

钢铁

初学良

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

6-12 个月目标价：7.00 元

当前股价：5.61 元

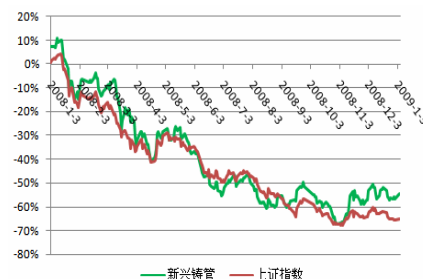
评级变动：维持

基本资料

上证综指	1820.81
发行总股本(百万)	1174.51
流通股本(百万)	740.03
流通市值(亿)	41.51
EPS (ttm)	0.51
每股净资产(元)	4.22
净资产收益率(%)	9.05

股价表现

(%)	1M	3M	6M
股票价格	5	-11	-7
上证综指	-3	-21	-31



相关报告

新兴铸管（000778）

推荐

防御期优先配置的给排水管材龙头

公司作为国内最大的球墨铸铁管龙头企业，受益于国家基建投资的快速增长。随着城市化进程的不断加快和供排水管网建设中管材使用观念的转变，球墨铸铁管未来市场潜力巨大。公司 09 年业绩有望保持正增长，这在钢铁股中也为数不多。在 09 年悲观的市场预期下，稳定的业绩表现和巨大的市场潜力是公司最大的两个亮点。

投资要点：

- 公司是国内最大、世界第二的球墨铸铁管生产企业，市场占有率 40%。球墨铸铁管在发达国家使用率高，球墨铸铁管占铸铁管比例超过 90%，我国比例仅为 27%，巨大差距显示广阔的市场潜力。而且从我国管网使用结构和使用年限等因素综合考虑，球墨铸铁管作为优质的管材产品，其应用会更加广泛。
- 公司普钢产品为螺纹钢，属于建筑钢材。国家 4 万亿投资拉动的主要钢材品种是建筑钢材，因此普钢产品短期内需求无忧。
- 离心铸钢管是公司未来重点打造的又一重点产品。离心铸钢管主要包括双（多）金属复合管和高合金管，主要应用于锅炉和油气田领域，属于高附加值产品。短期内由于两种产品处于投试阶段，产量有限难以对业绩有多大帮助。公司目标产能 5 万吨，2010 年后或将成为业绩增长的重要推动力。
- 公司原材料和产成品库存较少，计提减值准备的压力小，09 年成本压力不大。截至 08 年 9 月份，公司铁矿石和焦煤库存不到 1 个月，球墨铸铁管不到 2 万吨，因此计提减值准备的压力很小。公司长协矿比例仅为 17.65%，而且拥有自行炼焦能力，在可预见的 09 年成本压力不大。
- 公司 08 年底获得公司本部增值税退税收入 5769 万元，河北新兴增值税退税收入 3871 万元，实际增加公司权益净利润 8672 万元，增厚公司 08 年业绩 7 分钱。
- 维持公司推荐的投资评级：公司 2008-2010 年 EPS 分别为 0.45、0.53、0.66，年复合增长率达到 21%。基于公司特定的产品结构和钢铁行业估值水平，综合考虑公司管材行业的领先地位，我们给予公司 09 年业绩 13 倍市盈率的估值水平，6-12 月目标价为 7 元，维持公司推荐的投资评级。

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	14258	17530	19810	22840
同比增长	29.53%	22.95%	13.01%	15.30%
净利润(百万元)	587	523	617	781
同比增长	22.8%	-11.0%	17.9%	26.6%
毛利率	14.5%	11.9%	12.0%	12.7%
ROE	12.2%	10.4%	11.4%	13.1%
每股收益(元)	0.50	0.45	0.53	0.66
市盈率	11.22	12.60	10.69	8.44
市净率	1.37	1.31	1.21	1.10

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、公司基本情况.....	3
二、公司相关产品分析	4
1、球墨铸铁管：未来市场空间巨大，受益城市化和基建投资加快	4
1.1 球墨铸铁管介绍	4
1.2 球墨铸铁管在国外的应用	5
1.3 球墨铸铁管我国的使用情况	5
1.4 球墨铸管世界产能分布和我国未来市场需求预测	9
2、普钢产品：以建筑钢材为主，正在积极谋求转型	11
3、离心铸钢管：短期内难以提升业绩，但承载公司未来前景	12
三、公司经营状况分析：库存较少，计提减值准备压力小，09 年成本压力不大	14
1、库存压力很小，公司 08 年四季度不存在计提减值准备的必要性	14
2、公司 08 增值税退税款增厚公司业绩	14
3、公司 09 年成本压力小	14
四、估值分析	15
图 1 发达国家球墨铸铁管占铸铁管总产量比例及美国近年数据	5
图 2 2006 年我国城市供水管网管材比例	6
图 3 2006 年我国供水管网主干网非正常运行原因	6
图 4 2006 年我国城市管材使用年限	7
图 5 我国居民用水均价历年变化	7
图 6 我国城市供、排水管道长度增长率	8
图 7 国家 4 万亿投资分配计划	8
图 8 我国球墨铸管年需求量预测	9
图 9 新兴铸管球墨铸铁管及配件历年出口量和占比情况	10
图 10 公司产能分布	11
图 11 公司离心铸钢管产品升级情况	12
表 1 目前公司持股比例	3
表 2 公司分产品产量	3
表 3 分产品营业收入占比	3
表 4 公司近三年盈利情况	3
表 5 铸铁管分产品技术指标比较	4
表 6 供水管材事故率和使用寿命比较	4
表 7 管材使用年限分析	7
表 8 世界球墨铸铁管产能分布	9
表 9 公司产能分布	10
表 10 国内主要竞争对手	10
表 11 国家 4 万亿投资带动钢材需求预测	11
表 12 公司复合管材情况	13
表 13 公司收入相关预测	15
表 14 相关公司估值参考	15
表 15 国际估值比较	16

一、公司基本情况

新兴铸管（000778）是由新兴铸管集团有限公司独家发起成立的综合性钢铁企业。公司以钢铁生产为基础，以铸管产品为主导，是我国球墨铸铁管及管件最大生产基地。铸管产品以离心球墨铸铁管及配套管件为主，钢材产品以建筑钢材为主，其他品种钢材为辅。

公司于 1997 年 6 月在深交所上市，发行总股本 3.20 亿股，经过配股、转增和增发以后，目前总股本 11.75 亿。08 年 11 月 11 日公司 4.34 亿股限售股解禁，公司成为继宝钢股份之后第二家全流通的钢铁股。

表 1 目前公司持股比例

持股性质	持股数量	持股比例（%）
新兴铸管集团有限公司	57961.00	49.35
其他持股	59490.66	50.65
股份总数	117451.66	100.00

资料来源：公司资料

离心球墨铸铁管及配套管件广泛用于城镇供水输气，是城镇基础公用事业建设配套的产品。各种钢材产品广泛应用于包括建筑、桥梁、机械制造等多种现代工业行业和基础建设中，是不可或缺的基本材料产品。钢格板广泛用于各种工业平台、道路建设。

表 2 公司分产品产量

产量（万吨）	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 中
离心球墨铸铁管产品及配套管件	83.49	82.01	84.08	101.14	60.27
钢铁产量	114.24	122.04	171.12	224.09	115.96
钢格板	3.24	5.01	4.57	5.93	3.76

资料来源：公司资料

表 3 分产品营业收入占比

产品分类	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 中
铸管产品及配件	36.28%	34.39%	30.35%	28.74%	30.69%
钢铁产品	58.03%	57.46%	60.20%	64.63%	62.47%
其他产品	5.69%	8.15%	9.46%	6.63%	6.84%

资料来源：公司资料

表 4 公司近三年盈利情况

财务指标	2005 年	2006 年	2007 年	2008 中
营业总收入(百万元)	9702.06	11007.33	14258.10	10606.87
增长率%	10.24%	13.45%	29.53%	70.55%
归属母公司净利润(百万元)	509.77	478.36	587.41	335.94
增长率%	-18.03%	-6.16%	22.80%	10.60%
销售毛利率	17.30%	16.96%	14.55%	12.05%
基本每股收益（元）	0.434	0.407	0.500	0.303

资料来源：公司资料

二、公司相关产品分析

公司主要产品分为三大块：球墨铸铁管、普通钢材、离心铸钢管

1、球墨铸铁管：未来市场空间巨大，受益城市化和基建投资加快

1.1 球墨铸铁管介绍

铸铁管是由生铁制成，多用于给水、排水和煤气管道等管道工程。按其制造方法的不同可以分为：砂型离心承插直管、连续铸铁直管及砂型铁管。按其所用材料的不同可以分为：灰口铁管、球墨铸铁管及高硅铁管。

在 1948 年以前，铸铁管材质都是灰铸铁，其生产工艺多采用砂型铸造和连续拉管工艺。1948 年，球墨铸铁的发明及离心铸管机的完善，使铸管生产开始了两个明显的转变，即：材质由灰铸铁转变为球墨铸铁；制造工艺由连续拉管法转变为连续铸造法。材质及生产工艺的转变，使铸铁管的性能和质量大为提高。

球墨铸铁管属于柔性管，利用离心铸造成形，管壁致密。因其中的石墨形态为球状，能承受较大的静荷载及地面动荷载。其基体以铁素体为主，是延伸率、刚度、抗拉强度均较大的金属管道。使用中，管段不易弯曲变形，有较好的抗压、抗氧化、抗腐蚀等性能。在埋地管道中能与管周围的土壤共同工作，改善管道的受力状态，提高管网的使用可靠性。其接口为柔性接口，具有伸缩性和曲折性，拆装方便、承受局部沉陷的能力好。特别在有地下水或管内有少量余水的状态下维修容易，比非金属管材维修难度小。安装和维修费用都相对较低，因此得到越来越广泛的应用。

表 5 铸铁管分产品技术指标比较

指标项目	单位	球墨铸铁管	灰口管	钢管
抗拉强度	N/mm ²	≥420	140	≥420
抗弯强度	N/mm ²	≥600	340~400	≥410
屈服极限	N/mm ²	≥300	100~170	≥300
冲击韧性	J/cm ²	50~100	75	50~100
伸长率	%	≥10	0	≥10
出厂试验压力	MPa	6.00	1.96	4.90
工作压力	MPa	4.00	0.735	2.49
耐腐蚀性	-	好	好	差

资料来源：公司资料 中投证券研究所

表 6 供水管材事故率和使用寿命比较

特 性	供水管材					
	球墨铸铁管	灰口铸铁管	钢管	预应力管	石棉水泥管	塑料管 PVC
平均事故率/次*km	0.14	0.55	0.50	0.54	1.72	4.68
使用寿命/年	100	50-100	20-30	50	30-50	30-50
事故主要为爆管、折管、口漏等						

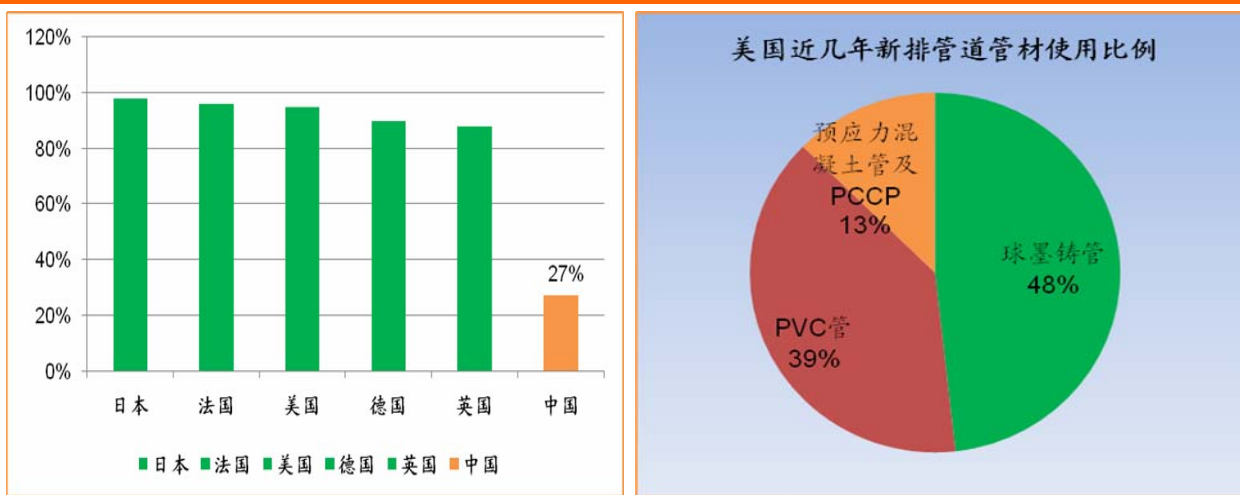
资料来源：中投证券研究所

通过比较发现：球墨铸铁管在抗拉、抗弯、硬度、延伸率、工作压力等方面的技术性能都优于灰口铸铁管，而在耐腐蚀性能方面又优于钢管。平均事故发生率远低于其它管材，使用寿命也拥有优势。从球墨铸铁管、灰口铸铁管、钢管的力学性能来看，球墨铸铁管的抗拉强度、抗压强度比灰口铸铁管高出 1 倍以上，比钢管也高很多。

