

张士宝 林向涛
 0755-83734778
 zhangsb@cmschina.com.cn

2009年7月17日

新兴铸管 (000778.SZ)/11.09元

产品结构优势突出，业绩将超预期增长

原材料·钢铁

目标估值: 14元

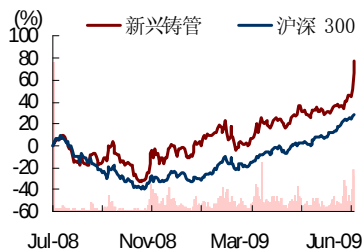
强烈推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	3184
总股本(万股)	117452
已上市流通股(万股)	73999
总市值(亿元)	130
流通市值(亿元)	82
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	11.4
资产负债率	52.1%
主要股东	新兴铸管集团有限公司
主要股东持股比例	49.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	36	61	64
相对表现	18	-14	37



相关报告

- 1、《钢铁行业价格周报—钢价继续上涨，淡季不淡》2009/7/16
- 2、《钢铁行业 2009 年中期投资策略—供求缺口有望缩窄，超配钢铁》2009/6/15

新兴铸管 2009 年中期实现营业收入 124.1 亿，同比增长 17%，实现净利润 4.72 亿，同比增长 21.2%，EPS0.402 元，高于市场预期。公司在铸管领域享有定价权，占据国内市场 40% 份额，且公司钢材产品全部为螺纹钢，竞争优势明显，芜湖新兴铸管 40% 股权的注入将成为股价催化剂，重申“强烈推荐-B”的投资评级。

- **铸管优势奠定业绩增长基础:** 公司是国内最大的铸管企业，世界排名第二，仅次于法国圣戈班，具有 155 万吨铸管生产能力，在铸管领域享有定价权；09 年上半年公司生产铸管 64.71 万吨，同比增长 5.01%，毛利率 25.83%，是 07 年以来的最好水平，铸管业绩稳定增长奠定公司成长基础；
- **钢材产品业务锦上添花:** 公司钢材产品全部为螺纹钢，具有 260 万吨产能，2009 年上半年公司生产钢材 135.13 万吨，同比增长 16.53%，毛利率 10.35%；上半年主要是长材行情，螺纹钢产品迎合了市场需求，为公司业绩锦上添花。
- **其他业务毛利贡献大幅增长:** 公司 09 年上半年生产钢格板 3.16 万吨，完成发电量 2.2 亿度，同比大幅增长 45.56%，合计为公司贡献毛利 1.05 亿，较去年同期 0.05 亿大幅增长；公司中期存货减值转回 671 万元；
- **芜湖新兴铸管对公司利润贡献较大:** 公司控股 60% 的芜湖新兴铸管公司 09 年上半年铸管产量 18 万吨、棒材（主要是螺纹）45 万吨，利润总额 3 亿元（含 1 季度退税 0.5 亿元，对 EPS 影响 0.0255 元，属一次性补贴收入后期不再有）；
- **芜湖新兴铸管发电项目成为下半年亮点。** 芜湖新兴综合利用发电项目，计划投资 4,990 万元。项目累计投入 6,953.78 万元，其中本期投入 3,393.40 万元。报告期内，完成了安装和单体试车，具备热试车和发电条件，计划下半年正式并网发电；
- **投资策略:** 我们上调公司了 09 年铸管价格和螺纹钢产量预测，预计 09-11 年 EPS 分别为 0.83、0.95 和 1.01 元，重申“强烈推荐-B”的投资评级，给予 10 年 15 倍 PE，6 个月目标价 14 元；公司公开增发收购芜湖新兴铸管 40% 股权进展将成为股价催化剂；

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	14258	20551	24671	26358	27676
同比增长	30%	44%	20%	7%	5%
营业利润(百万元)	921	677	1622	1762	1895
同比增长	20%	-26%	139%	9%	8%
净利润(百万元)	587	511	979	1114	1184
同比增长	23%	-13%	92%	14%	6%
每股收益(元)	0.50	0.43	0.83	0.95	1.01
PE	22.2	25.5	13.3	11.7	11.0
PB	2.7	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源: 招商证券

