

唐钢股份(000709)

唐钢邯钢承钢合并方案出台

✍ 崔靖怡 蒋璆
 ☎ 021-38676539 021-38676676
 ✉ cuijingyi@gtjas.com jiangqiu@gtjas.com

事件:

- 为将钢铁主业做大做强,河北钢铁集团拟将下属三家上市公司(唐钢股份(000709),邯钢钢铁(600001)和承德钒钛(600357))整合构建统一的资本市场平台,逐步实现钢铁主业整体上市。
- 具体方案为唐钢股份通过换股吸收合并邯钢钢铁和承德钒钛。其中邯钢钢铁与唐钢股份的换股比例为 1:0.775,承德钒钛与唐钢股份的换股比例为 1:1.089。吸收合并完成后,邯钢钢铁和承德钒钛将注销法人资格,其全部资产、负债、权益、业务和人员并入唐钢股份。
- 为充分保护异议股东的合法权益,唐钢股份异议股东可以要求唐钢股份按照合理价格回购其所持异议股份。河北钢铁集团或其关联企业将向邯钢钢铁和承德钒钛的异议股东提供现金选择权,向邯钢钢铁异议股东提供的现金选择权价格为 4.10 元/股,向承德钒钛异议股东提供的现金选择权价格为 5.76 元/股。

评论:

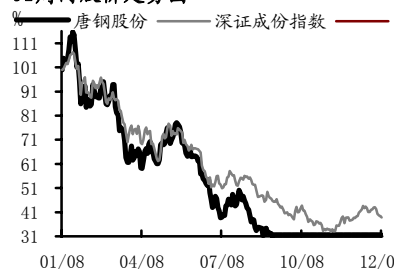
- 三家公司自 9 月 5 日起停牌,历经近 4 个月筹划,合并方案预案终于浮出水面。从方案本身来看,三家上市公司全部整合至唐钢股份显然非常符合公司和集团的长远利益。合并之后的唐钢股份粗钢产量将由 1084 万吨增加至 2086 万吨,拥有线棒材、带钢、热轧板、冷轧板、中厚板、含钒钢材以及钒钛等多系列产品,产品规模、品种得到扩大和完善,将成为继宝钢股份之后国内第二大钢铁上市公司。更为重要的是,合并后的唐钢股份作为河北钢铁集团唯一的上市平台,将逐步获得集团大量优质钢铁主业资产的注入(见表 1),实现跨越式增长,公司竞争力将不断加强。
- 合并之后的唐钢股份收入、利润和资产规模都大大增加,但由于邯钢钢铁和承德钒钛现阶段盈利能力都低于唐钢股份,直接合并后对唐钢股份盈利摊薄非常明显(见表 2),需要逐步理顺内部管理、生产、销售体系,充分发挥出协同效应才能实现长期效益的增长。
- 我们将公司的换股吸收合并方案与今年年内出台的另外三家上市公司的换股方案进行对比(见表 3),公司方案并未在换股时给予被合并方或盈利被摊薄方一定的风险溢价,也没有吸收合并的同时注入集团其他资产以增厚收益。对于三家公司的流通股东来说,公司的方案除了使河钢集团整体上市的步伐更进一步外,并没有给投资者带来短期实实在在的好处。
- 另外,由于邯钢钢铁早已跌破净资产,按照三季报每股净资产 4.42 元计算,如果换股价为 4.10 元,则说明唐钢股份将以低于净资产 7% 的价格收购邯钢钢铁股份,这使得邯钢钢铁的股东利益难以得到有效保障。
- 综合以上原因,我们认为该预案虽然利好公司长期发展,但很难完全满足当前各方面股东的利益诉求,我们对该预案能否通过股东大会审议持谨慎态度。鉴于目前整个钢铁行业基本面未有明显好转,公司仍处于盈利低谷,我们维持对唐钢股份、邯钢钢铁、承德钒钛的“中性”评级,暂时不予推荐。

评级: 中性
 上次评级: 中性
 目标价格: ¥4.00
 上次预测: ¥4.00
 当前价格: ¥4.10
 2008.12.30

交易数据

52 周内股价区间 (元)	4.28 ~ 28.50
总市值 (百万元)	16,499
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,626/1,770
流通 B 股/H 股	
流通股比例	48.8%
日均成交量 (百万股)	11.8
日均成交值 (百万元)	161.5

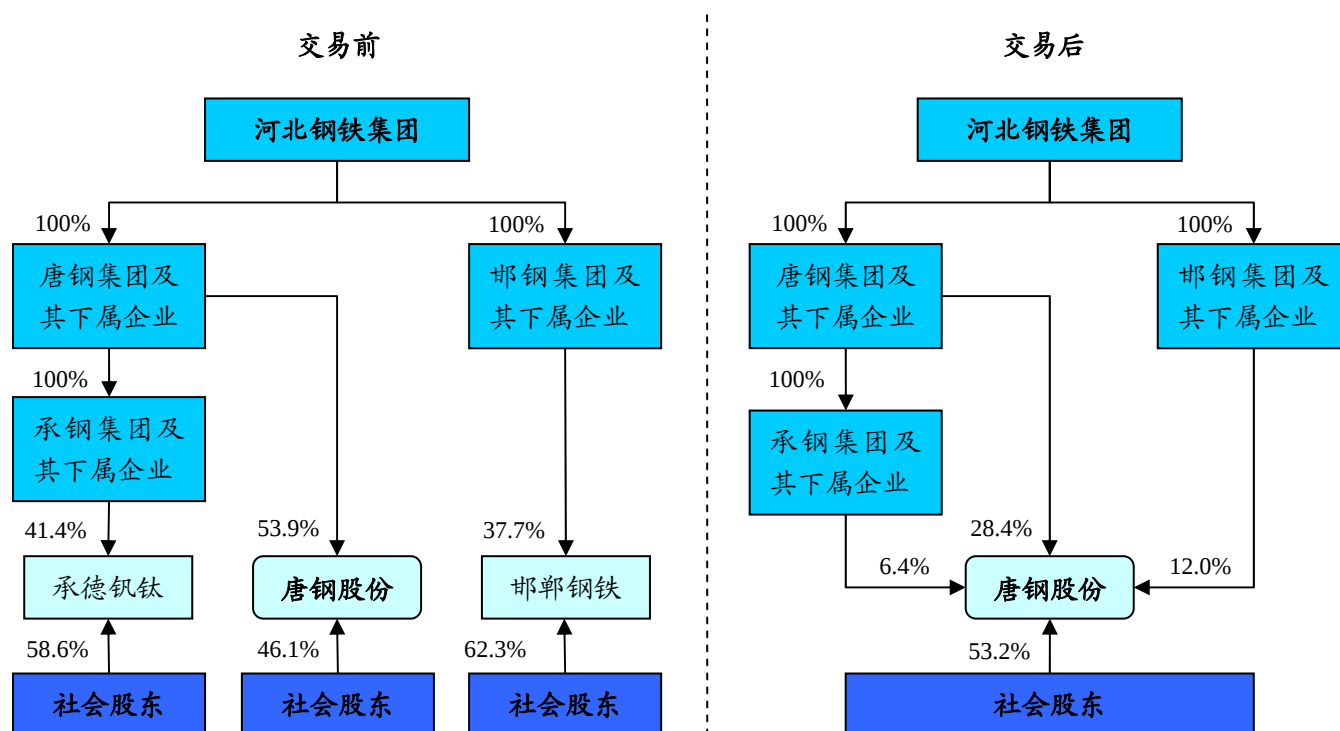
52 周内股价走势图



相关报告

难逃行业冬季 业绩环比大幅缩水
 (08.10.30)

图 1、换股合并方案前后股本变动情况



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所

表 1、河北钢铁集团其他钢铁相关资产

公司名称	控股比例	相关业务	产能情况
宣化钢铁集团有限责任公司	100%	线棒材，热轧带钢	2007 年产能：铁 650 万吨、钢 600 万吨、钢材 650 万吨
唐山不锈钢有限责任公司	71.25%	不锈钢，普钢	铁 265 万吨、钢 300 万吨、材 300 万吨（其中不锈钢 60 万吨）
舞阳钢铁有限责任公司	53.12%	中厚板	300 万吨钢、260 万吨宽厚板
舞阳新宽厚板有限责任公司	12.5%	中厚板	
邯宝钢铁有限公司	50%	精品板材	一期年产 460 万吨热轧板卷
青岛邯钢彩涂板有限责任公司	39.78%	彩涂板	一期 12 万吨彩涂板，二期 20 万吨镀锌板、10 万吨彩涂板
邯钢衡水薄板有限责任公司	19.98%	冷轧薄板，涂镀板	年产钢材 60 万吨
河北钢铁集团矿业有限公司	100%	铁矿采选、加工	现有铁矿石资源储 10.37 亿吨，规划铁矿石资源储量 46.26 亿吨。目标到“十二五”末，形成 3000 万吨铁精粉生产能力

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所

表 2、合并前后公司主要财务指标变化（2008 年半年报数据，单位：亿元）

	合并前			合并后 唐钢股份	变化情况
	唐钢股份	邯郸钢铁	承德钒钛		
资产总额	417	265	174	857	105.5%
负债总额	287	144	136	567	97.4%
归属于母公司股东的所有者权益	119	122	37	277	133.4%
营业收入	305	183	101	589	93.0%
归属于母公司股东的净利润	17.01	5.55	2.33	24.89	46.4%
每股收益	0.47	0.20	0.24	0.36	-22.8%
每股净资产	3.27	4.32	3.74	4.03	23.1%
净资产收益率	14.3%	4.6%	6.4%	9.0%	-37.3%
资产负债率	68.9%	54.1%	78.0%	66.2%	-2.7%

数据来源：公司公告

表 3、2008 年部分上市公司的换股吸收合并方案比较

合并方	攀钢钢钒 000629	云天化 600096	盐湖钾肥 000792	唐钢股份 000709
被合并方	长城股份 000569 攀渝钛业 000515	*ST 马龙 600792 云南盐化 002053	ST 盐湖 000578	邯郸钢铁 600001 承德钒钛 600357
换股比例	攀渝钛业换股比例 1: 1.78, 长城股份换股 比例 1: 0.82	ST 马龙换股比例 1: 0.35, 云南盐化换 股比例 1: 0.51	ST 盐湖换股比例为 3: 1	邯郸钢铁换股比例 1: 0.775, 承德钒钛换 股比例 1: 1.089
换股溢价	给予两家换股股东 20.79%的风险溢价	给予 ST 马龙股东溢价 10%, 给予云南盐化股 东溢价 20%。	给予盐湖钾肥股东的 溢价比例为 18.66%。	无溢价
现金选择权范围	未选择换股的全部社会 股东	股东大会投反对票的 异议股东	股东大会投反对票的 异议股东	股东大会投反对票的 异议股东
现金选择权价格	第一次现金选择权: 攀钢 钢钒 9.59 元/股, 攀渝钛 业 14.14 元/股, 长城股 份 6.50 元/股。 第二次现金选择权: 攀钢 钢钒 10.55 元/股, 攀渝 钛业和长城股份 8.73 元/ 股 (扣除换股溢价)。	ST 马龙现金选择权价 格为每股 19.67 元, 云南盐化现金选择权 价格为每股 26.17 元。	ST 盐湖现金选择权价 格 33.02 元/股。	邯郸钢铁现金选择权 价格为 4.10 元/股, 承德钒钛现金选择权 价格为 5.76 元/股。
现金选择权距现 价 (12.30) 差距	4-5%	160-190%	24%	16-19%
是否同时注入集 团其他资产	是	是	无	无
方案进度	12 月 26 日已获证监会批 文。	11 月 8 日董事会公告 交易预案, 尚未召开股 东大会审议。	12 月 26 日董事会公告 交易预案, 尚未召开股 东大会审议。	12 月 30 日董事会公告 交易预案, 尚未召开股 东大会审议。

数据来源：国泰君安证券研究所

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼
邮政编码: 518029
电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com