1.2 球墨铸铁管在国外的应用

球墨铸铁管内在的优良品质，促使世界上的一些工业发达国家从 50 年代起就开始了球墨铸铁管的生产，并逐步推广离心制造工艺，迅速提高了产量，到 70 年代已基本完成了球墨铸铁管取代灰铁管的换代过程，使球墨铸铁管在工程使用比例上超过 90%。以美国为例，美国近几年新排管道管材球墨铸铁的使用比例为 48%，球墨铸铁管在工程建设中的广泛应用成为一种大的趋势。同时，发展中国家也在不断推广，我国颁布的《2010 城镇供水行业发展规划和 2020 远景目标》指定球墨铸铁管是未来供水行业的主导管材。

图 1 发达国家球墨铸铁管占铸铁管总产量比例及美国近年数据



资料来源：公司资料 中国水网 中投证券研究所

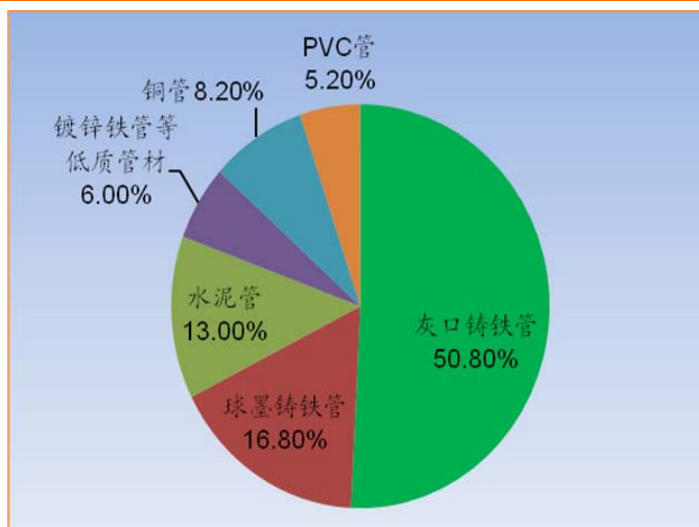
近年来不但供水供气用球墨铸铁管增多，污水、中水用球墨铸铁管的需求量也在增加。乡镇水厂和房地产开发商也加入到球墨铸铁管的需求行列，且占需求总量的 20%~30%。随着我国国民经济的快速发展，城镇扩建、改造规模空前，城市供水系统的建设和更新，城市的煤气管道化的进一步发展，工业建设中基础设施如输气、供排水工程、排污工程的建设都为球墨铸铁管带来了巨大的市场需求。

1.3 球墨铸铁管我国的使用情况

我国是在 80 年代中期从德国、美国引进球墨铸铁管的生产技术和设备，现已自行研制开发了水冷金属型、热膜法及树脂砂衬离心球墨铸铁管铸造技术，并达到国际较高水平。在国内，球墨铸铁管优越的性能也被广大用户所认同，我国将其确定为“十一五”、“十二五”期间管道建设的推荐产品。目前我国球墨铸铁管的生产能力每年已达 300 万吨，年产量在 250-300 万吨，约占世界总产量的 30%。2007 年，我国球墨铸铁管约占铸铁管总量使用比例的 27%，与发达国家的 90%相比差距很大，同时也意味着球墨铸铁管未来市场的潜力巨大。

图 2 2006 年我国城市供水管网管材比例

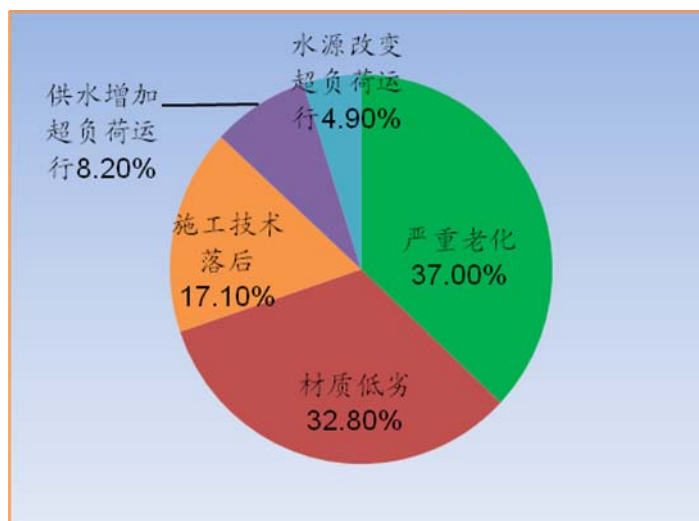
从我国供水管材使用产品比例上可以看出：随着灰口铸铁管、水泥管的逐步淘汰，球墨铸铁管市场空间很大



资料来源：建设部 中投证券研究所

图 3 2006 年我国供水管网主干网非正常运行原因

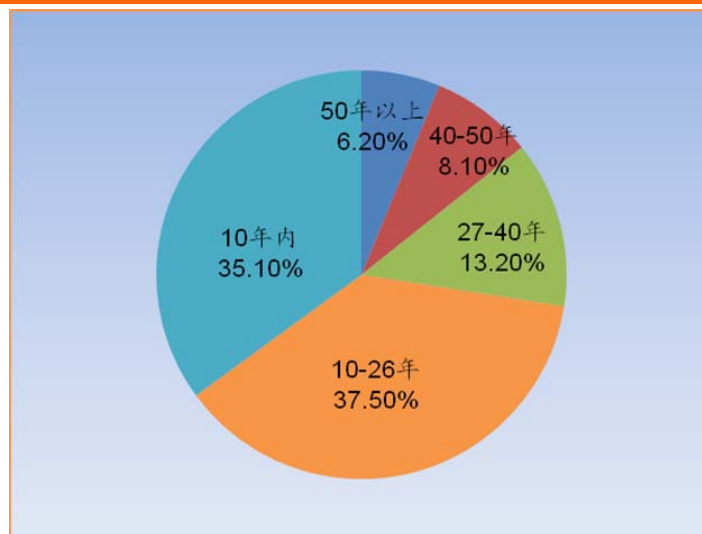
从我国供水管网主干网非正常运行原因上可以看出：供水管材要求越来越高



资料来源：建设部 中投证券研究所

现有供水管网主干网中，灰口铸铁管比重最大，大多数城市达 50% 以上。但由于其综合性能较差，已经不符合国家基础建设的要求，因此灰口铸铁管会从供水管道市场中逐步淘汰。镀锌铁管、水泥管等低质管材的材质也较差，抗冲击和抗腐蚀能力也远低于球墨铸铁管，未来应用比例会逐步下降。这些缺陷是造成我国供水管网主干网非正常运行的主要原因，直接导致漏损率较高，水资源浪费严重。而我国水资源短缺，人均水资源少而且地区分布不均衡，因此使用漏损率低的节约型管材成为发展趋势。铜管造价较高，因此较难推广。PVC 管综合性能相对较好，但目前受直径长度以及大口径生产企业少的限制（供水主干网直径一般在 1000 毫米以上），应用比例也不高。墨铸铁铁管优良的综合性能决定其是未来一定时期内供排水管材的最佳选择。

