

新兴铸管(000778.Sz)

钢铁行业

三翼前行，稳定增长不忧

——新兴铸管投资分析报告

评级: 买入
上次评级: 买入
当前价格: ¥ 8.39

2010.09.06

✍	崔健	✍	刘勇
☎	86-22-2845 1618	☎	86-10-5836 2789
SAC 执业证书编号	S1150207100102	✉	liuyong@bhqz.com
✉	bhqzqj@bhqz.com		

核心观点:

- 铸管也在发生变化-升级和调模
- 建筑用钢表现可能超市场预期
- 向上游资源延伸，挺进新疆

投资要点:

● 铸管也在发生变化——升级和调模;

原材料成本上升较快，高位运行不利于公司铸管产品的盈利能力，公司有意逐步将闭口式合同改为更加灵活的开放式协议；同时公司将对铸管进行产品结构升级，合金管和复合管正在产能建设期，这些产品的单价高，加上公司在成本方面的优势，毛利率将会上升，这将是未来公司的主要增长点之一。

● 建筑用钢表现可能超市场预期;

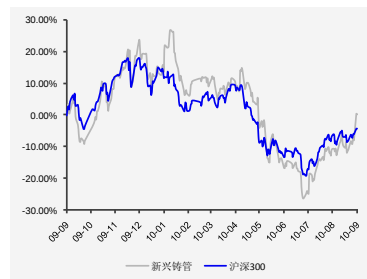
公司钢材以建筑用钢为主，建筑用钢在今年下半年表现可能会比市场预期要好。第一、螺纹钢库存下降的较快，已连续 11 周环比下降。第二、节能减排、落后产能淘汰等钢铁产业政策的实施更有利于低端钢材如螺纹钢的产能供应压力。第三、将来保障房建设和自然灾害受损房屋、基础设施等的重建也在一定程度上弥补预期下的商品房和基建投资减速。因此公司下半年受到的行业冲击也会较小。

● 向上游资源延伸，挺进新疆;

公司向上游资源延伸的平台是铸管资源公司，资源分布主要在新疆。贡献受益的是煤焦化公司。该公司通共拥有 9 个煤矿，产能为 130 万吨，焦炭产能 140 万吨。另外，金特钢铁还有 50 万吨铁精粉产能。

● 盈利预测与投资建议

按 2010、2011 年年钢产量 260、270 万铸管 150、165 万吨 2010 年 EPS 为 0.60 和 0.79 元。考虑到资产整合带来的资源储备增加和离心浇注复合管投产带来的产品结构提升，给予“买入”投资评级。



公司简介

公司是我国最大，技术实力、管理水平最高的铸管企业，拥有自主知识产权的离心铸管工艺，在高速离心机开发以及精密铸造控制技术方面处于世界前列。

公司深度研究

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	20,551	25,188	37,700	41,500	43,575
(+/-)%	44%	23%	50%	10%	5%
经营利润 (EBIT)	754	1493	1210	1697	1975
(+/-)%	-25%	98%	-19%	40%	16%
净利润	504	877	882	1166	1361
(+/-)%	-14%	74%	1%	32%	17%
每股净收益 (元)	0.429	0.595	0.598	0.791	0.923
每股股利 (元)	0.40	0.16	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售毛利率 (%)	9.16%	11.26%	8.68%	9.56%	10.00%
ROE (%)	7.71%	8.91%	8.59%	10.47%	11.15%
ROIC (%)	7.85%	9.65%	7.11%	8.97%	9.49%
PE	19.55	14.11	14.02	10.61	9.09
PB	1.51	1.26	1.20	1.11	1.01
EV/EBITDA	8.90	5.32	7.69	4.95	4.05

资产负债表	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	2363	4094	6127	6834	7526	营业收入	20551	25188	37700	41500	43575
应收票据	2487	3823	5722	6299	6613	营业成本	18669	22352	34427	37534	39218
应收账款	936	1181	1767	1946	2043	营业税金及附加	80	64	145	159	167
预付款项	741	724	697	668	637	销售费用	699	828	1259	1377	1446
其他应收款	86	105	157	173	181	管理费用	349	451	659	733	769
存货	2433	2370	2830	3085	3223	财务费用	117	94	96	166	174
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-3	132	0	0	0
长期股权投资	143	165	165	165	165	投资收益	22	28	10	15	15
固定资产	4370	4655	5189	6548	7281	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	493	542	925	1462	881	营业利润	662	1294	1124	1546	1816
工程物资	8	8	8	8	8	营业外收支净额	134	56	10	10	0
无形资产	186	190	193	196	199	税前利润	797	1350	1134	1556	1816
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	66	299	251	389	454
资产总计	14343	17980	24131	27731	29106	净利润	730	1051	883	1167	1362
短期借款	2186	2156	2436	2501	2860	归属于母公司的	504	877	882	1166	1361
应付票据	1820	1852	2852	3110	3249	少数股东损益	226	174	1	1	1
应付账款	1695	1835	2830	3599	3418	基本每股收益	0.43	0.59	0.60	0.79	0.92
预收款项	1021	1618	2512	3496	4529	稀释每股收益	0.43	0.59	0.60	0.79	0.92
应付职工薪酬	164	227	350	350	350	财务指标					
应交税费	69	-62	-800	-800	-800	成长性					
其他应付款	313	325	325	325	325	营收增长率	44.1%	22.6%	49.7%	10.1%	5.0%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT增长率	-25.3%	98.1%	-19.0%	40.2%	16.4%
长期借款	0	40	40	40	40	净利润增长率	-14.2%	74.0%	0.6%	32.2%	16.7%
负债合计	7807	8140	12998	15105	16462	盈利性					
股东权益合计	6535	9840	10268	11141	12208	销售毛利率	9.2%	11.3%	8.7%	9.6%	10.0%
现金流量表						销售净利率	2.5%	3.5%	2.3%	2.8%	3.1%
净利润	730	1051	883	1167	1362	ROE	7.7%	8.9%	8.6%	10.5%	11.1%
折旧与摊销	504	558	37	111	155	ROIC	7.85%	9.65%	7.11%	8.97%	9.49%
经营活动现金流	2302	1016	11115	10898	10899	估值倍数					
投资活动现金流	-1614	-2193	-1000	-1995	-295	PE	19.6	14.1	14.0	10.6	9.1
融资活动现金流	143	2908	2808	-552	-2296	P/S	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
现金净变动	831	1731	2034	-89	-444	P/B	1.51	1.26	1.20	1.11	1.01
期初现金余额	1532	2363	4094	6127	6834	股息收益率	4.8%	1.9%	2.4%	2.4%	2.4%
期末现金余额	2363	4094	6127	6038	6390	EV/EBITDA	8.9	5.3	7.7	5.0	4.0

