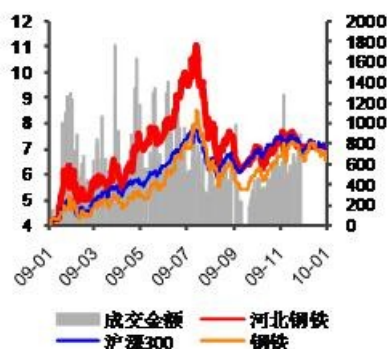


钢铁行业

公司股价走势



资料来源: Wind 资讯、财通证券研究所

相关个股比较:

证券简称	产量	吨钢市值
宝钢股份	2281	6042
河北钢铁	1939	2517
鞍钢股份	1498	5868
武钢股份	1411	3983
马钢股份	1285	2757
华菱钢铁	990	1839

公司产品构成:

	合并前 唐钢股份	合并后 河北钢铁
螺纹钢	209	288
线材	131	191
热轧板	321	459
冷轧板	160	266
中厚板	136	314
含钒钢	0	371
其他	50	50
合计	1007	1939

财通证券研究所
 钢铁行业研究员
 姓名: 李永良
 电话: 0571-87620715
 Email: lyl@ctsec.com

河北钢铁 (000709)

整合收官, 唐钢股份更名河北钢铁

投资要点:

■ 钢铁行业区域内整合的典范

此次整合是以唐钢股份换股吸收合并邯郸钢铁和承德钒钛的方式进行, 邯郸钢铁与承德钒钛的换股比例分别为 1: 0.775、1: 1.089。重组完成后, 作为存续公司, 新唐钢 (河北钢铁) 共计新增股份 32.51 股至 68.77 亿股。此次合并有效地实现了区域内产业整合, 提升了公司的长期竞争力。重组过程中, 河北钢铁集团旗下主要钢铁资产进行了实质性的内部整合, 此次合并乃国内钢铁业区域内整合的典范。

■ 新公司规模升至行业第二

吸收合并完成后, 河北钢铁 08 年钢材折合产量为 1939 万吨, 营业收入 1132.62 亿元, 在国内钢铁行业上市公司中均升至第二位, 仅次于宝钢股份。新产品结构涵盖螺纹钢、线材、型材、热轧板、冷轧板、中厚板及含钒高强度钢材等品种。吸收合并完成后, 公司产品市场占有率大幅提升; 此外, 公司内部高端产品业务占比也有所提高。

■ 集团优质资产注入值得期待

作为集团唯一的钢铁主业上市平台, 河北钢铁将会逐步获得优质钢铁资产的注入。集团承诺合并后一年内将注入舞阳钢铁和宣化钢铁, 而邯宝公司及唐山不锈钢也将在三年内完成入注。随着集团优质资产的逐步注入, 公司产品结构、盈利能力等方面均具有较大的提升空间。

■ 投资建议

预计公司 2009~2011 年每股收益分别为 0.17、0.32、0.47 元, 停牌前股价对应的动态市盈率分别为 41.71、22.16、15.09 倍, 以吸收合并后的每股净资产计算得到的市净率为 1.73 倍, 相对于行业平均水平 (行业整体 PB 为 1.96 倍), 公司具有一定的估值优势。此外, 考虑公司具有优质资产注入预期, 维持公司“增持”评级。

指标 (单位: 亿元)	合并前			合并后
	唐钢股份	邯郸钢铁	承德钒钛	河北钢铁
营业收入	576.97	372.59	183.05	1132.61
营业利润	24.16	8.79	0.29	33.24
净利润	20.63	5.99	0.28	26.90
每股净资产 (元)	3.26	4.34	3.53	4.00
净资产收益率	15.04%	0.81%	4.94%	9.78%
销售净利率	3.58%	1.61%	0.15%	2.38%
总股本 (万)	362608	281646	98067	687678

■ 风险提示

后续资产注入低于预期; 市场价值中枢整体下移带来的系统性风险。

事件描述：

1月19日晚间，唐钢股份（000709）公告称，由于重大资产重组，公司全称由“唐山钢铁股份有限公司”变更为“河北钢铁股份有限公司”。公司股票简称由“唐钢股份”变更为“河北钢铁”，自2010年1月25日起发生变更，公司证券代码不变，仍为“000709”。河北钢铁新增股份将于2010年1月25日起上市，股票同时复牌。上市首日无涨跌幅限制。

事件点评：

此次整合是以河北钢铁（唐钢股份）换股吸收合并邯郸钢铁和承德钒钛的方式进行。原唐钢股份换股价为5.29元/股，每股邯郸钢铁换0.775股河北钢铁，新增A股股份2182753841股；每股承德钒钛换1.089股河北钢铁股份，新增A股股份1067946407股。重组后，共计新增股份3250700248股。河北钢铁作为存续公司，成为河北钢铁集团下属唯一的钢铁主业上市公司。

