

新战略 新起点

投资要点:

- 我们看好新兴铸管主要基于三点: 1) 公司作为铸管行业的龙头优势将延续, 继续分享中国城市基础设施建设新建和更新改造带来的稳定增长; 2) 在传统铸管+螺纹钢优势的基础上, 公司目前正致力于发展复合金属管、特钢和锻件等新产品, 新领域带来新增长; 3) 积极上游资源战略, 公司在新疆和海外的矿石和煤炭项目将大幅提升其产业链的竞争力。
- 铸管龙头优势将延续: 公司是我国球墨铸铁管最大制造商, 国内占有率在 50%, 在规模和技术拥有明显优势地位。伴随着中国城市化的不断推进, 市政建设的新建和更新改造需求 (供水、排水、污水处理) 将保持稳定增长; 中东、南美和北非等区域的旺盛需求也提供铸管产品的国际增长空间。
- 向新领域扩展: 1) 离心浇铸复合管项目在 2011 年投产后有望成为公司新的利润增长点: 项目产能为 5 万吨/年, 主要替代进口的高等级钢管。售价超过 3 万元/吨, 远远高于当前产品 5000 左右的售价, 预计正常年可实现净利润 30,196 万元, 可增厚每股收益 0.16 元; 2) 3.6 万吨径向锻造产品和 8 万吨汽车及工程机械用精密铸造零部件项目投产后, 普钢产品等级得以提升, 预计公司将继续扩大在优特钢领域的产能, 进一步提高钢铁产品的附加值
- 积极布局资源战略: 1) 新疆金特产能将扩产至 150 万吨, 直属莫托萨拉铁矿可采铁矿石储量为 1313.74 万吨, 锰矿石 272.36 万吨; 2) 持股 34% 的新疆和合矿业铁矿储量接近 5 亿吨, 品位约 35%, 设计铁精粉产能 200 万吨; 3) 铸管资源作为公司整合新疆境内以及蒙古的矿产资源平台, 其全资子公司煤焦化公司是新疆境内拥有煤种最全、储量最大的焦化企业, 扩产后公司焦炭产能将达到 140 万吨; 4) 拟与华鑫国际共同购买 AEI 公司 (加拿大) 19% 股权并享有追加投资的权利。公司将享有相应权益部分的矿石优先购买权及 5~8% 的价格优惠。

投资评级:

- 综合公司铸管优势地位、在新领域成长前景和上游资源扩展, 基于 03 年以来平均 18 倍的 PE, 我们上调目标股价至 13 元, 维持买入的投资评级。超预期的季报以及新疆投资快于预期可能成为股价表现的催化剂。

风险因素

- 钢价出现明显下跌, 公司盈利可能低于我们的预测; 新疆资源进展开发的不确定性。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888 × 6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860207100115

徐卫

钢铁行业分析师

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210080004

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 10 月 20 日) 8.64 元

目标价格 13 元

总股本/A 股 (万股) 191687/783800

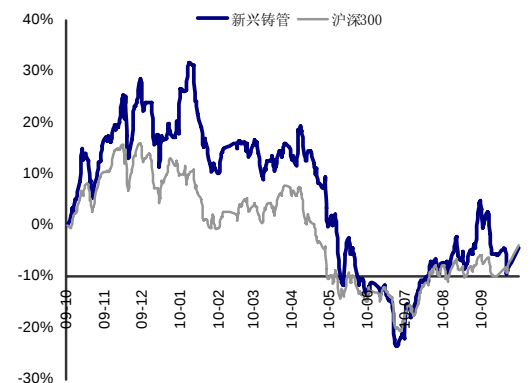
A 股市值 (百万元) 14741

国家/地区 中国

行业 钢铁

报告日期 2010 年 10 月 21 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	3.9	-7.3	-23.7
相对表现 (%)	0.2	-9.5	-6

资料来源: WIND

财务预测

(百万元)	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	27251	31584	37111
营业利润 (百万)	1259	1627	1681
净利润 (百万)	1151	1374	1744
EPS (元)	0.72	0.86	1.09
ROE (%)	11%	12%	13%
P/E(X)	12.0	10.1	7.9
P/B(X)	1.3	1.2	1.1

