

# 景气向上无碍并购加速

增持（维持）

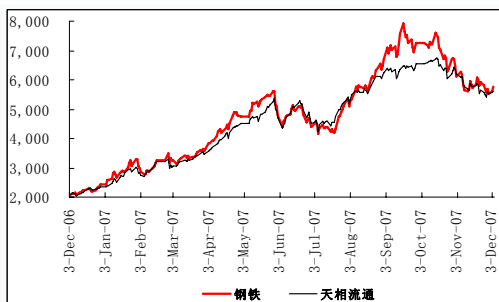
## 钢铁行业

报告日期：2007年12月4日

### 行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅 (%)
天相行业指数	5776	-5.56%
天相流通指数	4615	-9.24%
上证指数	4915	-14.92%

### 行业指数近一年走势图



### 相关报告：

- 《8月钢材出口量继续环比回落》——  
短评报告—增持—  
2007年9月10日
- 《钢铁出口政策短期内会再次出台么》——  
短评报告—增持—  
2007年9月21日
- 《10月钢材出口量出现07年来首次同比下降》——  
短评报告—增持—  
2007年11月7日

分析师—王招华（执笔）

组长—施海仙

010-66045585 [wangzh@txsec.com](mailto:wangzh@txsec.com)

服务热线 010-66045555

服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

- **钢铁行业盈利能力中长期决定因素是供需关系。**钢铁作为市场竞争程度和国际化程度较为充分的行业，中长期（6个月以上）盈利能力最根本的决定因素是供需关系。但短期内钢价易受到政府控制物价上涨意愿强烈、铁矿石谈判以及钢价达到历史高位等因素影响，上涨动力受到抑制，这是07年三季度钢铁行业盈利能力低于预期的深层原因之一。
- **08年中国钢铁业景气向上。**预计08、09年中国粗钢产量增速分别为10.20%、9.04%，粗钢表观消费量增长率分别为11.76%、10.50%，因此钢铁行业供需将进一步好转，在这种背景下，钢企将能通过上调钢价化解成本压力，预计08年钢价平均涨幅在8%以上，铁矿石价格有回调压力，全行业盈利能力仍然值得看好。
- **实现2010年政府既定目标要求钢企08年并购加速。**（1）政府实现2010年全社会节能减排以及钢铁业集中度（CR10）目标的压力空前严峻，这要求钢铁业加速并购进程；（2）尽管政府主导下的并购重组容易造成“貌合神离”的局面，但这种并购为后期实质性重组创造了前提条件，因而也具有必要性和现实意义。
- **寻求议价能力的提升及政府推动已成为新一轮钢企并购的最主要驱动因素。**（1）根据21世纪国外经验来看，寻求与上下游对等的议价能力已成为新一轮钢企并购最主要驱动因素，并购时机是否选择在行业景气低迷时期已退居其次；（2）在解决并购矛盾的紧迫性异常突出，并且各方将矛盾的症结集中指向政府的当前，预计政府可能会加大钢企并购的推动和支持力度。
- **被并购、整体上市的公司股价在并购前后通常有良好表现。**被并购方通常享受一定的溢价，而整体上市的公司收购的资产通常要好于公司现有水平，因此这两类并购均有利于提升公司投资价值，存在交易性投资机会。
- **重点公司推荐、风险提示。**综合考虑08年实施并购可能性的大小及目前的估值水平，本专题报告中，我们重点推荐承德钒钛（600357）、三钢闽光（002110）、莱钢股份（600102），同时也建议关注唐钢股份（000709）、本钢板材（000761），均给予“增持”评级。由于实施并购的具体时间存在不确定性，我们提示投资者注意风险。



## 正文目录

<b>1. 景气向上</b>	<b>4</b>
1.1 供需结构进一步好转	4
1.2 盈利能力仍可看好	5
<b>2. 并购加速</b>	<b>5</b>
2.1 必要性：实现政府 2010 年集中度和节能目标迫在眉睫	5
2.1.1 实现CR10 目标的唯一途径是并购	5
2.1.1 实现节能减排目标要求并购加速	6
2.2 可行性：行业景气向上无碍并购意愿高涨	7
2.2.1 预计政府会加大对钢企重组的支持和推动力度	7
2.2.2 行业景气向上无碍并购加速	8
2.2.3 单个企业通过并购扩大规模应对未来政策变化的意愿强烈	10
2.3 并购对股价的影响：多为正面和中性	10
2.3.1 被并购的上市公司股价通常上涨幅度显著	11
2.3.2 被并购方集团旗下的上市公司股价也通常会呈现一定上涨	11
2.3.2 并购方集团旗下上市公司股价表现不一	12
2.3.2 并购方上市公司股价表现不一	12
<b>3. 重点公司推荐及风险提示</b>	<b>13</b>
3.1 存在并购可能的公司	13
3.2 并购带来的个股投资机会	14
3.3 风险提示	15



## 图表目录

图表 1: 2007-2009 年中国粗钢产量预测.....	4
图表 2: 2007-2009 年中国粗钢供求预测.....	4
图表 3: 近几个月来钢价涨幅显著低于成本涨幅(元/吨)	5
图表 4: 但近几个月来钢价涨幅在各价格指数中最大	5
图表 5: 未来三年钢铁行业集中度及龙头钢企规模急待大幅提升.....	6
图表 6: 未来三年我国节能减排形势空前严峻.....	6
图表 7: 钢铁工业节能减排力度事关国家节能降耗目标的实现.....	6
图表 8: 主要产钢国家铁、钢产量及钢铁业CO2 排放量占全球钢铁业的比例.....	6
图表 9: 21 世纪全球钢铁并购的驱动因素已发生变化.....	8
图表 10: 05 全球钢铁行业景气度处于谷底.....	8
图表 11: 05 年全球钢铁行业并购数量及金额并非最多	8
图表 12: 2006 年全球钢铁CR5 远低于相关行业.....	9
图表 13: 2006 年中国钢铁业 CR5 远低于相关行业	9
图表 14: 营业利润率似乎与行业集中度正相关.....	9
图表 15: 2006 年中国钢材产量和铁矿石消费量占全球的比重均高于 33%.....	9
图表 16: 2005 年来国内钢铁业主要兼并重组案例.....	10
图表 17: 莱钢股份被阿赛洛并购期间股价显著上涨.....	11
图表 18: 华菱管线被米塔尔并购期间股价显著上涨	11
图表 19: 在集团被并购期间承德钒钛股价显著上涨.....	11
图表 20: 在集团被并购期间八一钢铁股价显著上涨	11
图表 21: 在集团被并购期间本钢板材股价显著上涨.....	11
图表 22: 在集团收购昆钢时武钢股份股价表现一般.....	12
图表 23: 在集团收购锡钢时华菱管线股价表现一般	12
图表 24: 在新唐钢集团成立时唐钢股份股价表现一般.....	12
图表 25: 在集团并购八钢时宝钢股份股价表现一般	12
图表 26: 在传集团收购邯郸钢铁时宝钢股份走势一般.....	12
图表 27: 在集团并购本钢时鞍钢股份股价上涨显著	12
图表 28: 整体上市前夕济南钢铁股价涨幅显著	13
图表 29: 整体上市前夕安阳钢铁股价上涨显著	13
图表 30: 收购川建前夕新兴铸管股价表现一般.....	13
图表 31: 整体上市前夕新华股份股价上涨显著	13
图表 32: 存在并购整合预期的公司一览.....	13
图表 33: 08 年存在并购重组预期的重点公司介绍.....	15
图表 34: 08 年存在并购重组预期的重点盈利预测.....	15

