

新兴铸管 (000778.SZ)

价值严重低估的钢铁产业一体化企业

冯刚勇 分析师

电话: 020-87555888-804

eMail: fgy@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010009

1、实施钢铁产业一体化发展战略

向上游积极布局铁矿、煤炭资源；中游做大做强铸管、普钢业务；向下游渗透高端铸锻件、特管、优特钢等深加工领域。

2、上游布局资源捷报频传

公司已控制1.5亿吨矿石、2.5亿吨煤炭储量，继续在西北地区开发资源，未来两三年公司矿石储量有望超过3亿吨，煤炭储量超过5亿吨。

3、下游渗透钢材深加工如火如荼

径向锻造、精密锻造等高端铸锻件已逐步投产并贡献盈利；高端不锈钢将于2011年5月投产，2012年有望产出核电管；优特钢项目已经达产，盈利好于普钢。预计三块深加工业务2011、2012年分别贡献EPS: 0.23元、0.39元。

4、传统业务继续做大做强

铸管产品市场地位稳固，以优化产品结构为主，做强重于做大，盈利已有回升趋势；普钢业务重点向盈利更好的新疆地区扩张，2011~2013年普钢产能分别为：600万吨、720万吨、980万吨，到2013年将成为千万吨级钢厂。

5、公司价值严重低估

我们预测，2011~2013年EPS分别为：1.04元、1.46元、2.03元。结合各项业务所占收入比重和各自估值，计算出合理PE在12X~15X，考虑未来两年高业绩和高成长，我们认为公司价值在15~18元。目前仅10.35元，价值严重低估。

投资建议-买入

目前股价仅为 10.35 元，对应 2011 年 PE10X，2012 年 PE7X，价值明显低估。我们维持“买入评级”，12个月内目标价 18 元。

股价催化剂：资源持续注入的时间性机会；核电等高端特管投产且订单良好，高端产品盈利可能超预期；2012 年公司可能有融资需求。

风险提示：成本压力过大；资源放量生产不确定性；高端产品盈利不确定性。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	25188.19	37620.74	48393.75	60244.65	74475.96
增长率(%)	22.57%	49.36%	28.64%	24.49%	23.62%
EBITDA(百万元)	2050.55	2525.46	3893.24	5102.31	6707.21
净利润(百万元)	877.08	1350.68	1989.88	2804.78	3899.77
增长率(%)	74.02%	54.00%	47.32%	40.95%	39.04%
每股收益(元)	0.59	0.70	1.04	1.46	2.03
市盈率	20.90	12.67	9.95	7.097	5.10
市净率	1.98	1.64	1.57	1.28	1.02
EV/EBITDA	8.01	7.46	5.51	4.12	2.94

数据来源: 新兴铸管股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	10.35
目标价格(元)	18.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	6.81%	9.32%	12.69%
沪深 300	-1.30%	-1.04%	-2.37%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	1,916.87/1,352.23
主要股东:	新兴际华集团有限公司
主要股东持股比例	49.33%

财务比率

ROE	12.86%
ROA	8.81%
资产负债率	54.82%
每股净资产(元)	5.48
2010 年报数据	

目录索引

一、实施钢铁产业一体化发展战略.....	4
二、上游布局资源捷报频传.....	5
(一) 收购铁矿石资源进展顺利.....	5
(二) 开发西北地区煤炭资源潜力巨大.....	7
三、下游渗透钢材深加工如火如荼.....	8
(一) 募投高端铸锻件项目陆续投产并贡献盈利.....	8
(二) 特管项目即将投产, 2012年有望产出核电管.....	11
(三) 优特钢已达产, 盈利良好.....	12
四、传统业务继续做大做强.....	12
(一) 铸管产品控制规模, 盈利回升.....	12
(二) 普钢业务重心转向前景更好的新疆市场.....	14
五、公司价值严重低估.....	15
(一) 盈利预测-2011年EPS有望达到1元.....	15
(二) 公司估值-价值严重低估.....	17
六、投资建议-买入.....	18
风险提示.....	18

图表索引

图1: 新兴铸管发展战略.....	4
图2: 新兴铸管及子公司股权结构明细.....	5
图3: 新兴铸管控制铁矿石资源情况.....	6
图4: 新兴铸管控制煤炭资源情况.....	7
图5: 芜湖新兴径向锻造工艺流程图.....	9
图6: 芜湖新兴汽车和工程机械零部件精密锻造工艺流程图.....	10
图7: 新兴特管公司股权结构图.....	11
图8: 公司铸管和钢材产品工艺流程图.....	13
图9: 全球和中国球墨铸管需求量.....	13
图10: 公司铸管销量和市场占有率.....	13
图11: 2001年至今公司铸管价格和毛利变动情况.....	14

表1: 新兴铸管铁矿石产量及盈利预测.....	6
表2: 新兴铸管煤焦产量及盈利预测.....	8
表3: 公司铸管产能分布及扩产情况.....	14
表4: 公司钢材产能分布及扩产情况.....	15
表5: 2011~2013年公司产品产量预测.....	16
表6: 2011~2013年公司产品价格预测.....	16
表7: 2011~2013年公司产品毛利预测.....	16
表8: 2011~2013年公司盈利预测.....	17
表9: 公司合理PE和价值测算.....	17

公司主要投资看点

我们认为新兴铸管主要有五大投资看点：

1、实施钢铁产业一体化发展战略：向上游积极布局铁矿、煤炭资源；中游做大做强铸管、普钢业务；向下游渗透高端铸锻件、特管、优特钢等深加工领域。

2、上游布局资源捷报频传：公司已控制1.5亿吨矿石、2.5亿吨煤炭储量，继续在西北地区开发资源，未来两三年公司矿石储量有望超过3亿吨，煤炭储量超过5亿吨。

3、下游渗透钢材深加工如火如荼：径向锻造、精密锻造等高端铸锻件已逐步投产并贡献盈利；高端不锈钢将于今年5月投产，2012年有望产出核电管；优特钢项目已经达产，盈利好于普钢。预计三块深加工2011、2012年分别贡献EPS：0.23元、0.39元。

4、传统业务继续做大做强：铸管产品市场地位稳固，以优化产品结构为主，做强重于做大，盈利已有回升趋势；普钢业务重点向盈利更好的新疆地区扩张，2011~2013年普钢产能分别为：600万吨、720万吨、980万吨，到2013年将成为千万吨级钢厂。

5、公司价值严重低估：预计2011~2013年EPS为：1.04元、1.46元、2.03元。结合各业务所占收入比重和各自估值，计算出合理PE在12X~15X，考虑到未来的高业绩和高成长性，我们认为公司价值在15~18元。目前股价10.35元，价值严重低估。

一、实施钢铁产业一体化发展战略

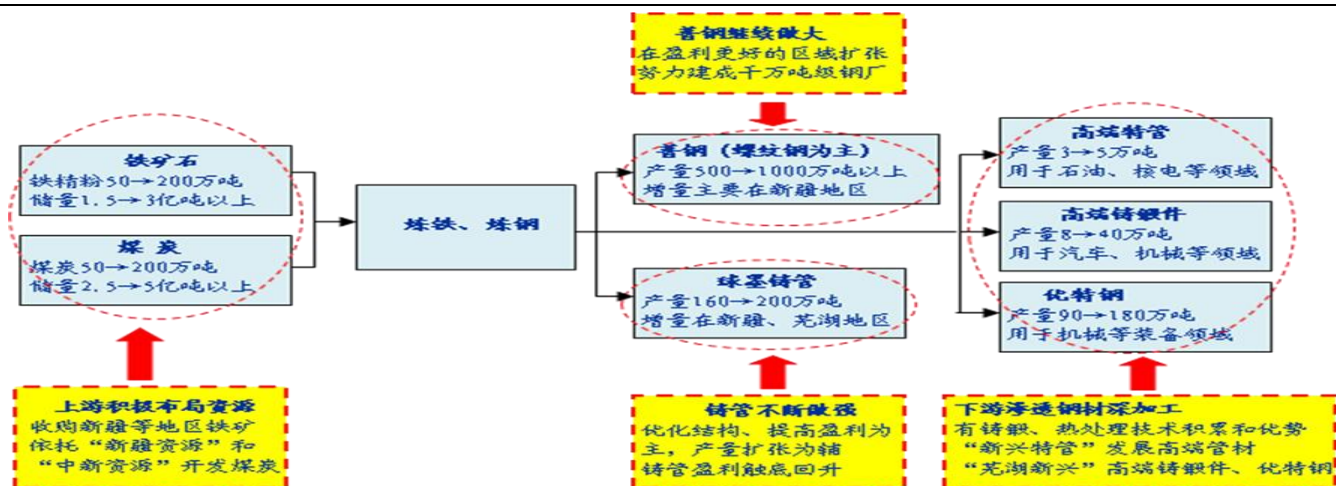
新兴铸管目前主营业务为离心球墨铸铁管及配套管件、钢铁冶炼及压延加工、铸造制品等。为了提高综合竞争力，确保企业可持续发展，公司决心实施钢铁产业一体化发展战略：**向上游积极布局铁矿、煤炭资源；中游做大做强铸管、普钢业务；向下游渗透高端铸锻件、特管、优特钢等深加工领域。**

上游积极布局资源：以控股的金特钢铁为依托，重点收购新疆区域铁矿资源；通过“新疆资源”公司和“中新资源”公司开发西北地区煤炭资源。

中游做大做强铸管、普钢：铸管产能扩张不多，做强为主；普钢扩张潜力大，重点在新疆地区。

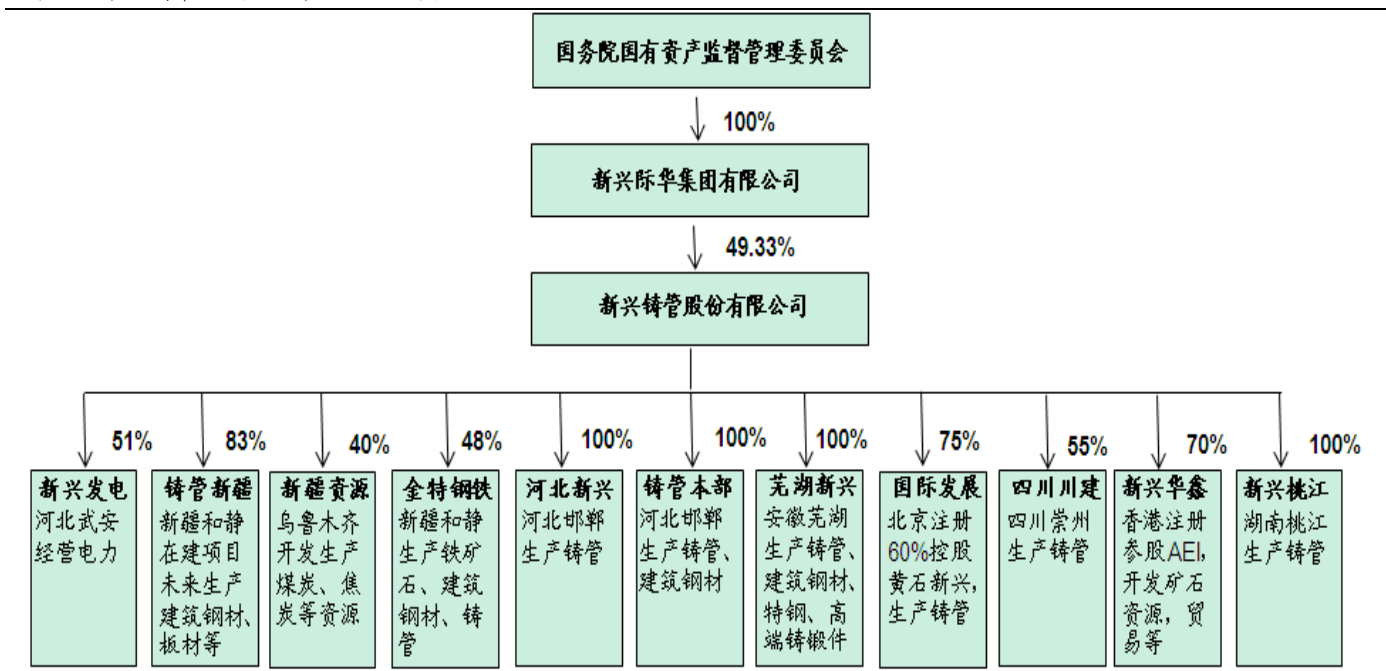
下游渗透钢材深加工：通过“新兴特管”公司涉足高端不锈钢管材领域；“芜湖新兴”重点发展高端铸锻件、优特钢领域。

图1：新兴铸管发展战略



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图2：新兴铸管及子公司股权结构明细



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

二、上游布局资源捷报频传

（一）收购铁矿石资源进展顺利

控制铁矿石超过1.5亿吨

公司控股48%的金特钢铁在新疆和静县整合矿石资源，控股70%的新兴-华鑫公司在加拿大控制了部分铁矿石资源。公司控制铁矿石权益储量超过1.5亿吨。

1、控股莫托萨拉铁矿

通过金特钢铁 100%控股莫托萨拉铁矿，该矿位于天山南侧的新疆维吾尔自治区和静县境内，储量 1752 万吨，目前具备 30 万吨铁精粉产能，2012 年扩产至 40 万吨，2013 年扩产至 50 万吨。

2、参股和合矿业查岗诺尔铁矿

通过金特钢铁 35%参股和合矿业查岗诺尔铁矿，该矿也位于和静县境内，储量约 5 亿吨，2011 年形成 100 万吨精粉产能，2012 年产能扩张至 200 万吨。

3、参股祥和矿业

2010 年 11 月 17 日公司与北京中能睿拓投资有限公司及上海坤翼投资管理有限公司就受让中能睿拓所持新疆金特祥和矿业开发有限公司 30%股权在北京签署相关合同，公司出资 7000 万元收购中能睿拓所持祥和矿业 30%股权。

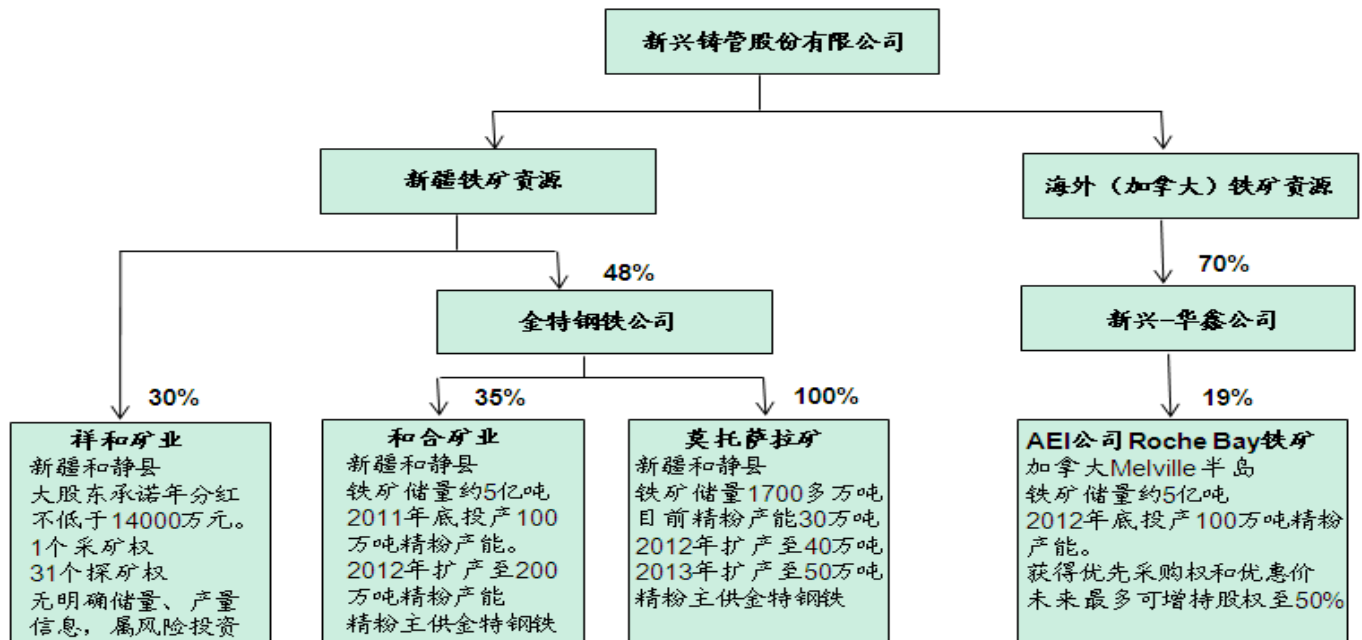
祥和矿业位于和静县巴仑台镇铁尔曼工业区，成立于 2006 年，主要经营矿石销售业务，目前合法拥有如下矿权：1 个铁矿采矿权，31 个探矿权，探矿权覆盖的面积约 3000 平方公里，主要涉及铁、铜、铅锌、煤炭等矿产资源。

作为祥和矿业控股股东，上海坤翼确保铸管股份持有祥和矿业 30%股权的年现金分红不低于 1400 万元，保证期从 2011 年度开始，2016 年开始取消保证期。

4、参股加拿大Melville 半岛Roche Bay铁矿

通过新兴-华鑫公司 19%参股加拿大 AEI 公司，共同开发 Melville 半岛 Roche Bay 铁矿，储量约 5 亿吨，2012 年形成 100 万吨精粉产能。

图3：新兴铸管控制铁矿石资源情况



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

表1：新兴铸管铁矿石产量及盈利预测

	201 E			2012E			2013E		
	产能	产量	权益产量	产能	产量	权益产量	产能	产量	权益产量
莫托萨拉铁矿(48%)	30	28	14.4	40	32	15.4	50	0	19.2
和合铁矿(16.8%)	100	20	3.4	200	100	17	200	160	7.2
Roche Bay 铁矿(13%)	0	0	0	100	10	1.3	100	80	10.6
铁精粉合计（万吨）	130	48	17.8	340	142	33.7	350	280	7
吨精粉净利（元/吨）	12			120			120		
铁精粉盈利（万元）	2136			4044			6840		
祥和矿业分红（万元）	1400			1400			1400		
铁矿石总盈利（万元）	3536			5444			8240		
贡献 EPS（元）	0.02			0.03			0.04		

数据来源：广发证券发展研究中心

未来将控制更多铁矿石资源

公司目前在新疆地区考察多个铁矿，在适当的时机将继续收购铁矿资源。此外，公司与AEI有协议保证，新兴-华鑫公司最多可增持AEI股票至50%，那么可控制的资源量将会大增。我们预计未来2、3年内，公司铁矿石权益储量可能超过3亿吨，铁精粉产量可能达到200万吨。

表2：新兴铸管煤焦产量及盈利预测

	2 11E			2012E			2013E		
	产能	产量	权益产量	产能	产量	权益产量	产能	产量	权益产量
国际煤焦化（40%）	120	100	40	200	120	48	250	150	60
阜康煤矿（20%）	90	20	4	200	100	20	200	180	36
后峡煤矿（20%）	90	20	4	200	120	2	300	200	40
煤炭合计（万吨）	300	140	48	600	340	92	750	530	136
吨煤炭净利（元/吨）	200			200			200		
煤炭盈利（万元）	9600			18400			27200		
国际煤焦化（40%）	70	60	24	140	70	8	140	120	48
阜康煤矿（20%）	0	0	0	100	20	4	100	100	20
焦炭合计（万元）	70	60	24	240	90	32	240	220	68
吨煤炭净利（元/吨）	80			80			80		
煤炭盈利（万元）	1920			2560			5440		
煤焦总盈利（万元）	11520			20960			32640		
贡献 EPS（元）	0.06			0.11			0.17		

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

“中新资源”开发煤炭潜力巨大

公司于2011年1月19日与中信信托签署了《出资协议》。按照出资协议，中信信托向中新资源出资6000万元，占中新资源注册资本的60%；本公司向中新资源出资4000万元，占中新资源注册资本的40%。中新资源将充分利用各方现有资源，采用市场运作模式，通过对国内相关矿产资源的投资，实现矿产资源的开发，使投资各方获得满意的投资回报。

目前“中新资源”正在青海等西北地区运作煤炭项目，已取得阶段性进展，有望在年内取得突破，届时公司煤炭资源量将大增。我们预计未来控制的煤炭权益储量可能超过5亿吨。

三、下游渗透钢材深加工如火如荼

新兴铸管依托自身在铸锻、热处理工艺方面的技术积累，逐步向下游渗加工领域渗透，主要在高端铸锻件、高端特管、优特钢三个领域实现了突破。

（一）募投高端铸锻件项目陆续投产并贡献盈利

公司高端铸锻件产品主要分为三块：3.6万吨径向锻造、8万吨汽车和工程机械零部件精密锻造、20~40万吨大型铸锻件。其中径向锻造和精密锻造是公司2009年定向增发募投项目，大型铸锻件是芜湖新兴“十二五”规划重点项目。

3.6万吨径向锻造项目已顺利投产

本项目在芜湖新兴生产厂区新建生产厂房及配套辅助设施，建筑面积18300 平方米；购置车底式加热炉、环形燃气加热炉、径向锻机等主要生产设备45 台（套）。项目已与2010年底投产，产能为3.6 万吨径向锻造产品，预计2011~2013年产量分别为：3万吨、3.2万吨、3.5万吨。

1、产品市场前景广阔

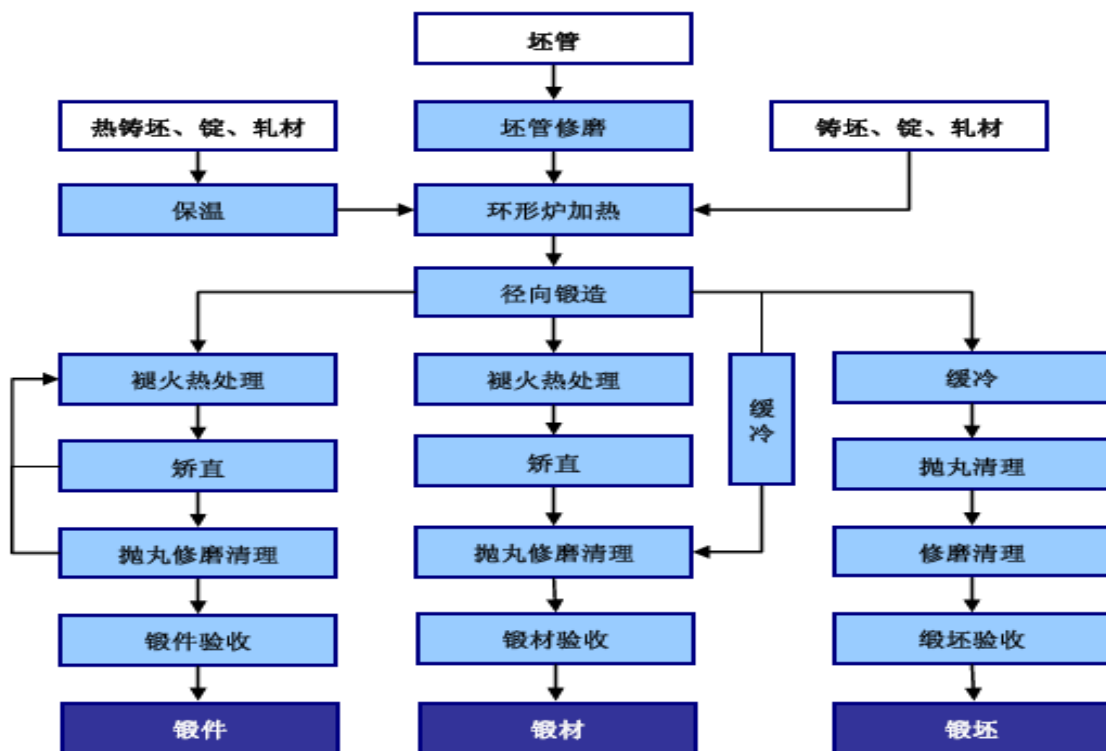
随着来国民经济快速发展，能源需求日益增长，电力行业的进入了快速发展阶段，现在燃煤电站的建设基本是超临界及超超临界机组，厚壁无缝钢管在此领域有比较好的市场。与此同时，我国轨道交通处在高速发展的阶段，总投资额超过万亿元，将带动火车车轴等轴件类产品的需求；汽车、机械、军工、石油化工等领域同样处在一个高速发展阶段，公司生产长型板材、圆棒、多边形棒材及管材也有很广阔的市场空间；特钢领域的高端市场，高合金钢、高速钢、特种合金如镍合金、钛合金等材料的开坯能力不足，有较大的市场空间。

由于大口径厚壁无缝钢管制造工艺复杂，国内能够生产的厂家不多，产量远不能满足国内需求，80%以上需要进口。2010 年国内大口径无缝钢管的年需求约25 万吨，预计2012年需求量超过30万吨，而国内目前生产能力仅约5 万吨，市场前景广阔。

2、公司技术水平领先

芜湖新兴充分利用在离心铸造方面的优势，已研究开发出离心铸钢管坯-径向锻造大口径无缝钢管新工艺。目前芜湖新兴技术中心实现了大口径厚壁无缝钢管生产工艺研究的突破性进展，该工艺属国内外首创；并已进行了工业化试验，与传统的无缝钢管生产工艺相比，具有投资省，金属回收率高，生产成本低等优点。

图5：芜湖新兴径向锻造工艺流程图



数据来源：公司定向增发招股说明书、广发证券发展研究中心

3、产品赢利将稳步提高

公司在招股说明书上列出，项目达产后，正常年可新增营业收入55385万元，净利润9948.1万元，对应销售价格约1.5万元/吨，净利润2800元/吨。

我们认为在投产初期，多为初级产品，盈利能力不是太强，但后期随着产品档次提高，盈利能力将明显改善。预计2011~2013年吨净利1000元、2500元、2800元，对应净利润3000万元、8000万元、8960万元，贡献EPS为：0.02元、0.04元、0.05元。

8万吨汽车和工程机械零部件精密锻造项目将于2012年投产

公司利用生产的各种优特钢连铸坯、铸锭及轧材做原料，在芜湖新兴现有厂区内新建18000平方米生产厂房，购置热模锻压力机、热模精锻机、锻造机械手、轧辊机、连续式中频感应加热炉等主要生产设备103台（套），并配套必需的辅助公用工程、设备，实现年产8万吨的汽车及工程机械用精密铸造零部件目标，主导产品包括曲轴、前轴、齿轮、连杆、转向节臂等锻件。该项目将于2012年下半年投产，产能8万吨，预计2012、2013年产量分别为2万吨、7万吨。

1、下游需求强劲

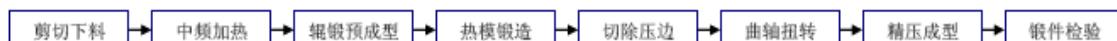
20世纪90年代以来，我国汽车产业发展势头强劲，产量实现三次突破。由1992年突破百万辆大关，到2000年跨过200万辆大关，2010年国内汽车产量突破1000万辆，未来5~10年内，中国将成为世界最大、增长最快的国际汽车市场。我国现有工程机械生产企业2000家左右，其中年销售额在亿元以上的企业有73家。随着我国基础设施建设及工业的飞速发展，工程机械也呈高速发展态势。

2、工艺技术有保障

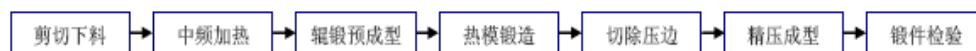
芜湖新兴长期从事各类钢材的铸造锻压，在建成离心球墨铸铁管和制造用钢生产基地的基础上发展锻造生产，延伸钢铁制品，开发市场需要的各类锻造产品。随着二轧以及管坯车间的投产，将能够提供多种规格，多种材质的可以延伸加工的坯料，如：二连铸的方坯和圆坯，二轧钢的轧制方坯和圆钢。芜湖新兴可利用原材料的优势延伸产业链，综合利用资源，调整产品结构，提高产品附加值，增强市场核心竞争力。

图6：芜湖新兴汽车和工程机械零部件精密锻造工艺流程图

① 曲轴锻造生产工艺流程图



② 前轴锻造生产工艺流程图



③ 齿轮精密锻造生产工艺流程图



④ 连杆、转向节臂等异型件锻造生产工艺流程图



数据来源：公司定向增发招股说明书、广发证券发展研究中心

3、产品逐步贡献盈利

据公司招股说明书所列，项目达产后，可新增营业收入85470万元，净利润8815.1万元，对应销售价格约1.1万元/吨，净利润1100元/吨。

我们预计2012、2013年吨净利800元、1100元，对应净利润1600万元、7700万元、贡献EPS为：0.01元、0.04元。

大型铸锻件是“十二五”重点项目

公司成熟运作径向锻造、精密锻造产品后，将积累更多的技术和经验，通过工艺和设备升级，逐步向大型铸锻件渗透，大型铸锻件主要用于重型机械行业，需求旺盛，市场前景广阔。

2010年12月30日，新兴铸管发布公告：全资子公司芜湖新兴铸管有限责任公司为进一步加快发展，充分利用芜湖市三山工业园区的区位优势 and 便利的交通条件，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。

根据公司“十二五”规划，2013年将形成15万吨大型铸锻件产能，如果市场允许，未来可能扩产至40万吨。

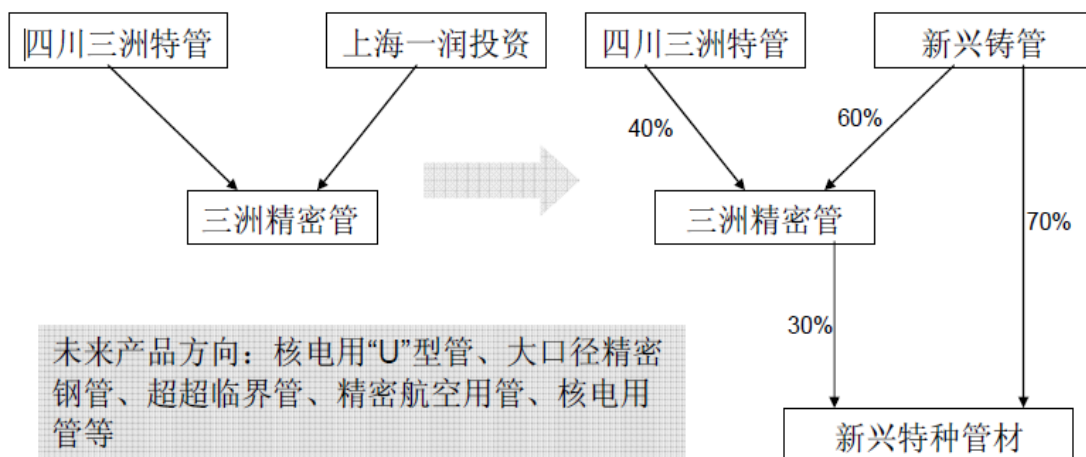
大型铸锻件售价在2万元/吨左右，净利约3000元/吨，15万吨净利润4.5亿元，贡献EPS约0.24元。40万吨产品可贡献业绩0.64元。

（二）特管项目即将投产，2012年有望产出核电管

与三洲特管联姻优势互补

2011年1月22日，公司发布公告：新兴铸管股份有限公司于2011年1月19日与四川三洲特种钢管有限公司在北京签署了《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框架协议》，约定对三洲特管所属四川三洲精密钢管有限公司资产及本公司所属在建复合钢管项目之相关特管资产进行重组。通过资产重组进行全面合作，共同发展高等级特种钢管和精密钢管，包括双金属复合钢管、各类不锈钢管、高合金管及U型管等。新兴铸管实际控制新兴特管88%股权。

图7：新兴特管公司股权结构图



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

我们认为是优势互补促成了双方的合作。

1、新兴铸管在熔炼和热处理方面经验丰富，技术水平国内领先。公司已经成功开发出双金属复合管，该产品可替代常规特管。

2、三洲特管在核电特管生产方面具有很强的技术实力，并取得了良好的业绩。而新兴铸管挤压钢管产品起步晚，技术相对薄弱，缺少大口径管及核电管资质。

3、可减少竞争，共拓高端市场。三洲精密筹划新建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轧冷拔生产线的产品大纲一致，同时三洲精密管坯需外购解决。马头工业区5万吨挤压管坯可同时供应新兴特管和三洲精密，可扩大产品范围及规格，减少投入，实现资源及技术的共享及产品的互补，提高产品的竞争力及经济效益的最大化。

新兴铸管本部提供熔炼能力，马头基地新增5万吨管材挤压产能，后续产品分两部分，一部分在马头基地继续后续热处理及冷加工，另一部分由三洲精密管后续处理。

项目即将投产，产品档次逐步提升

2010年公司的熔炼产能已到位，挤压暂时由长城特钢代工，可年产量双金属复合管5000-10000吨。

我们实地考察了马头基地的建设情况，已进入设备安装调试阶段，预计2011年5月逐步投产，最初产品以管坯和双金属符合管为主，而更高端的产品2012年才能出来。

公司准备从石油管入手，逐步向核电管过渡，预计2012年中可产出核电管，2013年有望产出核电蒸发器U型管。

目前，双金属复合管净利约6000元/吨。我们预测公司高端不锈钢管2011~2013年净利润分别为6000元/吨、8000元/吨、10000元/吨。预计2011~2013年权益产量0.7万吨、3万吨、4.4万吨，可实现净利润4200万元、24000万元、44000万元，可贡献EPS分别为：0.02元、0.13元、0.24元。

（三）优特钢已达产，盈利良好

新兴铸管优特钢来自芜湖新兴，产品主要包括管坯和棒材。目前管坯产能50万吨，棒材产能40万吨。根据公司“十二五”规划，借助三山新基地的建设，优特钢将扩产至180万吨，其中管坯100万吨，棒材80万吨。

目前管坯毛利500多元，棒材毛利700多元，综合考虑优特钢净利为400元/吨左右。我们预测2011~2013年优特钢产量为：90万吨、100万吨、120万吨，对应净利润：3.6亿元、4.0亿元、4.8亿元，可贡献EPS分别为：0.19元、0.21元、0.25元。

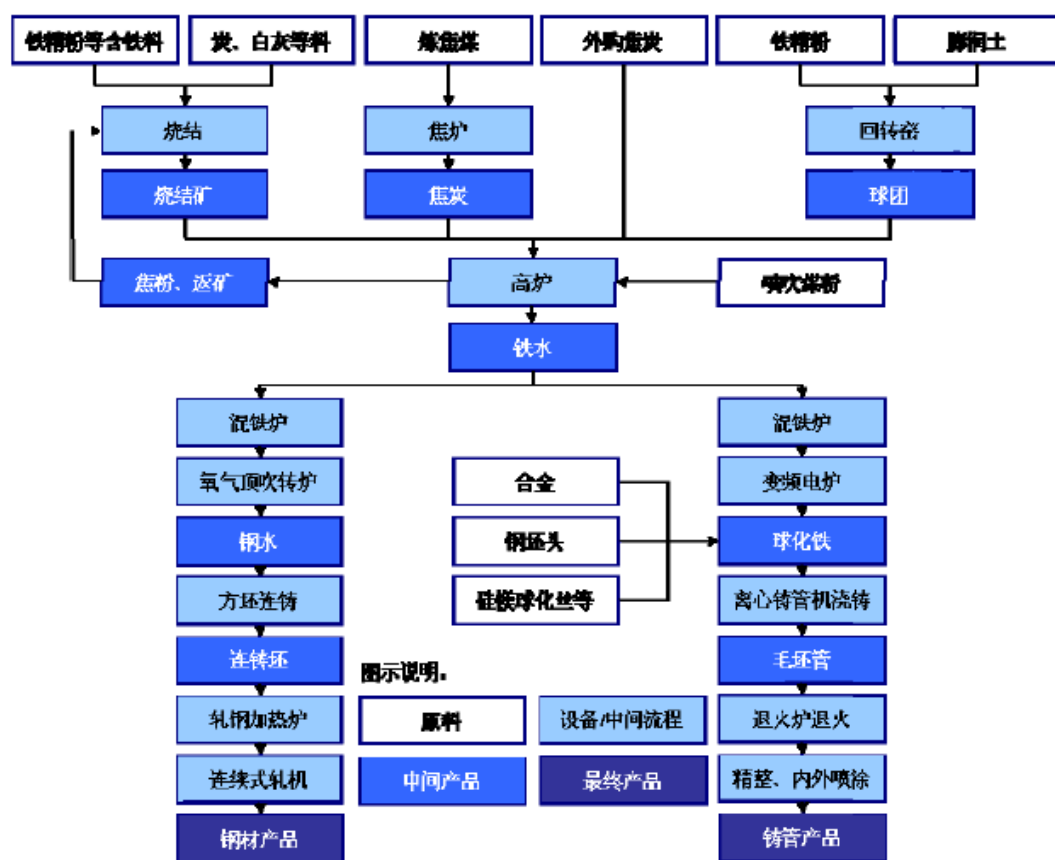
四、传统业务继续做大做强

（一）铸管产品控制规模，盈利回升

市场地位稳固，做强重于做大

离心球墨铸铁管广泛用于城镇供水输气，属于为城镇基础公用事业服务的行业。公司的离心球墨铸铁管生产、技术、质量居世界领先水平，产品生产规模居世界前列。全球范围内，公司的主要竞争对手为法国圣戈班和日本久保田。

图8：公司铸管和钢材产品工艺流程图



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

2010年全球球墨铸铁管需求量约1050万吨，中国需求量约338万吨，公司球墨铸管销量152.02万吨，市场占有率45%。公司从2005年至今，铸管国内的市场份额在45%~50%。

图9：全球和中国球墨铸管需求量（单位：万吨）

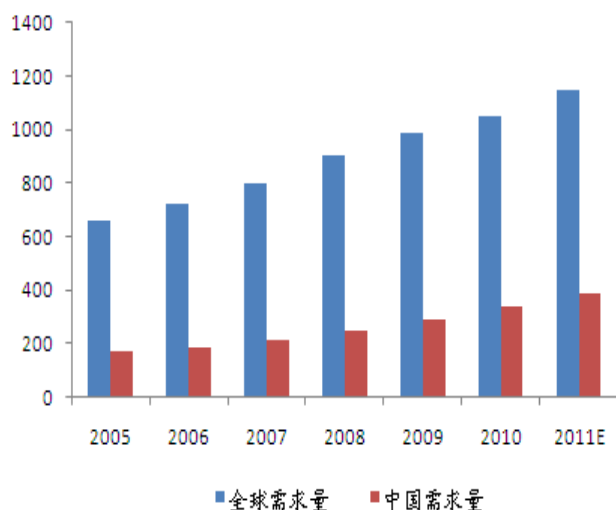
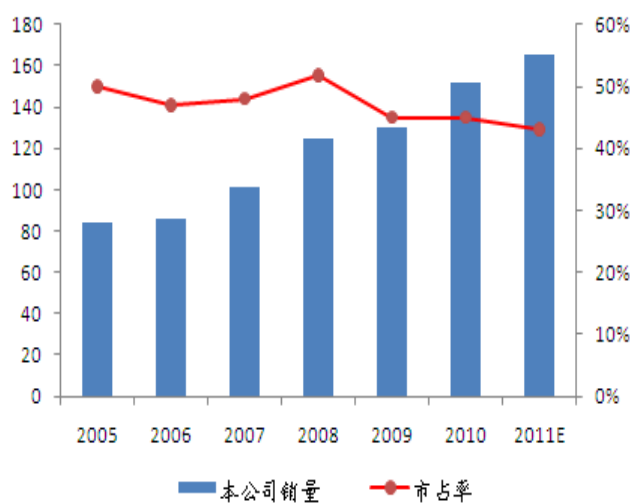


图10：公司铸管销量和市场占有率（单位：万吨，%）



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

目前公司铸管产能在180万吨左右，到2012年将扩产至200万吨，增量主要来自芜湖新兴和新疆金特钢铁。此后，产能将不再增加，主要任务是优化产品结构，多生产盈利能力高的产品，如大口径球墨铸管。

表3：公司铸管产能分布及扩产情况（单位：万吨）

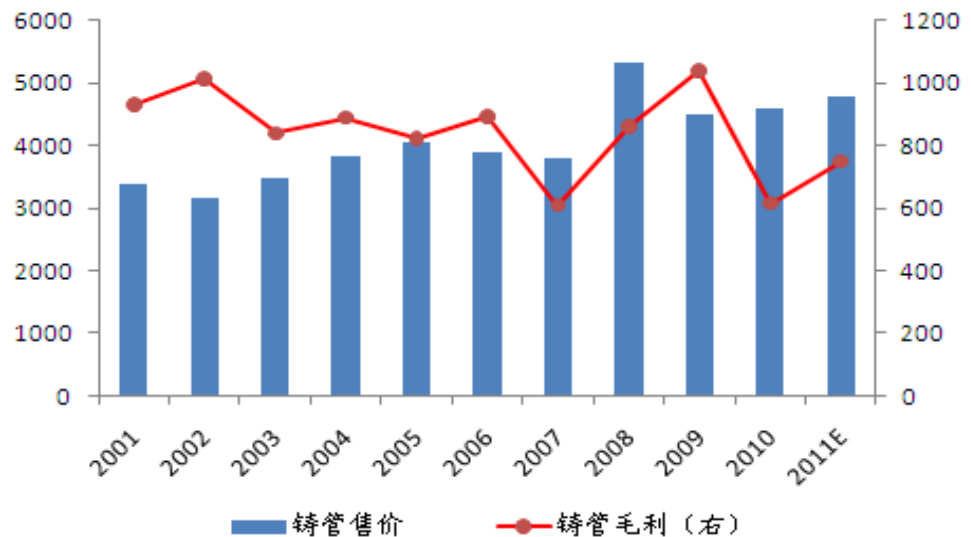
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
新兴铸管本部（100%）	70	70	70	70	70	70
芜湖新兴铸管（100%）	50	50	60	60	60	60
黄石新兴管业（45%）	40	40	40	40	40	40
四川川建管道（55%）	15	15	15	15	15	15
桃江新兴铸管（100%）	2	2	5	5	5	5
新疆金特钢铁（48%）	0	10	10	10	10	10
铸管总产能	177	187	200	200	200	200

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

铸管盈利有望回升

2001 年至今，公司铸管毛利一般在 800~1000 元/吨，2010 年铸管成本涨幅明显高于铸管价格涨幅，导致毛利下滑至 616 元/吨。2011 年，铸管订单饱满销售顺畅，总体经营环境好于去年，铸管盈利已有回升迹象，预计 2011 年毛利为 720 元/吨。

图11：2001年至今公司铸管价格和毛利变动情况（单位：元）



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（二）普钢业务重心转向前景更好的新疆市场

目前公司生产普通钢材均为建筑钢材，有三大生产基地：铸管本部、芜湖新兴、新疆金特钢铁，目前正在建设第四大普钢基地—新兴铸管新疆公司。其中新疆金特钢铁盈利明显好于其它地区，因此未来公司普钢产能增长主要来自新疆。我们判断，“十二五”期间，公司普钢产能将达到千万吨级。

铸管本部保持产能稳定

本部有普钢产能250万吨，均为建筑钢材，2010年产量220万吨，产能尚未充分利用，未来可能不会扩产。预计2011~2013年产量分别为：230万吨、240万吨、250万吨。

芜湖新兴建材产能扩张潜力大

芜湖新兴目前有100万吨螺纹钢产能，2010年产量为76万吨。结合三山新区建设，芜湖新兴螺纹钢产能将扩产至120万吨，预计2012年投产；新建110万吨高线，预计2013年投产。预计2011~2013年产量分别为：100万吨、110万吨、150万吨。

金特钢铁仍有扩产空间

金铁钢铁目前产能150万吨，均为建筑钢材，2010年产量为85万吨，由于季节性因素，新疆地区钢厂难以维持全年满负荷运转。未来产能可能扩到200万吨，均为建材。预计2011~2013年产量分别为：110万吨、120万吨、130万吨。

新兴铸管新疆公司是重头戏

2010年11月8日，公司发布公告：新兴铸管股份有限公司于2010年11月17日与新兴铸管新疆有限公司和新疆金特钢铁股份有限公司签署了增资重组铸管新疆的《增资重组经营协议》。一期增资后，铸管新疆注册资本变更为人民币2亿元；二期增资完成后，铸管新疆注册资本为人民币5亿元。增资完成后，铸管股份持有铸管新疆67%的股权，新疆金特持有铸管新疆33%的股权。新兴铸管实际控股“铸管新疆”公司83%的股权。

2010年12月26日至12月29日，新兴铸管新疆有限公司在和静工业园300万吨特钢项目指挥部举行主体工程施工项目招标会。中标单位已于2011年元月上旬与新兴铸管新疆有限公司签订工程施工合同，在元月上旬进驻施工现场进行施工临建的搭设，为工程开工做准备，并将于2011年2月下旬正式开工建设。预计2011年底可形成100万吨产能，2012年扩至200万吨，2013年扩至300万吨。一期产品以建筑钢材为主，二、三期也可能生产部分板材。

预计铸管新疆公司2012、2013年产量分别为：100万吨、200万吨。

我们判断新兴铸管未来两年普钢产能将快速增长，到2013年将成为千万吨级钢厂。预计2011~2013年普通钢材产能分别为：600万吨、720万吨、980万吨。

表4：公司钢材产能分布及扩产情况（单位：万吨）

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
新兴铸管本部（100%）	250	250	250	250	250	250
芜湖新兴铸管（100%）	100	100	120	230	230	230
新疆金特钢铁（48%）	150	150	150	200	200	200
铸管新疆公司（83%）	0	100	200	300	300	300
普通钢材总产能	500	600	720	980	980	980

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

五、公司价值严重低估

（一）盈利预测-2011年EPS有望达到1元

产量预测

表5：2011~2013年公司产品产量预测（单位：万吨）

	2010A	2011E	2012E	2013E
普通钢材	381	440	570	730
球墨铸管	152	162	168	181
优特钢	38	90	100	120
高端不锈钢管	0	0.8	3.5	5
径向锻造	0	3	3.2	3.5
精密锻造	0	0	2	7
大型铸锻件	0	0	0	5

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

价格预测

表6：2011~2013年公司产品价格预测（单位：元/吨）

	2010A	2011E	2012E	2013E
普通钢材	3728	4150	4400	4500
球墨铸管	4369	4750	4950	5100
优特钢	5250	5800	6200	6400
高端不锈钢管	—	60000	80000	100000
径向锻造	—	8000	13000	14000
精密锻造	—	—	8000	10000
大型铸锻件	—	—	—	18000

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

产品毛利预测

表7：2011~2013年公司产品毛利预测（单位：元/吨）

	2010A	2011E	2012E	2013E
普通钢材	536	540	550	540
球墨铸管	616	720	740	760
优特钢	630	750	800	860
高端不锈钢管	—	7200	9600	12000
径向锻造	—	1400	3250	3500
精密锻造	—	—	1200	1500
大型铸锻件	—	—	—	3600

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

公司盈利预测

根据我们的预测，2011~2013 年公司 EPS 分别为：1.04 元、1.46 元、2.03 元。

表8：2011~2013年公司盈利预测（单位：百万元，元）

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	25188	37621	48394	60245	74476
营业成本	22352	34336	43699	54159	66604
营业税金及附加	64	70	90	113	139
销售费用	828	908	1137	1398	1713
管理费用	451	495	557	602	633
财务费用	94	205	228	224	199
资产减值损失	132	53	52	20	19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	28	50	80	100	120
营业利润	1294	1605	2711	3829	5288
营业外收入	65	164	126	119	136
营业外支出	9	7	10	9	9
利润总额	1350	1763	2827	3939	5416
所得税	299	219	565	788	1083
净利润	1051	1545	2261	3151	4333
少数股东损益	174	194	271	347	433
归属母公司净利润	877	1351	1990	2805	3900
EBITDA	2051	2525	3893	5102	6707
EPS（元）	0.59	0.70	1.04	1.46	2.03

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（二）公司估值-价值严重低估

如何对新兴铸管这个业务分散、产品覆盖钢铁行业上中下游的公司进行估值呢？我们试图通过综合考虑各项业务估值法来还原公司投资价值。

根据各业务所占收入比重和各业务板块各自估值，计算得出公司 PE 在 12X~15X，考虑到未来两年的高业绩和高成长性，我们认为公司的合理价值在 15~18 元。目前股价仅 10.35 元，价值严重低估。

表9：公司合理PE和价值测算（单位：元）

	相关业务 PE	相关业务收入占比	权重 PE
普通钢铁股	10X~12X	57%~60%	6X~7.2X
铁矿石、煤炭资源股	15X~20X	7%~10%	1.5X~2.5X
优特钢、高端铸锻件	12X~15X	15%~20%	2.4X~3X
核电高端不锈钢管	25X~30X	7%~10%	2.5X~3X
新兴铸管		100%	11.4X~15.5X
	2011E	2012E	PE
EPS	1.04 元	1.46 元	12X~15X
公司价值	12.48~15.6 元	17.52~21.9 元	12X~15X

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

六、投资建议-买入

新兴铸管是我国铸管龙头企业，目前正在走钢铁行业产业一体化道路，上游布局资源，中游做大做强铸管、钢铁主业，下游渗透高端不锈钢管、高端铸锻件等深加工领域。未来业绩将高速增长。我们预计公司2011~2013年EPS分别为：1.04元、1.46元、2.03元。目前股价仅为10.35元，对应2011年PE10X，2012年PE7X，价值明显低估。我们维持“买入评级”，12个月内目标价18元。

公司股价催化剂因素：

- 1、持续收购铁矿石、煤炭等资源的事件性机会；
- 2、核电等高端产品投产和订单良好的事件性机会，以及高端产品盈利可能超预期；
- 3、公司后续深加工项目和铸管新疆公司300万吨钢铁项目需要大量资金，我们判断公司在2012年有融资需求，方式仍可能是定向增发，对业绩释放、股价表现是利好。

风险提示

公司主要面临的风险

- 1、原料价格大幅上升会挤占铸管、钢材盈利；
- 2、铁矿、煤炭资源的放量生产有不确定性；
- 3、高端产品的订单和盈利有不确定性。

资产负债表

单位：百万元

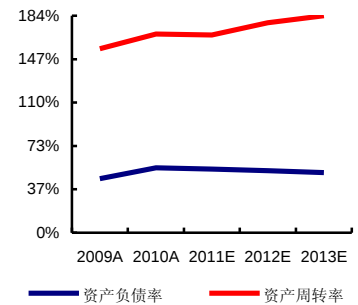
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	12,296	16,124	19,179	23,134	28,975
货币资金	4,094	3,546	3,824	4,253	5,563
应收及预付	5,832	8,614	10,994	13,684	16,893
存货	2,370	3,958	4,361	5,198	6,519
其他流动资产	0	5	0	0	0
非流动资产	5,684	10,583	11,872	13,647	15,327
长期股权投资	165	380	380	380	380
固定资产	4,663	7,062	7,400	7,623	8,009
在建工程	542	1,373	1,812	2,448	2,986
无形资产	223	1,470	2,082	2,999	3,756
其他长期资产	92	299	197	197	197
资产总计	17,980	26,707	31,051	36,781	44,302
流动负债	8,054	12,626	11,015	13,594	16,781
短期借款	2,156	3,571	0	0	0
应付及预收	5,898	9,044	11,015	13,594	16,781
其他流动负债	0	11	0	0	0
非流动负债	86	2,016	5,710	5,710	5,710
长期借款	40	1,710	1,710	1,710	1,710
应付债券	0	0	4,000	4,000	4,000
其他非流动负债	46	306	0	0	0
负债合计	8,140	14,642	16,725	19,304	22,491
股本	1,475	1,917	1,917	1,917	1,917
资本公积	4,723	4,777	4,777	4,777	4,777
留存收益	3,056	3,755	5,745	8,549	12,449
归属母公司股东权益	9,254	10,448	12,438	15,243	19,143
少数股东权益	426	1,565	1,836	2,183	2,616
负债和股东权益	17,820	26,655	30,999	36,730	44,251

利润表

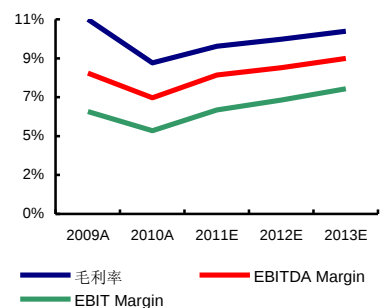
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	25188	37621	48394	60245	74476
营业成本	22352	34336	43699	54159	66604
营业税金及附加	64	70	90	113	139
销售费用	828	908	1137	1398	1713
管理费用	451	495	557	602	633
财务费用	94	205	228	224	199
资产减值损失	132	53	52	20	19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	28	50	80	100	120
营业利润	1294	1605	2711	3829	5288
营业外收入	65	164	126	119	136
营业外支出	9	7	10	9	9
利润总额	1350	1763	2827	3939	5416
所得税	299	219	565	788	1083
净利润	1051	1545	2261	3151	4333
少数股东损益	174	194	271	347	433
归属母公司净利润	877	1351	1990	2805	3900
EBITDA	2051	2525	3893	5102	6707
EPS (元)	0.59	0.70	1.04	1.46	2.03

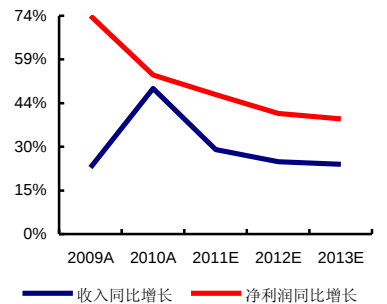
资产负债率趋势



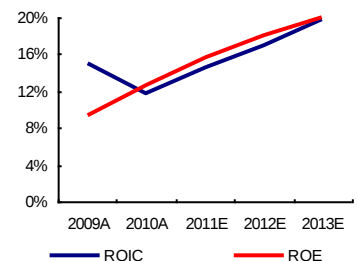
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

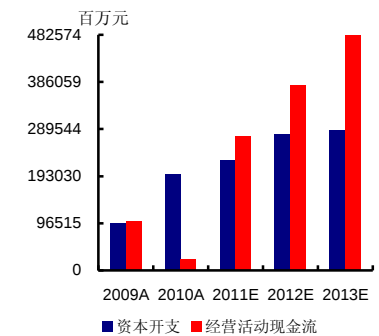
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,016	229	2,486	3,453	4,392
净利润	1,051	1,545	2,261	3,151	4,333
折旧摊销	558	713	983	1,130	1,321
营运资金变动	-777	-2,244	-869	-967	-1,362
其它	184	216	111	139	101
投资活动现金流	-2,193	-2,896	-2,177	-2,695	-2,753
资本支出	-968	-1,971	-2,257	-2,795	-2,873
投资变动	-1,204	-1,232	80	100	120
其他	-20	307	0	0	0
筹资活动现金流	2,908	1,843	-31	-329	-329
银行借款	3,068	5,241	-3,571	0	0
债券融资	-3,126	-2,975	3,864	0	0
股权融资	3,488	91	0	0	0
其他	-523	-514	-323	-329	-329
现金净增加额	1,731	-824	278	428	1,310
期初现金余额	2,363	4,094	3,546	3,824	4,253
期末现金余额	4,094	3,270	3,824	4,253	5,563

主要财务比率

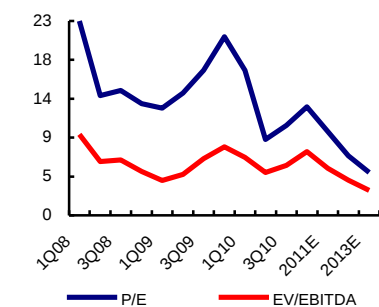
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	22.6%	49.4%	28.6%	24.5%	23.6%
营业利润	95.4%	24.0%	68.9%	41.3%	38.1%
归属于母公司净利润	74.0%	54.0%	47.3%	41.0%	39.0%
获利能力					
毛利率	11.3%	8.7%	9.7%	10.1%	10.6%
净利率	4.2%	4.1%	4.7%	5.2%	5.8%
ROE	9.5%	12.9%	16.0%	18.4%	20.4%
ROIC	15.3%	11.9%	14.9%	17.4%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	45.7%	54.9%	54.0%	52.6%	50.8%
净负债比率	-19.6%	14.4%	13.2%	8.4%	0.7%
流动比率	1.53	1.28	1.74	1.70	1.73
速动比率	1.14	0.79	1.16	1.10	1.13
营运能力					
总资产周转率	1.56	1.68	1.68	1.78	1.84
应收账款周转率	23.79	32.71	27.55	29.91	28.68
存货周转率	9.31	10.85	10.02	10.42	10.22
每股指标（元）					
每股收益	0.59	0.70	1.04	1.46	2.03
每股经营现金流	0.69	0.12	1.30	1.80	2.29
每股净资产	6.28	5.45	6.49	7.95	9.99
估值比率					
P/E	20.9	12.7	9.8	7.0	5.0
P/B	2.0	1.6	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	8.0	7.5	5.5	4.1	2.9

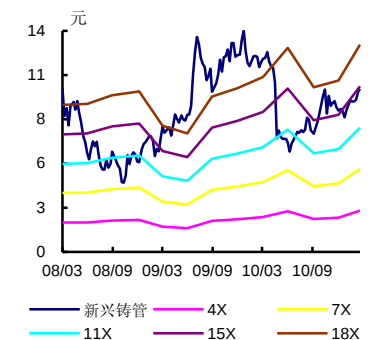
资本支出与经营活动现金流



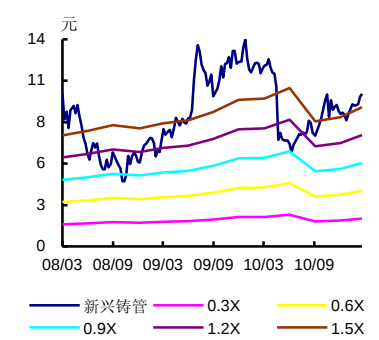
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发钢铁行业研究小组

冯刚勇，分析师，中国科学技术大学 MBA，具备多年大型钢厂生产、技术管理经验，2008 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

新兴铸管(000778.sz)_年报点评	冯刚勇	2011-03-06
新兴铸管(000708.sz)_季报点评	马涛	2010-10-26
新兴铸管(000778.sz)_中报点评	马涛	2010-08-11

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。