贸、莱钢电子以及动力部、自动化部、运输部等资产，估值对净资产增值率分别为15%和25%，完成后山钢集团除银山型钢外的钢铁主业全部上市。
- **重组方案点评：**此次重组方案与上次的最大不同之处在于：此次给所有异议股东以现金选择权（上次是投反对票的股东），而且按照现在的价格，预计很少有股民行使现金选择权，此次过会可以说板上钉钉。济钢和莱钢现有资产盈利薄弱，2010年净利率分别只有0.28%和0.31%，增发收购的资产中济钢的鲍德和煤焦化盈利较差（净利率分别2.4%和盈亏平衡），莱钢资产中除莱钢国贸亏损外其他盈利较好，动力部、自动化部和运输部净利率分别为5%、4.5%和57.3%（远好于莱钢现有钢铁主业资产）。此次重组完成后，新济钢总产能达到1600万吨，其中中厚板550万吨，棒材410万吨，热轧270万吨，冷轧70万吨，型钢240万吨，特钢150万吨。产品结构均衡，既有盈利偏好的长材，也有现在盈利偏差但未来有反转弹性预期的中厚板。增发完成后，公司总股本扩大至64.5亿股，2011年公司预测EPS为0.093元，我们乐观预测为0.1元，对应目前股价的PE为45倍，偏高；每股净资产2.53元，PB为1.7，对于如此盈利能力如此薄弱的资产，大体适中；吨钢市值为1755元，低于行业平均及重置成本，从该角度看，仍然稍偏低估。

报告日期：2011年04月13日

分析师

乔培涛

☎ (86-10) 88366060—8781

✉ qpt@cgws.com

执业证书编号：S1070210050004

投资评级： 推荐

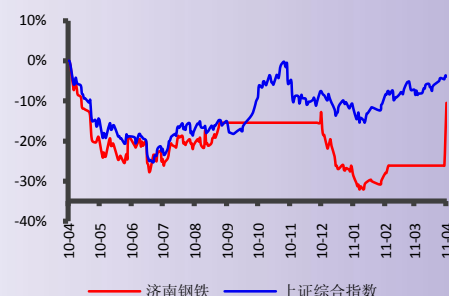
股本及行情数据 当前价格：4.35元

总市值（亿元）	123.26
流通市值（亿元）	123.3
总股本（万股）	312,048
流通股本（万股）	312,048
12个月最高/最低	35.06/14.05
十大流通股占总股	69.76%
大股东	济钢集团有限公司

公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E
营业收入	30741	33384	35855
(+/-%)	21.0%	6.8%	8.2%
净利润	84	66	104
(+/-%)	25.9%	-21.8%	57.4%
摊薄每股收益	0.027	0.021	0.033
PE	146.1	186.9	118.7

公司股价表现图



独立声明

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。



- 重组后有两大看点：一是现有产线业绩的提升，由于此次收购的资产盈利能力优于原有产线，上市后可提高整体的盈利能力；另外原有产线盈利能力仍然偏低，尤其是以长材为主的莱钢，目前其毛利率仅有4.5%，仅相当于之前正常水平一多半左右，低于同为特钢的大冶特钢（10.24%）和沙钢股份（11.34%），也低于马钢的棒线（6.6%）和三钢的长材（5.74%）（二者完全没有矿石优势），因此莱钢资产高弹性值得期待。而济钢主要是受板材拖累尤其是热轧和中厚的影响，盈利基本处于刚刚扭亏的底部。二是今后资产的注入预期。此次重组后山钢集团尚有500多万吨的钢铁资产未上市，核心是莱钢集团的银山型钢，其主要资产包括2座1880立方米高炉、2台265平方米烧结机、3座120吨转炉，3台连铸机，1条1500mm热轧带钢生产线、1条1500mm冷轧带钢生产线、1条4300mm宽厚板生产线及配套公辅设施等，主要产品为钢水、宽钢带、冷带和宽厚板。从产品机构分析目前银山的盈利堪忧，因此如果目前注入上市公司取得的对价太低，因此注入时点还需板材盈利的恢复。另外，山钢目前正在重组日钢，第二步可能会注入并购的日钢资产，但是现在集团收购日钢尚未完成，这一步注入还需要更多的时间，暂可不考虑。
- **盈利预测：**按照重组完成摊薄后测算备考合并的公司2011年的EPS当在0.093-0.1元之间，对应目前股价4.35的PE达到45倍，估值显然偏高，PB1.7，单就目前的资产质地看亦不明显低估，考虑预期注入的银山型钢后亦难有较大提升，而金岭矿业作为山钢集团旗下的铁矿平台，从避免同业竞争的角度看短期内给新济钢注入矿山资产的可能性也不大。注入吨钢市值为1755元，唯有从此角度看与行业可比中值相比略低估，建议投资者保持适度谨慎。（后附预测表只考虑了老济钢，为计入此次重组，仅供参考）
- **风险提示：**钢价大幅下跌，行业盈利恶化风险。