## 1. 景气向上

### 1.1 供需结构进一步好转

钢铁业项目建设周期通常为两年，根据 06、07 年行业固定资产投资额、吨钢投资我们推算出 08、09 年新增粗钢产量，再考虑淘汰的落后粗钢产能因素，预计 08、09 年中国粗钢产量为 5.38 亿吨和 5.86 亿吨，分别同比增长 10.20%、9.04%。

图表 1：2007-2009 年中国粗钢产量预测

年份	粗钢产量 (亿吨)	淘汰落后粗钢 产量 (亿吨)	新增粗钢产量 (亿吨)	钢铁业固定资产 投资额 (亿元)	同比 增长	吨钢投资 (元) *	轧钢投 资/钢铁 业投资
T	$A_T$	$B_T$	$C_T = (A_T - A_{T-1}) + B_T$	$D_T$		$E_T = D_{T-2} / C_T$	
2003 年	2.20	NA	NA	1402.92		NA	35%
2004 年	2.72	NA	NA	1780.30	26.90%	NA	45%
2005 年	3.49	NA	0.769	2281.50	27.50%	1,824	50%
2006 年	4.19	NA	0.694	2246.50	-2.50%	2,565	55%
2007 年 E	4.88	0.11	0.802	2471.60	10.02%	2,844	NA
T	$A_T = A_{T-1} + C_T - B_T$	$B_T$	$C_T = D_{T-2} / E_T$	$D_T$		$E_T$	
2008 年 E	5.38	0.22	0.718	NA	NA	3,130	NA
2009 年 E	5.86	0.22	0.706	NA	NA	3,500	NA

注：\* 03-07 年来钢铁投资占比中，轧钢环节逐渐上升，推动吨钢投资额增加。吨长材投资约为 1760 元/吨，吨热轧投资约为 3200 元/吨，全流程的吨钢投资约为 4500 元/吨

资料来源：国家统计局、中国冶金报、天相投顾

根据历史经验，粗钢表观消费量与 GDP、固定资产投资通常呈现一定的相关关系。据此我们预测 08、09 年中国粗钢表观消费量分别增长 11.76% 和 10.50%，增速高于同期产量增速 1.56 和 1.46 个百分点。

因此总体来看，2008 年中国钢铁行业供需形势趋好。

图表 2：2007-2009 年中国粗钢供求预测

	2006A	2007E	2008E	2009E
GDP 增速	11.10%	11.4%	11.2%	10.0%
FAI 增速	24%	26%	25.90%	22.83%
粗钢表观消费/GDP 弹性	1.50	1.05	1.05	1.05
粗钢表观消费/FAI 弹性	0.69	0.46	0.45	0.46
粗钢表观消费增速	16.62%	12%	11.76%	10.50%
粗钢产量增速	19.87%	16.53%	10.20%	9.04%
粗钢表观消费量(万吨)	38,671	43,312	48,405	53,487
粗钢净出口(万吨)	3,207	5,488	5,372	5,152
粗钢净出口/粗钢产量	7.66%	11.25%	9.99%	8.79%

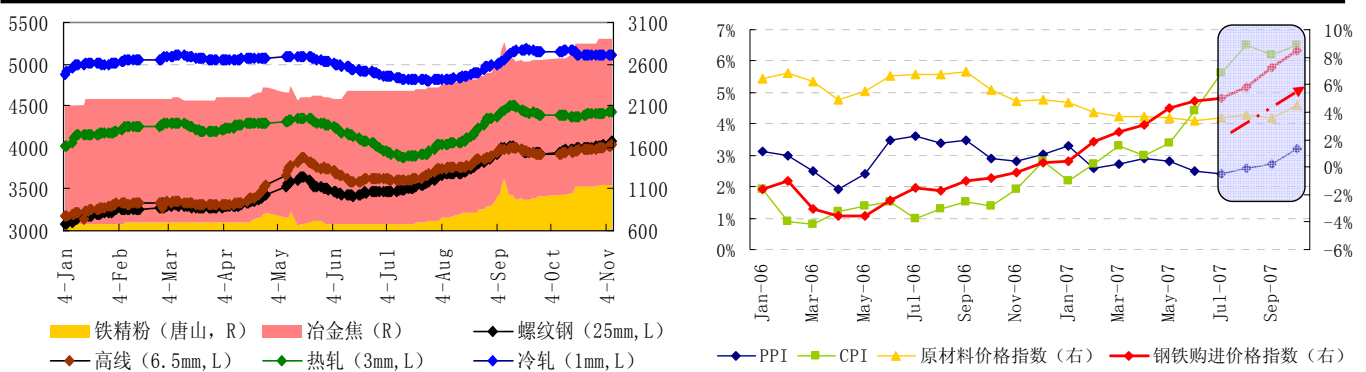
资料来源：Bloomberg、天相投顾

## 1.2 盈利能力仍可看好

07年7月以来钢价涨幅尽管远高于各类指数（CPI、PPI、原材料价格指数）涨幅，但显著低于铁矿石及焦炭价格涨幅，导致三季度钢铁上市公司业绩环比普遍下降，同时也引起市场对后市钢铁行业盈利能力的担忧。我们认为，这仅是短期现象，在短期内钢价受到政府控制物价上涨意愿强烈、铁矿石谈判以及目前钢价已达到7年来最高水平等因素影响，上涨动力受到抑制。

但钢铁作为市场竞争程度和国际化程度较为充分的行业，中长期盈利能力最根本的决定因素是供需关系，在08年钢铁行业供需关系进一步改善的背景下，钢企将通过上调钢价转移成本压力，预计08年全年钢铁产品均价涨幅在8%以上，铁矿石价格将会有回调压力，全行业的盈利能力仍然值得看好。

