

动态报告/公司快评

黑色金属

金属制品

新兴铸管 (000778)

调研快评

推荐

(维持评级)

2010年11月8日

资源注入和消费升级赋予公司全新定位

分析师： 郑东 010-66025270 zhengdong@guosen.com.cn SAC 执业证书编号： S0980209070367
分析师： 秦波 010-66026317 qinbo@guosen.com.cn SAC 执业证书编号： S0980210060023

事项：

近日我们调研了新兴铸管，就公司的经营现况与发展规划与公司进行了沟通交流。经历全球金融危机的考验和国家刺激内需政策的支持，公司的经营实力又得到进一步的提升，抗风险能力更加巩固，资源注入和国家“十二五”规划扩大内需，加大城镇化建设又使公司焕发出新的生机，公司的产品结构已具备从传统钢铁向消费转型升级的特质。市场无疑将赋予公司全新的定位。此次调研最大的收获是公司为我们呈现出更加清晰的发展脉络：

1、参股注入铁矿、煤炭延伸公司产业链取得重大突破并使价值得到提升

近年来公司为提高抗风险能力，摆脱原料长期依赖外供的被动局面，积极在国内外寻求向上游拓展的机会并已取得重大突破。目前公司通过参股新疆金特股份及铸管资源，已获得铁矿、煤矿权益储量分别为 0.71、2.56 亿吨，由于不少项目还在勘探中，预计远景铁矿、煤矿储量有望分别超过 1 亿吨及 3.2 亿吨。而公司入股加拿大 AEI 再获得 0.65 亿吨的铁矿储量，如果未来继续增资金 AEI 股权至 40%，则公司在加拿大的权益铁矿有望达到 1.65 亿吨。公司目前 1.36 亿吨的铁矿石 (0.71+0.65) 及 2.56 亿吨的煤炭资源，将增强公司的资源属性，使公司价值得到明显提升。

2、做强做实国内龙头产品球墨铸管，顺应“十二五”加大城镇化力度的时代需要，向消费类公司转型

公司生产的球墨铸管产品市场占有率达到 50%，已具有绝对的全球龙头地位。该产品广泛应用于城乡给水、排水和煤气输送管线，在国家“十二五”规划中明确提出“促进区域协调发展，积极稳妥推进城镇化”、“以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群...推进大中小城市交通、通信、供电、供排水等基础设施一体化建设和网络化发展”的思路下，公司球墨铸管业务将在“十二五”期间我国城镇化进程的积极推进和传统给水排水管道的升级换代中持续受益。在国家调结构、促消费的大背景下，需求前景远好于传统的钢材业务。从这个意义上来讲，公司的球墨铸管业务具备典型的消费升级特质。

3、发挥科研优势，为高端领域生产的合金复合管已具有实质性进展

公司近年来不懈向高端领域挺进，不断提高产品的附加值。投资建设的 5 万吨的双金属复合管现已开始给大庆和胜利油田提供部分产品试用，3.6 万吨径向锻造项目今年年底预计也能投建完成并于明年试生产，8 万吨汽车锻件预计到 2013 年能够建成。

我们预计公司 2010 年每股收益在 0.7 元左右，同比增长 50%；2011 年 EPS 预计在 0.82 元左右，同比增长 17%，其中铸管业务贡献 0.44 元/股，螺纹钢业务贡献 0.38 元/股。资源注入延伸产业链将提升公司的价值水平，钢铁业务可按 15 倍市盈率考虑；球墨铸管业务属城市管网建设用产品，需求稳步上升，周期波动较小，具有典型的消费类公司的性质，按 18 倍市盈率估值；再考虑公司权益资源的价值量，现有铁矿石按 10.8 元/吨的资源价值量、煤炭按 18 元/吨的资源价值量。照此计算，公司合理市值应该在 320 亿元左右，对应股价 16.7 元，较目前股价仍有 70% 的提升空间。目前公司严重低估，我们维持“推荐”评级。

评论:

■ 参股注入铁矿、煤炭延伸公司产业链取得重大突破并使公司价值得到提升

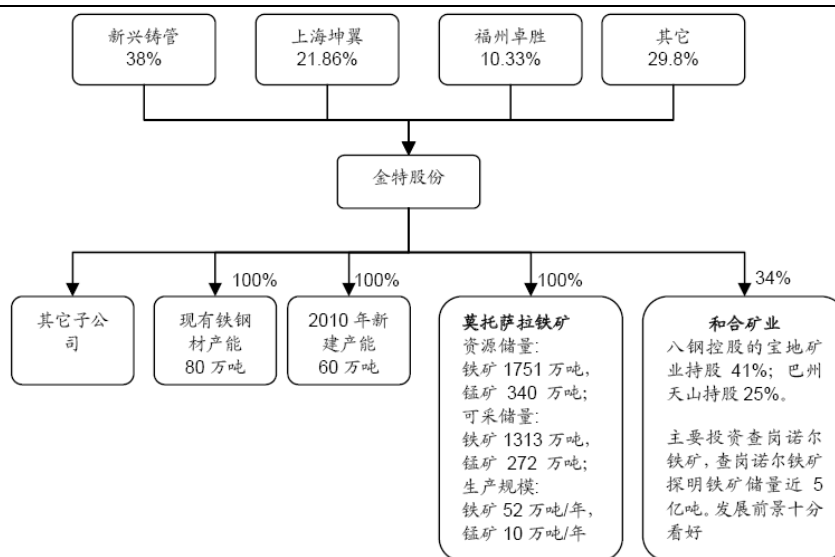
积极拓展上游是公司近年来战略转变的重要举措。今年公司先后收购了铸管集团持有的新疆金特钢铁股份有限公司 38% 股权，出资控股新兴铸管资源发展有限公司 40% 股权，获得铁矿、煤矿权益储量分别为 0.71、2.56 亿吨，由于不少项目还在勘探中，预计远景铁矿、煤矿储量有望分别超过 1 亿吨及 3.2 亿吨。而公司入股加拿大 AEI 再获得 0.65 亿吨的铁矿储量，如果未来继续增资金 AEI 股权至 40%，则公司在加拿大的权益铁矿有望达到 1.65 亿吨。此三次收购入股完成后，公司不但顺利进入新疆市场，并迈出了海外开矿的重要一步。

收购金特股份 38% 股权

金特股份现有铁、钢、材生产能力 80 万吨，主要产品为棒线材，2009 年铁、钢、材产量分别为 68、71、70 万吨。2010 年金特股份技改将新上 1080 立方米高炉 1 座，40 吨顶吹转炉 1 座，60 万吨高线 1 条，最终形成 150 万吨钢材的综合生产能力。

除此之外，金特股份直属的莫托萨拉铁矿可采储量铁矿石量为 1313.74 万吨，锰矿石 272.36 万吨；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，探明铁矿储量近 5 亿吨，目前已经拥有 400 万吨原矿 180 万吨的铁精粉生产能力，未来计划扩大到 300 万吨，发展前景十分看好。（图 1、表 1）

图 1：金特股份股权关系及其子公司情况



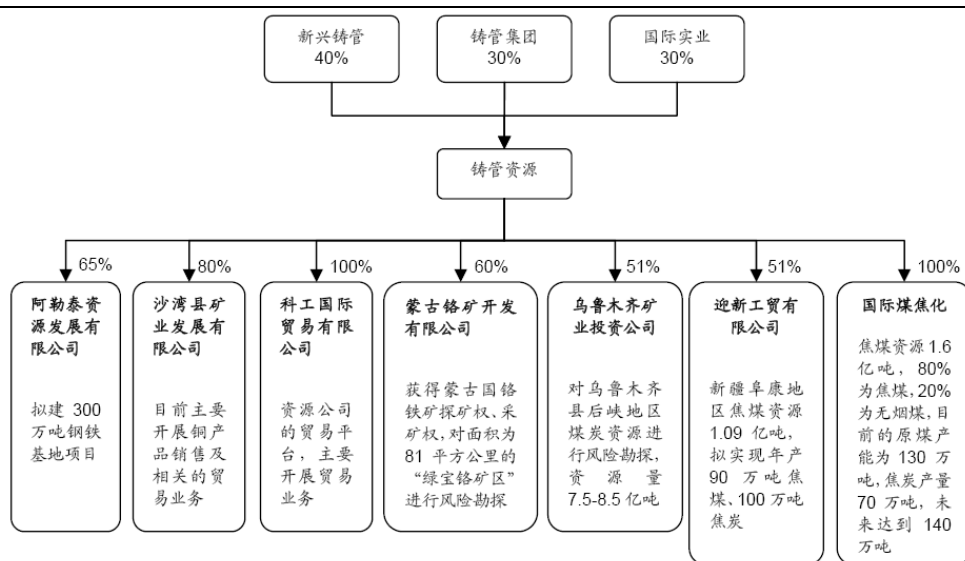
资料来源：公司调研数据，国信证券经济研究所

入股铸管资源，股权比例 40%

铸管资源主要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。目前铸管资源旗下主要有 7 个控股公司：1）持股 65% 的阿勒泰资源发展有限公司拟在阿勒泰地区富蕴县建设一个 300 万吨钢铁基地，目前项目的核准、环保、建设用地等手续已办妥，各项开工前的前期准备工作正在有序展开；2）持股 80% 的沙湾矿业发展有限公司主要开展沙湾县铜产品销售及相关的贸易业务；3）全资科工国际贸易有限公司是铸管资源的贸易平台；4）持股 60% 的蒙古铬矿开发有限公司获得蒙古国铬铁矿探矿权、采矿权，对面积为 80.9 平方公里的“绿宝铬矿区”进行风险勘探，

如果资源储量可以支撑，拟建设年产 15 万吨精铬粉的采选企业；5）持股 51%的乌鲁木齐矿业投资公司在位于新疆乌鲁木齐市南郊后峡西北进行风险勘查，资源储量 7.5-8.5 亿吨，计划在 2011 年进行 90 万吨/年的矿井建设，十二五末形成 300 万吨/年的综合生产能力；6）同样持股 51%的迎新工贸有限公司在新疆阜康地区拥有焦煤资源量总共 10930 万吨，另有潜在矿产资源预计储量 5057 万吨，拟建设 90 万吨焦煤、100 万吨焦炭的综合生产能力；7）全资的国际煤焦化煤炭资源储量 1.6 亿吨，其中 80%为稀缺的焦煤，目前拥有原煤产能 130 万吨，焦炭产能也将扩大到 140 万吨。（图 2、表 1）

图 2：铸管资源股权关系及下属企业概况



资料来源：公司调研数据，国信证券经济研究所

入股 AEI，股权比例 13.3%

新兴铸管 9 月 28 日发布公告，拟与华鑫国际（香港）共同购买 AEI 公司（加拿大）新发行的股票约 2100 万股，占发行后 AEI 股本的 19%，发行价格为每股 0.25 加元，累计 5,308,349 加元，合人民币约 3448 万元。新兴铸管持有其中 70%即约 13.3%的股份。新兴铸管同时拥有进一步增持 AEI 股权至 40%（包括华鑫国际所持股权）或与 AEI 公司共同组建 Roche Bay 矿山项目公司的权利。若选择组建 Roche Bay 矿山项目公司，则新兴铸管占项目公司股权比例可达 50%，最终拥有购买项目公司 50%铁矿的优先购买权利：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%。

Roche Bay 项目在加拿大东北纽纳瓦特（Nunavut）的梅尔维尔半岛（Melville Peninsula），离港口只有 5.3 公里左右的距离，目前 Roche Bay 项目正处在前期开发阶段。根据勘测，梅尔维尔半岛具有发现 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。另外根据 AEI 公司就 C 矿区 3.57 亿吨平均品位为 28%的区域进行的经济评价研究及已经完成的三份符合 NI43-101 规范的独立技术报告，在基于年产 100 万吨铁块的情况下，C 矿区净现值达到 10 亿加元以上，矿山寿命 20 年。

根据我们和公司交流的情况，公司未来拟在 Roche Bay 矿区建成年产 300 万吨精粉的生产能力，主要市场以欧美为主。由于梅尔维尔半岛周围海域在冬季将冰冻，如果没有破冰船每年将有 3 个月左右的时间不能运输矿石，但铁矿石开采受影响不大。

图 3: Roche Bay 项目矿区所在地示意图



资料来源：国信证券经济研究所

表 1: 新兴铸管子公司股权、产品及资源情况全览（单位：万吨）

								铁矿石		锰矿石		铬矿石		煤		焦炭	
股权比例	下属公司		铸管	钢材	格板	管件		资源量	产量	资源量	产量	资源量	产量	资源量	产量	产能	产量
铸管及钢铁主营																	
100%	武安本部		30	250	8												
100%	芜湖新兴		50	150													
100%	河北新兴		40														
100%	桃江新兴					2											
55%	川建管道		15			0.8											
75%	国际发展																
	60%黄石新兴		40														
包含资源的子公司情况																	
38%	金特股份	100%	直属莫托萨拉铁矿	0/10	120			1313	52	272	10.2						
			35%和合矿业					50000	200								
40%	铸管资源																
		65%	阿勒泰资源发展	0/300													
		60%	铸管蒙古铬矿									风险探矿	15				
		51%	铸管乌市矿业投资											85000	90/300		
		51%	新疆迎新工贸											10930	90		100
		80%	沙湾矿业														
		100%	国际煤焦化											16000	130	70/140	50
13%	AEI	100%	Roche Bay C					50000	0/300								
不包括 AEI				150	446	8	2.4	7149	46	103				25569	36	28	10.2
权益总计 包括 AEI				150	446	8	2.4	13649	46	103				25569	36	28	10.2
若对 AEI 增资至 40%				150	446	8	2.4	23649	46	103				25569	36	28	10.2

资料来源：国信证券经济研究所，注：表中黄色背景部分斜线前数据为现有产能，斜线后数据为规划产能

■ 做强做实国内龙头产品球墨铸管，顺应“十二五”加大城镇化力度的时代需要，向消费类公司转型。

公司在收购集团持有的芜湖新兴、新疆金特股份股权后，目前已经形成 150 万吨铸管、450 万吨钢材（权益）的综合生产能力。我国对球墨铸铁管的整体需求在 250 万吨以上，国内铸管行业处于以新兴铸管为主的相对垄断局面。根据中国铸造协会，国内具有一定生产能力的铸管生产企业约有 21 家，年生产能力合计约 365 万吨，实际产量在 250 万吨左右，新兴铸管的市场占有率在 50% 以上。从公司近期的经营情况来看，今年上半年由于铸管定价周期较长，但原料价格上涨较快，公司铸管吨毛利才 529 元，远低于正常情况下 1000 元/吨左右的毛利水平。根据我们最近调研了解的情况，二季度以后公司逐渐提高了铸管的销售价格，截至 9 月底累计提价幅度在 400-500 元/吨之间，保障了下半年球墨铸管盈利能力的上升。

需要特别强调的是，新兴铸管的离心球墨铸铁管直接受益于国家“十二五”规划，具备广义的消费升级的概念。

“十二五”规划明确提出要积极稳妥推进城镇化：“要完善城市化布局和形态...以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展...缓解特大城市中心城区压力，强化中小城市产业功能...推进大中小城市交通、通信、供电、供排水等基础设施一体化建设和网络化发展。”在此背景下，公司球墨铸管业务将在“十二五”期间我国城镇化进程的积极推进和传统给排水管道的升级换代中持续受益。在国家调结构、促消费的大背景中，铸管的需求前景远好于传统的钢材业务。从这个意义上来讲，**公司的球墨铸管业务具备典型的消费升级特质。**

■ 钢铁业务具备内生成长潜力，螺纹钢产品是公司业绩稳定的基础，新产品开发附加值增加

就钢铁行业来看，目前行业采取的拉闸限电，淘汰落后产能政策重点是针对地方中小钢铁企业，而这些企业恰恰又主要是以线材螺纹钢等建筑类钢材为主，这势必在产品产能形成较强抑制。而螺纹钢虽属钢铁行业的传统产品，但我国城镇化的深入发展将继续保持该产品旺盛的生命力。特别是近几年行业不切实际的强调提高“板管比”，使板材类产品产能相对过剩，而螺纹钢生产能力却相对被削弱，从而经常导致螺纹钢阶段性出现供不应求。最近，全球输入性通胀有将使螺纹钢的期货价格预计上涨，从而将拉动现货价格走高，“十二五”规划扩大内需政策仍将主要直接拉动螺纹钢的需求，这使得公司的螺纹钢产品还会继续维持较高的发展势头，公司可以充分发挥其成本优势保证其盈利能力稳中有升。

就公司的钢铁业务来看，新兴铸管是目前国内少有的具备内生性增长潜力的钢铁企业：

1) 新疆战略值得期待

虽目前钢铁行业本身尚处产能过剩、经营困难阶段，但铸管资源旗下子公司阿勒泰资源发展公司 300 万吨钢材项目及金特股份 60 万吨的扩产项目主要销往新疆及中亚，未来将受益于新疆地区的跨越式发展，具备较强的需求保障基础，属于国内少有的具备内生性生长的钢铁企业。

2) 新产品开发增加公司产品附加值

公司近年来不懈向高端领域挺进，不断提高产品的附加值。公司自有资金投资建设的 5 万吨的双金属复合管现已具有实质性进展，已经开始给大庆和胜利油田提供部分产品试用；去年增发募集资金投资建设的 3.6 万吨径向锻造项目今年年底预计也能投建完成并于明年试生产，8 万吨汽车锻件预计到 2013 年能够建成。

根据公司之前的测算，径向锻造项目达产后，正常年可新增营业收入 5.5 亿元，净利润约 1 亿元；汽车锻件项目达产后，正常年可新增营业收入 8.5 亿元，净利润 0.88 亿元。

■ 价值低估，维持“推荐”评级

铸管及钢铁冶炼业务：

我们预计公司 2010 年业绩在 0.7 元左右，同比增长 50%。

2011 年，在假设铸管均价 4700 元/吨毛利率恢复到 19.5%、螺纹钢不含税均价 3900 元/吨毛利率 9.8%的情况下，公司 EPS 预计在 0.82 元左右，同比增长 17%。其中螺纹钢业务贡献 0.38 元/股，铸管业务贡献 0.44 元/股。资源注入使产业链的延伸将提升公司的价值水平，钢铁业务可按 15 倍市盈率考虑，对应股价 5.7 元；球墨铸管业务属城市管网建设用产品，需求稳步上升，周期波动较小，具有典型的消费类公司的性质，保守按 18 倍市盈率估值，对应股价 7.9 元。因此，累计来看，公司冶炼业务对应的合理股价在 13.6 元。

铁矿及煤炭资源价值：

现上市公司中，创兴置业市值 38 亿元，扣除其 20 亿元的房地产市值，则创新置业铁矿石业务市值 18 亿元，对应 1 亿吨的资源储量，相当于吨原矿市值在 18 元左右；煤炭板块在近期大幅上涨后，吨煤炭储量对应市值在 30 元左右。

考虑到目前新兴铸管的铁矿煤炭并未完全开采，且地处新疆及加拿大，按照上市公司及板块的六折即铁矿石资源价值在 10.8 元/吨、煤炭 18 元/吨的资源价值计算，则公司在新疆及加拿大已经拥有的 1.36（新疆 0.71+加拿大 AEI0.65）亿吨铁矿石、2.56 亿吨煤炭对应的市值应该在 60 亿元左右，对应股价为 3.1 元。

两者累计来看，公司 2011 年合理的股价在 16.7 元左右，较目前有 70%左右的提升空间，我们维持公司“推荐”评级。

附件：离心球墨铸铁管产品概述

发达国家早在 70 年代就已完成了由灰铁管向球铁管、拉管向离心铸管的两个转变。据统计，德国的年需求量为 30 万吨，日本约为 70—80 万吨，美国为 150 万吨左右，平均每人每年需求量为 4kG。中国仍是发展中国家，城镇化步伐在进一步加快，城市数量、城市规模不断扩大，因此需要新建大量的供水输气管网。同时，我国现有的大中城市过去所敷设的输水输气管网大多已不适应今天城市发展的要求，迫切需要进行更新改造。随着经济的发展，农村的生活水平不断提高，中国广大的乡村也需要建设大量的供水管道，以改善农民的饮用水质量。必须指出的是，中国还是个缺水国，人均水资源位居世界严重缺水国的第 13 位，许多城市的发展制约于水资源的缺乏，迫使它们去开发新的饮用水源，这些也都需要大量的离心球墨铸铁管。随着国民经济的发展，消费档次的提高，以及政府加大基础设施建设质量管理的力度，在国家继续扩大基础设施投资，进行城市供排水系统的建设和更新，煤气管道化的进一步普及，以及西部开发各项工程的即将实施，将为球墨铸铁管产品带来巨大市场需求，一方面，经过 30 年左右的变迁，普通灰铁管已到更换期，另一方面，新的基础设施大部分要用球墨铸管，因此该产品潜在市场巨大，有部门统计，单单正在实施的“南水北调工程”一项，就需 2000km，约 140 万吨左右的离心球墨铸铁管。“十五”计划中，我国已投入 1200 亿元用于“西气东输”工程，其中 400 亿元用于主管道建设，600 亿用于城市用户及管网建设，球墨铸管产品也可部分用于燃汽管网的建设。此次我国成功举办奥运会，对我国的经济的发展又起到积极的促进作用，加快基础设施建设，特别是北京的市政建设，将有力拉动对钢材及铸管的消费。目前，国内离心球墨铸铁管消费还仅占全部铸铁管消费量的约 70% 左右。2007 年球墨铸管的需求量已达到 240 万吨左右，其中：新兴铸管占 50% 的市场份额。如果加上传统的灰铁管大约消费量在 300 万吨。目前，球墨铸管的消费增速大约在 10% 左右。

随着新技术、新材料的出现和发展，出现了如 PVC、PE、玻璃钢等新型管材，尽管这些管材在某些规格上、某些应用范围内有一定竞争优势，但球墨铸铁管以其独特的产品价格性能比优势为其他新材料所难以完全取代，在供水输气工程领域仍将占有重要的地位。与 PVC 等新型管材相比，球墨铸铁管所需材料资源丰富，可再生利用，对环境无污染；综合造价低，耐腐蚀、强度高、韧性好、抗冲击和抗震性能强，施工方便，安全可靠，使用寿命长，最少也可使用 50 年。如果经过镀锌处理，其使用寿命可达 100 年以上。

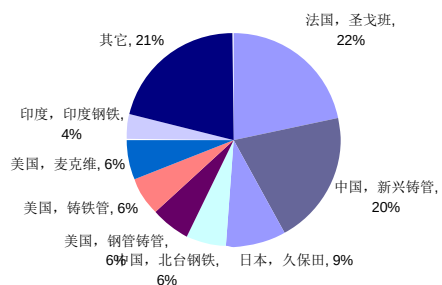
灰口铸铁管：现在城市建设仍有部分使用灰口铸铁管，其产品强度低，质量差，寿命短，很不经济，属淘汰型产品。

PVC 等塑料管：是管网中使用的新型材料。目前主要是用于城市低压水或液体的输送，特别是排水系统，管径以在 100---500MM 中小口径为多。300mm 以下口径比球铁管略有成本优势，以及施工相对方便。但由于其材料的强度低、脆性大，承压能力小，在较大口径管线上无竞争优势，仍受到一定限制。

附表：各类管材使用性能比较

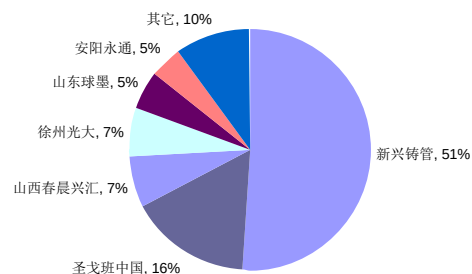
替代品	用途	承压能力（强度）	连接方式	寿命（年）	安全性能
灰铁管	下水、煤气	4KG/CM2	钢性接口	30-50	
塑料PVC	下水	12KG/CM2	柔性接口	50	不耐冲击
玻璃钢	下水	15KG/CM2	柔性接口	50	不耐冲击
球墨铸管	上水、煤气	25KG/CM2	柔性接口	100	耐冲击
水泥管	上、下水	3-4KG/CM2	刚性接口	30	不耐冲击

附图 1：全球铸管产能分布情况



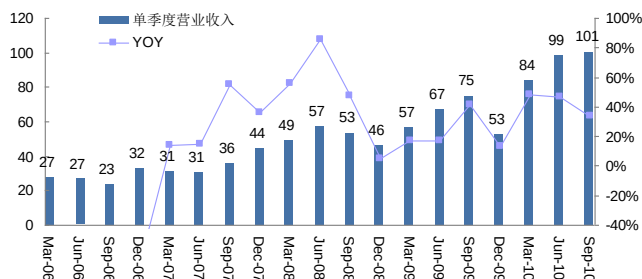
资料来源：中国铸造协会，国信证券经济研究所

附图 2：我国铸管市场占有率情况



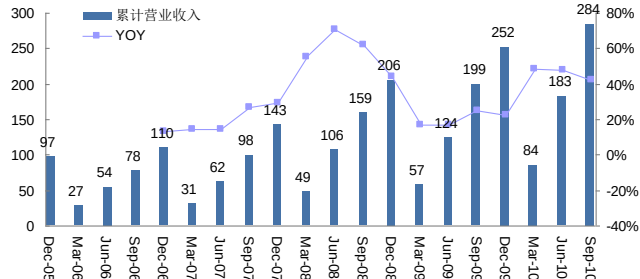
资料来源：中国铸造协会，国信证券经济研究所

附图 3: 新兴铸管单季度营业收入走势



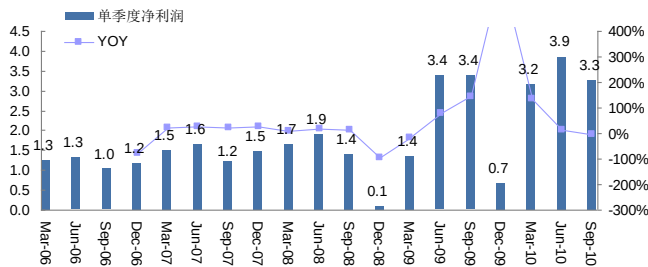
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

附图 4: 新兴铸管累计营业收入走势



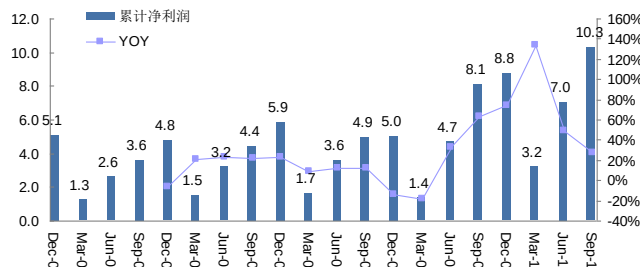
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

附图 5: 新兴铸管单季度净利润走势



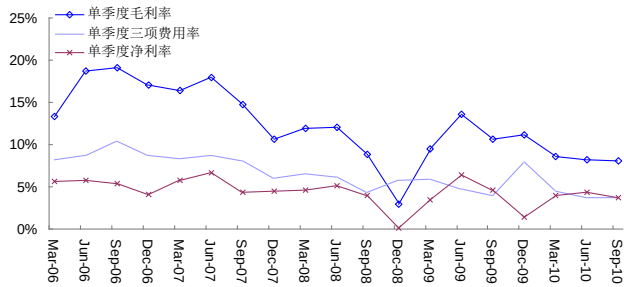
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

附图 6: 新兴铸管累计净利润走势 (单位: 亿元)



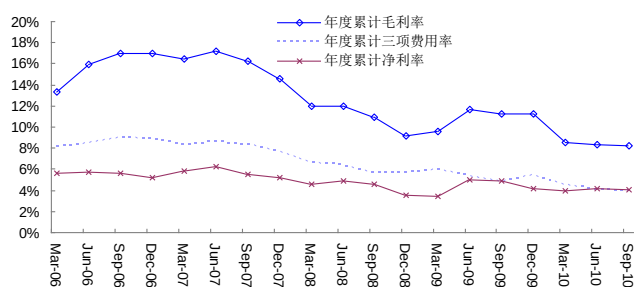
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

附图 7: 新兴铸管单季度毛利率、净利率、费用率走势



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

附图 8: 新兴铸管年度累计毛利率、净利率、费用率走势



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。