

评级：审慎推荐（上调） 钢铁

公司事件点评

证券研究报告

分析师 张文丰 S1080510120007

电 话：0755-82485194

邮 件：zhangwenfeng@fcsc.cn

首钢股份(000959)重组草案点评

——方案与此前预案大体一致，承诺三年期大比例分红

事件：

首钢股份（000959）推出重组报告书草案，报告书草案与此前重组预案并未出现大的变动，迁钢仍然作为资产置换的标的，首钢集团三年内注入首钢矿业的承诺不变。根据草案，本次重组中首钢股份置出资产作价 63.23 亿元，其中包含置出资产相关土地租赁权的评估值，即本次重组涉及的因提前解除《土地使用权租赁合同》首钢总公司对首钢股份的补偿金额 10.28 亿元，置入资产迁钢作价 183.70 亿元，差额部分由首钢股份以 4.29 元/股的价格向首钢总公司发行约 28 亿股作为支付对价。

点评：

● 置出原有钢铁主业，置入迁安钢铁

与此前出台的重组预案基本一致，公司拟以下属的炼铁厂、焦化厂、第二炼钢厂、高速线材厂、第一线材厂的全部资产和负债，以及本公司持有的首钢嘉华、首钢富路仕的全部股权，与首钢总公司下属首钢迁钢公司的全部资产置换；同时，公司以 4.29 元/股的价格向首钢总公司发行约 28 亿股股份作为支付差额对价。本次重组完成后，公司置入资产与存续资产将主要包括迁钢分公司和及其原有股权资产、首钢冷轧（持股 70.28%）、贵州投资（持股 100%），以及北汽 18.31% 股权及其他股权资产。而且，作为对价的新增股份发行后公司总股本将增至 57.75 亿股，大股东持股比例也将由目前 63.24% 上升为大约 81.1%。由于首钢股份位于北京的原有产能基本已停产，此次注入新的资产将使公司重新具备持续经营能力。

表1 公司置换方案

相关项目	评估金额	备注
置出资产(万元)	632,293.74	首钢相关资产及股权、补偿的土地租赁权价值
置入资产(万元)	1,836,972.19	迁安钢铁及其持有股权
差额(万元)	1204678.45	差额以新股进行弥补
发行股价(元/股)	4.29	向首钢总公司发行价格定位 4.29 元/股
发行股数(万股)	280810.83	将向首钢总公司发行 28.08 亿股

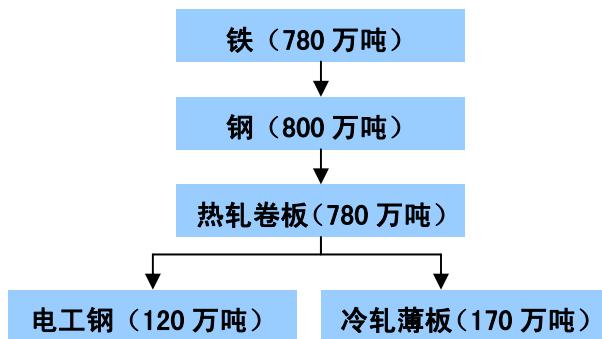
资料来源：公司公告，第一创业证券

● 产能跃升至800万吨，均为板材品种

本次置入的首钢迁钢公司拥有 780 万吨铁、800 万吨钢、780 万吨热轧卷板的生产能力，且 120 万吨冷轧电工钢生产能力也将逐步投产。另外，存续资产首钢冷轧还拥有 170 万吨冷轧薄板产能。这与重组前上市公司 400 万吨产能（大部分 2010 年底已停产），且产品大多为线棒材的规模与结构相比发生了根本性转变。公告显示，迁钢公司 2011 年共产钢 776.53 万吨、热轧卷 663.9 万吨，电工钢 39 万吨，首钢冷轧 2011 年共生产冷轧板材 181.2 万吨，其中包括汽车板 83.3 万吨，家电板 40.3 万吨和专用板 19.8 万吨。



图 1 迁安置入后公司钢铁综合产能近 800 万吨



资料来源：公司公告，第一创业证券

表 2 重组后公司主要钢铁产能

产品	产能	生产主体
2160mm 产线热轧板	400	迁钢
1580mm 产线热轧板	380	迁钢
冷轧薄板	170	顺义冷轧
其中：冷轧退火板卷	90	顺义冷轧
热镀锌板卷	80	顺义冷轧
电工钢	120	迁钢
其中：中低牌号无取向	90	迁钢
高牌号无取向	15	迁钢
取向硅钢	15	迁钢

资料来源：公司公告，第一创业证券

注：热轧板原料供给冷轧薄板和电工钢

● 置入资产总体盈利状况较好，但存续资产不确定性偏大

从拟注入公司的迁安钢铁盈利情况来看，2011 年实现营业收入 297.5 亿元，利润总额为 10.45 亿元，毛利率仅为 3.53%，处于较低水平，不过因 2011 年钢铁行业整体盈利不乐观，公司能实现吨钢 105.7 元的净利应在同行业中处于中等偏上水平。随着公司冷轧项目的逐步投产增利，预计盈利能力还有较大的转好空间，公司预计 2012 年迁钢公司可实现利润为 79037.02 万元。

但是，因首钢冷轧投产时期不长，尚需要较长磨合期，2009-2011 年亏损额分别为 2.15 亿元、3.21 亿元、7.81 亿元，呈不断扩大趋势，公司预计 2012 年依然为亏损，2014 年才可实现扭亏为盈利。由此可见，近几年首钢冷轧将拖累公司业绩。此外，存续资产中北汽股份盈利能力较强，近三年有稳定分红，其中 2011 年分红额达到了 4.74 亿元，成为公司利润中的重要组成部分。

表 3 迁安钢铁盈利能力较强，2011 年吨钢净利 105.7 元

项目	2010 年	2011 年
钢材销量（万吨）	671.24	740.8
营业收入（万元）	1835042.52	2974519.91
营业成本（万元）	1725412.24	2803044.03
营业利润（万元）	34487.03	104947.72
利润总额（万元）	35041.96	104453.88
净利润（万元）	26500.07	78308.3
毛利率（%）	1.88%	3.53%
吨钢毛利（元/吨）	51.38	141.67
吨钢净利（元/吨）	39.48	105.71



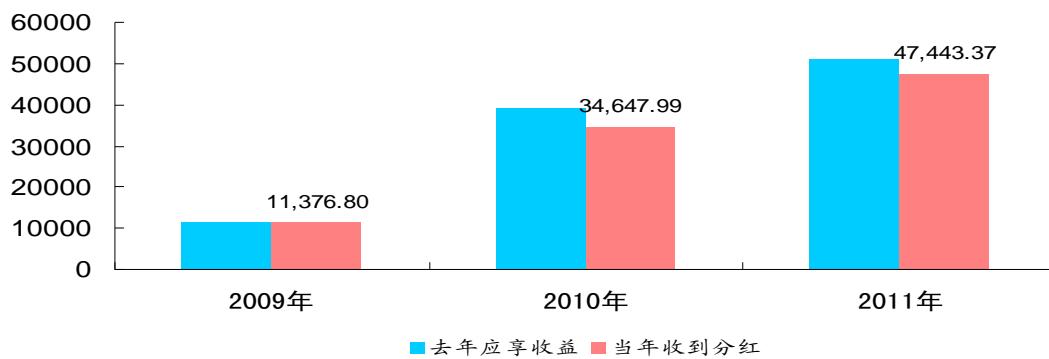
资料来源：公司公告，第一创业

表4 首钢冷轧亏损逐年增加，2011年吨钢亏损达431元

项目	2009	2010	2011
产量	127.61	173.44	181.2
营业收入（万元）	479113	826820	919,723
净利润（万元）	-15200.16	-22745.42	-54918.90
吨钢售价（元/吨）	3754.51	4767.18	5075.73
吨钢净利（元/吨）	-169.49	-186.60	-431.25

资料来源：公司公告，第一创业

图2 北汽分红数额不断上升（单位：万元）



资料来源：公司公告，第一创业证券

● 本次未置入首钢矿业，但承诺三年内注入

首钢矿业此次并未列入置换的名目之中，这一方面是由于本次对价差别较大，若再加上矿山则使大股东持股比例过大，另一方面则是由于相关铁矿采矿权及土地使用权属等尚未完全明晰。因首钢矿业所生产烧结矿、球团全部供首钢迁钢公司炼铁作业部使用，存在着大量的关联交易，这也意味着该矿业的注入是必然。而且，首钢总公司做出承诺，在本次重组完成后三年内将推动下属首钢矿业公司注入首钢股份，未来将首钢股份打造成为首钢集团在中国境内的经营钢铁与上游铁矿资源业务的上市平台。

截至2011年末，首钢矿业拥有水厂、二马、杏山、孟家沟铁矿及联营合资的马兰庄铁矿，已取得的采矿权证垂直投影保有储量9.22亿吨，采矿权证范围保有储量5.77亿吨，可采储量1.98亿吨；已取得的探矿权证范围内资源1.9亿吨；铁矿石采出品位在21-26%之间。2011年，首钢矿业产原矿1304万吨，铁精矿粉481万吨，球团矿343万吨，烧结矿1132万吨。

表5 首钢矿业公司使用的采矿许可证情况

矿山名称	开采方式	设计规模(万吨/年)	面积(平方公里)
水厂铁矿	露天开采	1100	2.958
大石河铁矿二马采区	地下开采	80	0.7174
大石河铁矿杏山采区	地下开采	320	0.8849
大石河铁矿孟家沟采区	露天开采	700	1.3258

资料来源：公司公告，第一创业证券

● 发行价大幅高于现价60%，且承诺三年内80%分红比例

我们认为，该方案还有两个亮点值得投资者关注：一是公司将依然以4.29元/股的发行价向大股东发行近28亿新股。这一价格相比公司现价2.67元/股（公告前一交易日收盘价）而言，溢价率达到了60.7%，客观上有着保护公司中小投资者利益的体现。二是首钢总公司做出承诺，本次重组完成之日起三年内每年现金分红金额不少于首钢股份当年实现的可分配利润的80%。我们认为，这一强制大比例分红将至少能使投资者近几年可获得稳定的分红回报，若按公司降低资本利差的风险，相应地提高了其投资价值。



● 上调至“审慎推荐”的投资评级，短期可重点关注

我们按照重组后的资产对公司进行盈利预测，并假设北汽股份利润按此前三年平均比例分配投资收益，预计公司2012-2014年EPS分别为0.05元、0.11元和0.15元，对应PE分别为53.9倍、26.2倍和18.6倍，估值偏高。不过，考虑到公司存在矿山注入的预期，且承诺分红比率较大，上调公司至“审慎推荐”的投资评级，重点关注短期交易性投资机会。

表6 重组后的备考盈利预测表

指标	2011年	2012年(E)	2013年(E)	2014年(E)
营业收入(万元)	3,153,256.71	2,899,865.00	3,090,809.52	3,148,615.71
营业成本(万元)	2,999,143.09	2,760,976.57	2,906,318.43	2,919,486.13
毛利额(万元)	154,113.62	138,888.43	184,491.10	229,129.59
投资收益(万元)	47443.37	40292.30853	36263.07768	38076.23156
净利润(万元)	54,509.00	29,561.03	60,739.61	85,575.49
总股本(万元)	577463.43	577464.43	577465.43	577466.43
EPS(元)	0.09	0.05	0.11	0.15
PE(倍)	29.2	53.9	26.2	18.6

资料来源：公司公告，第一创业证券

● 风险提示

本次重组方案能否获得股东大会、相关国有资产监督管理部门及证监会等机构批文或核准还具较大不确定性；首钢冷轧短期内仍然难以扭亏；板材市场短期内景气度难以回升；铁矿能否在承诺期内注入难以保证。



免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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，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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135