图表 3：近几个月来钢价涨幅显著低于成本涨幅（元/吨） 图表 4：但近几个月来钢价涨幅在各价格指数中最大



资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

## 2. 并购加速

### 2.1 必要性：实现政府 2010 年集中度和节能目标迫在眉睫

中国钢铁业国有资本独大，行业的重组在很大程度上是国企内部以及国企与民营、外资之间的重组。因此政府意志对钢铁业重组进程起着至关重要的作用。目标是意志的具体体现，我们在本节中从政府目标与现实之间的差距论证钢铁业重组加速的必要性。

#### 2.1.1 实现 CR10 目标的唯一途径是并购

2005 年出台的《钢铁产业发展政策》明确指出，“到 2010 年，钢铁冶炼企业数量较大幅度减少，国内排名前十位的钢铁企业集团钢产量占全国产量的比例（CR10）达到 50%以上；2020 年达到 70%以上”。

然而两年以来，CR10 几乎没有提高。假设 2010 年中国粗钢产量为 6.2 亿吨，那么实现该年 50%的 CR10 目标要求未来三年内排名前十的钢企粗钢总产量在 07 年的基础上年均增长 21%；政府的远景规划已落实到企业的经营战略中，宝钢、武钢、沙钢等相继制定了 2010 年粗钢产量目标，也均要求在 07 年的基础上年均增长 20%-35%。



这些唯有通过并购才能实现。

图表 5：未来三年钢铁行业集中度及龙头钢企规模亟待大幅提升

	2005 年	2006 年	2007 年E <sup>(1)</sup>	2010 年目标	2012 年目标	2020 年目标
前十家钢厂集中度 (CR10)	35.34%	34.85%	36.5% <sup>(2)</sup>	50%	——	70%
宝钢集团粗钢产量 (万吨)	2,273	2,253	2,850	5,000	8,000	——
武钢集团粗钢产量 (万吨)	1,304	1,376	2,000	5,000	——	——
沙钢集团粗钢产量 (万吨)	1,046	1,463	1,700	3,000	5,000	——

注：(1) 2007 年 E 中已合并鞍本、宝钢八钢、武钢昆钢、沙钢永兴、首钢宝业等的产量

(2) 如果济钢莱钢 07 年合并，2007 年 CR10 则预计为 38.4%

资料来源：《钢铁产业发展政策》、公开资料、联合金属网、天相投顾

### 2.1.1 实现节能减排目标要求并购加速

中国人大计划在“十一五”末将单位 GDP 能耗降低 20%，主要污染物排放总量降低 10%，但 2006 年政府远未能完成年度任务，对此国务院总理温家宝表示，“人大通过的五年目标是严肃的，确定了就不能改！而且要千方百计完成。这个决心坚定不移。”

这意味着后四年的节能形势异常严峻，由于钢铁行业的能耗和环境污染总量占全社会的比重在 15%以上，因此钢铁业的节能减排关系到国家节能目标的实现。

图表 6：未来三年我国节能减排形势空前严峻

以 2005 年为基数	单位 GDP 能耗下降	主要污染物排放总量下降
“十一五”末目标值	20%	10%
2006 年完成值	1.23%	-2%

资料来源：天相投顾整理

图表 7：钢铁工业节能减排力度事关国家节能降耗目标的实现

	GDP	耗能总量	废气量	废水量	S02 量	烟尘量	粉尘量
钢铁/全社会	3.14%	15%	21.31%	8.53%	7.40%	8.30%	15.69%

资料来源：天相投顾整理

在 10 月举行的国际钢铁行业第 41 届年会上，康力斯 (Corus) 等国际钢企也一致认为，世界碳排放量正面临“中国挑战”，并强烈要求中国钢铁业减少污染、降低废气排放量。

图表 8：主要产钢国家铁、钢产量及钢铁业 CO2 排放量占全球钢铁业的比例

	中国	欧盟 (25 国)	日本	美国	俄罗斯	其他
钢产量 (%)	34	16	9	8	6	26
铁产量 (%)	46	13	10	6	4	21
CO2 排放量 (%)	51	12	8	7	5	17

资料来源：IISI2007 年年会

根据钢铁研究总院提供的数据，目前国内大中型钢铁企业与国外先进水平的差距仅为 10%~15%；其中宝钢能耗指标已经达到国际先进水平，但大量的中小型企业装



备比较落后，能耗及排碳量均较大，正是在此背景下，政府制定了淘汰落后产能的目标。我们认为简单地关停落后产能并不符合中国国情，而通过大型企业（能耗、环境污染普遍较低）对中小企业的并购重组来升级其装备水平和节能技术，是淘汰落后产能，改善行业节能减排现状的有效途径，2007 年首钢总公司重组唐山宝业便是代表性的案例。

## 2.2 可行性：行业景气向上无碍并购意愿高涨

本节中，我们主要指出，目前国内钢企并购最主要的驱动力是提升与上下游的议价能力，扩大规模应对未来可能出现的政策变化以及政府推动，并购的时点是否处于行业不景气时期等其他因素已退为其次。

### 2.2.1 预计政府会加大对钢企重组的支持和推动力度

对于近几年钢铁业重组步履缓慢的原因，目前市场已高度一致地归结为体制等与政府相关的因素，主要包括：（1）包含税收在内的中央和地方利益分配；（2）重组双方（包括领导人）的地位安排；（3）主辅分离改革的成本和企业历史遗留的债务；（4）实现并购后的资产经营管理一体化。

**在解决并购矛盾的紧迫性异常突出，并且各方将矛盾的症结集中指向政府的当前，政府可能会加大钢企重组的支持力度，以推动钢铁企业重组。**

在 11 月 25 日召开的钢铁业兼并重组会议上，国务院国资委规划发展局局长王晓齐表示，国资委将引导中央企业在自愿的基础上开展市场化并购重组，其主要形式将采取股份制，而不是划拨制；鞍钢集团和本钢集团的整合将采取股份制形式，各自的国有股权将分别由国务院国资委和辽宁省政府持有。这种形式如果得以实施，无疑能在很大程度上解决并购双方利益不一致的问题，加速钢企并购进程。

中钢协秘书长罗冰生也建议政府出台措施鼓励钢企重组，具体建议主要有：（1）协调跨省市跨地区钢企联合重组中设计各地方政府之间的利益，推动地方政府的积极性；（2）支持和帮助钢企解决联合重组过程中，企业原有历史包袱的处理，包括企业原有的离退休职工，大集体职工，企业办学校等；（3）鼓励和支持在联合重组的过程中，淘汰现有企业的落后和低水平产能，通过技术改造提升重组后企业集团的工艺装备技术水平；（4）建议国家有关部门出台支持钢企联合重组的政策措施，给予财政支持。比如近年来国家通过降低出口退税、加征关税、按 06 年出口量和结构计算，国家财政将增收 218 亿元，考虑近年国家财政连年大幅增收，有可能也有必要对推进钢企重组给予一定财政支持。