目录

1. 三轮驱动下的铸管企业将重迎生机.....	4
2. 铸管也在发生变化——升级和调模.....	5
3. 建筑用钢表现可能超市场预期.....	9
4. 向上游资源延伸，挺向新疆.....	11
5. 估值优势明显，给予“买入”评级.....	12

图表

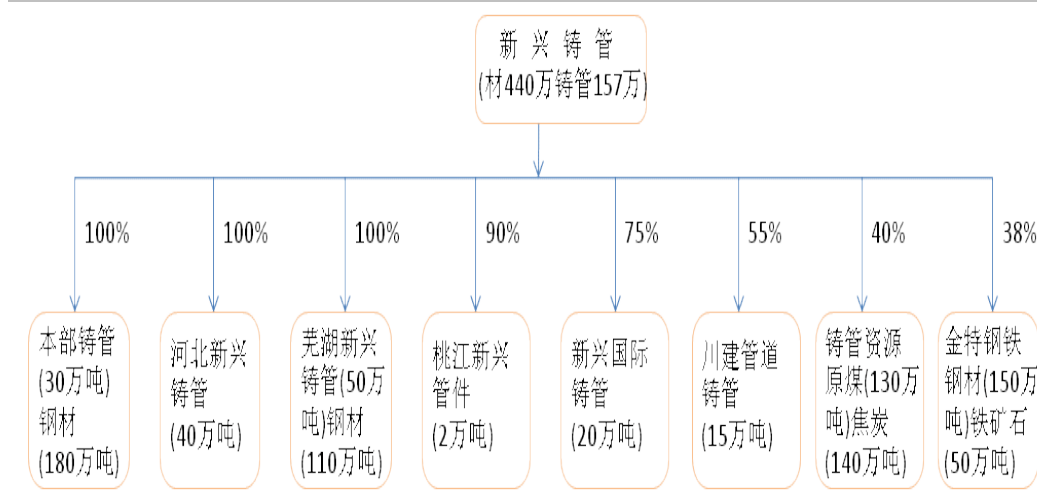
图 1: 公司产能构成情况.....	4
图 2: 2010 年上半年公司主营业务收入占比.....	4
图 3: 2010 年上半年公司主要产品毛利占比.....	4
图 4: 公司铸管产品毛利率自上市以来呈稳步小幅下滑趋势.....	5
图 5: 公司铸管产品与钢材产品毛利率呈现明显的反向波动.....	6
图 6: 公司铸管产量.....	6
图 7: 2009 年国内球墨铸管市场占有率对比.....	7
图（表）8: 公司近两年资本支出计划一览.....	8
图 9: 全球前十大铸管企业产能比较.....	8
图 10: 我国供水管网使用结构.....	9
图 11: 公司钢材产量近几年跃升速度较快.....	9
图 12: 2010 年上市钢企毛利率与公司钢材产品毛利率比较.....	10
图 13: 螺纹钢价格.....	11
图 14: 螺纹钢库存.....	11
图 15: 铸管资源公司控制的资源分布.....	12
图 16: 新兴铸管估值处于历史低位.....	13

1. 三轮驱动下的铸管企业将重迎生机

新兴铸管是我国最大，也是技术、管理水平最高的铸管企业。具有较强的研发能力，拥有独立知识产权的离心铸管工艺以及国际先进水平的生产设备，在产品规格、特殊防腐涂层、质量及技术经济指标、整个管网的产品配套，特别是在高速离心机开发、精密浇铸控制技术等方面均处于世界前列。

公司目前的主要产品包括铸管和管道连接件（157 万吨——城镇供水输气用）、钢材（440 万吨——螺纹钢和棒材）、钢格板（8 万吨）、钢塑管（300 平米——高层建筑的供水输气和食品化工行业的高压液体气体输送）、焦煤（130 万吨）和焦炭（140 万吨）。

