

行业风起、价值铸就，管网大投资核心受益公司

买入（首次）

2022年03月25日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证号：S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	42,961	57,388	70,086	86,299
同比（%）	5.07	33.58	22.13	23.13
归母净利润（百万元）	1,812	2,320	2,823	3,565
同比（%）	21.06	28.02	21.68	26.28
每股收益（元/股）	0.45	0.58	0.71	0.89
P/E（倍）	8.10	8.02	6.59	5.22

投资要点

■ **2022年须重视水管网条线的投资机会：**从2019年主流智能水表公司业绩超预期，到2021年水务信息化行业如火如荼、业绩高增，我们跟踪水管网条线的过程中，自下而上关注到了行业内智能水表公司、水务信息化（智慧水务公司）内在产品扩品类、扩投资的现象，观察到水务公司对智能化改造的诉求强烈；2021年12月14日，中央经济工作会议上习近平总书记指出：十四五期间，须把管道改造和建设作为重要的基础设施工程来抓；这也意味着自上而下我国管网改造的逻辑清晰起来。

■ **我国水管网固定资产投资额增速加快，水管网智能化改造时代到来：**根据住建部《城市统计年鉴》的数据，我国供水、排水建设的固定资产投资额数据看，我国排水建设每年固定资产投资额已远远超过供水建设固定资产投资额，2020年我国排水建设固定资产投资额达到3766.2亿元，同比增长33.6%，其中城市排水固定资产投资额投入最大，达到2114.8亿元，占比全国56%；2020年我国供水建设固定资产投资额为1575.5亿元，同比增长14.6%。

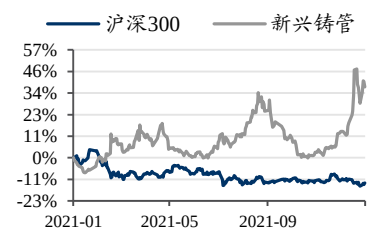
■ **公司简介：球墨铸铁管世界第一，低估值下的稳增长品种：**公司是世界上最大的离心球墨铸铁管、钢格板、铸造产品生产商，在国家水管网大改造的大背景下，公司主营产品运用于水管网的球墨铸铁管有望迎来高速增长。截至2020年底全世界铸管的年产量在900万吨左右，其中，离心球墨铸铁管的年产量约850万吨，占铸管产量的90%以上；截至2020年末，公司铸管、管件及铸件产量295.55万吨，钢格板生产规模居世界首位，铸造产品产销量、钢塑复合管产销量位居国内首位，是国内最大的球墨铸铁管生产企业，保持行业显著竞争优势。

■ **球墨铸铁管已经成为我国供水的首选管材，同时越来越多的球墨铸铁铸件产品被研发且应用到排水管网系统。**我国在用的供水管材主要分为金属、非金属和复合管材3大类，主干道供水管道首选球墨铸铁管。排水端，考虑到成本以及材料属性，传统管材多为钢筋混凝土管，塑料管或为排水管道主流方向。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计2021-2023年公司营业收入为573.88亿元、700.86亿元、862.99亿元，同比增长33.6%、22.1%、23.1%；归母净利润分别为23.20亿元、28.23亿元、35.65亿元，同比增长28.0%、21.7%、26.3%；EPS分别为0.58元、0.71元、0.89元，对应PE为8、7、5倍。考虑到公司是我国最大的球墨铸铁管生产厂商+十四五期间水管网大投资，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**我国水管网固定资产投资不及预期的风险；宏观经济下行的风险；原材料价格大幅上涨的风险；环保政策加严的风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.66
一年最低/最高价	3.59/5.65
市净率(倍)	0.79
流通A股市值(百万元)	18156.73

基础数据

每股净资产(元)	5.87
资产负债率(%)	50.41
总股本(百万股)	3990.88
流通A股(百万股)	3896.29

内容目录

1. 2022 年须重视水管网条线的投资机会	4
1.1. 现状：当前我国水管网建设仍然非常落后	4
1.2. 我国水管网固定资产投资额增速加快，水管网智能化改造时代到来	5
1.3. 政策端：我国水管网相关政策频繁出台，自上而下逻辑清晰	6
1.4. 我国供水改造的经济性显著，排水端目前主要依赖国家财政投入	7
2. 球墨铸铁管是我国供水首选管材，排水管网塑料管为主流方向	8
3. 公司球墨铸铁管世界第一，充分受益我国水管网大改造	10
3.1. 球墨铸铁管世界第一，低估值下的稳增长品种	10
3.2. 2020 年占比公司营收 30%+的铸管业务贡献了 50%+的毛利	11
3.3. 央企背景，我国球墨铸铁管龙一	13
4. 盈利预测与投资意见	15
5. 风险提示	17

图表目录

图 1: 水管网是连接水厂和用户水龙头的关键一步	4
图 2: 我国城市公共管网漏损情况	7
图 3: 2018-2021Q3 新兴铸管营业收入和归母净利润情况 (亿元)	11
图 4: 2018-2021Q3 年新兴铸管毛利率、净利率和 ROE 情况	11
图 5: 2018-2021H1 新兴铸管各业务收入构成 (亿元)	12
图 6: 2018-2021H1 新兴铸管铸管及管铸件收入、毛利率及营收占比	12
图 7: 公司主要产品生产工艺	12
图 8: 新兴铸管股权结构图 (截至 2021Q3)	13
图 9: 公司离心球墨铸铁管产品	14
表 1: 我国供水建设固定资产投资额 (亿元)	5
表 2: 我国排水建设固定资产投资额 (亿元)	6
表 3: 2019 年以来我国水管网领域相关政策频发	6
表 4: 供水管材特性及应用现状	8
表 5: 塑料排水管和混凝土排水管对比	10
表 6: 新兴铸管主营产品及主要功能和用途	10
表 7: 铸管及管铸件、钢材产品产能利用情况及产品均价	12
表 8: 公司分业务营收预测 (单位: 百万元)	15
表 9: 行业可比公司情况 (采用 2022.3.24 收盘价计算)	16

1. 2022 年须重视水管网条线的投资机会

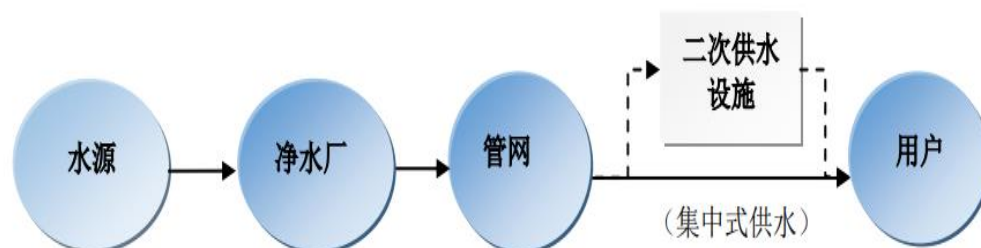
我国水管网智能化改造时代到来，2022 年须重视水管网条线的投资机会。从 2019 年主流智能水表公司业绩超预期，到 2021 年水务信息化行业如火如荼、业绩高增，我们在跟踪水管网智能化改造条线的过程中，自下而上关注到了行业内智能水表公司、水务信息化（智慧水务公司）内在产品扩品类、扩投资的现象，观察到水务公司对智能化改造的诉求强烈；2021 年 12 月 14 日，中央经济工作会议上，习近平总书记指出：十四五期间，须把管道改造和建设作为重要的基础设施工程来抓；这也意味着自上而下我国管网改造的逻辑清晰起来。我国水管网大改造时代到来，产业趋势上看，供水管网的改造重在信息化、智能化；排水管网的改造重在新增排水管网铺设。

1.1. 现状：当前我国水管网建设仍然非常落后

我国水管网建设仍然非常落后：供水管网管道腐蚀、漏损现象普遍存在；排水管网铺设覆盖率仍然非常低。随着我国城市化进程加速，我国也从“全面建设小康社会”时代迈入“共同富裕”时代，在人民物质生活水平到达基础高度后，我们需要谋求人民生活的高质量发展，水管网建设也应当从“有基础设施”到“有安全、质量的基础设施”迈进。

我国供水管网腐蚀、爆管、漏损现象严重，供水管网改造迫在眉睫。我国城镇自来水在生产过程中，首先自来水经过自来水厂制水、通过供水管道一次供水运输、到达楼宇下方经过二次供水、最后到达城镇居民水龙头。我们发现水管网是连接水厂和用户的关键一步，供水管网的漏损管理、水质管理都依托于更好的供水管网。我国多数城镇的自来水由水厂经过长距离供水管网的输配或在供水管网中停留较长时间后，到达用水处时将引起各类问题，比如浊度、色度、铁等水质指标升高，较为严重时可能导致黄水、黑水现象，危害人们的身体健康；还会造成计量水表淤塞，使其不能提供准确的用户数据，增加了运行、维护的难度。调查分析显示，凡是使用超过 5 年且没有内衬的供水管道，其内壁都出现了严重腐蚀和结垢现象，当水压、水量波动时容易形成“红水”，严重影响了居民的生产活动和生活质量。调查显示铸铁管材的腐蚀情况最为严重，管道可见 5cm 高的锈瘤和直径约 6cm 的锈块。由此可见，我国城市供水管道腐蚀情况及其造成的水质恶化和管网漏损问题十分严峻。

图 1：水管网是连接水厂和用户水龙头的关键一步



数据来源：威派格公司公告，东吴证券研究所

1.2. 我国水管网固定资产投资额增速加快，水管网智能化改造时代到来

我国水管网固定资产投资额增速加快，水管网智能化改造时代到来，须重视我国水管网的投资机会。根据住建部《城市统计年鉴》的数据，我国供水、排水建设的固定资产投资额数据看，我国排水建设每年固定资产投资额已远远超过供水建设固定资产投资额，2020 年我国排水建设固定资产投资额达到 3766.2 亿元，同比增长 33.6%，其中城市排水固定资产投资额投入最大，达到 2114.8 亿元，占比全国 56%；2020 年我国供水建设固定资产投资额为 1575.5 亿元，同比增长 14.6%。

表 1：我国供水建设固定资产投资额（亿元）

我国供水建设固定资产投资额（亿元）						
	我国供水总投资	增速	城市	县城	建制镇	乡村
2010	847.1		426.8	88.1	116.8	215.4
2011	888.3	4.9%	431.8	127.6	117.4	211.6
2012	944.3	6.3%	410.4	146.6	132.6	254.7
2013	1256.9	33.1%	524.7	164.9	161.1	406.2
2014	1048.5	-16.6%	475.3	172.6	144.0	256.6
2015	1207.4	15.2%	619.9	156.4	153.0	278.1
2016	1133.3	-6.1%	545.8	160.7	147.2	279.6
2017	1269.5	12.0%	580.1	226.3	148.6	314.5
2018	1227.6	-3.3%	543.0	144.1	151.1	389.3
2019	1374.3	12.0%	560.1	168.1	156.1	490.0
2020	1575.5	14.6%	749.4	232.2	170.5	423.4

数据来源：住建部《城乡建设统计年鉴》，东吴证券研究所

表 2：我国排水建设固定资产投资额（亿元）

我国排水建设固定资产投资额（亿元）						
	我国排水总投资	增速	城市	县城	建制镇	乡村
2010	1431.4		901.6	271.1	155.4	103.3
2011	1244.0	-13.1%	770.1	201.6	155.0	117.3
2012	1251.6	0.6%	704.5	229.6	170.1	147.4
2013	1409.2	12.6%	778.9	276.1	204.3	149.9
2014	1628.7	15.6%	900.0	296.1	237.4	195.2
2015	1705.9	4.7%	982.7	265.8	225.7	231.8
2016	1953.6	14.5%	1222.5	263.0	223.6	244.5
2017	2368.6	21.2%	1343.6	383.9	310.9	330.1
2018	2671.5	12.8%	1529.9	367.7	353.1	420.9
2019	2818.2	5.5%	1562.4	366.6	387.0	502.2
2020	3766.2	33.6%	2114.8	560.9	509.0	581.5

数据来源：住建部《城乡建设统计年鉴》，东吴证券研究所

1.3. 政策端：我国水管网相关政策频繁出台，自上而下逻辑清晰

我国水管网政策频繁出台，水管网投资是未来三年基建投资较为确定的板块之一。

我们观察到 2019 年以来，从国家发改委、住建部发布加强户用水表指导意见，强制满六年更换；到 2021 年 8 月，国家发改委、住建部印发城镇供水价格管理办法和城镇供水定价成本监审办法，建立“以准许成本加合理收益”为核心的定价机制，降本增效、降低管网漏损、提高水务公司管理效率；2021 年 12 月，习近平总书记在中央经济工作会议会议上指出，十四五期间须把管道改造和建设作为重要的基础设施工程来抓；2022 年 1 月 19 日，住建部、国家发改委发布加强公共供水管网漏损控制的通知：要求到 2025 年全国城市公共供水管理漏损率力争控制在 9% 以内。

表 3：2019 年以来我国水管网领域相关政策频发

时间	发布部门	政策内容
2019.1	国家发改委、住建部	加强民用“三表”管理的指导意见：落实水表满六年强制更换的更换制度。
2019.4	国家发改委、住建部、生态环境部	城镇污水处理提质增效三年行动方案(2019-2021 年)：尽快实现污水管网全覆盖、全收集、全处理。
2021.8	国家发改委、住建部	城镇供水价格管理办法和城镇供水定价成本监审办法：建立健全

		“以准许成本加合理收益”为核心的定价机制，以及供水企业降本增效、降低管网漏损率、提高管理效率等。
2021.12		中央经济工作会议上习大大提出：十四五期间，须把管道改造和建设作为重要的基础设施工程来抓。
2022.1	国家发改委、住建部	关于加强公共供水管网漏损控制的通知：到 2025 年全国城市公共供水管理漏损率力争控制在 9%以内。
2022.1	国务院	十四五节能减排综合工作方案：实施公共供水管网漏损治理工程；推进城市生活污水管网建设和改造，到 2025 年，新增和改造污水收集管网 8 万公里，新增污水处理能力 2000 万立方米/日，城市污泥无害化处置率达到 90%；农村生活污水治理率达 40%。

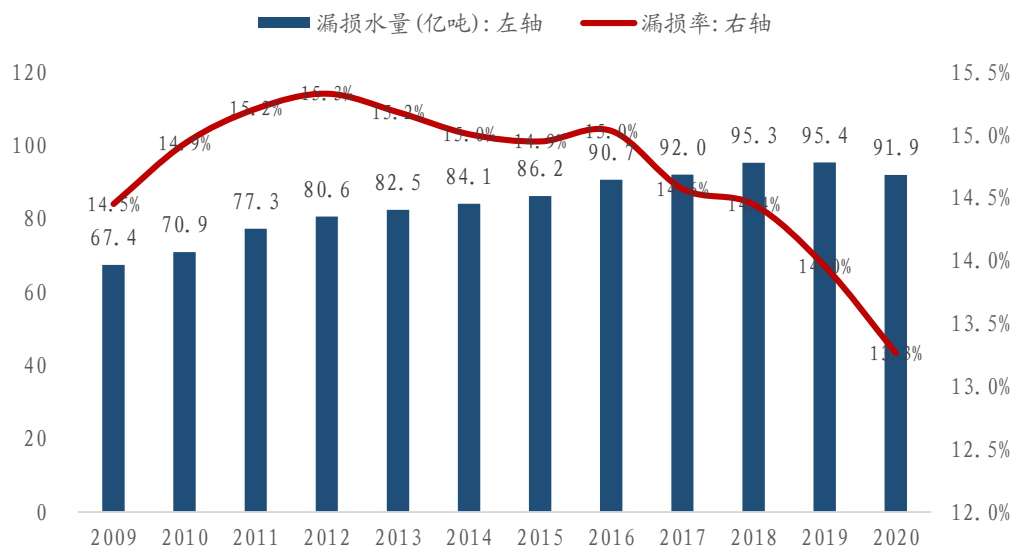
数据来源：国家发改委、住建部等官网，东吴证券研究所

1.4. 我国供水改造的经济性显著，排水端目前主要依赖国家财政投入

我国供水端智能化改造已经具有较强的经济性，水司更换智能水表、水务信息化的成本在 5 年的维度即可收回。根据 2020 年城市统计年鉴，2020 年我国城市和县城公共供水总量是 693.19 亿立方米，漏损水量是 91.95 亿立方米（漏损率 13.26%），以上海第一阶梯水价 4 元测算，全年漏损水量损失 367.8 亿元，如果漏损率下降 4%，约是 110 亿，5 年是 550 亿元。考虑供水端的经济性的问题，上水务信息化和智能化后就能基本解决高漏损率的问题，因此做供水端智能化数字化的改造经济性是很显著的。供水端主要的投资在于（1）水管网（铺设和替换）+（2）水务信息化+（3）智能水表。我们预计增加水务信息化+更换智能水表为水司带来的 5 年的新增成本约在 425 亿，而 5 年节约的水金额在 550 亿，结论是供水端的智能化信息化是具有经济性的。

在这里需要强调的是：不能把管网大投资的钱去做漏损信息化、智能化的经济性去比较，因为我们国家十三五期间已经在水管网改造上投资了很多钱，我们需要看边际的变化。

图 2：我国城市公共管网漏损情况



数据来源：住建部《城乡建设统计年鉴》，东吴证券研究所

2. 球墨铸铁管是我国供水首选管材，排水管网塑料管为主流方向

球墨铸铁管已经成为我国供水的首选管材，同时越来越多的球墨铸铁铸件产品被研发且应用到排水管网系统。2022年1月19日，住建部、国家发改委联合印发了《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》，提出实施供水管网改造工程，对超过使用年限、材质落后或受损失修的供水管网进行更新改造，确保建设质量；采用先进适用、质量可靠的供水管网管材；直径在100毫米及以上的管道，鼓励采用钢管、球墨铸铁管等优质管材。在我们国家的南水北调中线工程中，球墨铸铁管的大规模使用也得到了水利专家的赞誉，我国大型水利项目也越来越多采用球墨铸铁管。

我国在用的供水管材主要分为金属、非金属和复合管材3大类，主干道供水管道首选球墨铸铁管。金属管材中，DN100以上的配水干管早期多采用灰口铸铁管，耐磨性好、造价低，但存在易老化漏损的问题，正在逐步更换为强度高、耐腐蚀性好的球墨铸铁管；小口径配水管线包括楼内立管多为镀锌钢管，但是早期采用的冷镀锌钢管易腐蚀结垢，而不锈钢管因其安全性能好、不易老化、强度高，正逐步替代镀锌钢管被推广采用。供水中使用非金属管材为聚氯乙烯管(PVC)、聚乙烯管(PE)、无规共聚聚丙烯管(PPR)和硬聚氯乙烯管(UPVC)，都具内壁光滑、不易结垢的优点，但需关注其制造过程中使用的添加剂和重金属溶出的风险。复合管材有涂塑不锈钢管和衬塑不锈钢管，结合钢管和塑料管的优点，使用寿命长，抑菌性能好。

表 4：供水管材特性及应用现状

分类	名称	适用条件	优点	缺点	应用现状
----	----	------	----	----	------

金属管材	灰口铸铁管	DN10 ~ DN1000 供水管道	耐磨性好，造价低	易腐蚀，内壁生物膜增加供水生物不稳定性	正逐步被球墨铸铁管等管材替代
	球墨铸铁管	DN10 ~ DN2000 供水主干管	有水泥砂浆内衬，抗腐蚀，爆管风险低	通水初期内衬对水质影响，内衬脱落腐蚀加快	目前推广使用的管材
	镀锌钢管	建筑内部供水管	热镀锌钢管防腐性能较好	冷镀锌钢管镀层易剥落，耐腐蚀性较差	冷镀锌钢管 2000 年起已被禁用
	不锈钢管	市政管网，室内供水管消防供水管	抗腐蚀能力强，使用寿命长	与球墨铸铁管连接，存在电偶腐蚀风险	目前推广使用的管材
	铜管	多用于欧美发达国家供水管网	铜离子抑制微生物生长；漏损自修复能力	存在铜离子超标风险	国内建筑供水管中应用较少
非金属管材	PVC 管	建筑内部供水管	密封性好，内壁光滑，不易腐蚀，轻便易安装	不耐热，存在增塑剂、催化剂溶出风险	目前使用最多的塑料管材
	PE 管	直径 <500 mm, 压力 <1.6 MPa 供水管道	内壁光滑，不易结垢，耐腐蚀，材料可回收	不耐高温，使用初期和“死水区”存在有机物释放问题	已有国家标准
	PPR	建筑内部横干管和立管	寿命长，抑菌，耐腐蚀，不易结垢，无重金属溶出	可燃材料，不可用于高温环境	已有国家标准
	UPVC	建筑内部供水管	内壁光滑，不易结垢，抗腐蚀，有机物溶出低	耐冷、耐热性能较差，铅盐稳定剂溶出	美国常用塑料管材，2010 年起我国逐渐投入使用
复合管材	钢塑复合管	建筑内部给排水系统的冷热水管道	具有钢管和塑料管双重优点	复合管塑料层与钢基层剥落或分离问题	新型管材，有较大发展空间

数据来源：《供水管道管材的特性及应用综述_李相宜》，东吴证券研究所

排水端，考虑到成本以及材料属性，传统管材多为钢筋混凝土管，塑料管或为排水管道主流方向。（1）塑料管的耐腐蚀性相较于钢筋混凝土管更强，因此塑料管埋地的使

使用寿命更长，一般长达 50 年，钢筋混凝土管使用寿命仅 20 年；（2）塑料管过流能力强，摩擦系数相较于钢筋混凝土管更小，使用塑料排水管可提高处理污水的能力，减少污水泵站的数量，也就降低了污水处理的成本；（3）塑料管密封性好，防渗透能力强，因此塑料管非常适合作为市政排水管网的污水管，以防地下水受到污染；（4）塑料管的重量相较于钢筋混凝土管更轻，因此在运输安装上更加方便，施工工期短。

表 5：塑料排水管和混凝土排水管对比

	强度和刚度	使用寿命	铺设方便度
塑料排水管	强度低于混凝土，柔性管	50 年以上，耐腐蚀远胜于混凝土管	轻便、易运输
混凝土排水管	强度高，刚性管	20 年以上	较重，不易运输

数据来源：《探讨市政排水管道应用发展趋势_孟圣元》，东吴证券研究所

3. 公司球墨铸铁管世界第一，充分受益我国水管网大改造

3.1. 球墨铸铁管世界第一，低估值下的稳增长品种

公司是世界上最大的离心球墨铸铁管、钢格板、铸造产品生产商，在国家水管网大改造的大背景下，公司主营产品运用于水管网的球墨铸铁管有望迎来高增长。2020 年全世界铸管的年产量在 900 万吨左右，其中，离心球墨铸铁管的年产量约 850 万吨，占铸管产量的 90%以上；截至 2020 年末，公司铸管、管件及铸件产量 295.55 万吨，钢格板生产规模居世界首位，铸造产品产销量、钢塑复合管产销量位居国内首位，是国内最大的球墨铸铁管生产企业，在经营规模、市场份额和技术水平等方面保持显著竞争优势。2020 年，公司完成标准制修订 26 项，其中国际 12 项、国家 3 项、行团标 11 项，首个由我国企业主持制定的国际标准 ISO8180《球墨铸铁管-聚乙烯套管》成功发布，有效专利数 2233 件，年增速达 14%。公司生产规模和综合技术实力居全球首位，产品出口到世界 120 多个国家和地区，销售网络覆盖亚洲、欧洲、非洲、美洲。

表 6：新兴铸管主营产品及主要功能和用途

产品品类	主要功能、用途
铸管与管件产品	
离心球墨铸铁管	市政工程中的供水供气、排水排污等
其他配套管件	管道之间的连接件
钢铁产品	
生铁	用于炼钢以及铸管、管件等铸件的生产
钢坯	用于棒线材的轧制

钢材	圆钢：作为各类机械制造加工用原料热轧带肋钢筋；用于建筑工程建设线材；用于建筑工程建设棒材；制造用钢，用于汽车、重卡等行业
----	--

其他产品

钢制格栅板	用于平台、地板、过道、楼梯踏板、通廊、栅栏、桥梁、码头、沟盖板、防盗门窗、机场照明护栏等通风透光设施
-------	--

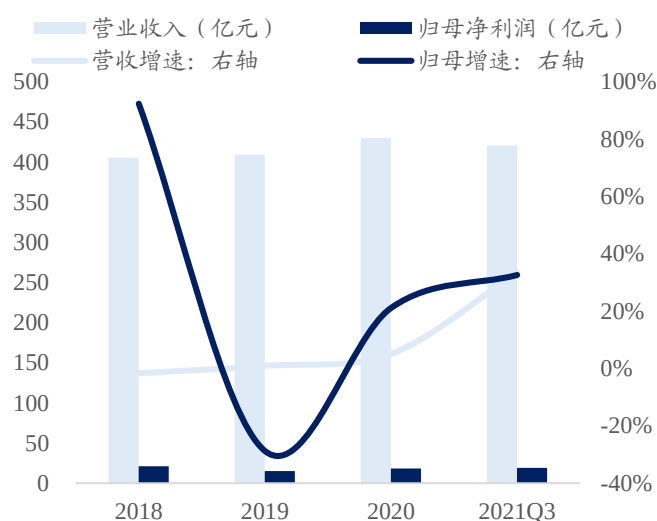
数据来源：新兴铸管债券募集说明书，东吴证券研究所

3.2. 2020 年占比公司营收 30%+的铸管业务贡献了 50%+的毛利

2021Q3 公司营业收入同比增长 33.39%，我们看好水管网改造下未来几年公司的营收增长。2018 年-2021Q3 公司分别实现营业收入 405.47 亿元、408.90 亿元、429.61 亿元、420.47 亿元，同比变化-1.99%、+0.84%、+5.07%、+33.39%；归母净利润 21.01 亿元、14.97 亿元、18.12 亿元、19.14 亿元，同比变化+92.76%、-28.76%、+21.06%、+32.55%；毛利率分别为 17.90%、14.03%、13.00%、10.67%；归属母公司净利润率分别为 5.18%、3.66%、4.22%、4.55%；加权平均 ROE 分别为 10.45%、7.20%、8.37%、8.29%。

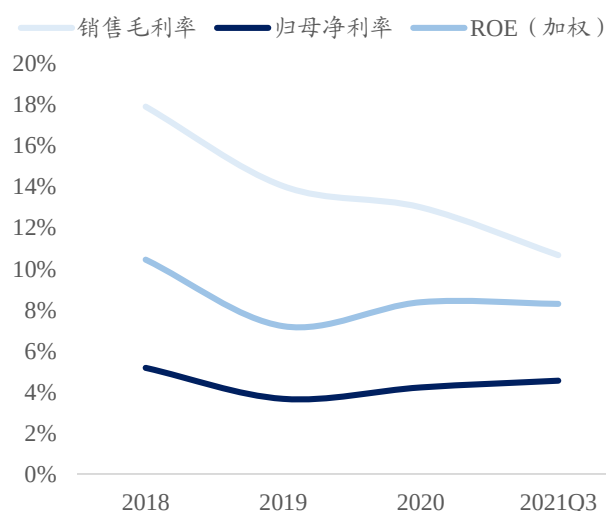
分业务看，铸管及管铸件为以 30%的营收为公司贡献了约 50%的毛利。2018 年-2021H1 铸管及管铸件营业收入分别为 113.69 亿元、118.59 亿元、139.05 亿元、86.4 亿元，占公司同期营业收入比重为 28.04%、29.00%、32.37%、30.19%。2018 年-2020 年公司铸管及管铸件毛利率分别为 24.56%、23.62%、21.34%，占公司同期毛利润 38.47%、48.85%、53.15%。

图 3：2018-2021Q3 新兴铸管营业收入和归母净利润情况（亿元）



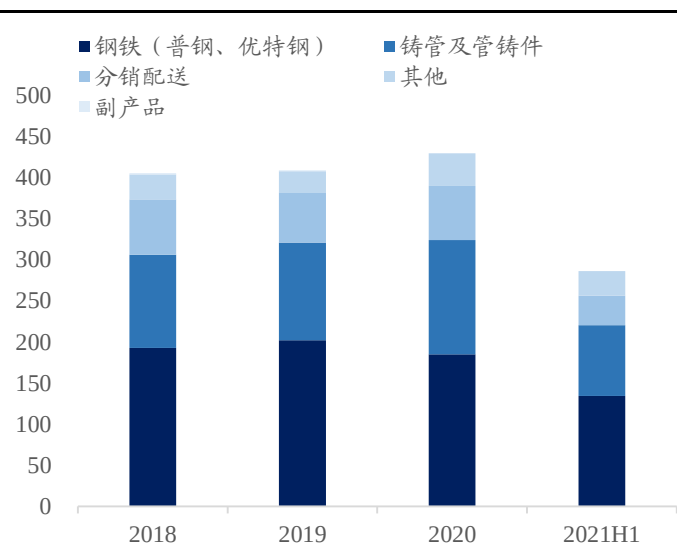
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2018-2021Q3 年新兴铸管毛利率、净利率和 ROE 情况



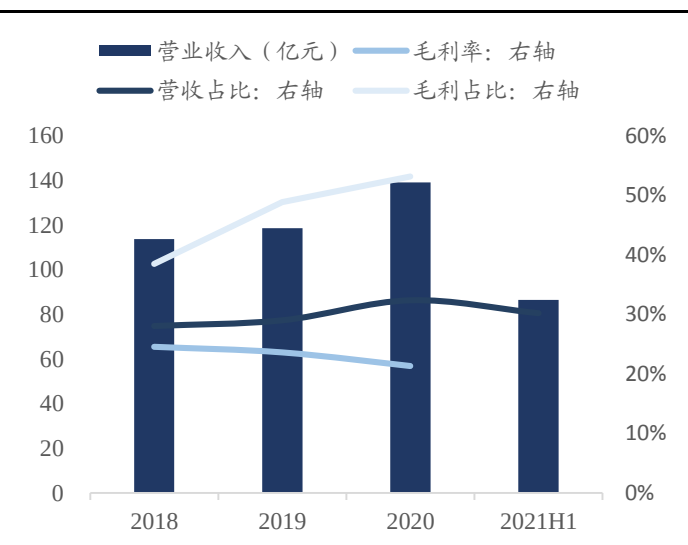
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5: 2018-2021H1 新兴铸管各业务收入构成 (亿元)



数据来源: Choice 金融终端, 东吴证券研究所

图 6: 2018-2021H1 新兴铸管铸管及管铸件收入、毛利率及营收占比



数据来源: Choice 金融终端, 东吴证券研究所

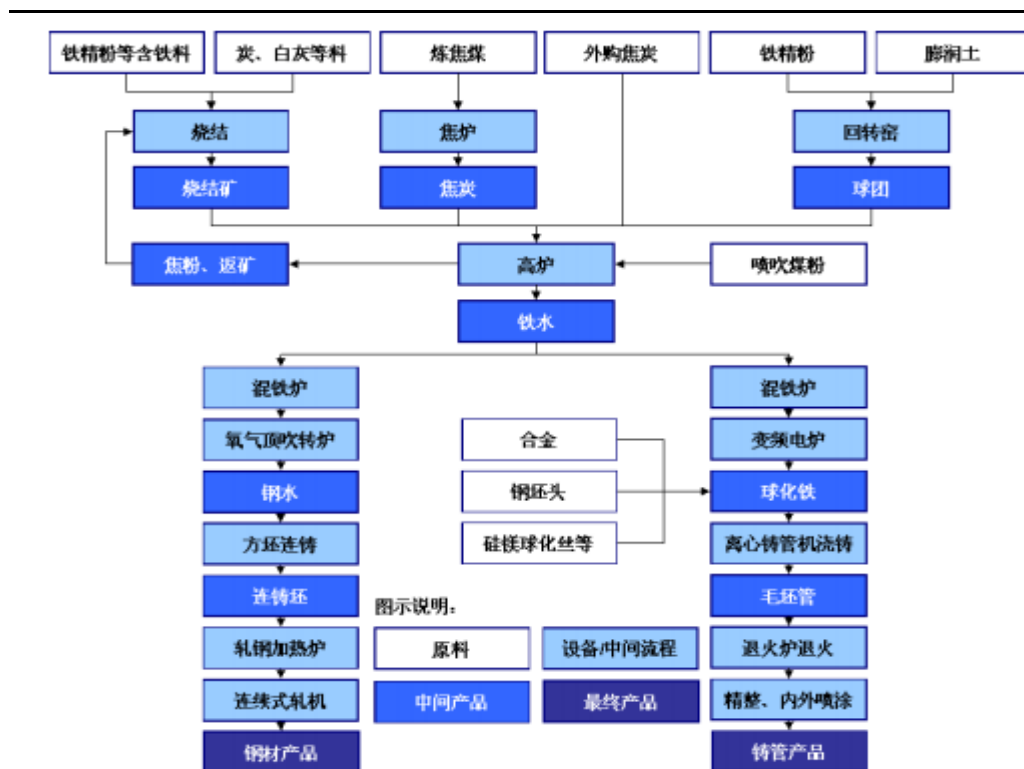
2020 年公司拥有铸管及管铸件产能 320 万吨, 产能利用率为 92.36%, 每吨均价为 4715 元/吨。2018 年至 2020 年公司铸管及管铸件产品产能每年增加 30 万吨, 截至 2020 年底产能达到 320 万吨。2020 年公司产能利用率提高到 92.36%, 高于 2018 年和 2019 年, 铸管及管铸件产品均价维持在 4700-4900 元/吨。

表 7: 铸管及管铸件、钢材产品产能利用情况及产品均价

产品	指标	2018 年度	2019 年度	2020 年度
铸管及管铸件	产能 (万吨)	260	290	320
	产量 (万吨)	237.05	239.16	295.55
	产能利用率	91.17%	82.47%	92.36%
	均价 (元/吨)	4796	4880	4715
钢材产品	产能 (万吨)	500	500	500
	产量 (万吨)	479.72	523.54	551.61
	产能利用率	95.94%	104.71%	110.32%
	均价 (元/吨)	4077	3910	3396

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 7: 公司主要产品生产工艺

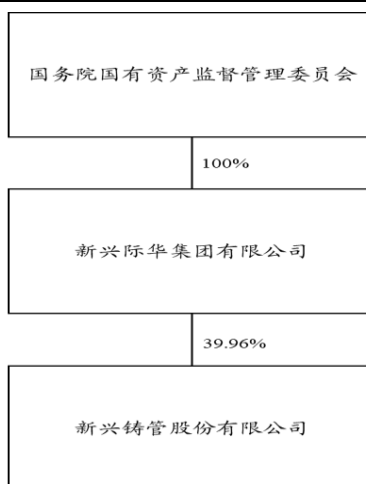


数据来源：新兴铸管债券募集说明书，东吴证券研究所

3.3. 央企背景，我国球墨铸铁管龙一

央企新兴际华集团持有公司股份 39.96%，是公司第一大股东。新兴际华集团前身是新兴铸管集团，起源于中国人民解放军总后勤部原生产部及所辖军需企事业单位，是国务院国资委直接管理的大型中央企业。主要业务包括冶金、轻纺、装备、应急、医药、服务等领域，拥有新兴铸管股份（000778.SZ）、际华集团股份（601718.SH）、海药股份（000566.SZ）三家上市公司。

图 8：新兴铸管股权结构图（截至 2021Q3）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司是我国球墨铸铁管龙一，球墨铸铁管广泛运用于城市供水、排水领域。我国城市化进程的加快和城市建设水平的不断提高，为铸管产品的发展带来商机。球墨铸铁管因具有韧性好、强度高、耐腐蚀、施工方便和性价比高等诸多优点，被广泛应用于市政工程中的供水供气、排水排污等领域。中国球墨铸管行业技术水平已经达到了同时期的国际水平，中国生产的球墨铸管产品在国际市场上具有较强的竞争优势。截至 2020 年末，公司铸造产能为 320 万吨，是国内最大的球墨铸铁管生产企业。国内其他规模化铸管生产厂家为山东国铭球墨铸管科技有限公司、安阳市永通铸管有限公司和圣戈班（中国）投资有限公司，其产能均在 60 万吨/年以下，公司及上述三家企业产能合计约占国内铸管产能的 50%，其余铸管生产企业的综合市场竞争力较弱。

图 9：公司离心球墨铸铁管产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资意见

核心假设：(1) 十四五期间我国供水、排水大改造进程到来，我国水管网固定资产投资增加；(2) 2021-2023 年公司铸管产品营收增长率为 28%、30%、25%，毛利率为 12.7、16.0%、18.0%；(3) 普钢业务增长率为 34%、15%、20%，毛利率为 14%、13%、12%；(4) 优特钢业务增长率为 80%、25%、30%，毛利率为 12.6%、12.0%、12.0%。

盈利预测与投资评级：我们预计 2021-2023 年公司营业收入为 573.88 亿元、700.86 亿元、862.99 亿元，增速分别为 33.6%、22.1%、23.1%；归母净利润分别为 23.20 亿元、28.23 亿元、35.65 亿元，增速分别为 28.0%、21.7%、26.3%；EPS 分别为 0.58 元、0.71 元、0.89 元，对应 PE 为 8、7、5 倍。考虑到公司是我国最大的球墨铸铁管生产厂商+十四五期间水管网大投资，首次覆盖，给予“买入”评级。可比公司估值上，我们选取了管网管材公司公元股份和纳川股份，两者平均对应 22 年 PE 为 15 倍，公司当前估值较为低估。

表 8：公司分业务营收预测（单位：百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	42,960.92	57387.82	70086.35	86299.15
增长率	5%	33.6%	22.1%	23.1%
毛利率	13.0%	11.3%	12.3%	12.7%
铸管产品	13,905.21	17798.67	23138.27	28922.84
增长率	19.1%	28.0%	30.0%	25.0%
毛利率	21.3%	12.7%	16.0%	18.0%
普钢	12,689.93	17004.51	19555.18	23466.22
增长率	-4.6%	34.0%	15.0%	20.0%
毛利率	11.0%	14.0%	13.0%	12.0%
优特钢	5,790.78	10423.40	13029.26	16938.03
增长率	16.3%	80.0%	25.0%	30.0%
毛利率	8.3%	12.6%	12.0%	12.0%
分销配送	6,577.80	7564.47	9077.364	10892.8368
增长率	3.3%	15.0%	20.0%	20.0%
毛利率	2.5%	0.0%	1.0%	1.0%
贸易及其他	3,997.19	4596.77	5286.28	6079.23
增长率	-12.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	14.3%	12.1%	13.0%	13.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 9：行业可比公司情况（采用 2022.3.24 收盘价计算）

证券代码	公司	市值（亿）	2021 净利 （亿）	2022 净利 （亿）	2023 净利 （亿）	2021PE	2022PE	2023PE
300198.SZ	纳川股份	37.0	0.42	1.76	2.64	89	21	14
002641.SZ	公元股份	64.1	5.94	7.46	9.81	8	9	11
可比公司平均估值						49	15	13
000778.SZ	新兴铸管	197.2	23.20	28.23	35.65	8	5	5

数据来源：wind，东吴证券研究所（除新兴铸管盈利预测来自东吴研究所，其余来自 wind 一致预期）

5. 风险提示

- (1) **我国水管网固定资产投资不及预期的风险：**若十四五我国水管网固定资产投资不及预期，将对公司经营产生直接影响；
- (2) **宏观经济下行的风险：**公司的钢铁业务受到宏观经济影响较大，若宏观经济下行或对公司钢铁业务产生不利影响；
- (3) **上游原材料上涨的风险：**若上游原材料铁矿石、焦炭等原材料价格大幅上涨或对公司业务产生不利影响；
- (4) **环保政策加严的风险：**若环保政策加严或对公司经营产生不利影响。

新兴铸管三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	26,823	33,782	39,725	47,402	营业收入	42,961	57,388	70,086	86,299
现金	10,464	11,689	13,573	15,107	减:营业成本	37,377	50,880	61,501	75,345
应收账款	2,035	2,638	3,254	4,007	营业税金及附加	381	516	701	949
存货	6,046	8,131	9,782	12,037	营业费用	411	861	2,033	2,503
其他流动资产	8,278	11,324	13,116	16,250	管理费用	782	1,033	1,262	1,726
非流动资产	26,365	27,553	28,268	29,459	研发费用	413	419	528	647
长期股权投资	4,451	4,794	5,102	5,422	财务费用	418	239	250	236
固定资产	17,313	18,404	18,992	19,574	资产减值损失	697	329	342	337
在建工程	924	489	116	166	加:投资净收益	427	356	507	577
无形资产	1,997	2,023	2,023	2,032	其他收益	93	69	84	104
其他非流动资产	1,681	1,843	2,035	2,265	资产处置收益	398	0	131	34
资产总计	53,189	61,336	67,993	76,861	营业利润	2,794	3,535	4,193	5,270
流动负债	23,901	28,426	32,015	37,007	加:营业外净收支	-86	-80	-63	-80
短期借款	7,551	7,551	7,551	7,551	利润总额	2,708	3,455	4,130	5,190
应付账款	5,663	7,483	8,982	11,098	减:所得税费用	744	933	1,061	1,315
其他流动负债	10,687	13,392	15,482	18,358	少数股东损益	151	202	245	310
非流动负债	5,134	6,234	6,234	6,234	归属母公司净利润	1,812	2,320	2,823	3,565
长期借款	960	1,060	1,060	1,060	EBIT	3,424	3,678	4,063	5,129
其他非流动负债	4,173	5,173	5,173	5,173	EBITDA	4,708	4,720	5,057	6,201
负债合计	29,035	34,659	38,248	43,241	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,032	2,234	2,479	2,789	每股收益(元)	0.45	0.58	0.71	0.89
归属母公司股东权益	22,122	24,443	27,266	30,831	每股净资产(元)	5.54	6.12	6.83	7.73
负债和股东权益	53,189	61,336	67,993	76,861	发行在外股份(百万股)	3,991	3,991	3,991	3,991
					ROIC(%)	6.5%	6.4%	6.7%	7.8%
					ROE(%)	8.2%	9.5%	10.4%	11.6%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	13.0%	11.3%	12.3%	12.7%
经营活动现金流	3,120	2,725	3,697	3,942	销售净利率(%)	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%
投资活动现金流	455	-2,283	-1,476	-2,070	资产负债率(%)	54.6%	56.5%	56.3%	56.3%
筹资活动现金流	-1,794	783	-338	-338	收入增长率(%)	5.1%	33.6%	22.1%	23.1%
现金净增加额	1,751	1,225	1,884	1,535	净利润增长率(%)	21.1%	28.0%	21.7%	26.3%
折旧和摊销	1,284	1,042	994	1,072	P/E	8.10	8.02	6.59	5.22
资本开支	-855	-2,133	-1,481	-2,096	P/B	0.66	0.76	0.68	0.60
营运资本变动	-1,544	-1,209	-470	-1,150	EV/EBITDA	3.91	4.71	4.02	3.03

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>