

分析师: 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490209080266

联系人: 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

继续战略布局上游

事件描述

新兴铸管今日发布公告称, 公司与中国华鑫国际贸易有限公司, 与加拿大 Advanced Explorations Inc 于 2010 年 9 月 26 日在中国北京就股权投资和矿石产品的采购优先权等事项签订了《框架协议》。

协议的主要内容有: 新兴铸管与华鑫国际和 AEI 公司经协商, 同意按框架协议约定由新兴铸管、华鑫国际购买 AEI 公司新发行的股票。新兴铸管及华鑫国际有权制定其另行共同出资设立的一家子公司履行框架协议约定的认购上述股票的权利, 并由该公司承担有关义务, AEI 公司明确同意该等安排。

在此基础上, 各方同意依据本协议约定赋予新兴铸管、华鑫国际相关矿石产品的采购优先权, 并且赋予新兴铸管选择增持 AEI 公司股票或与 AEI 公司合资组建项目公司的权利。

该框架协议尚需公司董事会审议, 并经中国政府有关部门审核批准通过后生效。

事件评论

第一, 方案分两步: 首先购买 AEI 公司新发行股票, 之后赋予新兴铸管选择增持或合资组建项目公司的权利

本次签订的框架协议主要分两步, 第一步在于新兴铸管与华鑫国际购买 AEI 公司的股票, 在第一步实现的基础上合同的第二步在于给予新兴铸管一个选择权, 即: 选择继续增持 AEI 的股票或者与 AEI 公司合资组建项目公司实施 Roche Bay 矿石项目。

✓ **第一步: 新兴铸管与华鑫国际购买 AEI 新发行的股票, AEI 公司借此方式募集资金;**

1、AEI 是根据加拿大法律注册及合法存续的股份有限公司, 在多伦多证券交易所创业板与法兰克福证券交易所上市, 目前所有发行在外的普通股为 90,521,319 股;

2、新兴铸管与华鑫国际同意购买 AEI 公司的股票, 并共同出资组建一个子公司“新兴-华鑫”来履行本协议约定的认购股票的权利;

3、AEI 公司将向新兴-华鑫发行 21,233,396 股普通股股票, 上述股票发行价格为每股 0.25 加元, 预计募集资金为 530.83 万加元, **最新 AEI 公司收盘价为 0.33 加元/股;**

4、认购股票成功后, AEI 公司普通股股票总额将变为约 1.12 亿股, **新兴-华鑫将持有 AEI 公司 0.21 亿股, 占比为 19%,** AEI 公司保证在协议签署日 4 个月内, 除非新兴铸管及华鑫国际同意, 新兴-华鑫所持有的 AEI 股票不会被稀释到总股本的 15% 以下;

5、协议约定股票发行及认购完成后, 新兴-华鑫有权共同向 AEI 公司推荐一名董事人选, 且新兴-华鑫有权依据本协议

约定对相关矿石产品行使优先购买权。

✓ **第二步：在第一步完成后，新兴铸管获得一个选择权，即：有权增持 AEI 股票或合资参与组建 Roche Bay 项目；**

选择权一：新兴铸管有权增持 AEI 公司的股票。通过增持，新兴-华鑫与新兴铸管将合计持有 AEI 公司 40% 的股票，股票价格届时根据市场价格由新兴铸管和 AEI 公司协商确定；