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

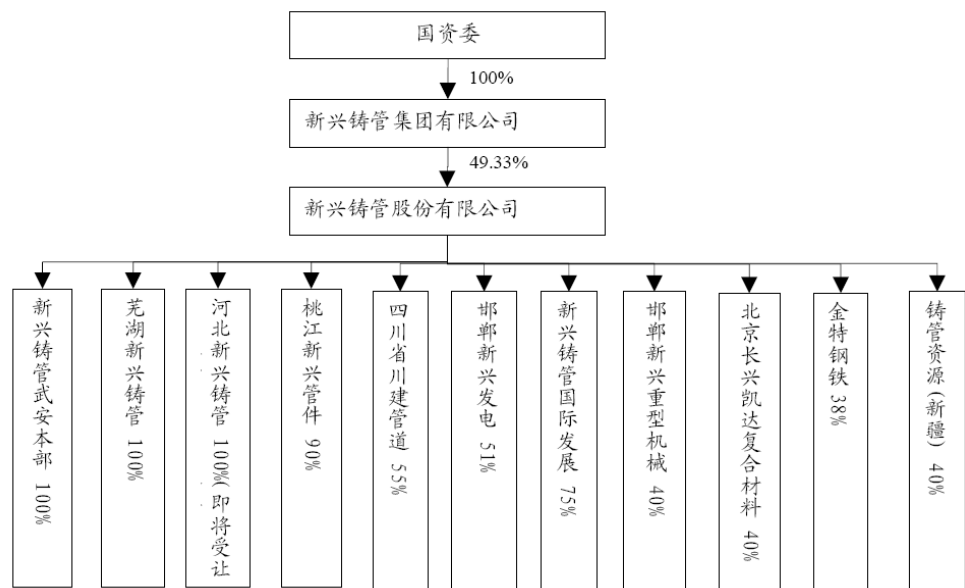
目 录

公司简介	3
国内铸管龙头	4
球墨铸铁管行业前景广阔	4
钢铁主业向锻造延伸	7
进军新疆 布局上游资源	9
新疆金特：钢铁+矿石	9
铸管资源：矿产资源整合	11
入股 AEI，战略布局上游	13
盈利预测与投资评级	14
风险因素	15

公司简介

新兴铸管于 1997 年 5 月上市，目前新兴铸管集团持有公司 49.33% 的股权。主营业务为离心球墨铸铁管及配套管件、钢铁冶炼及压延加工、铸造制品和机械设备和电子工程等，形成了六大产品系列：新兴铸管、新兴管件、新兴钢铁、新兴钢板、新兴钢塑管、新兴机械。其主要子公司和产品产能如表 1：

图 1：新兴铸管股权结构



资料来源：东方证券研究所

表 1：新兴铸管主要产能

控股子公司	控股比例	铸管产能情况（万吨）	钢铁产品产能
河北本部（二、三铸管）	100%	31	200
河北新兴（一铸管）	100%	40	
芜湖新兴	100%	50	120
湖北黄石新兴	45%	20	
川建管道	55%	15	
桃江新兴	90%	3	
新疆金特	38%		100
阿勒泰钢铁基地（规划）			300
合计		159	420

资料来源：东方证券研究所

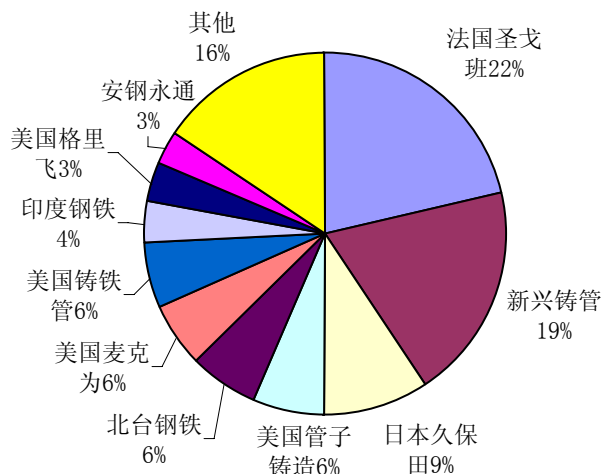
国内铸管龙头

公司是我国球墨铸铁管及管件最大的生产基地，产能约 155 万吨，占国内铸管总产能 40%左右，不过国内铸管产能中的 1/3 采用的是冲天炉化铁工艺，相比直接用热铁水工艺而言成本较高，在铁矿石等原料价格大幅波动的背景下竞争优势较弱，因而大部分采用冲天炉化铁工艺的铸管生产企业已基本处于停产状态。所以公司产品实际占有率在 50%左右，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，产品出口比例约为 30%。

在供应方面，球墨铸铁管的产能主要集中在欧洲、北美和亚洲。在需求方面，中东地区国家目前是主要的产品进口国。石油、天然气等能源价格的上涨充实了中东和北非等国政府的财政收入，同时该地区由于水资源匮乏，因此基础设施建设需求旺盛，但当地铸管生产的产能配套不足，使得该区域成为铸管产品的主要进口市场之一。根据全球主要铸管企业在其网站上公开披露的信息以及公司在境外各地主要贸易合作伙伴的不完全统计，目前全球铸管的年产量约 900 万吨左右，其中离心球墨铸铁管的年产量约 850 万吨，占据铸管产量的 90%以上。在全球范围内，法国圣戈班、新兴铸管和日本久保田是行业内最主要的生产企业，其余大部分企业主要在其所在地当地及周边地区进行生产和销售。

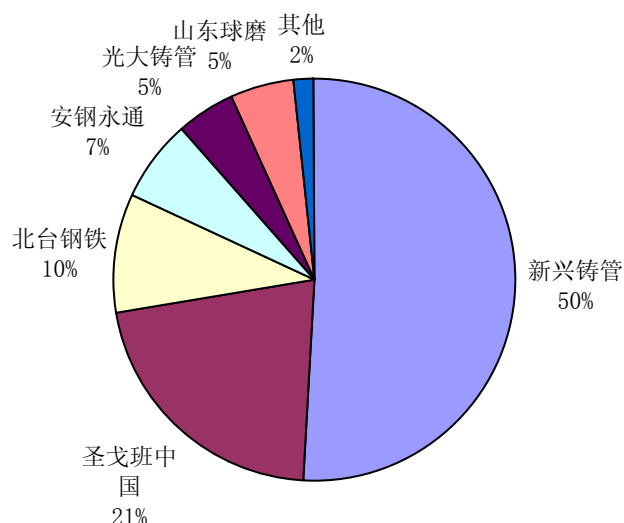
根据公司的统计，2008 年我国对球墨铸铁管的整体需求约在 250 万吨左右，主要来源于城市供水、污水处理等市政建设项目。目前国内铸管行业处于以新兴铸管为主的相对垄断局面

