

钢铁/普钢

2009 年 8 月 6 日



公司研究

调研简报

跟踪评级：首次 短期-推荐，长期-A

盈利相对稳定的“螺纹钢+铸管”企业

——新兴铸管（000778）调研简报

近期我们在北京与公司主要高管就公司中报、募集项目等情况以及未来近一年来股价走势发展等情况作了简单交流。

核心观点

产品结构决定公司盈利相对稳定。近 13 年，公司没有出现过年度亏损或微利，盈利稳定性较强，这主要得益于公司“钢材+铸管”的产品结构，公司钢材价格波动与市场同步，但铸管价格滞后于钢材价格（铸管的成本主要是钢坯成本以及 1000 元/吨不含税的加工费，市场上钢坯价格基本与钢材价格同步），因而这两块业务在很大程度上能起到“对冲”作用，使得公司盈利相对稳定。

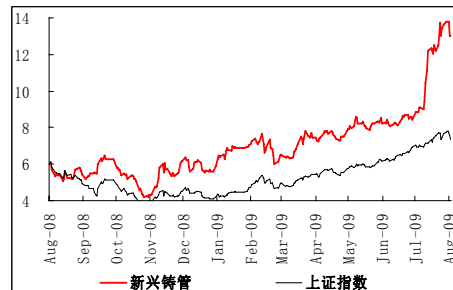
上半年公司盈利能力突出。公司上半年综合毛利率为 11.89%，吨钢毛利 362 元/吨，在钢铁公司中罕见，主要原因如下：（1）公司铸管产品产量占全国的 50% 左右，在销售竞标时一般采用闭口合同，锁定价格，而交货期往往滞后合同签订期一个季度。因此在原材料钢价总体处于下跌过程中，公司铸管产品盈利能力提升，上半年该块业务毛利率达 25.83%，贡献公司毛利 58.85%；（2）上半年公司钢材产品全是螺纹钢，而螺纹钢几乎全用于建筑地产领域，其价格走势上半年在各品种钢中最为强劲，与此同时公司主要是采购现货矿，这使得公司避免了价格大跌导致的矿石库存损失，同时享受了国际经济不景气带来的便宜的矿焦资源；（3）公司出口收入占比为 10%，对出口的依赖度不大。

增发募投项目提升公司盈利水平和成长性。如果简单测算收购 40% 的芜湖新兴股权带来的业绩变化，按照增加 3 亿股本测算，EPS 的增厚率为 11.4%；而 2010 年底左右投产的符合管项目、锻造项目则有望成为公司新的盈利增长点。

盈利预测和投资建议。不考虑股本变化，我们暂时给予公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.86 元、0.90 元的盈利预测，按 09 年中期末净资产计算，公司 PB 为 2.77 倍，基于我们对钢铁行业景气走势的判断，首次给予公司“推荐 A”的投资评级。

风险提示。（1）宏观经济及政策变动的风险；（2）钢价波动的风险；（3）公司主要依赖现货矿，矿价上涨侵蚀钢材利润的风险。

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



数据来源：国都证券研究所

基础数据（2008 年 6 月 30 日）

指标	数值
总股本（亿股）	11.75
流通股本（亿股）	7.40
流通市值（亿股）	96
每股净资产（元）	4.68
资产负债率（%）	52.07

数据来源：国都证券研究所

国都证券研究所

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

附 1: 募集项目介绍

公司拟发行不超过 3 亿股，发行价格不超过 11.70 元/股，募集资金不超过 35.1 亿元（含发行费用），主要用于收购芜湖新兴 40%股权（12 亿元），以及补充公司离心浇铸复合管、3.6 万吨径向锻造产品、汽车及工程机械锻造三项固定资产项目建设资金（合计 18 亿元）。

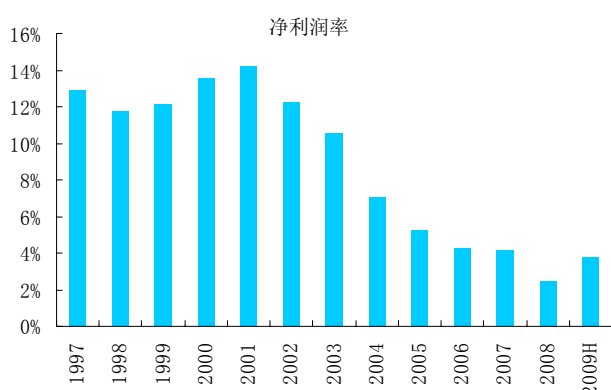
附 2: 调研信息及我们的判断

（1）公司不是单纯的钢铁企业，是“钢铁+铸管”，因此目前公司 300 立方米以下的小高炉并不在钢铁产业政策淘汰的范围之列；

（2）集团作为规模相对较小的央企，有较大的规模扩张的冲动，而新兴铸管贡献集团公司 50%左右的收入，是核心子公司，我们判断未来新兴铸管会加大国内并钢企、国外收矿的脚步；

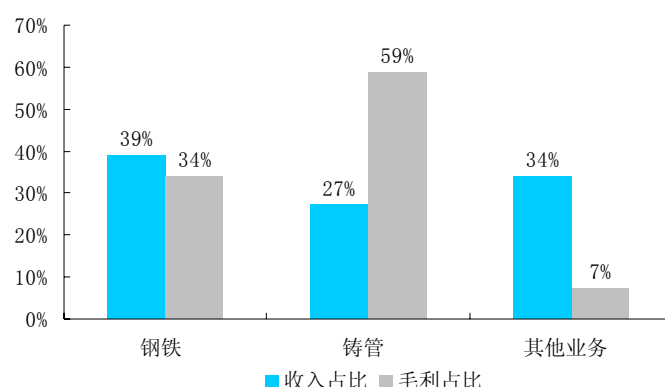
（3）09 年上半年公司“其他业务”收入占比跃升至 34%，我们判断该块业务主要是钢格板、焦化产品、钢坯贸易、矿石贸易等。

图表 1: 新兴铸管（000778）历年净利润率



资料来源：公司报表、国都证券研究所

图表 2: 新兴铸管（000778）09 年上半年收入及利润分布



资料来源：公司报表、国都证券研究所

图表 3: 新兴铸管（000778）盈利预测

单位: 万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	1,100,733	1,425,810	2,055,080	2,431,159	2,655,628
YOY (%)	88.72%	29.53%	44.13%	18.30%	9.23%
减: 营业成本	914,098	1,218,419	1,866,863	2,109,742	2,311,855
毛利率 (%)	16.96%	14.55%	9.16%	13.22%	12.95%
营业税金及附加	3,737	5,363	7,959	9,416	10,285
资产减值损失	8,199	1,804	-285	0	0
销售费用	50,758	70,541	69,942	82,742	90,381
管理费用	42,000	29,379	33,441	39,561	43,213
财务费用	5,243	7,689	11,659	13,792	15,066

期间费用率 (%)	8.90%	7.55%	5.60%	5.60%	5.60%
投资净收益	27	586	2,238	5,000	6,000
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	76,725	93,203	67,738	180,906	190,827
营业利润率 (%)	6.97%	6.54%	3.30%	7.44%	7.19%
加: 营业外收入	5,158	6,079	14,991	15,171	15,527
减: 营业外支出	1,406	1,202	1,580	1,601	1,642
其中: 非流动资产处置净损失	1,166	706	800	0	0
三、利润总额	80,478	98,080	81,149	194,476	204,712
减: 所得税费用	23,498	22,807	7,009	48,619	51,178
实际所得税率 (%)	29.20%	23.25%	8.64%	25.00%	25.00%
四、净利润	56,980	75,274	74,140	145,857	153,534
YOY (%)	47.71%	32.11%	-1.51%	96.73%	5.26%
净利润率 (%)	5.18%	5.28%	3.61%	6.00%	5.78%
归属母公司所有者的净利润	47,836	59,253	51,069	100,470	105,758
少数股东权益	9,143	16,021	23,071	45,387	47,776
五、EPS (全面摊薄/元)	0.43	0.50	0.43	0.86	0.90
总股本 (万股)	111,223	117,452	117,452	117,452	117,452

资料来源: 公司报表、国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研发中心及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，

投资者据此操作，风险自负。