选择权二：新兴铸管将与 AEI 公司组建一个新的项目公司来实施 Roche Bay 矿山项目活动。

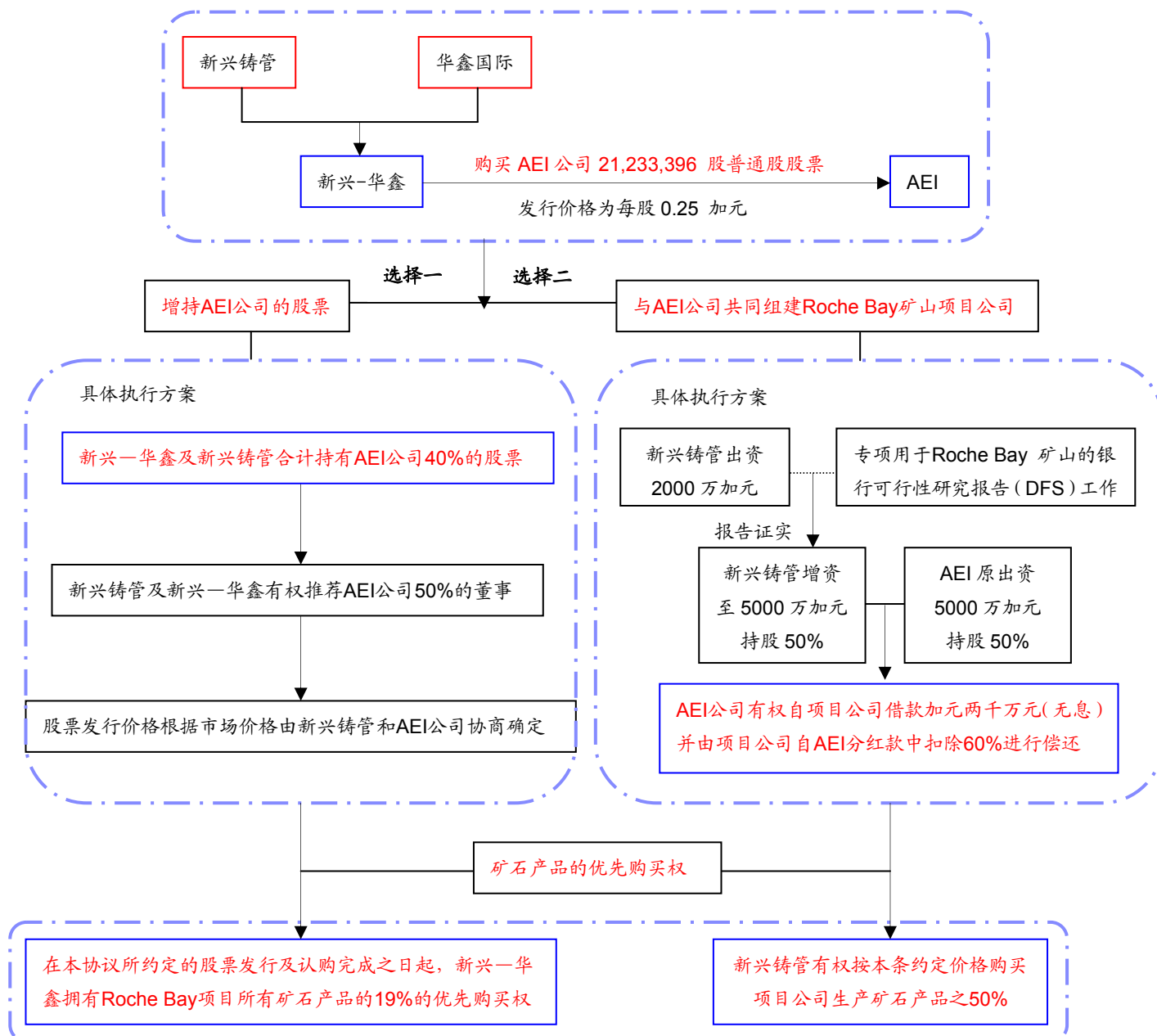
项目介绍：Roche Bay 所在的 Melville 半岛地区具有发现 300 亿吨条带状磁铁矿的潜力，据公告中称高达集团国际咨询公司所做的储量咨询报告认为 Roche Bay 项目 C 矿区指定资源量为 5 亿吨铁矿石。预经济评价报告基于年产 100 万吨铁块，得出结论称 C 矿区净现值达到 10 亿加元以上，矿山寿命可达 20 年；自 2007 年 1 月 1 日起，AEI 公司对 Roche Bay 项目进行了总计约 4150 万加元的投资，目前 Roche Bay 项目还需要投入 2020 万加元以获得银行的可行性研究报告。

如果新兴铸管选择了选择权二，即合资组建项目公司实施 Roche Bay 项目，那么方案的步骤如下：

- 1、项目公司组建时，新兴铸管先以 2000 万加元出资，AEI 公司以其对 Roche Bay 项目的所有权益作价 5000 万加元（如不足 5000 万加元，以其他资产补齐）出资，则新兴铸管持有 28.572% 股权，AEI 持股 71.428%；
- 2、新兴铸管所出资的 2000 万加元将用于 Roche Bay 项目的银行可行性报告工作。如果这一报告能够证实 Roche Bay 项目达到贷款条件，则新兴铸管将继续对项目公司增资 3000 万加元，双方持股比例均变为 50%；

两种选择权之间的区别在于风险的不同，因此按照协议规定，只要第一步方案通过，新兴-华鑫就可以获得 Roche Bay 项目所有矿石产品 19% 的优先购买权，而如果公司在第二步方案中采用了选择权二，且方案通过使得项目公司能够收到新兴铸管全部的 5000 万加元投资，则公司按协议价对矿石的优先购买权将扩大为 50%。

图 1: 增资后的股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，继续战略布局上游，公司业务将向上游产业延伸

公司大力战略布局上游，业务逐步向上游产业进行延伸：

✓ 这一框架协议生效后，公司将获得矿石产品的优先购买权，且享有一定的折扣；

- 1、本协议约定的股票发行及认购完成之日起，新兴-华鑫就拥有 Roche Bay 项目所有矿石产品 19% 的优先购买权；
- 2、如果项目公司组建完成，并且收到新兴铸管全部 5000 万加元投资，按协议约定价格的优先购买权将扩大为 50%；

表 1: 协议约定购买价格优惠

产品	基准价格基础上优惠
还原铁	-5%

铁精粉	-8%
球团矿	-6%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

✓ 2010 年 1 月新兴铸管与铸管集团、国际实业对铸管资源进行增资，同时重组煤焦化公司。

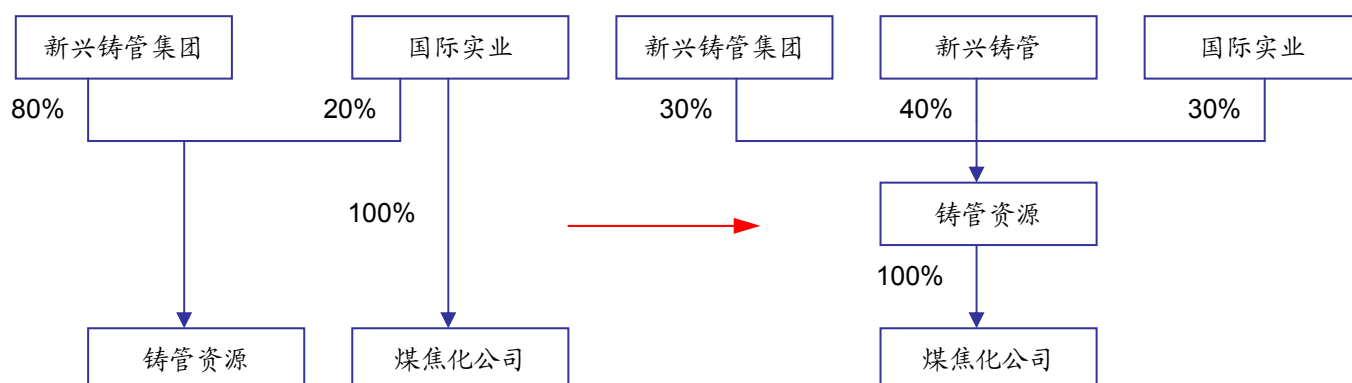
以铸管资源评估后的净资产为基础实施增资，增资后，铸管资源实收资本为人民币 8 亿元，其中，铸管股份持股 40%，铸管集团持股 30%，国际实业持股 30%。在上述增资同时，由铸管资源依据协议约定重组国际实业全资子公司新疆国际煤焦化有限责任公司。重组后，铸管资源将持有煤焦化公司 100% 的股权。

表 2：铸管资源各子公司一览

公司名称	注册资本(万元)	持股比例
新兴铸管(阿勒泰)资源发展有限公司	500	100%
新兴铸管沙湾矿业发展有限公司	500	80%
新疆新兴科工国际贸易有限公司	500	100%
新兴铸管（蒙古）有限公司	1801	100%
新兴铸管乌鲁木齐矿业投资有限公司	2,000	51%
新疆迎新工贸有限公司	612.25	51%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：增资后的股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究部整理

第三，公司产品以球墨铸铁管及管件为主导，配合部分钢铁产品及钢格板

目前公司产品结构以球墨铸铁管及管件为主导，配合部分钢铁产品及钢格板。

表 3：公司主要产品类别及用途

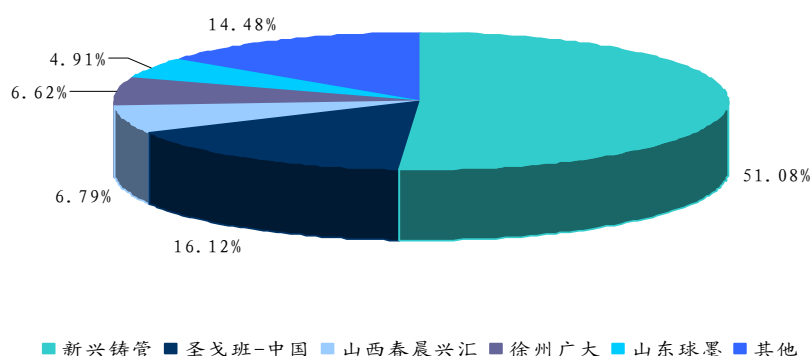
产品类别	主要功能及用途
铸管与管件产品	
离心球墨铸铁管	城镇基础设施建设中的供水输气
其他配套管件	管道之间的连接件
钢铁产品	
生铁	用于炼钢以及铸管、管件等铸件的生产
钢坯	用于棒线材的轧制
钢材	圆钢：作为各类钢铁产品的加工原料
	热轧带肋钢筋：用于生产建筑用螺纹钢（小型建筑钢材）

其他产品	
钢制格栅板	用于平台、地板、过道、楼梯踏板、通廊、栅栏、桥梁、码头、沟盖板、防盗门窗、机场照明护栏等通风透光设施

资料来源：公司公告，长江证券研究部

目前国内铸管行业处于以新兴铸管为主的相对垄断局面。2008 年公司国内市场的占有率达到 51.08%，远高于行业内其他公司，与竞争对手圣戈班-中国市场占有率的差距也在逐渐拉大。2009 年公司球墨铸铁管及管件类产品在国内市场占有率约占 45% 左右，产品出口比例约为 30%。

图 3：公司国内球墨铸铁管市场具有较大优势



资料来源：中国铸造协会铸管及管件分会，长江证券研究部

表 4：公司球墨铸铁管及管件类产品产能分布

公 司	控股比例	产能情况（万吨）	09 年产量（万吨）
河北武安新兴铸管本部	100%	30	
芜湖新兴铸管	100%	50	37.9
桃江新兴管件	100%	2（管件）	1.6
新兴铸管国际发展	75%	20	
河北新兴铸管	75%	40	38.47
四川川建管道	55%	15	9.18
合计		157	136.1

资料来源：公司公告，长江证券研究部整理

除此之外，公司还有约 390 万吨的钢材产能。

表 5：公司钢材产能分布

公司	产品规格	产能	设备先进水平	安全使用年限
新兴铸管武安本部	Φ10-Φ36mm 的热轧圆钢/II 螺纹钢/III 级以上螺纹钢和扁钢	160	国内中等	4-7 年
芜湖新兴铸管	Φ12-Φ60mm 的热轧圆钢/圆棒/III 螺纹钢/III 级以上螺纹钢	80	国内先进	>7 年
新疆金特	Φ65-Φ270mm 普碳和合金钢棒材	30（另有芜湖 50 万吨大棒材轧制线精轧工程在建）	国内先进	-
	高强度建材	100（预计年底能达 150 万吨产能）	-	-

合计产能

390 万吨

资料来源：公司公告，长江证券研究部整理

表 6：公司历年主要产品产量一览

	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A
离心球墨铸铁管产品及配套管件	65.30	83.51	82.01	84.08	104.90	125.99	136.10
钢铁产量	110.36	114.23	122.04	171.12	224.09	225.7	289.94
钢格板	1.80	3.24	5.01	4.57	5.93	7.20	5.38

资料来源：公司公告，长江证券研究部

同时公司于 09 年 8 月实行 A 股增资方案，拟募集资金用于收购铸管集团所持芜湖新兴 40% 的股权、以及用于公司本部以及芜湖新兴固定资产投资项目，这将成为未来重要的业绩增长点。

表 7：公司增资具体用途一览

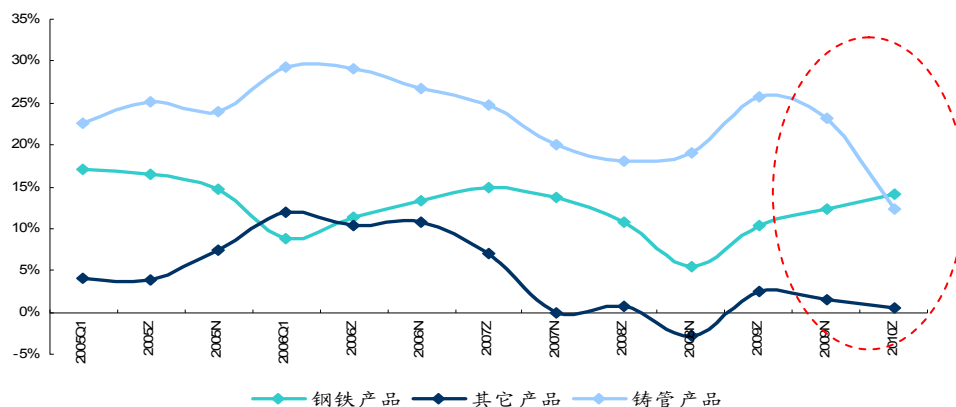
序号	拟投资项目	投资概算	时间进度
一、公司本部股权收购项目及固定资产投资项目			
1	股权收购项目		
1.1	收购铸管集团所持芜湖新兴 40% 股权项目	120,000.00	
2	固定资产投资项目		
2.1	离心浇铸复合管项目	89,407.00	约 24 个月
小计		209,407.00	
二、芜湖新兴固定资产投资项目			
1	固定资产投资项目		
1.1	3.6 万吨径向锻造产品项目	49,986.50	约 24 个月
1.2	汽车、工程机械锻造项目	44,246.00	约 30 个月
小计		94,232.50	
合计		303,639.50	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，铸管产品毛利率下半年有望重新回归