图 2：全球球墨铸铁管市场占有率分布



资料来源：东方证券研究所

图 3：国内球墨铸铁管市场占有率分布



球墨铸铁管行业前景广阔

我国球墨铸铁管的生产起步于上世纪 80 年代末，通过引进主要生产设备及技术及对国外设备和技术消化后自主研发进行。目前，我国球墨铸铁管行业技术水平已达到了同期国际水平。特别是在第三代输水铸管产品领域，国际上已形成圣戈班、新兴铸管和久保田三足鼎立的竞争格局。

球墨铸铁管在我国供水管道市场中的比例与国外发达国家相比存在较大差距，国内球墨铸铁管的应用还存在着较大的提升空间。国际上球墨铸铁管在输水管材中所占的比例约为 95%-98%，但在我国仅为 40%-50%。我国城市供水管道的生产和应用也落后于西方发达国家。灰铁管和水泥管是过往输水工程采用的主要管材，管网存在着二次污染、漏损率高、寿命短、工程造价高等问题。虽然近年来球墨铸铁管的使用迅速增长，但在全国重点城市内水管铺设比例仍不足。因此，国内旧有管网的改造是球墨铸铁管的主要需求来源之一

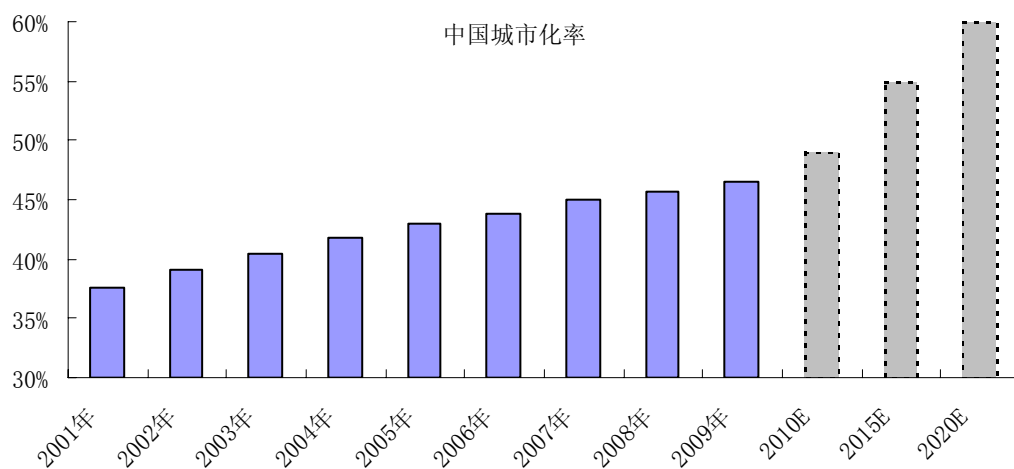
表 2：中国不同材质管材性能差异对比

管材	优点	缺点
钢管	综合机械性能最好	易腐蚀，防腐成本高，逐步退出供水管网市场
灰口铸铁管	成本较钢管和球管低，防腐性能好	材质易脆，韧性差，机械性接口，地形条件要求高，基本退出市场
球墨铸铁	综合性能较好，接近低合金钢	材料成本高，通常较同等级灰口管和塑料管高 20%左右
水泥管	大口径，生产装备要求低	运输和安全成本较高，二次污染，漏损率高、寿命短
塑料管 PE/PVC	成本低，和灰口铸铁接近	机械性能差，PVC 存在添加剂卫生隐患
其它管材	铜管、高合金钢管等	成本高昂

资料来源：东方证券研究所

随着我国城市化进程的加速，球墨铸铁管的需求正在不断增长。按照国家“十一五”规划，到 2010 年全国城市供水普及率不低于 95%，设市城市和县城所在的建制镇均应规划建设污水集中处理设施，全国设市城市污水处理率不低于 70%，缺水城市再生水利用率达 20%以上。在此期间，我国水务市场的新增投资规模将非常可观。建设部颁布的《2010 城镇供水行业发展规划和 2020 远景目标》也指定球墨铸铁管为未来供水行业的主导管材。

图 4：球墨铸铁管需求随着城市化率不断增长



资料来源：东方证券研究所

目前公司铸管产品的销售主要通过销售分公司国内直销，主要是因为铸管产品不方便运输、下游需求大多来自于市政建设项目，公司在全国布局了 16 个销售分公司，一方面扩大了公司产品的销售半径；也同时构成了对新进者的壁垒。

图 5：新兴铸管产能分布和 16 个销售分公司



资料来源：东方证券研究所

除了传统的铸铁管，离心浇铸复合管项目在 2011 年下半年投产后有望成为公司新的利润增长点。本项目主要采用离心浇铸工艺制造空心原料坯，通过一种全新加工工艺，生产用于石油石化、电力、耐磨输送等行业急需的高端复合管的建设项目。金属复合管是指把性能和价值不同钢种按照特殊要求复合在一起，以满足特殊用途的高附加值钢管产品。具有冶金结合的复合钢管，由于界面金属相互熔合，因此在性能上远优于现有的机械嵌合复合管。该工艺可根据不同用途，能够进行各种钢种的复合，从而以很高的性价比满足不同用户的使用要求。

目前国内石化行业、油气田、港口深水泊位、高速公路边坡加固、电力行业等大型重点工程大量使用高等级钢管。但这些钢管产品国内生产量较少，很大一部分需要从国外进口，往往造成产品采购成本过高。双金属复合管产品作为上述行业用高等级无缝管的进口替代产品，具有较大的潜在市场。