图 4 2006 年我国城市管材使用年限



资料来源：建设部 中投证券研究所

从我国供水管材使用年限比例上可以看出：
球墨铸铁管的应用才刚刚起步

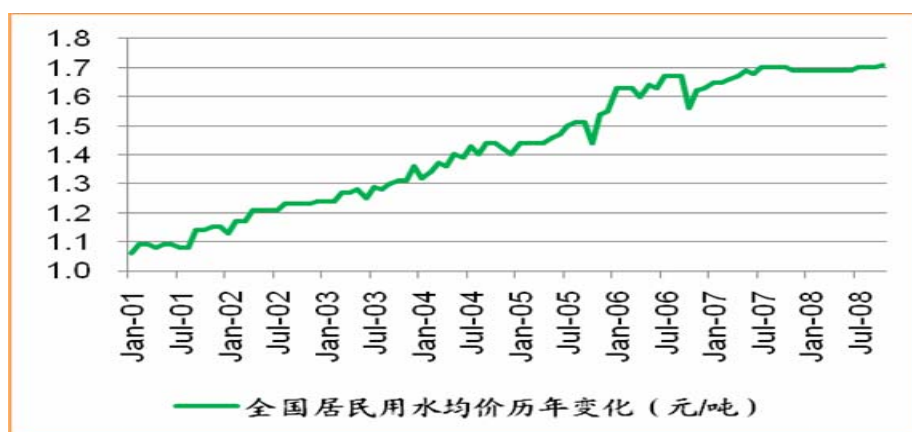
我国从 1985 年才开始引进球墨铸铁管生产技术，真正应用应该在 1990 年以后。从管材使用年限上看，我国有 27% 的管材使用年限超过 27 年，属于必须淘汰掉的部分。10~26 年使用年限的灰口管部分也会逐步淘汰，因此管材产品的淘汰升级带来巨大的市场潜力。

表 7 管材使用年限分析

使用年限	应用管材	备注	市场定位
50 年以上	低质管材：灰口铁管、水泥管		必须淘汰
40-50 年	多是低质管材		必须淘汰
27-40 年	多是低质管材	80 年代末期球墨铸铁生产技术被引进	必须淘汰
10-26 年	部分球墨铸管，部分灰口铸铁管	球墨铸铁管技术成熟并开始应用	灰口管逐步淘汰
10 年之内	球墨铸铁管和各种复合管材	球墨铸铁管得到重视开始推广	继续使用
未来	球墨铸铁管和 PVC 管	管材竞争激烈，球墨铸铁管依然是较好选择	重点使用

资料来源：中投证券研究

图 5 我国居民用水均价历年变化



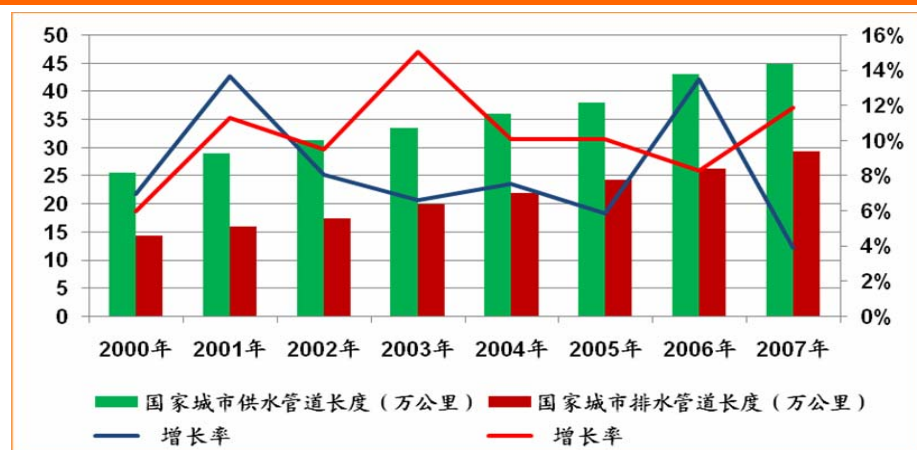
资料来源：CEIC 中投证券研究所

入世以后，跨国水务集团不断进入我国，我国的水务市场市场化进程也在不断加快，供水和污水处理企业股份制改造的工作正在普遍推行。竞争机制的引入有利于我国水务市场的逐步完善，水务投资速度也在加快。我国居民用水价格的不断提高会改善水务企业的盈利能力，从而使企业有能力使用综合性能更好的管材产品，而不是只追求短期利益使用材质较差、漏损率较高的低端产品。

从我国供水管网使用管材比例、主干网非正常原因、管材使用年限以及水务市场化多方面考察，未来球墨铸铁管的应用会更加普遍。

国家城市供水管道 2007 年增速为 3.90%，低于前 6 年。2008 年供水管道有望在国家刺激政策带动下回升，2009 年增速会进一步提高。排水管道建设长度增速为 11.88%，上升势头在未来几年会继续保持。球墨铸铁管作为主要的供排水管材，需求增长会加速。

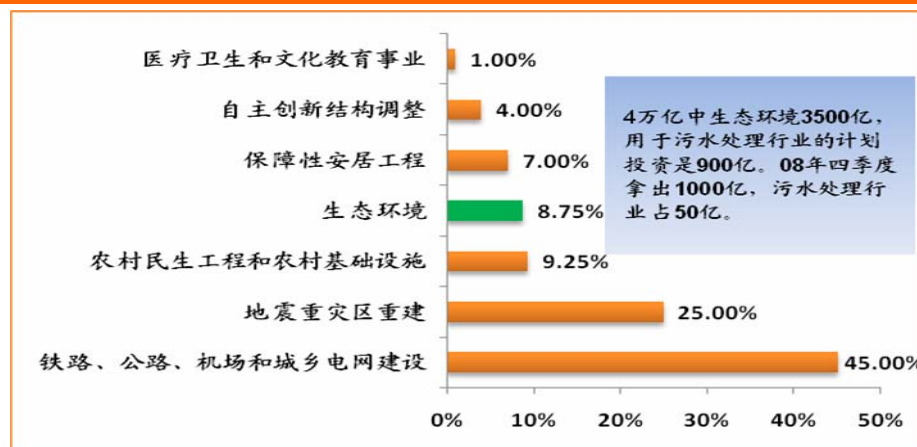
图 6 我国城市供、排水管道长度增长率



资料来源：建设部 中投证券研究所

国家前期公布的 4 万亿投资计划中强调要加强生态环境建设，加快城镇污水、垃圾处理设施建设和重点流域水污染防治。生态环境计划投资额为 3500 亿，污水处理行业 900 亿。另外，灾后重建、保障性安居工程和农村基建等会涉及到管网建设。

图 7 国家 4 万亿投资分配计划



资料来源：发改委 中投证券研究所

图 8 我国球墨铸管年需求量预测



资料来源：发改委 中投证券研究所

“产品升级换代+政策推动”是带动球墨铸铁管需求增长的双动力。预计我国球墨铸铁管未来两年需求量将以超过 15% 的速度递增。

1.4 球墨铸管世界产能分布和我国未来市场需求预测

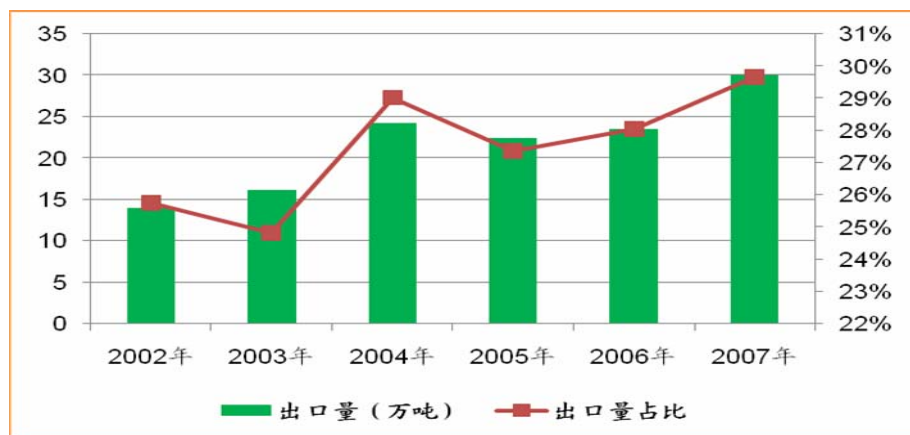
球墨铸铁管产能主要分布在发达国家，但随着我国城市化、工业化进程的不断加快带来的管材产品的不断升级换代，球墨铸铁管产能开始向我国等发展中国家转移，这将带来我国球墨铸铁管产品出口量的不断提升。

表 8 世界球墨铸铁管产能分布

公司名称	产能 (万吨)	工厂数	产品规模 mm
法国圣戈班穆松桥	170 (中国 60)	20	80-2000
新兴铸管	157	3	80-2600
日本久保田公司	75	2	80-2600
美国管子铸造公司	50	4	100-1600
北台钢铁集团	50	1	100-1200
美国麦克为铸造公司	47.5	5	80-900
美国铸铁管公司	45	1	100-1600
印度钢铁公司	30	2	80-1000
美国格里飞管道公司	27.5	3	100-600
安钢永通	25	1	80-1200
日本栗本公司	20.5	2	80-2600
光大铸管	20	1	80-1000
济钢铸管	20	1	80-1200

资料来源：铸管网 中投证券研究所（红色代表国内产能）

图 9 新兴铸管球墨铸铁管及配件历年出口量和占比情况



资料来源：建设部 中投证券研究

国内最大的球墨铸铁管生产企业为新兴铸管, 2007 年产量超过 100 万吨, 市场占有率达到 40%。2007 年其球墨铸铁管出口 30 万吨, 占球墨铸铁管总产量的 29.70%。

国内第二大生产企业为全球最大的球墨铸铁管生产企业法国圣戈班穆松桥公司, 目前在我国的产能为 60 万吨, 2007 年产量为 40 万吨。公司正在建设一条 15 万吨的大口径球墨铸管生产线, 主要投放于国际市场。

表 9 公司产能分布

控股子公司	DN: mm	产量 (万吨)	产能情况 (万吨)	控股比例
河北本部 (二铸管)	80-2600	30	30	100%
河北新兴 (一铸管)	350-1000	37.39	40	75%
芜湖新兴	80-1400	36.45	40 万吨一般口径球墨铸铁管 10 万吨大口径球墨铸铁管-已投产	60%
湖北黄石新兴	100-1000	-	20	60%
川建管道	80-1200	15	15	55%
桃江新兴	80-2200	2.04	2 万吨管件	90%
石家庄新兴	1000-1600	5	停产淘汰	60%

资料来源：公司资料 中投证券研究所

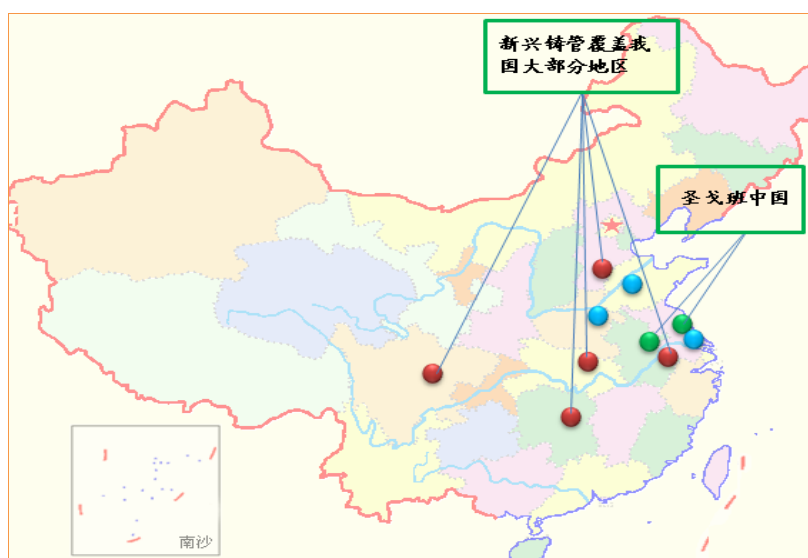
公司 2008 年拥有球墨铸铁管产能 155 万吨 (未包括 2 万吨管件), 2008 年预计产量在 120 万吨, 产能利用率 77.42%。2009 年公司预计产量为 145 万吨左右, 产量增长率约为 21%。

表 10 国内主要竞争对手

国内主要竞争对手	产能 (万吨)	备注
法国圣戈班穆松桥	60	另有大口径 15 万吨产能在建 (用于出口)
北台钢铁集团	50	停产或产能利用率极低
安钢永通	25	规模较小, 直径较短限制
光大铸管	20	规模较小, 直径较短限制
济钢铸管	20	规模较小, 直径较短限制

资料来源：中投证券研究所

图 10 公司产能分布



资料来源：中投证券研究

从主要产能分布区域来看，公司业务基本可以覆盖全国大部分地区，公司在全国重点城市拥有 16 个销售分公司。川建管道是西部地区最大的铸管企业，可以满足西部未来的市场需求。南部可以覆盖广东福建等省，北部可以覆盖华北和部分东北地区，这是其他竞争对手所不可比拟的。第二大的圣戈班中国只覆盖江苏和安徽及周边地区，区域竞争性不强。再剩下的铸管企业一般只有一家工厂，属于地方性企业。