重组前后核心财务指标对比		
	重组前	重组后
总股本	536,046	645,474
2010 净利润	20,958	60,291
公司预测 2011 净利润(偏保守)		58,081
我们预测 2011 净利润(偏乐观)	22000	62,000
2010EPS	0.04	0.09
2011EPS(E 保守)	0.04	0.09
2011EPS(E 乐观)	0.04	0.10
每股净资产	2.46	2.53
股价	4.35	4.35
PE	105.99	45.29
PB	1.76	1.72
市值	2,331,800	2,807,812
钢产量	1600	1,600
吨钢市值	1,457	1,755

资料来源：公司公告

	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	30741	33384	35855	38114	成长性				
营业成本	29395	31882	34241	36360	营业收入增长	21.0%	6.8%	8.2%	9.4%
销售费用	291	300	323	343	营业成本增长	20.8%	8.5%	7.4%	6.2%
管理费用	404	434	466	495	营业利润增长	0.8%	-19.5%	57.4%	60.6%
财务费用	492	631	629	622	利润总额增长	-13.5%	-21.8%	57.4%	60.6%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	25.9%	-21.8%	57.4%	60.6%
营业利润	124	100	157	252	盈利能力				
营业外收支	4	0	0	0	毛利率	4.4%	4.5%	4.5%	4.6%
利润总额	127	100	157	252	销售净利率	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%
所得税	41	32	51	82	ROE	1.2%	0.9%	1.4%	2.2%
少数股东损益	2	1	2	3	ROIC	2.2%	2.6%	2.9%	3.4%
净利润	84	66	104	167	营运效率				
资产负债表（百万元）					销售费用/营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
流动资产	10670	10589	12252	13950	管理费用/营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
货币资金	1765	1491	2481	3573	财务费用/营业收入	1.6%	1.9%	1.8%	1.6%
应收帐款	418	454	488	519	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	952	1034	1111	1181	所得税/利润总额	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%
存货	6398	6376	6848	7272	应收帐款周转率	58.2%	76.5%	76.1%	75.7%
非流动资产	22123	21580	20967	20286	存货周转率	5.1%	5.0%	5.2%	5.2%
固定资产	21952	21409	20796	20115	流动资产周转率	3.0%	3.1%	3.1%	2.9%
资产总计	32793	32169	33219	34236	总资产周转率	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
流动负债	18021	19025	19974	20830	偿债能力				
短期借款	6191	6191	6191	6191	资产负债率	78.0%	77.4%	77.8%	78.0%
应付款项	6067	6580	7067	7505	流动比率	0.59	0.56	0.61	0.67
非流动负债	7555	5862	5862	5862	速动比率	0.24	0.22	0.27	0.32
长期借款	5862	5862	5862	5862	每股指标（元）				
负债合计	25576	24887	25837	26692	EPS	0.03	0.02	0.03	0.05
股东权益	7218	7282	7382	7544	每股净资产	2.31	2.33	2.37	2.42
股本	3120	3120	3120	3120	每股经营现金流	0.18	0.23	0.64	0.67
留存收益	4053	4115	4214	4372	每股经营现金/EPS	6.5	11.1	19.2	12.6
少数股东权益	45	46	48	51	估值				
负债和权益总计	32793	32169	33219	34236	PE	146.1	186.9	118.7	73.9
现金流量表（百万元）					PEG	5.73	3.17	1.96	-
经营活动现金流	548	730	1995	2100	PB	1.7	1.7	1.7	1.6
其中营运资本减少	1227	811	276	249	EV/EBITDA	6.49	5.33	5.06	4.75
投资活动现金流	-3522	-1000	-1000	-1000	EV/SALES	45.12	36.48	33.96	31.95
其中资本支出	-3522	-1000	-1000	-1000	EV/IC	0.69	0.65	0.68	0.71
融资活动现金流	2339	-3	-5	-8	ROIC/WACC	0.29	0.34	0.38	0.44
净现金总变化	-634	-274	990	1092	REP	2.40	1.92	1.77	1.60

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：长城证券盈利预测模型



研究员介绍及承诺:

乔培涛: 清华大学硕士, 2008年加入长城证券, 任钢铁行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>