

ST 重钢最新重整进展点评

固定收益点评

◆ **事件：**ST 重钢 9 月 22 日晚发布最新的破产重整公告称，截至 17 年 9 月 21 日，管理人共接受 1443 家债权申报，申报债权总额为人民币 383.59 亿元，目前债权审查工作仍在进行。

◆ **公司背景：**

重钢股份为地方国有钢铁企业，第一大股东为重庆钢铁集团有限责任公司，实际控制人为重庆市国资委。以下渝富集团为重庆市政府批准成立的从事国有资本运营的公司。

◆ **重大资产重组终止，债权人申请对公司重整：**

公司于 16 年 8 月 31 日签署框架协议，并与 9 月 1 日发布《关于签署重大资产重组框架协议的公告》，协议签署方明确为重庆渝富控股集团有限公司，达成资产出售和收购的初步意向，最终方案仍需进一步协商并另签署正式交易文件。

公司于 17 年 4 月 28 日，公告重组方案能否继续推进存在较大风险，**原因 1) 监管：**方案较为复杂，拟置入的渝富集团主要资产，涉及监管政策要求，拟置入资产方案能否满足境内外两地监管要求存在不确定性；**2) 债务情况复杂：**本次拟置出钢铁资产涉及债务规模大，债权人多，同时兼顾较复杂的涉诉债务，能否与主要债权人达成一致也存在不确定性。最终公司于 17 年 5 月 2 日决定终止本次重大资产重组。最终该公司债由担保人重庆国创投资管理有限公司完成本息兑付，并于 17 年 6 月 26 日摘牌。

17 年 4 月 24 日，公司债权人申请对公司重整。重庆市第一中级人民法院于 7 月 3 日裁定受理债权人（重庆来去源商贸有限公司）对公司的重整申请；9 月 22 日公司关于重整最新进展进行公告。

◆ **重整时间紧迫，公司短期债务上升：**

17 年 5 月 26 日中诚信下调重钢股份主体评级，由 AA-至 BBB。目前已确定的 353.5 亿元的债权占负债合计 376.04 亿的 94%，申报总额 383.6 亿元，预计债权审核工作接近尾声。

9 月 22 日公司公告同时称，公司实施并完成重整，有利于改善公司资产负债结构，避免连续亏损，同时需避免被终止上市风险。根据《上市规则》，如果公司 17 年年报中审计净利润、或期末净资产仍为负值，公司股票将于年报披露日起停牌；同时，若法院在 7 月 3 日到 17 年年报披露日之间，没有裁定批准重整计划，公司股票未能复牌，直接进入暂停上市阶段。

因此，在今年四季度至 17 年年报披露日之间，公司要尽可能就重组方案达成一致，并通过法院裁定批准。

分析师

张旭 (执业证书编号：S0930516010001)
021-2216 9114
zhang_xu@ebscn.com

相关研报

水泥行业景气度回升_信用周度报告
.....2017-09-17
电力企业半年报观察_信用周度报告
.....2017-09-12
电力行业信用风险探究.....
.....2017-09-01
城投花落知多少——与产业债估值比较
.....2017-08-29
违约率三因子模型.....
.....2017-05-18

1、ST 重钢最新重整公告

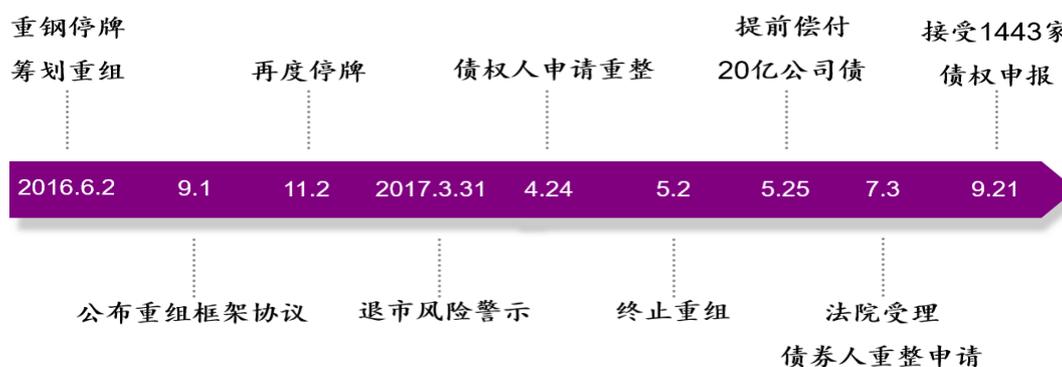
事件：ST 重钢 22 日晚发布最新的破产重整公告称，截至 17 年 9 月 21 日，管理人共接受 1443 家债权申报，申报债权总额为人民币 383.59 亿元，目前债权审查工作仍在进行。

1.1、公司背景

重钢股份为地方国有钢铁企业，第一大股东为重庆钢铁集团有限责任公司，实际控制人为重庆市国资委。主要生产、加工和销售中板材、型材、棒材、钢坯和钢带，17 年根据重庆周边市场需求，产品结构调整以板材和热卷为主，主要供应重庆周边 500 公里以内的基建、地产和汽车企业。以下渝富集团为重庆市政府批准成立的从事国有资本运营的公司。

1.2、重组进程回顾

图表 1：ST 重钢重大资产重组、以及债务重整进程时间轴



资料来源：WIND，光大证券研究所

筹划/停牌：关于重组事项，因实际控制人、重庆市国资委筹划涉及重庆钢铁（以下简称“重钢”或“公司”）的重大资产重组事项，公司最早于 2016 年 6 月 2 日公告停牌；当时披露可能涉及的交易对手方，为重庆市渝富资产经营管理集团有限公司（下称“渝富集团”）等。重组方式或为资产置换，一方面从对手方收购非上市金融类等盈利能力较强的资产，一方面出售公司钢铁相关资产。

公布框架协议：连续停牌之后，公司于 16 年 8 月 31 日签署框架协议，并与 9 月 1 日发布《关于签署重大资产重组框架协议的公告》，协议签署方明确为重庆渝富控股集团有限公司，达成资产出售和收购的初步意向，最终方案仍需进一步协商并另签署正式交易文件。同时在 9 月 9 日召开的投资者说明会上，回复公司将于 16 年 11 月 2 日前复牌；若重组无法在规定时间内完成，则公司严格按照规定在规定时间内复牌，并承诺未来六个月不再筹划重大资产重组事宜。

再度停牌：然而公司于 16 年 11 月 1 日公告，由于重组所涉及的资产规模较大，方案论证复杂；且为重大无先例事项，涉及到的具体问题正在向相关部门咨询，且方案的实施需取得多个监管部门的批准和认可，公司预计无法于原定 11 月 2 日复牌；并于 11 月 2 日期再度停牌，时间不超过六个月。期间

资产重组工作仍在推进。

但在本次公告中，重组事宜更加明确：资产出售为重钢将当前所有资产、可置出负债、人员及业务全部置出，由重钢集团承接，全面剥离钢铁业务；发行股份购买资产，为上市公司向渝富控股等，发行股份收购整合剥离后的渝富集团 100% 股权。

17 年 1 月 25 日，公司预计 16 年度归属股东净利润为负，并在 3 月 28 日前发布三次提示性公告后，于 3 月 31 日实施退市风险警示，同日公告公司股票连续停牌；于 2010 年发行的“10 重钢债”（代码“122059”）即日起连续停牌，并最终于 4 月 13 日暂停上市并更名。

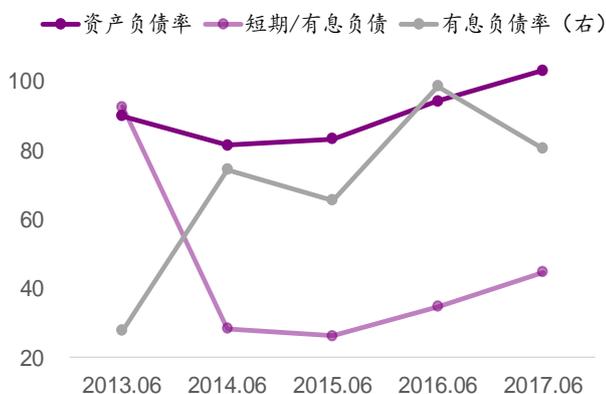
公司于 17 年 4 月 28 日，公告重组方案能否继续推进存在较大风险，**原因 1) 监管**：方案较为复杂，拟置入的渝富集团主要资产，涉及监管政策要求，拟置入资产方案能否满足境内外两地监管要求存在不确定性；**2) 债务情况复杂**：本次拟置出钢铁资产涉及债务规模大，债权人多，同时兼顾较复杂的涉诉债务，能否与主要债权人达成一致也存在不确定性。

最终公司于 17 年 5 月 2 日决定终止本次重大资产重组，并于 5 月 25 日召开债券持有人会议，通过提前偿付 20 亿公司债的安排，由渝富资产经营管理集团有限公司提供不可撤销担保，持有人追加重庆市国资委旗下独资公司，重庆国创投资管理有限公司为担保人。最终该公司债由担保人重庆国创投资管理有限公司完成本息兑付，并于 17 年 6 月 26 日摘牌。公司股票于 5 月 25 日复牌后再于 8 月 1 日再度停牌。

17 年 4 月 24 日，公司债权人申请对公司重整。重庆市第一中级人民法院于 7 月 3 日裁定受理债权人（重庆来去源商贸有限公司）对公司的重整申请；9 月 22 日公司关于重整进展的公告称，截至 17 年 9 月 21 日，管理人共接受 1443 家债权申报，申报债权总额为人民币 383.59 亿元；经管理人审查而初步明确 1364 家共计 353.55 亿元债权；审查仍在进行。

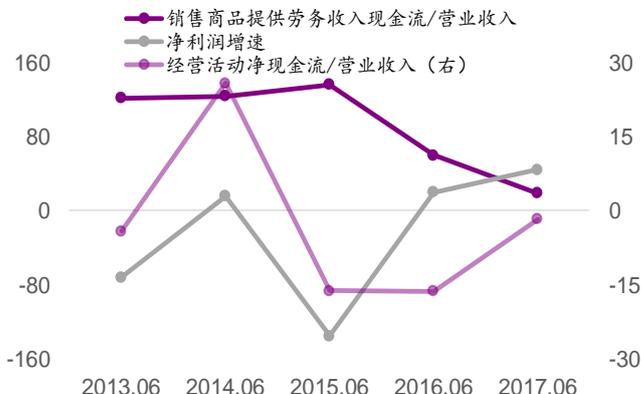
2、重整时间紧迫，公司短期债务上升

图表 2：资产负债率逐年递增，16 年末净资产为负



资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 3：净利润增速虽有上升，但获现能力依旧较差



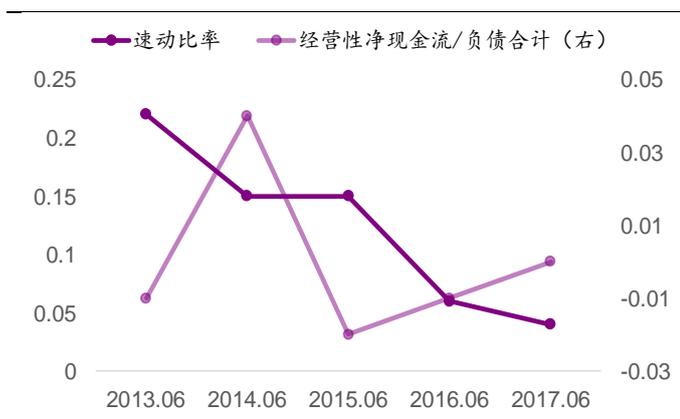
资料来源：WIND，光大证券研究所

17年5月26日中诚信下调重钢股份主体评级，由AA-至BBB。从17年公司半年报看：

资产结构方面，非流动资产332.78亿，占资产总计91.16%，其中存货19.51亿元（10.796亿原材料，在产品2.76亿，库存1.19亿等；其中低值易耗品及修理用备件跌价准备4千万左右），占流动资产60%；非流动资产中主要为固定资产290.37亿，长期股权投资1.29亿（为16年6月成立的重庆浦项重钢汽车板有限公司的投资亏损）。

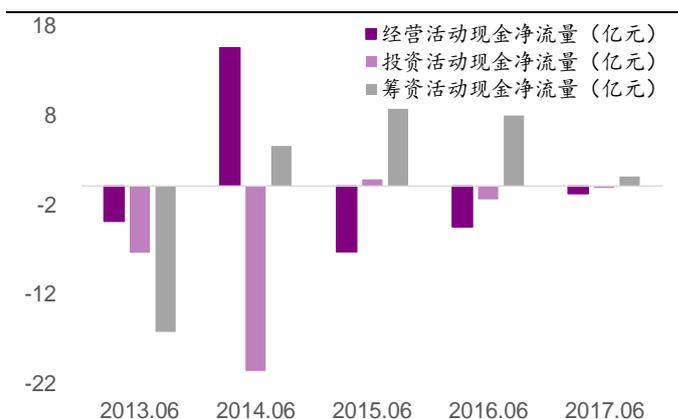
债务结构方面，短期债务高达96亿，一年内到期非流动负债略有减少，短期借款攀升至61亿元；长期债务缩减至75.6亿，长短期债务比较去年末继续攀升，至1.27倍，短期偿付压力大。

图表4：速动比率连降，经营性净现金流/负债回升（%）



资料来源：WIND，光大证券研究所

图表5：经营性现金流持续为负，投资近无，筹资减少



资料来源：WIND，光大证券研究所

盈利能力与现金流方面，公司上半年归母净利润亏损9.98亿元，亏损额度减少；EBIT为负，EBITDA/利息费用为0.37，较16年末EBITDA为负的情况好转；经营性净现金流上半年仅30.18亿元，为13年以来最低，经营性现金流/营业收入为-1.81，获现能力恶化程度略改善。

目前已确定的353.5亿元的债权占负债合计376.04亿的94%，申报总额383.6亿元，预计债权审核工作接近尾声。9月22日公告同时称，公司实施并完成重整，有利于改善公司资产负债结构，避免连续亏损，同时需避免被终止上市风险。

根据《上市规则》，如果公司17年年报中审计净利润、或期末净资产仍为负值，公司股票将于年报披露日起停牌；同时，若法院在7月3日到17年年报披露日之间，没有裁定批准重整计划，公司股票未能复牌，直接进入暂停上市阶段。

因此，在今年四季度至17年年报披露日之间，公司要尽可能就重组方案达成一致，并通过法院裁定批准。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
国际业务	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	