与传统钢材销售模式不同，由于球墨铸管主要供给于城市给排水项目，政府采购订单占据公司销售主要部分。一方面公司受益于成本加成的定价方式而使得其盈利能力相对稳定性要好（公司历年的毛利率数据可以反映这一点），另一方面由于政府市政项目周期较长，通常为半年左右且所签合同往往为闭口合同。因此，事先锁定的销售价格使得毛利率将会明显受到成本波动的影响。在 2 季度矿石价格出现大幅上升的情况下，铸管类产品毛利率有所下滑，随着后期合同的重新调整，铸管产品下半年毛利率有望重新回归。

图 4：铸管产品毛利率大幅下滑，下半年期待盈利能力恢复



资料来源：Wind，长江证券研究部

第五，维持“谨慎推荐”评级

因该方案更多是长期影响，因此我们依然维持前期的盈利预测。预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.59 元和 0.79 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	25188	35554	40625	45634	货币资金	4094	3555	4062	4563
营业成本	22352	32097	36480	40892	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2836	3457	4145	4741	应收账款	1286	1818	2077	2334
% 营业收入	11.3%	9.7%	10.2%	10.4%	存货	2370	3420	3887	4357
营业税金及附加	64	90	103	116	预付账款	724	1024	1164	1305
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	828	1173	1341	1506	流动资产合计	12296	15222	17366	19495
% 营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	451	640	731	821	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	长期股权投资	165	165	165	165
财务费用	94	69	49	31	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	固定资产合计	5205	5379	5544	5602
资产减值损失	132	78	38	37	无形资产	190	180	171	163
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	33	33	33	33
投资收益	28	0	0	0	递延所得税资产	92	19	9	9
营业利润	1294	1407	1883	2229	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.1%	4.0%	4.6%	4.9%	资产总计	17980	20998	23288	25467
营业外收支	56	0	0	0	短期贷款	2156	1437	1251	741
利润总额	1350	1407	1883	2229	应付款项	3687	5287	6009	6736
% 营业收入	5.4%	4.0%	4.6%	4.9%	预收账款	1618	2275	2600	2921
所得税费用	299	352	471	557	应付职工薪酬	227	320	364	408
净利润	1051	1055	1412	1672	应交税费	-62	221	287	337
归属于母公司所有者					其他流动负债	428	609	692	776
的净利润	877.1	873.4	1169.4	1384.4	流动负债合计	8054	10150	11202	11918
少数股东损益	174	181	243	288	长期借款	40	40	40	40
EPS (元/股)	0.59	0.59	0.79	0.94	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	2	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	44	44	44	44
经营活动现金流净额	1016	1136	1725	2006	负债合计	8140	10234	11287	12002
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	9414	10156	11150	12327
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	426	608	851	1138
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	9840	10764	12001	13465
固定资产投资	-968	-756	-806	-756	负债及股东权益	17980	20998	23288	25467
其他	-1224	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-2193	-756	-806	-756		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.595	0.592	0.793	0.939
股权融资	3488	0	0	0	BVPS	6.38	6.89	7.56	8.36
银行贷款增加 (减少)	-58	-719	-187	-510	PE	12.24	12.29	9.18	7.75
筹资成本	523	-200	-224	-239	PEG	0.74	0.75	0.56	0.47
其他	-1046	0	0	0	PB	1.14	1.06	0.96	0.87
筹资活动现金流净额	2908	-919	-411	-749	EV/EBITDA	4.54	4.19	3.08	2.34
现金净流量	1731	-538	507	501	ROE	9.3%	8.6%	10.5%	11.2%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究 3 年。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。