

**图表 1. 三家公司 2008 年产品产量**

	唐钢(合并前)		邯钢	承钢	唐钢(合并后)	
生铁(百万吨)	11.12	4.12	估计		19.64	
			4.4			
粗钢(百万吨)	11.37	6.02	3.9		21.29	
钢材(百万吨)	10.07	5.61	3.71		19.39	
钒渣(千吨)	n/a	n/a	147		147	
钒产品(千吨)	n/a	n/a	8.3		8.3	
钛精矿(千吨)	n/a	n/a	40		40	

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 唐钢股份完成吸收合并

乐宇坤

**换股吸收合并完成。**唐钢股份(000709.SZ/人民币 7.09, 买入)公告, 河北省三家钢铁上市公司的整合完成, 公司股票将于 1 月 25 日复牌, 上市首日无涨跌幅限制, 公司股票名称变更为“河北钢铁”。河北省三家上市公司的整合是唐钢股份以换股方式吸收合并邯郸钢铁和承德钒钛。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 21.83 亿股; 每股承德钒钛换 1.089 股河北钢铁股份, 新增 A 股股份 10.68 亿股。重组后, 唐钢股份共计新增股份 32.51 亿股, 总股本相应增加 89.7% 至 68.77 亿股。唐钢股份作为存续公司, 成为河北钢铁集团下属唯一的钢铁主业上市公司。

**成为国内第二大的钢铁上市公司。**换股吸收合并完成后唐钢的产品范围将涵盖普通螺纹钢、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, 产品结构得到改善; 此外, 钒钛业务的纳入有利于公司提高高附加值的含钒钢材产量, 从而进一步提高公司总体产品档次, 增强公司竞争力。合并后的公司将拥有完整的销售体系和研发体系, 2008 年度合计粗钢产量达到 2,129 万吨, 较唐钢股份现有产量增加 87%, 使其成为国内第二大的钢铁上市公司。另外, 三家上市公司主要销售区域在华北和华东地区, 合并后的公司 2008 年在华北和华东地区的市场占有率将大幅提高。

**每股收益被摊薄。**参照 2008 年备考的财务数据(假设 2008 年 1 月 1 日吸收合并已完成), 公司的每股净资产会增加 23% 至 4.0 元, 但每股收益却被摊薄 29% 至 0.34 元, 净资产收益率也从 14.6% 降至 9.3%, 这表明收购资产的盈利能力较唐钢股份现有资产低。2009 年上半年备考公司的营业收入和毛利有较大幅度的上升, 但由于承德钒钛出现亏损, 备考公司利润水平出现一定下降, 同时营业利润率、净利润率及净资产收益率也均有所降低。

**图表 2. 唐钢合并前后主要财务数据**

	2008 年			2009 年上半年		
	合并前	合并后	变动%	合并前	合并后	变动%
		(备考)			(备考)	
营业收入(十亿人民币)	57.70	113.26	96.3	18.39	40.91	122.75
归属于母公司股东的净利润(百万人民币)	1724.23	2350.23	36.3	95.62	66.95	(29.99)
每股净资产(人民币)	3.26	4.00	22.70	3.30	4.02	21.80
每股收益(人民币)	0.48	0.34	(29.17)	0.03	0.01	(67.55)
营业利润率(%)	4.19	2.93		0.61	0.18	
净利润率(%)	3.58	2.37		0.44	0.12	
净资产收益率(%)	14.60	9.31		0.80	0.24	

资料来源：公司数据

未来从母公司大量资产注入。为避免同业竞争，控股股东河北钢铁集团承诺在换股吸收合并完成后一年内注入宣化钢铁集团有限责任公司和舞阳钢铁有限责任公司，在三年内注入邯钢集团邯宝钢铁有限公司和唐山不锈钢有限责任公司。先期注入的舞阳钢铁主要产品为厚板和特厚板，主要用于国防军工、船闸板和重大技术装备项目上，是该领域国内最具竞争力的公司。宣钢的产品以用于建筑的长材为主，而国内对建筑用钢的需求旺盛。因此，在换股吸收合并完成后一年内注入这两家公司，无疑可极大的提高存续公司的资产质量。

**图表 3.河北钢铁集团未来计划注入的钢铁资产**

	持有股权状况	钢材产量或产能	主要产品
宣钢集团	为唐钢集团的全资子公司	2008年钢材产量 520万吨	线材、螺纹钢、小型材、窄钢带及焊管
舞阳钢铁	邯钢集团持有其 53.12%的股权，邯钢钢铁持有其 8.05%的	2008年钢材产量 250万吨	厚板和特厚板，主要用于国防军工、船闸板和重大技术装备项目等
邯宝公司	将成为邯钢集团的全资子公司	目前已经具备年产 450万吨高档热轧卷板的产能，同时有年产 170万吨的冷轧卷板工程尚在建设中	热轧卷板和冷轧卷板
不锈钢公司	唐钢集团持有 71.25%的股权	2008年生产热轧窄钢带 104万吨、热轧卷板 39万吨	热轧窄钢带和热轧卷板

资料来源：公司数据，中银国际研究

**维持买入评级。**目前 A 股钢铁上市公司的 2009 年平均市净率为 2.0 倍，而我们估计唐钢股份备考的市净率为 1.1.7 倍（假设 2008 年 1 月 1 日完成吸收合并），较行业平均水平低。但公司吸收合并完成后整体实力可大幅提高，而且未来 1 年内公司即可被注入优质的钢铁资产，3 年内公司还有其它大量的资产收购机会。另外，我们还看好公司的铁矿石资源，我们估计随着流动性的增加，上游的资源价格未来有进一步上升的压力，因此拥有资源的公司未来会有更强的竞争力，因此我们相信公司可以获得更高的估值水平。维持对唐钢股份**买入**的评级。

**图表 4.合并后唐钢主要财务数据预测（备考）**

	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入（百万元）	113,260	70,836	75,154	81,838
变化（%）		(37)	6	9
净利润（百万元）	2,350	645	826	1,096
全面摊薄每股收益(人民币)	0.340	0.094	0.120	0.159
变化（%）		(72)	28	33
市盈率（倍）	20.9	75.6	59.0	44.5
每股净资产（人民币）	4.0	4.1	4.2	4.3
市净率（倍）	1.8	1.7	1.70	1.7

\*: 假设合并于 2008 年 1 月 1 日完成

资料来源：公司数据，中银国际预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371