



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次关注
研究报告

2010 年 11 月 24 日

钢铁

研究部

罗炜

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010014

luowei@cicc.com.cn

丁玥

联系人

dingyue@cicc.com.cn

推荐

新兴铸管(000778.CH)

攻守兼备的成长性资源概念股

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	20,551	25,188	35,621	40,327	44,143	54,368
(+/-)	44%	23%	41%	13%	9%	23%
主营业务利润	1,882	2,836	3,841	4,759	5,365	7,240
(+/-)	-9%	51%	35%	24%	13%	35%
净利润	504	877	1,326	1,657	1,841	2,488
(+/-)	-14%	74%	51%	25%	11%	35%
每股收益	0.43	0.59	0.69	0.86	0.96	1.30
(+/-)	-14%	39%	16%	25%	11%	35%
每股净资产	2.6	4.9	5.4	6.1	6.8	7.8
市盈率	34.5	19.8	13.1	10.5	9.4	7.0
市净率	3.4	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2
净资产回报率	10.0%	9.3%	12.7%	14.2%	14.1%	16.7%
投入资本回报率	7.9%	9.7%	11.4%	13.2%	13.4%	16.3%
股息收益率	1.1%	1.7%	1.9%	2.4%	2.6%	3.6%
每股经营现金流	2.0	0.7	0.5	0.7	1.0	1.2
股价/经营性现金流	4.6	13.2	16.6	12.1	8.8	7.4

股票信息

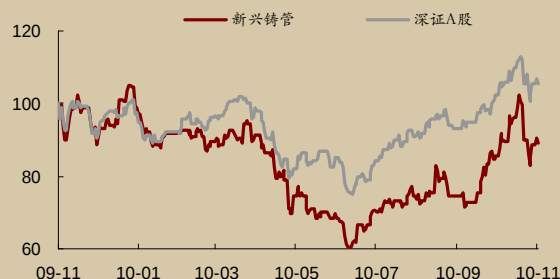
A股

股票代码	000778.CH
当前股价(元)	Rmb9.07
日成交量(百万股)	27.24
52周最高价/最低价	Rmb10.754/5.98
总市值(百万元)	17,386
发行股数(百万股)	1,917
其中:流通股(百万股)	1,352
主要股东(持股比例)	新兴铸管集团有限公司 (49.33%)

最近估值走势

	过去一周	过去一月	过去三月	年初至今
[000778.SZ]	-0.98	+4.25	+18.72	-4.25
[深证A股]	-1.08	+4.10	+15.58	+9.03

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资亮点:

公司传统业务稳定。对于新疆的投资在不断深化, 分享新疆钢铁市场的高增长和新疆资源的盛宴。公司向产业链上下游延伸的战略十分清晰, 在资源和精加工领域大量投入。

球墨铸管平稳增长、盈利稳定。公司是球墨铸管领域的龙头企业, 市场占有率 50%。公司球墨铸管产能 180 万吨, 权益产能 155 万吨, 铸管产品盈利稳定, 为公司业绩提供了一个较高的阿尔法, 体现出防守型特征。

建筑钢材布局新疆, 分享高增长。公司建筑钢材产能 530 万吨, 权益产能 452 万吨, 其中 16% 位于新疆。公司控股 48% 的金特钢铁已经形成 150 万吨生产能力, 公司盈利将在新疆如火如荼的基建热潮中快速成长。

精品战略逐步投产。公司的径向锻造、汽车及机械零部件精密锻造、复合双金属管项目将在未来三年逐一投产, 产品向下游延伸进入国内空白市场。

资源战略期待丰收。公司大举投资新疆及海外资源, 已初见成效。今年煤炭和铁矿的权益产量分别为 52 万吨和 7.6 万吨; 若 2013 年全部投产, 增至 156 万吨和 40 万吨。

财务预测与估值:

预计 2010—2013 年公司每股盈利分别为 0.69、0.86、0.96 和 1.30 元/股, 增速分别为 25%、11% 和 35%。

当前股价对应 2010 和 2011 年 PE 仅 13x 和 10.5x, PB1.7x 和 1.5x, 估值处于钢铁板块低端, 资源和精品战略的成长性尚未反映到股价中。考虑对各业务给予不同的目标估值: 钢铁 12xPE、铸管 15xPE、煤炭和铁矿资源 18xPE, 精加工产品 18xPE, 2011—2012 盈利预测对应的目标价为 12—13.6 元/股。另外, 参股公司新能装备有望明年上市, 将提升每股价值 0.25 元/股。我们看好公司的长期成长性和资源属性, 近期受宏观紧缩影响股价可能受到打压, 建议逢低吸纳。首次关注, 给予“推荐”的评级。

风险:

紧缩政策超预期导致钢铁行业普遍亏损, 资源开发进程晚于预期。

目录

投资亮点	3
球墨铸管平稳增长、盈利稳定.....	3
建筑钢材分区域布局，分享新疆高增长盛宴.....	3
下游延伸，高端深加工.....	5
战略性资源投资，期待收获.....	5
盈利预测与估值	8
攻守兼备，资源高速增长.....	8
风险	10

图表目录

图表 1：各类管道性能对比表.....	3
图表 2：公司铸管产量及预测.....	3
图表 3：公司钢铁产能分布图.....	4
图表 4：新疆及周边钢铁产能统计.....	4
图表 5：钢铁增量主要来自于新疆区域.....	5
图表 6：高端深加工产品投产时间表及理论盈利预测.....	5
图表 7：新兴铸管资源战略布局.....	6
图表 8：资源投资预计 2013 年后进入收获期.....	7
图表 9：新兴铸管在新疆的资源地图.....	7
图表 10：盈利预测主要假设.....	8
图表 11：分部估值汇总表.....	9
图表 12：历史和预测的财务指标.....	11
图表 13：可比公司估值.....	12
图表 14：历史 P/E 和 P/B.....	13

投资亮点

球墨铸管平稳增长、盈利稳定

球墨铸管市场平稳增长、公司龙头地位稳固。公司在球墨铸管领域国内第一、世界第二。国内市场占有率超过 50%，占全球产能的 19%。球墨铸管主要用于城市供水，发达国家在完成工业化和城市化后球墨铸管占城市供水管道的占比超过 95%；但我国目前球墨铸管占比仅有 45%，还有很大的提升空间。一方面我国的城市化进程还未结束，城市化率仅 46.6% 较发达国家 80% 的水平有较大差距；另一方面在过去我国快速城市化的过程中城市供水管的档次并没有跟上，为了节省成本很多城市管网采用水泥管、灰口铁管、钢管、塑料管以替代球墨铸管。这些管道有先天的缺陷（详见不同管道性能对比表）终将被历史潮流所淘汰，在城市管网改造中球墨铸管将替代部分旧管道。但不可否认，一些新材料管道（如 PE 管）也加入到市政供水管的竞争中，会分享部分市场。综合来看，球墨铸管市场将在未来五年维持年均 5% 的增长。

图表 1：各类管道性能对比表

管材品种	主要性能与用途
球墨铸管	延展性好，耐压耐腐蚀，成熟较早，市场份额较大。主要用于城市供水、供气。
PE 管	施工方便，接口采用热熔焊，寿命较长，内壁光滑，阻力损失小。韧度有余但刚度不够，口径较大时需要包裹钢网或钢板。若有机溶剂渗入，会发生溶胀。开始广泛应用于城市排水、供水和供气。
PVC 管	脆、有毒添加剂，一般不用于供水，多用于排水和污水处理。
灰口铸铁管	脆、韧性差、易爆管，已基本淘汰。
镀锌钢管	曾经的高端管，镀锌层防腐蚀，造价高，已基本淘汰。
混凝土管	大口径，二次污染、漏损率高，多用于远距离输水。

资料来源：供水管道协会，中金公司研究部

铸管业务是公司盈利的稳定器。铸管合同多为提前 3—5 个月的闭口合同（定量定价）。合同签订后公司提前备料以期锁定成本，但由于市政工程回款周期较长、可占用资金有限，难以保证完全备齐铸管合同对应的原料库存。另外原料库存入炉后在会计结算上难以区分铸管和钢材的成本差异，因此提前 3—5 个月为铸管合同储备的库存相当于 1.5 个月的总体原料库存。因此铸管盈利相对稳定（毛利约 800 元/吨），但由于原料库存有部分头寸敞开，因此在矿价和钢价上涨的过程中毛利缩水；而在矿价和钢价下降的过程中受益。铸管业务的利润对公司综合业绩起到了平滑的作用。

公司铸管及套件产量增长高于行业平均，市场占有率进一步提升。今明两年分别在湖北黄石和新疆金特各增加一条 20 万吨的铸管生产线。全部建成后将形成近 200 万吨的球墨铸管产能。未来两年公司铸管产量年均增长约 9%，自今年完成资产注入以后，可比的权益产量增速约 8%，均高于 5% 的市场增速，公司市场占有率有望进一步提升。

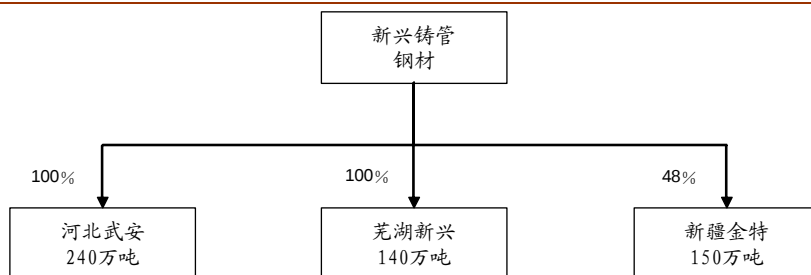
图表 2：公司铸管产量及预测

万吨	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
铸管及套件产量	104.90	125.99	136.10	149.00	163.00	178.00
YoY	25%	20%	8%	9%	9%	9%
权益产量				130.50	141.25	151.55
YoY					8%	7%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

建筑钢材分区域布局，分享新疆高增长盛宴

公司钢铁产能 530 万吨，权益产能 452 万吨，产品结构单纯，均为螺纹钢、线材等建筑钢材品种，受基建和地产拉动明显。权益产能中，53% 位于河北武安；31% 位于安徽芜湖；16% 位于新疆。出厂价与现货市场及时联动。河北和安徽地区的矿石采购，50% 进口，50% 周边采购。金特目前的原料主要通过周边采购，在和静县周边乃至整个新疆范围内，公司参股、控股的铁矿和煤炭资源将逐步投产，以保证金特钢铁产能增长的原料需求，并提高原料自给率。

图表 3：公司钢铁产能分布图


资料来源：公司信息，中金公司研究部

布局新疆，分享疆内高增长、高盈利。明年起新疆地区将掀起轰轰烈烈的基建热潮。根据新疆经济工作会议和新疆十二五规划，未来五年新疆 FAI 达 3 万亿，年均增速 25%；GDP 年均增速 14.5%。预计 2011—2012 年新疆地区投资增长超过 30%，对应钢铁需求增速 15%，远高于全国平均水平。建筑钢材市场有明显的销售半径限制，运输距离是保障新疆市场价格的天然屏障，尤其是疆内的建筑钢材价格明显高于全国平均。

对新疆地区钢铁供需情况的进一步分析显示，新疆未来五年钢铁需求增速超过 15%，2011 年钢铁需求增长将在 20% 以上，远远高于全国 7% 的增速。预计 2011 年新疆钢铁需求量超过 1000 万吨。由于疆内建筑钢材供不应求，需要从外部运输进入疆内，我们对周边的钢铁产能做了统计，建筑钢材供给源将从嘉峪关延伸至陕西，供给半径将由 1100 公里扩大至 2500—2800 公里，对应运费由 150 元/吨上升至 350 元/吨。运输成本自然将抬升疆内钢材价格，使疆内建筑钢材毛利上升。

图表 4：新疆及周边钢铁产能统计

	粗钢产能 (万吨)	厂址	距乌鲁木齐铁路里 程(公里)	备注
八一钢铁	600	乌鲁木齐	-	其中建筑钢材300
新疆金特钢铁	90	新疆和静县	512	2011产能扩至150万吨，未来规划产能200万吨
吐鲁番源泰铸造	10	新疆吐鲁番	200	
鄯善县鑫隆铸造	10	新疆鄯善	300	
伊犁钢铁	22.5	新疆新源县	520	首钢规划一期做到200万吨，二期做到500万吨
天基钢铁	50	新疆奎屯	250	
博州钢铁	已破产	新疆博乐市	520	
宝钢八一南疆钢铁基地	300	南疆阿克苏		今年8月开工建设，预计2012年150万吨，2015年500万吨
铸管资源	300	北疆阿勒泰		尚未动工
山钢集团	600	待定		尚未动工
酒钢(嘉峪关)	600	甘肃嘉峪关	1122	其中建筑钢材120
酒钢(兰州榆中)	120	兰州榆中	1892	
卡钢	630	哈萨克斯坦卡拉干达	1900	以冷热轧薄板和镀锌板为主
西宁特钢	120	青海西宁	2108	特钢为主
宝鸡石油		陕西宝鸡	2395	以钢管为主
通达钢铁(陕西武功)		陕西咸阳武功县	2545	以钢管为主
陕西龙门钢铁	400	陕西韩城	2624	合并入陕西钢铁
汉中钢铁	200	陕西汉中勉县	2783	合并入陕西钢铁
陕西略钢	100	陕西汉中略阳	2610	合并入陕西钢铁
酒钢(山西翼城)	120	山西翼城	2885	

资料来源：公司信息，中金公司研究部

增持金特至 48%，深化新疆区域战略。公司于 11 月 18 日公告受让福州卓胜持有的金特钢铁 10% 股权，公司对金特的持股比例由 38% 上升至 48%。金特钢铁地处新疆维吾尔自治区和静县铁尔曼区，位于八一钢铁以南 300 公里。有长达 7.5 公里的铁路专用线与南疆铁路胡斯台站接轨，218 国道沿厂区通过，是南疆建筑用钢的主要供给者。自新兴铸管参与金特的经营管理以来，盈利能力大幅提高，预计今年金特利润总额约 2.5 亿元，吨钢净利 200—300 元/吨；预计未来两到三年新疆地区钢铁盈利能力将持续在高位，其中明年新疆地区吨钢净利将超过 400 元/吨，随着新增产能的陆续投产，三年后盈利逐渐恢复至正常水平。目前金特一期技改已顺利完成，1080 高炉、40t 转炉和 60wt 棒线材全部完工，形成了 150 万吨生产能力。但由于部分焦化、烧结配套还未完成，产量完全释放还需等待。预计今年产量 90 万吨，明年产量 120 万吨。另外公司计划在北疆阿勒泰地区建设 300 万吨钢铁基地，但尚未动工。

图表 5: 钢铁增量主要来自于新疆区域

	万吨	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
钢坯产量		253.39	255.43	329.82	452.00	500.00	530.00
	YoY	29%	1%	29%	37%	11%	6%
权益产量					396.20	437.60	452.00
	YoY					10%	3%
其中新疆产量					90.00	120.00	150.00
	YoY					33%	25%
新疆权益产量					34.20	57.60	72.00
	YoY					68%	25%

资料来源: 公司信息, 中金公司研究部

下游延伸, 高端深加工

公司利用在离心铸造方面的技术优势, 积极开发高端产品。在芜湖基地研究开发投资径向锻造产品项目和汽车及工程机械零部件精密锻造项目。在河北本部开发离心浇筑双金属复合管项目。目前各项目进展顺利, 将在未来几年陆续投产。但这类高端产品的市场开拓需要时间, 预计投产初期产能利用率较低, 将经历较长的爬坡过程。

大口径厚壁无缝钢管, 主要用于电力行业。目前国内年市场需求超过 25 万吨以上, 90% 以上需要进口。公司运用离心浇筑工艺生产大口径无缝钢管, 属国内外首创。相比传统的无缝钢管生产工艺, 具有用料省、设备投入少等特点, 成本优势显著。公司径向锻造的设备将于今年年底完成调试, 形成 **3.6 万吨产能, 2011 年投产**。预计此类高端无缝钢管单价超过 15000 元/吨, 吨净利近 3000 元, 若全部投产将贡献 EPS0.06 元/股。

汽车及机械零部件精密锻造项目产能 8 万吨, 预计 2012 年投产。安徽是承接产业转移的重要省份, 目前已经形成了一定规模的汽车产业聚集, 例如奇瑞汽车、上海大众、上海通用、江铃汽车、江淮汽车等。同时产业转移也将拉动基建施工和工程机械的需求。芜湖新兴的精密锻件产品主要用于汽车及工程机械用零部件, 例如曲轴、前轴、齿轮、连杆等。参照可比公司 (中原特钢) 类似产品, 预计单价超过 10000 元/吨, 吨净利近 1000 元, 若全部投产将贡献 EPS0.04 元/股。

离心浇筑复合双 (多) 金属管。复合双 (多) 金属管是一般普碳钢与不锈钢、一般不锈钢与高品质不锈钢, 也可以是普通钢种与镍、铬、钼合金的复合或多种金属多层复合。由于贵金属价格飞涨, 采用复合管能以更低的价格获得同等性能。产品主要应用于油气钻井、特种锅炉管、需强抗腐的化工管、需强耐磨的矿山用管等。该项目设计产能 5 万吨, 目前厂房已经建成、核心挤压设备明年 7 月到货, 预计**放量投产在 2012 年底或 2013 年**。部分规格试制产品已经开始提供给下游客户 (大庆、胜利油田) 试用, 客户反映良好。根据复合金属的不同, 管材的价格有较大差异, 预计均价超过 30000 元/吨, 吨钢净利可能超过 6000 元, 若全部投产将贡献 EPS0.16 元/股。

图表 6: 高端深加工产品投产时间表及理论盈利预测

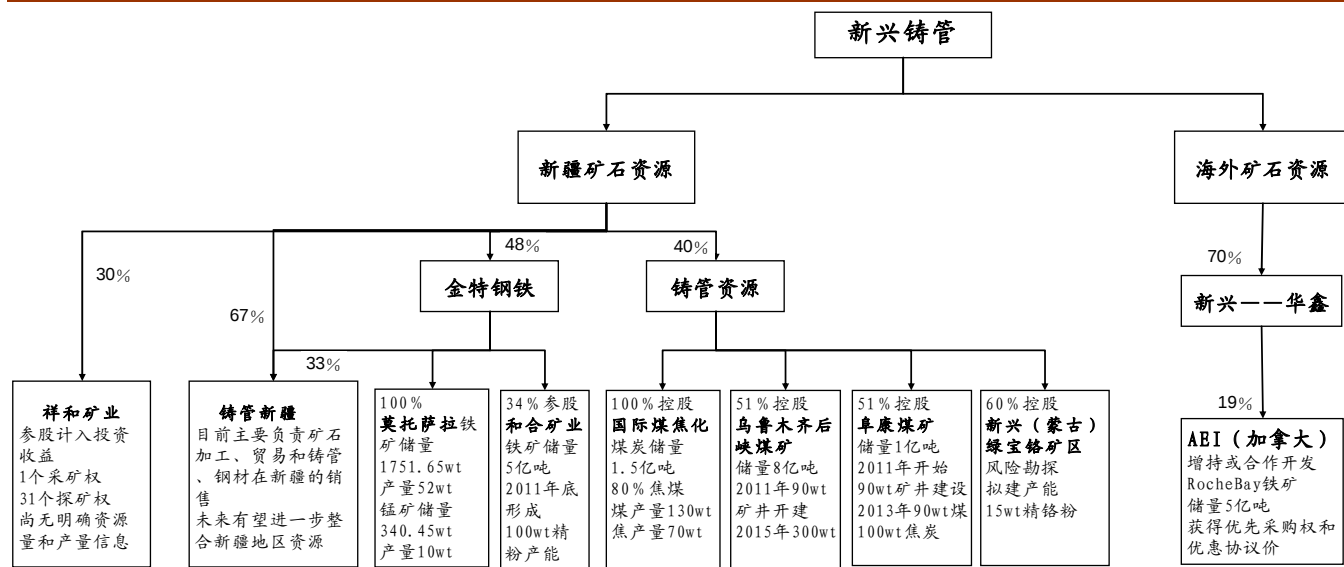
	投产时间	产能(万吨)	吨净利	理论EPS贡献	下游行业
径向锻造无缝管	2011	3.6	3000	0.06	电力
精密锻件	2012	8	1000	0.04	汽车、机械
复合双金属管	2013	5	6000	0.16	油气、特种锅炉、化工、矿山

资料来源: 公司信息, 中金公司研究部

战略性资源投资, 期待收获

公司自 2007 年开始加紧资源战略布局, 已初见成效。在海外参股加拿大矿石公司 AEI, 并获得优惠价格的协议矿; 在国内的资源主要布局在新疆, 公司以金特钢铁和铸管资源为平台分别在南疆和北疆进行资源开发。目前仅有国际煤焦化能够贡献产量和盈利, 大部分资源已完成风险勘探和详查, 即将进入建设阶段, 预计 2013 年以后公司的资源战略将进入全面收获期, 资源产量将迎来爆发性增长。届时新疆地区铁路交通网建设将有明显改善, 焦煤和铁矿资源运出疆外销售将获得更丰厚的利润。在各类资源在 2013 年如期投产的假设下, 资源板块盈利将超过 5 个亿, 对应 EPS0.27 元/股 (假设股本不变)。

图表 7：新兴铸管资源战略布局



资料来源：公司资料，中金公司研究部

- 莫托萨拉铁矿。**新兴铸管间接控股莫矿，持股比例 48%，已探明资源储量铁矿石 1751.65 万吨，锰矿石 340.45 万吨。设计生产规模铁矿石 52 万吨/年，锰矿石 10.2 万吨/年。莫矿的铁矿石平均品位 47%，但品位不均匀，其中 22% 贫矿的品位 36.77%。由于矿石为赤铁矿含褐铁矿，因此矿石的采选难度较大，含杂低品位贫矿进入烧结机，会严重影响烧结矿的品位和碱度，目前仅直接加工成块矿直接入高炉，年产量近 20 万吨。
- 和合矿业查岗诺尔铁矿。**新兴铸管间接参股 16.32%，不合并报表，计入投资受益。查矿是磁铁矿，平均品位 35.16%。开发进程正在顺利进行，预计 2011 年底投产 100 万吨精粉，二期扩建完成后，产能上升至 200 万吨。查矿在和静县境内，根据和静县政府要求境内矿石资源优先满足金特钢铁的需求。因此查矿投产后，不但有助于提升公司投资收益，同样使金特扩产所需的原料得到保证。
- 国际煤焦化公司。**新兴铸管间接控股国际煤焦化公司，持股比例 40%。国际煤焦化公司整合了新疆拜城地区的 16 个矿井，工业表观储量达 1.6 亿吨，是新疆煤种最全、储量最大的焦化企业，几乎垄断了新疆最大煤炭富产区的煤炭资源。目前煤产量 130 万吨/年，其中焦煤产量 100 万吨，焦炭产量 70 万吨。目前处于交接阶段，产量略受影响，待新兴铸管全面接手煤焦化公司后，产量将恢复，同时进行技改和扩产，未来煤产量至 350 万吨/年，焦炭产量至 140 万吨/年。
- 乌鲁木齐后峡煤矿。**新兴铸管间接控股后峡煤矿，持股比例 20.4%。后峡煤矿在 600 米范围内探得资源量 7.5—8.5 亿吨，包含 1/3 焦煤、43 井和 44 井气煤。明年开始建设 90 万吨矿井，预计 2013 年形成 90 万吨产能，2015 年末产能扩至 300 万吨。
- 阜康煤矿。**新兴铸管间接控股新疆迎新工贸，持股比例 20.4%。迎新工贸拥有新疆淮南煤田阜康矿区阜康西黄草沟煤矿的采矿权，该矿区资源量 1.09 亿吨，其中焦煤 5456 万吨，1/3 焦煤 4138 万吨，气煤 1336 万吨。明年开始建设 90 万吨矿井，预计 2013 年形成 90 万吨，100 万吨焦炭产能。
- 加拿大 AEI。**新兴铸管拟与华鑫国际成立合资公司新兴—华鑫，新兴铸管控股 70%。新兴—华鑫将认购 AEI 公司（加拿大）19% 的股权。新兴铸管间接持股 13.3%。另外新兴铸管拥有两个选择权：1) 增持 AEI 至 40%，或 2) 与 AEI 共同开发 Roche Bay 矿山，并获得以协议价优先购买矿石的权利。Roche Bay 矿山在加拿大东北部的 Melville 半岛，离港口只有 5.3 公里，目前正处于前期开发阶段。预计资源储量 5 亿吨，将建成 300 万吨/年的精粉生产能力。

图表 8：资源投资预计 2013 年后进入收获期

	万吨	2010E	2011E	2012E	2013E
国际煤焦化 40%	煤	100	110	130	300
	焦炭	70	70	70	140
莫托萨拉铁矿 48%	块矿	20	20	30	50
查岗诺尔铁矿 16%	精粉		10	80	100
阜康煤矿 20%	煤				90
	焦炭				100
后峡煤矿 20%	煤				90
合计权益产量	煤矿	40	44	52	156
	铁矿	7.6	11.2	27.5	40.3

资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 9：新兴铸管在新疆的资源地图



资料来源：公司信息，中金公司研究部

盈利预测与估值

攻守兼备，资源高速增长

我们认为 1) 在原料成本处于高位小幅波动的背景下，铸管业务的盈利基本稳定；2) 钢铁业务（疆外）的盈利维持在低位，略有复苏；3) 新疆钢铁市场 2011 年出现供不应求，吨钢盈利达到顶峰，但随着新疆钢铁产能的增加盈利略有下滑；4) 资源的大规模投产和复合双金属管的放量都在 2013 年，届时盈利将有大幅提升。预计 2010—2013 年 EPS 分别为 0.69、0.86、0.96 和 1.30 元/股，增速分别为 25%、11% 和 35%。

- 2010—2013 年铸管板块贡献的 EPS 分别为 0.32、0.35、0.38 和 0.38 元/股，基本保持稳定。
- 2010—2013 年钢铁板块贡献的 EPS 分别为 0.32、0.41、0.42 和 0.39 元/股，2011 年增速达 26%。盈利预测是在疆外钢铁盈利稳定在今年的低位的假设下作出的，业绩的增长主要来自于公司持有金特股权比例的提升，以及新疆区域产量和盈利的增长，但预计 2013 年以后新疆市场可能出现过剩，盈利恢复到正常水平。
- 2011—2013 年资源板块贡献的 EPS 分别为 0.078、0.099 和 0.273 元/股，假设 2013 年资源产量产量投放。
- 2011—2013 年精加工板块贡献的 EPS 分别为 0.021、0.063 和 0.255 元/股。盈利的增长来自于汽车及机械零部件精锻件、径向厚壁无缝管、复合双金属管项目的陆续投产放量。

当前股价对应 2010 和 2011 年 PE 仅 13x 和 10.5x，PB1.7x 和 1.5x，估值在钢铁板块中处于底部，资源和精品战略尚未反映到股价中。考虑对不同业务给予不同的目标估值：钢铁 12xPE、铸管 15xPE、煤炭和铁矿资源 18xPE，精加工产品 18xPE，2011—2012 盈利预测对应的目标价为 12—13.6 元/股。另外，公司参股 36% 的新能装备有望于明年上半年上市。新兴能源装备公司主营石油天然气储运设备和高压瓶式容器，公司年收入约 12 亿元，净利润 4000—5000 万元。综合考虑能源装备行业以及中小盘估值情况，给予 30xPE 估值，权益市值约 4.86 亿元，对应每股价值 0.25 元。我们长期看好公司的成长性和资源属性，当前公司股价有较大上升空间。首次关注，给予“推荐”的投资评级。

图表 10：盈利预测主要假设

	2010E		2011E		2012E		2013E	
万吨	产量	权益产量	产量	权益产量	产量	权益产量	产量	权益产量
铸管	149	130.5	163	144.25	178	155.5	178	157.5
钢材（疆外）	362	362	380	380	380	380	380	380
钢材（疆内）	90	34.2	120	57.6	150	72	150	72
铁精粉	20	7.6	30	14.5	110	27.5	150	40.3
煤			110	44	130	52	480	156
焦炭			70	28	70	28	240	72
精锻件			4	4	6	6	8	8
径向无缝钢管					2	2	3	3
复合双金属管							3	3
元/吨	吨净利预测		吨净利预测		吨净利预测		吨净利预测	
铸管	450		450		450		450	
螺纹钢（疆外）	145		145		145		145	
螺纹钢（疆内）	280		400		350		300	
铁精粉	50		80		100		100	
煤			300		300		300	
焦炭			20		20		20	
精锻件			1000		1000		1000	
径向无缝钢管					3000		3000	
复合双金属管							6000	

资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 11: 分部估值汇总表

类别	目标市盈率	2010EPS	2011EPS	2011目标价	2012EPS	2012目标价	2013EPS	2013目标价
铸管	15	0.32	0.35	5.29	0.38	5.69	0.38	5.65
钢铁	12	0.32	0.41	4.89	0.42	5.03	0.39	4.71
煤炭矿石资源	18		0.08	1.40	0.10	1.78	0.27	4.91
深加工精品	18		0.02	0.38	0.06	1.13	0.25	4.58
合计		0.69	0.86	12.0	0.96	13.6	1.30	19.8

资料来源: 中金公司研究部

风险

紧缩政策超预期导致钢铁行业普遍亏损，资源开发进程晚于预期。

图表 12: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	20,551	25,188	35,621	40,327	44,143	54,368
(+/-%)	44.1%	22.6%	41.4%	13.2%	9.5%	23.2%
主营业务利润	1,882	2,836	3,841	4,759	5,365	7,240
(+/-%)	-9.2%	50.7%	35.5%	23.9%	12.7%	35.0%
营业费用	699	828	1,175	1,331	1,455	1,793
管理费用	349	451	668	721	803	994
EBIT	754	1,493	1,877	2,575	2,972	4,277
EBITDA	1,255	2,183	2,553	3,239	3,717	5,003
财务费用	117	94	163	176	189	182
营业利润	662	1,294	1,714	2,400	2,783	4,094
投资收益	22	28	-	-	-	-
营业外收支	134	56	90	90	70	70
税前利润	797	1,350	1,824	2,510	2,873	4,184
所得税	66	299	328	552	632	1,046
少数股东损益	226	174	300	400	650	-
净利润	504	877	1,326	1,657	1,841	2,488
股利	117	221	331	414	460	622
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	2,302.2	1,016.3	1,045.5	1,431.4	1,979.9	2,333.8
投资活动现金流净额	-1,613.8	-2,192.6	-320.0	-250.0	-150.0	-150.0
融资活动现金流净额	142.6	2,907.5	-286.8	-390.3	-449.1	-904.4
货币资金增加额	830.9	1,731.1	438.7	791.1	1,380.8	1,279.4
资产负债表 (百万元)						
货币资金	2,363	4,094	4,532	5,324	6,704	7,984
短期投资						
应收款项	3,510	5,109	6,604	7,466	8,779	11,560
预付帐款	741	724	1,330	1,462	1,491	1,907
存货	2,433	2,370	4,353	4,872	5,312	6,456
其他流动资产	-	-	-	-	-	-
流动资产	9,046	12,296	16,820	19,124	22,286	27,907
长期投资	143	165	165	165	165	165
固定资产及在建工程等	4,871	5,205	4,853	4,444	3,853	3,280
无形资产和其他资产	219	223	218	214	210	206
总资产	14,343	17,980	22,156	24,046	26,613	31,658
短期借款	2,186	2,156	2,236	2,336	2,436	2,236
应付款项	3,828	4,012	5,889	5,957	6,495	8,174
预收帐款	1,021	1,618	2,273	2,389	2,419	3,223
一年内到期的长期负债	20	-	130	130	230	330
其他流动负债	645	268	437	400	419	565
流动负债	7,700	8,054	10,966	11,213	12,000	14,528
长期借款	-	40	140	240	240	240
其他长期负债	108	46	46	46	46	46
长期负债	108	86	186	286	286	286
总负债	7,807	8,140	11,151	11,499	12,285	14,814
少数股东权益	1,488	426	596	896	1,296	1,946
母公司股东权益	6,535	9,840	11,004	12,547	14,328	16,844
负债和权益	14,343	17,980	22,156	24,046	26,613	31,658
财务指标						
毛利率	9.2%	11.3%	10.8%	11.8%	12.2%	13.3%
息税前利润率	3.7%	5.9%	5.3%	6.4%	6.7%	7.9%
净利润率	2.5%	3.5%	3.7%	4.1%	4.2%	4.6%
净资产收益率	10.0%	9.3%	12.7%	14.2%	14.1%	16.7%
总资产收益率	3.5%	4.9%	6.0%	6.9%	6.9%	7.9%
总资产负债率	54.4%	45.3%	50.3%	47.8%	46.2%	46.8%
净负债率	-1.1%	-10.6%	-9.1%	-10.9%	-14.3%	-16.4%
利息保障倍数	10.8	23.2	15.7	18.4	19.7	27.4
流动比率	1.2	1.5	1.5	1.7	1.9	1.9
速动比率	0.8	1.1	1.0	1.1	1.3	1.3
应收帐款周转期	17	17	21	21	21	21
存货周转期	48	39	50	50	50	50

资料来源: 公司信息, 中金公司研究部

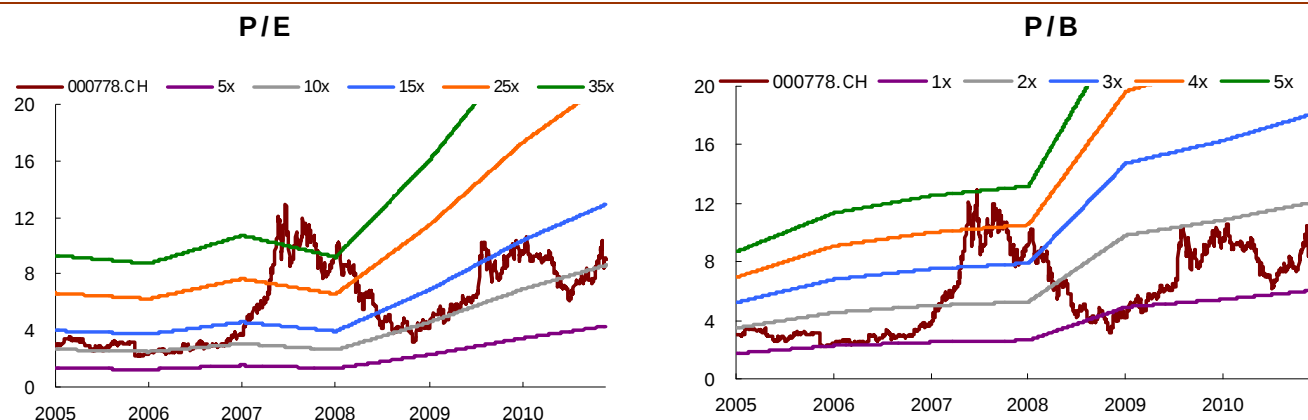
本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 13：可比公司估值

股票代码	公司名称	交易货币	现价		市盈率		市净率			企业价值/息税折旧前利润		
			2010-11-23	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
600019.SH	宝钢股份	CNY	6.3	18.9	8.2	7.5	1.2	1.0	1.0	6.8	4.6	5.0
600005.SH	武钢股份	CNY	4.4	23.0	22.8	18.2	1.3	1.2	1.2	8.6	7.8	7.0
000898.SZ	鞍钢股份	CNY	7.8	77.2	15.4	12.1	1.1	1.0	1.0	11.8	7.4	6.5
600808.SH	马钢股份	CNY	3.5	64.3	16.2	14.0	1.0	1.0	0.9	6.9	5.5	5.5
000825.SZ	太钢不锈	CNY	5.3	33.2	20.0	17.5	1.4	1.4	1.3	9.7	9.4	8.1
000709.SZ	河北钢铁	CNY	3.8	28.0	19.8	16.5	0.9	0.9	0.9	12.4	10.0	9.0
600231.SH	凌钢股份	CNY	8.6	23.3	12.3	10.4	2.2	1.9	1.7	9.6	6.1	5.4
600307.SH	酒钢宏兴	CNY	9.5	60.3	17.8	15.1	2.0	1.8	1.7	10.9	7.4	6.6
600581.SH	八一钢铁	CNY	11.4	81.5	15.2	12.2	3.0	2.5	2.1	17.2	9.4	8.3
600117.SH	西宁特钢	CNY	8.2	164.8	36.0	22.8	2.5	2.4	2.3	13.7	11.6	9.8
000778.SZ	新兴铸管	CNY	9.1	15.2	13.1	10.5	1.4	1.3	1.1	10.7	8.2	6.4
中金覆盖A股平均值				53.6	17.9	14.3	1.6	1.5	1.4	10.7	7.9	7.1
中金覆盖A股中位数				33.2	16.2	14.0	1.4	1.3	1.2	10.7	7.8	6.6
600022.SH	济南钢铁	CNY	4.1	191.2	36.4	23.6	1.8	1.8	1.7	n.a	n.a	n.a
600102.SH	莱钢股份	CNY	9.3	88.4	25.2	17.8	1.5	1.4	1.4	n.a	n.a	n.a
600282.SH	南钢股份	CNY	3.6	44.1	28.5	19.4	1.4	1.3	1.1	25.5	29.1	10.0
002110.SZ	三钢闽光	CNY	10.9	138.0	22.1	14.9	2.2	2.1	1.9	13.9	12.4	8.4
000629.SZ	攀钢钒钛	CNY	9.0	n.a	44.5	24.9	3.5	3.3	2.9	38.9	23.3	14.9
000708.SZ	大冶特钢	CNY	14.7	19.8	13.7	11.7	3.2	2.6	2.1	12.6	8.9	8.4
000717.SZ	韶钢松山	CNY	4.3	76.6	25.6	17.7	1.2	1.2	1.1	10.9	8.4	8.1
000761.SZ	本钢板材	CNY	6.1	n.a	17.5	14.7	1.3	1.3	1.2	9.8	4.4	n.a
000932.SZ	华菱钢铁	CNY	3.9	89.7	27.3	14.5	0.7	0.7	0.7	13.7	n.a	n.a
000959.SZ	首钢股份	CNY	4.4	35.7	36.8	22.1	1.7	n.a	n.a	16.3	n.a	n.a
600010.SH	包钢股份	CNY	4.2	n.a	8.7	7.5	2.1	n.a	n.a	40.2	n.a	n.a
600126.SH	杭钢股份	CNY	5.1	29.9	14.0	11.3	1.2	1.2	1.1	10.0	n.a	n.a
600782.SH	新钢股份	CNY	6.0	45.8	13.9	9.9	1.0	1.0	0.9	9.7	8.6	6.2
600894.SH	广钢股份	CNY	7.8	160.1	81.8	49.4	10.0	8.9	7.5	n.a	n.a	28.9
601003.SH	柳钢股份	CNY	5.2	49.1	11.7	9.5	2.6	n.a	n.a	13.8	n.a	n.a
601005.SH	重庆钢铁	CNY	3.9	77.6	49.7	23.4	1.2	1.2	1.1	20.5	18.0	11.9
A股市场平均值				68.1	24.2	16.6	2.0	1.9	1.7	14.7	10.6	9.2
A股市场中位数				54.7	19.8	14.9	1.4	1.3	1.2	12.1	8.6	8.1
347 HK	鞍钢股份	HKD	11.18	97.9	19.1	14.3	1.4	1.3	1.2	10.4	6.4	5.3
323 HK	马钢股份	HKD	4.07	66.5	16.4	13.5	1.0	1.0	0.9	6.1	4.8	4.5
中金覆盖H股平均值				82.2	17.7	13.9	1.2	1.1	1.0	8.2	5.6	4.9
中金覆盖H股中位数				82.2	17.7	13.9	1.2	1.1	1.0	8.2	5.6	4.9
1053 HK	重庆钢铁	HKD	2.02	45.9	30.1	18.0	0.7	0.7	0.7	18.0	12.5	8.9
656 HK	复星国际	HKD	6.02	9.5	16.1	14.0	1.8	1.7	1.7	11.7	6.6	5.7
581 HK	东方集团	HKD	3.03	11.5	7.8	6.8	1.4	1.2	1.1	4.5	n.a	n.a
697 HK	首长国际	HKD	1.19	129.3	10.0	7.1	1.1	1.0	0.9	-49.2	10.9	8.3
H股市场平均值				60.1	16.6	12.3	1.2	1.2	1.1	0.2	8.2	6.5
H股市场中位数				56.2	16.2	13.8	1.2	1.1	1.0	8.2	6.6	5.7
MT NA	安赛乐米塔尔	EUR	24.4	425.4	14.7	11.4	0.6	0.6	0.6	0.5	3.6	1.3
NUE US	纽柯钢铁	USD	38.3	n.a	75.0	17.2	1.6	1.7	1.6	0.5	5.2	1.9
X US E	美国钢铁	USD	47.5	n.a	n.a	19.3	1.5	1.6	1.5	0.4	n.a	2.6
5401 JP	新日铁	JPY	281.0	11.4	n.a	12.3	1.1	1.0	0.9	0.7	0.9	1.8
5411 JP	JFE控股	JPY	2,749.0	7.7	49.5	12.0	1.1	1.1	1.0	0.7	0.7	1.5
005490 KS	浦项钢铁	KRW	449,000.0	10.9	8.3	7.7	1.1	1.1	1.0	1.0	1.6	1.1
TATA IN	塔塔钢铁	INR	604.1	9.1	n.a	8.8	2.0	2.1	2.0	0.8	0.8	2.1
其他市场平均值				92.9	36.9	12.7	1.3	1.3	1.2	0.7	2.1	1.7
其他市场中位数				10.9	32.1	12.0	1.1	1.1	1.0	0.7	1.2	1.8
所有市场平均值				69.5	24.2	15.2	1.7	1.6	1.4	9.3	8.2	6.8
所有市场中位数				47.5	17.8	14.0	1.3	1.2	1.1	9.8	6.6	5.9

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 14: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED