

新兴铸管：“铸”就成长

报告关键点：

- 长期看点：铸管龙头盈利稳定+涉足深加工带来的产品差异化
- 中期看点：新疆战略+资源战略
- 短期看点：下半年铸管毛利有望回升
- 上调公司的投资评级至“增持-A”，目标价12元

报告摘要：

- 长期看点：铸管龙头盈利稳定+涉足深加工带来的产品差异化。我们认为十二五期间球墨铸管国内需求的增长率有望达到15%左右：(1)管道升级带来的替代需求。(2)大型水资源配置工程加速球墨铸管需求增长。公司铸管的高产能利用率彰显竞争优势：(1)钢铁现货现结为公司提供了稳定的现金流来源；(2)成本优势；(3)和政府良好的关系、品牌效应及销售网络。(4)较强的成本转嫁能力。公司的新产品向深加工领域又迈进了一步，是通过改善产品结构的方式提升公司的盈利能力，将会是公司未来的主要看点和业绩亮点。公司的长期看点使得业绩兼具稳定防御和价值成长的双重属性：铸管为公司提供了稳定的业绩，涉足新品种管材和铸锻件使得公司业绩具有向上进攻的弹性。
- 中期看点：新疆战略+资源战略。由于2011年新疆长材产能的释放并不明显，因此供需缺口将较2010年进一步扩大，长材的溢价得到进一步提升。2012年公司资源战略将迎来收获期，资源战略为公司提供了稳定低价的原材料。
- 短期看点：下半年铸管毛利有望回升。由于钢铁行业步入淡季，产量可能出现环比的下滑，加之年中检修、用电高峰期的限电都可能对钢产量形成一定制约，这对高位的铁矿石价格形成压制，预计铁矿石现货价下半年震荡下跌，使得根据上半年高矿价签订的铸管合同毛利有所扩大。
- 公司的估值处于偏低水平。预测公司2011-2013年的EPS分别为0.86/1.09/1.41元，业绩的稳健增长来源于新疆战略、资源战略及深加工领域业绩的逐步释放。给予2011年铸管产品15倍，疆外钢铁产品10倍，金特钢铁12倍，资源类14倍，和深加工领域2012年17倍的PE，对应股价为12.36元。上调公司的投资评级至“增持-A”，目标价上调为12元。
- 风险提示：资金缺口使得未来项目进展低于预期

评级：

增持-A

上次评级：中性-A

目标价格：

12.00 元

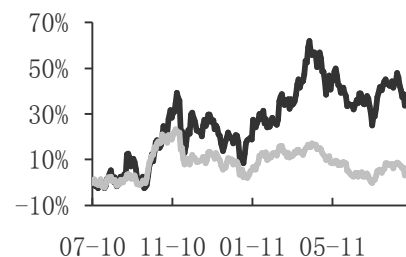
期限：6 个月 上次预测：8.00 元

现价（2011 年 07 月 29 日）：9.85 元

报告日期：2011-07-29

总市值(百万元)	19,149.55
流通市值(百万元)	13,508.79
总股本(百万股)	1,916.87
流通股本(百万股)	1,352.23
12 个月最低/最高	7.21/12.39 元
十大流通股东(%)	37.47%
股东户数	130,589

12 个月股价表现



新兴铸管 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.12)	(0.21)	31.47
绝对收益	(3.76)	(6.84)	35.05

 衡昆
 010-66581658
 执业证书编号

 首席行业分析师
 hengkun@essence.com.cn
 S1450511020004

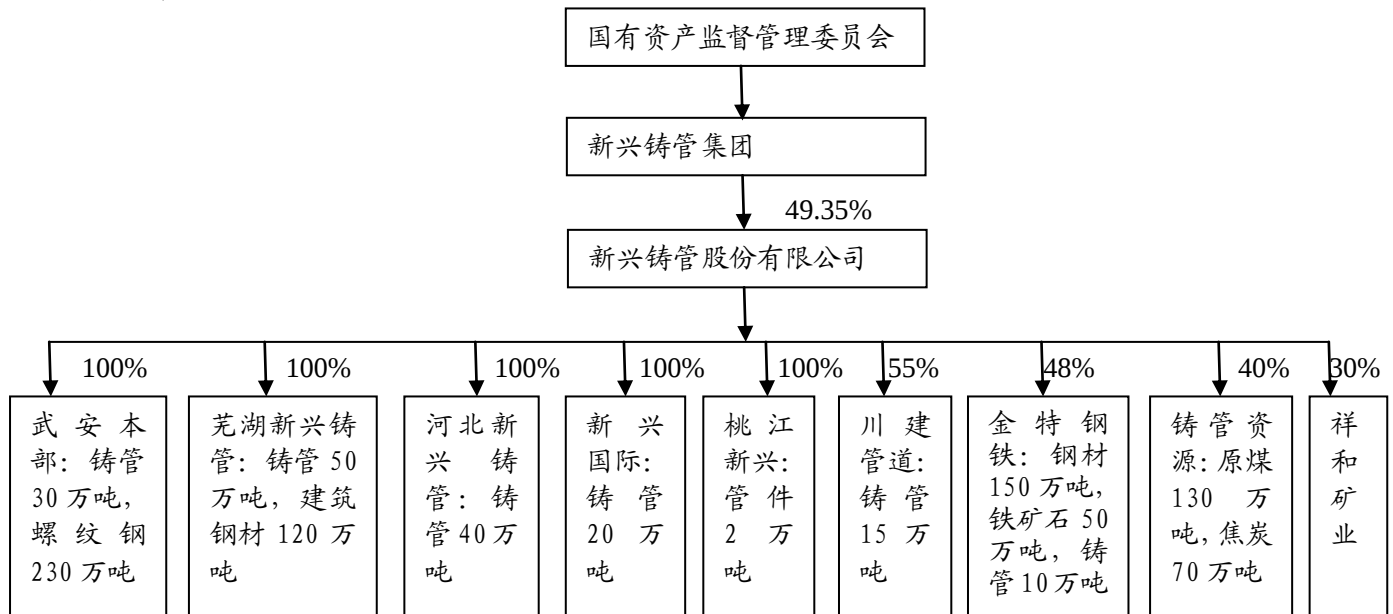
财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	25,188.2	37,620.7	46,539.2	49,690.7	52,717.7
Growth(%)	22.6%	49.4%	23.7%	6.8%	6.1%
净利润	877.1	1,350.7	1,649.5	2,089.5	2,699.1
Growth(%)	74.0%	54.0%	22.1%	26.7%	29.2%
毛利率(%)	11.3%	8.7%	10.0%	11.4%	12.3%
净利润率(%)	3.5%	3.6%	3.5%	4.2%	5.1%
每股收益(元)	0.46	0.70	0.86	1.09	1.41
每股净资产(元)	5.13	6.29	7.21	8.41	9.96
市盈率	21.8	14.2	11.6	9.2	7.1
市净率	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0
净资产收益率(%)	10.7%	12.8%	13.7%	14.9%	16.2%
ROIC(%)	15.0%	20.0%	16.7%	12.0%	14.2%
EV/EBITDA	8.9	10.3	8.0	6.2	4.7
股息收益率	0.0%	0.8%	0.4%	0.5%	0.7%

前期研究成果

- 新兴铸管：外延式扩张带来产销量增长 2010-08-11
- 新兴铸管：增资+重组实现向上游扩张 2010-01-08
- 新兴铸管：前三季度业绩符合预期 2009-10-20

图 1 新兴铸管股权结构

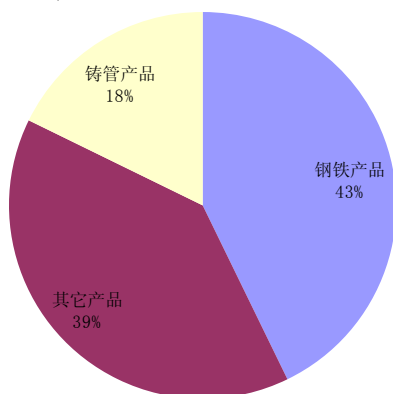


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

新兴铸管集行业投资看点于一身。在中间制造端面临产能过剩压力的情况下，钢铁行业的利润集中在最上游铁矿石企业，和偏下游的金属制品类的公司中。同时，行业也存在区域性和结构性的机会。公司处于内涵与外延扩张并存的发展阶段：新疆的钢铁战略和资源战略未来主要是扩建产能，铸管、钢铁和深加工领域主要是结构调整，结构转型使得公司更具成长性。

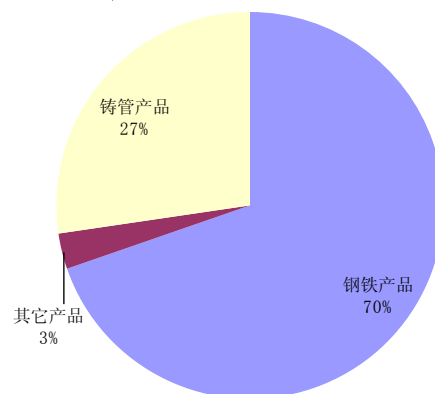
公司不断进行外延式扩张。目前球墨铸铁管产能 175 万吨，建筑钢材产能 500 万吨（其中新疆金特 150 万吨），公司未来的产能扩张将主要集中于新疆，新兴铸管新疆有限公司将兴建 300 万吨建筑钢材产能。

图 2 2010 年公司收入构成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3 2010 年公司毛利构成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1. 长期：铸管龙头+涉足深加工带来的产品差异化

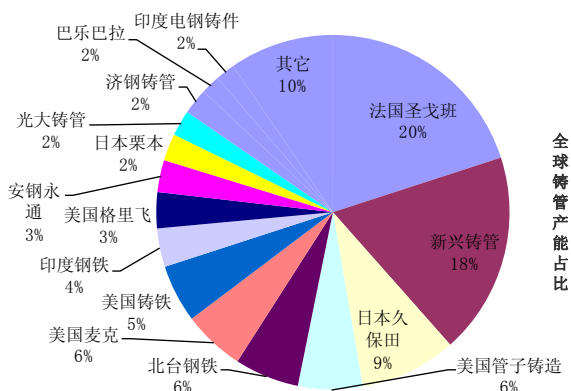
1.1 铸管盈利稳定

1.1.1. 球墨铸管行业竞争格局优于钢铁

球墨铸铁管主要应用于城市供水、污水处理、燃气管道等市政建设项目，是给水、排水输送管线的首选管材之一。由于球墨铸铁管同样以铁水为原料，因此球墨铸铁管的成本结构与钢铁行业相似。但球墨铸管与传统钢材有显著的差异：

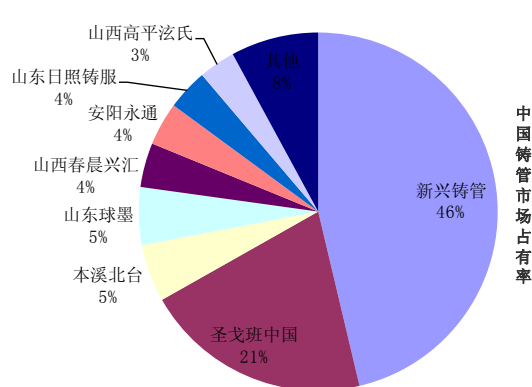
(1) 行业竞争格局不同

图 4 全球铸管产能分布



数据来源：现代铸造，安信证券研究中心

图 5 中国铸管市场占有率



数据来源：铸造协会铸管与管件分会，安信证券研究中心

行业基本处于寡头垄断的格局。全球铸管产能集中度 CR3 为 47%，中国 CR3 超过 70%，行业集中度高带来了较强的议价能力，下游客户主要为地方政府的城市供排水项目，长期的合作关系有助于取得更大更多的订单，这也形成了一定的进入壁垒；尽管上游铁矿石议价能力也很强，但铸管企业能在很大程度上转嫁成本。

(2) 销售模式不同，多为闭口合同

由于城市供排水系统从销售、施工、完工的建设周期较长，需要铸管公司全程参与，更加注重质量，且铸管企业一般有自己的销售公司，采用直销模式，因此订单多为闭口合同，价格较稳定，这也构成了进入壁垒之一。

(3) 产品差异化更为明显

区别于钢材的同质化，铸管企业的产品更加异质化，由于城市供排水系统属于隐蔽工程，维修和更换成本较高，因此自来水公司越来越重视质量，因此在价格相当的情况下，龙头公司拥有品牌效应以及产品质量的保证，将更加受益于行业的发展。

1.1.2. 球墨铸管未来仍有望保持高速增长

我们对未来球墨铸管的需求，仍持较为乐观的态度，认为十二五期间球墨铸管国内需求的增长率有望达到 15% 左右。理由如下：

(1) 管道升级带来的替代需求

表 1 城市供水管道性能对比

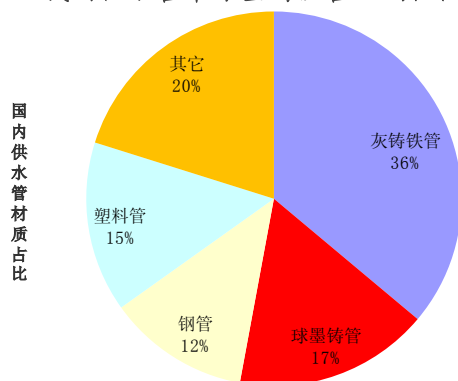
管材品种	主要性能与用途	平均事故率(次/km)
球墨铸管	延展性好，耐压耐腐蚀，成熟较早。球墨铸铁管在抗拉、抗弯、硬度、延伸率、工作压力等方面的技术性能都优于灰口铸铁管，而在耐腐蚀性能方面又优于钢管。平均事故发生率远低于其它管材，使用寿命长达 50 - 100 年。	0.14
PE 管	施工方便，接口热熔焊，寿命较长，内壁光滑，阻力损失小	4.68
PVC 管	脆、含有毒添加剂，一般不用于供水，多用于排水和污水处理。	4.68
灰口铸铁管	脆、韧性差、易爆管，将逐步淘汰。	0.55
镀锌钢管	曾经的高端管，镀锌层防腐蚀，造价高，已基本淘汰。	0.59
混凝土管	大口径，二次污染、漏损率高，多用于远距离输水。	0.54

资料来源：供水管道协会 安信证券研究中心

球墨铸管适合在城市供水管道的主干道使用，成为世界城市地下输水、输气管网建设中主要用材。日本球墨铸管占了供水管道的半壁江山，而我国球墨铸管的份额只有 17%。从球墨铸管占铸铁管的比重来看，发达国家基本均在 90%以上，而我国只有 32%。

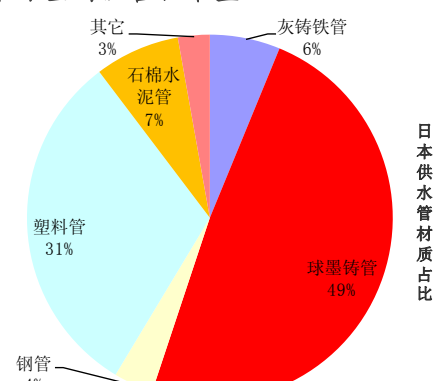
和国外巨大的差距也让我们看到管道升级带来球墨铸管需求的增长空间。并且球墨铸管的份额已经逐渐上升，球墨铸管占城市供水管道的比例从 2002 年的 10%上升至 17%，且球墨铸管新增管道长度无论从绝对量、还是增速上都大幅超越其他管材。我们看好球墨铸管对灰口铸铁管的替代作用。

图 6 我国供水管中球墨铸铁管比例较低



数据来源：中国管网，安信证券研究中心

图 7 日本球墨铸铁管占半壁江山



数据来源：中国管网，安信证券研究中心

使用球墨铸管的长期成本更低。球墨铸铁管缺点是材料成本高，通常较同等级灰口管和塑料管高 20%左右，而且短期内灰口铸铁管和钢管的缺点不会显现出来，因此在资金紧缺和责任缺失的背景下，很多市政工程选用了价格更便宜的管材。但时间一长其弊端就得到显露，维护和更新费用会比较高；从长期看，球墨铸管的价格虽然稍高，但使用年限长，漏损率低，维护费用低。

这也导致了我国目前供水管道的两个主要问题：管道老化和材质低劣。管道老化和材质低劣严重影响服务水压和供水水质。解决管道老化和材质低劣的问题已经迫在眉睫。据水利部《21 世纪中国水供求》预测，2010 年我国开始进入严重缺水期。为此，建设部颁布的《2010 城镇供水行业发展规划和 2020 远景目标》也指定球墨铸铁管为未来供水行业的主导管材。供水管网改造为球墨铸管的份额打开了上升的空间。

表 2 我国目前供水管道的两个主要问题：管道老化和材质低劣

使用年限	占比	使用管材	发展趋势
50 年以上	6.20%	多是低质管材：灰口铸铁管、水泥管	淘汰已刻不容缓
40-50 年	8.10%		
27-40 年	13.20%		
10-26 年	37.50%	部分球墨铸管，部分灰口铸铁管	灰口管逐步淘汰
10 年之内	35.10%	球墨铸铁管和各種复合管材（如 PE 管）	继续使用

数据来源：全国城市供水管网改造近期规划 安信证券研究中心

随着水务市场化改革深入和水价的上调，自来水公司逐渐从只关注短期价格而忽视长期成本，转向追求长期利润最大化，也使自来水公司有动机使用球墨铸管作为供水管道的首选；问责机制的逐步完善也使得市政工程加紧淘汰老化严重、材质低劣的管道。

（2）大型水资源配置工程加速球墨铸管需求增长

国家正在逐步加大水利建设的投资力度。我们猜测十二五期间水利投资大增，2011 年的投资有望翻倍，这将带动球墨铸管需求加速增长。球墨铸管将受益于城乡供水安全保障水平显著提高及水资源利用效率和效益大幅提高，这很可能成为球墨铸管需求加速的催化剂。

大型水资源配置工程加速球墨铸管需求增长，但不会起根本性作用。不过考虑到我国

球墨铸管市场体量较小，大型水资源配置工程带来的边际增量需求仍值得期待。

1.1.3. 铸管行业龙头竞争优势明显

公司龙头地位显著。在国内铸管市场占有率方面，公司占据半壁江山。而且公司又在兴建 40 万吨球墨铸管产能，将成为世界最大的球墨铸管生产商。公司铸管的竞争力和盈利能力强，产能利用率基本常年维持在 85%以上，而行业产能过剩、平均的产能利用率只有 60%左右，主要原因如下：

- (1) **钢铁铸管相配合。**由于铸管合同多为 3-6 个月的闭口合同，市政工程回款周期通常在半年以上。因此铸管企业的应收账款周转率明显偏低，大多数铸管企业的现金流状况都有很大问题。新兴铸管有三方面支持它的现金流：(1) 钢铁现货现结为公司提供了稳定的现金流来源，且钢铁和铸管相结合非常高效地利用了铁水。(2) 公司良好的资信状况为公司取得贷款创造了条件。(3) 公司与政府建立了长期协作关系，使公司能较快取得回款。
- (2) **成本优势。**在炼铁环节，由于部分铸管企业没有炼铁设备，这样成本大概高 200 元/吨；在浇铸环节，新兴铸管离心浇铸技术成熟，成本更低。
- (3) **和政府良好的关系、技术优势、品牌效应及销售网络。**公司在全国共有 16 个销售分公司，覆盖范围非常广，产品合格率在 97%以上，并且是球墨铸管行业标准的制定者，需求更加平稳地增长。而别的铸管企业很多是地方性企业，即使第二大的圣戈班中国也只重点覆盖了安徽江苏等少数省份。

行业产能过剩的状况也决定了尽管未来铸管需求仍能保持高速增长，但不可能成为暴利产品，公司铸管毛利很难长期维持在 1100 元/吨以上。因为过高的毛利会使得行业的产能利用率迅速提升，供给得到释放，从而使得毛利回归正常水平。

1.2 公司长期看点由铸管向新品种管材和铸锻件过渡

公司的新品种管材和铸锻件将会是公司未来的主要看点和业绩亮点。在钢铁行业微利的情况下，通过横向扩张方式实现的产能增长对钢铁企业盈利能力的改善是有限的，而公司的新产品向深加工领域又迈进了一步，并且降低了市场交易成本，涉足产业链上附加值更高的环节，是通过改善产品结构的方式提升公司的盈利能力。

离心铸造复合管是指把性能和价值不同的钢种按照特殊要求以离心铸造的方式复合在一起，通过热挤压或再经冷轧（冷拔）加工，生产各类特殊用途的无缝钢管。该项目的产品种类为高合金和双金属复合管。

高合金管产品的前景展望：

- 离心浇铸是公司的核心技术，通过离心浇铸技术有效的避免了钢坯穿孔造成的金属收得率低和能耗成本高的劣势。
- 产品单价高，且由于公司成本优势明显，预计高合金管将获得较高的毛利率水平。
- 油井管是目前主攻的高合金管品种。可以推断的是随着我国油井的深度加大、含杂质的增多，对于高温高压抗腐蚀的油井管的需求将有望呈现爆发性的增长。
- 公司高合金管价格较进口产品便宜，具备替代进口品的潜力。

公司首创了离心铸造+热挤压+冷轧冷拔生产冶金结合的双金属无缝钢管的新工艺，有着较高的技术和成本优势。双金属复合管的前景展望：

- 以离心浇铸方式获得的双金属复合管较国外普遍采用爆炸成型方式获得的双金属复合管在产品性能上更胜一筹。
- 由于采用两种不同的原料勘合成型，双金属复合管可同时满足耐温、耐压、防腐蚀、高硬度、柔韧性等不同的要求。
- 通过离心浇铸挤压制作的双金属管是一种金属结合，而不是物理结合，这就有效的解决了连接、热胀系数不同等问题。

· 通过原料品种、使用比例的调整，双金属复合管可满足不同工作环境的要求，我们认为这一产品未来的市场前景将呈现出“需求可创造”的特性。

· 可以很大程度的节约贵重金属材料，具有较大成本优势。

· 由于双金属管成本低廉、性能优良和节约资源，适合中国国情，我们认为这种双金属复合管将对化工、石油、海洋平台等使用的传统的钢管带来非常大的替代冲击。

离心铸造复合管项目技术风险较小。一是公司经过多年的研发，已形成比较成型的工艺路线，通过该工艺路线制成的产品已试用于大庆和胜利油田，反应良好；二是公司在离心浇铸工艺技术方面底蕴深厚，而后续挤压则是国际上成熟的工艺技术，两者结合生产的产品已获得行业准入许可，公司具备了基本的市场开拓条件。

我们看好公司高合金管和双金属复合管的市场前景。不足之处在于公司缺少冷拔、挤压设备，产品存在产能瓶颈，不过这方面已取得实质性进展，公司从国外引进的挤压设备已经到货，5万吨高合金管、双金属管有望于下半年投产，公司将自行推进复合管等挤压业务。且公司将与三洲特管合资组建三洲精密管，三洲特管是传统挤压业务生产商，经验充足，合作可能打破产能瓶颈，实现资源及技术的共享及产品的互补，形成一体化生产流程，降低成本，提高产品质量的稳定性。公司挤压业务不再外包，有利于对生产流程进行全程监控，满足客户的个性化定制需求。

高合金管和双金属复合管将系统性的提高新兴铸管的盈利能力，在相同的背景下结构调整也将提高公司的估值水平。集团的“十二五目标”将双金属管单列为要做强做大的基地之一，也体现了集团对双金属管的支持力度和发展前景的看好。

表 3 新兴铸管长期看点由铸管向新品种管材和铸锻件过渡

项目	投产计划	正常年份营业收入(万元)	净利润率	贡献 EPS (元)	产品前景分析
5 万吨离心浇铸复合管	已经试生产，下半年投产	154700	19.52%	0.16	成本低廉、性能优良和节约资源，受益于进口替代，合资新建冷拔、挤压设备，突破产能瓶颈，核心是离心浇铸技术。
3.6 万吨径向锻造项目	2010 年底投建完成并于 2011 年试生产	55385	17.96%	0.05	(1) 铸锻件受益于汽车和高端装备制造业的发展，走进口替代路线 (2) 芜湖新兴地处安徽，充分受益与奇瑞、江淮的合作 (3) 盈利前景可观。我们虽然看好公司涉足下游深加工领域，但风险在于铸锻件业务并非公司传统强项，技术、客户资源积累不足，可能影响投产进度，初步投产时产能利用率低，影响盈利
8 万吨汽车、工程机械锻件	2013 年能够投产	85470	10.31%	0.05	
15 万吨大型铸锻件					
年产 60 万吨按新国际标准生产的新型铸管	替代芜湖新兴现有的 50 万吨铸管能力				改善产品结构，增加附加值
特殊钢管精加工项目					配套离心浇铸复合管
核电用“U”型管及大口径精密钢管					2009 年三洲特管拥有国内唯一的核能主管道制造许可证等多种生产资质，与三洲特管合作优势互补，项目盈利前景可观。但短期难有实质性进展

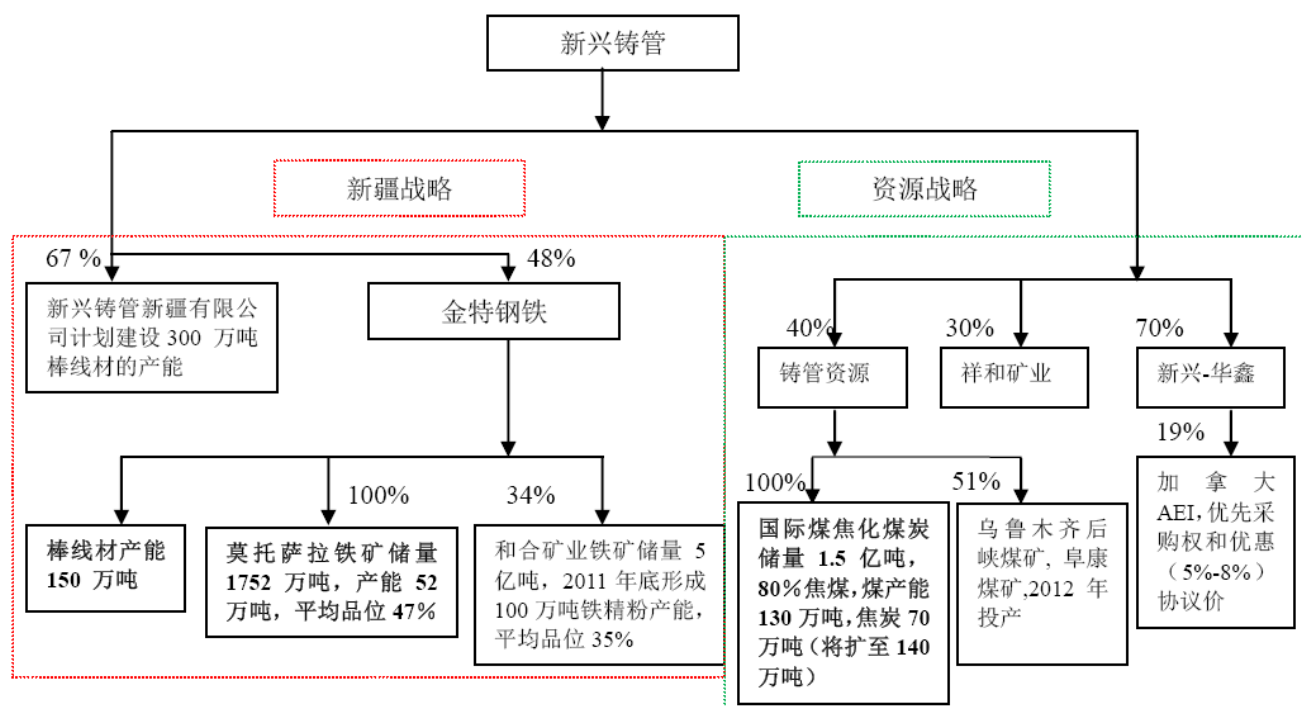
资料来源：公司公告 安信证券研究中心

公司长期看点逐渐由铸管向新品种管材和铸锻件过渡，延伸产业链，调整产品结构，提高产品附加值，形成新的经济增长点，增强市场核心竞争力。5万吨离心浇铸复合管和3.6万吨径向锻造项目2012年基本接近达产，8万吨汽车及工程机械锻件、15万吨大型铸锻件需要到2013年才能贡献业绩。

公司业绩兼具稳定防御和价值成长的双重属性：铸管为公司提供了稳定的业绩，涉足新品种管材和铸锻件使得公司业绩具有向上进攻的弹性，也为业绩长期增长提供了源泉。公司业绩在2010-2013年都有望保持“稳健+增长”的态势。

2. 中期：新疆战略+资源战略

图8 新兴铸管布局新疆和资源（粗体目前贡献业绩）



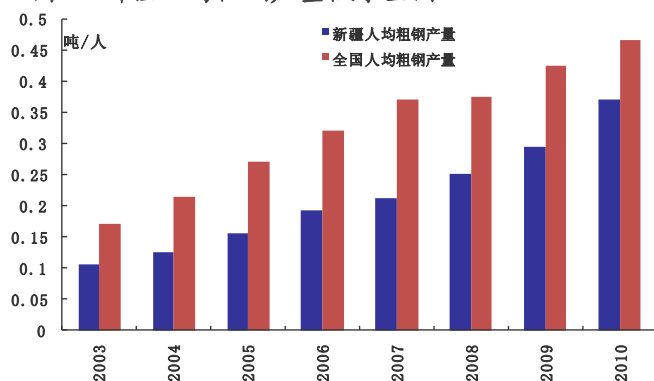
资料来源：公司公告 安信证券研究中心

2.1 新疆战略成为公司盈利第三级

2.1.1 新疆钢铁行业成长空间广阔

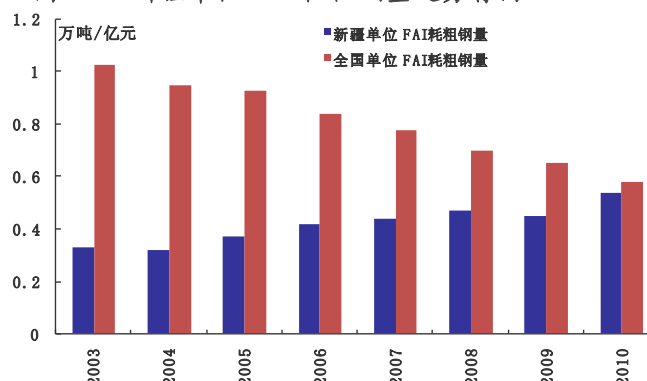
由于新疆固定资产投资增速持续低于平均水平，新疆钢铁行业发展的程度仍较低。新疆占全国钢材产量的比重低于1.5%。而如果用人均粗钢产量和单位FAI耗粗钢量来衡量钢铁行业的发展程度，新疆更是远低于全国平均水平。

图9 新疆人均粗钢产量低于全国



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图10 新疆单位FAI耗粗钢量趋势背离

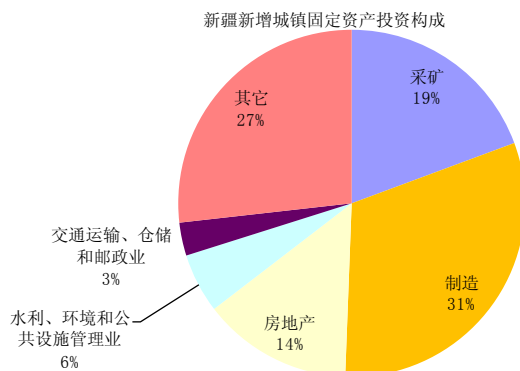


数据来源：WIND，安信证券研究中心

新疆未来人均和单位 FAI 粗钢消费强度仍有上升空间。近些年来全国单位 FAI 耗粗钢量持续下降，而新疆单位 FAI 耗粗钢量则逐步上升。这与发展阶段不同有关，全国由于下游产业的变化和钢铁行业的技术改造，单位 FAI 粗钢消费强度持续下降。而新疆的固定资产投资仍处于起步阶段，根据新疆经济工作会议，“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多。随着高耗钢行业比重的增加，单位 FAI 粗钢消费强度逐渐增加。

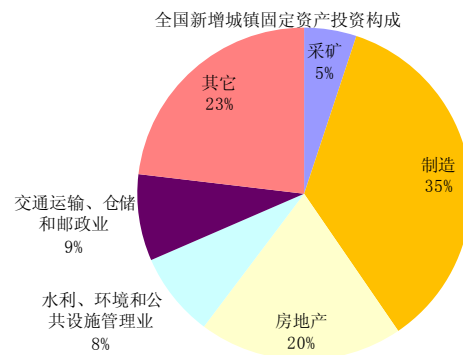
我们猜测未来长材需求的增长速度很可能持续超过板材。新疆采矿业固定资产投资比重远高于全国平均，而高耗钢的行业如房地产、基础设施、制造业的比重均低于平均水平。“十二五期间”新疆的城市化进程很可能加速，房地产主要受益于城市化的进程，基础设施建设主要受益于国家对新疆的大力扶持，而制造业需要依靠房地产整个产业链的拉动。基于目前新疆的发展阶段，我们猜测“十二五期间”房地产和基础设施建设的增速可能高于制造业。长材需求也将极大受益。另一方面，新疆的钢材产能过剩集中于板材，需要在自治区外销售，长材处于供不应求的状况，这也从侧面说明新疆的工业发展水平较低，导致板材需求低迷。

图 11 新疆新增城镇固定资产投资构成



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 12 全国新增城镇固定资产投资构成



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2.1.2 2011 年新疆长材供需缺口进一步扩大，2012 年可能收窄

表 4 2012 年新疆长材供需缺口收窄

	2011、2012 年新增长材产能（万吨）		2012 年长材供需（万吨）
八一钢铁	200	实际释放新增产能	378
新兴铸管	100	长材总产量	661
新余钢铁	60	2012 长材表观消费量	684
首钢	130	需外购长材	23
山东钢铁	50		
合计	540		

资料来源：公司公告 安信证券研究中心

2011 年新疆长材溢价进一步扩大。由于 2011 年新疆长材产能的释放并不明显，因此供需缺口将较 2010 年进一步扩大。酒钢运往新疆长材的运费约 150 元/吨，供给缺口的扩大将导致运输距离进一步拉长，运费上升导致边际厂商成本的上升也将拉高 2011 年新疆长材的价格。

供给方面，目前新建的主要产能将在 2012、2013 年投放完毕。新疆只有长材盈利状况好，并且新增产能也集中在长材。钢厂目前在新疆扩建新建的长材产能集中在 2012 年投产，不过 2012 年产能并未完全释放，我们预计长材 2012 年产量 661 万吨。

2012 年供需缺口有所收窄，但仍处于供不应求的阶段。需求方面，“十一五”期间新疆粗钢表观消费量的年复合增长率达到 16%，基于新疆“十二五”期间经济发展可能加速，房地产和基础设施建设增速快于制造业导致长材需求增长快于板材的判断，我们认为 2011、2012 年长材需求的复合增长率在 20% 左右，由此得出新疆 2012 年长材表观消费量 684 万吨，供需缺口缩小至 23 万吨，供需接近平衡。

2013 年以后的供需存在较大的不确定性。除了需求增速不确定，还有新疆对新上钢铁产能的审批。由于目前在新疆扩建新建的长材产能在 2013 年基本可以达产，再加上未来新上产能的投产，2013 年以后将可能走向供需平衡甚至出现产能过剩。但上述只是静态分析，不排除国家未来对新疆支持力度超预期的可能性，这将导致新疆作为相对封闭的系统，供不应求延续时间和程度超预期。

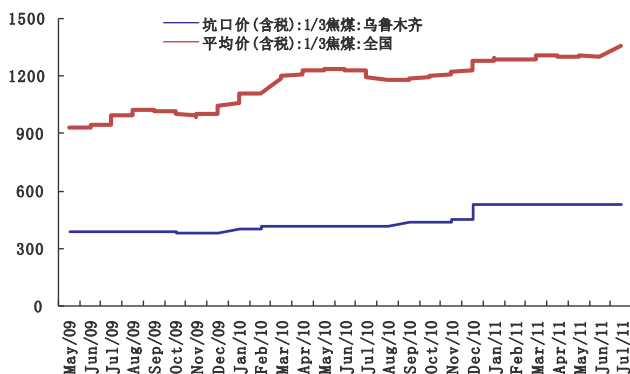
2.1.3 新疆炼铁成本优势+棒线材溢价

新疆自治区炼铁原料资源丰富。根据新疆自治区地质矿产局的统计，至 2008 年底，新疆地区铁矿预测资源量为 77.8 亿吨。其中已探明储量 13 亿吨，其中富铁矿探明储量占新疆地区铁矿总储量的四分之一。此外，新疆地区焦煤资源较为丰富，储量达 87 亿吨，煤炭预测资源量则达到 2.19 万亿吨，占全国的 40%。新疆自治区正逐渐加大对资源的勘探开采力度。预计到 2015 年将有一批大型矿产资源生产基地形成。

新疆自治区内的主要炼铁原料铁矿石与焦煤的价格长期明显低于国内其他地区。这一方面是由于新疆自治区自身的铁矿石及焦煤的储量丰富，而区域内钢铁生产规模较小；另一方面，由于运输瓶颈，区域内的原材料难以销往其他省份，这二者共同作用造成了区域内原材料价格长期低于国内其他地区的现象。

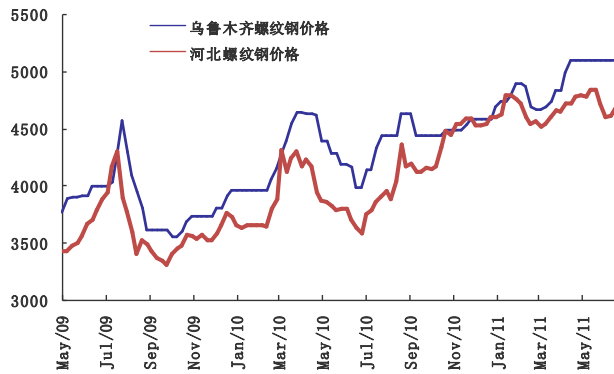
新疆地区的棒线材享有明显的溢价。由于新疆自治区的钢材需求主要集中在棒材，再加上运输距离远，运费高，东部和中部地区的钢材产品尤其是线、棒材产品无法冲击新疆市场，这就使得新疆自治区的线棒材产品价格系统性的高于国内其他省份。在钢铁经济运输半径的影响下，这样的价差将长期存在。如 2010 年乌鲁木齐螺纹钢价格比 36 个城市均价高 200 元/吨。

图 13 新疆焦煤资源优势明显



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 14 乌鲁木齐螺纹钢溢价进一步扩大



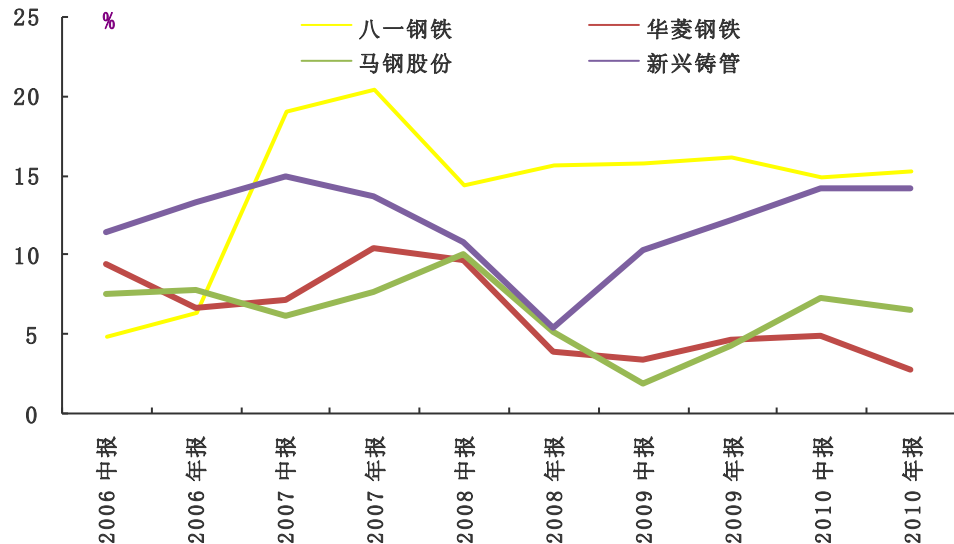
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

2011 年新疆长材的溢价进一步提升。今年 6 月中下旬多数地区的螺纹钢价格出现了 200 元/吨的下跌，而新疆的螺纹钢价格依然坚挺，溢价得到进一步提升，达到接近 500 元/吨的高位。成本方面，随着对新疆资源开发支持力度的逐步加大，尽管有部分资源运往自治区外销售，但疆内的资源运费也将降低，由于新疆采矿业固定资产投资的增速高于钢铁，新疆自治区钢铁企业能长期享受到资源成本优势。

钢铁溢价叠加成本优势带来了新疆地区长材的高毛利。八一钢铁的长材取得了持续高于行业的毛利，而且新疆长材的毛利优势在 2011 年进一步扩大。尤其在内地其他地

区铁矿石价格上涨和高位震荡的时期，新疆的成本相对固化，使得毛利优势进一步扩大且持续时间长。

图 15 新疆螺纹钢毛利率持续高于其它地区



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1.4 新疆战略：产能扩张+产业链一体化

新疆战略有望成为继本部、芜湖之后盈利增长的第三级。金特钢铁作为新疆第二大钢厂，是南疆建筑用钢的主要供给者。金特目前已形成 150 万吨长材产能，2010 年由于烧结、焦化设备未到位，产能并未释放，钢材产量 85 万吨，但吨钢净利仍达到可观的 274 元/吨。2011 年受益于新疆建筑钢材溢价的进一步提升、产能利用率提升带来吨钢折旧的下降、股权比例的提升，量价齐升有望大幅提升金特钢铁的盈利。公司和静地区的钢铁项目也有望在 2012 年释放 100 万吨产能，新疆战略对业绩的贡献有望得到进一步体现。

金特钢铁相对于新进入者的优势主要在于对资源的占有和开发，稳定供应的铁矿石使得金特钢铁成本较低。金特钢铁有莫托萨拉铁矿 100% 股权，其铁矿石资源储量达 1752 万吨；可采储量铁矿石量为 1314 万吨；铁矿石生产规模 52 万吨，平均品位达到 47%。持股 34% 的新疆和合矿业主要投资查岗诺尔铁矿，查岗诺尔铁矿探明铁矿储量近 5 亿吨，品位 35%。铁精粉设计产能 200 万吨，2011 年末形成铁精粉产能 100 万吨。

2.2 2012 年资源战略将迎来收获期

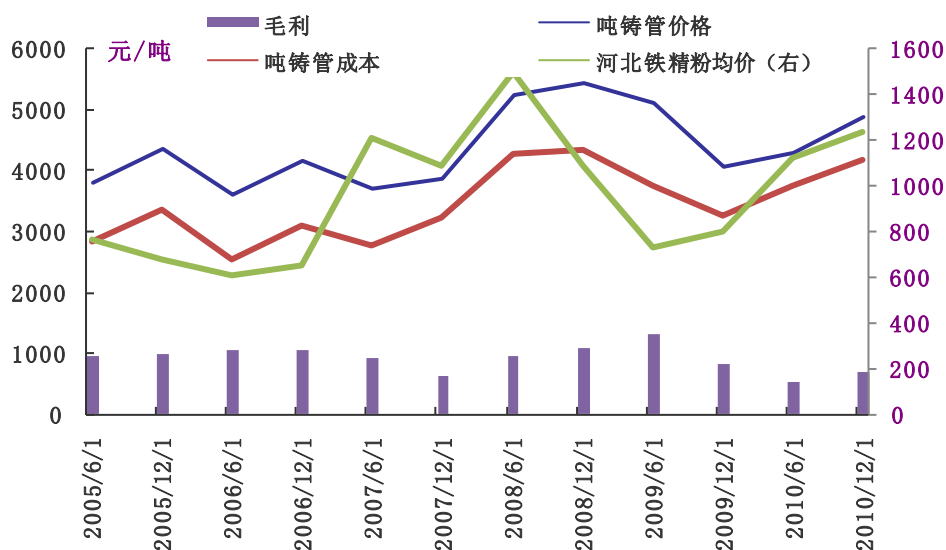
公司以金特钢铁和铸管资源为平台，不断整合新疆资源，主要供给自身使用，资源战略为公司提供稳定低价的原材料。随着 2012 年新疆阜康、后峡煤矿投产，和合矿业释放 100 万吨铁精粉产能，加拿大 AEI 释放 100 万吨铁精粉产能，公司的资源战略将迎来收获期，金特钢铁的原材料供应得到保证，成本有望进一步下降，并成为产业链一体化的钢厂。

资源中目前能贡献业绩的主要是国际煤焦化。国际煤焦化共拥有 9 个煤矿，80% 为焦煤，20% 为无烟煤，煤产能为 130 万吨，计划扩产至 300 万吨，贮量为 1.5 亿吨，焦炭产能目前为 70 万吨/年，二期将扩至 140 万吨/年，是新疆拥有煤种最全（主焦煤、气煤、1/3 焦煤）、储量最大、煤质好的焦化企业。国际煤焦化的产能未来除了满足金特钢铁的需求外，还可以外销，随着新疆公路铁路网的建设，资源销往疆外将会带来更多的盈利。

3. 短期：下半年铸管毛利有望回升

公司有较强的成本转嫁能力，使得公司的毛利较为稳定。2008 年全年和 2009 年上半年铁矿石的价格是震荡或下滑，铸管盈利处于上升通道，并高于历史平均。2010 年上半年吨铸管毛利率降到 12.33%，这是由于 2010 年上半年铁矿石价格出现趋势性的加速上涨，吞噬了铸管毛利。因此在铁矿石成本震荡（即使高位震荡）或下滑时，公司铸管盈利能力高于历史平均。这是由于铸管合同多为 3-6 个月的闭口合同，铸管价格波动较原材料滞后，且波动空间相对较窄。公司根据目前铁矿石价格及走势，决定铸管合同的价格，即使目前价格高企，基于成本加成的定价方式和公司较强的成本转嫁能力，只要未来的铁矿石价格维持震荡或下跌态势，公司铸管的盈利能力就可以得到保证。

图 16 新兴铸管铸管毛利较稳定



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

我们认为 2011 年下半年铁矿石价格将震荡下跌，因此铁矿石的环境是适宜公司铸管盈利的。由于钢铁行业步入淡季，产量可能出现环比的下滑，加之年中检修、用电高峰期的限电都可能对钢产量形成一定制约，这对高位的铁矿石价格形成压制，预计铁矿石现货价下半年震荡下跌，使得根据上半年高矿价签订的铸管合同毛利有所扩大，驱动公司下半年业绩增长。同时，公司不断向上游拓展，资源战略未来不断有效地降低铸管的成本。我们认为未来公司铸管业务的毛利均值大致在 900 元/吨，下半年铁矿石价格将震荡下跌的环境有利于公司铸管毛利逐步向均值回归。

4. 盈利预测与投资评级

公司的估值处于偏低水平。预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.86/1.09/1.41 元，公司业绩的稳健增长来源于新疆战略、资源战略及深加工领域业绩的逐步释放。给予 2011 年铸管产品 15 倍，疆外钢铁产品 10 倍，金特钢铁 12 倍，资源类 14 倍，和深加工领域 2012 年 17 倍的 PE，对应股价为 12.36 元。

今年集团有可能要完成新能装备公司的首次公开发行上市。该公司主营石油化工机械等设备的制造与销售，而新兴铸管持股 36%。由于公司规模较小，可能在中小板或创业板上市，给予预期 2010 年净利润 35 倍的 PE，权益市值对应新兴铸管每股 0.29 元。这也将成为新兴铸管股价的催化剂。

公司的风险在于未来资金缺口较大：新疆钢铁和资源建设大概需要上百亿资金，公司还规划建设高合金管、双金属管二期和铸锻件。公司发行了 40 亿公司债，有望缓解资金短缺的问题。公司较高的资产负债率压制了未来债务融资的空间，不排除公司 2012 年以后通过股权融资来发展高合金管、双金属管二期和铸锻件的可能性。

我们上调公司的投资评级至“增持-A”，目标价上调为 12 元。

表 6 分部盈利预测

贡献 EPS	2011E	2012E	2013E
铸管产品	0.28	0.35	0.43
钢铁产品(疆外)	0.37	0.39	0.49
金特	0.10	0.11	0.14
离心浇铸复合管	0.03	0.10	0.16
径向锻造		0.03	0.05
铁精粉	0.01	0.03	0.04
煤炭	0.07	0.09	0.10
合计	0.86	1.09	1.41
PE	12	9	7

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011/7/29		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	25,188.2	37,620.7	46,539.2	49,690.7	52,717.7	营业收入增长率	22.6%	49.4%	23.7%	6.8%	6.1%
减: 营业成本	22,352.4	34,335.9	41,878.7	44,038.6	46,254.0	营业利润增长率	95.4%	24.0%	41.4%	32.3%	25.2%
营业税费	64.0	70.3	139.6	149.1	158.2	净利润增长率	74.0%	54.0%	22.1%	26.7%	29.2%
销售费用	827.9	907.5	1,303.1	1,490.7	1,581.5	EBITDA 增长率	51.9%	29.4%	41.6%	25.4%	20.9%
管理费用	450.8	494.6	744.6	795.1	843.5	EBIT 增长率	78.2%	30.4%	39.1%	28.4%	23.0%
财务费用	94.1	204.7	247.6	229.3	218.0	NOPLAT 增长率	35.3%	52.7%	15.1%	28.4%	23.0%
资产减值损失	132.5	52.8	-23.6	6.8	5.8	投资资本增长率	14.1%	37.7%	78.4%	4.0%	2.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	50.6%	22.6%	14.6%	16.6%	18.4%
投资和汇兑收益	27.8	50.3	20.0	20.0	100.0						
营业利润	1,294.3	1,605.2	2,269.2	3,001.2	3,756.7	利润率					
加: 营业外净收支	56.0	157.8	100.0	-	120.0	毛利率	11.3%	8.7%	10.0%	11.4%	12.3%
利润总额	1,350.3	1,763.0	2,369.2	3,001.2	3,876.7	营业利润率	5.1%	4.3%	4.9%	6.0%	7.1%
减: 所得税	298.9	218.5	473.8	600.2	775.3	净利润率	3.5%	3.6%	3.5%	4.2%	5.1%
净利润	877.1	1,350.7	1,649.5	2,089.5	2,699.1	EBITDA/营业收入	7.7%	6.7%	7.6%	9.0%	10.2%
						EBIT/营业收入	5.5%	4.8%	5.4%	6.5%	7.5%
资产负债表						运营效率					
货币资金	4,093.8	3,546.2	6,548.9	8,528.3	11,433.1	固定资产周转天数	64	56	63	69	71
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	52	48	61	68	63
应收账款	1,285.7	1,349.0	2,103.8	2,246.3	2,383.1	流动资产周转天数	153	136	147	170	183
应收票据	3,822.9	5,117.5	6,375.2	6,806.9	7,221.6	应收账款周转天数	15	11	12	14	14
预付账款	723.6	2,147.9	2,357.3	2,577.5	2,808.8	存货周转天数	35	31	33	34	34
存货	2,369.6	3,958.4	4,543.5	4,777.9	5,018.2	总资产周转天数	231	214	237	264	278
其他流动资产	-	5.3	-30.7	-30.7	-	投资资本周转天数	117	99	130	159	154
可供出售金融资产	-	112.1	112.1	112.1	112.1	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	10.7%	12.8%	13.7%	14.9%	16.2%
长期股权投资	164.6	379.7	379.7	379.7	379.7	ROA	5.8%	5.8%	5.5%	6.3%	7.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	15.0%	20.0%	16.7%	12.0%	14.2%
固定资产	4,655.4	7,034.0	9,142.1	10,016.8	10,692.2	费用率					
在建工程	541.6	1,372.6	1,349.0	1,339.6	1,335.8	销售费用率	3.3%	2.4%	2.8%	3.0%	3.0%
无形资产	189.7	1,436.7	1,436.7	1,436.7	1,436.7	管理费用率	1.8%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%
其他非流动资产	133.0	247.6	231.0	224.3	221.7	财务费用率	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
资产总额	17,979.8	26,707.0	34,548.8	38,415.5	43,012.4	三费/营业收入	5.5%	4.3%	4.9%	5.1%	5.0%
短期债务	2,156.1	3,571.0	3,565.4	3,553.5	3,531.5	偿债能力					
应付账款	2,160.2	4,254.1	4,187.9	4,403.9	4,625.4	资产负债率	45.3%	54.8%	60.0%	58.0%	55.6%
应付票据	1,851.9	2,215.6	3,442.1	3,619.6	3,801.7	负债权益比	82.7%	121.4%	149.9%	138.3%	125.3%
其他流动负债	1,783.1	2,574.4	3,292.2	4,280.7	5,329.6	流动比率	1.53	1.28	1.49	1.55	1.65
长期借款	40.0	1,710.0	1,710.0	1,910.0	2,110.0	速动比率	1.23	0.96	1.18	1.25	1.36
其他非流动负债	45.7	305.9	4,305.9	4,305.9	4,305.9	利息保障倍数	14.75	8.84	10.16	14.09	18.23
负债总额	8,139.5	14,642.1	20,722.6	22,292.8	23,923.2	分红指标					
少数股东权益	426.4	1,565.1	1,810.9	2,122.4	2,524.7	DPS(元)	-	0.08	0.04	0.05	0.07
股本	1,474.5	1,916.9	1,916.9	1,916.9	1,916.9	分红比率	0.0%	10.9%	5.0%	5.0%	5.0%
留存收益	7,779.6	8,531.4	10,098.4	12,083.5	14,647.6	股息收益率	0.0%	0.8%	0.4%	0.5%	0.7%
股东权益	9,840.3	12,065.0	13,826.2	16,122.7	19,089.2						
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,051.4	1,544.5	1,895.4	2,401.0	3,101.4	EPS(元)	0.46	0.70	0.86	1.09	1.41
加: 折旧和摊销	557.5	713.0	1,041.3	1,232.8	1,423.4	BVPS(元)	5.13	6.29	7.21	8.41	9.96
资产减值准备	132.5	52.8	-23.6	6.8	5.8	PE(X)	21.8	14.2	11.6	9.2	7.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0
财务费用	161.1	107.8	207.8	247.6	229.3	P/FCF	86.6	-9.8	-27.0	13.4	8.3
投资收益	-27.8	-50.3	-20.0	-20.0	-100.0	P/S	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
少数股东损益	174.4	193.8	245.9	311.5	402.3	EV/EBITDA	8.9	10.3	8.0	6.2	4.7
营运资金的变动	-1,176.8	-2,359.8	-730.9	351.0	426.9	CAGR(%)	31.7%	26.2%	28.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,016.3	229.4	2,655.7	4,512.3	5,477.8	PEG	0.7	0.5	0.4	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-2,192.6	-2,896.3	-2,980.0	-1,980.0	-1,900.0	ROIC/WACC	1.7	2.3	1.4	1.4	1.7
融资活动产生现金流量	2,907.5	1,842.8	3,664.3	-145.7	-174.9	REP	1.1	0.9	1.0	0.9	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034