

分析师: 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

联系人: 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

钢铁业务增长，铸管受制成本，4 季度环比基本持平

事件描述

新兴铸管今日发布 2010 年业绩预告公告，预计 2010 年实现归属于上市公司股东净利润约 13.2 亿元~13.5 亿元，对应 EPS 为 0.69 元~0.70 元，同比增长 51%~54%。

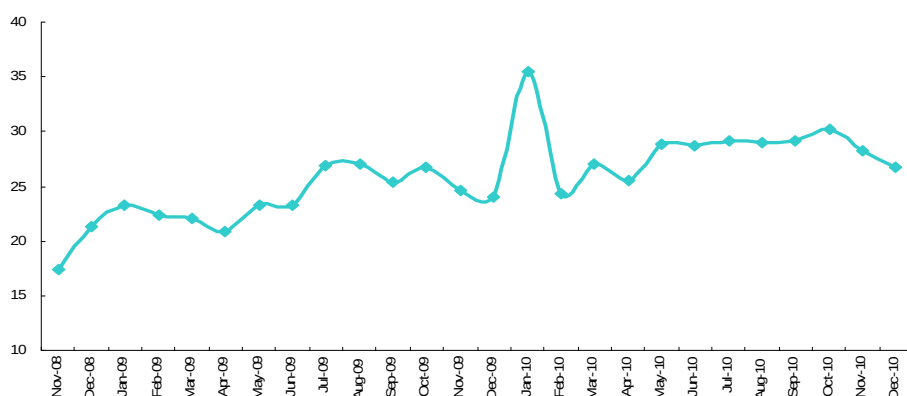
事件评论

第一，4 季度业绩环比略有下滑，预计钢铁业务盈利增长，铸管业务盈利下滑

公司公告，预计 2010 年实现归属于上市公司股东净利润约 13.2 亿元~13.5 亿元，同比增长 51%~54%，实现 EPS 约为 0.69 元~0.70 元。3 季度实现 EPS 为 0.17 元，4 季度实现 0.16 元，环比略有下降。

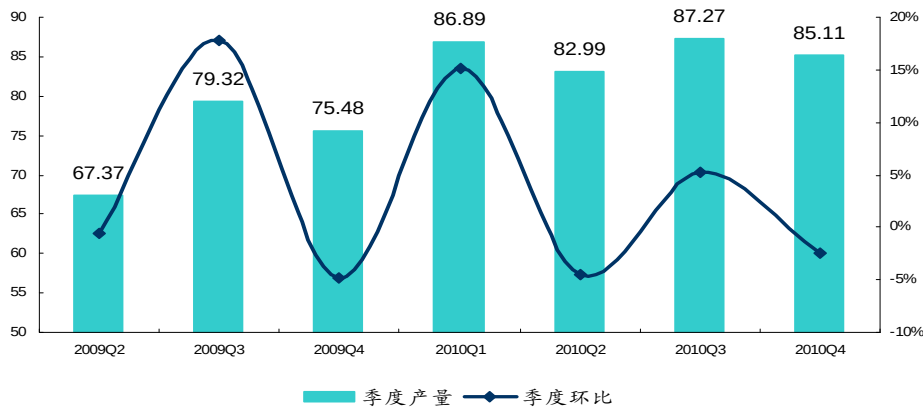
从公司钢铁产品产量来看，10 月产量有所增长，但 11、12 月产量随即有所下滑。综合来看，4 季度产量环比 3 季度略有下降。

图 1: 10 月产量增长，但 11、12 月产量下降



资料来源: 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

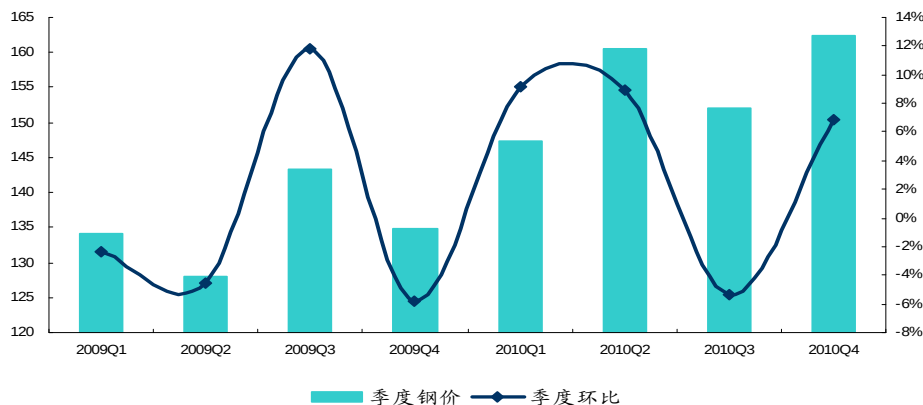
图 2：4 季度产量环比 3 季度小幅下降



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

虽然钢材产量小幅下降，但 4 季度国内市场钢价有所上涨，尤其是长材的较好表现使得以长材为主的新兴铸管相对更为受益。

图 3：4 季度国内市场钢价环比上涨



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 1：公司钢铁产能目前约为 490 万吨

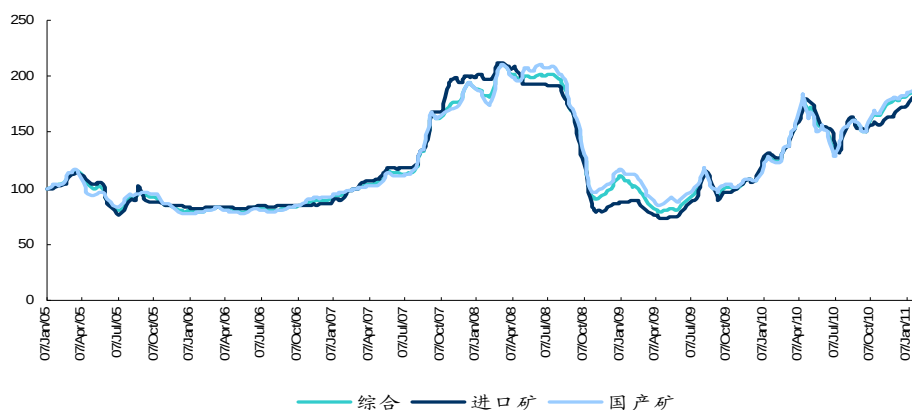
钢铁产能分布	股权比例	产品规格	产能
新兴铸管本部	100%	螺纹钢 2 条线 180 万吨， 高线 60-70 万吨	铁水 320 万吨（1*460 立+2*420 立+1*308 立+1*580 立）， 240 万吨钢，220-230 万吨钢材
芜湖新兴铸管	100%	优特钢、螺纹钢	铁水 140 万吨（1*360 立+2*250 立），120 万吨材
新疆金特	48%	高强度建材，线棒材	150 万吨（2010 年预计生产 90 万吨）
合计产能			490 万吨

资料来源：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。

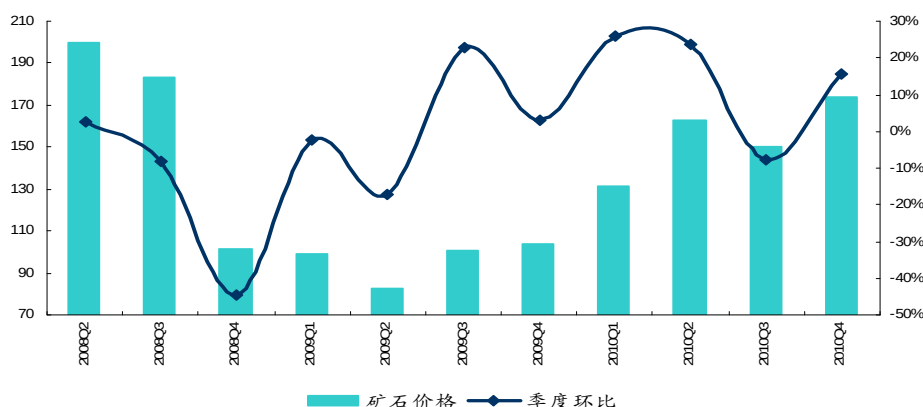
由于采购及实际交货周期的影响，与政府部门签订的闭口供货合同使得公司铸管产品具有在成本上涨时出现受损，在成本下跌时获得额外收益的特点。4 季度成本环比 3 季度有所上涨，预计球墨铸铁管业务环比可能略有下降。

图 4：4 季度矿石价格继续上涨



资料来源：Mysteel，公司资料，长江证券研究部

图 5：4 季度矿石价格均价环比 3 季度小幅上涨



资料来源：Mysteel，公司资料，长江证券研究部

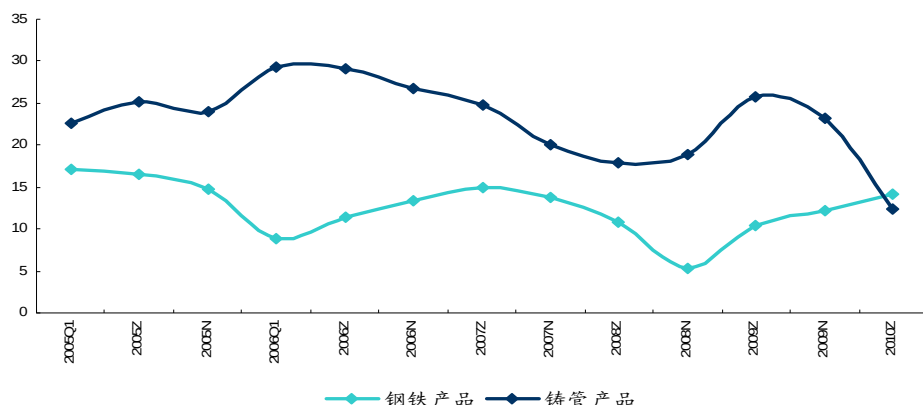
表 2：公司球墨铸铁管产能约为 180 万吨

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（60）	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

第二，现有业务保障盈利，业绩仍将处于高位

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 6：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

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算激进。

表 7: 钢铁产品对业绩的贡献预测

钢铁产品盈利预测	2009N	2010E	2011E	2012E
产品年产量 (万吨)	289.94	400	420	450
价格 (万元)	3,547	3,800	4,200	4,200
收入 (亿元)	102.84	152.00	176.40	189.00
毛利率	12.25%	12.00%	11.50%	11.00%
毛利 (亿元)	12.60	18.24	20.29	20.79
费用率	5.45%	5.50%	5.50%	5.50%

税前净利	6.99	9.88	10.58	10.40
所得税率	25%	25%	25%	25%
税后净利	5.24	7.41	7.94	7.80
EPS (元)	0.27	0.39	0.41	0.41

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 维持“推荐评级”

预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.70 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	37535	41526	45400	货币资金	4094	3754	4153	5532
营业成本	22352	33222	36480	39839	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2836	4313	5046	5562	应收账款	1286	1919	2123	2322
% 营业收入	11.3%	11.5%	12.2%	12.3%	存货	2370	3540	3887	4244
营业税金及附加	64	95	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	1239	1370	1498	流动资产合计	12296	15978	17639	20270
% 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	676	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	66	24	-8	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	5398	5571	5625
资产减值损失	132	93	30	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	2145	2769	3110	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.1%	5.7%	6.7%	6.9%	资产总计	17980	21777	23585	26263
营业外收支	56	0	0	0	短期贷款	2156	1291	311	0
利润总额	1350	2145	2769	3110	应付款项	3687	5472	6009	6562
% 营业收入	5.4%	5.7%	6.7%	6.9%	预收账款	1618	2402	2658	2906
所得税费用	299	536	692	778	应付职工薪酬	227	331	364	397
净利润	1051	1609	2077	2333	应交税费	-62	316	399	446
归属于母公司所有者的净利润	877.1	1332.3	1719.4	1931.4	其他流动负债	428	631	693	757
少数股东损益	174	277	357	401	流动负债合计	8054	10444	10433	11068
EPS (元/股)	0.46	0.70	0.90	1.01	长期借款	40	40	40	40
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	2	0	0	0
经营活动现金流净额	1016	1565	2476	2726	其他非流动负债	44	44	44	44
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	8140	10528	10517	11152
收回现金					归属于母公司	9414	10546	12008	13649
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	426	703	1060	1462
固定资产投资	-968	-775	-815	-754	股东权益	9840	11249	13068	15111
其他	-1224	0	0	0	负债及股东权益	17980	21777	23585	26263
投资活动现金流净额	-2193	-775	-815	-754	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	3488	0	0	0	EPS	0.458	0.695	0.897	1.008
银行贷款增加 (减少)	-58	-865	-980	-311	BVPS	4.91	5.50	6.26	7.12
筹资成本	523	-265	-282	-281	PE	19.39	12.76	9.89	8.80
其他	-1046	0	0	0	PEG	0.64	0.42	0.33	0.29
筹资活动现金流净额	2908	-1130	-1262	-593	PB	1.81	1.61	1.42	1.25
现金净流量	1731	-340	399	1380	EV/EBITDA	7.76	5.20	3.83	3.02
					ROE	9.3%	12.6%	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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。