由于公司在东北地区没有生产线，而球墨铸铁管的运输费用较高，公司正在规划涉足东北市场。北台钢铁集团拥有 50 万吨球墨铸铁管产能，但处于停产状态。通过收购或者控股的方式进入北台钢铁集团，可以减小公司相关产品的运输成本，扩大公司的区域竞争实力。但最终是否成行，取决于多方的博弈，短期内还无定论。

2、普钢产品：以建筑钢材为主，正在积极谋求转型

普通钢材是公司另一主要产品，主要以建筑用钢为主。2007 年钢材产量为 224 万吨，产量占比 67.67%。建筑钢材虽然属于低端品种，但未来两年在国家 4 万亿政策带动下，需求得到一定支撑，4 万亿预计为未来两年年均带来 3000 万吨左右需求增量，新增投资主要围绕保障性住房、交通建设、基建等展开，用钢以建筑钢材为主。

表 11 国家 4 万亿投资带动钢材需求预测

	计划投资额 (万亿元)	新增投资比例	新增投资额 (万亿元)	固定资产投资消费钢 材强度(吨/亿)	新增钢材需 求(万吨)	未来两年年均新 增需求(万吨)
假设 1	4	40%	1.6	3500	5600	2800
假设 2	4	60%	2.4	3500	8400	4200
假设 3	4	40%	1.6	3000	4800	2400
假设 4	4	60%	2.4	3000	7200	3600

资料来源：中投证券研究所

公司的建筑钢材也在谋求转型，未来要加大高端品种（三级钢筋）的生产力度。公司三级钢筋混凝土热轧带肋钢筋于2004年获得国家实物质量金杯奖，质量水平获得市场和认可。新III级钢筋（HRB400级钢筋）主要用于大中型钢筋混凝土结构和高强混凝土结构构件中的受力钢筋，是我国今后钢筋混凝土结构构件受力钢筋用材最主要品种之一。而且国家工信部李毅中表示我国高强度的三级钢筋比较缺乏，未来钢铁行业技术扶持政策和收储政策中高强度的三级钢筋是收益品种之一。

虽然普钢产品在政策带动下需求得到支撑，但产品同质性高附加值低，未来市场竞争力弱。公司正在逐步转型，谋求产品结构的实质性升级。未来公司要在安徽芜湖通过技术改造，09年新增40万吨毛坯产能，建设优特钢生产线，生产优线、优材和汽车锻件，逐步加大品种钢材的生产力度。

3、离心铸钢管：短期内难以提升业绩，但承载公司未来前景

公司离心铸钢管主要分为两大类：双金属（多）复合管和高合金管

公司利用在球墨铸铁管中的经验积累，开发离心浇铸空心钢管坯技术，通过“离心和挤压”钢管工艺加大各种复合管材、特种高合金管两种高端产品的研发和生产力度。“离心+挤压”钢管工艺是公司攀长钢共同开发的无缝钢管生产新工艺，离心流程在公司完成，挤压流程在攀长钢完成。双（多）金属复合管主要应用于锅炉管和矿山机械上，高合金管主要应用于高温油气田中的油井管，属于国家急需的特种管材产品。

图 11 公司离心铸钢管产品升级情况

2007年	2008年	2009年
- 完成大口径铸管水压试验机主体工程和配套辅助设施建设 - 双金属锅炉管、单金属Cr系不锈钢管、双金属复合耐磨输送管已开始小批量供货和多品种研发阶段 - 钢管产品通过了API论证，获得了压力管道国家特种设备制造许可证，获得了离心浇注钢管、复合钢管、钢管坯产品的ISO9001质量体系认证证书	2008年上半年成功试制石油行业高端油井管、大口径机加工用铸态管坯、双金属复合耐磨管、双金属锅炉管等产品 - 通过了石油行业对离心+挤压工艺生产的13Cr不锈钢油井管、G3镍基合金油井管的检测；通过了ISO9001-2000认证 - 获得了锅炉行业的市场准入的铸坯产品生产许可证 - 通过了美国API 5CT、API 5LD的体系认证及产品认证，为产品进入石油行业领取了通行证	- 预计2009年底，公司高端油井管可能得到我国石油行业产品认证正式投放市场 - 正式制定2010年离心铸钢管生产目标 - 公司开始真正进入高端离心铸管转型期

资料来源：公司资料 中投证券研究

公司未来计划拥有5万吨的离心铸管生产能力，其中高合金管达到5000吨，双（多）金属复合管为4.5万吨。由于受制于缺乏独立的挤压能力，公司规划在河北邯郸建设一条5万吨挤压生产线，主要应用于未来离心铸钢管5万吨产品的生产，以解决挤压能力缺乏的弊端拥有独立完整的生产能力。

3.1 双（多）金属复合管

双金属复合管是在钢管（无缝钢管或螺旋焊管）内部采用特殊工艺形成高合金内衬而成，使其既具有钢管的机械性能，又具有高合金耐磨金属的优异耐

磨性能，主要应用于发电厂和矿山机械设备等。市场需求约为 20 万吨，国内产量缺口很大，未来需求旺盛。

双（多）金属复合管是公司未来离心铸钢管的主打产品，公司预计最早 09 年底能够进入量产阶段，目前正在检测和试生产阶段，预计 2010 年以后才会产生收益。

3.2 高合金管

高合金管耐高温、耐腐蚀，主要用于油气田管材设备上。公司 08 上半年通过了石油行业对“离心+挤压”工艺生产的 13Cr 不锈钢油井管、G3 镍基合金油井管的检测，同时通过了 ISO9001-2000 认证。待公司油井管产品通过行业认证，就可以量产投放市场。

随着石油产业的不断发展，石油产业需要大量的油井管材。由于产品需求量不大，而且性能要求较高，国内生产厂商很少，大部分需要进口，国家急需这种高合金管材。公司预计 09 年底开始量产高合金管，未来产能目标为 5000 吨。由于该产品吨钢价格较高，毛利可观，未来量产后会成为公司又一个利润增长点。

总结：这两种产品技术含量较高，国内生产厂家较少。公司双金属（多）复合管和高合金管都处于试产和检测阶段，产量投放不大，因此短期内不会对业绩提升有多大帮助，2010 年后或将产生实质性收益。由于这两种产品未来对业绩有很大的提升作用，其进度情况我们会继续跟踪。

4、其他产品：收入贡献不大，非未来发展重点

4.1 钢格板

钢格板是由负载扁钢和横杆按一定间距经纬排列，在高压电阻焊机上焊接而成原板，经切割、切口、开孔、包边等工序深加工而成客户要求的成品。主要应用于石油化工、电厂、水厂、污水处理厂、市政工程、环卫工程等领域的平台、走道、栈桥、沟盖、井盖、梯子、围栏、护栏等。

公司拥有 8 条钢格板生产线，08 年预计产量 7.5 万吨，未来产量继续提升的空间已经很小。

4.2 排水管

排水复合管材是以金属管材为基础，内、外焊接聚乙烯、交联聚乙烯等非金属材料成型，具有金属管材和非金属管材的优点。目前市场较普遍的有铝塑复合管、铜塑复合管、钢塑复合管、涂塑复合管、钢骨架 PE 管等。

表 12 公司复合管材情况

复合管材名称	生产线条数	引进情况	DN: mm	年生产能力: 万米
铝塑复合管	1 条	德国引进	15-63	80
钢塑复合管	3 条	自主开发	20-200	220

资料来源：公司公告 中投证券研究所

由于目前市场上排水管材众多，而且此种产品进入门槛较低，因此排水管材并不是公司重点关注的产品。公司拥有 300 万米的生产能力，但实际产量不足 50 万米。

三、公司经营状况分析：库存较少，计提减值准备压力小，09 年成本压力不大

1、库存压力很小，公司 08 年四季度不存在计提减值准备的必要性

1) 铁矿石与焦煤：公司长协铁矿石 9 月底库存仅为 30 万吨，可持续使用月份不到一个月。按照 07 年公司钢材产品总产量计算，月需求量为：钢材总产量 340 万吨 $\times$ 1.5/12=42.5 万吨。焦煤：9 月底焦煤库存仅为 8 万吨，为公司总需求量的 6%。

2) 产成品：2 万吨球墨铸铁管。公司产成品库存较小，主要原因是球墨铸管产品一般是以销定产，根据订单安排生产。2 万吨产量主要分布在 16 家销售分公司，因为每家分公司都会相应备有一定规格的产品用于流通，量控制在 1000-2000 吨左右，合计 2 万吨球墨铸铁管库存与 120 万吨总产量相比不到 2%。

2、公司 08 增值税退税款增厚公司业绩

公司 08 年底前收到当地政府返还的补贴收入——增值税退税款，增加权益净利润 8672 万元。根据《财政部、国家税务总局关于三线企业增值税先征后退政策的通知》，公司本部和控股子公司享受增值税优惠政策。公司本部增值税退税收入 5769 万元，河北新兴增值税退税收入 3871 万元，实际增加公司权益净利润 8672 万元，增厚公司 08 年业绩 7 分钱。

据我们与公司的沟通，芜湖子公司也申请了增值税退税，但审批结果尚未得知。如果也获得退税收入，相应记入 09 年财年收入，不会对 08 年业绩产生影响。

未来在增值税退税方面能够获得持续的补贴收入并不确定，实际取决于国家政策的调整。

3、公司 09 年成本压力小

1) 公司长协矿比例小，08 年长协矿订单为 90 万吨，长协矿占比 $90/510=17.65\%$ ，主要来自巴西的淡水河谷。目前现货矿和长协矿价格倒挂，公司短期拥有成本优势。

2) 公司自行炼焦，自行炼焦比完全外购焦炭可以节省 30% 成本。公司 08 年外购焦煤 130 万吨，自产焦炭 105 万吨左右，基本能够满足公司普钢产品的生产需要。

公司原材料和产成品库存很少，不存在大幅计提减值准备压力。2009 年，球墨铸铁管产品需求增长稳定，建筑钢材受益于国家巨额基建投资拉动，需求端压力不大，因此 09 年公司经营会依旧保持已往的稳健状态，业绩变化不会很大。我们预计公司 09 年会保持增长，这在钢铁上市公司中也为数不多，应属防御时期的优先选择。

四、估值分析

重要假设:

1. 产品价格: 球墨铸铁管产品 09 年价格预计下滑 500-1000 元/吨, 主要原因是原材料成本下滑, 但对产品毛利率影响不大。普通钢材价格跟随市场价格, 09 年价格区间在 4000-4300 元/吨。
2. 产品产量: 球墨铸铁管 09 年产量达到 145 万吨, 2010 年达到 165 万吨, 产量增长率达到 15%以上。普通钢材产量 09 年增加 40 万吨, 2010 年左右预计为 330 万吨, 2010 年以后由于产品转型加快, 普钢产品的产量上升空间有限。
3. 其他产品包括钢格板、排水管材(钢铝塑复合管)和离心铸钢管。离心铸钢管 2010 年产量会有 20%的增速, 2010 年以后如果顺利量产投入市场, 未来对业绩会有一些的提升作用。

表 13 公司收入相关预测

产品收入相关预测	2007 年	2008E	2009E	2010E
铸管产品收入(百万)	3,976.00	6,240.00	6,670.00	7,260.00
铸管产量(万吨)	105.00	120.00	145.00	165.00
平均价格(元/吨)	3,786.67	5,200.00	4,600.00	4,400.00
毛利率	20.04%	16.24%	17.18%	18.06%
钢铁产品收入(百万)	8,940.00	9,890.00	11,340.00	13,530.00
产量(万吨)	224.00	230.00	270.00	330.00
平均价格(元/吨)	3,991.07	4,300.00	4,200.00	4,100.00
毛利率	13.73%	10.20%	9.85%	10.64%
其他产品收入(百万)	1,342.10	1,400.00	1,700.00	2,050.00
毛利率	3.70%	4.00%	6.00%	7.00%
总营业收入(百万)	14,258.10	17530.00	19810.00	22840.00
综合毛利率	14.55%	11.85%	11.97%	12.67%
EPS	0.50	0.40	0.49	0.62

资料来源: 公司公告 中投证券研究所

表 14 相关公司估值参考

相关公司	备注(12月29日)	股价	PE	PB	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	09PE
城投控股	输排水及管道	8.24	30.24	2.22	0.28	0.51	0.61	28.93	15.88	13.28
首创股份	污水处理、自来水生产销售	4.39	19.53	2.06	0.23	0.10	0.16	19.96	45.90	28.69
广汇股份	塑钢窗、天然气运输	9.12	20.46	3.39	0.45	0.56	0.64	19.82	15.93	13.94
南海发展	水务、垃圾发电	7.98	23.50	2.47	0.34	0.42	0.48	22.91	18.55	16.23
中原环保	城市供热、污水处理	5.90	30.68	4.22	0.20	0.23	-	31.15	27.09	-
钱江水利	管道安装、供水	5.57	48.56	1.60	0.12	0.20	-	46.58	27.95	-
均值			28.83	2.66	0.27	0.34	0.47	28.23	25.22	18.04
新兴铸管	球墨铸铁管、普钢	5.61	12.00	1.47	0.50	0.45	0.49	11.22	12.47	11.45

资料来源: 彭博 wind 中投证券研究所

由于公司不是纯粹的钢铁公司，估值中枢应该有所不同。我们分析了相关行业的估值水平，选取了供排水、输气、管道安装等相关公司。相关公司总体市盈率均值为 28.83 倍，市净率为 2.66 倍，远高于公司估值水平。

公司球墨铸铁管涉及供排水行业，2007 年 38.99% 的业务利润来源于球墨铸铁管，未来球墨铸铁管的利润占比会有所提高（04、05、06 三年利润占比达到 48%）。如果 40% 业务按照目前上述相关公司 28 倍市盈率、2.6 倍市净率估值，剩下 60% 按照钢铁行业估值（钢铁行业平均市盈率 7.68，市净率 1.08 倍）计算，对应市盈率为 15.80 倍，市净率为 1.69 倍。

公司和上述公司业务相关却不尽相同，对应市盈率和市净率只是供参考的参照物。我们预测公司 09 年 EPS 为 0.53 元，每股净资产为 4.62 元。我们给予公司目标股价 7 元，市盈率为 13.21 倍，市净率为 1.52 倍。

表 15 国际估值比较

名称	日期 (08 年 12 月 31 日)	市盈率 (TTM)	市净率
美国钢铁行业指数	213.43	5.05	1.32
纽科	46.20 (美元)	6.98	1.85
阿勒根尼钢铁公司	25.53 (美元)	4.65	1.11
钢铁动力公司	11.18 (美元)	3.76	1.30
AK 钢公司	9.32 (美元)	2.12	0.8
美国钢公司	37.20 (美元)	2.24	0.74
欧洲钢铁行业指数	161.74	2.94	0.7
蒂森克虏伯	18.96 (欧元)	4.37	0.94
安赛乐米塔尔	17.00 (欧元)	2.5	0.57
太平洋地区钢铁行业指数	203.90	5.61	0.97
浦项制铁	393000 (韩元)	8.24	1.27
新日铁	290 (日元)	5.60	0.98
JFE	2335 (日元)	5.66	0.96
塔塔	229 (卢比)	1.30	0.58
武钢股份	4.78 (人民币)	6.07	1.54
西宁特钢	4.15 (人民币)	10.58	1.29
新兴铸管	5.61 (人民币)	12.00	1.47
大冶特钢	4.49 (人民币)	6.64	1.31
太钢不锈	3.61 (人民币)	4.6	1.16
济南钢铁	4.44 (人民币)	4.53	1.13
凌钢股份	4.43 (人民币)	7.58	1.08
宝钢股份	4.64 (人民币)	6.64	0.96
鞍钢股份	6.95 (人民币)	5.64	0.94
莱钢股份	5.83 (人民币)	4.98	0.91
华菱钢铁	4.65 (人民币)	6.26	0.84
马钢股份	3.92 (人民币)	29.97	0.84

资料来源：彭博 中投证券研究所

风险提示：

公司主要风险还是来自市场需求端，球墨铸铁管的市场价格变化严重影响

公司业绩。由于原材料价格的大幅下滑，我们预计 09 年其产品价格相对 08 年有大约 12% 的降幅。如果市场价格变化过大，公司业绩会受到一定影响。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	7548	10218	10295	11472
现金	1532	2047	1500	1300
应收账款	1107	1192	1684	1768
其它应收款	76	96	105	123
预付账款	652	850	994	1097
存货	2377	3399	3139	3989
其他	1805	2633	2873	3195
非流动资产	3985	3564	5497	7662
长期投资	120	150	120	150
固定资产	3027	2951	5057	7266
无形资产	155	152	149	146
其他	682	311	171	99
资产总计	11533	13781	15792	19134
流动负债	5526	7355	8773	11325
短期借款	1764	1500	2847	4136
应付账款	1141	1854	1918	1995
其他	2622	4001	4008	5195
非流动负债	116	125	120	130
长期借款	20	20	20	20
其他	96	105	100	110
负债合计	5642	7480	8893	11455
少数股东权益	1093	1277	1467	1713
股本	1175	1175	1175	1175
资本公积	1623	1623	1623	1623
留存收益	2000	2227	2634	3168
归属母公司股东权益	4798	5024	5432	5966
负债和股东权益	11533	13781	15792	19134

现金流量表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	358	664	962	1989
净利润	744	707	806	1027
折旧摊销	371	368	535	863
财务费用	77	49	77	155
投资损失	-6	-10	0	-5
营运资金变动	-798	-724	-545	-43
其它	-29	274	88	-8
投资活动现金流	-958	10	-2471	-3026
资本支出	955	0	2500	3000
长期投资	46	30	-30	30
其他	43	40	-1	5
筹资活动现金流	815	-159	962	837
短期借款	974	-264	1347	1288
长期借款	20	0	0	0
普通股增加	62	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-241	105	-386	-452
现金净增加额	215	516	-547	-200

利润表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	14258	17530	19810	22840
营业成本	12184	15452	17439	19946
营业税金及附加	54	74	83	96
营业费用	705	806	891	1005
管理费用	305	333	357	388
财务费用	77	49	77	155
资产减值损失	18	30	20	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	6	10	0	5
营业利润	921	796	943	1245
营业外收入	61	137	123	137
营业外支出	12	12	12	12
利润总额	969	920	1054	1369
所得税	225	214	248	342
净利润	744	707	806	1027
少数股东损益	157	184	190	247
归属母公司净利	587	523	617	781
EBITDA	1368	1213	1555	2263
EPS (元)	0.50	0.45	0.53	0.66

主要财务比

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
成长能力				
营业收入	29.5%	22.9%	13.0%	15.3%
营业利润	20.0%	-13.6%	18.5%	32.0%
归属于母公司净	22.8%	-11.0%	17.9%	26.6%
获利能力				
毛利率	14.5%	11.9%	12.0%	12.7%
净利率	4.1%	3.0%	3.1%	3.4%
ROE	12.2%	10.4%	11.4%	13.1%
ROIC	12.9%	10.7%	9.2%	9.8%
偿债能力				
资产负债率	48.9%	54.3%	56.3%	59.9%
净负债比率	31.61%	20.32%	32.24%	36.28%
流动比率	1.37	1.39	1.17	1.01
速动比率	0.94	0.93	0.82	0.66
营运能力				
总资产周转率	1.31	1.38	1.34	1.31
应收账款周转	12	14	12	11
应付账款周转	10.33	10.32	9.25	10.19
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.45	0.53	0.66
每股经营现金流(最	0.30	0.57	0.82	1.69
每股净资产(最新摊	4.08	4.28	4.62	5.08
估值比率				
P/E	11.22	12.60	10.69	8.44
P/B	1.37	1.31	1.21	1.10
EV/EBITDA	6	6	5	3

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

初学良, 中投证券研究所钢铁行业分析师, 南开大学经济学硕士, 2008 年加入中投证券。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳福田区福中三路荣超中心 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434