

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

立足现有业务, 积极向资源和深加工拓展

事件描述

新兴铸管今日发布了《第五届董事会第十七次会议决议公告》: 1 审议通过了《2011 年预算计划》; 2 逐项审议通过了《公司技术改造项目计划》; 3 审议通过了《芜湖新兴建设三山大型铸锻件基地项目的议案》; 4 审议通过了《芜湖新兴三山大型铸锻件基地项目人民币资金银团贷款的议案》, 授权芜湖新兴管理层签署相关协议并办理后续相关手续; 5 审议通过了《关于重组三洲精密钢管有限公司及新兴铸管股份有限公司特管资产的议案》, 授权经理层签署相关协议并办理后续相关手续; 6 审议通过了《关于成立新兴铸管股份有限公司武安物资供销分公司的议案》。

事件评论

第一, 审议通过了《公司技术改造项目计划》, 特殊钢管精加工项目未来将提升产品竞争力

公司 2011 年的技术改造项目计划主要包括以下三项:

✓ 特殊钢管精加工项目, 计划投资 51,251.10 万元;

公司于 09 年 8 月实行 A 股增资方案, 募集资金主要用途如下: 5 万吨离心浇铸复合管项目; 3.6 万吨径向锻造产品项目; 8 万吨汽车及工程机械零部件精密锻造项目。

表 1: 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: 公司资料, 长江证券研究部

虽然公司开发的离心浇铸坯+挤压生产高合金、镍基合金、双金属复合无缝钢管技术已经获得一定成果，但很多高端无缝钢管产品，必须采用或者用户指定使用锻造坯料作为原料生产特殊钢管产品，如超超临界管、精密航空用管、核电用管等。因此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，使制造高端无缝钢管的产品工艺路线配套全面，市场竞争力更强。同时，为了进一步完善公司钢管产品工艺技术装备，提高产品的国际竞争力，公司拟配套建设与离心浇铸复合管项目相配套的特殊钢管精加工设施和一套热处理线，把挤压和穿轧产品进一步精整加工，促进产品提质升级。

本项目预计固定资产投资 51,251.10 万元，拟由公司自有资金解决。

✓ 一轧加热炉大修改造项目，计划投资 1,455 万元；

公司一轧加热炉已经使用近 8 年时间，公司拟对一轧加热炉进行异地大修。

预计项目固定资产投资 1,455 万元，拟由公司自有资金解决。

✓ 企业能源管控中心项目，计划投资 3,850 万元；

公司拟在武安工业区建设能源管控中心。

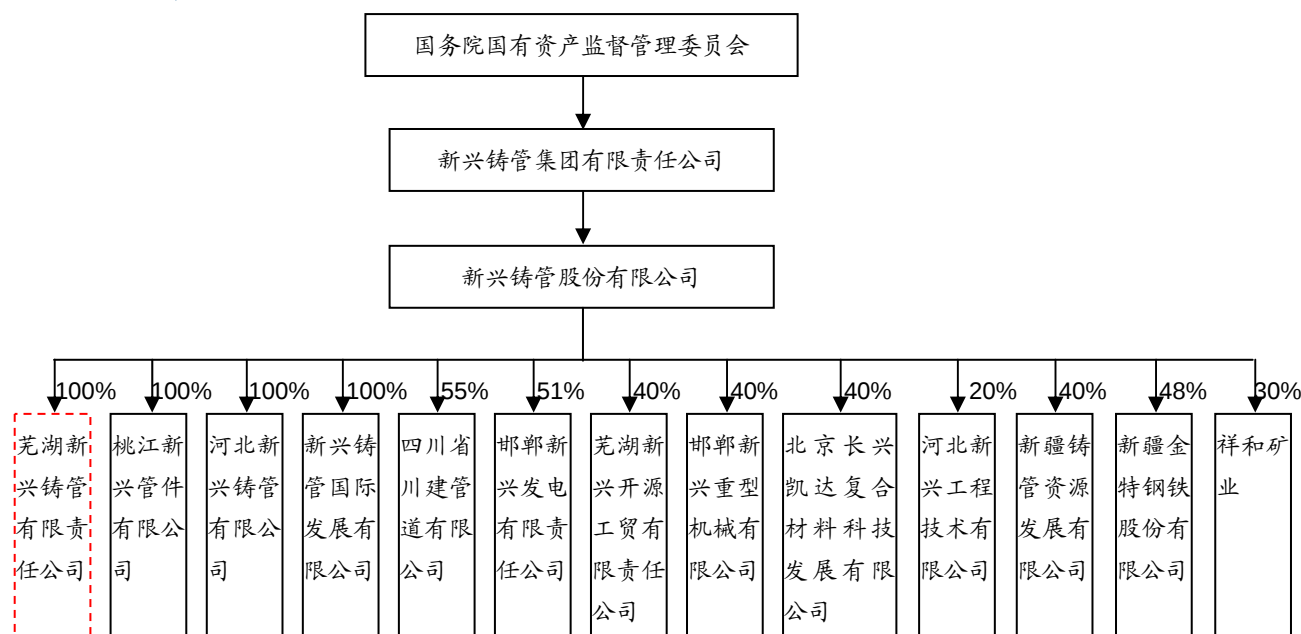
预计项目总投资为 3,850 万元，其中国家专项补贴资金 540 万元已经到位，其它拟以公司自有资金建设。

综合来看，因为技术改造公司在 2011 年的资本支出总额将达到 5.6 亿元左右。

第二，审议通过了《芜湖新兴建设三山大型铸锻件基地项目的议案》，再造芜湖新兴

公司全资子公司芜湖新兴铸管有限责任公司拟在芜湖三山工业园区建设大型铸锻件基地项目，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。

图 1：新兴铸管组织结构关系图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

根据公司公告，公司将新增 60 万吨国际新标准生产的新型铸管，用以替代芜湖新兴现有的 50 万吨铸管能力，项目的进行一方面将提升公司铸管产品的结构优势，另一方面也将使得公司铸管能力再次有所增加。相当于在三山工业园区再造芜湖新兴。

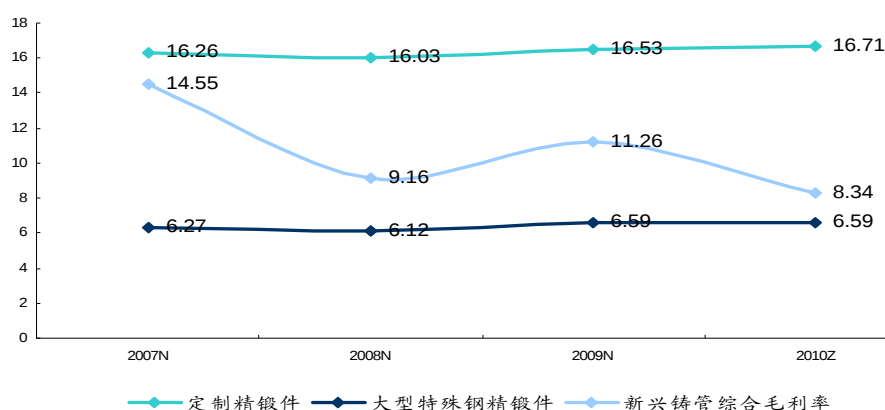
表 2: 芜湖新兴现有铸管生产能力约为 50 万吨

球墨铸铁管产能统计	控股比例	产能情况 (万吨)	具体规格
新兴铸管本部	100%	71	
——1 铸管 (河北新兴)		40	300-1000mm
——2 铸管		20	80-300mm
——3 铸管		11	1100-2600mm
新兴铸管国际发展	100%		
——黄石新兴	60%	20 (后期至 40)	100-1600mm
芜湖新兴铸管	100%	50	80-2000mm
四川川建管道	55%	15	100-1600mm
桃江新兴管件	100%	3	80-2200mm
合计		179	

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

我们通过比较中原特钢的大型铸锻件和精锻件的盈利能力发现, 定制精锻件的毛利率显著高于新兴铸管目前产品的盈利水平。而大型特殊钢精锻件毛利率虽然偏低, 但因为大型铸锻件单件产品销售价格较高 (销售均价在 12000 元/吨左右), 因此, 单件产品的盈利水平依然较为突出, 因此, 预计该项目的投产将能够改善新兴铸管整体的盈利水平。

图 2: 新兴铸管毛利率与中原特钢精锻件的毛利率对比



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

公司预计项目总投资为 332,840 万元, 拟申请 172,000 万元银行贷款, 自有资金解决 160,840 万元。项目固定资产投资为 281,707.0 万元, 计划 2011 年投入 16.5 亿元, 2012 年投入 11.67 亿元, 流动资金为 51,133.0 万元。

公司同时审议通过了《芜湖新兴三山大型铸锻件基地项目人民币资金银团贷款的议案》, 授权芜湖新兴管理层签署相关协议并办理后续相关手续。

1、贷款总额人民币 17.2 亿元: 徽商银行芜湖分行 6.1 亿元, 国家开发银行安徽省分行 6.1 亿元, 中信银行股份有限公司芜湖分行 3 亿元, 招商银行股份有限公司芜湖分行 2 亿元;

2、贷款期限 8 年: 即从 2011 年 2 月 15 日——2019 年 2 月 15 日;

3、贷款利率执行中国人民银行公布的同期同档次人民币贷款基准利率下浮 10%。按照目前的利率水平估算, 公司每年为该项目支出的财务费用在 8000 万元左右;

4、还款: 贷款宽限期 3 年, 从第四年开始到贷款到期进行等额还本。这意味着除了利息以外, 从 2015 年开始公司年偿还贷款额为 3.44 亿元。

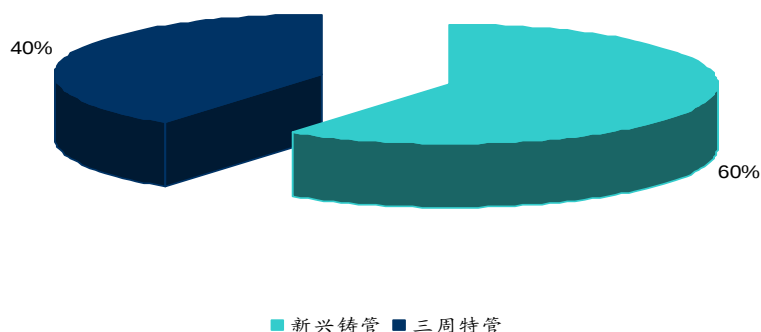
第三，审议通过了《关于重组三洲精密钢管有限公司及新兴铸管股份有限公司特管资产的议案》

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。

本公司与三洲精密管公司经过洽谈，拟签订《关于重组三洲精密钢管有限公司及新兴铸管股份有限公司特管资产的框架协议》，主要的协议内容如下：

- 1、一润投资退出三洲精密管，其所持股份全部转让给三洲特管；
- 2、以三洲精密管评估后的净资产为基础协商作价，由本公司与三洲特管以货币资金对三洲精密管实施增资；初定增资后注册资本为 3.6 亿元，其中本公司持股 60%，三洲特管持股 40%。这意味着公司将在此项交易中的开支大约为 2 亿元；

图 3：增资后三洲精密管的股权结构图如下

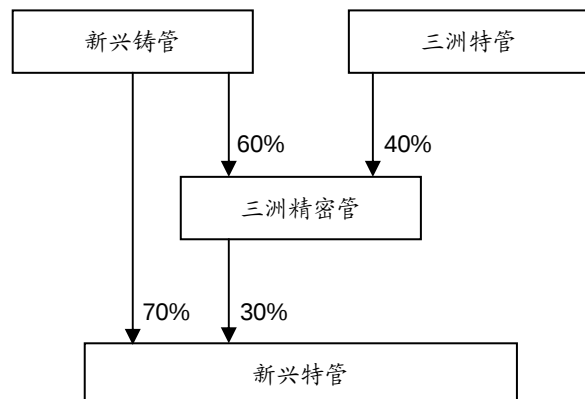


资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

- 3、在上述增资同时，由三洲精密管与本公司在河北邯郸新设河北新兴特种管材有限公司（暂定名，以工商核准为准，简称“新兴特管”）。本公司将持有新兴特管 70% 的股权，三洲精密管持有新兴特管 30% 的股权。三洲精密管以货币资金出资，本公司以位于马头工业城的在建特管项目投入的资产对新兴特管出资。

6500 吨热挤压及配套冷轧冷拔生产线将使公司具备国内最大挤压能力，提升公司内在的技术实力。

图 4：新兴特管的股权结构图如下



资料来源：公司资料，长江证券研究部

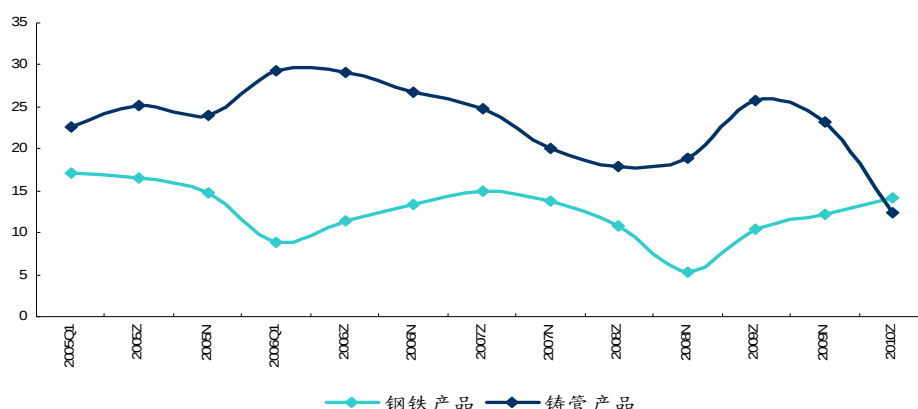
根据公司的公告粗略估算，公司在 2011 年的资本性开支接近 30 亿元，其中 17.2 亿元依赖银行贷款，剩余部分由公司自有资金解决。2012 年公司芜湖新兴项目将继续开支 12 亿元左右。

截止三季报，公司账面的货币资金达到了 36 亿元，同时，按照目前的资产和业务范围，公司每年的盈利水平大约在 10 亿元左右。因此，虽然投资扩张的速度较快，但公司现金流方面暂时还不会出现明显压力。

第四，现有业务保障公司基本盈利

从公司现有业务的盈利能力来看，铸管毛利率历年都能稳定在 20% 左右，而钢铁产品毛利率均值约在 10% 附近。

图 5：公司铸管产品与钢铁产品的毛利率情况统计



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

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导。故相较于传统钢铁行业，其吨钢价格及吨钢毛利较为稳定。一方面是政府采购价格相对其他市场销售价格更具稳定性；另一方面，大部分的政府采购铸管产品基本上采用成本加成方式定价，使得成本变化趋势能更清晰地体现在合同价格上。当然，由于采购及实际交货周期的影响，与政府部门签订的闭口供货合同使得公司铸管产品具有在成本上涨时出现受损，在成本下跌时获得额外收益的特点。

从公司历年离心球墨铸铁管及管件类产品吨钢收入及吨钢毛利看，吨钢收入基本维持在 4000~5000 元/吨左右，吨钢毛利维持在 1000 元/吨左右。正是因为公司特殊的销售模式，使得公司即使在 08 年金融危机爆发的情况下仍能维持较高的吨钢毛利。虽然 2010 年上半年公司铸管产品毛利率有所下降，不过这更多是由于公司闭口合同的产品特点在成本大幅上升的情况下处于劣势所致。随着下一期合同的调整，铸管产品盈利有望重新恢复。

表 3：公司球墨铸铁管及管件类产品吨钢毛利基本稳定

球墨铸铁管盈利预测	产量	营业收入	营业成本	吨钢收入	吨钢成本	吨钢毛利
2003N	65.30	22.73	16.27	3,481	2,492	989
2004N	83.51	31.93	23.25	3,823	2,784	1,039
2005N	82.01	33.37	25.37	4,069	3,094	975
2006N	84.04	32.78	24.02	3,901	2,858	1,042
2007N	104.90	39.76	31.79	3,790	3,031	760
2008N	125.99	67.16	54.42	5,331	4,319	1,011
2009N	136.10	62.08	47.71	4,561	3,506	1,056
2010Z	71.29	30.48	26.72	4,275	3,748	527

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

对球墨铸铁管的未来盈利能力进行预测可见，如果假定 2011 年产量为 160 万吨，费用率假定稳定为 5.5%，所得税率

为 25%，则测算可得公司球墨铸铁管部分的业绩贡献约为 0.53 元。

表 4：球墨铸铁管业务未来几年对业绩的贡献预测

球墨铸铁管盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
产品年产量（万吨）	136	145	160	170
价格（万元）	4,562	4,500	4,800	4,800
收入（亿元）	62.08	67.05	76.80	79.20
毛利率	23.15%	20.00%	23.00%	24.00%
毛利（亿元）	14.37	13.41	17.66	19.58
费用率	5.45%	5.50%	5.50%	5.50%
税前净利	10.99	9.72	13.44	15.10
所得税率	22.15%	25%	25%	25%
税后净利	8.55	7.29	10.08	11.32
EPS（元）	0.45	0.38	0.53	0.59

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

通过对 2011 年的业绩进行敏感性假定分析，如果假定毛利率水平恢复到 25%，则球墨铸铁管业务对 EPS 的贡献大约能在 0.60 元左右。

表 5：假定 2011 年产量为 160 万吨，对业绩敏感性测试结果如下

毛利率/价格	4500	4600	4700	4800	4900	5000	5100	5200	5300	5500	5700	6000
15%	0.27	0.27	0.28	0.29	0.29	0.30	0.30	0.31	0.32	0.33	0.34	0.36
17%	0.32	0.33	0.34	0.35	0.35	0.36	0.37	0.37	0.38	0.40	0.41	0.43
19%	0.38	0.39	0.40	0.41	0.41	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46	0.48	0.51
20%	0.41	0.42	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48	0.50	0.52	0.54
22%	0.46	0.48	0.49	0.50	0.51	0.52	0.53	0.54	0.55	0.57	0.59	0.62
25%	0.55	0.56	0.57	0.59	0.60	0.61	0.62	0.63	0.65	0.67	0.70	0.73
26%	0.58	0.59	0.60	0.62	0.63	0.64	0.65	0.67	0.68	0.71	0.73	0.77
27%	0.61	0.62	0.63	0.65	0.66	0.67	0.69	0.70	0.71	0.74	0.77	0.81
30%	0.69	0.71	0.72	0.74	0.75	0.77	0.78	0.80	0.81	0.84	0.87	0.92

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

公司的碳钢产品主要是以线棒等建筑材为主的长材产品，其中芜湖新兴包括部分优特钢产品能力。从历史盈利能力上看，除了 2008 年，吨钢毛利基本能维持在 500 元左右的水平。

表 6：钢铁产品毛利基本能够维持在 500 元左右的水平

钢铁产品盈利预测	产量	营业收入	营业成本	毛利率	吨钢收入	吨钢成本	吨钢毛利
2003N	110.35	28.09	19.59	30.26%	2,546	1,775	770
2004N	114.23	51.07	41.95	17.86%	4,471	3,672	798
2005N	122.04	55.75	47.54	14.73%	4,568	3,895	673
2006N	171.72	65.02	56.36	13.32%	3,786	3,282	504
2007N	224.09	89.4	77.12	13.74%	3,989	3,441	548
2008N	225.7	117.75	111.41	5.38%	5,217	4,936	281
2009N	289.94	102.84	90.24	12.25%	3,547	3,112	435
2010Z	201.75	77.09	66.14	14.20%	3,821	3,278	543

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

假定费用率水平为 5.5%，所得税率为 25%，在毛利率维持 2009 及 2010 年的水准上，发现钢铁产品业务对业绩的贡献在 2010、2011 两年分别为 0.48 元和 0.51 元。结合我们对明年钢铁行业整体观点的看法，我们认为对于普碳钢产品的毛利率维持不变的假设并不激进。

表 7：钢铁产品对业绩的贡献预测

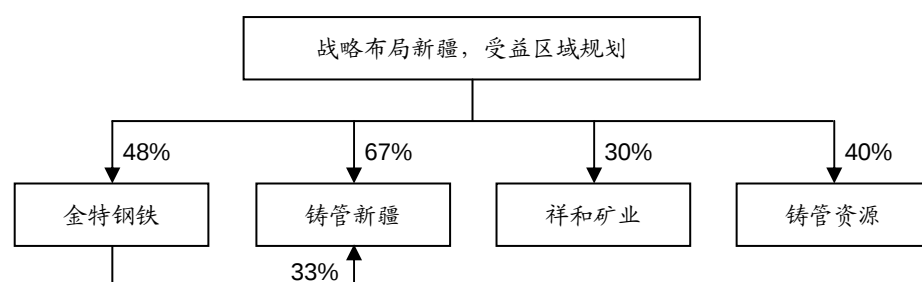
钢铁产品盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
产品年产量（万吨）	289.94	400	420	450
价格（万元）	3,547	4,000	4,200	4,200
收入（亿元）	102.84	160.00	176.40	189.00
毛利率	12.25%	12.00%	11.50%	11.00%
毛利（亿元）	12.60	19.20	20.29	20.79
费用率	5.45%	5.50%	5.50%	5.50%
税前净利	6.99	10.40	10.58	10.40
所得税率	25%	25%	25%	25%
税后净利	5.24	7.04	7.56	7.8
EPS（元）	0.36	0.48	0.51	0.53

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第五，战略布局新疆，扩大对上游资源的控制

公司“十二五”期间的一个重要战略目标就是积极布局新疆地区，享受区域优势。

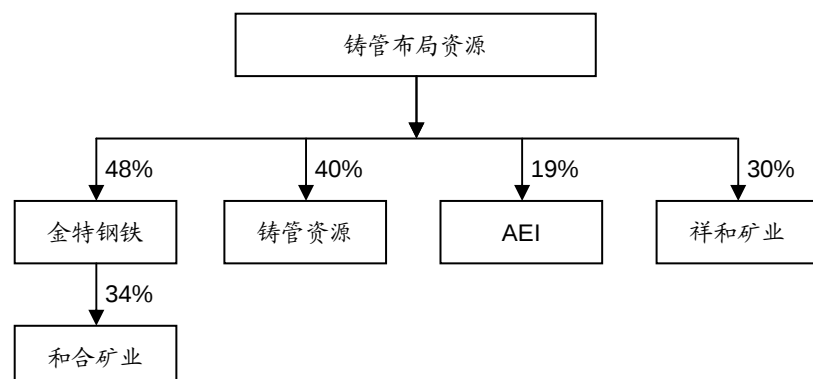
图 6：公司积极战略布局新疆



资料来源：公司资料，长江证券研究部

同时，公司积极布局上游资源，目前公司掌控的资源情况主要包括：新疆金特钢铁所拥有的部分矿产资源；和合矿业 34% 的股权；增资重组铸管资源；参与海外投资 AEI；收购祥和矿业 30% 的股权。

图 7：新兴铸管目前掌控的资源情况统计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

第六，维持“推荐”评级

预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.72 元和 0.90 元，维持“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	37631	41526	45400	货币资金	4094	3763	4153	5595
营业成本	22352	33222	36480	39839	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2836	4409	5046	5562	应收账款	1286	1924	2123	2322
% 营业收入	11.3%	11.7%	12.2%	12.3%	存货	2370	3540	3887	4244
营业税金及附加	64	96	106	115	预付账款	724	1060	1164	1271
% 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	1242	1370	1498	流动资产合计	12296	16007	17639	20333
% 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	677	747	817	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	65	22	-10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.4%	0.2%	0.1%	0.0%	固定资产合计	5205	5399	5572	5626
资产减值损失	132	93	29	29	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	23	7	7
营业利润	1294	2237	2772	3112	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.1%	5.9%	6.7%	6.9%	资产总计	17980	21807	23586	26326
营业外收支	56	0	0	0	短期贷款	2156	1244	249	0
利润总额	1350	2237	2772	3112	应付款项	3687	5472	6009	6562
% 营业收入	5.4%	5.9%	6.7%	6.9%	预收账款	1618	2408	2658	2906
所得税费用	299	559	693	778	应付职工薪酬	227	331	364	397
净利润	1051	1678	2079	2334	应交税费	-62	327	399	447
归属于母公司所有者					其他流动负债	428	631	693	757
的净利润	877.1	1389.1	1721.4	1932.3	流动负债合计	8054	10414	10372	11068
少数股东损益	174	289	358	401	长期借款	40	40	40	40
EPS (元/股)	0.46	0.72	0.90	1.01	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	1631	2479	2726	负债合计	8140	10498	10456	11152
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	9414	10595	12058	13700
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	715	1073	1474
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	9840	11310	13130	15174
固定资产投资	-968	-776	-815	-754	负债及股东权益	17980	21807	23586	26326
其他	-1224	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-2193	-776	-815	-754		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.458	0.725	0.898	1.008
股权融资	3488	0	0	0	BVPS	4.91	5.53	6.29	7.15
银行贷款增加 (减少)	-58	-912	-994	-249	PE	18.88	11.92	9.62	8.57
筹资成本	523	-273	-280	-280	PEG	0.63	0.40	0.32	0.28
其他	-1046	0	0	0	PB	1.76	1.56	1.37	1.21
筹资活动现金流净额	2908	-1185	-1274	-530	EV/EBITDA	7.54	4.87	3.69	2.89
现金净流量	1731	-331	389	1442	ROE	9.3%	13.1%	14.3%	14.1%

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。

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。