国内钢铁行业区域内整合的典范

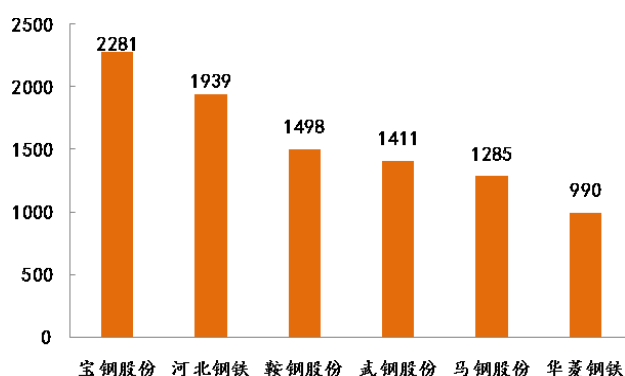
本次合并完成后，河北钢铁成为国内第二大钢铁上市公司，有效地实现了区域内产业整合，提升了公司的长期竞争力。此次吸收合并过程中，河北钢铁集团旗下主要钢铁资产进行了实质性的内部整合，可以说此次合并是国内钢铁业区域内整合的典范。

- ◆ 实现发展规划、资产管理、资本运作、投资管理、财务资金、人力资源、市场营销的“七统一”，实行审计和法律事务的垂直管理。
- ◆ 避免重复建设，分工进一步细化。唐钢、邯钢—精品板材；宣钢—中高档建筑钢材；承钢—钒钛产品。
- ◆ 淘汰落后。提前拆除了3座450m³和4座300m³级高炉等一批落后装备，完成了54个重点节能减排项目。2008年节能41.8万吨标煤，SO₂年排放量削减5817吨，COD年排放量削减604吨。
- ◆ 集中采购降低采购成本。2009年1~5月份，集团已经降低大宗原燃料采购成本6.4亿元，并通过集中优化铁路运输降低物流费用4.3亿元。
- ◆ 资金统一调度，提高融资能力，置换高息贷款，降低财务费用3亿多元。

公司规模升至行业第二

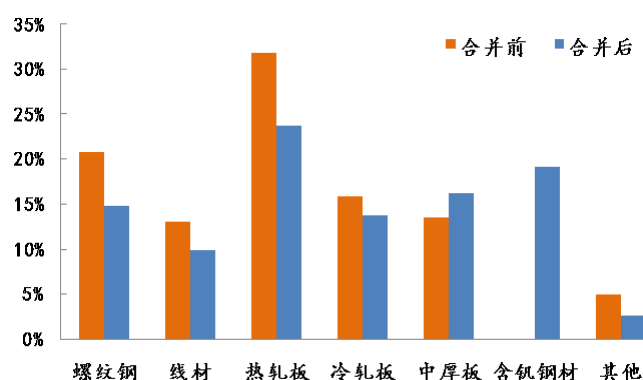
此次吸收合并完成后，河北钢铁 2008 年钢材折合产量为 1939 万吨，营业收入 1132.62 亿元，在国内钢铁行业上市公司中均升至第二位，仅次于宝钢股份。新公司产品结构涵盖螺纹钢、线材、型材、热轧板、冷轧板、中厚板及含钒高强度钢材等多个品种。吸收合并完成后，公司产品市场占有率大幅提升；此外，公司内部高端产品业务占比也有所提高。

图 1：2008 年行业排名前 6 公司产量（万吨）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 2：合并前后公司产品结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表 1：吸收合并前后公司产品结构

(2008 年数据, 万吨)	吸收合并前			合并后
	唐钢股份	邯郸钢铁	承德钒钛	河北钢铁
螺纹钢	209	79	0	288
线材	131	60	0	191
热轧板	321	138	0	459
冷轧板	160	106	0	266
中厚板	136	178	0	314
含钒钢材	0	0	371	371
其他	50	0	0	50
钢材产量合计	1007	561	371	1939

资料来源：公司公告，财通证券研究所

盈利能力短期内被摊薄

由于被吸收合并资产的盈利能力相对较弱，新公司盈利能力短期内将被摊薄。新公司净资产收益率由合并前的 15.04% 下降至 9.78%，销售净利率则由 3.58% 下滑至 2.38%。新公司盈利指标被摊薄的同时，每股净资产却有所提升，由合并前的 3.26 元增厚至 4.00 元。本次并购为钢铁行业整合的典范，

河北钢铁集团旗下主要钢铁资产进行了实质性的内部整合，我们认为整合的协同效应将会逐渐显现。

表 2：吸收合并前后公司财务指标

指标	合并前			合并后
	唐钢股份	邯钢钢铁	承德钒钛	河北钢铁
营业收入	576.97	372.59	183.05	1132.61
营业利润	24.16	8.79	0.29	33.24
净利润	20.63	5.99	0.28	26.90
每股净资产（元）	3.26	4.34	3.53	4.00
净资产收益率	15.04%	0.81%	4.94%	9.78%
销售净利率	3.58%	1.61%	0.15%	2.38%
总股本(万)	362608	281646	98067	687678

资料来源：公司报表，财通证券研究所

集团优质资产注入值得期待

此次吸收合并仅仅只是河北钢铁集团实现钢铁主业整体上市的第一步，作为集团唯一的钢铁主业上市平台，河北钢铁将会逐步获得优质钢铁资产的注入。集团承诺合并后一年内将注入舞阳钢铁和宣化钢铁，而邯钢集团邯宝钢铁有限公司及唐山不锈钢也将在三年内完成入注。此外，河北钢铁集团还拥有富有的铁矿石、钒钛等资源，集团全资子公司河北钢铁集团矿业有限公司 2009 年完成 521 万吨铁精粉的生产能力并实现利润 4.32 亿元。河北省政府承诺今后省内的矿产资源将优先配置给河北钢铁集团。随着集团优质资产的逐步注入，公司产品结构、盈利能力等方面具有较大的提升空间。

表 3：河北钢铁集团拟注入钢铁资产

拟注入资产名称	控股比例	拟注入资产简介	拟注入时间
舞阳钢铁有限责任公司	61.17%	国内大型中厚板生产企业，产能 280 万吨，08 年钢材产量为 248 万吨	吸收合并完成后一年内
宣化钢铁集团有限责任公司	100%	主要产品为建筑用钢，08 年钢材产量为 520 万吨	吸收合并完成后一年内
邯钢集团邯宝钢铁有限公司	将成为集团全资子公司	主要产品为高端板材，目前已具备年产 450 万吨高档热轧板卷的产能	吸收合并完成后三年内
唐山不锈钢有限责任公司	71.25%	主要产品为热轧窄钢带和热轧板卷，08 年窄钢带与热轧板卷产量分别为 104 万吨、39 万吨	吸收合并完成后三年内

资料来源：公司公告，财通证券研究所

◆ **舞阳钢铁：**公司是我国首家宽厚钢板生产科研基地，与日本川崎、

美国卢肯斯、德国迪林根、法国阿塞洛并称五大具有世界影响的生产厂之一。主要产品为厚板和特厚板，包括低合金高强度板、碳素结构板、桥梁板、建筑结构板、造船及海洋采油平台板、锅炉及压力容器板等十几个系列，2008 年钢材产量为 248 万吨。

- ◆ **宣化钢铁：**宣钢是国家大型钢铁企业，目前已形成铁 650 万吨、钢 600 万吨、钢材 650 万吨的产能。公司主导产品包括线材、螺纹钢、小型材、窄钢带及焊管等建筑钢，2008 年钢材产量为 520 万吨。
- ◆ **邯宝公司：**邯宝公司由邯钢集团和宝钢集团合资组建，注册资本为 120 亿元，双方各持有 50% 股权，共投资 193.68 亿元建设 460 万吨精品板材基地。随着河北钢铁集团的成立，使得宝钢重组邯钢的战略受阻，宝钢由此撤资退出邯宝。2008 年 10 月，邯宝一期工程达产，年产热轧卷板 450 万吨，二期 215 万吨的汽车面板、汽车用高强板等高端冷轧工程也已经开始建设。
- ◆ **唐山不锈钢：**公司是按照唐钢“三极支撑”发展战略部署，以资产为纽带，以调整产品结构为目的，由五家不同所有制企业组成的多元化投资模式的钢铁企业；随着 60 万吨不锈钢冶炼工程的达产，公司目前已形成年产铁 265 万吨、钢 300 万吨、材 300 万吨的生产规模。

投资建议

预计公司 2009~2011 年每股收益分别为 0.17、0.32、0.47 元，停牌前股价对应的动态市盈率分别为 41.71、22.16、15.09 倍，以吸收合并后的每股净资产计算得到的市净率为 1.73，公司相对于行业平均水平（钢铁行业当前整体 PB 为 1.96 倍）具有一定的估值优势。同时，考虑到河北钢铁具有优质资产注入预期，我们维持公司“增持”投资评级。

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求研究员将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表研究员根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 财通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向财通证券内部特定客户传送, 未经财通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。