项目建成达产后，生产能力为 5 万吨/年金属复合管，售价超过 3 万元/吨，远远高于当前产品 5000 左右的售价，正常年可实现营业收入 154,700 万元，净利润 30,196 万元，可增厚每股收益 0.16 元。

钢铁主业向锻造延伸

公司主要钢铁产品为螺纹钢、钢格板和棒材，未来还会增加优特钢尤其是锻造产品。原材料方面，进口矿石约占 50%，其中长协矿占 50% 左右，芜湖新兴铸管矿石主要通过宝钢代购，公司本部从河北周边采购较多，不考虑新疆的钢铁业务，公司在原材料采购方面并无优势。

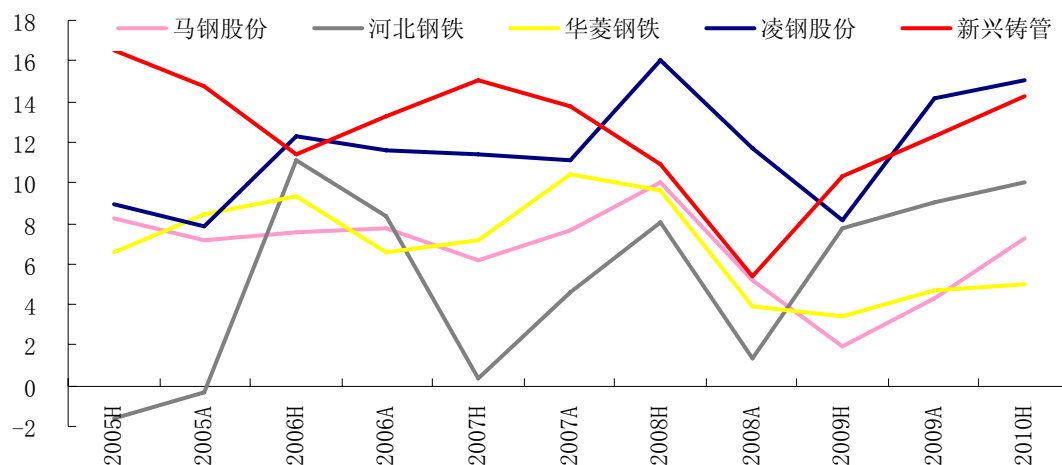
尽管如此，新兴铸管螺纹钢产品盈利能力仍明显好于行业平均（见图）。从 2005 年至今，公司螺纹钢平均毛利率水平为 12.5%，远远高出马钢、河钢、华菱约 6% 的水平，略高于凌钢股份 11.5% 的水平，考虑到凌钢自有矿石降低了其生产成本，凌钢螺纹钢实际盈利水平低于 11%。

表 3：新兴铸管主要设备和产能分布

炼铁		设备型号	产能
	新兴铸管本部	1 座 460, 2 座 262, 3 座 196	190
	芜湖新兴	1 座 360, 2 座 250	150
炼钢			
	新兴铸管本部	4*20 转炉	120
	芜湖新兴	80t; 2*50t 转炉	220
钢铁产品			
螺纹钢	新兴铸管本部		170
	芜湖新兴		100
	新疆金特	2010 年扩张到 150 万吨	100
大棒材	芜湖新兴		30
锻件	径向锻造产品项目	2010 年底投产	3.6
	汽车、工程机械锻造项目	2012 年初投产	8

资料来源：东方证券研究所

图 6：新兴铸管与其他公司螺纹钢毛利率比较



资料来源：东方证券研究所

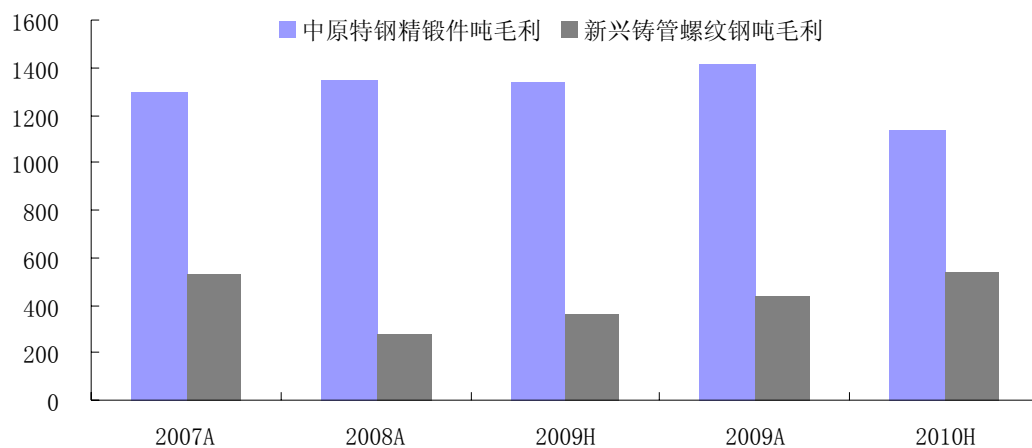
公司利用去年部分增发募集资金投资 8.9407 亿元的径向锻造产品项目和投资 4.9986 亿元的汽车及工程机械零部件精密锻造项目。

3.6 万吨径向锻造产品主要是利用公司在离心铸造方面的优势，子公司芜湖新兴已研究开发出离心铸钢管坯——径向锻造大口径无缝钢管新工艺，属国内外首创，与传统的无缝钢管生产工艺相比，具有投资省，金属回收率高，生产成本低等优点。公司预计项目达产后，正常年可新增营业收入 55,385 万元，净利润 9948.1 万元。

汽车及工程机械零部件精密锻造项目利用公司生产的各种优特钢连铸坯、铸锭及轧材做原料，实现年产 8 万吨的汽车及工程机械用精密铸造零部件目标，主导产品包括曲轴、前轴、齿轮、连杆、转向节臂等锻件。在芜湖新兴铸管周边区域有许多大规模汽车企业，如奇瑞汽车、上海大众、上海通用、江铃汽车、江淮汽车等。诸多的汽车企业为汽车及工程机械锻件提供了广阔的市场前景。公司预计项目达产后，正常年可新增营业收入 85,470 万元，净利润 8,815.1 万元

两个锻件项目体现了公司在推动产品等级提升和产品延伸方面的努力，在项目顺利达产达效后，预计公司将继续扩大在优特钢领域的产能，进一步提高钢铁产品的附加值。

图 7：螺纹钢到锻件毛利率提升空间大

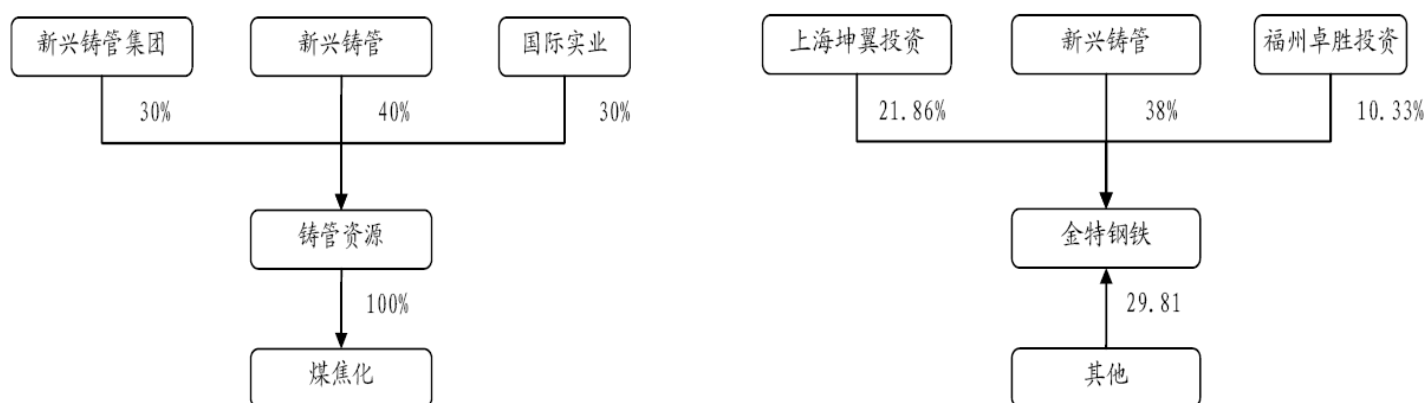


资料来源：东方证券研究所

进军新疆 布局上游资源

2010 年 2 月，新兴铸管发布公告，获得铸管集团持有的新疆金特钢铁股份有限公司 38% 股权；3 月，出资控股铸管资源公司并重组国际实业所属煤焦化公司，以及此前铸管集团规划在阿勒泰地区建设 300 万吨产能钢铁基地和铬铁矿风探项目，这标志公司将把新疆区域打造成继河北本部、芜湖新兴之后第三利润增长级。

图 8：新疆金特钢铁和铸管资源股权结构



资料来源：东方证券研究所

新疆金特：钢铁+矿石

金特股份成立于 2003 年 11 月，目前注册资本 6 亿元。根据公司披露信息，截至 2009 年 9 月 30 日，金特股份合并的总资产 21.31 亿元，净资产 8.82 亿元（其中归属于母公司所有者的净资产为 8.66 亿元）；2009 年 1-9 月，金特股份实现营业收入 18.53 亿元，利润总额 1.14 亿元，净利润 0.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.79 亿元。

金特钢铁现有铁、钢、钢材约 100 万吨年生产能力，2009 年产铁 68 万吨、钢 71 万吨、钢材 70 万吨，在 1080 高炉和 60 万吨高线投产后，将形成 150 万吨的综合能力。

值得注意的是，金特直属有莫托萨拉铁矿（100% 股权），其铁矿石资源储量达 1751.65 万吨，锰矿石 340.45 万吨；可采储量铁矿石量为 1313.74 万吨，锰矿石 272.36 万吨；生产规模 62.20 万吨矿石/年，其中铁矿石 52 万吨/年，锰矿石 10.2 万吨/年。另外持股 34% 的新疆和合矿业有限责任公司，主要投资查岗诺尔铁矿，查岗诺尔铁矿探明铁矿储量近 5 亿吨。查岗诺尔铁矿 1 号矿体的地质勘探工作在 2009 年以及完成，2010 年二期建设完成后年处理原矿规模 400 万吨，年产铁精粉 180 万吨，到十二五末将形成年产铁精粉 300 万吨。

新疆固定资产投资规模和钢铁需求在国内处于较低水平，2008 年新疆固定资产投资为 2016 亿元，占全国 1.36%；粗钢消费为 413 万吨，不足全国需求量的 0.9%。2006-2008 年新疆固定资产投资对粗钢的消费强度约为 2050 吨/亿元，这明显低于全国约 3000 元/吨水平，复杂的地理环境和恶劣的施工环境是主要影响因素；

假设政府在 5 年内计划向新疆地区投资规模为 5000 亿元，根据 2050 吨/亿元的投资消费强度计算，预计新增粗钢需求 1025 万吨，平均每年新增 205 万吨，这相当于 2008 年新疆全年总消费量的 50%。

表 4：不同新增投资规模下新增钢铁需求的情景分析

	新增投资总额	投资消费强度	新增钢铁需求	3 年内平均新增 钢铁需求	5 年内平均新增 钢铁需求
	亿元	吨/亿元	万吨	万吨	万吨
情景 1	2000	2050	410	137	82
情景 2	3000	2050	615	205	123
情景 3	5000	2050	1025	342	205
情景 4	8000	2050	1640	547	328
情景 5	10000	2050	2050	683	410

资料来源：东方证券研究所

因为新疆需求基数较低，政府的积极投资政策将对区域钢铁需求产生重大影响。在上表情景 3 的假设下，未来 5 年新疆钢铁将从目前 105 万吨的过剩转变为 1000 万吨的需求缺口

表 5：情景分析下新疆粗钢供需分析预测

		2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
固定资产投资	(亿元)	3990	5498	7173	9034	11399
正常新增投资	(亿元)	498	508	675	861	1366
政府新增投资	(亿元)	1000	1000	1000	1000	1000
固投增速	(%)	60.1%	37.8%	30.5%	25.9%	26.2%
粗钢产量	(万吨)	690	773	865	969	1085
产量增速	(%)	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
粗钢需求	(万吨)	818	1100	1399	1716	2109
需求增速	(%)	60.1%	34.4%	27.2%	22.7%	22.9%
投资消费强度	(吨/亿元)	2050	2000	1950	1900	1850
供需缺口	(万吨)	-128	-327	-533	-747	-1023

资料来源：东方证券研究所

新疆周边钢铁产能分布较少，区域的供不应求将形成明显的区域价格优势。2000 公里半径内的大型钢厂主要是酒钢宏兴（产能 1000 万吨，运距 1144 公里，估计运至乌鲁木齐的吨钢运费约 137 元），3000 公里半径大型钢厂主要是包钢（产能 1000 万吨，运距 2871 公里，单位运费约 345

元)。目前酒钢产能主要满足甘肃、青海、宁夏和部分新疆的市场需求，新疆区域的供不应求将明显带动西部钢价上涨和相对东部区域价差的扩大。目前乌鲁木齐螺纹钢价格较东部沿海区域高 200 元/吨，我们预计这一价差将扩大至 300-400 元/吨。在每年新增 1000 亿投资的假设下，预计金特钢铁吨钢净利润为 200 元，2010 年可实现净利润元。

表 6：金特钢铁 2010 年盈利预测

新增投资	亿元	0	300	500	1000	1500	2000
新疆固定资产投资增速	%	20%	32%	40%	60%	80%	100%
新疆粗钢产量	万吨	690	690	690	690	690	690
新疆粗钢需求	万吨	613	674	715	818	920	1023
供需缺口	万吨	77	15	-26	-128	-231	-333
相对东部价差	元/吨	200	260	300	350	400	450
吨钢净利润	元/吨	50	110	150	200	250	300
预计产量	万吨	100	100	100	100	100	100
预计净利润	万元	5000	11000	15000	20000	25000	30000
总股本	百万股	1917	1917	1917	1917	1917	1917
增厚新兴铸管 EPS	元	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06

资料来源：东方证券研究所

铸管资源：矿产资源整合

铸管资源主要从事工、矿业和商业投资以及进出口贸易等，截至 2009 年 10 月末，铸管资源公司账面总资产 24,288.49 万元，总负债 3,129.59 万元，净资产 20,078.63 万元；2009 年 1-10 月实现营业收入 102,422.16 万元，营业利润 102.43 万元，净利润 67.98 万元。铸管资源旗下原有 6 个控股公司，主要任务是以阿勒泰铁矿资源的开发为主体项目、展开上下游产业链延伸，整合新疆境内以及蒙古的矿产资源。

表 7：铸管资源子公司

公司名称	注册资本(万元)	持股比例
铸管资源本部	80000	股份公司 40%；集团公司 40%
新兴铸管(阿勒泰)资源发展有限公司	500	100%
新兴铸管沙湾县矿业发展有限公司	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	2000	51%
新疆迎新工贸有限公司	612	51%

资料来源：东方证券研究所

铸管资源 100%控股的新疆国际煤焦化有限责任公司主要从事洗煤、炼焦，原煤、焦炭销售，是新疆唯一能将焦炭销往欧日韩等国家的新疆焦化企业，对新疆焦炭市场价格形成起着重要作用，目

前共拥有 9 个煤矿，原煤产能为 130 万吨，80%为焦煤，20%为无烟煤，合计工业表观储量达 1.6 亿吨以上，预期储量仍有较大空间，是新疆拥有煤种最全、储量最大的焦化企业，其总量和品种可支持该公司煤焦化产业较长时间生产需要。

目前部分煤矿处于技改阶段，煤炭产量接近 100 万吨/年，焦炭年产能约 70 万吨。随着铸管资源投资建设 2 期 70 万吨焦化项目，总计焦炭产能将达到 140 万吨。

表 8：煤焦化公司主要经营数据

分类（万元）	2008	2009 年 1-10 月	2010E	2011E
营业收入	44263	34457	70000	110000
营业利润	20433	11029	28000	50000
净利润	17476	9197	24500	44000
营业利润率	46.2%	32.0%	40.0%	45.5%
净利率	39.5%	26.7%	35.0%	40.0%
总资产	112780	119756		
总负债	51809	61832		
资产负债率	45.9%	51.6%		
焦炭产量(万吨)	35	40	70	100
吨售价	1265	861	1000	1100
吨利润	584	276	400	500
吨净利润	499	230	350	440
增厚新兴铸管 EPS			0.051	0.092

资料来源：东方证券研究所

入股 AEI，战略布局上游

9月28日新兴铸管发布公告，拟与华鑫国际（香港）共同购买加拿大 AEI 公司新发行的股票 2123 万股，占发行后 AEI 公司股本的 19%，发行价格为每股 0.25 加元。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，新兴铸管启动增持 AEI 公司的股票至新兴—华鑫及新兴铸管总计持有 AEI 发行在外普通股之 40%或与 AEI 公司共同组建 Roche Bay 矿山项目公司的工作的权利。

AEI (Advanced Explorations Inc) 为加拿大注册公司，在多伦多证券交易所创业板 (TSX-V: AXI) 和法兰克福证券交易所 (Frankfurt: AE6) 上市，自 2007 年 1 月 1 日起，AEI 公司对 Roche Bay 项目进行了总计约为 4150 万加元的投资。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，根据高达集团国际咨询公司的储量报告，Roche Bay 项目 C 矿区指定资源量为 5 亿吨铁矿石，基于年产 100 万吨铁块，得出的结论是 C 矿区净现值达到 10 亿加元以上，矿山寿命 20 年。

在协议所约定的股票发行及认购完成之日起，新兴—华鑫拥有 Roche Bay 项目所有矿石产品的 19% 的优先购买权；在此之后，如果新兴铸管选择增资至 5000 万加元与 AEI 公司组建一个新的项目公司来实施 Roche Bay 矿山项目活动，那么新兴铸管有权按本条约定价格购买该项目公司生产的 50% 矿石。具体的优惠幅度为：如购买产品为还原铁，则在基准价格基础上下浮 5%；如购买产品为铁精粉，则在基准价格基础上下浮 8%；如购买产品为球团矿，则在基准价格基础上再下浮 6%。

框架协议生效后将实现公司业务向上游产业延伸，改善过去公司在原材料成本方面的劣势，有利于公司业务的扩张和形成新的经济增长；加拿大具有丰富的矿产资源，且是全球矿业资本市场的中心。公司与 AEI 公司成功运作本项目后，可以此为平台，稳定上游原材料供应，完善钢铁产业链，进而提升公司钢铁产业链的核心竞争力。

表 9：合资公司铁矿石产品价格优惠幅度

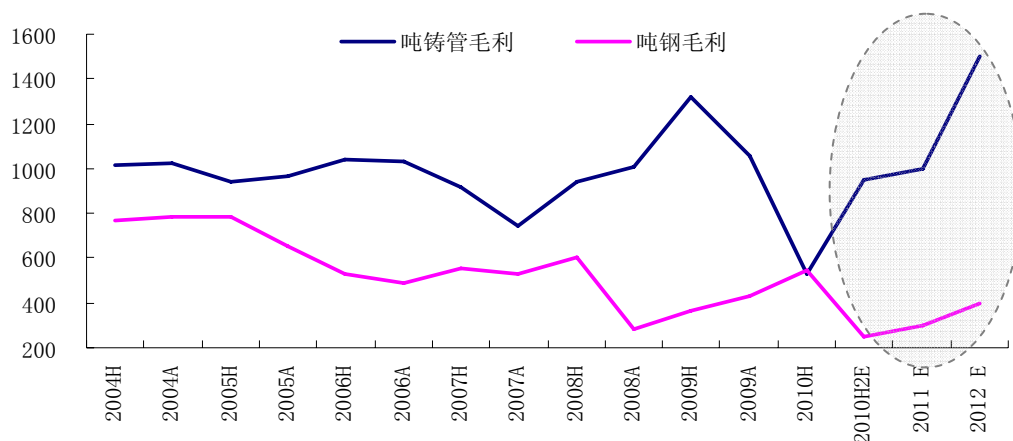
产品	价格优惠幅度
还原铁	5%
铁精粉	8%
球团矿	6%

资料来源：东方证券研究所

盈利预测与投资评级

因为铸管产品的特殊定价模式（提前 3 个月到半年定价、闭口合同）和上半年矿石成本大幅上升，上半年铸管产品吨售价下降 286 元，吨成本上升 243 元，吨毛利仅 527 元，低于历史平均的 1000 元/吨，利润贡献占比 25%也远低于历史平均的 50%。在下半年铸管提价后，仅铸管产品一项有望贡献 0.15 以上的每股收益。在节能减排风暴最严厉的武安地区，新兴铸管受影响相对较小，这使得公司长材吨毛利水平仍将明显好于行业平均。

图 9：新兴铸管分产品吨钢毛利



资料来源：东方证券研究所

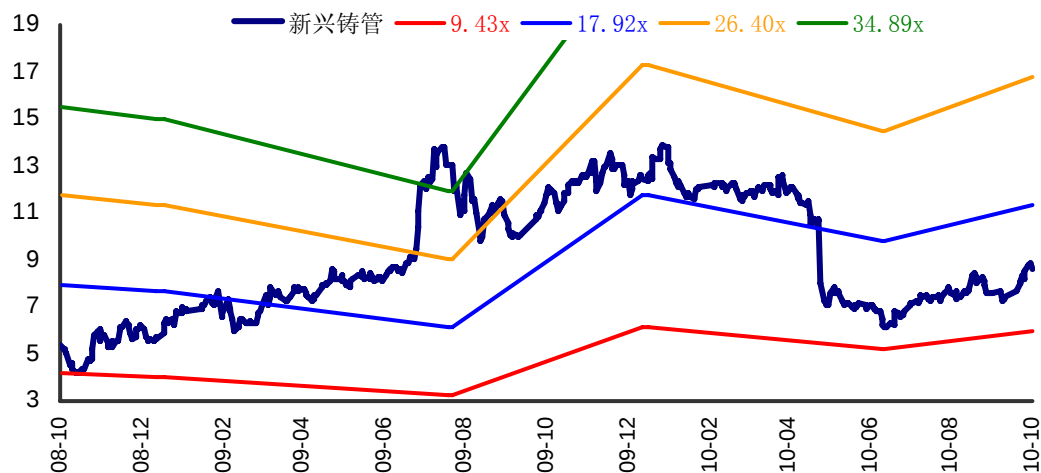
表 10：新兴铸管盈利预测主要假设

	2009H1	2009A	2010H1	2010H2 E	2011A E	2012A E
销量						
铸管产品	65	136	71	70	145	155
钢铁产品	135	290	202	250	500	500
吨毛利						
铸管产品	1316	1056	527	900	1000	1200
钢铁产品	363	435	543	250	300	350
主营业务利润						
铸管产品	8.5	14.4	3.8	6.3	14.5	18.6
钢铁产品	4.9	12.6	11.0	6.3	15.0	17.5
其它产品	1.1	1.3	0.5	1.3	2.5	2.5
合计	14.5	28.2	15.2	13.9	32.0	38.6
净利润	4.72	8.77	7.03	5.89	13.60	16.41
主业 EPS	0.40	0.69	0.33	0.3	0.71	0.86
金特和铸管资源			0.04	0.05	0.15	0.23
EPS 合计			0.37	0.35	0.86	1.09

资料来源：东方证券研究所

综合公司铸管优势地位、在新领域成长前景和上游资源扩展，基于 03 年以来平均 18 倍的 PE，我们上调目标股价至 13 元，维持买入的投资评级。超预期的三季报以及新疆投资快于预期可能成为股价表现的催化剂。

表 10：新兴铸管 PE-Bands



资料来源：东方证券研究所

风险因素

- 1、 钢价出现明显下跌，公司盈利可能低于我们的预测
- 2、 新疆、AEI 资源开发的不确定性

附表：财务报表预测与比率分析

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	12296	11839	13029	15645	营业总收入	25188	27251	31584	37111
现金	4094	2725	3158	3711	营业总成本	23922	26009	29965	35430
应收票据	3823	4136	4794	5632	营业成本	22352	24545	27736	32895
应收账款	1181	1545	1570	1896	销售费用	828	899	1042	1225
预付账款	724	1782	1846	2320	管理费用	451	386	458	539
存货	2370	2900	3109	3787	财务费用	94	109	649	678
非流动资产	5684	6239	21189	21862	其他经营收益	28	16	8	0
长期投资	165	165	165	165	投资净收益	28	16	8	0
固定资产	4655	5093	19898	20782	营业利润	1294	1259	1627	1681
在建工程	549	720	835	557	营业外收入减支出	56	95	-11	371
无形资产	223	241	279	328	利润总额	1350	1354	1616	2052
资产合计	17980	18078	34218	37508	减：所得税	299	203	242	308
					净利润	1051	1151	1374	1744
应付项目	5572	6465	7110	8548	少数股东损益	174	92	110	140
附息负债	2206	1610	16225	16953	归属母公司净利润	877	1059	1264	1605
短期借款	2156	-2674	11562	11808					
长期附息负债	50	4284	4663	5144					
其他负债	361	8	2	3	成长能力				
负债合计	8140	8083	23337	25504	营业收入同比	23%	8%	16%	18%
所有者权益	9681	9995	10880	12003	EBITA 同比	93%	3%	74%	4%
实收资本	1475	1475	1475	1475	归属母公司净利润同比	72%	21%	19%	27%
资本公积	4723	4723	4723	4723	利润水平				
留存收益	3056	3798	4682	5805	销售毛利率	11%	10%	12%	11%
少数股东权益	426	0	0	0	销售净利率	4%	4%	4%	5%
负债和权益合计	17820	18078	34218	37508	整体绩效				
					ROE	9%	11%	12%	13%
经营活动现金流	1791	728	3095	3145	ROIC	10%	10%	7%	7%
净利润	1051	1151	1374	1744	运营效率				
折旧摊销	558	662	1400	1463	应收账款周转率	23.8	20.0	20.3	21.4
营运资金变动	210	-1069	329	-62	存货周转率	10.5	10.3	10.5	10.8
投资活动现金流	-917	-1201	-16341	-2137	偿债能力				
资本支出	-895	-1289	-16357	-2118	流动比率	1.6	3.1	0.7	0.8
长期投资	6	16	8	0	速动比率	1.3	2.4	0.5	0.6
筹资活动现金流	858	-2258	13463	-731	EBITA / I		20.3	3.5	3.5
短期借款	-30	-4830	14236	246	资产负债率	45%	45%	68%	68%
长期借款	-26	4234	379	481	每股指标				
普通股增加	300	0	0	0	EPS	0.69	0.72	0.86	1.09
资本公积	3093	0	0	0	每股净资产	6.28	6.78	7.38	8.14
其他	-2479	-1662	-1152	-1459	P/E	12.5	12.0	10.1	7.9
现金净增加额	1731	-2731	217	276	p/B	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn