

新兴铸管（000778）投资价值分析报告

稳健成长的铸管龙头公司

投资要点

- ❖ **公司利润主要来源于球墨铸管和线材产品：**2008 年中期公司球墨铸管和钢材收入合计占到 93%，而两项利润合计几乎占到 100%，其中利润结构中铸管占 45%、钢材占 55%。
- ❖ **球墨铸管以销定产，毛利稳定：**产品主要运用于市政建设领域，其订单与传统钢材产品订单相比，价格更为稳定，这一方面是政府采购价格不会出现大幅波动，另一方面也是企业在定价上采用成本加成的方式，将下游成本波动的压力转移到终端销售商。从历年公司球墨铸管的平均售价来看，基本稳定在 4000 元左右，另外，销售合同通常是闭合的，这在成本下降时更为有利。
- ❖ **线材产品有望率先恢复盈利：**受财政投资计划刺激，建筑钢材价格已先于板材企稳，我们预计线材、螺纹钢价格已经探底，未来可能呈底部盘整或小幅上扬格局，公司钢材类产品以高端螺纹钢材为主，有利于率先走出前期压力。
- ❖ **公司短期成长性值得关注：**（1）球墨铸管业务继续加大全国布局，09 年可能增加 15-25 万吨产量，目标是达到 150 万吨销量；（2）建筑钢材盈利能力可能回升，可能将现有 70 万吨钢坯或者委托加工的产能直接改为轧制线材以提升毛利率；（3）目前拥有 1 万吨离心浇注钢管设计产能，08 年公司生产 5000 吨合金钢管，09 年预计产量增加 2000-3000 吨。公司未来战略设想是自身建设挤压、冷拔产能，从而形成一体化生产流程，如果进展顺利将大大提高合金钢管和多金属复合钢管的生产能力。
- ❖ **风险因素：**宏观形势大幅下滑导致公司产品需求下降的风险；海外市场需求下降导致公司铸管产品出口下降的风险；公司离心铸钢管生产低于预期的风险；原材料价格可能短期上扬，导致公司在售合同产品盈利下降的风险。
- ❖ **投资建议：**公司 2008-2010 年预测 EPS 为 0.37 元、0.55 元和 0.64 元，对应当前股价的估值为 16 倍，11 倍和 9 倍，PB 估值 1.56 倍，处于历史较低水平。鉴于公司细分行业龙头地位和稳健的成长性，我们给予公司 12-15 倍的估值，合理相对价值区间在 6.6-8.2 元之间，给予“买入”评级。

项目/年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	11007.33	14258.10	18489.05	15285.30	16153.84
增长率YoY %	13.45%	29.53%	29.67%	-17.33%	5.68%
净利润(百万元)	478.36	587.41	436.09	648.54	756.08
增长率YoY %	-7.65%	30.61%	-20.33%	48.72%	16.58%
每股收益(元)	0.407	0.500	0.371	0.552	0.644
市场一致预期EPS(元)	--	--	0.480	0.556	0.624
毛利率%	16.96%	14.55%	12.93%	15.62%	15.49%
净资产收益率%	11.01%	12.24%	8.98%	12.31%	13.33%

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为 2009 年 1 月 9 日收盘价

买入（维持）

当前价：6.42

目标价：8.00

中信证券研究部

周希增

电话：010-84588218

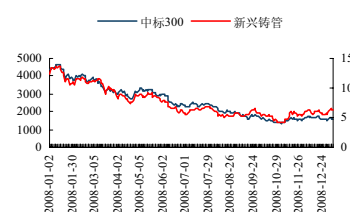
邮件：zxz@citics.com

李宏亮

电话：010-84588094

邮件：lihl@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关报告

- 《钢铁行业 2009 年 1 月跟踪报告—周期底部支撑高市盈率》.....2009-1-8
- 《新兴铸管(000778)调研快报—改善城镇供水供气管网受益可期》.....2008-12-22
- 《钢铁行业专题研究—长协价格回落降低成本负担》.....2008-12-15
- 《钢铁行业 2009 年投资策略—内需拯救钢铁》.....2008-12-3

目 录

投资聚焦	1
估值及投资评级	1
公司概况：铸管领域龙头公司	3
行业背景：供水供气设施改善前景依然可期	4
1、铸管基本性能	4
2、国外应用状况	4
3、国内应用前景	5
4、市场竞争结构	8
经营分析：长期稳健成长的价值型公司	9
1、铸管业务：布局全国，优势明显	9
2、钢材业务：建筑材为主，投资扩张计划支撑需求	12
4、其他投资要点	15
风险因素	15
盈利预测	16

插图目录

图 1：全球 50 年间球墨铸铁产量增长	5
图 2：我国城市化发展趋势	6
图 3：城市化进程带来管道需求增长测算	6
图 4：财政计划中新增 200 亿元水利基础设施建设用途	6
图 5：南水北调在建工程投资完成进度	7
图 6：国内主要球墨铸管生产企业和产能规模	8
图 7：2008 年中期业务收入结构	9
图 8：2008 年中期业务利润结构	9
图 9：铸管产量及增速	10
图 10：公司铸管产能与销售分布	10
图 11：历年来铸管平均售价和毛利率	11
图 12：历年来铸管吨产品毛利	11
图 13：公司球墨铸管出口规模与占比	12
图 14：国内铸管出口规模增长	12
图 15：公司固定资产累计折旧状况	12
图 16：钢材产品产量	13
图 17：各类钢材品种见底价格和见底时间	14

表格目录

表 1：国内钢铁股估值表 2

表 2：国际钢铁股估值表 2

表 3：绝对估值法的基本假设和估值结果..... 2

表 4：绝对估值的敏感性分析 3

表 5：公司主要控股子公司及产能分布..... 3

表 6：离心球墨铸管优良的性能..... 4

表 7：城乡基础设施建设差距仍很明显..... 5

表 8：球墨铸管将是其他管种的适合替代品..... 8

表 9：全球主要球墨铸管生产企业..... 8

表 10：主要下游行业钢铁需求预测..... 13

投资聚焦

最新观点：在目前行业形势下，本篇报告推荐该公司主要基于以下理由：

- 公司球墨铸管产品受益于南水北调、新农村建设和城市化进程，需求能够保持相对平稳，同时由于产品主要与市政采购相关，价格趋势平稳，毛利保持稳定。
- 公司原材料价格明显回落，铁矿石、生铁、锌等原材料价格下跌幅度较大，由于公司以销定产，交货周期较长，使得公司在原材料价格下跌中凸现盈利优势。
- 受财政投资计划刺激，建筑钢材价格已先于板材企稳，我们预计线材、螺纹钢价格已经探底，未来可能呈底部盘整或小幅上扬格局，公司钢材类产品以高端螺纹钢材为主，有利于率先走出前期压力。

核心假设

- 我们假设未来两年宏观经济保持平稳，受财政投资计划支撑，09 年拉动钢材需求 5000 万吨以上，其中新增 2400 万吨左右（包括灾后重建 1200 万吨），建筑钢材将是主要需求增长点。
- 我们假设未来国内城市化进程继续推进，2010 年城市化率达到 50%，与供水供气相关的基础设施建设需求保持平稳增长。
- 我们假设公司产能投放符合预期，技术研发顺利推进。2009 年公司将择机完成增发。

核心假设中的风险

- 宏观形势大幅下滑导致公司产品，特别是钢材类产品需求下降的风险；
- 海外市场需求下降导致公司铸管产品出口下降的风险；
- 公司离心铸钢管生产低于预期的风险；
- 原材料价格可能短期上扬，导致公司在售合同产品盈利下降的风险。

估值及投资评级

相对估值法

- 1、公司 2008-2010 年预测 EPS 为 0.39 元、0.54 元和 0.70 元，对应当前股价的估值为 16 倍，12 倍和 9 倍，等于行业目前平均水平。
- 2、公司目前 PB 估值 1.56 倍，处于历史较低水平。
- 3、鉴于公司细分行业龙头地位和稳健的成长性，我们给予公司 12-15 倍的估值，合理相对价值区间在 6.5-8.1 元之间，给予“买入”评级。

表 1：国内钢铁股估值表

股票名称	07 年 EPS	08 年 EPS	09 年 EPS	07 年 BPS	07 年 PE	08 年 PE	09 年 PE	07 年 PB	最新 PB	股价
武钢股份	0.83	0.88	0.80	3.29	6.3	6.0	6.6	1.60	1.39	5.26
太钢不锈	0.75	0.43	0.42	2.97	5.1	9.0	9.2	1.30	1.00	3.85
八一钢铁	0.52	0.40	0.50	3.58	10.5	13.7	11.0	1.53	1.30	5.48
新兴铸管	0.50	0.38	0.50	4.08	11.9	15.6	11.9	1.45	1.41	5.93
恒星科技	0.34	0.37	0.55	2.54	19.6	18.0	12.1	2.62	2.33	6.66
三钢闽光	0.93	0.50	0.45	5.03	6.8	12.7	14.2	1.27	1.08	6.37
华菱钢铁	0.59	0.32	0.38	5.45	7.7	14.3	12.0	0.84	0.85	4.57
宝钢股份	0.73	0.54	0.46	5.05	6.8	9.2	10.8	0.99	0.89	4.99
鞍钢股份	1.04	0.99	0.75	7.50	7.2	7.6	10.0	1.00	0.93	7.52
马钢股份	0.37	0.34	0.32	2.99	9.1	9.9	10.5	1.13	0.91	3.37