图 1：公司产能构成情况

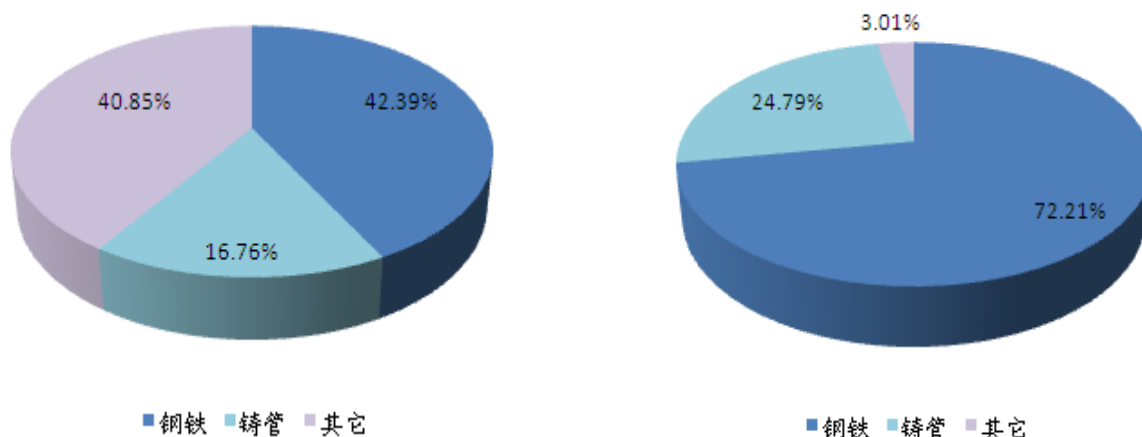


数据来源：公司公告 渤海证券研究所

我们对公司 2010 年上半年交出的经营业绩数据进行初步的分析，从收入构成和利润构成比例看，钢材已成为公司权重最大的产品。收入构成中，钢材和其它产品（包括钢格板、焦化副产品、球团和白灰）各贡献了 42.39%和 40.85%的收入，铸管的收入占比已下降到了 16.76%。利润构成中，钢材贡献的利润占绝大部分，占比达到 72.21%，这与今年上半年钢铁行业整体好转有关系。而其它产品的收益率却特别低，40.85%的收入只贡献了 3.01%的利润。铸管产品的收益率虽有所下滑，但仍然是公司较为重要的盈利贡献方。事实上，从这两幅图中，我们发现传统铸管的地位正在下降（部分是由于金特钢铁的并表导致），正如此公司 09 年增发募资进行高端铸管的投入生产，已提高铸管产品比重。

图 2：2010 年上半年公司主营业务收入占比

图 3：2010 年上半年公司主要产品毛利占比



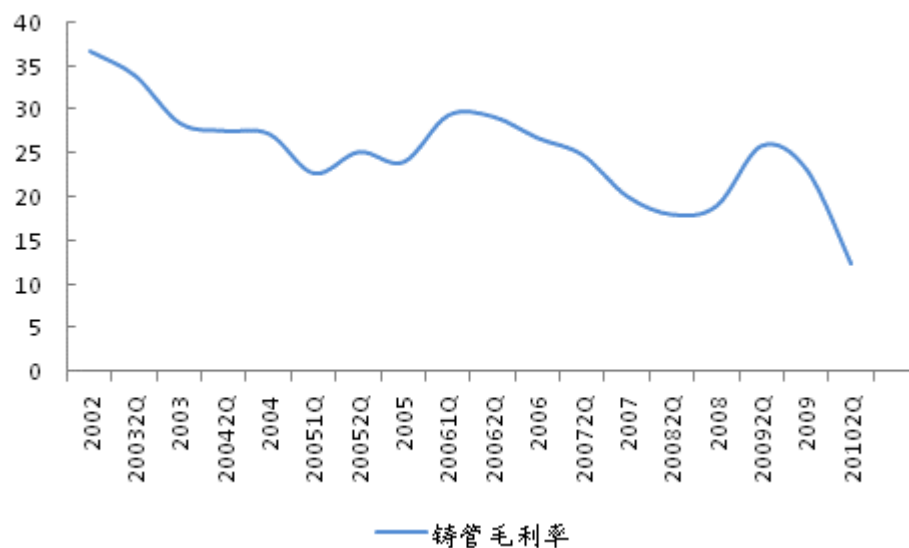
资料来源：公司公告 渤海证券研究所

资料来源：公司公告 渤海证券研究所

2. 铸管也在发生变化——升级和调模

传统上看我们一直认为铸管产品是盈利比较稳定的产品，一方面是定价模式的限制，另一方面是产品的更新换代速度比较慢。但实际上公司的铸管在面临上半年的急剧下滑后将发生变化，为了挽救铸管产品的毛利下降，**主要转变有两个：定价模式的调整和产品的结构升级。**

