



研究员：刘佑成 万玮

✉ liuyoucheng@ehongyuan.com.cn

✉ Wanwei1@ehongyuan.com.cn

事件点评

唐钢重组对唐钢转债的影响分析

一、事件

河北钢铁集团下属的三家上市公司——唐钢股份、邯郸钢铁、承德钒钛 30 日公布换股吸收合并预案并复牌。根据预案，拟由唐钢股份发行股份吸收合并邯郸钢铁和承德钒钛，唐钢股份为存续方。

唐钢股份于 2007 年 12 月 14 日发行了总额 30 亿元的可转换公司债券。由于本次换股吸收合并关系到债券持有人利益，唐钢股份根据《唐山钢铁股份有限公司可转换公司债券募集说明书》的约定召开债券持有人会议，将债券持有人保护方案提交债券持有人会议审议。根据《公司法》的规定，唐钢股份将提供两种债券持有人利益保护方案供债券持有人会议表决：方案一：由河北钢铁集团或其关联企业向两只债券的持有人分别提供不可撤销的、足以对到期债券还本付息的偿债担保；方案二：唐钢股份按照债券面值与当期应计利息之和提前清偿债务。债券持有人会议通过的债券持有人利益保护方案尚需提交唐钢股份股东大会审议批准。

也就是说，此次重组议案首先需要经过股东大会审批通过，之后公司召集并召开债权人大会，债权人选择方案后还需召开股东大会审议批准债权人大会方案。

如果本次换股吸收合并成功完成，唐钢股份合并前后盈利指标比较如下：

2007年度	本次交易前	本次交易后	增加比例
营业收入	417.9	825.1	97.44%
归属于母公司股东的净利润	21.4	35.4	65.06%
每股净资产（元/股）	3.07	3.87	26.11%
每股收益（元/股）	0.59	0.51	-12.97%
2008年度上半年	本次交易前	本次交易后增加比例	
营业收入	305.1	588.9	92.97%
归属于母公司股东的净利润	17.0	24.9	46.35%
每股净资产（元/股）	3.27	4.03	23.09%
每股收益（元/股）	0.47	0.36	-22.83%

如果本次合并成功完成，则唐钢股份每股净资产增加 23.09%，资本实力大大提高，资产负债率较以前略有降低，财务结构得到一定改善。每股收益减少 22.83%，但随着换股吸收合

并完成后协同效应的发挥，唐钢股份的盈利能力将会得到逐步提高。

根据本预案公告之前唐钢股份、邯郸钢铁和承德钒钛的股本结构测算：合并之后河北钢铁集团通过其全资子公司唐钢集团和邯钢集团持有的唐钢股份在 46.83%-61.42%之间。

对转债的影响：

如果债券持有人会议通过第一种方案，唐钢转债将由无担保品种转为有担保转债，纯债价值将有所提升。如果转债持有人会议通过第二种方案，则以面值加当期利息，也就是 101.1 元回售转债。从条款上看，唐钢股份的重组计划对唐钢转债的影响正面。

相对于重组计划，公司更加紧迫任务来自于转债回售。自 2008 年 12 月 14 日起，唐钢转债进入第二个计息年度，回售条款重新生效，如果公司股票任意 30 个交易日的收盘价低于转股价格的 70%即 9.10 元，可转债持有人有权将其持有的全部或部分转债以面值加当期利息的价格回售给公司。复牌后唐钢转债即进入回售进程，按照今日收盘价 4.10 元和转股价 13.00 元，唐钢转债很可能在 2009 年 2 月 19 日触发回售条款，唐钢股份将再次面临回售压力，2008 年 8 月公司否决了修正议案，当时累计回售 12 张。目前转债价格接近其回售价格，如果再次启动回售机制，则债券持有人回售给公司的意愿增强，大面积回售将不可避免，公司面临修正与回售选择。

上一次股东大会否决向下修正议案主要是由于大股东持有转债而不能参与投票，以及大股东修正意愿不足，这一次面临大面积回售的压力，大股东的选择至关重要。我们不妨做一个猜测，第一假如公司意图向下修正并且避免大面积回售的命运，则大股东将会在未来 30 个交易日抛售其持有的转债，对转债二级市场价格产生压力，修正议案通过以后，转债的转股价值将会显著提高，根据我们的经验，转股价值将会处于 80-90 元之间，二级市场转债价格将具有较大的上升空间；第二如果公司继续选择回售，则未来 30 个交易日二级市场抛售压力将较小，但是基于短期不确定性，转债价格大幅上升的概率较小，转债价格将会保持相对平稳。

转债回售价格 101.1 元，我们认为有回售价值保护，唐钢转债价格底线是回售价格的折现值。如果转债价格出现低于 101.1 元的折现值，不管是否向下修正转股价，买入唐钢转债都是非常好投资策略。如果出现修正转股价议案被否决，则投资者可以选择回售；反之如果向下修正转股价议案通过，修正以后的转换价值提升将显著提高债券二级市场价格；根据唐钢转债相关条款以及其他转债修正经验，转股价修正后的转换价值将位于 80-90 元之间，转债二级市场价格在 105-110 元之间。而当前唐钢转债税后到期收益率为 2.42%，也具有较高安全边际。

结论：给予 唐钢转债 买入评级。

销售经理：卞琪
联系电话：010-62296898
电子邮箱：bianqi@ehongyuan.com.cn

免责声明：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6-12 个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上