数据来源：中信证券研究部

表 2：国际钢铁股估值表

	收盘价	PE 2007	PE 2008	PE 2009	PB 2007
纽科	48.30	6.98	8.51	11.11	1.85
美钢联	39.51	2.24	2.29	7.17	0.74
台湾中钢	24.20	5.55	7.54	12.51	1.28
浦项制铁	399500.00	8.25	6.92	8.69	1.27
阿塞洛-米塔尔	18.88	2.48	2.59	5.58	0.57
新日铁	303.00	5.60	6.25	7.93	0.98
印度钢铁局	85.40	4.64	5.58	5.82	1.51
蒂森克虏伯	20.28	4.42	6.40	5.93	0.95
ACX	12.21	10.13	25.44	17.39	1.43
ATI	27.05	4.65	5.08	7.76	1.11
国际平均		5.02	5.76	9.13	1.18

数据来源：Bloomberg，中信证券研究部

绝对估值法

根据贴现自由现金流模型的计算，公司估值为 7.32 元。

表 3：绝对估值法的基本假设和估值结果

假设	
无风险利率 (%)	4.50%
市场风险溢价 (%)	9.00%
债务成本 (%)	7.00%
Beta	1.22
股权成本 (%)	15.30%
WACC (%)	11.32%
永续增长率 (%)	2.00%
估值 (单位: 百万元)	
企业价值	11214.31
负债总额	2614.60
股权价值	8599.71
总股本 (万股)	1174.52
每股价值	7.32

数据来源：中信证券研究部

表 4：绝对估值的敏感性分析

	永续增长率 g									
	7.62	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
WACC	8.82%	10.13	10.41	10.71	11.07	11.47	11.94	12.48	13.13	13.92
	9.32%	9.39	9.61	9.87	10.16	10.49	10.87	11.30	11.82	12.42
	9.82%	8.72	8.91	9.13	9.37	9.64	9.95	10.30	10.71	11.19
	10.32%	8.12	8.29	8.47	8.67	8.89	9.15	9.44	9.77	10.15
	10.82%	7.59	7.73	7.88	8.05	8.24	8.45	8.68	8.95	9.26
	11.32%	7.10	7.22	7.35	7.49	7.65	7.83	8.02	8.25	8.50
	11.82%	6.66	6.76	6.87	6.99	7.13	7.28	7.44	7.63	7.83
	12.32%	6.26	6.34	6.44	6.54	6.66	6.78	6.92	7.08	7.25
	12.82%	5.89	5.96	6.04	6.13	6.23	6.34	6.46	6.59	6.73

数据来源：中信证券研究部

公司概况：铸管领域龙头公司

公司是由新兴铸管集团有限公司独家发起，以社会募集方式设立的股份有限公司，1997 年发行上市。目前总股本 1,174,516,596 股。公司前身为始建于 1971 年的三线军队钢铁厂——解放军 2672 军工厂，目前已经发展成为一家跨地区、跨行业、集科工贸于一体的大型企业，是国家 520 家重点企业之一。

公司主营业务为离心球墨铸铁管及配套管件、钢铁冶炼及压延加工、铸造制品等，目前拥有五大产品系列，即新兴铸管、新兴管件、新兴钢材、新兴格板和新兴钢塑管。2007 年实现销售收入 136 亿元，利税 16.28 亿元，利润总额 9.86 亿元。

公司先后荣获“全国质量效益型先进企业”、“全国环境保护先进企业”、“全国用户满意单位”、全国“五一”劳动奖状、“中国杰出管理贡献奖”、“十佳上市公司”、“中国企业新纪录优秀创造单位”、“中国铸造行业突出贡献奖”、“中国最佳投资回报上市公司”、“中国企业信息化 500 强”等荣誉称号。连续 7 年入选“中国最具发展潜力上市公司 50 强”，连续 7 年入选深证成指样本股。

公司主要控股股东为中国新兴铸管集团有限公司，持股比例 19.74%。铸管集团是国务院国资委监管的中央企业，是集资产管理、资本运营和生产经营于一体大型国有独资公司。主营业务包括黑色金属冶炼及加工、纺织服装、专用设备制造以及房地产开发等。拥有国家级企业技术中心和军需品检测中心，拥有国家级企业博士后工作站，是铸管、钢格板、钢塑复合管、胶布鞋等产品国家或行业标准的制定者。

表 5：公司主要控股子公司及产能分布

	股权比例	产能分布				
		铸管（万吨）	管件（万吨）	钢材（万吨）	格板（万吨）	钢塑管（万米）
武安本部	100%	35	—	160	8	300
芜湖新兴	60%	35	—	100	—	—
河北新兴	75%	35	—	—	—	—
石家庄新兴	60%	10	—	—	—	—
桃江新兴	90%	—	2	—	—	—
四川川建管道	55%	5	1	—	—	—
合计		120	3	270	8	300

资料来源：公司数据，中信证券研究部

行业背景：供水供气设施改善前景依然可期

1、铸管基本性能

球墨铸铁管是铸铁的一种，是一种铁、碳和硅的合金。球墨铸铁管中石墨是以球状形式存在的，一般石墨的大小为 6-7 级，质量上要求铸管的球化等级控制为 1-3 级（球化率 $\geq 80\%$ ），因而材料本身的机械性能得到了较好的改善，具有铁的本质，钢的性能。退火后的球墨铸铁管，其金相组织为铁素体+少量珠光体，机械性能较好。

球墨铸铁管是 20 世纪 50 年代发展起来的新型材料，是将经过球化处理的铁水通过离心浇铸工艺制作成的铸铁管。其工艺过程通常为：铁水在浇铸前加入镁或稀土镁球化剂，然后片状石墨变成球状石墨。片状石墨的问题在于它对于铁的基体产生“割裂”作用，从而带来难以避免的脆裂，而球状石墨则消除了由于片状石墨造成的应力集中现象，因而可避免割裂，减轻破坏，大大增强了铁基体的坚韧程度。

因此，离心球墨铸管具有高强度（是灰口铸铁管强度的 3 倍），高延伸率（灰口铸铁管延伸率为零，而球墨铸铁管的延伸率大于等于 10%），抗腐蚀（比钢管提高 30 倍），抗地震（在地震中的破损率为灰铁管的 1/4，使其他材质管的 1/30）的优异性能。

表 6：离心球墨铸管优良的性能

	离心球墨铸管	普通灰铁管	钢管
抗拉强度 (N/mm ²)	≥ 420	150-260	≥ 400
抗弯强度 (N/mm ²)	≥ 590	200-360	≥ 400
延伸率 (N/mm ²)	DN100-1000mm ≥ 10	忽略	≥ 18
弹性系数	约 16X10 ⁴	约 11X10 ⁴	约 16X10 ⁴
硬度 (HB)	≤ 230	≤ 230	约 140
地震中管线破损率 (%)	0.04	0.17	0.17-1.24

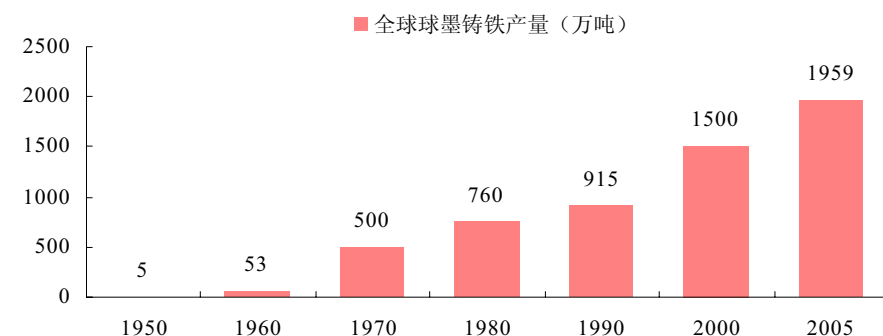
资料来源：公司数据，中信证券研究部

2、国外应用状况

从 60 年代开始国外工业发达国家逐渐淘汰普通灰口铸铁管，普遍采用球墨铸铁管。目前世界上共有 20 多个国家生产球墨铸铁管，总产量约为 800 万吨左右，产品规格为 DN50-2900，年需求量在 900 万吨以上。较大的生产商主要集中在法国、美国、德国和日本等工业发达国家，其产量约占全球产量的 50% 以上。

当前国际上球墨铸铁管的生产已出现由西方工业发达国家逐步向亚洲等发展中国家转移的趋势。球墨铸铁管在国外的主要市场有中东、东南亚、非洲、美洲等国家和地区。中东是最大的球墨铸铁管市场，年需求量为 80-100 万吨，主要用于城市供水、农业灌溉和采油注水，东南亚市场次之。

图 1：全球 50 年间球墨铸铁产量增长



数据来源：现代铸造，中信证券研究部

3、国内应用前景

国内的球墨铸管应用前景主要体现在以下几个方面：

（1）农村基础设施建设

球墨铸管在农村中的运用主要是饮用水、灌溉和小型发电站几个方面。相对城市而言，农村的饮水安全在我国仍旧比较突出，2005-2007 年合计解决饮水安全人口 8517 万人，占农村人口的比例仅为 11.7%，农村自来水普及率仅为 39.5%，而全社会的供水普及率已经达到，农村的饮水设施改善仍有很大空间。

另一方面，长期以来农业灌溉对管道密封性能的要求并不像饮用水那样严格，现在随着水资源的日趋匮乏和成本的提高，这种观念正发生变化。为了长期保证长期的抗渗性，农业灌溉管网必须能抵抗土壤运动、农业机械的通行、水锤（因为泵站的启动和水阀放水的突然停止）和任何其它可能的事故（震动，铰头的撞击）。球墨铸铁管适应性强，它容易扩容，或者修订同时不破坏原来的管线。球墨铸铁管系统有很高的安全余量，足以满足上述的情况。

过小型或者是微型的水电站发电当前是一个刚刚发展，但增长很快的领域。这些水电站通常由当地企事业单位或民营资本运营。球墨铸管拥有抗内部高水压的能力，还有极好的抵抗土壤地形外压的能力，从而允许管道可以埋设在深坑中，也将会得到广泛使用。

表 7：城乡基础设施建设差距仍很明显

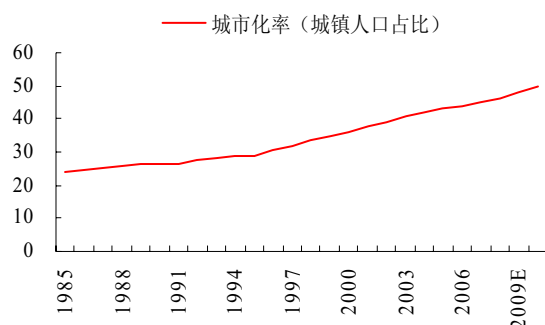
2007 年	城市	县城	建制镇	乡村	农场
用水普及率 (%)	93.80%	81.20%	76.60%	59.10%	79.60%
人均日用水量 (升)	178.40	120.40	97.10	76.10	72.70
排水管道密度 (公里/平方公里)	3.18	3.17	3.08	1.43	2.16
燃气普及率 (%)	87.50%	57.30%	43.10%	16.90%	30.00%

资料来源：建设部，中信证券研究部

（2）城市化进程继续

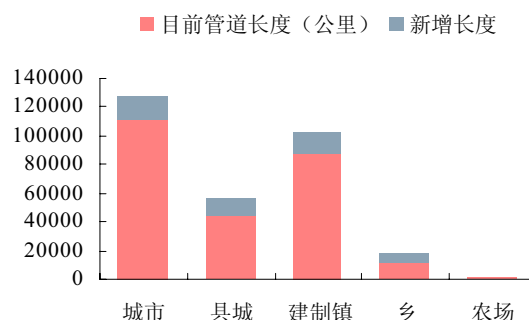
2007 年以城镇人口比例衡量的城市化率达到 44.94%，而目前全球平均城市化率为 50%，发达国家达到 75%，我国当前仅相当于欠发达国家平均水平。预计 2010 年我国城市化率将达到 50% 左右，覆盖城镇人口约为 6.75 亿。目前我国城市和县城覆盖面积分别为 3.5 万平方公里和 1.4 万平方公里，随着城市化进程的深入，城市和县城面积在未来两年内有望增加到 5.5 万平方公里，按照目前 3.18 公里/平方公里的排水管道密度计算，将增加排水管道长度 19080 公里。如果算上农村排水管道密度由目前不足 2% 提高到 3% 水平，则未来几年内合计可能增加排水管道需求约 25000 公里。

图 2：我国城市化发展趋势



资料来源：中经数据库、中信证券研究部

图 3：城市化进程带来管道需求增长测算



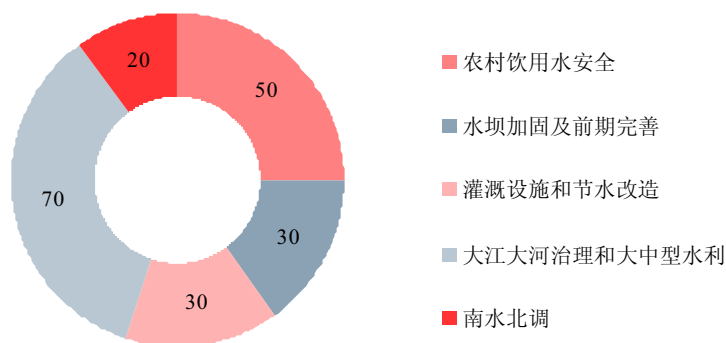
资料来源：中经数据库、中信证券研究部

（3）大型水资源配置工程

我国是个水资源分布极不均衡的国家，近几年水资源配置工程一直是水利项目的重要组成部分。2007 年在建各类水资源工程投资规模 1102.7 亿元，累计完成投资 683.3 亿元，占总投资的 62%。南水北调、中线一期工程在建规模 313.71 亿元，累计完成投资 190.44 亿元。继续施工中的水资源配置工程还有宁夏扬黄扶贫灌溉工程、四川武都饮水二期工程、青海湟水北干渠扶贫灌溉一期、二期等，新开工的包括甘肃引洮供水一期、海南大广坝灌区等工程。水资源工程将对主管产品需求形成有力支撑。

随着国家 4 万亿财政计划的施行，水利部也与 08 年 4 季度新增 200 亿元中央水利投资，主要用途分布为：优先安排 50 亿元用于农村饮水安全工程，解决 1519 万农村人口的饮水安全问题；安排 30 亿元用于前期工作完善的 320 座大中型病险水库的除险加固；安排 30 亿元用于粮食主产省 208 处大型灌区的续建配套与节水改造。同时将统筹兼顾，安排 70 亿元进一步加强大江大河大湖治理，集中建成一批大中型水利骨干工程，安排 20 亿元进一步加快南水北调工程建设。这些都与铸管的应用息息相关。

图 4：财政计划中新增 200 亿元水利基础设施建设用途（亿元）

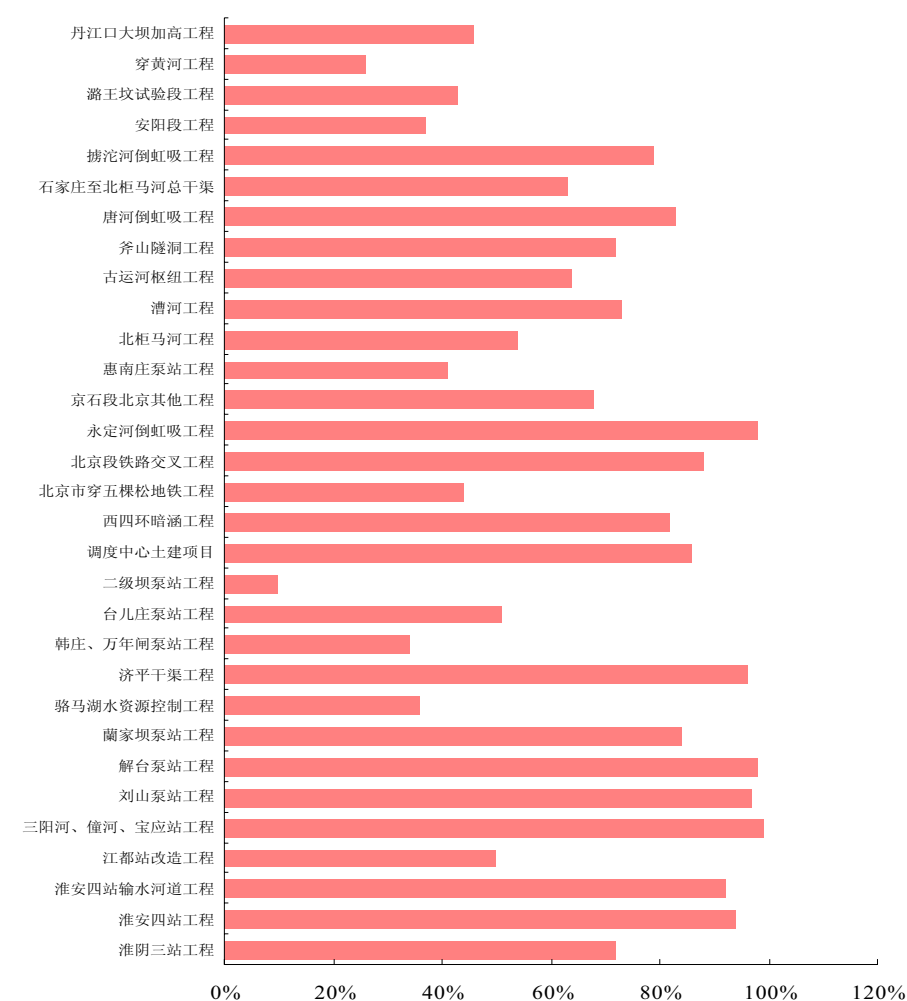


数据来源：水利部，中信证券研究部

在我国实施的大型水资源配置工程中，南水北调工程无疑是最引人注目的。南水北调工程分东、中、西三条调水线路。建成后与长江、淮河、黄河、海河相互联接，将构成我国水资源“四横三纵、南北调配、东西互济”的总体格局。三线引水距离分别为 1000 余公里，合计将超过 3000 公里长度。引水工程可以采用引水渠、运河、管道等多种方式，其中适用管道也包括球墨铸铁管、预应力钢筒混凝土管（PCCP）和玻璃钢管，以及螺旋缠绕塑料管等，适应不同的流量。以东线一期工程为例，黄河以北段和向胶东半岛输水的支流流量均为 50 m³/s，如果管内流速按 1.5 m/s 计算，需要 3 m 口径的管道 5 条或 4 m 口径的管道 2.5 条；如果二期工程流量增加到 100 m³/s 每秒，则需要 4 m 口径的管道 5 条。中线工程河北段流量按 200 立方米每秒，需要 5 m 口径的管道 7 条或 4 m 口径的管道 10 条。

以 1000 公里计算，如果采用管道内径 1.50 米，管道厚度为 0.08 米的铸管，则用钢体积是 773,696 立方米，用钢重量是 6,034,829 吨。由于南水北调工程的管道以大口径的 PCCP 管为主（新疆国统管道股份有限公司部分生产），球墨铸管用量不是很大。假设球墨铸管铺设长度为 400 公里的双排管，则对铸管需求可能达到 500 万吨以上，相当于目前全国年产量的两倍。作为球墨铸管龙头公司，有望受益于南水北调工程对铸管需求的强力拉动。

图 5：南水北调在建工程投资完成进度



数据来源：水利公报，中信证券研究部

（4）管道升级替代需求

由于球墨铸管的韧性、耐腐蚀性等方面的特性，从一开始出现就奠定了其将替代灰口铁管、钢管成为供水管网、燃气管网建设中的重要管材，在西方发达国家，球墨铸管已成为供水管网建设的主要管材，如球墨铸管占管道使用总量日本为 98%，法国为 96%，美国为 95%，德国为 90%，英国为 88.2%。发达国家经验表明，球墨铸管将成为我国供水、燃气管道建设中的主要管材。

表 8：球墨铸管将是其他管种的适合替代品

管种类	管道破损率（次/公里）	腐蚀量（gr/cm2）	
		45 天后	90 天后
球墨铸铁管	0.04	0.006	0.009
灰口铸铁管	0.17	0.006	0.0103
无缝钢管	1.24	0.017	0.0273
焊接钢管	1.24	0.0294	0.0396

资料来源：公开资料、中信证券研究部

4、市场竞争结构

目前，全球最大球墨铸管生产企业为法国莫松桥公司，其次即为国内的新兴铸管公司。整体而言，该市企业数量比较少，集中度比较高。全球能够进行球墨铸管生产的企业仅为 20 多家，前五位的球墨铸管制造企业产能合计 465 万吨，占到全部 800 万吨左右产量的一半以上，而在全球前十名以外的铸管公司产能都在 20 万吨以下，大多数企业是小于 10 万吨的，这意味着大企业有规模壁垒，占领市场分额的优势比较牢固。

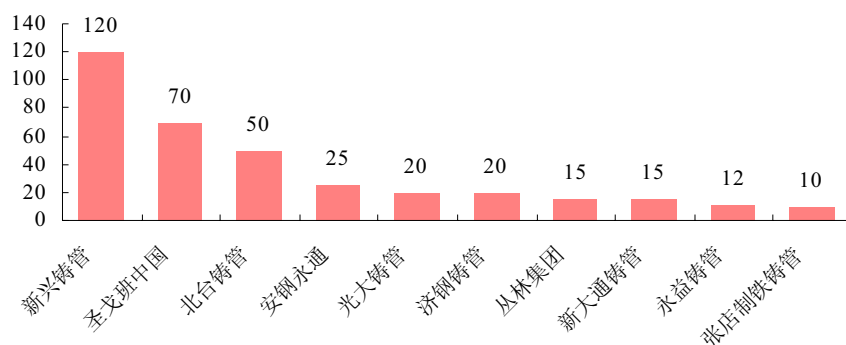
表 9：全球主要球墨铸管生产企业

公司名称	产能	工厂数	产品规模（mm）
法国莫松桥公司	170	20	80-2000
中国新兴铸管集团公司	120	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
中国北台	50	1	100-1200
美国麦克娃纳铸铁公司	47.5	5	80-900
美国铸管公司	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
日本栗本公司	20.5	2	80-2600
巴西巴乐巴拉公司	15	1	80-1200
印度电钢铸件公司	15	2	80-1000
德国布特鲁斯	10	1	100-1000
巴西铁合金公司	10	1	80-900
澳大利亚制管公司	10	1	80-800
中国青岛北钢	10	1	100-1800

数据来源：公开资料，中信证券研究部

就国内看，新兴铸管目前产量 120 万吨，而第二位是圣戈班（中国），国内有三家工厂，产量约 70 万吨，第三位和第四位的中国北台与永通铸管的产能分别为 50 万吨和 25 万吨，但产量较低。新兴铸管和圣戈班是国内两大主要生产厂家，产量占到 70%以上，已经形成比较明显的寡头垄断格局。

图 6：国内主要球墨铸管生产企业和产能规模



数据来源：公开资料，中信证券研究部

圣戈班

圣戈班穆松桥成立于 1856 年，是全球最大、最早的球墨铸铁管道系统的生产厂家，也是世界球墨铸铁行业的领先者。圣戈班穆松桥在全球拥有 20 多家分公司，年产球墨铸铁管 170 多万吨，每年向用户交付 15,000 多公里长的管道系统。圣戈班管道系统（中国）是圣戈班穆松桥在中国投资的子公司，成立于 1997 年，拥有三家工厂，分别位于安徽省马鞍山市和江苏省徐州市，年生产管道和管件能力达到 30 万吨，公称直径为 DN100-1000mm。圣戈班管道系统（中国）作为中国球墨铸铁管道系统制造和出口领域的领先者，其国际品牌 PAM（穆松桥）已经成为高品质和可靠性的标准。

北台钢铁

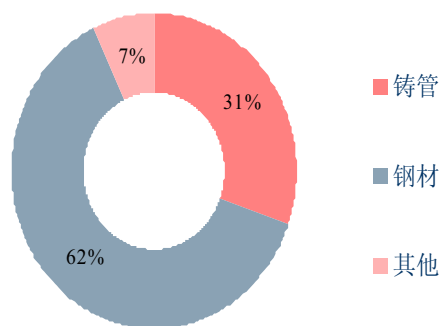
北钢集团是由钢铁实业、铸造加工、经贸实业、化工产业和机械、重汽、新事业开发六大事业领域组成的跨行业、跨地区的现代企业集团。北钢集团球墨铸铁管生产能力已达到 50 万吨，其产能位居世界第四，仅次于日本久保田。凭借优质的质量和良好的信誉，北钢在国际市场开发上取得了可喜的成绩，产品多次远销科威特、伊拉克、秘鲁等十几个国家和地区，在激烈的市场竞争中迅速抢占了一席之地。

经营分析：长期稳健成长的价值型公司

公司主要业务为钢铁类产品冶炼锻造，主要产品包括离心球墨铸铁管（产品规格从 DN80-2600mm，有 T 型、K 型、N 型、S 型等多种接口形式）、各类球铁管件、压兰、螺栓等铸件；线材、螺纹钢；钢制格栅板、钢塑复合压力管以及正在推进研发的双金属复合管和高合金钢管。

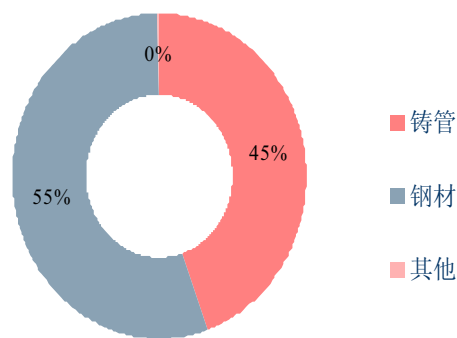
公司 2008 年中期数据显示，收入主要来源于球墨铸管和钢材，合计占到 93%，而两项利润合计几乎占到 100%，其中利润结构中铸管占 45%，钢材占 55%。

图 7：2008 年中期业务收入结构



资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 8：2008 年中期业务利润结构

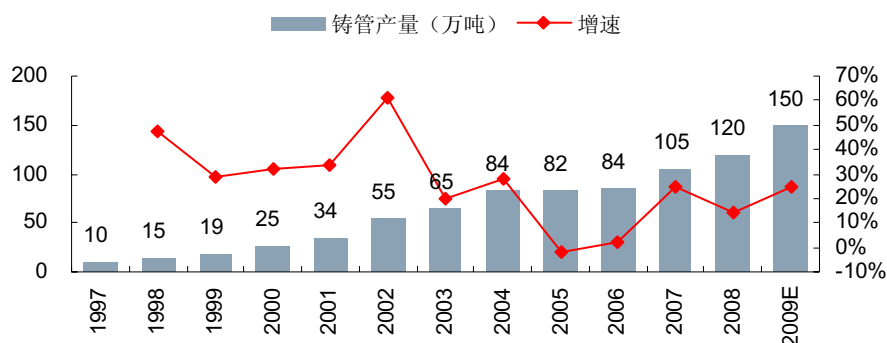


资料来源：公司公告、中信证券研究部

1、铸管业务：布局全国，优势明显

公司目前拥有四个离心球墨铸管生产厂，其中武安本部（二铸管）和河北新兴（一铸管）拥有产能 70 万吨，芜湖新兴拥有产能 35 万吨，此外石家庄新兴和川建管道约有 15 万吨产能。公司目标是 09 年将在石家庄和川建铸管基地增加约 25 万吨产能，从而在 2009 年产量达到 150-155 万吨，比 2008 年的 120 万吨增长 25%。

图 9：铸管产量及增速



资料来源：公司公告、中信证券研究部

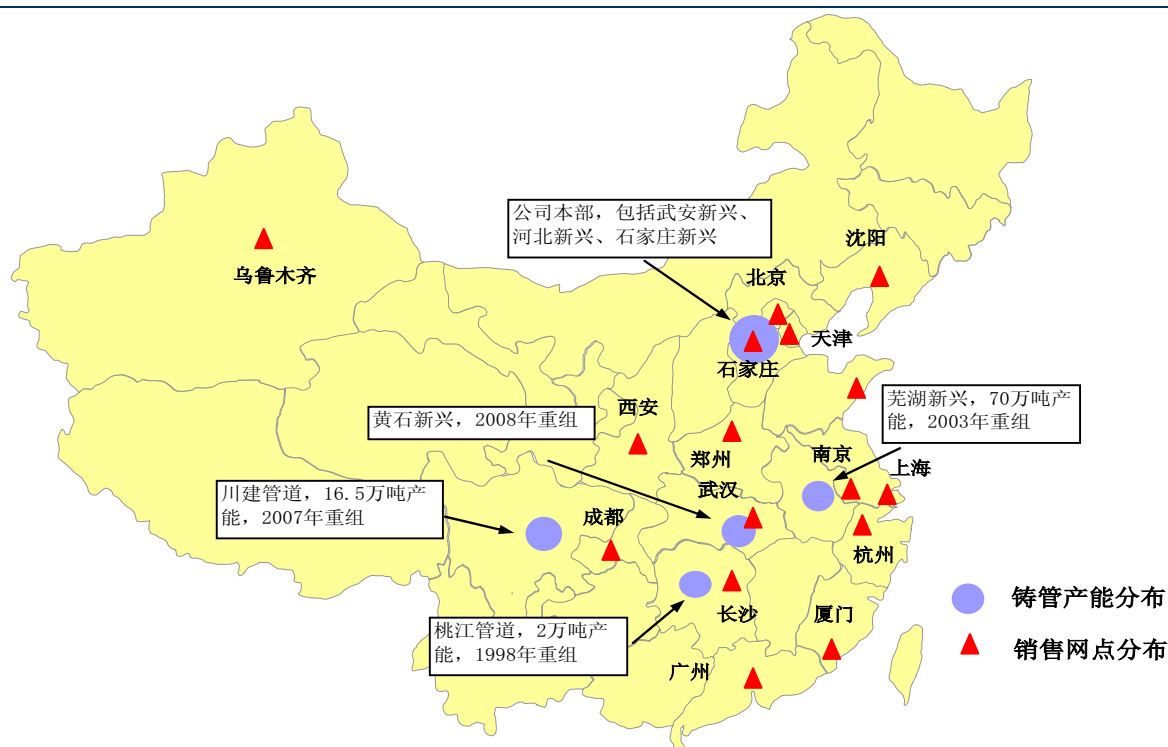
作为国内第一、全球第二的球墨铸管垄断企业，公司在球墨铸管领域的主要优势体现在以下四个方面：

（1）全国布局，竞争优势突出

球墨铸管全国产量在 250 万吨左右，合计市场规模大约为 100 亿元，市场容量较小，且企业数量不多。除了新兴铸管和圣戈班合计约接近 200 万吨产量外，其他多数为不超过 10 万吨的小企业，缺乏竞争优势。公司作为全国球墨铸管龙头公司，近几年都着力全国布局。由于铸管产品运输半径明显，公司自成立以来即通过收购芜湖机械、川建管道、桃江管道和黄石新兴，形成了全国范围内的生产布局，涵盖华北、华东、中部、西南部各个地区，竞争优势凸现。

同时公司还在全国布局了 16 个销售网点，分布于各地区主要省会城市，这也有助于公司增强产品在全国范围内的渗透能力。

图 10：公司铸管产能与销售分布



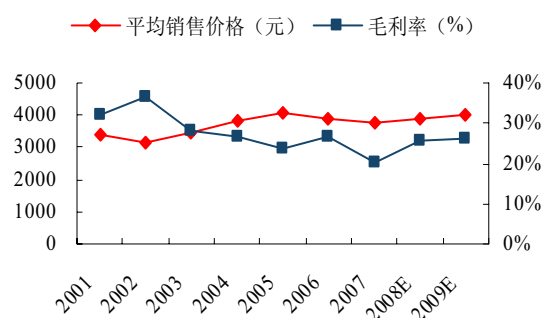
数据来源：公司公告、中信证券研究部

（2）毛利稳定，具有明显定价能力

球墨铸管主要运用于市政建设领域，其订单与传统钢材产品订单相比，一是价格更为稳定，这一方面是政府采购价格不会出现大幅波动，另一方面也是企业在定价上即采用成本加成的方式，将下游成本波动的压力转移到终端销售商。从历年公司球墨铸管的平均售价来看，基本稳定在 4000 元左右，即便在 2007-2008 年钢材价格大幅上扬的时候，也没有看到铸管价格大幅波动，最高达到 6000 元（含税），而在目前钢材价格急速下挫的过程中，公司订单价格仍然在 4000 元左右（不含税），因此，从长周期来看，球墨铸管产品是比较稳定的盈利品种。

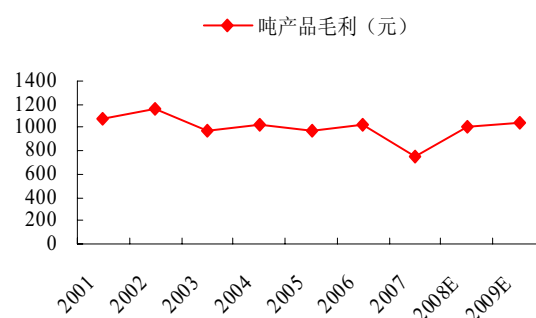
二是销售合同通常是闭合的，这在成本下降时更为有利。公司铸管产品的交货周期为 2 月到半年不等，根据订单组织生产，不像传统钢材产品先产后销，价格风险完全暴露在市场波动之下。闭合的销售合同在成本下降时更为有利，下降的原材料价格扩大了产品的毛利水平。从历年来看，铸管的吨产品毛利大致都在 1000 元左右，2007 年由于原材料价格大幅上扬而有所下降，预计 2008-2009 年仍能恢复到 1000 元左右的水平。则以公司 2009 年 150 万吨产量和销售目标计算，可带来毛利约 15 亿元。

图 11：历年来铸管平均售价和毛利率



资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 12：历年来铸管吨产品毛利



资料来源：公司公告、中信证券研究部

（3）技术领先，行业标准制定者

公司在研究创新方面具有悠久传统。在创业初期，离心球墨铸管生产设备、技术难以引进，只能进口相关设备。公司从德国引进离心机，从美国引进工频炉，从意大利引进制芯机，从瑞士引进光谱仪，其他配套的“五机一炉”设备全部自行研制，通过不断地引进、消化、吸收、创新，突破一系列关键技术，于 1993 年成功投产第一台离心铸管机，生产工艺达到了国际标准。

之后八年时间，公司先后组织六次大的技术开发，全面完成离心球墨铸铁管三种生产工艺配套技术与装备开发，达到国际领先水平，并形成核心竞争技术。目前公司开发的“高炉热流在线检测”、“新型高效热风炉”、“中小型焦炉装煤推焦消烟除尘技术”、“连铸结晶器锯齿形波振动技术”、“方坯连铸轻压下”、“轧钢控冷轧制技术引进与消化吸收”和“炼钢转炉烟气净化及副产品综合利用”等项技术创新分别通过了省级科技成果鉴定；公司开发的“离心球墨铸铁管工艺及装备技术”获得国家科技进步二等奖和河北省“省长特别奖”；“真空消失模球墨铸铁管件生产工艺及装备技术”获得国家机械工业局科技进步一等奖。

同时，公司作为球墨铸管领域的龙头企业，多次成为行业标准的制定者。2008 年，公司继 GB/T13295-2008《水及燃气管道用球墨铸铁管、管件和附件》后，再次承担《球墨铸铁管和管件水泥砂浆内衬》、《球墨铸铁管和管件聚氨酯涂层》、《球墨铸铁管外表面锌涂层第 1 部分：带装饰层的喷锌涂层》以及《球墨铸铁管外表面锌涂层第 2 部分：带装饰层的富锌涂料涂层》等四项国家标准的制定。

雄厚的研发创新实力、突出的技术优势奠定了公司在该领域不可替代的龙头地位。目前公司产能利用率达到 85%，产品合格率达到 97% 以上，是同业公司所不能比拟的。

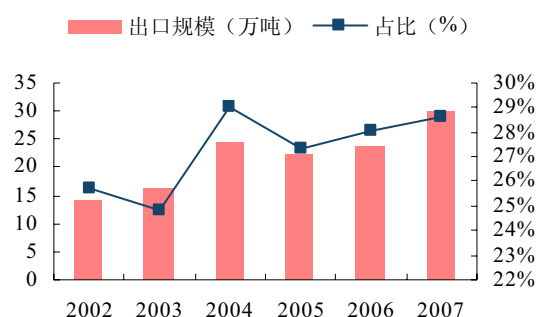
（4）出口增长稳健，折旧具有优势

目前球墨铸管生产也呈现出产业转移的特征，目前全球球墨铸管一半以上产能在亚洲，其中圣戈班（中国）和新兴铸管就有 200 万吨产能，日本久保田和栗本公司拥有接近 100 万吨产能，印度钢铁公司和印度电铸管公司拥有约 45 万吨产能，整个亚洲地区拥有超过 400 万吨产能，占全球产能 70% 以上，因此亚洲也是球墨铸管出口的重要区域。我国每年的铸管出口逐年递增，2008 年截止 11 月共有 66.8 万吨出口，10 月和 11 月单月出口量分别为 56421.97 吨和 81883.52 吨。

公司每年约有 30% 铸管出口到德国、英国、意大利等 65 个国家和地区，2007 年出口量达到 30 万吨，出口收入占到铸管收入的 38.1%，占到总收入的 10.8%。

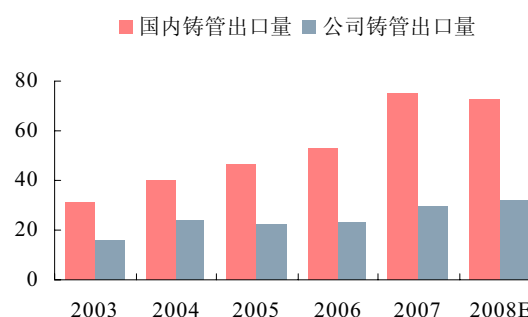
公司下一步除了继续加大欧洲、东南亚和中东市场的出口外，还将拓展非洲市场，由于非洲水资源比较匮乏，对水资源的配置需求较大，将是公司海外市场下一个重点开发的目标地区。

图 13：公司球墨铸管出口规模与占比



资料来源：公司公告、中信证券研究部

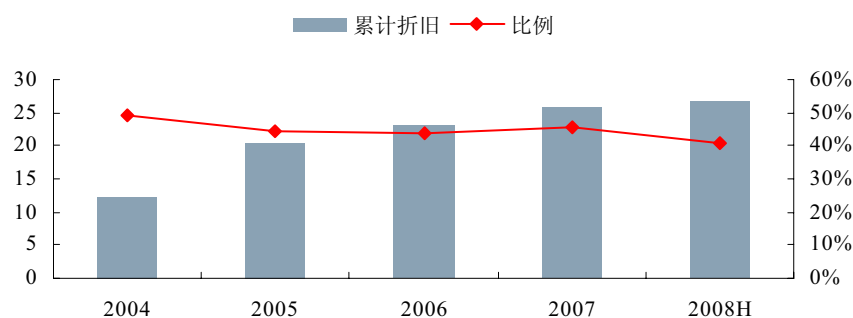
图 14：国内铸管出口规模增长



资料来源：公司公告、中信证券研究部

同时，公司还有一个优势是由于投入较早，设备折旧计提时间较长，目前折旧成本较小。公司在近几年累计折旧一直占固定资产净值的一半左右，这也是其他铸管生产企业所未能达到的。

图 15：公司固定资产累计折旧状况



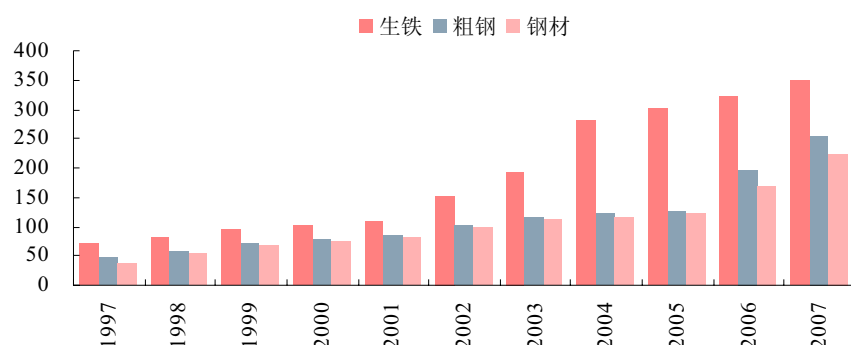
数据来源：公司数据，中信证券研究部

2、钢材业务：建筑材为主，投资扩张计划支撑需求

公司钢材业务以建筑材为主，2007 年生铁 349.31 万吨，粗钢 253.39 万吨，钢材 224.09 万吨，2008 年截止 11 月份共生产粗钢 232 万吨，钢材 204.4 万吨。公司的钢材业务在河北地区应当属规模较小，河北地区拥有大中型重点钢铁企业 10 余家，其中唐钢集团合计拥有 2000 万吨钢材产能，也有 5-6 家企业属于 200-400 万吨产量级别，因此在规模上公司并无显著优势。

图 16：钢材产品产量

（万吨）



资料来源：公司公告、中信证券研究部

当前政府推出 4 万亿财政刺激计划，主要着力点是加强基础设施建设，除了与市政建设的供水供气可直接利好公司铸管业务外，建筑钢材也可以受益。根据我们对最近国家出台的 4 万亿投资计划测算，2009 年钢材需求增长 1200 万吨左右；此外国家发改委和四川省发改委预计，四川灾后重建需要 3700 万吨以上钢材，如果按照 3 年完成，每年仅灾后重建就需要新增钢材需求 1200 万吨。

4 万亿的基建投资将分布于铁路、公路、电力设备、管道建设等四个主要类别，其中铁路分为高速铁路（包括客运专线、城际轨道）和普通铁路，公路分为高速公路和普通公路（包括乡镇公路）。覆盖这四个主要行业的 2009 年需求大约为 4000 万吨，其中新增需求 1200 万吨。

河北地区是我国钢铁生产大省，也是建筑钢材生产大省。截止 2008 年 11 月，河北省粗钢和钢材产量分别为 10710.16 万吨和 10412.34 万吨，分别占到全国产量的 23.1%和 19.6%。其中线棒材合计有 1788.39 万吨，占全国总量的 15.4%。

表 10：主要下游行业钢铁需求预测

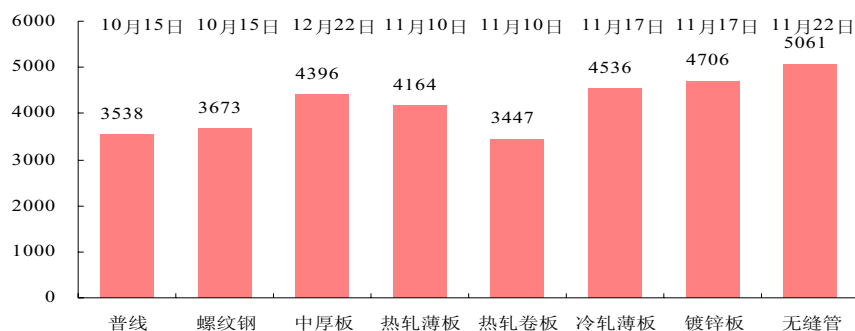
（单位：万吨）

	2008E	2009E	YoY 09/08	增量
房地产	8213	7392	-10.00%	-821
其他基建	15514	17065	10.00%	1551
建筑合计	23727	24457	3.08%	730
机械	7757	8533	10.00%	776
汽车	1825	1825	0.00%	0
轻工类	3194	3194	0.00%	0
其他	9126	9445	3.50%	319
工业类合计	21902	22997	5.00%	1095
需求合计	45629	47454	4.00%	1825

数据来源：中信证券研究部

从目前的价格趋势看，8 月份钢材价格开始大副下挫至今，各类品种都已经在低位趋稳盘整，其中线材和螺纹钢在 10 月中旬就有止跌企稳，而各类板材则在 11 月中旬企稳，之后的一个月，钢材价格都在低位徘徊，消化前期压力。我们在所有钢材品种中相对还是看好财政投资计划对建筑钢材的拉动作用。

图 17：各类钢材品种见底价格和见底时间



资料来源：中联钢，中信证券研究部

公司在钢材业务上的竞争力在于：

（1）成本优势：公司固有的技术优势为降低成本提供了基础，同时，公司目前长协矿比例较小，以 08 年为例，公司每年消耗原矿约为 700 万吨，其中长协矿仅为 90 万吨，占比仅为 10%左右，这在目前长协矿与现货矿倒挂的情况下，提高了公司控制成本的灵活性。

（2）改进生产：公司可能 09 年内将现有的 70 万吨钢坯或者委托加工的产能进一步完善流程，改进为 70 万吨的线材。就目前价格趋势看，钢坯价格约为 3200-3300 元/吨，而盘条（线材）价格在 3700-3800 元/吨，一吨钢坯加工成盘条约能增加毛利 100-200 元左右，预计这一项能为公司较往年增加毛利约 1 亿元。

3、离心铸钢管：形成新业务增长点

合金钢管是无缝钢管的一种，其性能要比一般的无缝钢管高很多，因为这种钢管里面含 Cr 比较多，其耐高温、耐低温、耐腐蚀的性能是其他无缝钢管比不上的，所以合金钢管在石油、化工、电力、锅炉等行业的用途比较广泛。这种管道通常采用高品质的不锈钢或高合金含量的无缝钢管，价格是普通无缝钢管的几倍到几十倍。国内外学术界与产业界一直致力于双金属复合管的研制，日本已经研制成功了多种复合工艺，其中热轧和热轧加冷成型工艺实现包覆材料与基材界面的冶金结合比较成功，我国只有简单的机械复合工艺，如爆炸成型、液压涨形、拉拔、碾压等，结合层的间隙问题不能得到解决。

依靠公司长期以来的离心浇铸技术，公司早在 2006 年就与攀钢集团长城特殊钢有限责任公司签署双金属复合管及特种钢管开发合作协议，双方和北京科技大学一起，经过两年多的研究开发，在国际上首创采用离心浇注--挤压--冷轧生产双金属复合管及特种钢管的新工艺，成功开发出多种复合材料的高品质复合管材，该工艺比传统无缝钢管生产工艺的流程短、挤压或冷轧后的产品尺寸精度高、金属收得率较高，尤其在高品质钢和双金属复合钢管上有着较高的成本优势。

公司 2007 年离心铸钢管工艺装备技术开发项目已基本具备生产条件，现已进入小批量生产及多品种的开发。开发试制的铸管用管模已投入生产，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批量供货，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，该项目试制了 9Cr、13Cr 石油行业高端油井管、大口径机加工用铸态管坯等产品；通过了美国 API5CT、API5LD 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。目前正在进行进一步的技术完善和新产品开发，为实施规模化生产奠定良好的工艺和技术基础。

公司目前拥有 1 万吨离心浇注钢管设计产能，但由于公司自身挤压、冷拔能力不足，完全依赖外部委托加工，因此产量低于预期。2008 年公司生产 5000 吨合金钢管，2009 年预计增加 2000-3000 吨达到约 8000 吨。公司未来战略设想是自身建设挤压、冷拔产能，从而形成一体化生产流程，如果进展顺利将大大提高公司在合金钢管和多金属复合钢管的生产能力。

4、其他投资要点

（1）控股股东增持

2008 年 8 月 29 日，铸管集团通过深交所交易系统增持公司股份 7,696,163 股，占股份总额的 0.66%，平均价格 5.68 元/股；9 月 1 日至 9 月 12 日，15 日至 9 月 24 日，铸管集团通过深交所交易系统增持公司股份 10,751,478 股，占股份总额的 0.92%，平均价格 5.85 元/股。至此，公司控股股东铸管集团拟在 1 年内增持公司 2% 股份的计划已实施完成。截至 9 月 24 日收盘，铸管集团共持有上市公司股份 579,609,984 股，占公司股份总额的 49.35%。

控股股东增持公司股份显示了对公司未来发展的强大信心，也符合集团整体发展战略，2009 年如果条件合适，公司还可能继续增持。

（2）税收优惠

公司近日公告，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》文件，公司即控股子公司河北新兴享受增值税“先征收，后退还 60%，年退税额上限为 5000 万元”的三线企业优惠政策。根据该政策，公司实际获得增值税退税收入 5769 万元，河北新兴实际获得增值税退税收入 3871 万元。该退税款“计入企业‘补贴收入’，在计算缴纳企业所得税时，暂不计入企业当年应纳税所得额，免征企业所得税”，进行帐务处理。该项优惠合计公司可增加权益净利润 8672 万元。

该增值税退税是公司 2006-2007 年度享受优惠政策而返还的退税款，将增厚 2008 年度业绩 8672 万元，折 EPS0.074 元。公司 2008 年度仍继续享受该项优惠，退税款将直接增加 2009 年净利润。

（3）增发项目

公司于 08 年 9 月 8 日有条件通过公开增发申请，拟公开增发不超过 3 亿股，主要投向为 12 亿元用于受让芜湖新兴 40% 股权，12 亿元用于离心浇铸复合管项目，8.9407 亿元用于径向锻造产品项目，4.9986 亿元用于汽车及工程机械零部件精密锻造项目，合计投资资金共需 30.36 亿元。

公司增发完成后将全资拥有芜湖新兴公司，也将推进离心浇铸复合管的建设进度，进一步增强竞争力。新兴集团 2008 年即将公司增发作为核心工作推进，由于市场环境变化较大而未能完成。公司 2009 年将择机完成增发，有助于提升公司实力。

风险因素

- 宏观形势大幅下滑导致公司产品，特别是钢材类产品需求下降的风险；
- 海外市场需求下降导致公司铸管产品出口下降的风险；
- 公司离心铸管生产建设低于预期的风险；
- 原材料价格可能短期上扬，导致公司在售合同产品盈利下降的风险。

盈利预测

1、主要产品和价格假设

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
球墨铸管产量（万吨）	84.08	104.90	122.00	145.00	150.00
YOY%	2.52%	24.76%	16.30%	18.85%	3.45%
球墨铸管售价（元/吨）	3898.42	3790.55	5155.15	3763.26	3838.53
YOY%	6.42%	-4.19%	-2.77%	36.00%	-27.00%
铸管总收入（万元）	327778.74	397629.19	628928.84	545673.10	575779.20
YOY%	-1.77%	21.31%	58.17%	-13.24%	5.52%
钢材产量（万吨）	171.12	224.09	270.00	270.00	270.00
YOY%	40.22%	30.95%	20.49%	0.00%	0.00%
螺纹钢公司售价（元/吨）	3799.59	3989.35	4161.75	3247.86	3418.80
YOY%	-7.22%	19.47%	31.05%	-21.96%	5.26%
钢材总收入（万元）	650186.10	893973.86	1123672.63	876923.08	923076.92
YOY%	16.64%	37.50%	25.69%	-21.96%	5.26%

数据来源：公司数据，中信证券研究部

2、主要成本假设

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
现货矿实际成本（元/吨，含税）	715.85	968.66	1191.79	783.90	830.70
巴西矿 FOB 价（美元/吨）	42.46	46.50	78.13	54.69	60.16
澳洲矿 FOB 价（美元/吨）	47.00	51.47	92.58	64.81	71.29
巴西-国内运费（美元/吨）	31.16	66.03	61.41	23.35	25.22
澳洲-国内运费（美元/吨）	12.88	27.30	25.39	9.66	10.43
汇率	7.97	7.60	6.95	6.50	6.50
内陆江河和装卸（元/吨）	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
铁矿石公司综合成本（元/吨，含税）	700.48	947.52	1165.10	758.07	804.94
长协矿占比	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
公司焦炭综合成本	1017.20	1116.51	2259.00	1260.00	1400.00
铁水综合成本	1601.63	2018.04	2819.40	1809.26	1935.56
铸管每吨轧制成本（元/吨）	1200	1200	1200	1200	1200
线材每吨轧制成本（元/吨）	1000	1000	1000	1000	1000

数据来源：公司数据，中信证券研究部

3、核心假设的敏感性分析

（1）铸管产量和铸管售价敏感性分析（2009 年）

0.54	铸管产量								
	125	130	135	140	145	150	155	160	165
铸管价格	3323.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.27	0.27	0.27	0.27
	3423.26	0.32	0.32	0.32	0.33	0.33	0.34	0.34	0.34
	3523.26	0.37	0.38	0.38	0.39	0.40	0.41	0.41	0.42
	3623.26	0.43	0.44	0.45	0.45	0.46	0.47	0.48	0.49
	3763.26	0.51	0.52	0.53	0.54	0.55	0.56	0.57	0.60
	3823.26	0.54	0.55	0.57	0.58	0.59	0.60	0.62	0.64
	3923.26	0.60	0.61	0.63	0.64	0.66	0.67	0.69	0.71
	4023.26	0.65	0.67	0.69	0.71	0.72	0.74	0.76	0.79
	4123.26	0.71	0.73	0.75	0.77	0.79	0.81	0.83	0.86

数据来源：公司数据，中信证券研究部

（2）钢材产量和铸管售价敏感性分析（2009 年）

0.54	线材产量								
	230	240	250	260	270	280	290	300	310
线材价格	2847.86	0.54	0.09	0.09	0.07	0.06	0.05	0.04	0.03
	2947.86	0.02	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.17	0.16
	3047.86	0.16	0.29	0.29	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
	3147.86	0.30	0.39	0.40	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43
	3247.86	0.44	0.50	0.51	0.52	0.53	0.54	0.55	0.56
	3347.86	0.58	0.60	0.62	0.64	0.65	0.67	0.68	0.69
	3447.86	0.72	0.71	0.73	0.75	0.77	0.79	0.81	0.82
	3547.86	0.86	0.81	0.84	0.86	0.89	0.91	0.93	0.96
	3647.86	1.00	0.92	0.95	0.98	1.01	1.03	1.06	1.09

数据来源：公司数据，中信证券研究部

（3）铁矿石现货综合价格和焦煤综合价格（2009 年）

0.54	铁矿石综合价格								
	703.90	723.90	743.90	763.90	783.90	803.90	823.90	843.90	863.90
焦煤综合价格	820	0.55	0.84	0.79	0.74	0.69	0.63	0.58	0.53
	840	0.42	0.82	0.77	0.72	0.67	0.61	0.56	0.50
	860	0.39	0.80	0.74	0.70	0.64	0.59	0.54	0.48
	880	0.37	0.78	0.72	0.68	0.62	0.57	0.51	0.46
	900	0.35	0.75	0.70	0.65	0.60	0.54	0.49	0.44
	920	0.33	0.73	0.68	0.63	0.58	0.52	0.47	0.41
	940	0.30	0.71	0.65	0.61	0.55	0.50	0.44	0.39
	960	0.28	0.68	0.63	0.59	0.53	0.48	0.42	0.37
	980	0.26	0.66	0.61	0.56	0.51	0.45	0.40	0.34

数据来源：公司数据，中信证券研究部

指标名称	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	11007.33	14258.10	18489.05	15285.30	16153.84
营业成本	9140.98	12184.19	16098.76	12898.23	13650.80
毛利率	16.96%	14.55%	12.93%	15.62%	15.49%
营业税金及附加	37.37	53.63	64.71	53.50	56.54
营业费用	507.58	705.41	924.45	611.41	484.62
营业费用率	4.61%	4.95%	5.00%	4.00%	3.00%
管理费用	420.00	305.16	554.67	458.56	484.62
管理费用率	3.82%	2.14%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用	52.43	76.89	114.71	157.62	181.49
财务费用率	0.48%	0.54%	0.62%	1.03%	1.12%
投资收益	0.27	5.86	5.10	5.10	5.10
营业利润	767.25	920.65	736.84	1111.08	1300.88
营业利润率	6.97%	6.46%	3.99%	7.27%	8.05%
营业外收入	51.58	60.79	38.62	50.33	49.92
营业外支出	14.06	12.02	17.31	14.46	14.60
利润总额	804.78	969.43	775.01	1152.57	1343.69
所得税	234.98	225.22	182.13	270.85	315.77
所得税率	29.20%	23.23%	23.50%	23.50%	23.50%
少数股东损益	91.43	156.79	156.79	233.18	271.84
归属于母公司股东的净利润	478.36	587.41	436.09	648.54	756.08
净利率	4.35%	4.12%	2.36%	4.24%	4.68%

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2006	2007	2008E	2009E	2010E
税前利润	804.78	969.43	775.01	1152.57	1343.69
所得税支出	-234.98	-225.22	-182.13	-270.85	-315.77
折旧和摊销	358.93	370.74	253.26	323.70	391.57
营运资金变动	-720.64	-291.93	326.75	500.91	663.84
其他	1.32	0.00	20.53	7.48	73.89
经营现金流	324.99	358.16	326.75	500.91	663.84
资本支出	662.34	959.40	-800.00	-800.00	-800.00
投资收益	0.00	50.07	-177.74	0.00	0.00
资产变卖	1.66	2.38	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-51.27	0.00	0.00	0.00
投资现金流	-660.68	-958.22	-977.74	-800.00	-800.00
发行股票	877.79	0.00	0.00	0.00	0.00
负债变化	1543.89	1833.67	0.00	0.00	0.00
股息支出	539.89	129.84	-374.98	-237.15	-352.69
其他	-1076.30	-888.79	968.22	-21.29	223.01
融资现金流	805.49	815.04	968.22	-21.29	223.01
现金及现金等价物净增加额	469.81	214.98	317.23	-320.37	86.85

指标名称	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	1316.69	1531.67	1848.91	1528.53	1615.38
存货	2123.55	2376.88	3219.75	2837.61	2730.16
应收账款	3007.41	2911.14	4039.86	3448.36	3906.00
其他流动资产	452.51	728.10	915.87	865.61	1052.48
流动资产	6900.2	7547.8	10024.4	8680.1	9304.0
固定资产	2993.31	3027.09	3677.04	4216.27	4663.45
长期股权投资	3.68	120.48	298.22	298.22	298.22
无形资产	121.41	155.50	153.00	150.50	148.00
其他长期资产	346.96	681.97	581.07	531.51	488.07
非流动资产	3465.4	3985.0	4709.3	5196.5	5597.7
资产总计	10365.5	11532.8	14733.7	13876.6	14901.8
短期借款	790.09	1763.67	3106.87	3322.73	3898.42
应付账款	1998.73	1772.55	2414.81	1547.79	1365.08
其他流动负债	2179.92	1990.17	2975.82	2125.70	2086.32
流动负债	4968.7	5526.4	8497.5	6996.2	7349.8
长期负债	0.00	20.00	20.00	20.00	20.00
其他长期负债	118.57	96.04	107.91	107.51	103.82
非流动性负债	118.57	116.04	127.91	127.51	123.82
负债合计	5087.3	5642.4	8625.4	7123.7	7473.6
股本	1112.23	1174.52	1174.52	1174.52	1174.52
资本公积	1623.19	1623.19	1623.19	1623.19	1623.19
股东权益合计	4346.0	4797.6	4858.8	5270.1	5673.5
少数股东权益	932.2	1092.8	1249.6	1482.7	1754.6
负债股东权益总计	10365.5	11532.8	14733.7	13876.6	14901.8

主要财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
增长率 (%)					
营业收入	13.45%	29.53%	29.67%	-17.33%	5.68%
营业利润	4.84%	19.99%	-19.97%	50.79%	17.08%
净利润	-7.65%	30.61%	-20.33%	48.72%	16.58%
利润率 (%)					
毛利率	16.96%	14.55%	12.93%	15.62%	15.49%
EBIT Margin	7.79%	7.34%	4.81%	8.57%	9.44%
EBITDA Margin	11.05%	9.94%	5.94%	10.26%	9.44%
净利率	4.35%	4.12%	2.36%	4.24%	4.68%
回报率 (%)					
净资产收益率	11.01%	12.24%	8.98%	12.31%	13.33%
总资产收益率	4.61%	5.09%	2.96%	4.67%	5.07%
其他 (%)					
资产负债率	49.08%	48.92%	58.54%	51.34%	50.15%
所得税率	29.20%	23.23%	23.50%	23.50%	23.50%
股息率	1.87%	3.93%	3.15%	4.68%	5.45%

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作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或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
基准；	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	行业投资评级	弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；		

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			