附：芜湖新兴铸管上半年经营状况

芜湖新兴铸管是新兴铸管的子公司，新兴铸管占有其60%的股权，公司计划公开发行A股股票收购集团拥有的芜湖新兴铸管剩余40%的股权，该增发已获得证监会的有条件审核通过，公司在2010年-6月16日之前实施。

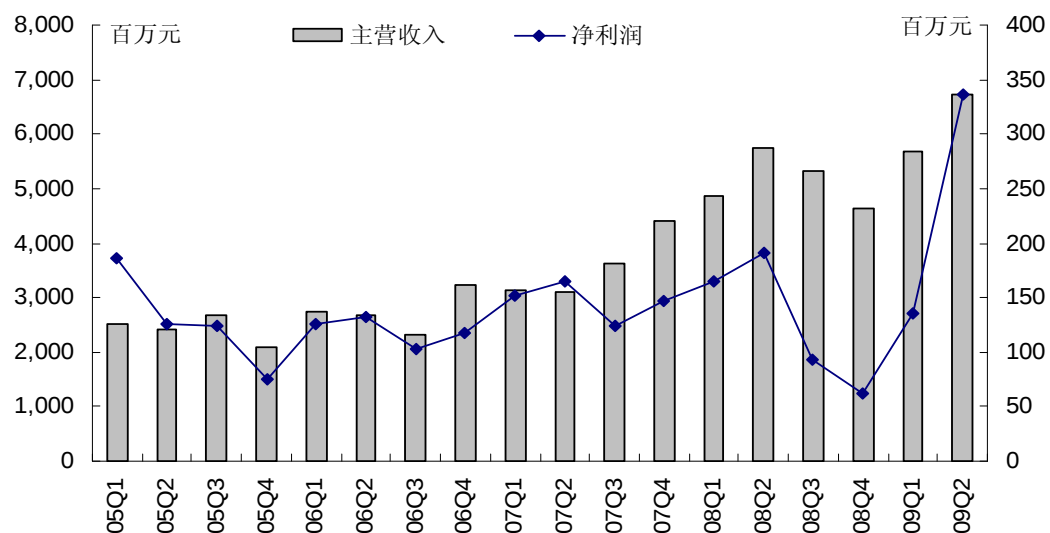
芜湖新兴铸管拥有40万吨铸管产能，100万吨钢材产能，2009年上半年芜湖铸管生产铸管18万吨，其中1-5月份合计14万吨，5月份单月3.6万吨，6月份4万吨；上半年芜湖铸管销售钢材（全部为螺纹钢）45万吨，其中1-5月份36.5万吨，5月份单月7.4万吨，吨钢毛利在200-300元/吨之间。

芜湖新兴铸管上半年高炉检修20天，日期为5月1日至5月23日，影响公司铁产能1万吨；下半年铁产量环比上半年将有2-3万吨的增长。

芜湖新兴铸管上半年实现利润总额3亿元，由于公司是国家认定的高新技术企业，享有15%的所得税优惠，公司一季度收到5000万元增值税返还，对母公司新兴铸管贡献利润3000万元，影响股份公司EPS0.0255元，属于一次性补贴，下半年不再拥有；

芜湖新兴铸管1季度实现利润1.01亿元，4月份盈利4145万吨，5月份盈利6145万元，6月份单月利润9610万元，创今年最好单月盈利水平。

图1：09年二季度收入和净利润均创历史最好水平



资料来源：招商证券，

表1：新兴铸管拥有155万吨铸管生产能力

	股权比例	铸管（万吨）	管件（万吨）	钢材（万吨）	钢格板（万吨）
武安本部	100%	30		160	8
芜湖新兴	60%	40		100	
河北新兴	75%	40			
桃江	90%		2		
石家庄新兴	60%	10			
四川川建	55%	15	1		
湖北黄石		20			
合计		155	3	260	8