图 4：公司铸管产品毛利率自上市以来呈稳步小幅下滑趋势



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

公司铸管产品毛利率从 2002 年起整体上呈现逐渐下滑态势。我们对公司铸管产品毛利率变化趋势作两点说明：

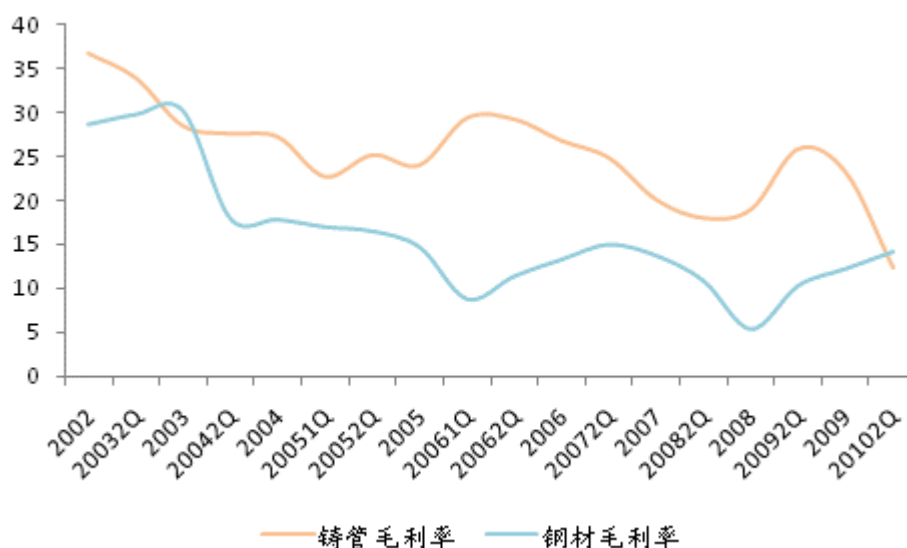
1、从本质上讲，铸管也是钢铁产品，因此与钢铁行业毛利率变化趋势相符。大体上来讲，原材料中铁矿石占比比较大和产能增速逐步超过需求增速是毛利率下滑的两大主要因素。

2、铸管产品主要用在市政工程的输水和输气领域，用户主要是政府单位，政府采购的

普遍特点就是闭口式合同。合同期比较长，销售价格趋向于稳定，该产品的盈利能力将在很长一段时期内保持稳定。金融危机后钢铁行业的一个显著特征即是原材料成本上升较快，且一直高位运行。这非常不利于公司铸管产品的盈利能力。公司无法将成本有效转嫁给下游客户。因此考虑到成本的常态化和严峻形势，据了解，公司有意逐步将闭口式合同改为更加灵活的开放式协议。

我们能看到，受制于此模式的影响，在钢铁行业景气度高的时候，铸管的盈利能力并不十分突出，而在行业景气度由高转低的拐点时，盈利反而会受益于原材料下跌而出现上升，这时通常会超出市场预期。

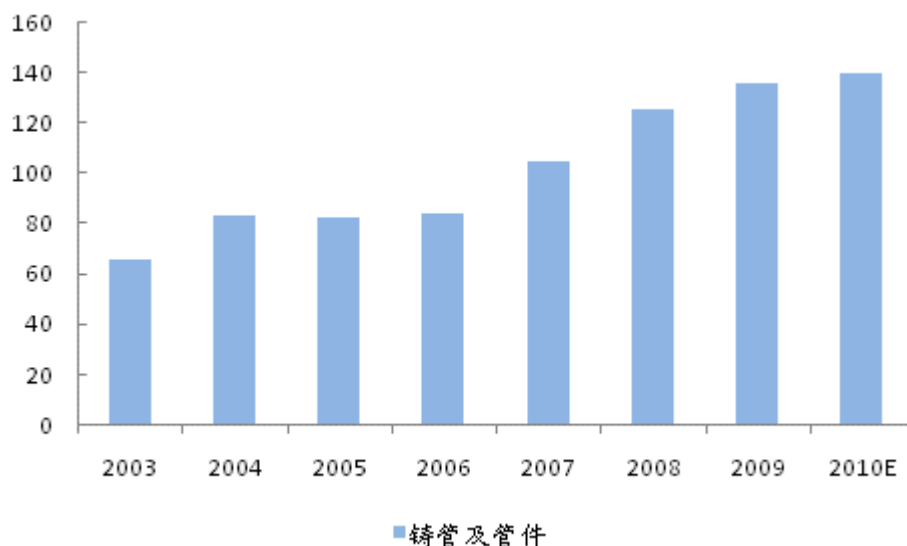
图 5：公司铸管产品与钢材产品毛利率呈现明显的反向波动



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

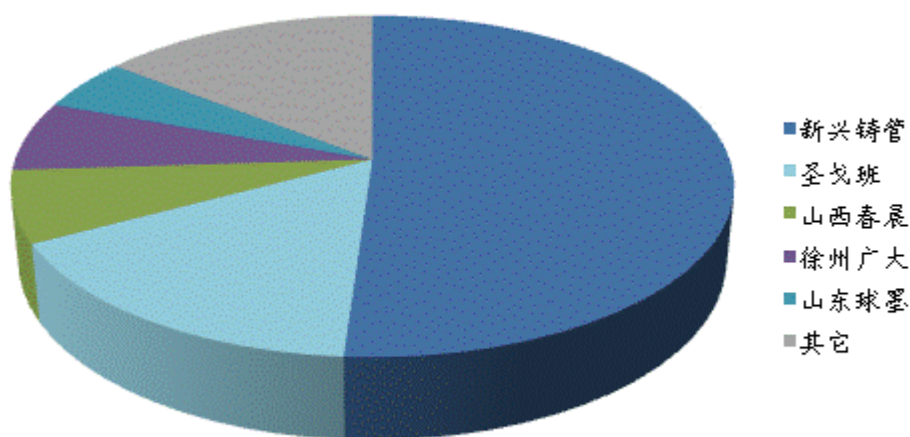
3、公司自八五计划期间开始生产离心球墨铸管，技术工艺和生产设备通过引进吸收消化，基本上已达到世界先进水平，尤其是在国内市场，公司在该领域的份额已超过 50%。尽管处于寡头垄断地位，但似乎公司仍未取得相应的垄断溢价，一方面是政府作为下游客户的讨价还价能力较强，另一方面是产品结构老化，产品创新和应用更新的步伐较慢，阻碍了产品的进一步提价空间。我们从最新的公司资本支出计划中看到，公司将努力推出新产品。其中以高合金管和离心浇注复合管是主要发展方向。

