

2012年01月05日

钢铁

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 3.41

济南钢铁(600022)

目标价(元):

济钢莱钢重组获核准 关注莱钢换股套利空间

投资评级: A--买入(上调)

能源材料组: 余宝山

执业证书编号: S0890510120006

电话: 021-50122225

邮箱: yubaoshan@yahoo.com.cn

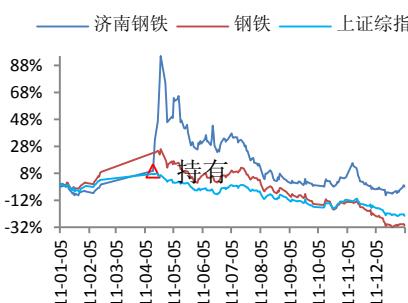
联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	312048.00
流通 A 股/B 股(万股)	312048.00/0.00
资产负债率(%)	76.46
每股净资产(元)	2.32
市净率(倍)	1.47
净资产收益率(加权)	0.86
12个月内最高/最低价	7.02/3.25

股价走势图



相关研究报告

1《新重组方案有望通过 关注补涨机会》,

2011.04.13

◎事项:

济南钢铁和莱钢股份同时发布公告,涉及两公司的重大资产重组事宜获得中国证监会核准,山东钢铁集团有限公司及其一致行动人关于豁免要约收购的申请也于同日获得中国证监会核准。重组方方案采用换股吸收合并的方式,济南钢铁为合并方及存续方,莱钢股份为被合并方。

◎主要观点:

◆**莱钢股份股东换股意向足** 因莱钢于2011年实现了10股派现0.6元,故调整后济南、莱钢钢铁换股价格为3.44元、7.12元,换股比例为1:2.41,即每股莱钢股份的股份可换取2.41股济南钢铁的股份。目前收盘价莱钢为7.06元,济钢为3.41元,故持有莱钢股份的股东将有16.4%换股增值空间。

◆**现金选择权将基本放弃** 根据方案,双方的异议股东将获得等价于各自换股价格的现金选择权。持有莱钢股份的股东选择现金选择权的对价为7.12元(因除息而经调整),略高于目前收盘价7.06元,但不如换股的增值收益。

◆**济南钢铁股东看好重组合并** 济南钢铁股东收购请求权的现金对价为每股3.44元,与目前股价相当。而莱钢的业绩相对较好,其为全国规模最大、规格最全的H型钢精品生产基地,建材的区域市场地位较高,吸收合并后对济钢产品能起到优势互补作用,有助于提升业绩。因此济钢股东更应看好重组后的成长空间,故而考虑交易费用后选择套现的动机不强。

◆**合并利于做大做强钢铁主业** 山钢集团体系内从事钢铁业务生产经营的主体分别为济钢集团下属的济南钢铁、莱钢集团下属的莱钢股份和银山型钢。本次重组后济钢集团和莱钢集团旗下的钢铁相关业主大多整合到济南钢铁。银山型钢的主要产品热轧宽钢带、冷轧宽钢带和宽厚板产品与济南钢铁的产品存在一定程度的同业竞争,由于项目审批和经营的原因未随本次重组一并注入,但与济钢签订了托管协议,未来待两项问题解决后承诺将注入。

◆**“后续故事”多多**。按照山东省钢铁行业的整合规划,济钢莱钢合并将拉开山东钢铁集团整合的序幕,接下来将实施山钢集团对日照钢铁公司的重组,适时完成对青钢的重组。未来山东80%的钢铁产能将集中到山钢集团旗下,将由内地转移到沿海,高端精品钢铁将凸显优势。

	2009A	2010A	2011Q3	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	25407.00	30740.66	9194.15	33261.40	36587.54	40246.29
同比增速(%)	-41.16	20.99	6.99	8.20	10.00	10.00
净利润(百万)	66.99	84.35	44.95	97.86	349.06	622.81
同比增速(%)	-91.42	25.91	-981.31	16.01	256.69	78.43
毛利率(%)	4.26	4.38	7.60	7.40	7.50	8.00
每股盈利(元)	0.02	0.03	0.01	0.03	0.11	0.20
ROE(%)	0.98	1.19	0.62	1.38	4.66	7.69
PE(倍)	0.00	0.00		108.73	30.48	17.09

1. 后续重组计划透视

山钢集团与日照钢铁签订了资产重组与合作的框架性协议，重组拟以一次性收购日照钢铁、日照型钢和日照钢铁轧钢相关资产的方式完成。该项收购截至目前仍处于谈判过程中，交易双方对于交易涉及的多个重大问题存在分歧，难以在短时间内取得实质性的进展。由于日照钢铁的绝大部分钢铁产能均未取得国家发改委的立项核准批文，因而其项目在立项核准程序上存在较大的瑕疵。山钢集团计划在未来完成对日照钢铁的收购以后，积极完善相关资产的立项核准手续，并在其符合拟注入资产要求的前提下，将日照钢铁的主业及其配套资产注入重组后的存续上市公司。

针对本次重组完成后存续上市公司面临的现有和潜在同业竞争情况，山东钢铁集团出具补充承诺如下：

本集团承诺将以本次重大资产重组完成后的存续上市公司作为发展及整合本集团钢铁主业的唯一整合平台，并且在现有的及潜在的同业竞争情况所涉及的相关资产满足注入条件后将其注入存续上市公司。具体如下：

- 山钢集团将对银山型钢的经营管理和盈利能力等方面进行积极的调整与完善，待银山型钢的立项核准手续得到有效完善并实现盈利后的1年内，选择合适的市场时机以合理的价格及合法的方式将银山型钢全部股权注入存续上市公司。
- 山钢集团将在完成对于日照钢铁相关资产的收购后，根据国家对于钢铁产业调整和振兴规划的要求，在日照钢铁的立项核准手续得到有效完善之后的1年内，选择合适的市场时机以合理的价格及合法的方式将日照钢铁全部主业及其配套资产注入存续上市公司

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	10669.71	12276.70	14169.33	14703.26
现金	1764.76	3998.88	3810.75	4515.24
应收账款	418.49	1057.61	359.87	1305.09
其它应收款	192.78	52.66	240.14	68.88
预付账款	943.39	566.18	1169.04	697.73
存货	6398.04	6014.95	7429.05	7385.61
其他	952.25	586.41	1160.49	730.72
非流动资产	22123.49	23611.29	24714.09	25573.63
长期投资	8.60	8.60	8.60	8.60
固定资产	15255.18	16575.08	17733.25	18588.44
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6859.71	7027.61	6972.25	6976.59
资产总计	32793.21	35887.98	38883.43	40276.90
流动负债	18020.83	21521.14	25368.47	27156.34
短期借款	6191.47	9210.19	14012.31	11983.62
应付账款	4108.81	2015.44	4796.27	2610.81
其他	7720.55	10295.51	6559.89	12561.91
非流动负债	7554.76	7048.50	5839.07	4805.19
长期借款	5862.41	4966.33	3951.81	2820.47
其他	1692.35	2082.18	1887.26	1984.72
负债合计	25575.59	28569.65	31207.54	31961.53
少数股东权益	44.63	47.49	55.99	72.66
归属母公司股东权益	7172.98	7270.84	7619.90	8242.72
负债和股东权益	32793.21	35887.98	38883.43	40276.90

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1838.17	4367.91	-240.78	7347.88
净利润	86.00	100.72	357.55	639.48
折旧摊销	1509.35	1556.81	1811.81	2062.31
财务费用	491.54	495.38	672.45	705.58
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-287.69	2234.48	-3092.33	3945.37
其它	38.97	-19.48	9.74	-4.87
投资活动现金流	-4269.85	-3004.90	-2934.47	-2911.92
资本支出	3540.15	1058.27	1317.57	752.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-729.70	-1946.64	-1616.90	-2159.77
筹资活动现金流	1624.93	-1903.30	-1937.16	-1641.70
短期借款	-488.60	244.30	-122.15	61.07
长期借款	1829.59	-896.08	-1014.52	-1131.34
其他	283.94	-1251.52	-800.49	-571.43
现金净增加额	-806.75	-540.29	-5112.40	2794.25

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	30740.66	33261.40	36587.54	40246.29
营业成本	29394.97	30800.05	33843.47	37026.59
营业税金及附加	24.78	26.81	29.50	32.45
营业费用	290.63	432.40	365.88	362.22
管理费用	403.69	1330.46	1097.63	1046.40
财务费用	491.54	495.38	672.45	705.58
资产减值损失	11.35	14.88	14.94	17.22
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	123.71	161.41	563.68	1055.83
营业外收入	6.82	17.35	12.08	14.72
营业外支出	3.14	3.24	3.19	3.21
利润总额	127.39	175.52	572.58	1067.34
所得税	41.39	74.81	215.02	427.86
净利润	86.00	100.72	357.55	639.48
少数股东损益	1.65	2.86	8.50	16.67
归属母公司净利润	84.35	97.86	349.06	622.81
EBITDA	2187.78	2327.50	3166.60	3955.97
EPS (元)	0.03	0.03	0.11	0.20

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	20.99%	8.20%	10.00%	10.00%
营业利润	0.76%	30.48%	249.23%	87.31%
归属母公司净利润	25.91%	16.01%	256.69%	78.43%
获利能力				
毛利率	4.38%	7.40%	7.50%	8.00%
净利率	0.28%	0.30%	0.98%	1.59%
ROE	1.19%	1.38%	4.66%	7.69%
ROIC	1.97%	1.79%	2.95%	4.32%
偿债能力				
资产负债率	77.99%	79.61%	80.26%	79.35%
净负债比率	199.81%	210.68%	250.95%	194.15%
流动比率	0.59	0.57	0.56	0.54
速动比率	0.24	0.29	0.27	0.27
营运能力				
总资产周转率	1.00	0.97	0.98	1.02
应收帐款周转率	58.18	45.07	51.62	48.34
应付帐款周转率	9.82	10.06	9.94	10.00
每股指标(元)				
每股收益	0.03	0.03	0.11	0.20
每股经营现金	0.59	1.40	-0.08	2.35
每股净资产	2.31	2.35	2.46	2.66
估值比率				
P/E	0.00	108.73	30.48	17.09
P/B	0.00	1.46	1.40	1.29
EV/EBITDA	6.55	10.36	8.83	6.13

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--: 不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。