

由宝钢集团优质资产组建而成的宝钢股份公司，在成功上市募集到用于企业进一步发展的 90 多亿资金后 除了按照招股说明书的项目运用筹集资金提升企业之外 面临着一项重要的资产重组选择 也就是必须解决的上市前改制重组的遗留问题 是否收购没有纳入宝钢股份公司、但又与宝钢股份公司其他资产密切相关的三期资产？对此问题宝钢股份公司有三种方案。本文则在了解宝钢集团、宝钢股份、三期资产等相关资料的基础上，通过案例思考分析题的形式，探讨三种方案的优缺点及其可能会给宝钢股份公司带来的正负面影响。

背景资料

一、宝钢集团公司简介

上海宝钢集团公司是宝钢股份的惟一发起人，其前身为宝山钢铁（集团）公司。1998年11月17日经国务院批准宝山钢铁（集团）公司吸收合并上海冶金控股（集团）公司和上海梅山（集团）有限公司，并更名为上海宝钢集团公司。宝钢集团公司是国家授权投资机构和国家控股公司，目前是中国现代化程度最高的大型钢铁联合企业和最大的钢铁企业。主营钢铁产品、冶金矿产兼营煤炭、化工、电力、码头、仓储、运输等与钢铁相关的业务。其主体生产资产于1978年12月动工兴建。第一期工程于1985年9月建成投产第二期工

程于 1991 年 6 月建成投产，形成年产 671 万吨粗钢的能力 第三期工程自 1996 年年底开始陆续投产，已于 2001 年年底全部建成，2002 年全面投产。三期工程全部投产后 集团公司将形成年产粗钢 1 100 万吨的生产规模。

二、宝钢股份公司介绍

宝钢股份公司是 2000 年 2 月 经国家经贸委企改 (1999)1266 号文批准 由上海宝钢集团公司以主体资产中的一、二期工程及三期上游资产（原料加工和炼铁高炉）独家发起设立的。目前除 1550 冷轧外 其余三期项目均已先后建成并投入试生产，2000 年 12 月 12 日，以 4.9 元的价格成功上市。

宝钢股份的主要钢铁产品可分为三大类：(1) 冷轧板卷 包括普通冷轧板卷 热镀锌板卷，电镀锌板卷和彩图板卷；(2) 热轧板卷；(3) 无缝钢管；(4) 线材；(5) 半成品钢

坏。这些产品的工业用途包括汽车、家用电器、石油钻井管、石油天然气运输管、集装箱等。公司主要产品的内销比例大约为 82% 其余产品销往日本、韩国、东南亚、美国和欧洲等地。

宝钢股份不但在国内同行业中具有绝对竞争优势 而且具有国际竞争优势 具体表现为：(1)95% 以上的矿石原料选用优质进口矿石。(2)采用最先进的生产和管理技术。(3)经营成本及盈利水平 (EBIT-DA)国际领先。(4)营销策略——以客户为中心。(5)管理团队——行业内的精英。

在西方发达国家中，经济增长的动力主要来自于服务领域。为制造业服务的钢铁工业普遍被认为是个“夕阳行业”。而在中国 虽然从 1990 年到 1999 年，中国的钢材产量增长了 135% 但从人均数字来看，中国的钢材消费量仍然有相当大的增长空间。其中 汽车用钢的增长潜力巨大 因为在发达国家，汽车用钢占总钢材需求的 10% 以上，而目前国内汽车用钢只占钢材

总产量的 2% 另外 家用电器是另一个钢材需求潜力很大的行业。对于汽车用钢，宝钢三期工程的产品可以满足中国所有现有车型对钢材质量的要求。而对于家电用钢，国内只有宝钢和其他一两家大型钢厂能生产合格的家电用彩涂板，而且宝钢已占有该产品 66% 的客户。由此可以看出宝钢正成为中国钢铁工业的“朝阳企业”。

三、宝钢股份公司面临的困惑与选择

1. 宝钢与集团公司的关联交易与同业竞争

由于宝钢股份公司是 2000 年 2 月由上海宝钢集团公司以主体资产中的一、二期工程及三期上游资产（原料加工和炼铁高炉）发起设立的，所以根据公司的重组结构，公司与集团公司存在一系列关联交易：公司要从集团公司购买焦炭等产品，从集团公司租赁土地，国贸总公司还向公司提供原材料采购和产品销售的代理服务，公

公司向集团公司销售铁水 1999 年占公司销售收入的 13.7%)和水、电、气等。这些关联交易可能产生如下风险 : (1) 集团公司或国贸公司不能按时保质保量地提供有关产品和服务 ; (2) 关联交易价格不公允 , 损害本公司利益 ; (3) 集团公司拖欠公司货款 , 影响公司资金周转。此外 , 保留在集团公司的资产中有少量产品与本公司产品重叠 形成一定的竞争关系 同业竞争可能损害本公司利益。

2. 关于三期工程

宝钢的三期工程 (除了已进入股份公司的上游资产外) 包括 : 250 吨转炉—板坯连铸工程的设计能力为年产连铸板坯 288 万吨 ; 电炉—圆坯连铸工程的设计能力为年产圆(方)坯 96 万吨 ; 1580 热轧工程的设计能力为年产热轧卷 278.69 万吨 ; 1420 冷轧工程的设计能力为年产镀锡板卷和冷硬卷 72.28 万吨 ; 1550 冷轧工程的设计能力为年产冷轧卷、镀锌卷和电工钢板卷 140 万吨。预计三期工程可在 2001 年完

工,2002年可实现全面投产。

宝钢股份公司拥有对三期工程优先收购权。收购实施的时间由宝钢股份公司自行决定,而价格由双方谈判商定。在三期工程资产收购实施之前,三期工程资产将根据协议由上海宝钢集团公司委托宝钢股份公司管理。宝钢股份公司将向其母公司收取相当于毛利润的1%再加上数千万元的固定基本管理费。在三期工程的资产全部转入宝钢股份公司之后,宝钢集团将变成一个控股公司。

三期工程生产的产品档次和质量以及附加值比目前公司产品更高。预计三期工程的建成不但能使宝钢成为国内第一个年钢产量超过1 000万吨的企业,它还提供了足够的基础设施进一步扩大钢材产量及增进效益,而且收购后大部分关联交易将得以避免,部分同业竞争也将随三期工程的收购而不再存在。

但由于三期工程的大多数项目尚在建设之中,或刚刚建成尚处在设备功能考核

阶段 产量低 成材率低 消耗高 处于不获利状态。若选择在公司上市前强行将三期资产全部重组进入本公司，其价值可能难以获得资本市场的承认，所以公司决定若要收购三期工程 也要在上市后收购。

3. 宝钢上市后的重组选择

由于宝钢股份公司的盈利首先来自于提高现有产品的附加值，若用股票发行募集资金中的一部分对现有生产线进行技术改造（剩余部分将用于偿还部分银行贷款）不收购三期工程 也可以进一步提升产品档次 增强产品竞争力 况且收购三期工程需要宝钢股份公司支付 250 亿元的净资产价格。

于是公司管理层对是否收购三期工程 收购的时间、方式、价格以及收购后是否再投资进行决策，具体可供选择的方案有以下三种：

方案 A 维持现有生产规模 不收购三期工程，但改造部分产品项目。

方案 B 收购三期工程 但不进行新的

投资。

方案 C：收购三期工程并投资优化整体效益。

方案介绍

一、方案 A 优化现有产品结构 不收购三期工程也不追加投资

本方案主要考虑宝钢股份公司的赢利增长首先来自于提高现有产品的附加值。其核心内容是将本次股票发行募集资金中的 41.6 亿元投资于以下四个产品的改造项目（参见表 1），剩余部分将用于偿还部分银行贷款。

(1) 收购并投资建设宝钢集团的热镀锌机电镀锌生产项目，将现有的普通冷轧板深加工成汽车上的热镀锌及电镀锌板。

单位:万元

表 1

序号	总投资 金额	已投资 金额	待投资 金额	2000年 投资金额	2001年 投资金额	2002年 投资金额	预计投资 时间	内部 收益率
1	253 167	0	253 167	253 167	0	0	2001.7	14.39%
2	101 336	992	100 344	35 000	35 000	30 344	2002.12	14.06%
3	46 000	4 226	41 774	25 000	16 774	0	2001.12	15.00%
4	39 800	19 079	20 721	20 721	0	0	2001.12	13.30%
合计	440 303	24 297	416 006	333 888	51 774	30 344		

该项目预计总投资 25.3 亿元左右 用于建设一条热镀锌机组和一条电镀锌机组，其产品面向汽车用板，以满足国内汽车行业对电镀锌板的需求。预计整个项目投资回报率为 14.39%，投资回收期为 8.64 年。本项目已经国家发展计划委员会（1999）941 号文和（2000）137 号文批准。

(2) 汽车用板生产设备系统改造，总投资 10.1 亿元。本项目主要对现有汽车板整体生产线的铁水预处理、钢水精炼、热轧、冷轧和精整等环节进行系统改造。改造后，轿车板质量可以达到国际先进实物质量水平，预计新增销售收入 2.2 亿元 新增利润 1 亿元，投资收益率 14.6% 投资回收期 9.42 年。本项目可行性研究已经国家经济贸易委员会国经贸投资（2000）264 号文批准。

(3) 在 2030 冷轧厂增配一条年产 75 万吨的热轧酸洗涂油板机组及精整检测设施，将热轧板深加工为酸洗热轧板。总投资为 4.6 亿元。本项目拟改造后，可解决

我国热轧酸洗涂油板卷短缺的问题，从而替代进口。预计改造后可新增利润 7 925 万元 投资回报率 15% 投资回收期 7.42 年。本项目可行性研究已经国家经济贸易委员会国经贸投资 (2001)31 号文批准。

(4) 一炼钢增建 2 号 RH 真空脱气装置 总投资 3.98 亿元。该项目将从国外引进真空排气系统、顶枪系统、钢宝液压顶升装置和钢水脱硫装置等，并增加一套年处理钢水能力 204 万吨的 RH 真空脱气装置。预计投资回报率 13.3% 回收期 7.2 年。本项目可行性研究已经国家经济贸易委员会国经贸改 (1998)232 号文批准。

(一) 本方案的盈利预测

当股份公司不收购三期资产时，2000 年全年的主营业务收入可望比上年提高 7%。成本方面，随着亚洲地区钢材需求的回升，铁矿石的价格也变得坚挺。但测算表明 即使 2002 年年底的铁矿石价格比年初上涨 10% 全年的平均价格仍将与 1999

年的价格大致相当。2002 年废钢的价格与上年基本持平。

由于没有明显的成本上升的压力，公司 2000 年的利润可望进一步提高。净利润值可望比上年增长 24%。

从 2001 年开始 原先由宝钢股份采购再销售给集团公司的焦煤改由集团自己购买。此项变化使宝钢股份当年的销售额比 2000 年减少约 20 亿元，但对利润的影响不大。

钢材价格的下滑将使 2001 年的利润率受到一定压力，但预计公司可以通过降低采购和生产成本使净利润基本与 2000 年持平。

由于募集资金投资的项目投产，2002 年的主营业务收入和净利润将分别有 8% 和 4% 的增长 分别达到 297 亿元和 29.4 亿元。由于产能的限制，公司在 2002 年以后的增长将非常有限（见表 2）。

表 2 A 方案的盈利预测结果及财务状况 单位:千元

方案 A: 现有资产	主营业务收入	净利润	每股收益 (元)	净资产 收益率	投资 回报率	资产 负债率
2000E	30 706 451	2 817 796	0.23	12%	9%	40%
2001E	27 545 584	2 832 880	0.23	11%	8%	33%
2002E	29 730 093	3 083 961	0.25	11%	9%	27%
2003E	30 982 260	3 127 678	0.25	10%	9%	21%
2004E	31 097 200	3 129 438	0.25	10%	9%	16%
2005E	31 393 215	3 144 684	0.25	9%	9%	15%
2006E	31 534 363	3 134 658	0.25	9%	9%	15%
2007E	31 534 363	3 153 659	0.25	9%	8%	15%
2008E	31 534 363	3 131 246	0.25	9%	8%	15%
2009E	31 534 363	3 151 883	0.25	9%	8%	14%
2010E	31 534 363	3 174 977	0.25	9%	8%	14%
年复合增长率	0.27%	1.20%	1.20%			

(二) 财务状况

过去宝钢股份公司的资金主要来自于国有银行的贷款。到 1999 年年底 宝钢股份公司的债务达到 194 亿元，为总资产的 54%。由于存在大量的短期贷款，宝钢股份公司的流动比率为 0.73。流动资产低于流动负债。

虽然负债率大大高于行业平均水平，但宝钢股份公司充足的经营现金流保证了利息的支付。1999 年的息税折旧前利润的利息覆盖倍数为 3 倍以上。

2000 年下半年公司的财务指标将明显改善。到年底，资产负债率下降到 40% 流动比率上升为 1.55。到 2001 年年底 这两项指标进一步改善为 33% 和 3.17。

二、方案 B：收购三期工程但不追加投资

三期全部工程预计将于 2000 年年底

建成,2001 年年底达到设计生产能力。本方案考虑在这一工程建成后,由宝钢股份公司全面收购三期资产,这样宝钢股份公司的产量和产品的档次又可以向前迈进一大步。从规模上看,届时宝钢将成为国内首家粗钢年产量超过 1 000 万吨的钢铁企业,在全球钢铁行业中排名第七。从品种来看,宝钢不但会扩大普通冷轧和热轧板的生产能力,并将有能力生产现在生产不了的家用电器和高档小轿车用的冷轧薄板。这些产品的利润率也会高于股份公司现有的产品。

收购三期资产的时间和价格将由股份公司董事会及股东大会决定,收购价格应能够使公司每股收益提高,但不低于国有资产管理部确认有效的收购价格。从对现金预测的分析,认为如果三期资产的收购价格接近净资产值时,宝钢届时会有足够的现金来收购三期资产,即不用增发新股。

若收购三期资产但不做后期投资时,

宝钢股份公司将于 2002 年以 250 亿元的价格一次性收购三期资产，这里假设收购资金来自于公司的经营现金积累和银行贷款。此次收购将使公司在 2002 年新增加短期贷款约 150 亿元。但当年的资产负债率仍然在合理范围之内，为 48%。公司充足的经营现金流完全可以保证利息的支付，利息保证倍数维持在 7 倍以上（见表 3）。

收购三期资产将使公司的生产能力明显增加 在 2003 年总的坯材产量将达到 1 038 万吨。公司的主营业务收入从 2002 年的 313 亿元增长到 2004 年的 350 亿元，每股收益达到 0.30 元。

三、方案 C 追加投资 优化整体效益

由于在三期工程完工后，宝钢股份的整体效益还有很大的上升空间，为了充分发挥股份公司的最优效益，本方案考虑追加投资，优化整体效益。其增值潜力大致