

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

增资平煤神马并设立合资公司，加强焦煤资源保障

事件描述

武钢股份今日发布公告，公司拟以 60,000 万元人民币对中国平煤神马能源化工集团有限责任公司（以下简称“中国平煤神马集团”）进行增资，本公司将占增资后中国平煤神马集团 12.06% 的出资比例。

同时，公司控股子公司鄂城钢铁有限责任公司（以下简称“鄂钢”）以焦化部分实物资产作价 6 亿元出资，中国平煤神马集团以货币资金 6 亿元出资，共同投资组建新公司，该公司实收资本 12 亿元，双方各占股权比例为 50%。合资公司成立后与鄂钢签订资产收购协议，收购焦化剩余实物资产和在建工程。

事件评论

第一，6 亿增资平煤神马集团并设立焦化合资公司，进一步加强焦煤资源保障

公司今日发布公告，拟以 60,000 万元人民币对中国平煤神马能源化工集团有限责任公司（以下简称“中国平煤神马集团”）进行增资，本公司将占增资后中国平煤神马集团 12.06% 的出资比例。

同时，公司控股子公司鄂城钢铁有限责任公司（以下简称“鄂钢”）以焦化部分实物资产作价 6 亿元出资，中国平煤神马集团以货币资金 6 亿元出资，共同投资组建新公司，该公司实收资本 12 亿元，双方各占股权比例为 50%。具体内容如下：

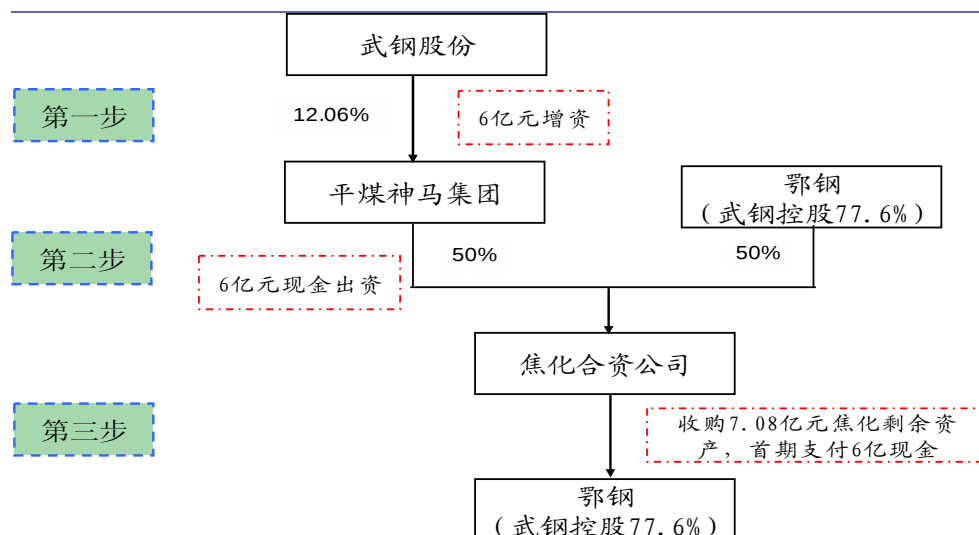
- ✓ 合资公司成立后与鄂钢签订资产收购协议，收购焦化剩余实物资产和在建工程，焦化剩余实物资产的评估价值为 7.08 亿元；
- ✓ 在建工程（4#焦炉和干熄焦项目）的投资计划为 3.49 亿元，因 4#焦炉已进入试生产阶段，为保证生产经营的完整和会计核算的准确，拟将在建工程在转固前进行资产评估并注入合资公司。在建工程的资产评估及实施进展将根据实际情况另行公告。
- ✓ 双方协商一致同意，新组建合资公司的会计报表纳入中国平煤神马集团会计报表合并范围；
- ✓ 组建的合资公司名称初步拟定为“湖北中平鄂钢联合焦化有限责任公司”（具体名称最终以工商登记为准，以下简称“合资公司”）；

中国平煤神马集团是一家以能源化工为主导的国有特大型企业集团，是我国品种最全的炼焦煤、动力煤生产基地和亚洲最大的尼龙化工产品生产基地。近年来，中国平煤神马集团坚持“以煤为主、相关多元”发展战略，构建了煤炭采选、尼龙化工、煤焦化工、煤盐化工 4 大核心产业和煤电、现代物流、高新技术、建工建材、装备制造 5 个辅助产业的“4+5”产业体系。煤炭产能 7,000 万吨，产销量居全国前列，糖精钠、超高功率石墨电极、碳化硅精细微粉产能

全国第一，尼龙 66 盐、工程塑料产能亚洲第一，工业丝、帘子布产能世界第一。截止 2011 年 6 月 30 日，中国平煤神马集团旗下拥有平煤股份（持股比例 56.12%）和神马股份（持股比例 52.95%）两家上市公司。

实际上，通过以上资本运作，公司最终以鄂钢焦化资产 50% 的股权换取增资后平煤神马集团 2.27% 的股权。

图 1：通过 3 步运作，公司实际通过以 50% 股权的焦化资产增资平煤神马集团



资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 1：增资后，公司对平煤神马集团的持股比例提高 2.27%