但政府主导下的钢铁业的重组很难实现并购后的资产经营管理一体化，导致“貌合神离”，新唐钢集团和鞍本集团便是例证。**我们承认这种现象，然而这方面暴露的问题只能说明重组后的钢铁企业面临更加艰巨的改革和发展，它同企业是否将重组、能否重组本身不是一个命题。**

在并购对股价影响一节中，我们将指出，即便这一“貌合神离”的结局，对被并购方的上市公司股价通常也有一定的正面效应，而且对未来双方实质的整合创造了前提。

### 2.2.2 行业景气向上无碍并购加速

市场普遍认为，当行业景气度上升时，各企业盈利能力较强，被并购的意愿较小；当行业景气度下降时，部分企业可能出现经营困难，从而加速行业兼并重组进程。这一观点在 20 世纪全球钢铁整合中得到了论证。

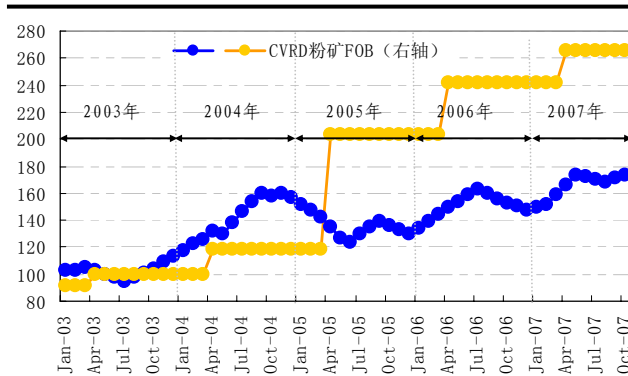
但自 21 世纪初开始的第四轮并购产生了重大变化：并购的空间扩大至全球范围内，并购的时间也处在向上的景气周期中。图 10 和图 11 也清晰地显示，全球钢铁景气度在 2003 和 2004 年向好，2005 年略有下降，2006 年显著回升，但全球钢铁并购数量逐年上升，并购金额仅在 2005 年出现负增长。上述现象表明，至少在当前几年，钢铁行业的并购整合与行业景气度下降已不再呈现显著负相关关系。

图表 9：21 世纪全球钢铁并购的驱动因素已发生变化

	时间	地点	代表案例	并购原因
第一轮	20 世纪初	美国	金融巨头 J·P·摩根吞并 785 家中小钢铁厂，合并成美国钢铁公司，控制了美国钢铁业产量的 70%	行业低迷、恶性竞争
第二轮	20 世纪 70 年代	日本	世界排名第六的八番和第十的富士钢铁公司合并成立新日铁	需求达到峰值、景气度下降
第三轮	20 世纪 90 年代	欧洲	形成阿塞洛、康力斯、蒂森克虏勃等大型企业	景气度下降、欧洲市场区域化进程加速
第四轮	21 世纪初	全球	米塔尔收购阿塞洛、塔塔收购康力斯	增强与上下游的议价能力、追求规模经济
第五轮	2010 年左右	中国	——	政府+市场（提升与上下游的议价能力）

资料来源：天相投顾整理

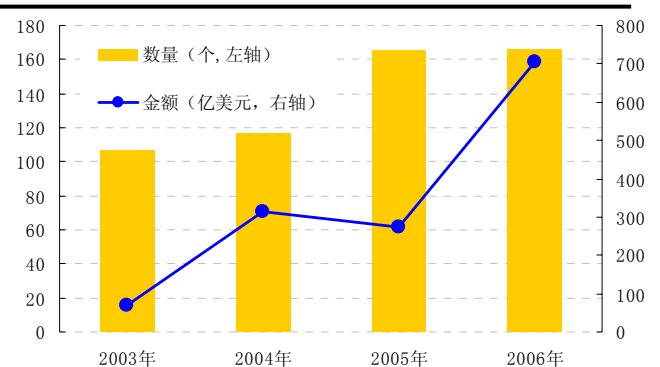
图表 10：05 全球钢铁行业景气度处于谷底



注：钢价和矿价指数均以 2003 年 5 月值为 100

资料来源：CRU、天相投顾

图表 11：05 年全球钢铁行业并购数量及金额并非最多



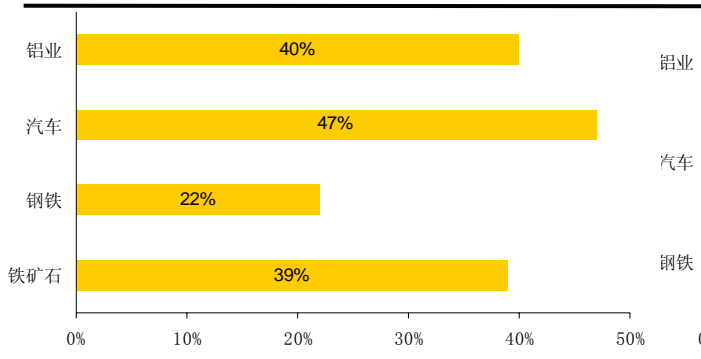
资料来源：普华永道

我们认为，钢铁行业第四轮并购的最主要推动因素是资源稀缺时代，钢企欲通过扩大规模，寻求与上下游的对等议价能力，以缓解成本上涨带来的压力。2006 年全球前 5 家企业所占市场份额 (CR5) 为例，钢铁行业为 22%，远低于上游铁矿石 39% 的水平，下游汽车 47% 的水平，以及竞争对手铝业 40% 的水平。这种议价能力不对称因素对紧张的铁矿石供需关系有极大的放大效应，而对略显紧张的钢材供需关系有稀

