

## 新兴铸管（000778）：挺进新疆！挺进上游！铸管龙头重装上阵 买入（上调）

钢铁行业 2010年1月27日

目标价：17.6元

联系人：张雷

010-66045454

Zhanglei002@txsec.com

### 事件描述：

近期，我们对公司进行了实地调研。我们就公司的资产整合、经营现状及发展前景等问题与公司进行了深入的交流。

### 评论：

经过对公司的实地调研，我们进一步坚定了看好公司的信念，考虑到公司广阔的发展前景，我们给予公司2010年20倍PE，目标价为17.6元。上调公司的评级至“买入”。

一、我们看好公司主要基于以下五点理由：

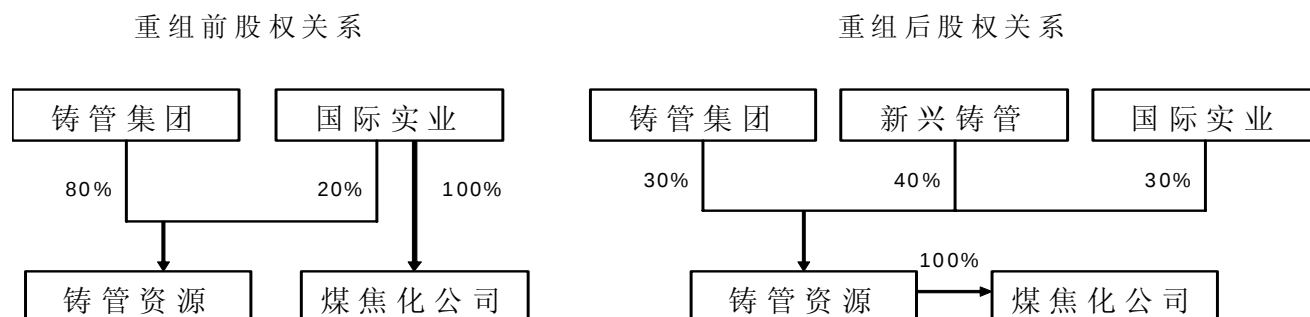
- 1、产业链向上游延伸，矿产资源有助增厚业绩并增强公司业绩弹性；
- 2、渐进式收购钢铁类资产，业绩增厚明显，分享新疆基建一杯羹；
- 3、公司在新疆的业务版图已现雏形，未来拓展空间巨大；
- 4、复合管等项目进入实质运作阶段，将成为业绩增长点；
- 5、城镇化率的提高为公司产品提供广阔市场空间。

接下来我们分别予以说明：

1、产业链向上游延伸，矿产资源有助增厚业绩并增强公司业绩弹性。

1月8日，新兴铸管（000778）和国际实业（000159）同时发布公告，铸管集团、铸管股份、国际实业拟对铸管资源进行增资，增资前铸管资源注册资本2亿元，其中铸管集团现金出资1.6亿元，持有80%股权；国际实业现金出资0.4亿元，持有20%股权。增资后铸管资源注册资本增加至8亿元，其中铸管股份以现金出资3.2亿元，持有40%股权；铸管集团补充出资0.8亿元，持有30%股权；国际实业以持有的煤焦化公司13.7%股权（作价2亿元）对铸管资源进行增资，持有铸管资源30%股权。增资同时，由铸管资源受让国际实业持有的煤焦化公司剩余86.3%股权（作价12.6亿元），重组后铸管资源将持有煤焦化公司100%的股权。（该方案还需要双方股东大会以及证监会的通过）。重组前后股权关系变化如下：

图1 重组前后股权变动图



资料来源：国际实业公告、天相投顾



我们认为，此重组方案对新兴铸管和国际实业是双赢的局面，铸管集团和新兴铸管用 12.6 亿的代价换来了 100 万吨原煤产能的煤焦化公司，其央企的背景有助于进一步开发新疆的煤炭资源，而在新疆煤炭产业整合预期下，国际实业的背景并不具有优势，通过出售煤焦化公司股权，国际实业获得了铸管资源 30% 的股份，保留了新疆资源开发的受益权。

表 1 铸管资源和煤焦化公司数据

| 公司    | 成立日期            | 注册资本<br>(亿元) | 2009 年 10 月 31 日 |             | 2009 年 1-10 月 |              |           |
|-------|-----------------|--------------|------------------|-------------|---------------|--------------|-----------|
|       |                 |              | 总资产<br>(亿元)      | 净资产<br>(亿元) | 营业收入<br>(亿元)  | 营业利润<br>(万元) | 净利润(万元)   |
| 铸管资源  | 2008 年 7 月 4 日  | 2            | 2.4              | 2           | 10.2          | 102.43       | 67.98     |
| 煤焦化公司 | 2003 年 8 月 28 日 | 5.6          | 12.1             | 6           | 3.44          | 11,096.11    | 10,816.28 |

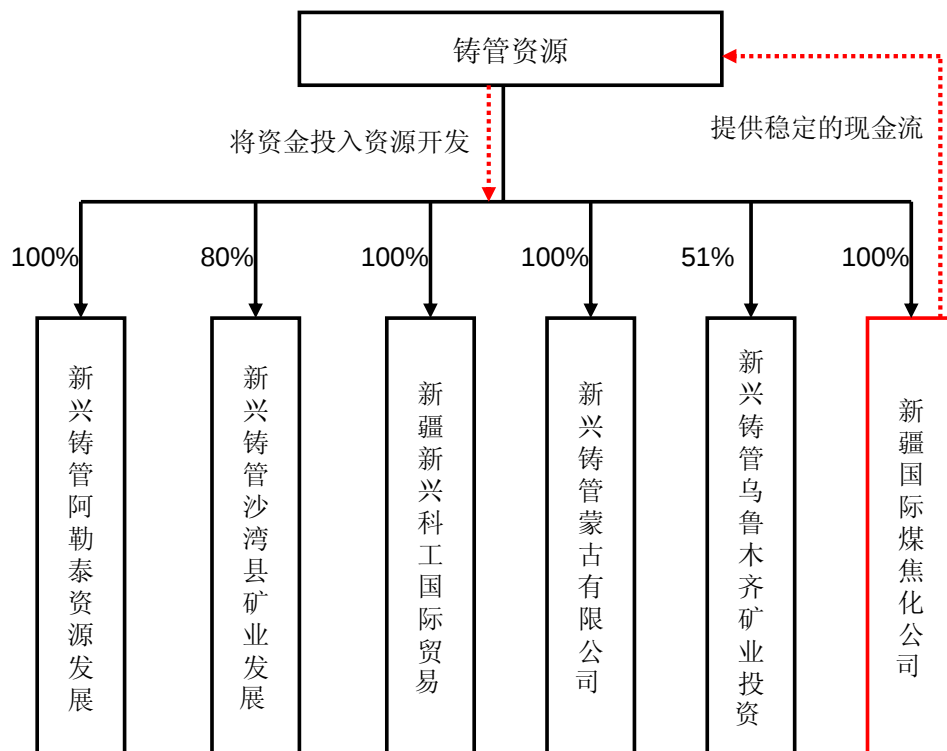
资料来源：国际实业公告、天相投顾

炼焦产业为煤焦化公司的主业，2004 年煤焦化公司开始投资建设一期 50 万吨煤焦化项目，2008 年煤焦化公司对“一期 50 万吨/年清洁型捣固焦炉”进行改扩建，增加两座 2\*20 孔焦炉建设，截止目前，煤焦化公司焦炭年产能约为 70 万吨。煤焦化公司通过对拜城地区煤矿的整合，截至目前共拥有 9 个煤矿，煤炭储量接近 1.5 亿吨，80% 为焦煤，20% 为无烟煤。

2007 年，公司所属煤矿生产原煤 99.4 万吨，实现焦炭产量 37 万吨，2008 年焦炭产量为 35.3 万吨。未来铸管资源取得煤焦化公司全部股权后，将投资建设 2 期 70 万吨焦化项目，总计焦炭产能达到 140 万吨。

我们预计煤焦化公司 2009 年的净利润将达到 1.3 亿元，随着原煤、焦炭价格的上市和公司产量的提升，预计焦化公司 2010 年净利润将达到 1.6 亿元以上，股份公司按照 40% 的权益计算，将获得 6400 万元，按照 14.75 亿的股本计算，增厚每股收益 0.043 元。

图 2 重组煤焦化公司之后的铸管资源资产结构



资料来源：天相投顾

铸管资源旗下原有 5 个控股公司，主要任务是整合新疆境内以及蒙古的矿产资源，公司成立只有一年半的时间。在煤焦化公司注入铸管资源后，铸管资源将获得稳定的现金流，这有助于铸管资源获得银行融资，并进行下一步对新疆及周边国家的煤矿、铬矿等资源的整合。

2010 年以后，随着煤焦化公司焦炭项目的扩产和铸管资源对其他煤炭、铬矿等资源的整合，预计对上市公司的业绩增厚效果会更加明显。而伴随着对矿产资源的整合，新兴铸管的业绩相对稳定的特征也会逐渐发生变化，业绩弹性将有所增强。

## 2、渐进式收购钢铁类资产，业绩增厚明显

公司在 2009 年增发 3 亿股，收购集团持有的芜湖新兴 40% 的股权，芜湖新兴成为公司的全资子公司；

接下来，公司将分别受让集团持有的新疆金特钢铁公司 38% 的股权以及罗尔泰投资公司持有的河北新兴 25% 的股权。（上述公司股权已经在北京产权交易所挂牌，预计受让方为新兴铸管）。

### 1) 即将受让集团持有的金特钢铁公司 38% 的股权，分享新疆建设一杯羹。

2007 年 4 月 13 日，由新兴铸管集团控股的新疆金特钢铁股份有限公司在新疆巴音郭楞蒙古自治州和静县成立。金特和钢钢铁有限公司的前身是和静钢铁厂。和静钢铁厂于 2002 年底破产，2003 年 11 月，广东南海金特建材实业有限公司重组该厂，成立新疆金特和钢钢铁有限公司，2004 年 8 月 27 日，金特和钢炼出了第一炉钢，并很快形成年产 30 万吨钢的生产能力。

2009 年 8 月，金特钢铁二期技改（百万吨钢改造）项目竣工，公司产能达到 100 万吨，未来的规划是 200 万吨。金特钢铁公司是新疆地区仅次于八钢的第二大钢铁公司，主要产品是棒材和高速线材。我们认为中央加大对新疆的投资，将提升疆内建筑钢材的需求，金特钢铁正迎来良好的发展机遇。新兴铸管即将成为金特钢铁的第一大股东，在建设新疆过程中将受益匪浅。

表 2 金特钢铁股份有限公司股权结构

| 序号 | 前十位股东名称          | 持股比例   |
|----|------------------|--------|
| 1  | 新兴铸管集团有限公司       | 38%    |
| 2  | 上海坤翼投资管理有限公司     | 21.86% |
| 3  | 河南省信阳市长乐钢铁有限公司   | 4.10%  |
| 4  | 株洲市酒埠江特钢有限公司     | 5%     |
| 5  | 青海创安有限公司         | 6.45%  |
| 6  | 福州卓胜投资贸易有限公司     | 10.33% |
| 7  | 佛山市金特建材实业有限公司    | 9.23%  |
| 8  | 广西南宁丰茂农业科技有限责任公司 | 5.04%  |

资料来源：北京产权交易所、天相投顾

表 3 金特钢铁股份有限公司财务数据

|          | 2008 年    | 2009 年<br>1-11 月 | 2009E    |
|----------|-----------|------------------|----------|
| 营业收入（万吨） | 202752.48 | 21366.81         | 23309.25 |
| 营业利润（万吨） | 12440.68  | 13105.93         | 14297.38 |
| 净利润（万吨）  | 12551.62  | 13459.84         | 14683.46 |
| 产量（万吨）   | NA        | NA               | 60       |
| 吨钢净利润（元） |           |                  | 244.72   |

资料来源：北京产权交易所、天相投顾

根据金特钢铁 2009 年 1-11 月份的财务数据，简单年化后，预计 2009 年金特钢铁实现营业收入 23.3 亿元，营业利润 1.43 亿元，净利润 1.47 亿元。全年的产量大约 60 万吨，以 60 万吨的产量获得 1.47 亿元的净利润，吨钢净利润近 245 元。同在新疆的八一钢铁（600581）08 年实现净利润 1 亿元，我们预计其 09 年产钢 500 万吨以上，全年净利润为 5 千多万元。由此来看，金特钢铁公司的盈利能力是相当不错的。假设金特钢铁公司 2010 年 100 吨钢达产，保守以 09 年的盈利能力计算，可实现净利润 2.45 亿元，新兴铸管获得的权益净利润近 1 亿元，按照 14.75 亿股本计算，增厚 EPS0.068 元。

## 2) 即将受让罗尔泰持有的河北新兴 25%的股权。

河北新兴铸管有限公司始建于 1993 年，是由新兴铸管股份公司和英国罗尔泰投资有限公司组建的一家中外合资企业，其中新兴铸管股份有限公司占 75%股权，罗尔泰投资有限公司占 25%股权。河北新兴位于新兴铸管股份公司厂区内，主要经营离心球墨铸铁管。铁水由股份公司供给，产品由股份公司销售。

2008 年，河北新兴生产铸管 38.45 万吨，实现营业收入 1.83 亿元，营业利润 7961.06 万元，净利润 9884.03 万元（有增值税退税因素）。河北新兴 25%股权转让价格为 12850 万元，收购 PB 为 0.69 倍，PE 为 5.19 倍，与受让芜湖新兴股权相比，收购 PB 较低，PE 大致接近。

表 4 收购和拟受让钢铁资产估值对比

|      | 净资产<br>(亿元) | 净利润<br>(亿元) | 产能                        | 收购价<br>格(亿<br>元) | 收购<br>股权 | 收购股<br>权对应<br>净资产<br>(亿元) | 收购股<br>权对应<br>净利润<br>(亿元) | 收购<br>PB | 收购<br>PE | 备注                                                           |
|------|-------------|-------------|---------------------------|------------------|----------|---------------------------|---------------------------|----------|----------|--------------------------------------------------------------|
| 芜湖新兴 | 25.6        | 5.14        | 铸管 50 万<br>吨，螺纹钢<br>80 万吨 | 12               | 40%      | 10.24                     | 2.06                      | 1.17     | 5.84     | 2008 年财务数<br>据                                               |
| 河北新兴 | 7.45        | 0.99        | 铸管 40 万<br>吨              | 1.285            | 25%      | 1.86                      | 0.25                      | 0.69     | 5.19     | 2008 年财务数<br>据                                               |
| 金特钢铁 | 9.788       | 1.47        | 棒线 100 万<br>吨             | 3.6              | 38%      | 3.72                      | 0.56                      | 0.97     | 6.44     | 净资产为 09 年<br>三季度末数<br>据，净利润为<br>根据 09 年前<br>11 个月的全年<br>预测数据 |

资料来源：公司公告、北京产权交易所、天相投顾

收购的相关资产将明显增厚公司 2010 年业绩，经过对每项资产收购后的业绩测算，按照最新 14.75 亿股本计算，预计公司 2010 年因资产收购带来的业绩增厚达到 0.198 元/股。

表 5 2010 年公司因资产收购的业绩增厚预测

| 序号 | 项目             | 2010 年较 2009 年业绩增<br>厚预测（元） | 备注             |
|----|----------------|-----------------------------|----------------|
| 1  | 收购芜湖新兴 40%股权并表 | 0.06                        |                |
| 2  | 铸管资源 40%股权     | 0.043                       | 主要的业绩贡献来自煤焦化公司 |
| 3  | 受让金特钢铁 38%股权   | 0.068                       |                |
| 4  | 受让河北新兴 25%股权   | 0.02                        |                |
|    | 合计             | 0.191                       |                |

资料来源：天相投顾

### 3、公司在新疆的业务版图已现雏形，未来拓展空间巨大。

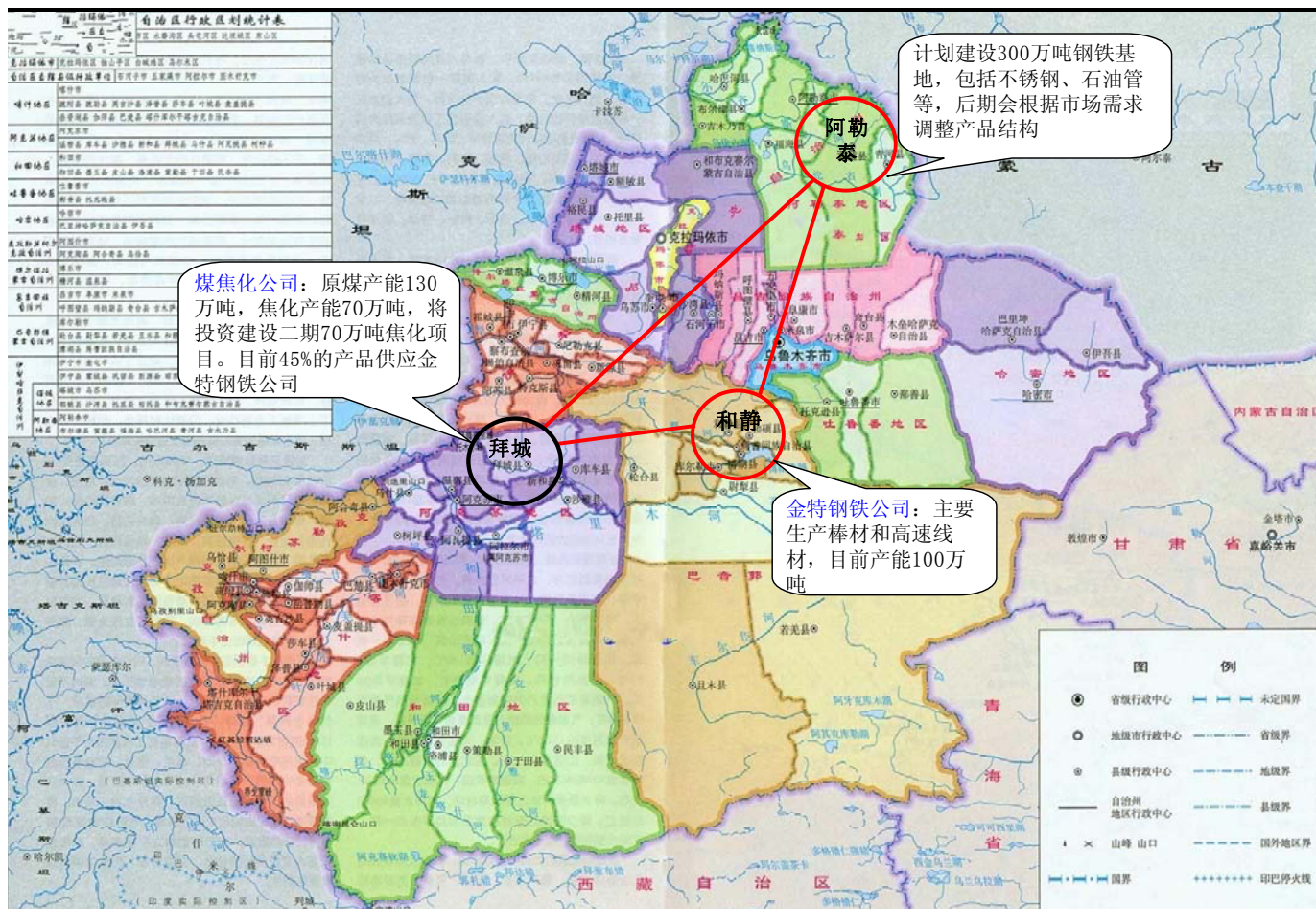
新兴铸管集团在 2008 年公布了其在新疆地区的战略发展规划，新兴铸管将在新疆建设年销售收入达 500 亿元的钢铁生产企业。

阿勒泰地区矿产资源非常丰富，有铁矿、铜矿、镍矿、铅锌矿、钼矿等。政府并不希望走矿产原料的输出之路，希望能够就地转化为产品，新兴铸管可能会在当地建设一个 300 万吨产能的钢铁基地，主要包括不锈钢、石油管等，也会根据市场形势的变化调整产品结构。

预计公司在新疆的钢铁板块将形成以和静县金特钢铁辐射南疆，以阿勒泰地区钢铁基地辐射北疆的格局，资源板块将形成以拜城煤焦化公司为先导，多区域布点的格局。

阿勒泰等地的项目正在做前期工作，实施主体将是新疆铸管资源公司，增资铸管资源公司后，将由股份公司分阶段实施。

图 3 公司在新疆的业务版图已现雏形



资料来源：天相投顾

表 6 资产整合后新兴铸管控股和参股公司明细

| 生产基地 | 控股和参股公司            | 股权比例       | 08年收入(万元) | 08年净利润(万元) | 目前产能                | 08年主要产品产量                    | 备注                                              |
|------|--------------------|------------|-----------|------------|---------------------|------------------------------|-------------------------------------------------|
| 河北   | 武安本部               | 100%       | 1,628,487 | 13,231     | 铸管30万吨, 螺纹钢180万吨    | 铸管30万吨, 螺纹钢150.6万吨, 钢格板7.2万吨 | 自有高炉                                            |
| 安徽   | 芜湖新兴铸管有限责任公司       | 60% → 100% | 812,164   | 51,404     | 铸管50万吨, 螺纹钢80万吨     | 铸管43.76万吨, 钢材                | 自有高炉                                            |
| 河北   | 河北新兴铸管有限公司         | 75% → 100% | 182,938   | 9,884      | 铸管40万吨              | 铸管38.45万吨                    | 向本部购生铁                                          |
| 湖南   | 桃江新兴管件有限责任公司       | 90%        | 18,541    | 79         | 管件2万吨               | 管件2.06万吨                     |                                                 |
| 四川   | 四川省川建管道有限公司        | 55%        | 37,532    | 9          | 铸管15万吨              | 铸管6.53万吨                     | 外购生铁                                            |
| 河北   | 邯郸新兴发电有限责任公司       | 51%        | 8,803     | 1,569      |                     |                              | 主营煤气发电、蒸汽产品的生产销售                                |
| 湖北   | 新兴铸管国际发展有限公司       | 75%        | 33,027    | 508        | 铸管20万吨              | 铸管5-6万吨                      | 作为收购黄石黄石新兴60%股权的主体, 后者07年产生生铁24.5万吨, 具备20万吨铸管产能 |
| 河北   | 邯郸新兴重型机械有限公司       | 40%        | 82,191    | 5,302      |                     |                              |                                                 |
| 北京   | 北京长兴凯达复合材料科技发展有限公司 | 40%        | 3,634     | 123        |                     |                              | 公司主要进行各类复合钢管、高合金钢管等高附加值产品的研发和生产。                |
| 新疆   | 新疆金特钢铁股份有限公司       | 0% → 38%   | 202,752   | 12,552     | 钢材100万吨             | 约40-50万吨                     | 主要生产棒材和高速线材                                     |
| 新疆   | 铸管资源公司(含煤焦化公司)     | 0% → 40%   | 50,188    | 17,474     | 原煤产能130万吨, 焦炭产能70万吨 | 焦炭35.3万吨                     | 主要包括煤矿、焦炭、铬矿等                                   |

资料来源：公司公告、天相投顾

#### 4、复合管等项目进入实质运作阶段，将成为业绩增长点。

1) 本部离心浇铸复合管项目：设计产能 5 万吨，2009 年 3 月开始基建，年底主体设备已经订货，目前已经进入实质运作阶段，由于与攀长钢的合作并不顺利，目前管坯生产并不正常，预计公司通过购买冷拔设备和挤压设备后，可以最终解决这个问题，预计 2011 年上半年建成，该项目生产的高合金管和双金属复合管具有相当的竞争优势，高合金管有望实现进口替代，双金属复合管具有较高的性价比，市场推广潜力巨大。

2) 芜湖新兴 09 年初新增轧钢二轧 120mm 棒材，预计为公司增加 30-50 万吨棒材产品。3.6 万吨径向锻造项目的设备已经订货，预计 2010 年建成，2011 年见效益。8 万吨汽车及工程机械锻造项目的进展约滞后前者半年。这些项目将成为公司新的业绩增长点。

#### 5、城镇化率的提高为公司产品提供广阔市场空间。

国家发改委于 1 月 11 日公布了《促进中部地区崛起规划》全文，《规划》提出，到 2015 年，中部地区的城镇化率要提高到 48%，而目前，该地区的城镇化率仅为 40.3%。

今年的中央“一号文件”预计与 1 月底公布，推进城镇化将成为“三农”工作的一环。具体的措施中包括要推进重点城镇交通、供排水、污水和垃圾处理等基础设施建设。

公司有 155 万吨铸管和 300 万螺纹钢产能，铸管主要应用于市政工程，包括城市管网建设、老管网改造、污水处理系统等，螺纹钢主要用于基建和房地产。中央部署提高城镇化率意味着未来几年大量的基础设施、房屋、

市政工程等建设将蓬勃开展。公司“铸管+螺纹钢”的产品结构将明显受益中国长期的城镇化建设，市场空间广阔。

除了上述五点外，我们还看到了公司在改善成本结构、降低销售风险等方面的努力，这对公司业绩改善也将起到一定的帮助。

1) 公司 2010 年计划采购长协铁矿石 230 万吨，约占铁矿石用量的 35%，较往年有所增加，在长协矿价格远低于现货矿的背景下，公司提高长协矿比例有助于降低原料成本。

2) 铸管销售因为是闭口合同，因此在原料价格大幅上涨的时候，一些铸管的单子就会发生亏损，09 年以来，公司已经开始在局部签开口合同，减少铸管产品盈利波动。

## 二、风险提示。

1、2009 年四季度公司原料成本上升较快，但由于铸管产品订单的长周期特征（一般为 3-4 个月），公司四季度业绩环比降幅较大，业绩低于预期，这可能会对短期股价造成不利影响。

2、原料成本上涨过快压缩公司利润空间的风险；

3、货币政策不确定性带来的钢铁板块系统性风险。

## 三、盈利预测和评级。

按照最新 14.75 亿股本全面摊薄，预计公司 2009 年、2010 年、2011 年的每股收益分别为 0.60 元、0.88 元、1.12 元，按 1 月 26 日 12.3 元的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 20.5 倍、13.9 倍、11.0 倍，当前 PB 为 2 倍，结合公司的发展前景，我们给予公司 2010 年 20 倍 PE，目标价为 17.6 元。上调公司的评级至“买入”。



表 5：新兴铸管（000778）盈利预测

|            | 2007      | 2008      | 2009E     | 2010E     | 2011E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 一、营业收入     | 1,425,810 | 2,055,080 | 2,589,400 | 2,900,128 | 3,277,145 |
| 增长率        | 29.53%    | 44.13%    | 26.00%    | 12.00%    | 13.00%    |
| 减：营业成本     | 1,218,419 | 1,866,863 | 2,320,103 | 2,566,614 | 2,877,333 |
| 营业税金及附加    | 5,363     | 7,959     | 6,260     | 7,011     | 7,923     |
| 资产减值损失     | 1,804     | (285)     | 8,500     | 3,000     | 3,000     |
| 销售费用       | 70,541    | 69,942    | 83,250    | 93,240    | 105,361   |
| 管理费用       | 29,379    | 33,441    | 33,270    | 35,500    | 36,500    |
| 财务费用       | 7,689     | 11,659    | 7,100     | 7,000     | 7,000     |
| 费用合计       | 107,608   | 115,042   | 123,620   | 135,740   | 148,861   |
| 期间费用率      | 7.55%     | 5.60%     | 4.77%     | 4.68%     | 4.54%     |
| 投资净收益      | 586       | 2,238     | 2,500     | 2,500     | 2,500     |
| 二、营业利润     | 93,203    | 67,738    | 133,418   | 190,264   | 242,528   |
| 增长率        | 21.48%    | -27.32%   | 96.96%    | 42.61%    | 27.47%    |
| 加：营业外收入    | 6,079     | 14,991    | 7,200     | 7,000     | 7,000     |
| 减：营业外支出    | 1,202     | 1,580     | 750       | 1,000     | 1,000     |
| 三、利润总额     | 98,080    | 81,149    | 139,868   | 196,264   | 248,528   |
| 增长率        | 21.87%    | -17.26%   | 72.36%    | 40.32%    | 26.63%    |
| 减：所得税      | 22,807    | 7,009     | 30,771    | 43,178    | 54,676    |
| 实际税负比率     | 23.25%    | 8.64%     | 22.00%    | 22.00%    | 22.00%    |
| 四、净利润      | 75,274    | 74,140    | 109,097   | 153,086   | 193,852   |
| 归属于母公司的净利润 | 59,253    | 51,069    | 87,847    | 130,123   | 164,774   |
| 增长率        | 23.87%    | -13.81%   | 72.01%    | 48.12%    | 26.63%    |
| 净利润率       | 4.16%     | 2.49%     | 3.39%     | 4.49%     | 5.03%     |
| 少数股东损益     | 16,021    | 23,071    | 21,250    | 22,963    | 29,078    |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.40      | 0.35      | 0.60      | 0.88      | 1.12      |
| 总股本（万股）    | 147,452   | 147,452   | 147,452   | 147,452   | 147,452   |

资料来源：天相投资顾问有限公司

## 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<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140        |
| 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<br>电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 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<br>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<br>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中航苑鼎诚国际大厦2808室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041      |
| 山东天相  | 地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室<br>电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100  |