

# 莱钢股份 (600102.SH) 钢铁行业

评级：持有 首次评级

公司点评

王招华

分析师 SAC 执业编号：S1130511030033  
(8621)61038247  
wangzh@gjzq.com.cn

## 并不存在确定的“无风险套利”机会

### 事件

莱钢股份（600102）和济南钢铁（600022）重大资产重组事宜经证监会并购重组审核委员会 2011 年第 35 次工作会议审核并获得有条件通过，两公司股票自 2011 年 11 月 10 日复牌，待收到相关批文后将另行公告。

### 背景

**重大资产重组方案的关键要点回顾。**2011 年 4 月 11 日，两家上市公司发布第三次重组方案（前两次分别因钢铁板块大幅下挫、莱钢股份股东因现金选择权而投反对票而均告失败），与前次方案相比，该次方案的最大不同点在于现金选择权和收购请求权：不再要求投反对票的投资者才可以享受，而是只要方案获批，除山钢集团及其关联方的所有股东均可享受。其中济钢股份的收购请求权的现金对价为 3.44 元，莱钢股份的现金选择权为 7.18 元。每股莱钢股份的股份换取 2.43 股济南钢铁的股份。

**重大资产重组完成需要满足的条件。**包括但不限于包括但不限于两家上市公司股东大会的批准（出席股东大会的各自股东所持表决权总数的三分之二以上表决通过，其中关联股东回避表决）、济南钢铁股东大会批准想济钢集团和莱钢集团发行股份购买资产、国资管理部门的批准、证监会的批准。

### 评论

**本次重组成功仍存在一定的不确定性。**此次获得证监会的审核通过，完全符合市场预期，但并不代表重组一定能成功。毕竟一方面，当前两家上市公司的 PB 均在 1.16 倍以上，单从 PB 估值而言，并不具有吸引力，因可比上市公司如宝钢股份、武钢股份、河北钢铁等 PB 均在 1 以下；另外一方面现金选择权（收购请求权）低于两家上市公司最新收盘价的幅度均在 10% 左右，因此并不能保证当前股东的绝对安全。

假设在当前价格条件下便举行投票表决第三稿方案，我们判断，对后市非常悲观或非常谨慎的股东有可能投赞成票并选择现金选择权（因如果重组成功，至多损失 10% 左右）；但对后市持中性或良好预期的股东有可能会赌下一个交易日不会跌 10% 而投反对票（因如果重组成功，存续公司的估值高于可比公司，股价存在持续下跌的可能性；如果重组不成功，至少还有修改方案的预期，股价不一定会大幅走弱）。

**图表1：莱钢股份和济南钢铁的 PB 估值以及现金选择权（收购请求权）情况**

|      | 最新收盘价 | 最新净资产 | 现金选择权 | PB    | 最新收盘价/现金选择权 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| 莱钢股份 | 7.78  | 6.7   | 7.18  | 1.161 | 1.084       |
| 济南钢铁 | 3.78  | 2.32  | 3.44  | 1.629 | 1.099       |

来源：WIND、公司公告、国金证券研究所

**莱钢股份并不存在确定的无风险套利。**当前投资者较为关注的问题是：莱钢股份是否存在无风险套利？对此我们的观点是，存在风险，主要体现在两个方面：（1）重组方案不获批，莱钢股价对应的 PB 估值有可能会继续下挫；（2）方案获批了，但是获批后的第一个交易日来不及卖，存续公司的股价便补跌（存在这种可能性，因为存续公司的 PB 估值高于可比公司）。但情景假设显示，若未来重组能够成功，且两家上市公司的股价维持不变，那么当前买入莱钢股份，未来换成济南钢铁并卖出，将能获益 18.06%。

### 投资建议

总体而言，我们认为莱钢股份的相对投资价值好于济南钢铁。我们暂不给予具体的盈利预测，参照可比公司 PB 估值，首次给予莱钢股份“持有”评级。