

唐钢股份(代码 000709.SZ)

整合成功概率增加+估值体系提升

——唐钢股份调研报告

马涛

86-10-5836 2789

horsewave@163.com

核心观点:

- 良好的产品结构---逆势中保持盈利
- 市场化的经营战略---高价原料库存压力不大
- 当前股价高于换股价---整合方案通过的概率增加
- 估值体系提升---公司上涨空间犹在

投资要点:

● 良好的产品结构---逆势中保持盈利

公司产品覆盖长材和板材,其中螺纹、线材比例约占三分之一强。良好的产品结构有助于公司根据下游需求的冷暖及时调整生产计划,在弱势需求的背景之下保持了较高的产能利用率。

● 市场化的经营战略---高价原料库存压力不大

针对高价原料库存的压力,公司从8月份就开始调整经营和生产的战略,将降低库存、加快资金周转作为工作的重中之重。一方面压缩原料采购的资金,停止硅锰合金、生铁和废钢的外采,控制焦炭、焦煤等原燃物料进货量,另一方面与供应商沟通,根据生产以及经营的需要有效的调控采购节奏,将以往17天左右的库存量采购标准调低为10天左右。

通过上述措施,公司有效的减缓了高价原料库存对于经营的压力,同时盘活了资金,保证了公司四季度经营业绩不亏损的难得局面。

● 当前股价高于换股价---整合方案通过的概率增加

但伴随A股的触底反弹,河北钢铁旗下的三家公司股价均大幅上涨,截至2月16日,唐钢股份、邯郸钢铁、承德钒钛的股价分别达到6.29元、4.84元、8.05元,已经远高于整合方案中提及5.76元、3.76元、5.50元的换股价(现金选择权)。因此我们认为现金选择权的行使可能性已经微乎其微,该方案通过的概率大大增加。

● 估值体系提升---公司上涨空间犹在

之前我们对于公司6.00元的目标价已经达到,鉴于目前公司整合的可能性逐步增强,公司应享受到更高的溢价。同时目前整个经济环境环比出现好转,钢铁行业最差的时候正在过去,高流动性也将使得A股在一段时间内看好,公司股价将享受到整个估值体系提升所带来的上涨,因此我们给予公司2.6倍PB,上调目标价至8.87元,维持公司“买入”评级。

财务摘要(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	30,185	41,792	58,750	58,505	60,942
(+/-)%	24%	38%	41%	0%	4%
经营利润(EBIT)	2321	3508	4433	2822	2855
(+/-)%	20%	51%	26%	-36%	1%
净利润	1421	2145	2089	1676	1896
(+/-)%	25%	51%	-3%	-20%	13%
每股净收益(元)	0.63	0.95	0.58	0.46	0.52
每股股利(元)	0.35	0.43	0.25	0.22	0.35

利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率(%)	11.40%	11.55%	22.00%	8.45%	8.28%
ROE(%)	14.60%	17.89%	12.54%	9.51%	10.00%
ROIC(%)	8.98%	11.21%	8.76%	6.53%	6.34%
PE	9.92	6.57	10.80	13.46	11.90
PB	1.45	1.18	1.35	1.28	1.19
EV/EBITDA	4.98	4.20	5.70	5.56	4.92

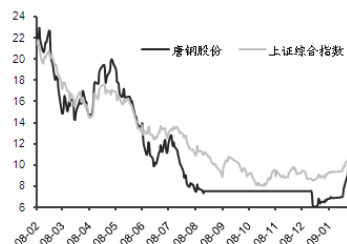
评级: 买入

目标价格: ¥8.87

上次预测: ¥6.00

当前价格: ¥5.15

2009.1.16



公司简介

国内十大钢铁企业之一,产品质量极具竞争力,产能规模达到1200万吨。产品覆盖长材、热轧板、冷轧板、中厚板等产品。

相关报告

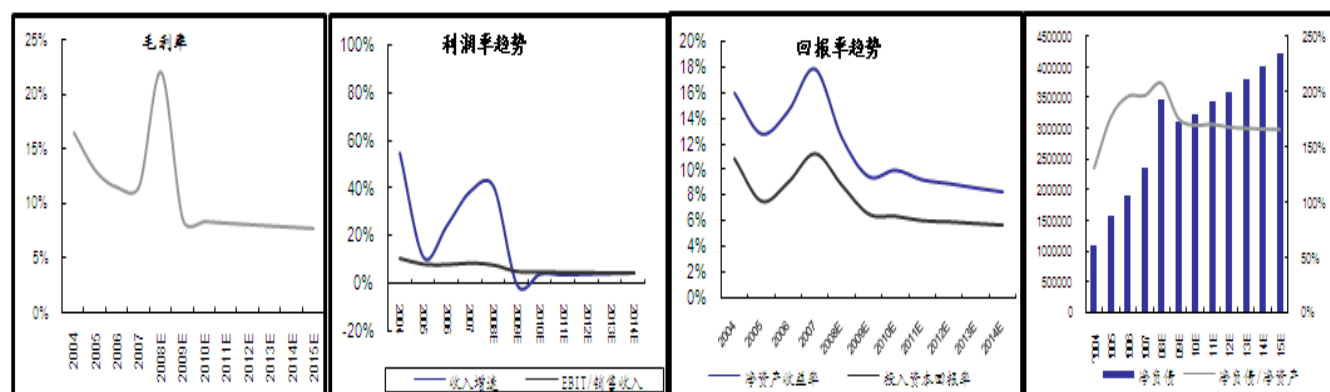
- 《百亿利润,硅钢托起-武钢股份投资价值报告》
- 《冬天里的火种-鞍钢股份投资价值报告》
- 《钢价面临持续调整-钢铁行业四季度策略报告》
- 《在震荡中前行-2009年钢铁行业策略报告》
- 《在路上-宝钢股份投资价值报告》

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	5459	5065	8813	11239	13328	营业收入	30185	41792	58750	58505	60942
应收票据	3455	3728	6438	4809	5009	营业成本	26745	36967	51983	53559	55898
应收账款	82	58	209	128	175	营业税金及附加	158	145	308	292	288
预付款项	725	2039	2559	3094	3653	销售费用	80	113	144	143	149
其他应收款	105	165	470	439	395	管理费用	883	1058	1882	1689	1752
存货	3870	6935	14242	10272	9954	财务费用	331	463	671	606	347
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	15	-14	1000	0	0
长期股权投资	179	663	663	663	663	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	11743	14036	14364	14487	14452	投资收益	10	-8	0	0	0
在建工程	1279	1864	2182	2146	2160	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	1418	451	451	451	451	营业利润	1986	3051	2763	2217	2508
无形资产	224	236	232	227	222	营业外收支净额	-38	113	0	0	0
长期待摊费用	1	0	0	0	0	税前利润	1948	3165	2763	2217	2508
资产总计	28831	35614	50842	48174	50682	减：所得税	538	739	691	554	627
短期借款	3523	5025	6480	0	0	净利润	1409	2426	2072	1662	1881
应付票据	1369	2049	2136	2935	3063	归属于母公司的净利润	1421	2145	2089	1676	1896
应付账款	2623	2445	2136	2641	2450	少数股东损益	-12	281	-17	-13	-15
预收款项	4067	4108	6097	7632	8873	基本每股收益	0.63	0.95	0.58	0.46	0.52
应付职工薪酬	757	596	596	596	596	稀释每股收益	0.63	0.95	0.58	0.46	0.52
应交税费	472	450	450	450	450	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	794	1920	1920	1920	1920	成长性					
其他流动负债	0	12	29	29	32	营收增长率	24.1%	38.5%	40.6%	-0.4%	4.2%
长期借款	4279	3714	3714	3714	3714	EBIT增长率	20.5%	51.2%	26.4%	-36.3%	1.2%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	25.3%	50.9%	-2.6%	-19.8%	13.1%
负债合计	19095	23622	34654	31012	32192	盈利性					
股东权益合计	9736	11992	16653	17626	18955	销售毛利率	11.4%	11.5%	22.0%	8.5%	8.3%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	4.7%	5.1%	3.6%	2.9%	3.1%
净利润	1409	2426	2072	1662	1881	ROE	14.6%	17.9%	12.5%	9.5%	10.0%
折旧与摊销	1308	1711	1858	2028	2199	ROIC	8.98%	11.21%	8.76%	6.53%	6.34%
经营活动现金流	4464	1421	-4485	12311	5162	估值倍数					
投资活动现金流	-3078	-3937	-2500	-2110	-2173	PE	9.9	6.6	10.8	13.5	11.9
融资活动现金流	-866	2115	10732	-7774	-900	P/S	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
现金净变动	520	-400	3747	2427	2089	P/B	1.4	1.2	1.4	1.3	1.2
期初现金余额	4939	5459	5065	8813	11239	股息收益率	0.0%	2.7%	1.5%	3.1%	2.4%
期末现金余额	5459	5059	8813	11239	13328	EV/EBITDA	5.0	4.2	5.7	5.6	4.9

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	350850	443312	282226	285513	280239	286158	289837	293328	299447	304673	311339
所得税	81883	110828	70557	71378	70060	71540	72459	73332	74862	76168	77835
NOPLAT	167924	268967	332484	211670	214135	210179	214619	217377	219996	224585	228505
营运资金净变动	129128	-319722	-924024	801500	73477	105706	9015	81844	54576	59232	58461
资本支出	-191037	-250000	-211013	-217350	-226121	-218161	-220544	-221609	-220105	-220752	-220822
自由现金流	-70667	-655729	1004965	290174	327184	260285	350920	342697	370907	390880	414807

WACC	8.2%	Ke	11.4%
永续增长率	1%	Kd	5.8%
终值	205273.8	t	25%
企业价值	6158002.6	Rf	4%
非核心资产价值	1454102.6	E(Rm)	0.11
债务价值	2128702.37	Rm - Rf	7%
股权价值	4029300.2	D/A	48.6%
股本	362607.88	E/A	51.4%
每股价值	11.11	Beta	1.06

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	7.98%	10.61	11.09	11.65	12.29	13.03
	8.48%	9.80	10.21	10.68	11.21	11.82
	8.98%	9.09	9.44	9.83	10.28	10.79
	9.48%	8.45	8.75	9.08	9.46	9.89
	9.98%	7.87	8.13	8.42	8.75	9.11
	10.48%	7.36	7.58	7.83	8.11	8.42
	10.98%	6.89	7.09	7.31	7.54	7.81



事件:

近期,我们走访了唐钢股份,与公司总会计师及董秘就公司目前的生产经营情况进行了交流。

调研结论:

我们依然维持08年12月30日对于公司“买入”的评级,鉴于我们在《重组奠定公司龙头地位》报告中所预计的6.00元的目标价已经达到,结合目前A股估值体系的提升以及政策对于并购重组的扶持,我们修正对于公司的目标价至8.87元。

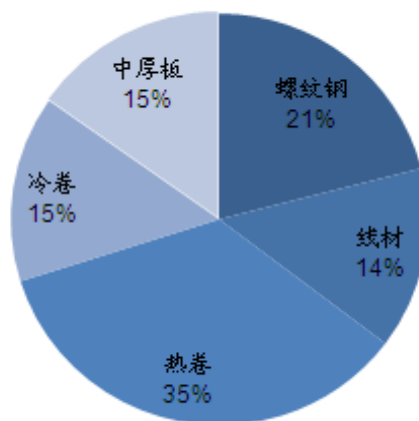
市场对于唐钢的看点,我们认为主要聚焦于整合方案的实施以及公司未来的盈利能力,基于此,我们将从以下五个方面简述我们看好公司的理由:

1. 良好的产品结构---逆势中保持盈利

公司产品覆盖长材和板材,其中螺纹、线材比例约占三分之一强。良好的产品结构有助于公司根据下游需求的冷暖及时调整生产计划,在弱势需求的背景之下保持了较高的产能利用率。

图 1: 公司产品结构比较 (2008 年上半年)

唐钢08年上半年品种结构



数据来源: 公司公告 渤海证券研究所

与公司总会计师及董秘交流得知,在钢铁行业最为困难的08年四季度,公司充分发挥产品结构的优势,根据订单的需要动态调整长材和板材的比例(压缩板材的产量,增产需求较为稳定的长材产品),使得公司保持了相对竞争对手较高的产能利用率,从而在08年四季度经营未出现亏损,成为在逆势中仍然保持盈利的少数钢铁公司之一。

2. 市场化的经营战略---高价原料库存压力不大

公司处于奥运关联区域，在奥运期间环保、运输等方面均受到一定的限制，因此公司出于保证正常生产的需要，在08年3季度形成了高于正常值的原料库存。08年下半年意料之外的原料价格跳水，使得高价原料库存成为公司经营的巨大包袱。

针对危机，公司从08年8月份就开始调整经营和生产的战略，将降低库存、加快资金周转作为工作的重中之重。一方面压缩原料采购的资金，停止硅锰合金、生铁和废钢的外采，控制焦炭、焦煤等原燃物料进货量，另一方面与供应商沟通，根据生产以及经营的需要有效的调控采购节奏，将以往17天左右的库存量采购标准调低为10天左右。

通过上述措施，公司有效的减缓了高价原料库存对于经营的压力，同时盘活了资金，保证了公司四季度经营业绩不亏损的难得局面。

虽然公司经营战略较为灵活，但正如其他钢铁公司一样，存货的减值准备计提仍将存在，公司08年三季末存货高达105.36亿元，较期初上涨51.95%，据我们测算，公司计提减值准备大约在8亿元左右。

3. 高分红---凸显长期投资价值

高分红是公司一直以来的经营风格，即使在上轮钢铁行业低谷2005年也不例外。公司承诺最近三年以现金方式累计分配的利润，不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。

图 2：公司历年来分红率比较

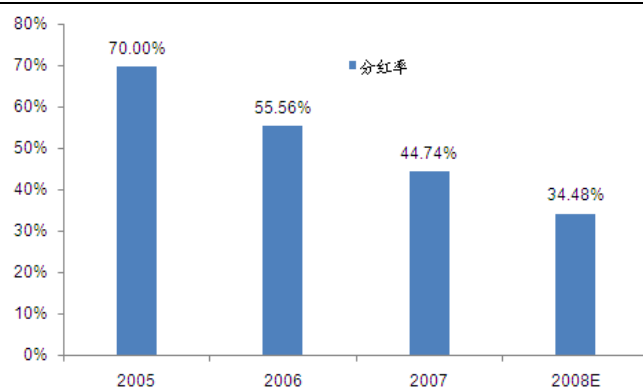
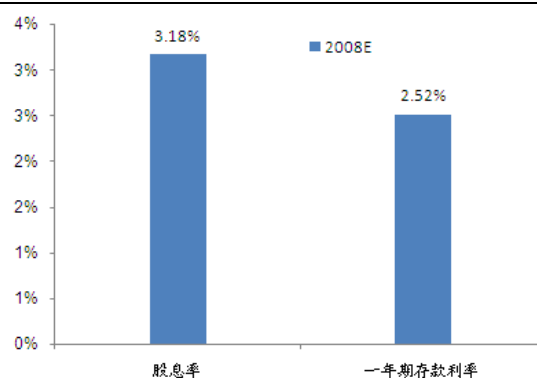


图 3：公司 08 年股息率预测



数据来源：渤海证券研究所

08年虽然受到年末计提减值准备的影响，但全年依然保持了较高的盈利能力，据我们测算公司08、09年EPS分别为0.58元、0.46元，按照2月16日的收盘价6.29元计算，公司股息率仍然高于同期银行存款利率，因此在目前经济下滑的阶段，公司长期投资价值凸显。

4. 当前股价高于换股价---整合方案通过的概率增加

之前整合方案所规定的现金选择权高于当时股价，因此投反对票继而行使现金选择权成为大多人的选择，反对票的过于集中则导致该方案最终通过的概率极低，这也是大家对于整合方案不看好的理由之一。

但伴随A股的触底反弹，河北钢铁旗下的三家公司股价均大幅上涨，截至2月16日，唐钢股份、邯郸钢铁、承德钒钛的股价分别达到6.29元、4.84元、8.05元，已经远高于整合方案中提及5.76元、3.76元、5.50元的换股价（现金选择权）。因此我们认为现金选择权的行使可能性已经微乎其微，该方案通过的概率大大增加。

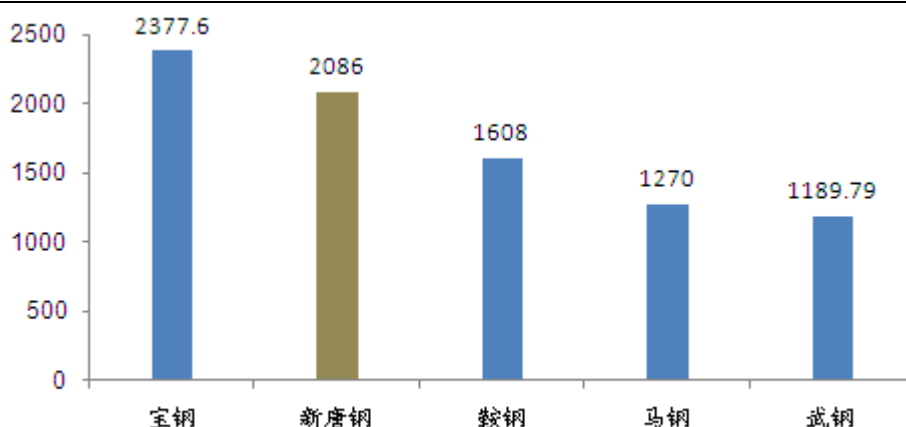
若整合方案顺利通过，则唐钢股份将成为河北钢铁集团钢铁产业的唯一上市平台，后续集团剩余钢铁资产将在三年内逐步注入，届时唐钢股份将成为钢铁行业的新龙头。

表1：河北钢铁集团非上市钢铁资产

公司名称	控股比例	产品	产能
宣化钢铁集团有限责任公司	100%	线棒材，热轧带钢	钢 600 万吨、材 650 万吨
唐山不锈钢有限责任公司	71.25%	不锈钢，普钢	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	钢 300 万吨、260 万吨宽厚板
舞阳新宽厚板有限责任公司	12.50%	中厚板	
邯宝钢铁有限公司	50%	精品板材	500 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	60 万吨
首钢京唐钢铁联合有限责任公司	49%	热轧、冷轧、彩涂	1000 万吨
河北钢铁集团矿业有限公司	100%	铁矿采选、加工	储量 10.37 亿吨，铁精粉产量 3000 万吨（“十二五”末）

数据来源：渤海证券研究所

图 4：国内主要钢铁上市公司粗钢产量（2007 年）



数据来源：公司公告 渤海证券研究所

河北钢铁集团的整合由河北省政府主导，在人、财、物等方面均给予大力支持。目前集团管理层已经确立，政府赋予管理层在集团内部绝对的人事权，因此有利于公司重组工作的推进。目前河北钢铁集团旗下国贸公司、矿业公司整合工作已经初步完成，集团销售总公司也已经挂牌成立，因此上市公司的整合大势所趋，我们对于政府整合河北钢铁集团的决心以及整合的速度抱有绝对的信心，重组方案仅是实现重组的一个环节，即使目前的方案不被通过，那么我们依然坚信会有更合适的方案推出以促进重组的顺利进行，因此我们看好唐钢股份的长期价值。

5. 估值体系提升---公司上涨空间犹在

随着宏观经济走势预期的向好以及信贷高速增长所带来的高流动性，A股在几个月内快速反弹，估值体系得到提升，钢铁股09年以来，上涨幅度明显。

但从52周的统计来看，钢铁股的走势仍然落后于大盘，而唐钢股份的走势虽强于行业但仍弱于大盘，后期上涨空间犹存。

图 5：钢铁股与大盘走势对比

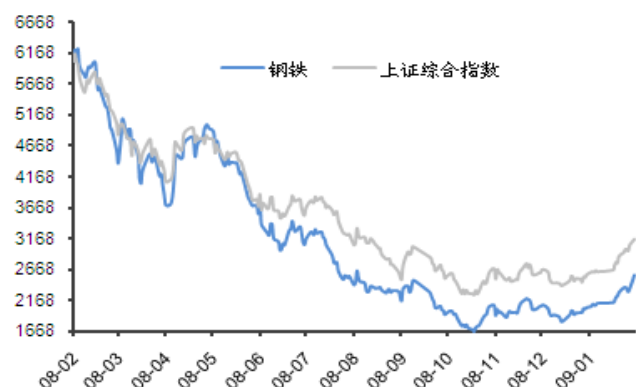
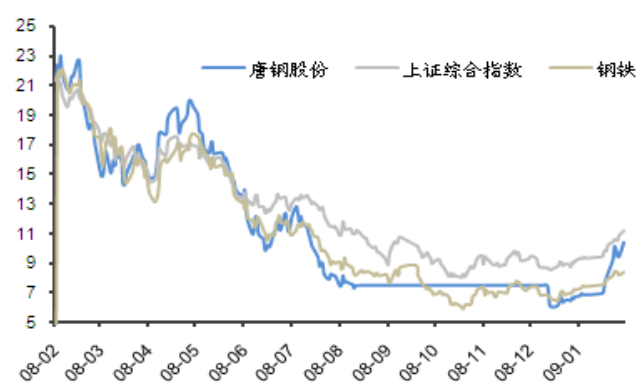
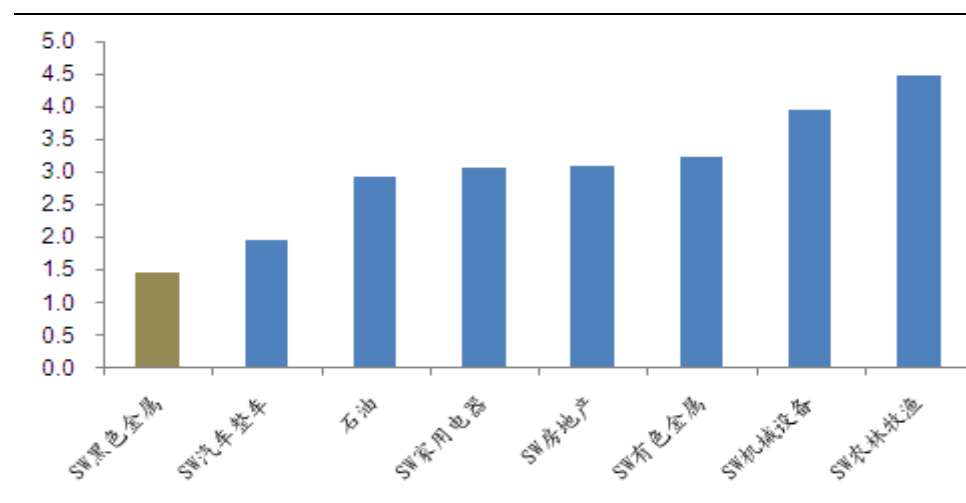


图 6：唐钢股份与大盘走势比较



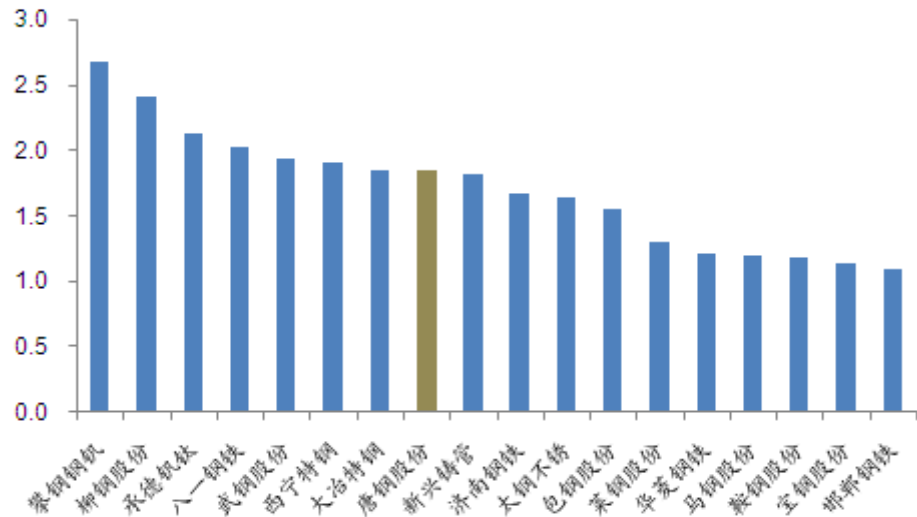
资料来源：Wind 渤海证券研究所

图 7：主要行业 PB 比较



数据来源：渤海证券研究所

图 8: 主要钢铁公司 PB 比较



数据来源: 渤海证券研究所

在国家各项支持政策的出台后, A 股也迎来了大幅上涨, 当然这波上涨既有实体经济恢复所带来的预期改变, 又与高流动性密不可分, 但我们始终认为之前的股价暴跌夸大了经济下滑的程度, 因此目前的上涨属于价格的理性回归, 在目前整个估值体系有所提高的背景之下, 公司股价的未来可以期待。

之前我们对于公司 6.00 元的目标价已经达到, 鉴于目前公司整合的可能性逐步增强, 公司应享受到更高的溢价。同时目前整个经济环境环比出现好转, 钢铁行业最差的时候正在过去, 高流动性也将使得 A 股在一段时间内看好, 公司股价将享受到整个估值体系提升所带来的上涨, 因此我们给予公司 2.6 倍 PB, 公司合理股价 8.87 元, 目前公司股价仅为 6.29 元, 维持公司“买入”评级。

图 9: 唐钢股份 PE Band

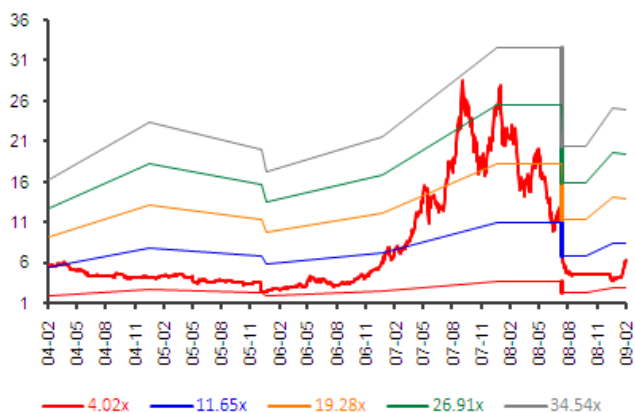
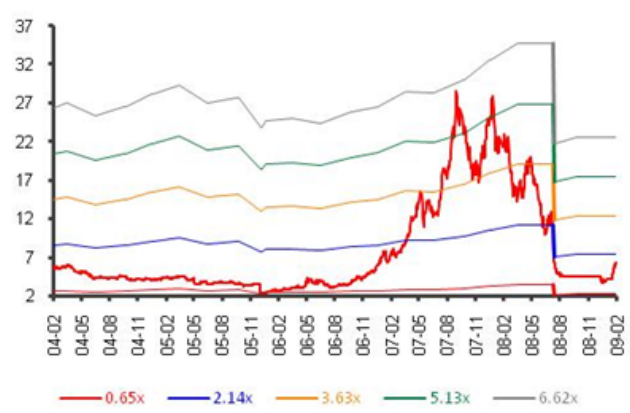


图 10: 唐钢股份 PB Band



数据来源: 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 5、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我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担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766	有色行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	机械行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1977	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	宏观策略研究员 黄锋 +86 22 2845 1131
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 197	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	
金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站: 资本市场制度创新研究 张超博士 +86 22 8837 0826		私募股权基金研究 黄亚玲博士	

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn