

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

铸管新疆进展加速, 一期 100 万吨有望提前释放

事件描述

新兴铸管今日发布了第五届董事会第二十三次会议决议公告, 主要决议如下: 1、审议通过了《新兴铸管新疆有限公司钢铁基地规划先期建设的议案》; 2、审议通过了《关于对新兴铸管新疆有限公司增资的议案》; 3、审议通过了《为新兴铸管新疆有限公司提供委托贷款或贷款担保的议案》; 4、审议通过了《关于新兴铸管股份有限公司在新疆合作申报整装勘探权议案》; 5、审议通过了《为新兴铸管(新疆)资源有限公司提供委托贷款的议案》; 6、审议通过了《关于向黄石新兴增资的议案》; 7、审议通过了《关于继续为川建管道提供贷款担保的议案》; 8、审议通过了《关于进行钢材、铁矿石、焦炭套期保值操作业务的议案》。

事件评论

第一, 铸管新疆 300 万吨建设项目一期有望提前完成释放, 产能 100 万吨, 品种主要为长材

2011 年 2 月 14 日, 巴州政府网公告, 铸管新疆 300 万吨特钢项目计划于今年开工, 将于 2013 年建成投产。

今日公司发布公告, 拟先期投入 27.48 亿元建设整体的原料场和一套从烧结到轧钢的全流程生产车间及相应的公辅设施, 主要产品为高速线材、棒材和型材等产品, 达产后年产量为 100 万吨钢, 建设期 2011~2012 年。

从项目的进展来看, 产能释放的时间将早于之前 2013 年的预期, 预计从 2012 年开始即可逐步释放产能。我们对钢铁业务的业绩贡献进行简单假设测算:

- ✓ 一期项目 100 万吨的建设期为 2011~2012 年, 考虑到建设完工后的设备调试, 假定 2011 年不会释放产量, 2012 年释放约 50%左右的产能。故假定 2011、2012 年产量为 494 万吨、550 万吨;
- ✓ 2013 年二期项目预计可按原定计划完工, 假定一期 100 万吨在 2013 年可满产, 二期项目在 2013 年仅能释放 50% 产能, 2014 年合计 300 万吨的项目可以完全达产。故假定 2013、2014 年产量为 700 万吨、800 万吨;
- ✓ 价格方面的假设在参考历史数据的同时, 采取谨慎原则, 2011 与 2012 年假定环比小幅上涨, 2013-2014 年份较远, 故我们暂时简单假定其维持不变;
- ✓ 2010 年公司钢铁业务毛利率为 14.23%, 保守假定 2011 年钢铁业务毛利率 14%, 2012-2013 年由于新项目需要承担较重的折旧等考虑, 假定毛利率下降为 13%, 2014 年重新假定为 14%;
- ✓ 费用率统一假定维持不变, 假定为 7.5%;
- ✓ 所得税率统一假定为 25%;

据此测算之下，可得 2011-2014 年公司钢铁业务对业绩的贡献分别为 0.50 元、0.49 元、0.62 元、0.83 元。

当然上述测算考虑的因素较为简单，与实际情况难免存在一定的出入。

表 1: 2011-2014 年钢铁业务的业绩贡献简单预测

钢铁产品盈利预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
产品年产量（万吨）	289.94	419.41	494	550	700	800
产量增量假设		129.47	74.59	56	150	100
价格（万元）	3,547	3,817	4,000	4,100	4,100	4,100
同比增幅		7.61%	4.79%	2.50%	0.00%	0.00%
收入（亿元）	102.84	160.09	197.60	225.50	287.00	328.00
成本（亿元）	90.24	137.31	169.94	196.19	249.69	282.08
毛利率	12.25%	14.23%	14.00%	13.00%	13.00%	14.00%
毛利（亿元）	12.60	22.78	27.66	29.32	37.31	45.92
费用率	8.17%	7.03%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
税前净利	4.20	11.53	12.84	12.40	15.79	21.32
所得税率	22%	12%	25%	25%	25%	25%
税后净利	3.27	10.09	9.63	9.30	11.84	15.99
EPS（元）	0.17	0.53	0.50	0.49	0.62	0.83

资料来源：公司资料，长江证券研究部

从历史数据来看，公司吨钢毛利基本维持在约 500 元的稳定水平上，不过由于新疆地区受益于区域高增长，吨钢盈利数据有可能会超越平均水平。

表 2: 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
2010N	419.41	160.09	137.31	14.23%	3,817	3,274	543

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

考虑 82.84% 的持股比例，对 300 万吨项目的盈利情况进行简单静态盈利预测敏感性假设结果如下：

假定一期 100 万吨项目完全释放，则业绩贡献的敏感性测试如下：

✓ 若吨钢净利达到 200 元，则可贡献 EPS 约为 0.07 元；

✓ 若吨钢净利达到 300 元，则可贡献 EPS 约为 0.11 元。

而二期 200 万吨项目完工之后，完全释放，则业绩贡献的敏感性测试如下：

✓ 若吨钢净利达到 200 元，则可贡献 EPS 约为 0.21 元；

✓ 若吨钢净利达到 300 元，则可贡献 EPS 约为 0.32 元。

表 3: 300 万吨特钢项目对应业绩测算

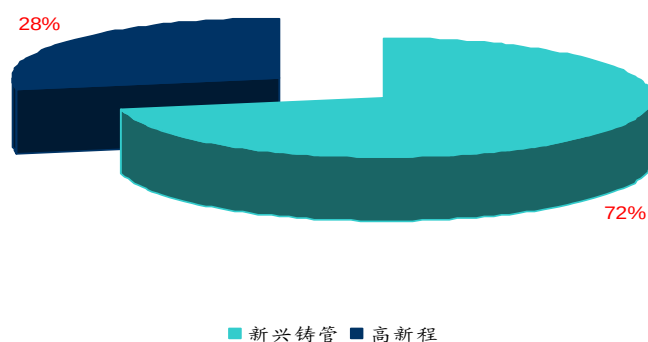
产量/吨钢净利	20	50	70	100	150	200	250	300	350	400
50	0.00	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.08	0.09
100	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.07	0.09	0.11	0.13	0.14
150	0.01	0.03	0.04	0.05	0.08	0.11	0.13	0.16	0.19	0.21
200	0.01	0.04	0.05	0.07	0.11	0.14	0.18	0.21	0.25	0.29
250	0.02	0.04	0.06	0.09	0.13	0.18	0.22	0.27	0.31	0.36
300	0.02	0.05	0.08	0.11	0.16	0.21	0.27	0.32	0.38	0.43

资料来源：长江证券研究部

第二，加强产业链延伸，公司组建兆融矿业加大对资源的勘探开发

同时，公司还公告称，为保证公司在新疆投资企业稳定的铁矿石原料来源，公司与高新程就共同投资在新疆乌鲁木齐市组建一个矿业公司达成初步意向，通过该矿业公司向国土资源部门申请整装探矿权，勘探开发铁矿石资源。新组建公司暂定名称为“新兴铸管新疆兆融矿业有限公司”（简称“兆融矿业”），计划注册资本 1000 万元，其中：新兴铸管出资 720 万元，持有其 72% 股权；高新程先生出资 280 万元，持有其 28% 股权。

图 1: 兆融矿业股权结构，新兴铸管占比 72%

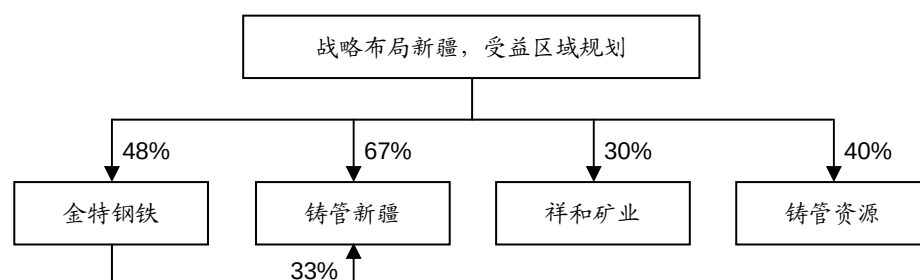


资料来源：公司资料，长江证券研究部

兆融矿业将以自己的名义申报整装区域勘察探矿权，并将作为今后探矿权的承接单位和组织勘察的实施单位。在勘察结束探明具备开采条件的矿石资源储量后，由兆融矿业在矿产所在县域设立全资矿业子公司，承接采矿权，开采铁矿石资源。加大对上游资源的掌控与积极战略发展新疆区域优势是公司“十二五”规划的重要战略目标，公司此举符合“十二五”战略目标的规划。

公司目前在新疆的布局主要有以下几个部分：

图 2: 公司积极战略布局新疆，目前新疆地区的钢铁及资源业务布局如下

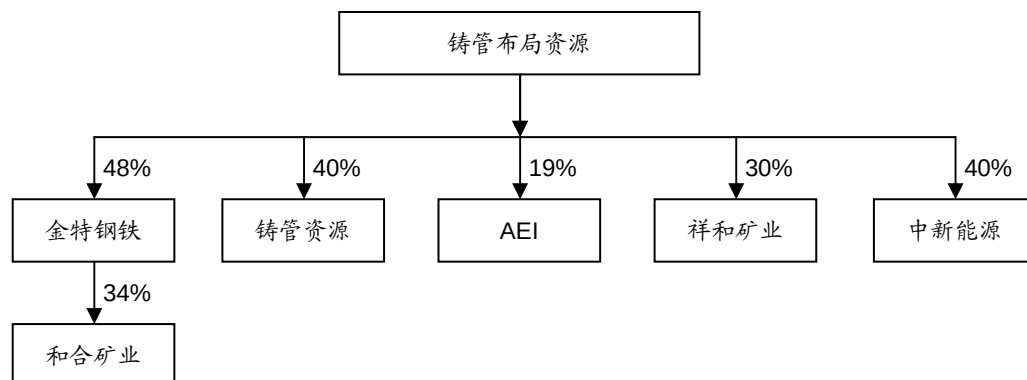


资料来源：公司资料，长江证券研究部

除积极布局新疆外，公司还努力进行产业链的延伸，努力加大资源的掌控：

- ✓ 新疆金特钢铁所拥有的部分矿产资源：和合矿业目前暂未投产，预计 2012 年开始释放产能，公司实际参股 34%，但享有 35%比例的分红权，产品主要供给金特钢铁使用。
- ✓ AEI 的投资：新兴-华鑫对 AEI 的持股比例为 19%。
- ✓ 祥和矿业：祥和矿业拥有 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。

图 3：新兴铸管加大资源掌控，目前布局的资源情况统计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

- ✓ 铸管资源：2010 年 1 月公司对铸管资源进行增资，增资后铸管资源实收资本 8 亿元，其中，铸管股份持股 40%，铸管集团持股 30%，国际实业持股 30%。在上述增资同时，由铸管资源依据协议约定重组国际实业全资子公司新疆国际煤焦化有限责任公司，重组后，铸管资源将持有煤焦化公司 100%的股权。
- ✓ 中新能源：为进一步提高本公司的矿产资源配置，公司与中信信托共同出资组建中新能源，本公司出资 4000 万元，占比 40%。

表 4：铸管资源各子公司一览

公司名称	注册资本(万元)	持股比例
新兴铸管(阿勒泰)资源发展有限公司	500	100%
新兴铸管沙湾矿业发展有限公司	500	80%
新疆新兴科工国际贸易有限公司	500	100%
新兴铸管（蒙古）有限公司	1801	100%
新兴铸管乌鲁木齐矿业投资有限公司	2,000	51%
新疆迎新工贸有限公司	612.25	51%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

虽然公司目前的资源掌控方面尚属初级阶段，但多项目齐头并进的推进方式使得我们相信在未来某个时点，资源方面会出现显著的进展，为公司带来额外的收益。

第三，维持“推荐”评级

由于铸管新疆新建项目的进度超出之前预期，因此我们小幅上调 2012 年业绩预测。预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.80 元和 0.94 元，考虑到当前资产盈利有保障且公司长期具备一定成长性，维持“推荐”评级。

表 5：公司目前钢铁产能 490 万吨，铸管新疆项目投产后，远期有望达到接近 800 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）
铸管新疆	82.84%	线材、棒材、型材、铸管、 无缝管、板材等	100 万吨（一期计划 2012 年可投产） 200 万吨（2013 年建设完工，预计 2013 投产）
合计产能			790 万吨

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 6：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	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

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	37621	45893	51825	58542	货币资金	3546	4589	5183	5854
营业成本	34336	41480	46764	52572	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3285	4414	5062	5971	应收账款	1349	1658	1873	2116
% 营业收入	8.7%	9.6%	9.8%	10.2%	存货	3958	4763	5370	6037
营业税金及附加	70	86	97	109	预付账款	2148	2608	2940	3305
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	5	7	8	9
销售费用	908	1101	1244	1405	流动资产合计	16124	19867	22421	25282
% 营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	可供出售金融资产	112	112	112	112
管理费用	495	597	674	761	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	长期股权投资	380	380	380	380
财务费用	205	245	231	188	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	固定资产合计	8494	8599	8682	8669
资产减值损失	53	0	0	0	无形资产	1437	1365	1297	1232
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	33	33	33	33
投资收益	50	0	0	0	递延所得税资产	101	0	0	0
营业利润	1605	2385	2816	3507	其他非流动资产	26	26	26	26
% 营业收入	4.3%	5.2%	5.4%	6.0%	资产总计	26707	30382	32951	35734
营业外收支	158	0	0	0	短期贷款	3571	3781	3083	1992
利润总额	1763	2385	2816	3507	应付款项	5052	6116	6895	7751
% 营业收入	4.7%	5.2%	5.4%	6.0%	预收账款	2366	2891	3265	3688
所得税费用	219	596	704	877	应付职工薪酬	295	373	420	472
净利润	1545	1789	2112	2630	应交税费	-87	27	32	39
归属于母公司所有者					其他流动负债	1429	1724	1943	2185
的净利润	1350.7	1526.4	1802.4	2244.4	流动负债合计	12626	14911	15638	16128
少数股东损益	194	262	310	386	长期借款	1710	1710	1710	1710
EPS (元/股)	0.70	0.80	0.94	1.17	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	169	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	136	136	136	136
经营活动现金流净额	229	2166	2710	3173	负债合计	14642	16758	17485	17974
取得投资收益	34	0	0	0	归属于母公司	10500	11797	13329	15237
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-538	0	0	0	少数股东权益	1565	1827	2137	2523
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	12065	13625	15467	17760
固定资产投资	-1971	-859	-918	-885	负债及股东权益	26707	30382	32951	35734
其他	-387	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-2896	-859	-918	-885		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.705	0.796	0.940	1.171
股权融资	91	0	0	0	BVPS	5.48	6.15	6.95	7.95
银行贷款增加 (减少)	2266	210	-698	-1091	PE	14.62	12.93	10.95	8.80
筹资成本	514	-474	-501	-525	PEG	0.79	0.70	0.59	0.48
其他	-1028	0	0	0	PB	1.88	1.67	1.48	1.30
筹资活动现金流净额	1843	-264	-1199	-1616	EV/EBITDA	8.52	5.98	4.90	3.78
现金净流量	-824	1043	593	672	ROE	12.9%	12.9%	13.5%	14.7%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。