资料来源：新兴铸管，招商证券

表2: 公司09年中期铸管毛利率保持历史较高水平

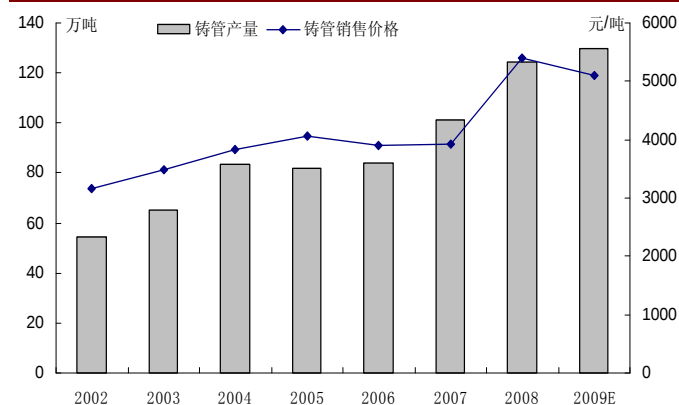
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009H
产量 (万吨)	54.5	65.3	83.51	82.01	84.08	101.14	124.28	64.71
销售收入 (万元)	172,871	227,304	319,277	333,681	327,779	397,629	671,556	329,713
平均售价 (元/吨)	3,172	3,481	3,823	4,069	3,898	3,931	5,404	5,095
毛利率 (%)	36.70%	28.40%	27.20%	23.70%	26.40%	20.04%	18.96%	25.83%
出口占比 (%)	20.20%	26.40%	26%	30%	29%	38.28%	29.73%	

资料来源: 新兴铸管, 招商证券

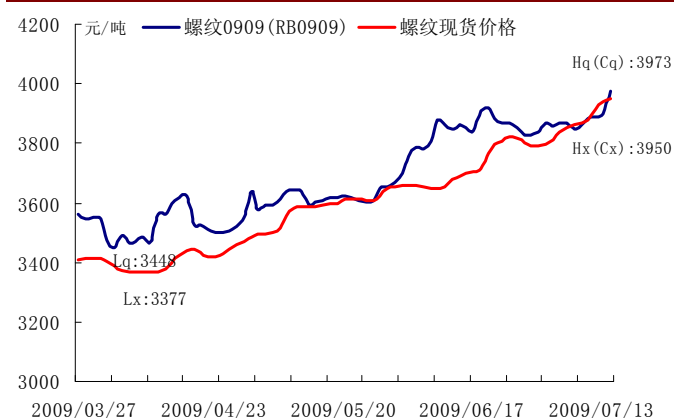
表3: 新兴铸管上半年分品种产量增长明显

单位: 万吨	09 年 H	同比增长	2008H	同比增长	2007H	同比增长
铁	207.01	9.78%	188.59	14.70%	164.41	4.12%
钢坯	150.44	13.97%	132.01	10.94%	118.99	49%
钢材	135.13	16.53%	115.96	9.87%	105.54	46.87%
铸管及管件	64.71	5.01%	60.27	27.70%	48.15	22%
钢格板	3.16	-15.96%	3.76	52.23%	2.47	
完成发电量 (亿度)	2.2	45.56%				

资料来源: 新兴铸管, 招商证券

图 3: 公司铸管销量和销售价格


资料来源: 招商证券研发中心

图 4: 螺纹钢现货和期货价格


资料来源: 招商证券研发中心

图 5: 新兴铸管历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 6: 新兴铸管历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

表4: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	14258	20551	24417	26082	27319
营业成本	12184	18669	21727	23151	24253
营业税金及附加	54	80	98	104	109
营业费用	705	699	732	782	820
管理费用	305	334	464	522	546
财务费用	77	117	40	43	33
资产减值损失	18	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	22	26	20	20
营业利润	921	677	1381	1499	1578
营业外收入	61	150	50	15	10
营业外支出	12	16	20	14	8
利润总额	969	811	1411	1500	1580
所得税	225	70	296	315	332
净利润	744	741	1115	1185	1249
少数股东损益	157	231	279	237	262
归属于母公司净利润	587	511	836	948	986
EPS (元)	0.50	0.43	0.71	0.81	0.84

资料来源: wind, 招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	7548	9046	10211	11963	13574
现金	1532	2363	1771	2026	4082
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1805	2487	2960	3163	3321
应收款项	1107	936	1221	1566	1918
其它应收款	76	86	123	132	138
存货	2377	2433	3266	4150	3143
其他	652	741	869	926	971
非流动资产	3985	5296	4769	4352	3981
长期股权投资	120	143	143	143	143
固定资产	3027	4370	4355	3954	3599
无形资产	156	186	167	150	135
其他	682	598	104	104	104
资产总计	11533	14343	14980	16314	17555
流动负债	5526	7700	7337	7614	7713
短期借款	1764	2186	1000	1000	1000
应付账款	1141	1695	2021	2130	2185
预收账款	1106	1021	1955	1852	1942
其他	1516	2799	2361	2632	2586
长期负债	116	124	112	111	110
长期借款	20	0	0	0	0
其他	96	124	112	111	110
负债合计	5642	7823	7449	7725	7823
股本	1175	1175	1175	1175	1175
资本公积金	1623	1631	1631	1631	1631
留存收益	2000	2232	2917	3697	4526
少数股东权益	1093	1482	1808	2087	2401
母公司所有者权益	4798	5037	5723	6503	7331
负债及权益合计	11533	14343	14980	16314	17555

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	358	2302	1030	712	2522
净利润			979	1114	1184
折旧摊销			548	525	477
财务费用			39	41	29
投资收益			(26)	(20)	(20)
营运资金变动			(899)	(1247)	544
其它			388	298	307
投资活动现金流	(958)	(1614)	(100)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	815	143	(1522)	(356)	(366)
借款变动			(1206)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(294)	(334)	(355)
其他			(23)	(22)	(10)
现金净增加额	215	831	(592)	256	2056

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	14258	20551	24671	26358	27676
营业成本	12184	18669	21727	23151	24277
营业税金及附加	54	80	99	105	111
营业费用	705	699	740	791	830
管理费用	305	334	469	527	554
财务费用	77	117	39	41	29
资产减值损失	18	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	22	26	20	20
营业利润	921	677	1622	1762	1895
营业外收入	61	150	50	15	10
营业外支出	12	16	20	14	8
利润总额	969	811	1652	1763	1897
所得税	225	70	347	370	398
净利润	744	741	1305	1393	1498
少数股东损益	157	231	326	279	315
母公司所有者净利润	587	511	979	1114	1184
EPS (元)	0.50	0.43	0.83	0.95	1.01

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	30%	44%	20%	7%	5%
营业利润	20%	-26%	139%	9%	8%
净利润	23%	-13%	92%	14%	6%
获利能力					
毛利率	14.5%	9.2%	11.9%	12.2%	12.3%
净利率	4.1%	2.5%	4.0%	4.2%	4.3%
ROE	12.2%	10.1%	17.1%	17.1%	16.1%
ROIC	10.0%	8.3%	15.4%	14.9%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	48.9%	54.5%	49.7%	47.4%	44.6%
净负债比率	15.5%	15.4%	6.7%	6.1%	5.7%
流动比率	1.4	1.2	1.4	1.6	1.8
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.4
营运能力					
资产周转率	1.2	1.4	1.6	1.6	1.6
存货周转率	5.4	7.8	7.6	6.2	6.7
应收帐款周转率	12.6	20.1	22.9	18.9	15.9
应付帐款周转率	10.3	13.2	11.7	11.2	11.3
每股资料(元)					
每股收益	0.50	0.43	0.83	0.95	1.01
每股经营现金	0.30	1.96	0.88	0.61	2.15
每股净资产	4.08	4.29	4.87	5.54	6.24
每股股利	0.25	0.00	0.25	0.28	0.30
估值比率					
PE	22.2	25.5	13.3	11.7	11.0
PB	2.7	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	40.6	42.8	25.1	23.8	23.1

分析师简介

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师。上海财经大学管理学硕士、江西财经大学经济学学士（会计学专业），会计师，中国期货从业资格。宝钢8 年工作经验，撰写过国家发改委委托的专题《2006 年中国钢铁产业地图》。07、08年两度入围新财富钢铁行业最佳分析师。

林向涛：招商证券钢铁行业助理分析师，清华大学金融学学士。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。