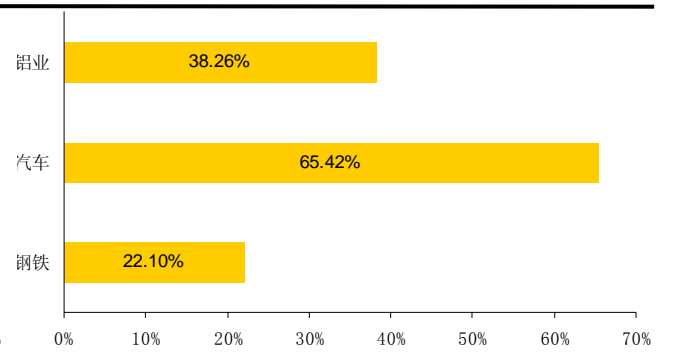


释效应。03 年至今全球矿粉 FOB 价格累计涨幅达到 189%，而同期全球钢价涨幅仅为 75%。

图表 12：2006 年全球钢铁 CR5 远低于相关行业



图表 13：2006 年中国钢铁业 CR5 远低于相关行业

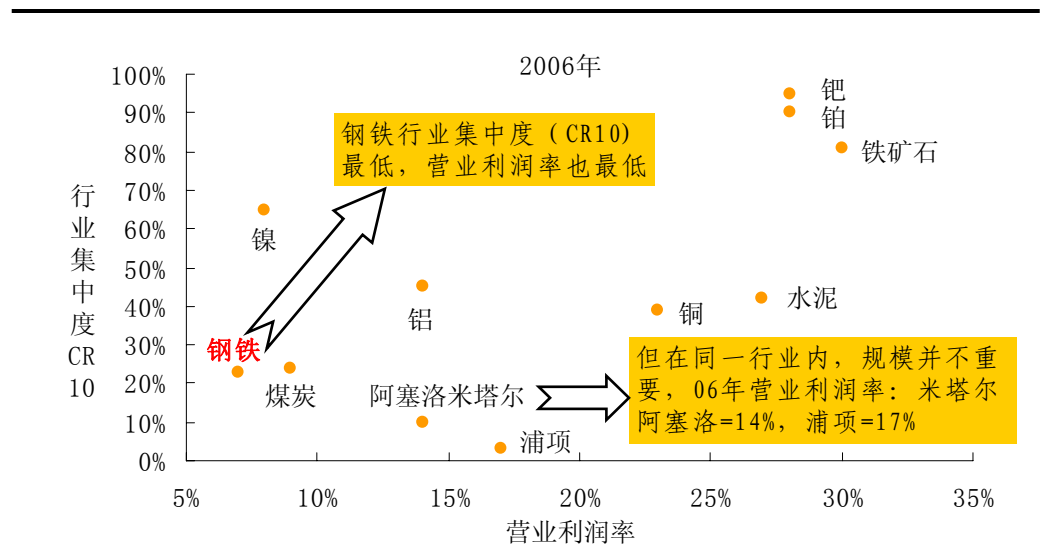


注：CR5 代表前五大企业所占市场份额，上述比较已经合并了米塔尔和阿塞洛，以及塔塔和康力斯的产量

资料来源：普华永道、天相投顾

资料来源：普华永道、天相投顾

图表 14：营业利润率似乎与行业集中度正相关



资料来源：MorganStanley、WSA、天相投顾

在中国，钢铁行业 CR5 不仅远低于全球平均水平，也低于国内汽车和铝业的水平；与此同时，中国粗钢产量及其对铁矿石的消费量均位居全球第一。这表明对中国钢铁行业而言，尽可能控制铁矿石价格涨幅，以及让下游产品接受钢价上涨的重要性要高于其他国家钢铁行业，亦即中国钢铁企业整合的必要性和紧迫性高于其他国家钢铁企业。

图表 15：2006 年中国钢材产量和铁矿石消费量占全球的比重均高于 33%

	钢材产量	铁矿消费量
中国/全球	34%	37%
中国在全球的排名	1	1

资料来源：IISI、USGS、天相投顾



### 2.2.3 单个企业通过并购扩大规模应对未来政策变化的意愿强烈

规模向来是衡量钢铁企业社会地位的重要指标，也直接决定了政府在水、电等费用方面的支持力度。因此对大多数国有钢企和部分民营钢企而言，做大做强具有极强的诱惑力。但目前中国钢铁业达到消费饱和点已为时不远，预计在放行宝钢湛江和武钢防城港千万吨级的钢铁项目后，政府很难再批（尤其是内陆地区）新增钢铁产能，钢铁企业扩大规模的途径将只剩下外延式扩张——兼并收购。

大型企业如宝钢、武钢、鞍钢等为巩固龙头地位，将会加快收购步伐；而中型钢企也不得不寻找新的并购对象，以避免在钢铁产业政策指导下的“大吃小”式钢铁重组，市场一度盛传的新兴铸管和长治钢铁厂洽谈收购事宜便是后者典型的例证。

### 2.3 并购对股价的影响：多为正面和中性

本节中，我们通过 2005 年以来的主要并购案例，比较相关公司在并购前后股价与天相钢铁板块指数走势，进而判断并购对公司股价的影响。

（以 12 月 3 日的收盘价计算，宝钢、鞍钢、武钢市值分别占天相钢铁板块市值比重的 21.59%、15.10% 和 9.16%，比重并不很大，因此我们未考虑并购对板块的带动效应。）

图表 16：2005 年来国内钢铁业主要兼并重组案例

时间	并购方	被并购方	并购方式	备注
NOV-07	米塔尔	东方控股 (0581)	现金收购 73.31% 股权	外资收购内地在港上市钢企
Aug-07	复星集团	海南钢铁 (主营铁矿)	出资 9 亿元现金，控股 60%	民营钢企跨省收购国有钢企
Jun-07	首钢集团	唐山宝业 (300)	控股 70%，并将首钢新钢公司部分设备引入公司	国有钢企跨省收购民营钢企
Sep-07	沙钢集团	河南永兴 (100)	控股 80%	首例民营钢铁企业跨省重组
Aug-07	武钢集团	昆钢集团 (479)	以现金入股，成为其第一大股东，持股比例为 48.41%	国有钢企跨省重组
Aug-07	华菱集团	锡钢集团 (80)	增资 6.5 亿元持有锡钢集团 55% 股权	国有钢企跨省收购合资钢企
Jan-07	宝钢集团	八钢集团 (221)	国资无偿划拨，宝钢集团控股 48.46%，为第一大股东	国有钢企跨省重组
Jun-06	沙钢集团	淮钢集团 (300)	控股 60.4%	民营钢企同省内重组
May-06	马钢集团	合肥钢铁 (75)	控股约 80%	国有钢企同省内重组
Feb-06	唐钢集团	宣钢、承钢 (173)	国资无偿划拨	国有钢企同省内重组
Feb-06	阿赛洛	莱钢股份 (600102)	阿赛洛现金出资，欲成为莱钢股份第二大股东	外资收购国内上市公司 (仍未获发改委批准)
Aug-05	鞍钢集团	本钢集团 (549)	鞍本挂牌成立	预计近几个月内有实质性进展
Jul-05	米塔尔	华菱管线 (000932)	外资现金收购	外资收购国内上市公司
Apr-05	首钢集团	水钢集团 (182)	国资无偿划拨	国有钢企跨省重组
Jan-05	武钢集团	鄂钢集团	国资无偿划拨	国有钢企同省内重组

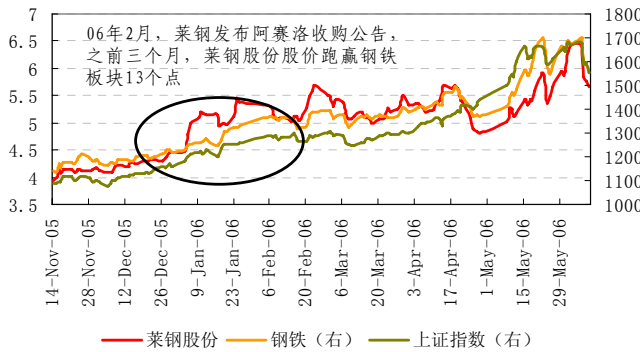
注：括号内为收购前一个整年被并购公司的粗钢产量或股票代码

资料来源：公开资料、天相投顾整理

### 2.3.1 被并购的上市公司股价通常上涨幅度显著

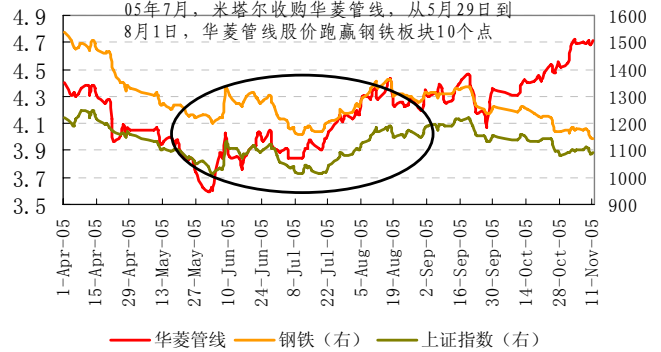
被并购方如果是上市公司，对其的并购要有一定的 PE 溢价，这通常会刺激公司股价上涨。05 年来行业内发生的两起案例较好地证明了这点。

图表 17：莱钢股份被阿赛洛并购期间股价显著上涨



资料来源：天相证券分析系统

图表 18：华菱管线被米塔尔并购期间股价显著上涨

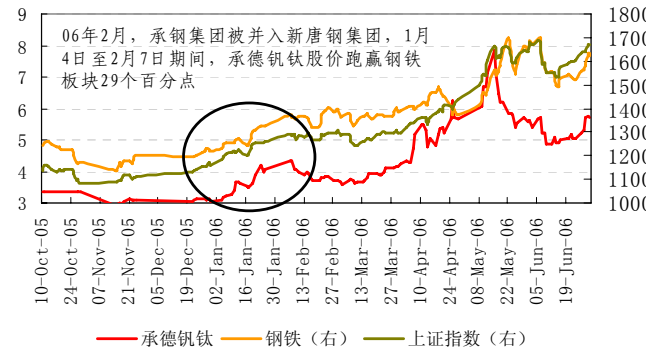


资料来源：天相证券分析系统

### 2.3.2 被并购方集团旗下的上市公司股价也通常会呈现一定上涨

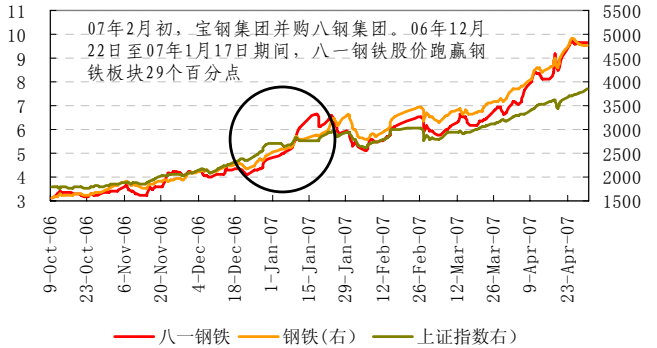
被并购方如果是集团公司，对其的并购也要有一定的溢价，这通常也会刺激到旗下上市公司股价上涨。06 年来行业内发生的三起案例较好地证明了这点。

图表 19：在集团被并购期间承德钒钛股价显著上涨



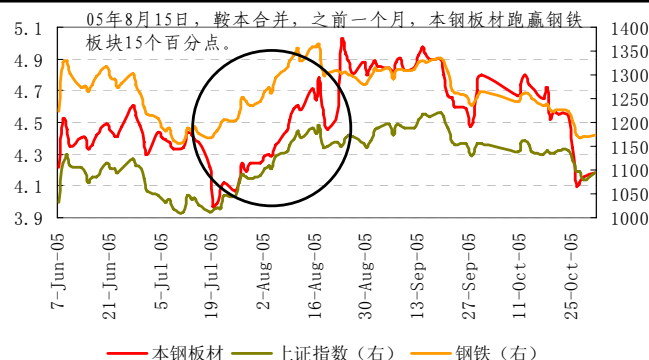
资料来源：天相证券分析系统

图表 20：在集团被并购期间八一钢铁股价显著上涨



资料来源：天相证券分析系统

图表 21：在集团被并购期间本钢板材股价显著上涨

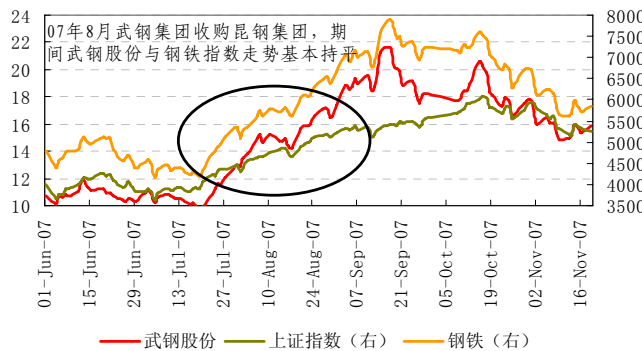


资料来源：天相证券分析系统

### 2.3.2 并购方集团旗下上市公司股价表现不一

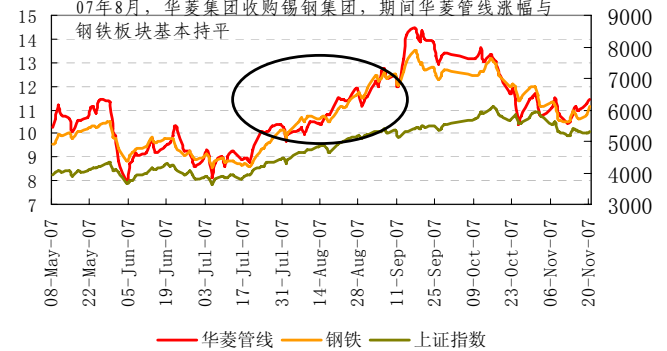
并购方如果是集团，其旗下上市公司股价的表现取决于集团收购资产的状况，以及收购价格是否符合预期。05 年来发起的五起案例中，仅鞍钢股份在鞍钢集团收购本钢集团时股价上涨显著，其他均表现一般。

图表 22：在集团收购昆钢时武钢股份股价表现一般



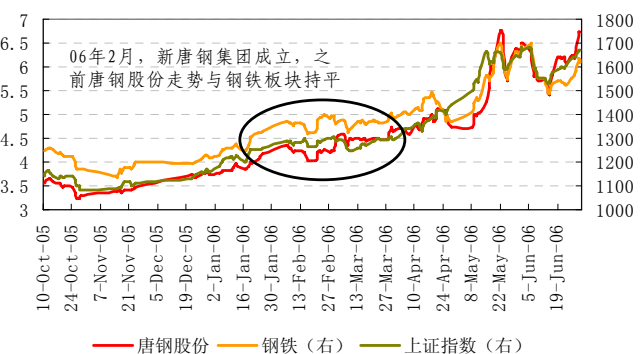
资料来源：天相证券分析系统

图表 23：在集团收购锡钢时华菱管线股价表现一般



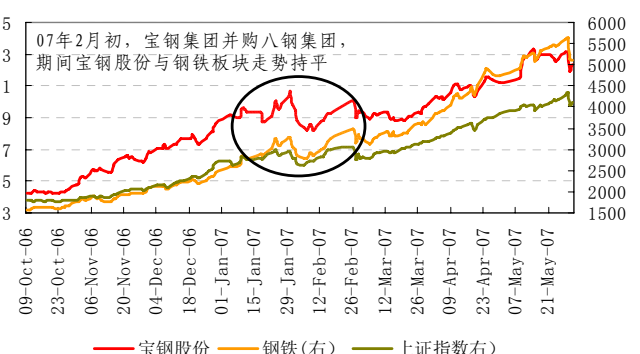
资料来源：天相证券分析系统

图表 24：在新唐钢集团成立时唐钢股份股价表现一般



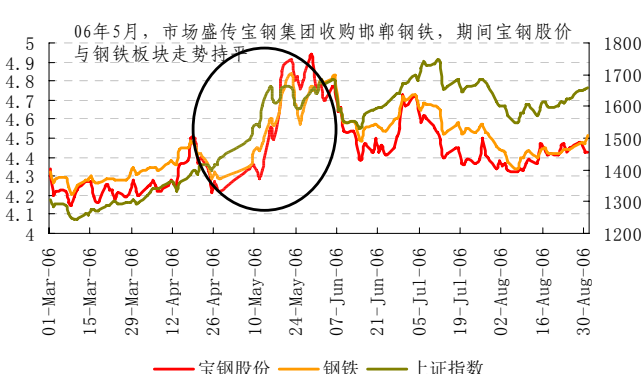
资料来源：天相证券分析系统

图表 25：在集团并购八钢时宝钢股份股价表现一般



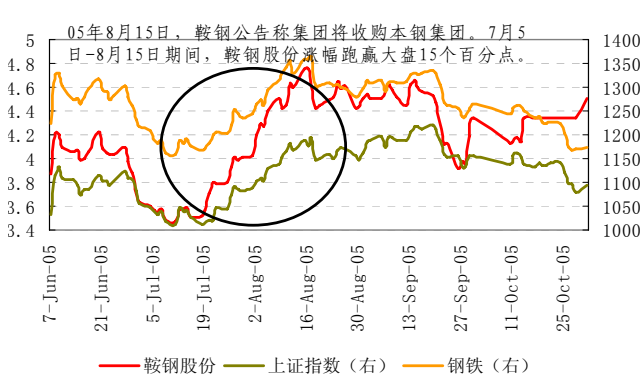
资料来源：天相证券分析系统

图表 26：在传集团收购邯钢时宝钢股份走势一般



资料来源：天相证券分析系统

图表 27：在集团并购本钢时鞍钢股份股价上涨显著



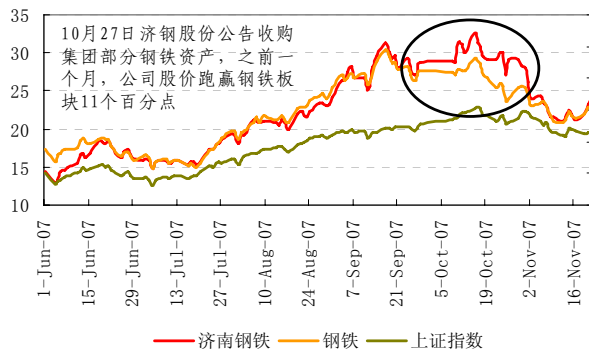
资料来源：天相证券分析系统

### 2.3.2 并购方上市公司股价表现不一

如果并购方是上市公司，其股价表现依据收购资产以及市场预期而定，通常也会

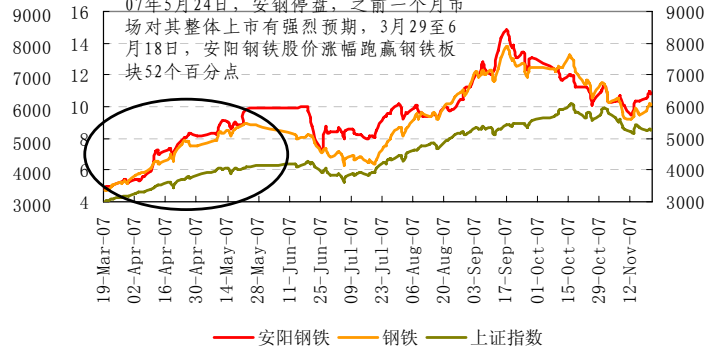
有较好的表现。按 05 年来发生的三起案例来看，整体上市前夕公司股价上涨显著。

图表 28：整体上市前夕济南钢铁股价涨幅显著



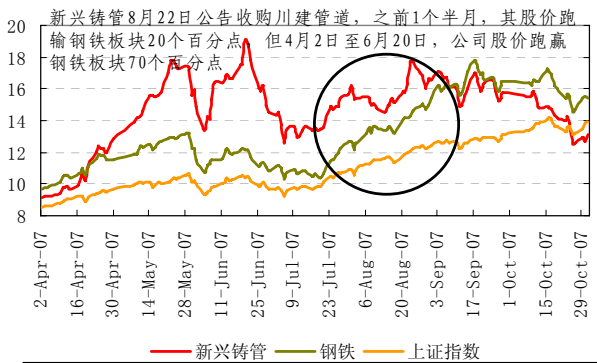
资料来源：天相证券分析系统

图表 29：整体上市前夕安阳钢铁股价上涨显著



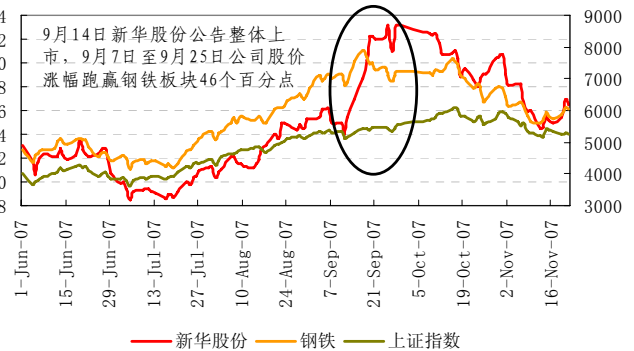
资料来源：天相证券分析系统

图表 30：收购川建前夕新兴铸管股价表现一般



资料来源：天相证券分析系统

图表 31：整体上市前夕新华股份股价上涨显著



资料来源：天相证券分析系统

### 3. 重点公司推荐及风险提示

#### 3.1 存在并购可能的公司

图表 32：存在并购整合预期的公司一览

收购方	被收购方	备注	08 年存在并购可能
宝钢集团 (2253)	韶钢集团 (426)	合建的湛江港千万吨级钢铁项目中, 宝钢控股 51%	✓
规划在 2010 年实现 5000 万吨粗钢产量, 2012 年实现 8000 万吨粗钢产量	包钢集团 (748)	已签订战略联盟协议	
	邯钢集团 (792)	合建的新区 500 万吨板材项目中, 双方各占 50% 股权	
	马钢集团 (1091)	已结成战略联盟协议	
	新余钢铁 (457)	合建 300 万吨薄板项目	✓
宝钢股份 (600019)	八一钢铁 (600581)	宝钢集团已是八钢集团实际控制人	✓
鞍钢集团	本钢集团 (726)	预计 08 年年初有实质性合并	✓





	凌钢集团 (210)	合建的朝阳 200 万吨板材项目中, 鞍钢控股 75%	✓
	三钢集团	已签订合作框架协议	
鞍钢股份 (000898)	本钢板材 (000761)	集团实质性合并后, 将会启动上市公司间合并	
	柳钢集团	预计防城港项目 08 年可能获批, 之后武钢将会实质性重组柳钢	
武钢集团	重钢集团	同处中南地区, 市场曾传武钢与宝钢争抢重钢	
规划在 2010 年实现 5000 万吨钢铁产能	攀钢集团	集团董事长樊政伟 03 年调入攀钢之前, 曾在武钢工作 32 年	
	杭钢集团 (332)	市场曾传武钢欲借打通华东市场, 靠近出海口 (杭钢靠近北仑港)	✓
攀钢集团	重钢集团	同处西南地区, 曾有重组传闻	✓
复星集团	杭钢集团 (332)	双方均持有宁波建龙股权	
太钢集团 (626)	天津钢管集团 (120)	合建天津天管元通不锈钢制品有限公司 (一期)	
首钢集团	唐钢集团	双方合建京唐钢项目	
首钢股份 (000961)	首钢迁钢	渐进式整体上市, 预计于 08 年下半年以后启动	✓
邯钢集团	河北南部民营钢企	邯钢是河北南部钢铁业整合的核心力量	
邯钢股份	集团舞阳钢铁	整体上市	
济钢集团	莱钢集团 (1079)	曾宣布将在 06 年 10 月重组为山东钢铁集团	✓
新兴铸管 (000778)	长治钢铁 (222)	市场曾传新兴铸管与长治钢铁洽谈并购事宜	✓
三钢闽光 (002110)	集团中厚板资产	上市初集团承诺	✓
抚顺特钢 (600399)	东特集团资产	整体上市	✓
本钢板材 (000761)	集团持有的二冷轧股权	集团承诺	✓
凌钢股份 (600231)	集团矿业资产	整体上市	✓
承德钒钛 (600357)	集团矿业资产	整体上市	✓
酒钢宏兴 (600307)	集团矿山资产	整体上市、外资并购	✓
唐钢股份 (000709)	集团不锈钢资产	整体上市	✓

资料来源: 公开资料、天相投顾

### 3.2 并购带来的个股投资机会

被并购的公司以及整体上市的公司股价在一段时期内通常会有较好表现, 因此在本报告中, 我们主要关注 08 年存在并购可能的这类上市公司。

我们重点推荐具有并购重组概念, 且价值低估的承德钒钛、三钢闽光和莱钢股份, 同时也建议投资者关注本钢板材、唐钢股份。首钢股份我们暂时维持“中性”评级, 具体参见 11 月 15 日推出的调研报告, 后期我们密切跟踪其资产收购进程。

图表 33: 08 年存在并购重组预期的重点公司介绍

代码	名称	简要分析
600357	承德钒钛	公司 08 年有望实现 500 万吨钢材产量和 1.45 万吨钒产品产量, 较 07 年分别增加 20%-30%, 08、09 年公司可能收购集团矿业、焦化资产实现整体上市。预计公司 07、08 年 EPS 分别为 0.51 元、0.92 元, 由于公司钒产品业务贡献 08 年 35% 的净利润, 公司的估值倍数理应高于普钢公司, 给予“增持”评级。
002132	三钢闽光	08 年集团将会兑现承诺, 将已达产的中厚板资产注入上市公司。不考虑并购因素, 预计公司 07、08 年 EPS 分别为 0.84 元、1.07 元, 公司 08 年 PE 在行业内处偏低水平, 给予“增持”评级。
600102	莱钢股份	公司控股股东在 08 年存在和济钢集团重组的可能, 预计公司 07、08 年 EPS 分别为 1.24 元、1.51 元, 估值倍数低于行业平均水平, 给予“增持”评级。
000761	本钢板材	07 年底、08 年初鞍钢集团将溢价收购本钢集团, 与此同时, 本钢板材可能收购与浦项合资的二冷轧厂, 之后鞍钢股份可能换股合并本钢板材。不考虑并购因素, 预计公司 07、08 年 EPS 分别为 0.53 元、0.62 元, 给予“增持”评级。
000709	唐钢股份	公司存在收购集团不锈钢资产的预期, 预计 07、08 年公司 EPS 分别为 0.98 元、1.06 元, 给予“增持”评级。
000959	首钢股份	公司收购集团迁钢资产, 但注入时间可能在 08 年下半年以后, 预计公司 07、08 年 EPS 分别为 0.25 元、0.28 元, 暂时给予“中性”评级。

资料来源: 天相投顾

图表 34: 08 年存在并购重组预期的重点公司盈利预测

代码	公司简称	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			投资评级
		2006 年	2007 年 (E)	2008 年 (E)	2006 年	2007 年 (E)	2008 年 (E)	
600357	承德钒钛	0.37	0.51	0.92	13.19	29.59	16.40	增持
002110	三钢闽光	0.83	0.79	0.97	0.00	17.46	11.55	增持
600102	莱钢股份	0.81	1.24	1.51	7.57	13.87	11.39	增持
000709	唐钢股份	0.63	0.98	1.06	8.89	19.03	17.59	增持
000761	本钢板材	0.53	0.53	0.62	10.19	25.28	21.61	增持
000959	首钢股份	0.21	0.25	0.28	16.24	30.44	27.18	中性

注: 07、08 年市盈率按照 2007 年 12 月 4 日收盘价计算得到

资料来源: 天相投顾

### 3.3 风险提示

由于实施并购的具体时间存在不确定性, 我们提示投资者注意风险。

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+ )5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

### 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

### 天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014