图 6：公司铸管产量



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

图 7：2009 年国内球墨铸管市场占有率对比



数据来源：渤海证券研究所

合金管和复合管均是用公司的核心技术离心浇铸而成。这两类产品在各项物理性能和化学性能上较目前的同类产品要好，比如耐温、耐压、硬度、柔韧性等方面。而且通过原料品种和使用比例的调整，它们能够适应不同工作环境的要求，因此将对某些产品形成替代冲击。尽管公司目前仍然在产能建设期，但我们估计这些产品的单价高，而且由于公司在成本方面也有一定程度的优势，所以最终将获得比离心球墨铸管高的毛利率，这将是未来公司的主要增长点之一。

从资本支出计划中，我们看到公司除了离心复合管之外，还将投入锻造产品的生产。包括径

向锻造产品（2011 年投产）和汽车工程机械锻造产品（2012 年投产）。这两个产品也是公司新的利润增长点来源之一，按照公司公告中计划显示，待项目完全投产后的效应情况较好，其中径向锻造产品能为公司带来带来 5.54 亿元的收入和 9948 万元的利润。汽车和工程机械锻造产品能为公司带来 8.55 亿元的收入和 8815 万元的利润。

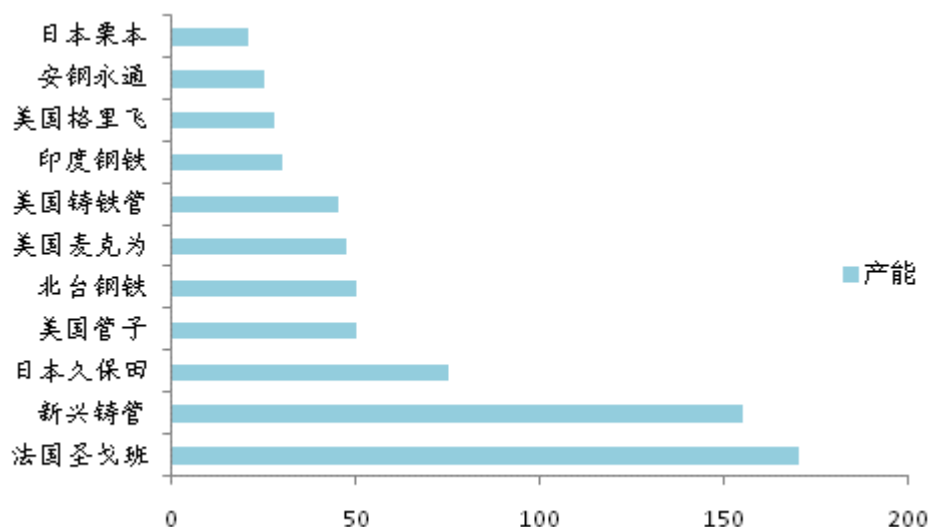
图（表）8：公司近两年资本支出计划一览

项目名称	产能规模	投资预算（万元）	完成时间
离心浇铸复合管项目	5万吨	89,407	2011年8月
径向锻造产品项目	3.6万吨	49,986	2010年12月
汽车工程机械锻造产品项目		44,246	2012年2月

数据来源：公司公告 渤海证券研究所

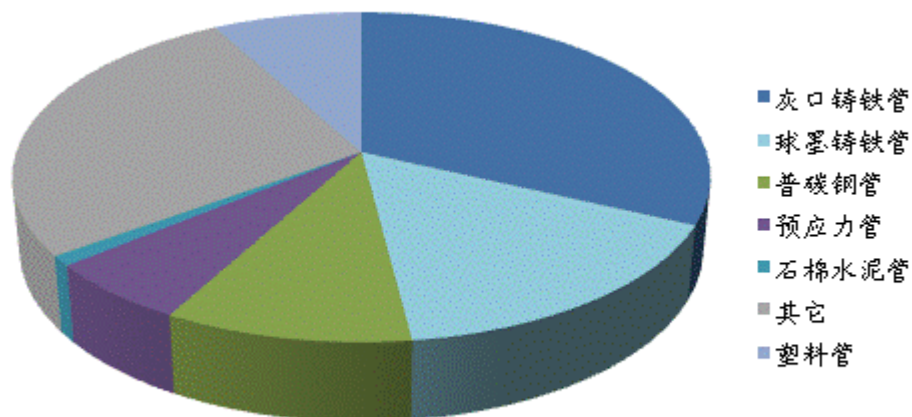
4、球墨铸管目前的供应格局是法国圣戈班、中国新兴和日本久保田三足鼎力，剩下为小厂割据。CR3 为 50%，CR5 接近 70%，全球市场的高集中度决定了铸管的价格不会出现普碳钢的暴跌，在一段时期封闭了铸管产品价格向下的空间。目前来看，估计全球离心球墨铸管的年需求量大概在 900-1000 万吨，大体上保持供需基本平衡的格局。但如果从需求增长空间来看还是很乐观的。新增需求主要来源：（1）城市化过程中的供水供气新增管网，我国城市化率只有 46%，按照 75%的城市化率目标计算还有 30%的空间。（2）城市改造中混凝土管和灰口铸铁管的老旧管网替代。据中国城镇供水协会的统计，我国目前已铺设的供水管道中，使用离心球墨铸管的比例还不到 30%，与发达工业国家使用的 80-90%的比例相比仍有很大差距。（3）、工矿企业污水管道的建设在环保意识日趋浓厚的情况下可能会提速。综合这几项因素，我们认为球墨铸铁管的需求量未来几年仍能保持 10%以上的增速，在国外是夕阳产业，而在国内还是朝阳产业，成长性明显。

图 9：全球前十大铸管企业产能比较



数据来源： 渤海证券研究所

图 10: 我国供水管网使用结构

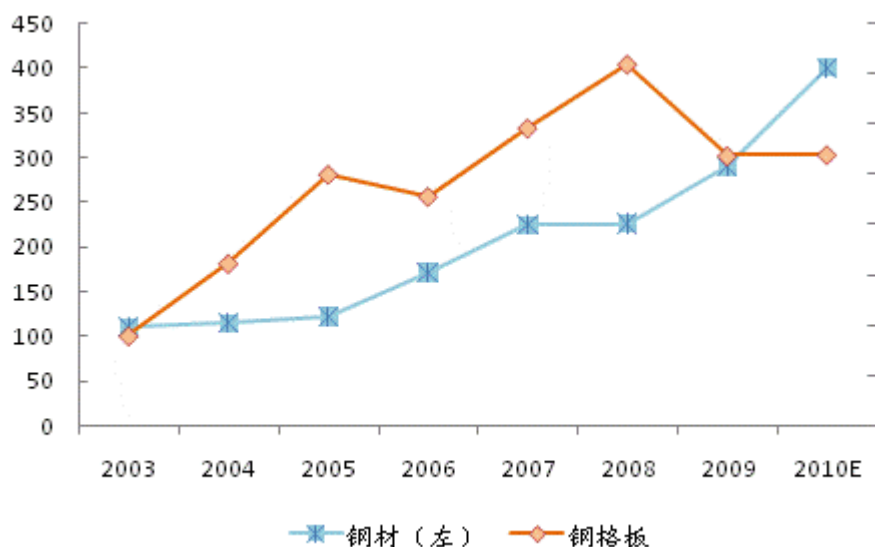


数据来源：中国城镇供水协会 渤海证券研究所

3. 建筑用钢表现可能超市场预期

公司钢材产能不大，目前只有 340 万吨，主要分布在武安本部 180 万吨、芜湖新兴 110 万吨和新疆金特 100 万吨。产品以二/三螺纹钢、建筑用圆钢、以及部分特钢为主。今年上半年，公司产钢材 201 万吨，同比出现了较大幅度的增长，主要是由于新疆金特钢铁今年并表，至年底，公司钢材产量将很有可能超过 400 万吨（金特产能年底扩至 150 万吨）。

图 11: 公司钢材产量近几年跃升速度较快

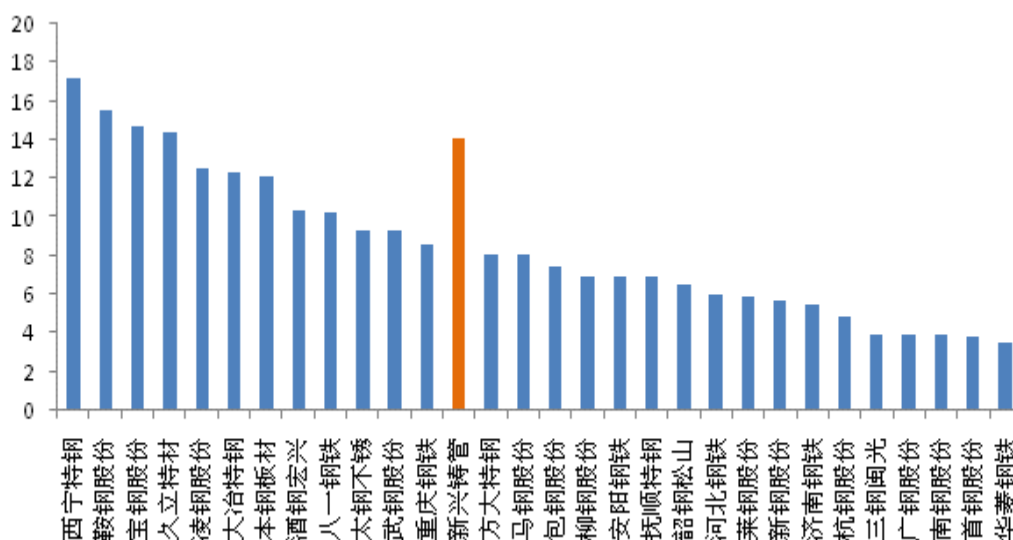


数据来源：公司数据 渤海证券研究所

公司在钢材产能方面，将会在新疆有所拓展，将在阿泰勒地区建设一个 300 万吨产能规模的钢铁基地，主要生产石油钢管、不锈钢等。但该项目目前只停留在前期阶段，何时开工建设，并完成投产，还并没有详细时间表，但是我们认为公司一定会积极推进此项目已顺利完成在新疆地区的钢铁和资源布局。

公司 2010 年上半年的钢材产品毛利率为 14.21%，高于行业平均水平，也高于大多数上市钢铁企业的毛利率。由于公司其它产品（包括钢格板、焦化副产品、球团和白灰）的毛利率特别低，只有 0.61%，但收入占比却达到 40.86%。我们猜测可能公司钢材产品毛利率较高的原因是原材料成本方面存在帮助。一般情况下，我们认为公司的钢材产品目前来看，还没有较明显的竞争优势，可能略超行业平均水平。

图 12：2010 年上市钢企毛利率与公司钢材产品毛利率比较

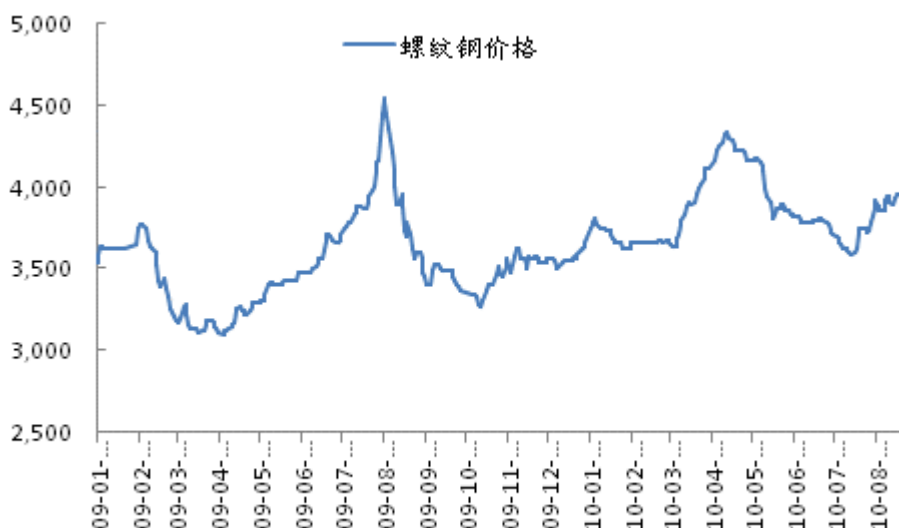


数据来源：WIND 渤海证券研究所

由于公司钢材产品以建筑用钢为主，建筑用钢在今年下半年表现可能会比市场预期要好。目前我们认为建筑用钢的利好因素比较多，第一、螺纹钢库存下降的较快，已连续 11 周环比下降，考两次季节性因素的话这在以往年份是比较少见的，而且如果从库存产量比来看螺纹钢库存的话，压力并不是很大。第二、螺纹钢的新增产能增速慢于扁平材尤其是热轧板材增速。第三、节能减排、落后产能淘汰等钢铁产业政策的实施更有利于低端钢材如螺纹钢的产能供应压力。第四、房地产等基础设施建设目前来看并没有明显的萎缩，而且将来保障房建设和自然灾害受损房屋、基础设施等的重建也在一定程度上弥补预期下的商品房和基建投资减速。因此相对来说，我们调整之前的观点，建筑用钢未来的表现在钢材中相对会更突出些。那么公司以长材为主的钢材产品结构，下半年受到的行业冲击也会较小。我们给予公司

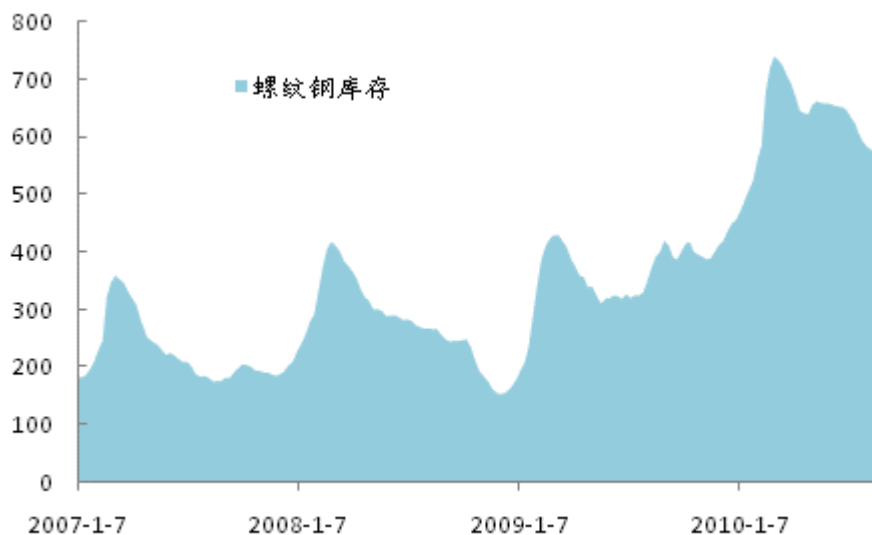
钢铁产品毛利率小幅略有下滑的判断。

图 13: 螺纹钢价格



数据来源: WIND 渤海证券研究所

图 14: 螺纹钢库存



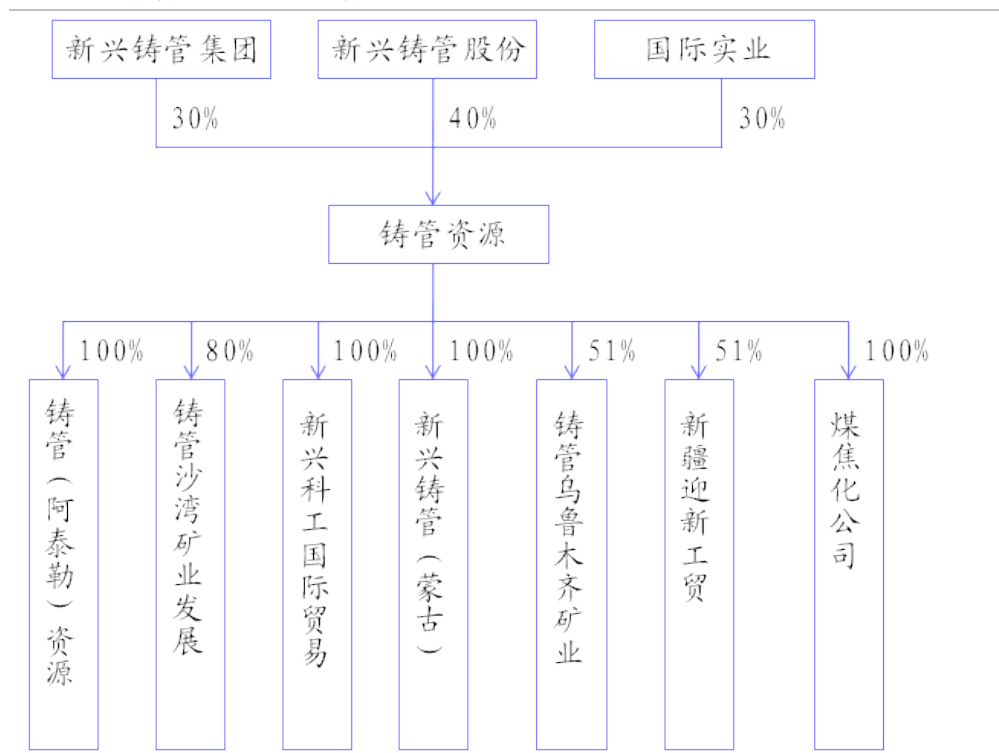
数据来源: WIND 渤海证券研究所

4. 向上游资源延伸，挺向新疆

公司向上游资源延伸的平台是铸管资源公司；且资源分布主要在新疆。新疆资源开发和国际实业公司共同开发。但有一点需要提及的是，铸管资源大部分项目目前还处于开发阶段，盈利情况相对较弱，无论是项目开发进展程度和信贷融资情况均捉襟见肘。但我们仍然看好铸

管资源公司的资源开发前景。

图 15: 铸管资源公司控制的资源分布



数据来源：公司公告 渤海证券研究所

铸管资源公司中目前能真实贡献受益的主要是煤焦化公司。该公司通过对新疆拜城地区的煤矿整合，截止目前共拥有 9 个煤矿，煤炭储量将近 1.5 亿吨，煤焦化公司的原煤产能为 130 万吨，其中 80%为焦煤，20%为无烟煤。以后将扩产至 300 万吨由于有些煤矿产区正在进行技术改造，影响部分产量，综合来看，年产煤量接近 100 万吨。此外，公司还拥有 70 万吨的焦化能力，正在建设的二期 70 万吨焦化项目达产后，总焦炭产能预计达到 140 万吨。

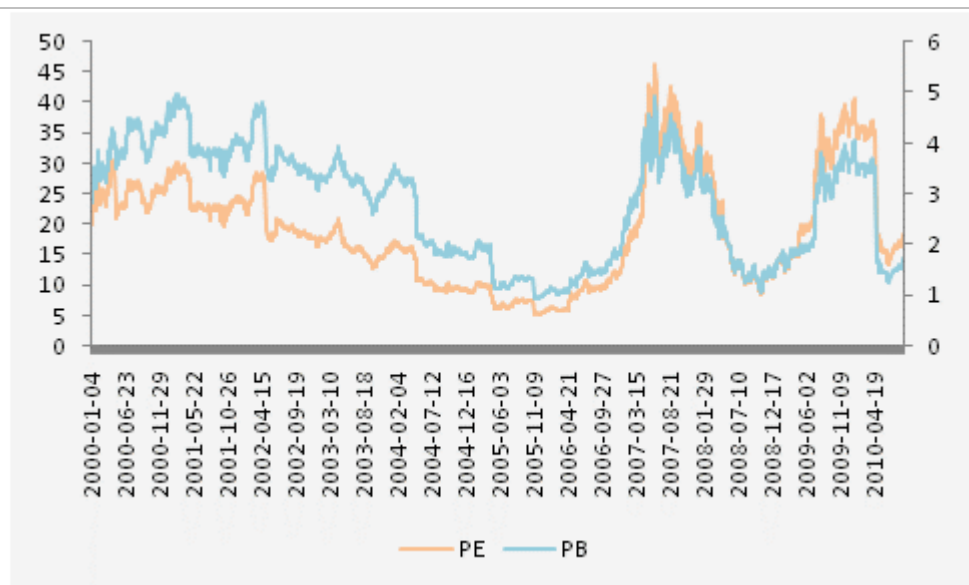
最后我们需要提及一下，除开铸管资源公司的资源项目，还有金特钢铁的铁矿石储备。该公司的莫托萨拉铁矿拥有约 50 万吨铁精粉产能。与此同时，公司投资的和合矿业公司拥有查岗诺尔铁矿采矿权，探明储量接近 5 亿吨，该铁矿品味较高，铁含量大约为 35%。公司正在对该铁矿进行投资建设，具体的铁精粉出产日期待定。

5. 估值优势明显，给予“买入”评级

按 2010、2011 年年钢材产量分别为 260 万吨、270 万吨，毛利率 13%、16%；铸管产量分别为 150 万吨、165 万吨，毛利率 15%、18%，其它财务比率基本不变的假设，10/11 年

EPS 分别为 0.60 和 0.79 元。对应 PE 分别为 14X 和 10.6X，具有一定的估值优势，且考虑到资产整合带来的资源储备增加和离心浇注复合管投产带来的产品结构提升，公司业绩长期增长值得看好，给予“买入”投资评级。

图 16: 新兴铸管估值处于历史低位



数据来源: wind 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 4、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水道西道八号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn