

进军核电领域 建设芜湖新区

事件：公司公告计划投资 5 亿元建设特殊钢管精加工项目，并和四川三洲特管成立合资公司开发更高端的超超临界管、核电用“U”型管等。另外投资为 33 亿建设芜湖三山工业园大型铸锻件基地

投资要点：

- **进军核电等高端管材：**投资 5 亿元的特殊钢管精加工是核电管等高端管材的前端加工工序，和四川三洲特管成立合资公司将在公司现有的马头工业区内开发核电用“U”型管、大口径精密钢管、超超临界管、精密航空用管等高附加值管材。
- **强强联合，四川三洲特管具备核电管研发实力：**三洲特管 2008 年已具备年产 5-6 千吨核电用管的能力，曾在 2009 年立项建设 30000 吨不锈钢、特种合金精密管和 450 吨核电蒸发器 U 型管，这一项目可能和新兴铸管合作开发。
- **业绩增厚尚需时日：**新兴铸管通过和三洲特管的合作将提升现有产品的吨钢利润水平，我们根据按照马头工业规划的 5 万吨钢管产能测算，精加工项目对现有产品的吨盈利每提高 1000 元将增厚 EPS0.026 元。如果按照 450 吨核电蒸发器管建设，按照每吨 20 万元净利润测算，将增厚公司盈利 0.05 元。
- **建设芜湖新区：**未来新区形成年产 60 万吨新型铸管；15 万吨大型铸锻件的生产能力，老区铸管生产能力逐步淘汰。在公司 2009 年投资 3.6 万吨径向锻造、8 万吨汽车及工程机械零部件精密锻造项目后，再次投资扩大铸（锻）件产能体现了公司在推动产品等级提升和产品延伸方面的努力，将进一步提高钢铁产品的附加值。
- 我们看好新兴铸管主要基于三点：1) 公司作为铸管行业龙头优势将延续；2) 在传统铸管+螺纹钢优势的基础上，公司正致力于发展复合管、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。
- 鉴于投资项目仍有不确定性以及对盈利短期影响有限，我们暂时维持原有预测。即公司 2011/2012/2013 年 EPS 分别为 0.83、1.04、1.43 元，未来三年复合增长率为 26%，目前股价对应 2011 年、2012 年 PE 分别为 10 倍、8 倍，远远低于 03 年以来平均 18 倍 PE 的水平。维持买入的投资评级。

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。并阅读本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

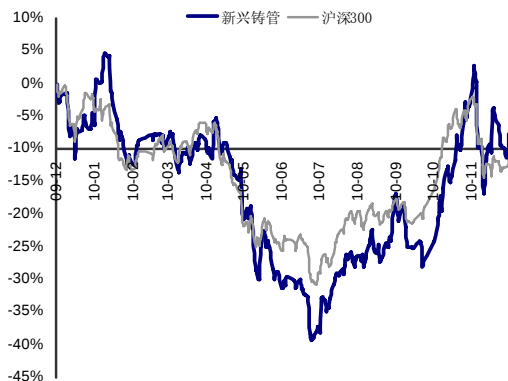
021-63325888-6093

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 12 月 29 日)	8.64 元				
目标价格	13.00 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 12 月 30 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

	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	27251	31584	37111
营业利润 (百万)	1259	1579	1598
净利润 (百万)	1151	1333	1674
EPS (元)	0.72	0.83	1.04
ROE (%)	11%	11%	13%
P/E(X)	12.0	10.4	8.3
P/B(X)	1.3	1.2	1.1

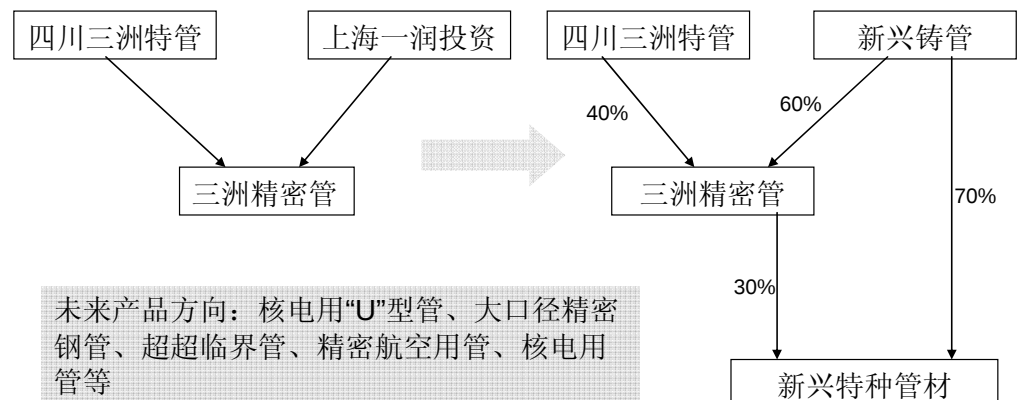
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

进军核电等高端管材

投资 5 亿元建设特殊钢管精加工项目：为了进一步完善钢管产品工艺技术装备，提高产品的国际竞争力，公司拟增加一套锻造生产线，为挤压车间提供各种不同规格的高质量锻造坯料；拟建设特殊钢管精加工设施和一套热处理线，与离心浇铸复合管项目相配套，把挤压和穿轧产品进一步精整加工，促进产品提质升级。

和四川三洲特管成立合资公司：四川三洲特种钢管有限公司（简称为“三洲特管”）与上海一润投资管理中心（有限合伙，简称“一润投资”）合资组建了四川三洲精密特种钢管有限公司（简称“三洲精密管”），筹划新建 6500 吨热挤压及配套冷轧冷拔生产线，该生产线产品大纲与本公司在马头工业区所建设的挤压及冷轧冷拔生产线的产品大纲一致，同时该公司管坯须外购解决，而本公司完善钢管产品结构尚需较大的后续投入。为减少未来的竞争，两公司有意通过合作，减少投入，实现资源及技术相互支持、产品的互补，扩大产品范围，发展核电用“U”型管及大口径精密钢管。

图 1：重组三洲精密钢管



资料来源：东方证券研究所

强强联合，四川三洲特管具备核电管研发实力：公司位于成都市青白江区，是在原大型国企四川化工机械厂的基础上，由三洲集团和中石化于 2005 年共同出资组建。公开资料显示，三洲特管的主要经营业务为石油专用管材，主营产品有大口径无缝合金钢管等。2009 其拥有国内唯一的核能主管道制造许可证等多种生产资质。

三洲特管曾在 2009 年立项建设 5000 吨热挤压机组、冷拔/冷轧精密管生产线和核电蒸发器 U 型管生产线三个工程项目。项目建成后可实现年产 30000 吨不锈钢、特种合金精密管和 450 吨核电蒸发器 U 型管的生产能力，满足石油、化工、电力、军工等行业的需要，具有较好的社会效益和明显的经济效益。

根据中国证券报 2008 年 07 月报道：“业内人士指出，三洲特管当时已具备年产 5-6 千吨核电用管的能力，产品不仅应用于国内的核电站，也出口至一些发展中国家，如巴基斯坦。”

盈利变化：新兴铸管通过和三洲特管的合作将提升现有产品的吨钢利润水平，我们根据按照马头工业区规划的 5 万吨钢管产能测算，精加工项目对现有产品的盈利提高幅度敏感性测试如下表。如果按照原有规划 450 吨核电蒸发器管建设，按照每吨 20 万元净利润测算，将增厚公司盈利 0.05 元。

表 1：精加工项目建成后提高吨钢净利润幅度

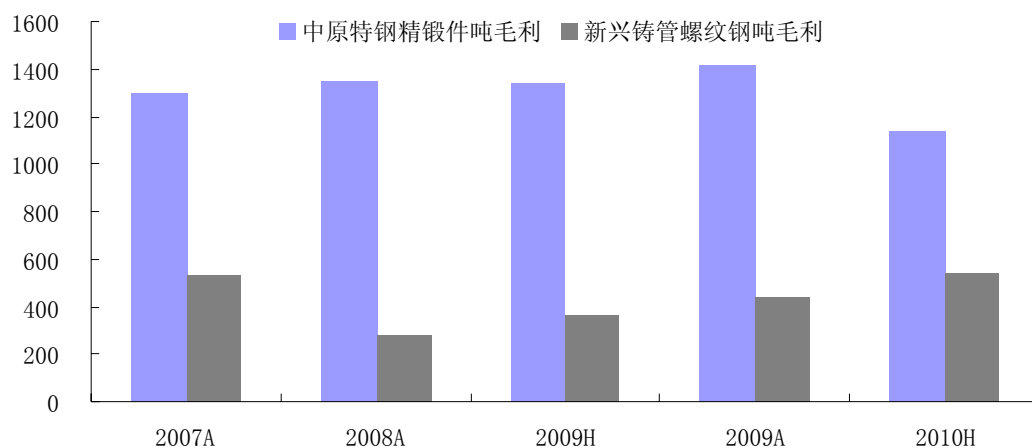
	单位	精加工项目建成后提高吨钢净利润幅度			
		1000	3000	5000	7000
普通钢管产量	万吨	5	5	5	5
增厚净利润	亿元	0.5	1.5	2.5	3.5
增厚 EPS	元	0.03	0.08	0.13	0.18

资料来源：东方证券研究所

建设芜湖新区：公司另外公告了投资为 33 亿建设芜湖三山工业园大型铸锻件基地，形成年产 60 万吨按新国际标准生产的新型铸管；年产 15 万吨的单件铸（锻）件最大重量超过 200 吨的大型铸锻件的生产能力。芜湖新兴现厂区内的铸管生产能力逐步淘汰。预计项目总投资为 332,840.0 万元，拟申请 172,000.0 万元银行贷款，自有资金解决 160,840.0 万元。项目固定资产投资为 281,707.0 万元，流动资金为 51,133.0 万元。固定资产投资中，计划 2011 年投入 16.5 亿元，2012 年投入 11.67 亿元

在公司 2009 年投资 8.9407 亿元的 3.6 万吨径向锻造产品项目 and 投资 4.9986 亿元的 8 万吨汽车及工程机械零部件精密锻造项目后，再次投资扩大铸（锻）件产能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 2：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

按照公司各个项目的投产进度，2011 年盈利增长主要来自于新疆金特、国际煤焦化公司的产量增长和传统铸管业务吨盈利提升；2012 年盈利增长主要来自于芜湖径向锻造产品的达产达效、邯郸离心浇铸复合管项目投产和阜康、后峡煤矿投产；2013 年盈利增长主要来自于新疆煤炭资源进一步开发和复合管项目的达产达效。（详见表 2）

我们看好新兴铸管主要基于三点：1) 公司作为铸管行业龙头优势将延续，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，公司正致力于发展复合管、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。

表 2：新兴铸管盈利测算

		2010 年		2011 年		2012 年		2013 年	
		产量	权益	产量	权益	产量	权益	产量	权益
产量预测	万吨	产量	产量	产量	产量	产量	产量	产量	产量
钢材	疆外	375	375	375	375	375	375	375	375
	疆内 金特	48%	90	34	120	58	150	72	150
铸管	疆外	145	131	160	144	165	149	179	161
	疆内 金特	48%		2	1	7	3	15	7
铁精粉	莫托萨拉	48%	20	8	30	14	40	19	50
	和合矿业查岗诺尔	17%			50	8	100	17	200
焦炭	国际煤焦化公司	40%	40	16	60	24	70	28	140
	迎新工贸阜康煤矿	20%							100
煤	迎新工贸阜康煤矿	20%					90	18	90
	乌鲁木齐后峡煤矿	20%			30	6	90	18	300
径向锻造	芜湖	100%			2	2	4	4	4
精锻件	芜湖	100%							3
复合管	邯郸	100%			1	1	3	3	5
吨净利预测 元/吨									
钢材	疆外	170		150		150		150	
	疆内 金特	300		350		350		300	
铸管	疆外	350		450		450		450	
	疆内 金特			750		750		750	
铁精粉	莫托萨拉	100		150		150		150	
	和合矿业查岗诺尔			200		250		250	
焦炭	国际煤焦化公司	350		400		400		400	
	迎新工贸阜康煤矿							400	
煤	迎新工贸阜康煤矿					300		300	
	乌鲁木齐后峡煤矿					300		300	
径向锻造	芜湖			1000		3000		3000	
精锻件	芜湖					700		1000	

复合管 邯郸		1000	2000	6000
主营业务净利润合计	12.6	15.8	19.9	27.3
其它业务净利润	1.2	0.1	0.1	0.1
总股本	19	19	19	19
EPS	0.72	0.83	1.04	1.43
增长	6%	15%	25%	37%
PE	12.5	10.8	8.6	6.3

资料来源：东方证券研究所

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	13037	15660	营业总收入	25188	27251	31584	37111
现金	4094	2725	3158	3711	营业总成本	23922	26009	30013	35513
应收票据	3823	4136	4794	5632	营业成本	22352	24545	27783	32975
应收账款	1181	1545	1570	1896	销售费用	828	899	1042	1225
预付账款	724	1782	1849	2325	管理费用	451	386	458	539
存货	2370	2900	3114	3796	财务费用	94	109	650	681
非流动资产	5684	6239	21188	21861	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	1579	1598
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	1569	1969
资产合计	17980	18078	34226	37521	减：所得税	299	203	235	295
					净利润	1051	1151	1333	1674
应付项目	5572	6465	7122	8569	少数股东损益	174	92	107	134
附息负债	2206	1610	16247	17017	归属母公司净利润	877	1059	1227	1540
短期借款	2156	-2674	11595	11903					
长期附息负债	50	4284	4652	5114					
其他负债	361	8	2	3	成长能力				
负债合计	8140	8083	23371	25589	营业收入同比	23%	8%	16%	18%
所有者权益	9681	9995	10854	11932	EBITA 同比	93%	3%	70%	3%
实收资本	1475	1475	1475	1475	归属母公司净利润同比	72%	21%	16%	26%
资本公积	4723	4723	4723	4723	利润水平				
留存收益	3056	3798	4656	5734	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	34226	37521	整体绩效				
					ROE	9%	11%	11%	13%
经营活动现金流	1791	728	3058	3077	ROIC	10%	10%	7%	7%
净利润	1051	1151	1333	1674	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	333	-60	存货周转率	10.5	10.3	10.5	10.7
投资活动现金流	-917	-1201	-16341	-2136	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	13499	-664	EBITA / I	#DIV/0!	20.3	3.4	3.3
短期借款	-30	-4830	14269	308	资产负债率	45%	45%	68%	68%
长期借款	-26	4234	368	462	每股指标				
普通股增加	300	0	0	0	EPS	0.69	0.72	0.83	1.04
资本公积	3093	0	0	0	每股净资产	6.28	6.78	7.36	8.09
其他	-2479	-1662	-1138	-1434	P/E	13.0	12.5	10.8	8.6
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

分析师声明

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 6 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。

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