

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

2010年3月23日

新兴铸管 (000778.SZ)/11.86元

产品结构继续优化，成长进行时

原材料·钢铁

目标估值：13-16元

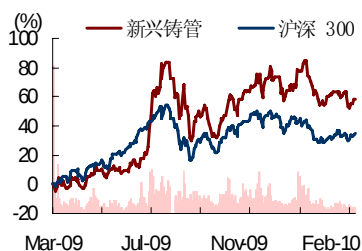
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3075
总股本(万股)	147452
已上市流通股(万股)	104021
总市值(亿元)	175
流通市值(亿元)	123
每股净资产(MRQ)	6.4
ROE(TTM)	9.0
资产负债率	45.3%
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	-2	12	74
相对表现	-4	6	35



相关报告

- 1、《新兴铸管(000778)——攻守兼备，成长可期》2010/2/2
- 2、《钢铁行业2010年度投资策略——规模增长和资源、区域优势及整合是2010年钢铁股投资主线》2009/12/8
- 3、《新兴铸管(000778)——产品结构优势突出，业绩将超预期增长》2009/7/7

新兴铸管发布 2009 年年报，报告期内公司主营业务收入大幅增长，产品盈利能力提升，实现 EPS0.69 元，符合预期；2010 年公司业绩增长点较多，公司钢铁主业完成整体上市，后续参与新疆地区业务，维持“强烈推荐-A”的评级。

- 09 年 EPS0.6882 元符合预期，分配方案较为优厚。新兴铸管 2009 年实现营业收入 251.9 亿元，同比增长 22.57%；营业利润 12.94 亿元，同比增加 95.36%，其中归属于母公司股东的净利润 8.77 亿元，同比增加 74.02%，折 EPS0.6882 元，与前期公布业绩快报一致，符合我们的预期。公司拟实施向全体股东按每 10 股派送红股 3 股、现金红利 1 元（含税）的分配方案。
- 钢铁产品、发电和贸易收入增幅较大。2009 年公司铸管及配套管件产品产量 136.1 万吨，同比增长 8.02%，产销率为 95.8%，其中出口 22.26 万吨，同比下滑 31.82%；报告期内公司钢铁产品产销量同比大增 28.41%，主要收益于国家四万亿投资拉动内需政策，主导钢铁产品螺纹钢市场需求较好；同时通过对原燃料调补缺实现产品生产成本的降低使贸易额大幅增长 527.94%。
- 报告期间各主营业务毛利率均有较大提升。报告期内公司核心业务铸管产品毛利率达到 23.51%，环比提高 3.55 个百分点；钢铁主业紧贴市场需求，适时调整螺纹钢生产规格，加大三级螺纹钢、小规格螺纹钢生产比例，提高了钢铁产品的盈利能力，钢铁产品毛利率为 12.25%，环比提高 6.86 个百分点；其他产品毛利率为 1.5%，扭转了亏损局面，环比提高了 4.43 个百分点；
- 2010 年业绩增长点多多：预计煤焦化公司增厚 2010 年 EPS0.033，若煤焦化公司原煤、焦炭产量达到年产 300 万吨和 140 万吨，则增厚公司 EPS0.08~0.10 元。09 年 4 季度公司新炼钢后道工序新上 50 万吨高线，预计 2010 年能够达产。预计受让河北新兴 25 股权增厚 2010 年 EPS0.028 元，金特股份增厚 2010 年 EPS0.06 元。
- 业绩预测及估值。预计新兴铸管 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.87 元、1.02 元和 1.15 元。考虑到公司铸管业务盈利的稳定成长、螺纹钢占比较大以及通过金特钢铁和铸管资源公司参与新疆地区业务，我们认为公司处于成长期，保守给予新兴铸管 2010 年 15~18 倍 PE，目标估值为 13~16 元。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	20551	25188	28792	31460	33664
同比增长	44%	23%	14%	9%	7%
营业利润(百万元)	662	1294	2143	2374	2709
同比增长	-28%	95%	66%	11%	14%
净利润(百万元)	504	877	1288	1501	1692
同比增长	-14%	74%	47%	17%	13%
每股收益(元)	0.43	0.69	0.87	1.02	1.15
PE	27.9	17.4	13.7	11.8	10.4
PB	2.8	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源：招商证券

一、新兴铸管 2009 年经营业绩分析

09 年 EPS0.6882 元符合预期，分配方案较为优厚。新兴铸管（000778）公布了 2009 年年报，2009 年公司实现营业收入 251.9 亿元，同比增长 22.57%；营业利润 12.94 亿元，同比增加 95.36%，其中归属于母公司股东的净利润 8.77 亿元，同比增加 74.02%，折 EPS0.6882 元，与前期公布业绩快报一致，符合我们的预期。公司拟实施向全体股东按每 10 股派送红股 3 股、现金红利 1 元（含税）的分配方案。

表 1：新兴铸管历年业绩对比

单位（百万元）	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	同比
营业总收入	11,007.3	14,258.1	20,550.8	25,188.2	22.6%
营业毛利	767.0	914.8	655.0	1,266.5	93.4%
销售费用	507.6	705.4	699.4	827.9	18.4%
管理费用	420.0	305.2	334.4	450.8	34.8%
财务费用	52.4	76.9	116.6	94.1	-
资产减值损失	82.0	18.0	-2.9	132.5	-
投资净收益	0.3	5.9	22.4	27.8	24.2%
营业利润	767.3	920.7	677.4	1,294.3	91.1%
归属于母公司所有者的净利润	478.4	587.4	510.7	877.1	71.7%
每股收益（元）	0.45	0.50	0.43	0.69	58.3%

资料来源：新兴铸管，招商证券研发中心

钢铁产品、发电和贸易收入增幅较大。报告期间，公司铸管及配套管件产品产量小幅增长，实现产量 136.1 万吨，同比增长 8.02%，产销率为 95.8%，其中出口 22.26 万吨，同比下滑 31.82%；报告期内公司钢铁产品产销量同比增长较大，主要收益于国家四万亿投资拉动内需政策，公司钢铁主导产品螺纹钢市场需求较好，从而使得公司钢材产销量同比大增 28.41%；其他产品中，钢格板和炼焦产值均有所下滑，而自有电厂完成发电量 5.09 亿度，同比大增 58.39%；同时通过对原燃料调余补缺实现产品生产成本的降低使贸易额大幅增长，报告期内公司贸易收入 74.35 亿元，同比大增 527.94%。

表 2：新兴铸管主营业务分产品经营业绩对比

	2009 年	同比增长	2008	同比增长	2007	同比增长
钢铁产品产销量（万吨）						
铁	445.95	15.53%	385.98	10.50%	349.31	8.38%
钢坯	329.82	29.12%	255.43	0.80%	253.39	28.84%
钢材	289.94	28.41%	225.7	0.72%	224.09	30.95%
铸管及配套管件（万吨）						
产量	136.1	8.02%	125.99	20.10%	104.9	25.28%
销量	130.42	4.94%	124.28	22.87%	101.14	17.70%
其中：出口	22.26	-31.82%	32.65	8.83%	30	27.23%
其他产品						
钢格板	5.38	-25.28%	7.2	21.41%	5.93	29.73%
炼焦副产品（万元）	12585.86	-9.48%	13902.47	42.29%	9770.69	-3.15%
完成发电量（亿度）	5.09	48.39%	3.43	34.13%	2.56	52.94%
贸易收入（万元）	743,485.24	527.94%				

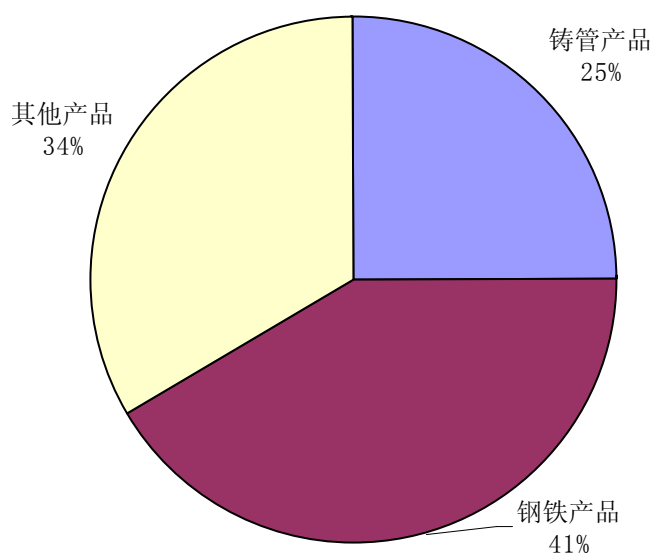
资料来源：新兴铸管，招商证券研发中心

报告期间各主营业务毛利率均有较大提升。公司核心业务—离心球墨铸铁管广泛用于城镇供水输气，属于为城镇基础公用事业服务的行业。公司的离心球墨铸铁管生产、技术、质量居世界领先水平，产品生产规模居世界前列。报告期内公司铸管产品毛利率达到23.51%，较2008年度提高3.55个百分点；在钢铁产品生产中，紧贴市场需求，适时调整螺纹钢生产规格，加大三级螺纹钢、小规格螺纹钢生产比例，提高了钢铁产品的盈利能力，报告期内钢铁产品毛利率为12.25%，较2008年提高6.86个百分点；其他产品毛利率为1.5%，扭转了亏损局面，毛利率提高了4.43个百分点；

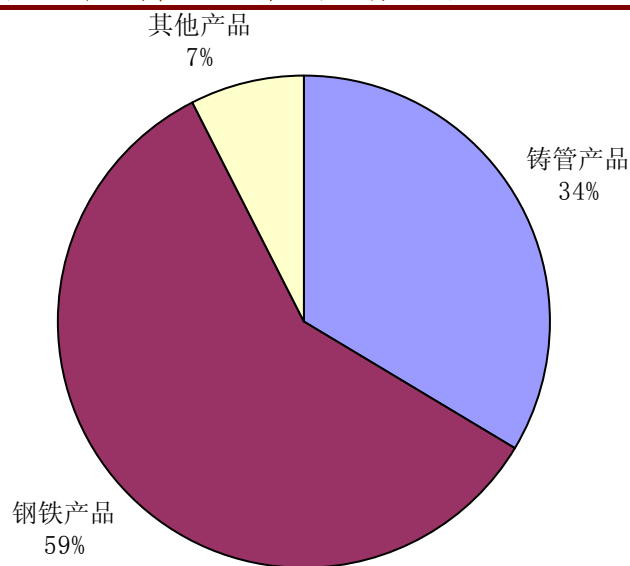
表 3：新兴铸管主营业务盈利状况

	营业收入		营业成本		毛利率		变动主要原因
单位：亿元	2009	2008	2009	2008	2009	2008	
铸管产品	62.08	67.16	47.71	54.42	23.51%	18.96%	
钢铁产品	102.84	117.75	90.24	111.41	12.25%	5.39%	受益于扩大内需政策，钢铁行业特别是螺纹钢市场形势较好
其他产品	83.79	14.78	82.54	15.22	1.50%	-2.93%	通过对原燃料调余补缺实现产品生产成本的降低使贸易额增加

资料来源：新兴铸管，招商证券研发中心

图 1：新兴铸管 2009 年主营业务构成


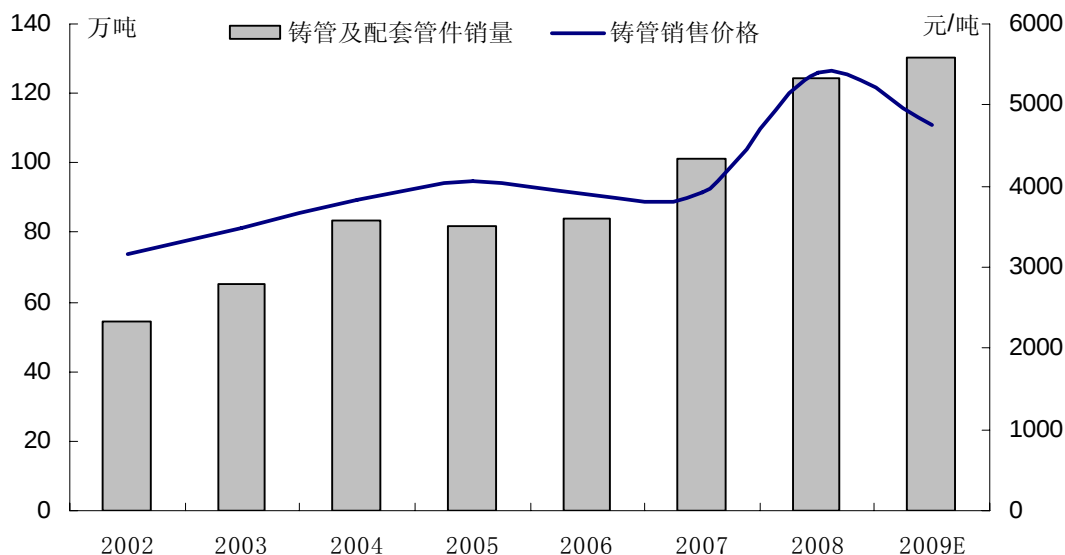
资料来源：新兴铸管，招商证券研发中心

图 2：新兴铸管 2008 年主营业务构成


资料来源：新兴铸管，招商证券研发中心

从公司的主营构成上看,公司铸管和钢铁产品营收所占比重均有所下降,其他业务收入占比大幅提高,主要由于报告期内公司通过原材料调余补缺(主要是铁矿石)实现贸易收入 74.35 亿元,同比大增 527.94%;公司铸管产品营收占比有所下降主要由于 2009 年铸管销售价格较 2008 年下降 11.9%,2009 年铸管产品均价为 4760 元/吨。

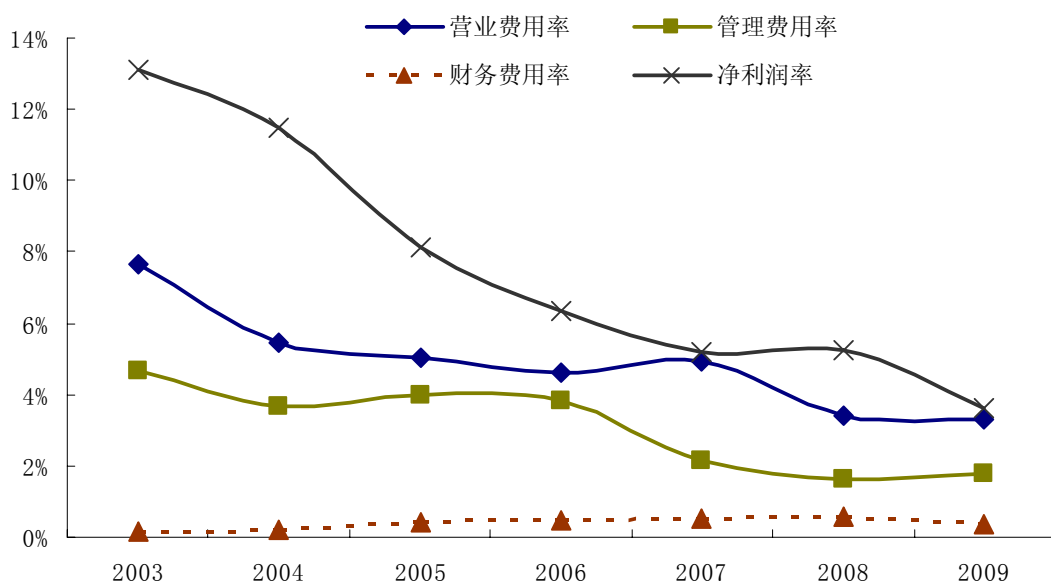
图 3: 新兴铸管铸管及配套管件历年销量和销售价格



资料来源: 新兴铸管, 招商证券研发中心

公司三项费用率控制较好。报告期内公司营业费用率和财务费用率均有所下降,其中营业费用率 2009 年为 3.29%,较 2008 年下降 0.11 个百分点,财务费用率 2009 年为 0.37%,下降了 0.2 个百分点,但公司管理费用率有所上升,2009 年公司管理费用率为 1.79%,较 2008 年上升了 0.16 个百分点,主要由于报告期内计提了芜湖新兴公司安全费 1 亿元。

图 4: 新兴铸管三项费用率和净利润率



资料来源: 新兴铸管, 招商证券研发中心

二、业绩预测和投资建议

1、业绩预测和投资建议

新兴铸管业绩预测及估值：预计煤焦化公司增厚 2010 年每股收益（EPS）0.03255 元/股（即 1.2×40% 亿元/14.7452 亿股），若煤焦化公司原煤、焦炭产量达到年产 300 万吨和 140 万吨，预计年增厚新兴铸管每股收益（EPS）0.08~0.10 元/股。09 年 4 季度公司新炼钢后道工序新上 50 万吨高线，预计 2010 年能够达产。预计河北新兴增厚 2010 年 EPS0.028 元，金特股份增厚 2010 年 EPS0.06 元。

综合以上因素，预计新兴铸管 2010 年 EPS 为 0.87 元，2011 年为 1.02 元，2012 年为 1.15 元。按 10 年 15~18 倍 PE 计算，新兴铸管目标估值为 13~16 元。

表 4：新兴铸管主要业务生产能力

单位：万吨	股权比例	铸管	管件	钢材	钢格板	铁矿石	原煤	焦炭
武安本部	100%	30		160	8			
芜湖新兴	100%	50		100				
河北新兴	100%	40						
桃江新兴	100%		2					
新兴国际	75%	20						
金特钢铁	38%			80		50		
四川川建管道	55%	15	1	0	0			
铸管资源	40%						130	70
权益产能合计		143.25	2.55	290.4	8	19	52	28

资料来源：新兴铸管，招商证券研发中心

表 5：新兴铸管分产品盈利预测

收入	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
钢铁产品	8939.7	11775.5	10284.1	14699.7	16120.8	17549.8
铸管产品	3976.3	6715.6	6208.5	7731.3	8444.8	8891.5
其它产品	917.2	1478.4	8379.5	6000.0	6500.0	6800.0
成本	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
钢铁产品	7712.5	11140.5	9024.1	13033.5	14360.3	15485.9
铸管产品	3179.4	5442.0	4771.2	5832.4	6401.0	6805.7
其它产品	886.5	1521.8	8253.7	5890.0	6250.0	6450.0
毛利率	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
钢铁产品	13.7%	5.4%	12.3%	11.3%	10.9%	11.8%
铸管产品	20.0%	19.0%	23.2%	24.6%	24.2%	23.5%
其它产品	3.3%	-2.9%	1.5%	1.8%	3.8%	5.1%

资料来源：新兴铸管，招商证券研发中心

2、风险因素

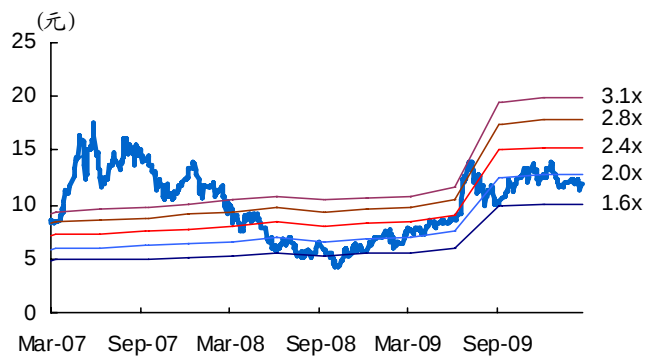
2010 年铁矿石成本大幅上升，铸管和钢材售价提升幅度不足以覆盖成本；

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

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9046	12296	13162	14587	16488
现金	2363	4094	4277	3837	5296
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2487	3823	3455	3775	4040
应收款项	936	1181	1267	1661	2074
其它应收款	86	105	144	157	168
存货	2433	2370	3015	4062	3746
其他	741	724	1003	1094	1164
非流动资产	5296	5684	6509	6744	6841
长期股权投资	143	165	165	165	165
固定资产	4370	4655	6038	6290	6402
无形资产	186	190	171	154	138
其他	598	675	136	136	136
资产总计	14343	17980	19671	21331	23329
流动负债	7700	8054	8434	8673	9042
短期借款	2186	2156	1000	1000	1000
应付账款	1695	1835	2332	2517	2620
预收账款	1021	1618	2256	2188	2329
其他	2799	2445	2846	2968	3094
长期负债	108	86	67	62	57
长期借款	0	40	40	40	40
其他	108	46	27	22	17
负债合计	7807	8140	8500	8735	9098
股本	1175	1475	1475	1475	1475
资本公积金	1631	4723	4723	4723	4723
留存收益	2203	3056	3958	5008	6192
少数股东权益	1488	426	856	1231	1681
母公司所有者权益	5008	9254	10155	11206	12390
负债及权益合计	14343	17980	19671	21331	23329

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2302	1016	3243	1016	2848
净利润			1288	1501	1692
折旧摊销			666	763	783
财务费用			21	22	17
投资收益			(26)	(20)	(20)
营运资金变动			911	(1728)	(127)
其它			384	479	504
投资活动现金流	(1614)	(2193)	(1503)	(1000)	(880)
资本支出			(1500)	(1000)	(880)
其他投资			(3)	0	0
筹资活动现金流	143	2908	(1557)	(457)	(509)
借款变动			(1156)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(386)	(450)	(508)
其他			(14)	(7)	(2)
现金净增加额	831	1731	184	(441)	1459

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20551	25188	28792	31460	33664
营业成本	18669	22352	25071	27355	29107
营业税金及附加	80	64	115	126	135
营业费用	699	828	950	1038	1111
管理费用	349	451	518	566	606
财务费用	117	94	21	22	17
资产减值损失	(3)	132	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	22	28	26	20	20
营业利润	662	1294	2143	2374	2709
营业外收入	150	65	50	15	10
营业外支出	16	9	20	14	8
利润总额	797	1350	2173	2375	2711
所得税	66	299	456	499	569
净利润	730	1051	1717	1876	2142
少数股东损益	226	174	429	375	450
母公司所有者净利润	504	877	1288	1501	1692
EPS (元)	0.43	0.69	0.87	1.02	1.15

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	44%	23%	14%	9%	7%
营业利润	-28%	95%	66%	11%	14%
净利润	-14%	74%	47%	17%	13%
获利能力					
毛利率	9.2%	11.3%	12.9%	13.1%	13.5%
净利率	2.5%	3.5%	4.5%	4.8%	5.0%
ROE	10.1%	9.5%	12.7%	13.4%	13.7%
ROIC	8.2%	9.1%	14.2%	14.0%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	54.4%	45.3%	43.2%	40.9%	39.0%
净负债比率	15.4%	12.2%	5.3%	4.9%	4.5%
流动比率	1.2	1.5	1.6	1.7	1.8
速动比率	0.9	1.2	1.2	1.2	1.4
营运能力					
资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.4
存货周转率	7.8	9.3	9.3	7.7	7.5
应收帐款周转率	20.1	23.8	23.5	21.5	18.0
应付帐款周转率	13.2	12.7	12.0	11.3	11.3
每股资料(元)					
每股收益	0.43	0.69	0.87	1.02	1.15
每股经营现金	1.96	0.69	2.20	0.69	1.93
每股净资产	4.26	6.28	6.89	7.60	8.40
每股股利	0.25	0.00	0.26	0.31	0.34
估值比率					
PE	27.9	17.4	13.7	11.8	10.4
PB	2.8	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	84.4	55.6	38.1	34.2	30.8

分析师简介

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师，新财富钢铁行业最佳分析师。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》。

林向涛：招商证券钢铁行业助理分析师，2 年钢铁行业研究经验，2009 年新财富钢铁行业最佳分析师第四名，清华大学金融学学士，MBA 在读。

黄星：经济学硕士，2009 年加盟招商证券。

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。