股东名称	增资前		增资后		股权比例 变动
	出资额（万元）	比例	出资额（万元）	比例	
河南省国有资产监督管理委员会	1,156,011	62.51%	1,156,011	60.94%	-1.57%
武汉钢铁股份有限公司	181,110	9.79%	228,672	12.06%	2.27%
中国华融资产管理公司	108,632	5.87%	108,632	5.73%	-0.14%
武汉钢铁（集团）公司	107,084	5.79%	107,084	5.65%	-0.14%
中国建设银行股份有限公司河南省分行	72,006	3.89%	72,006	3.80%	-0.09%
中国东方资产管理公司	60,732	3.28%	60,732	3.20%	-0.08%
华能能源交通产业控股有限公司	53,542	2.90%	53,542	2.82%	-0.08%
中国信达资产管理公司	53,534	2.90%	53,534	2.82%	-0.08%
河南铁路投资有限责任公司	38,774	2.10%	38,774	2.04%	-0.06%
安阳钢铁股份有限公司	17,848	0.97%	17,848	0.94%	-0.03%
合计	1,849,272	100.00%	1,896,834	100.00%	-

资料来源：公司资料，长江证券研究部

从资产评估的结果来看，平煤神马集团资产增值幅度显著高于鄂钢焦化资产。经过资产评估，鄂钢焦化资产 50% 股权价值 6.54 亿元（在建工程尚资产评估正在进行，暂不考虑其价值），增资后平煤神马集团 2.27% 的股权价值 6 亿元。因此，此次交易实际对价的 PB 为 1.06 倍，明显高于目前公司 0.88 倍的 PB 估值。不过，钢铁产业目前所处的发展阶段决定了行业 PB 普遍低于 1 的特点使得钢铁公司任何对外投资或资产收购定价都显得相对更高。

增资后，虽然公司对平煤神马集团的持股比例由 9.79% 上升至 12.06%，但对神马集团管理运营的实际影响有限。不过，由于合资公司的成立，且新组建合资公司的会计报表纳入平煤神马集团会计报表合并范围，预计双方在焦化业务方面的合作将进一步获得实质性进展，对保障公司焦煤资源的采购渠道具有积极作用。

表 2: 平煤神马集团资产评估增值幅度为 92.03%

项目	账面价值	评估价值	增减值	增值率%
流动资产	1,785,551.92	1,899,332.72	113,780.80	6.37%
非流动资产	2,107,206.53	3,111,474.16	1,004,267.63	47.66%
资产总计	3,892,758.45	5,010,806.88	1,118,048.43	28.72%
流动负债	1,302,670.78	1,302,670.78		
非流动负债	1,375,246.61	1,375,246.61		
负债总计	2,677,917.38	2,677,917.38		
净资产	1,214,841.07	2,332,889.50	1,118,048.43	92.03%

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

表 3: 鄂钢焦化资产评估增值幅度为 15.99%

项目	账面价值	评估价值	增减值	增值率%
出资资产评估结果汇总表				
房屋建筑物类	29,739.20	34,497.01	4,757.81	16%
机械设备类	24,658.44	25,509.19	850.75	3.45%
资产总计	54,397.64	60,006.20	5,608.56	10.31%
出售资产评估结果汇总表				
存货	29,007.84	29,025.82	17.98	0.06%
机械设备类	29,387.87	41,793.64	12,405.77	42.21%
资产总计	58,395.71	70,819.46	12,423.75	21.28%
合计	112,793.35	130,825.66	18,032.31	15.99%

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

表 4: 公司实际出资 6.54 亿收购价值 6 亿的 2.27%平煤股权

鄂钢焦化资产评估价值	13.08
出让比例	50%
实际出让价值	6.54
增资后平煤神马集团 2.27%股权价值	6.00
PB	1.09

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

第二, 出厂价上调与成本回落, 预计 1 季度业绩环比有所改善

我们根据现有情况对公司业绩进行简单测算, 主要的假设条件有以下几点:

- ✓ 假定公司拥有 2 个月左右库存周转, 因此 2012 年 1 季度的长协价变动对公司 3 月的生产成本造成影响;
- ✓ 出厂价参考历次公司出厂价政策综合考虑予以假定;
- ✓ 对 4 季度长协价的假设综合考虑假定为 160 美元/吨, 并且假设去年 4 季度普氏指数均值 141 美元/吨为今年 1 季度的长协价;
- ✓ 考虑鄂钢公司, 对产量的假定分别为: 1 月、2 月、3 月三个月份产量为 172 万吨、160 万吨、175 万吨。

经过简单测算, 1 季度主要产品出厂价有所恢复, 且低价矿石原材料开始影响成本, 预计 1 季度实现 EPS0.07 元, 环比 4 季度有所改善。当然, 我们的假设仅简单考虑了成本钢价的环比变化, 无法完全模拟现实经营过程中存在的种种变化, 与实际经营数据难免存在一定出入。

表 5：3 月出厂价普遍上调，单月盈利有所改善

武钢 2012 年盈利预测	2011 年 3 季度			2011 年 4 季度			2012 年 1 季度		
	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Oct-11	Nov-11	Dec-11	Jan-12	Feb-12	Mar-12
产量	172	173	175	177	166	160	172	160	175
营业收入		259.68		89.86	81.48	74.54	81.03	75.38	84.20
营业成本		242.29		83.27	75.86	70.04	74.99	69.61	74.88
吨钢收入		5,001		5,071	4,911	4,661	4,711	4,711	4,811
吨钢成本		4,666		4,700	4,572	4,380	4,360	4,350	4,279
吨钢毛利		335		372	339	282	351	361	533
净利润		4.13		2.16	1.47	0.51	1.40	1.46	4.60
吨钢净利		80		122	89	32	81	91	263
吨钢费用	255	255	255	250	250	250	270	270	270
价格增加	-100	0	100	70	-160	-250	50	0	100
长协矿占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
长协矿上涨幅度	-2.0%	-2.2%	-2.2%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-11.9%	-11.9%	-11.9%
长协价格（美金）	174	174	174	160	160	160	141	141	141
长协价格变动带动成本增加	0	0	-26	0	0	-90	0	0	-122
河北唐山现货矿均价	1371	1473	1,500	1,341	1,208	1,200	1,188	1,220	1,220
现货矿月度环比涨幅	0.91%	7.44%	1.80%	-10.60%	-9.92%	-0.66%	-1.00%	2.69%	0.00%
BDI 均值	1,366	1,387	1,838	2,072	1,835	1,869	1,039	700	750
二级冶金焦价格均值	2,020	2,020	2,050	2,050	2,013	1,980	1,980	1,980	1,980
成本增加	-55	10	61	33	-127	-193	-20	-10	-72
估算吨钢净利		80		122	89	32	81	91	263
主营估算净利润		4.13		2.16	1.47	0.51	1.40	1.46	4.60
总股本	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94
相应时期对应 EPS		0.04		0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.05
累计 EPS		0.16		0.18	0.20	0.20	0.01	0.03	0.07

资料来源：Bloomberg，钢之家，公司资料，长江证券研究部

第三，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.20 元和 0.27 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	75597	96330	101545	103993	货币资金	2252	9633	10155	10399
营业成本	69440	89208	93388	94536	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6157	7122	8158	9457	应收账款	399	528	556	570
% 营业收入	8.1%	7.4%	8.0%	9.1%	存货	11671	15112	15820	16014
营业税金及附加	188	240	252	259	预付账款	57	89	93	94
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	739	963	1015	1040	流动资产合计	16971	28637	30077	30613
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1934	2505	2640	2704	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	长期股权投资	3632	3632	3632	3632
财务费用	851	771	593	280	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	0.8%	0.6%	0.3%	固定资产合计	55468	51573	47545	43330
资产减值损失	428	0	0	0	无形资产	45	43	41	39
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	169	0	0	0	递延所得税资产	215	0	0	0
营业利润	2187	2644	3657	5175	其他非流动资产	-25	-25	-25	-25
% 营业收入	2.9%	2.7%	3.6%	5.0%	资产总计	76305	83860	81269	77589
营业外收支	20	0	0	0	短期贷款	16336	15452	9070	1589
利润总额	2207	2644	3657	5175	应付款项	16060	20635	21601	21866
% 营业收入	2.9%	2.7%	3.6%	5.0%	预收账款	6468	8284	8733	8943
所得税费用	499	661	914	1294	应付职工薪酬	221	267	279	283
净利润	1707	1983	2743	3881	应交税费	-172	36	47	62
归属于母公司所有者					其他流动负债	354	462	484	490
的净利润	1704.3	1980.3	2739.0	3876.1	流动负债合计	39267	45136	40213	33234
少数股东损益	3	3	4	5	长期借款	1396	1396	1396	1396
EPS (元/股)	0.17	0.20	0.27	0.38	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	7362	7362	7362	7362
经营活动现金流净额	5729	10696	9323	9926	负债合计	48025	53894	48971	41991
取得投资收益	57	0	0	0	归属于母公司	28196	29879	32207	35502
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	84	87	91	96
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	28280	29966	32298	35598
固定资产投资	-3747	-1363	-1415	-1340	负债及股东权益	76305	83860	81269	77589
其他	92	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-3655	-1363	-1415	-1340		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.169	0.196	0.271	0.384
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.60	3.81	4.11	4.53
银行贷款增加 (减少)	-1256	-883	-6383	-7480	PE	17.12	14.73	10.65	7.53
筹资成本	1650	-1068	-1004	-861	PEG	0.54	0.47	0.34	0.24
其他	-3300	0	0	0	PB	0.80	0.76	0.70	0.64
筹资活动现金流净额	-2907	-1951	-7386	-8341	EV/EBITDA	5.45	4.19	3.04	1.98
现金净流量	-832	7381	522	245	ROE	6.0%	6.6%	8.5%	10.9%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。