

新兴铸管 (000778.SZ)

铸管行业龙头企业

买入

核心观点

铸管行业龙头企业。公司主要产品包括离心球墨铸铁管及管件、钢铁冶炼及压延产品、铸造制品、钢塑复合管、钢格板、特种钢管等，市场竞争力强。公司目前具备铸管产能 300 万吨、管铸件产能 20 万吨、钢材产能 500 万吨，生产基地覆盖全国各大区，协同保供效率优势突出。

行业需求迎来高速增长。球墨铸铁管行业头部集中，因安全质量要求严格、销售体系搭建相对复杂等原因，存在一定的进入壁垒，目前新兴铸管市占率超过 30%。在市政领域，球墨铸铁管经过二十多年的发展已成为管材市场的主导产品，当下政策推动老化管道更新提速，低漏损率目标进一步提升优质球墨铸铁管需求。在水利领域，基建投资是 2022 年稳增长的重要抓手，中央多次提到加快推进重大水利工程建设，1-6 月，水利管理业固定资产投资完成额累计同比增长 12.7%。“十四五”期间，在源水输送、长距离引调水等工程中，球墨铸铁管需求有望继续扩大。在旺盛的需求带动下，球墨铸管与球墨铸铁价差较 2021 年大幅提高，并有望保持在景气水平。

十四五开启成长新篇章。公司规划在“十四五”期间，奋力实现“再造一个新兴铸管”战略目标。依托产业导向，公司将通过新建厂区、股权收购等方式进一步优化铸管产业布局，并提出 500 万吨铸管产能目标。在产品结构方面，公司铸管产品将围绕“3322”市场战略部署，大力扶持差异化产品发展；钢铁产品将聚焦专精特新特征产品，构建优特钢产业体系，力争五年中高端品种钢产量达到 320 万吨以上。此外，公司还计划培育钢格板、钢塑管、汽车铸件三个单项冠军产品。

盈利稳定性较强。2021 年公司销售毛利率、净利率分别为 10.2%、4.1%，与同样生产球墨铸铁管的国铭铸管相比，公司毛利率较低、净利率较高，差异由工艺流程部分非长流程、费用管控能力较强等因素造成。从近年情况看，铸管产品因项目储备型订单特点，价格变化相对迟钝且波幅较小，在行业下行阶段，毛利率反而有所扩张。

盈利预测与估值：当下铸管行业需求迎来高速增长，公司作为铸管行业龙头，多基地布局协同优势明显，高附加值产品占比持续提高。“十四五”规划向下，公司成长前景广阔。我们预计公司 2022-2024 年归属母公司净利润 25.4/29.7/33.7 亿元，利润年增速分别为 26.8%/16.6%/13.7%。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：产品需求及价格大幅波动风险；原料成本大幅波动的风险；行业竞争加剧风险；资产减值风险；环保政策加严风险。

公司研究 · 深度报告

钢铁 · 普钢

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：冯思宇

010-88005314

fengsiyu@guosen.com.cn

S0980519070001

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	6.00 - 6.40 元
收盘价	4.51 元
总市值/流通市值	17995/17571 百万元
52 周最高价/最低价	5.65/3.59 元
近 3 个月日均成交额	404.50 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	42,961	53,301	55,184	57,304	59,679
(+/-%)	5.1%	24.1%	3.5%	3.8%	4.1%
净利润(百万元)	1,812	2,007	2,544	2,966	3,373
(+/-%)	21.1%	10.7%	26.8%	16.6%	13.7%
每股收益(元)	0.45	0.50	0.64	0.74	0.85
EBIT Margin	8.4%	6.3%	7.1%	7.7%	8.2%
净资产收益率 (ROE)	8.2%	8.5%	10.3%	11.3%	12.1%
市盈率 (PE)	10.1	9.1	7.2	6.1	5.4
EV/EBITDA	9.7	10.0	8.6	7.6	6.8
市净率 (PB)	0.82	0.78	0.74	0.69	0.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

内容目录

铸管行业龙头企业.....	5
“铸管+钢铁”双主业运营.....	5
结构优化，产能持续扩张.....	6
产品特点决定盈利韧性突出.....	9
行业需求迎来高速增长.....	11
球墨铸铁管行业头部集中.....	11
水网建设加速，球墨铸铁管需求迎来新一轮爆发.....	13
球墨铸铁管价格保持景气.....	16
十四五开启成长新篇章.....	18
产能有望持续扩张.....	18
注重产品附加值提升.....	19
财务分析.....	20
规模业绩持续增长.....	21
盈利稳定性较强.....	22
偿债能力较强.....	23
盈利预测.....	23
假设前提.....	23
未来 3 年业绩预测.....	24
盈利预测的敏感性分析.....	25
估值与投资建议.....	26
绝对估值：6.0-7.0 元.....	26
相对估值：5.1-6.4 元.....	27
投资建议.....	27
风险提示.....	29
附表：财务预测与估值.....	31
免责声明.....	32

图表目录

图 1: 历史大事沿革.....	5
图 2: 2021 年新兴际华集团毛利情况 (亿元)	6
图 3: 集团及下属上市公司归母净利润情况 (亿元)	6
图 4: 公司股权结构图 (截至 2022 年 3 月末)	6
图 5: 主要产品生产工艺流程图.....	7
图 6: 公司铸管及管铸件产品产能和产量情况 (万吨)	8
图 7: 公司产品应用于南水北调工程.....	8
图 8: 公司钢材产品产能和产量情况 (万吨)	8
图 9: 公司普钢及优特钢销量及平均售价 (万吨, 元/吨)	8
图 10: 球墨铸铁管件.....	9
图 11: 钢格板产品.....	9
图 12: 营业收入及增速 (亿元, %)	9
图 13: 归母净利润及增速 (亿元, %)	9
图 14: 分产品营业收入情况 (亿元)	10
图 15: 分产品单吨售价 (元/吨)	10
图 16: 分产品毛利情况 (亿元)	10
图 17: 分产品毛利率情况 (%)	10
图 18: 原材料采购量 (万吨)	11
图 19: 原材料采购均价 (元/吨)	11
图 20: 球墨铸管应用领域.....	11
图 21: 全国城市公共供水管道主要管材累计铺设长度 (万千米)	12
图 22: 国内主要离心球墨铸铁管产量 (万吨)	13
图 23: 2020 年全国球墨铸管分企业产量 (万吨)	13
图 24: 全国供水管道长度 (万公里)	14
图 25: 全国排水管道长度 (万公里)	14
图 26: 全国城市漏损水量及漏损率 (亿立方米, %)	15
图 27: 水利建设投资情况 (亿元)	16
图 28: 固定资产投资完成额增速 (%)	16
图 29: 螺纹钢价格与铁矿石、主焦煤价格情况 (元/吨)	17
图 30: 球墨铸管价格及与球墨铸铁价差变化 (元/吨)	17
图 31: 公司国内主要生产基地及销售网络分布.....	18
图 32: 公司研发费用及占营业收入比重 (亿元, %)	19
图 33: 公司科研能力.....	19
图 34: 2021 年铸管产品销售结构 (%)	20
图 35: 公司铸管产品市场战略目标 (%)	20
图 36: 公司管材类产品产量 (万吨)	21
图 37: 公司管材类产品销售均价 (元/吨)	21

图 38: 各公司营业收入 (亿元)	21
图 39: 各公司营业收入增速 (%)	21
图 40: 各公司归母净利润 (亿元)	22
图 41: 各公司归母净利润增速 (%)	22
图 42: 销售毛利率 (%)	22
图 43: 管材类产品销售毛利率 (%)	22
图 44: 销售净利率 (%)	23
图 45: 净资产收益率 (%)	23
图 46: 资产负债率 (%)	23
图 47: 流动比例.....	23
表 1: 输水管材技术性能比较.....	13
表 2: 水利建设投资相关会议内容.....	15
表 3: 新兴铸管业务拆分.....	24
表 4: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)	25
表 5: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	25
表 6: 公司盈利预测假设条件 (%)	26
表 7: 资本成本假设.....	26
表 8: FCFE 估值表.....	27
表 9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	27
表 10: 同类公司估值比较.....	27

铸管行业龙头企业

“铸管+钢铁”双主业运营

公司源于 1971 年成立的中国人民解放军第二六七二工程指挥部，1996 年改制为国有独资有限公司，1997 年在深交所上市。上市之后，公司开启多地扩张之路，生产基地由河北扩展至安徽、湖北、广东、新疆等地，逐步覆盖全国各大区。经过五十余年的发展，公司已具备铸管产能 300 万吨、管铸件产能 20 万吨、钢材产能 500 万吨，成为全球规模最大的离心球墨铸铁管及管铸件研发制造商和国内竞争力较强的钢铁产品研发制造商。

图1：历史大事沿革

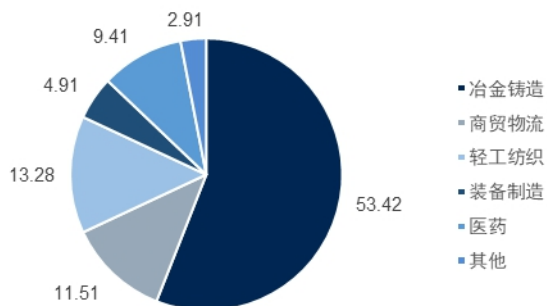


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

控股股东实力雄厚，根植红色基因。公司控股股东新兴际华集团由解放军总后勤部原生产部（正军）及所辖军需企事业单位整编重组脱钩而来，是国务院国资委监管的中央企业，是集资产管理、资本运营和生产经营于一体的大型国有独资公司。2021 年新兴际华实现营业收入 1285.86 亿元，其中冶金铸造板块占比 40.97%；实现毛利 95.44 亿元，其中冶金铸造板块占比 55.97%。集团目前拥有新兴铸管（000778.SZ）、际华集团（601718.SH）、海南海药（000566.SZ）三家上市公司，新兴铸管作为集团核心企业，在业务发展方面受到有力支持。

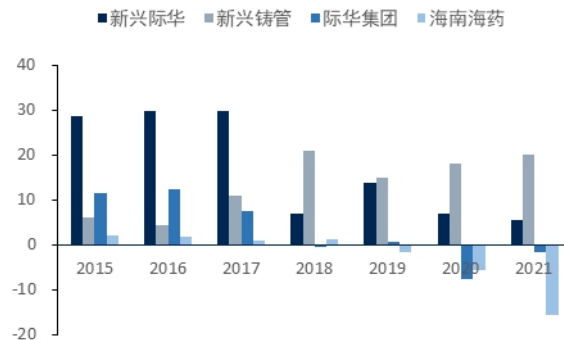
管理层变更，开启改革新阶段。过去几年间受多种因素影响，新兴际华集团经营业绩呈现下滑趋势。2021 年 5 月，国资委调整了集团主要领导，由曾任中国中车集团公司党委会常委、副总经理的贾世瑞同志任党委书记、董事长。集团“十四五”战略规划聚焦重塑冶金、轻纺、装备、应急、医药五大主业，资产经营管理、现代供应链物流、现代商业服务三大专业化领域，以及一个产业投资平台，确立了“一年走出困局、三年夯实根基、五年再创辉煌”的“135”发展目标。2021 年底，新兴铸管董事会选举董事何齐书先生为公司第九届董事会董事长，何齐书先生曾任公司常务副总经理、总经理。领导层的变更给公司带来了新的活力，或将带领公司开启改革新阶段。

图2：2021 年新兴际华集团毛利情况（亿元）



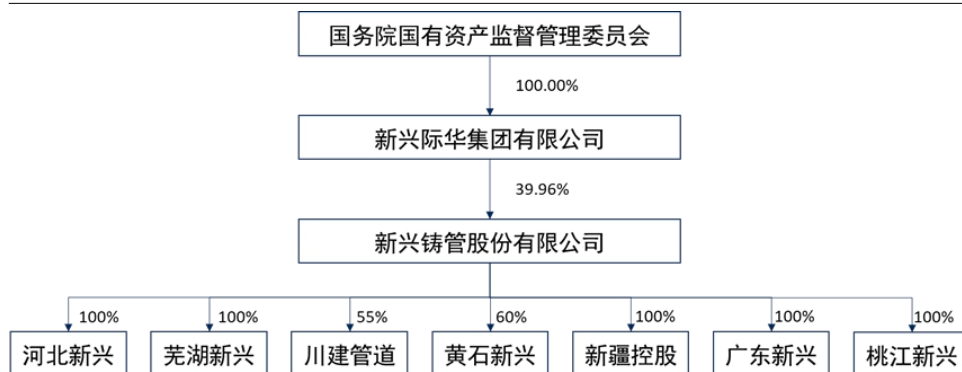
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图3：集团及下属上市公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图4：公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）

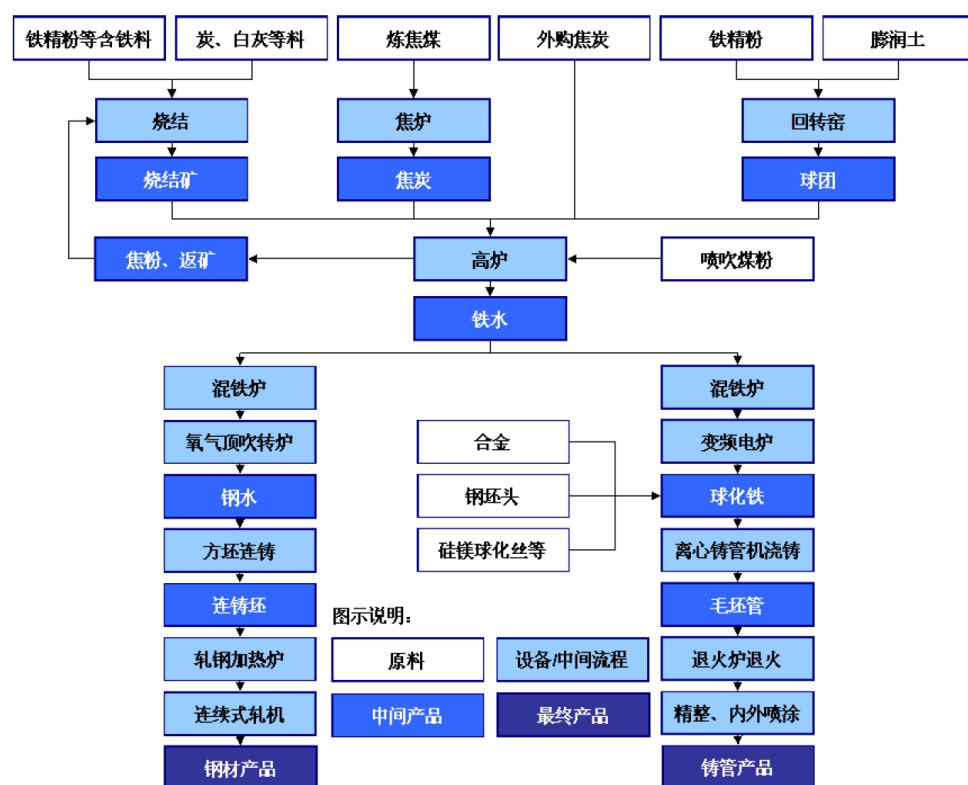


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

结构优化，产能持续扩张

公司主要产品包括离心球墨铸铁管及管件、钢铁冶炼及压延产品、铸造制品、钢塑复合管、钢格板、特种钢管等。

图5：主要产品生产工艺流程图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

铸管及管铸件产能持续提升。铸管传统应用于给水、供水、排水、工矿水、海水淡化等多种水领域，公司球墨铸铁管口径范围 DN80-DN3000mm，生产规模和综合技术实力居全球首位。随着销售市场的开拓，公司铸管及管铸件产品产能产量也在稳步增长。公司的“十三五”发展规划提出打造铸管行业领导者，完成 300 万吨铸管布局目标，2020 年公司如期实现发展目标。2021 年，公司完成铸管、管件及铸件产量 295.11 万吨，差异化产品占比 23.85%；污水管连续 5 年销量增长率超 20%，达到 22 万吨；热力管在河北、河南、山西、天津等多省市推广使用，签约量突破 3 万吨。公司规划在“十四五”期间，将充分利用现有资源结合市场情况，通过新建厂区、股权收购等方式进一步优化铸管产业布局，奋力实现“再造一个新兴铸管”战略目标。

图6：公司铸管及管铸件产品产能和产量情况（万吨）



资料来源：公司公告、iFinD，国信证券经济研究所整理

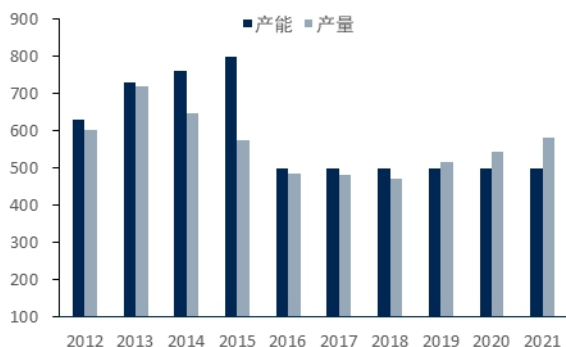
图7：公司产品应用于南水北调工程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

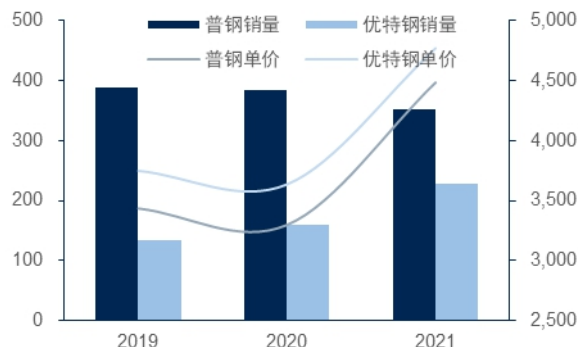
钢材产品加速结构升级。公司钢材产品包括高品质热轧带肋钢筋、冷镦钢、钢绞线、墨球钢、轴承钢、紧固件钢等优特钢线材及棒材产品。2016年，在钢铁行业低迷期间，控股股东受让了公司下属三家驻疆亏损钢铁企业。近年来，公司钢材产品产能保持稳定，产量小幅增长，但产品结构升级加速推进，2021年开发新产品31个牌号，实现优特钢产品产量207.41万吨，同比增长29.96%；普钢产品产量374.65万吨，同比下降2.85%。

图8：公司钢材产品产能和产量情况（万吨）



资料来源：公司公告、iFinD，国信证券经济研究所整理

图9：公司普钢及优特钢销量及平均售价（万吨，元/吨）



资料来源：公司公告、iFinD，国信证券经济研究所整理

铸造产品安全可靠。公司产品覆盖 DN80-2600mm 的各种接口型式与压力等级的球铁管件、市政铸件、汽车铸件、工程冶金铸件、矿冶重机铸件等。公司生产的市政铸造产品安全可靠的运用于饮用水、污水、中水、雨水、热水等给排水、供热等市政建设，在水利、工矿、综合管廊等领域也有广泛应用。

管材产品品类丰富。公司除球墨铸铁管之外，还生产包括钢塑管、特种钢管、不锈钢管及管件的管材产品。钢塑管是一种新型金属与塑料复合的管材，公司具备年生产能力165万米，广泛应用于自来水、房地产、公用事业、厂矿企业、保护套管等领域，产品销量位居行业第一。特种钢管主要采用离心浇铸+挤压工艺，生产出双金属复合管和高合金钢管等高端无缝钢管产品及异型材，应用于航空、高铁、军工、石油、石化、电力等领域。不锈钢管是公司重点开发打造的新型环保产品，年生产能力1万吨，广泛应用于给水、消防、家装等多种领域。

钢格板产量居世界首位。格板具备通风、透光、荷载高、防腐性能好、安装便捷、排水效果好、易回收等显著优点，应用领域广泛。新兴栏杆、梯梁、轻钢结构件，配套新兴钢格板，从材料到镀锌全部一站式完成，且拥有强大的专业设计、开发、销售、服务团队，产销量居世界首位。

图10：球墨铸铁管件



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图11：钢格板产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

产品特点决定盈利韧性突出

抗周期性相对较强。近二十年来，公司业绩随行业周期波动，但仅在2015年Q3单季亏损0.56亿元，其余季度均保持盈利。受益于“以钢铁为基础、以铸管为主导”的战略定位，公司表现出相对较强的盈利稳定性。2021年，公司实现营业收入533.01亿元，同比增长24.07%；归母净利润20.07亿元，同比增长10.72%。

图12：营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图13：归母净利润及增速（亿元，%）

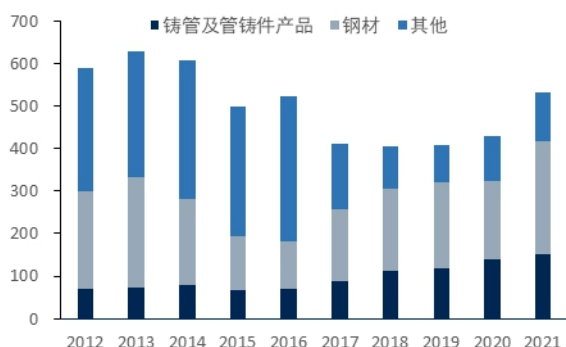


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

双主业运营平滑公司业绩。公司铸管产品销售模式采取直销模式，付款方式主要采取赊销和零售现款两种形式，赊销付款期限为三至六个月。公司钢铁产品主要有普钢、优钢、特钢和格板四类，其中普钢销售为代理模式，其他产品主要采取直销。对比两类产品价格及毛利变化，可以看到铸管产品因项目储备型订单特点，价格变化相对迟钝，且波幅较小。在行业下行阶段，铸管产品毛利率反而因价格调整滞后于原料价格等原因而有所扩张；而在行业上行阶段，钢材产品毛利率扩

张更为明显。

图14：分产品营业收入情况（亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图15：分产品单吨售价（元/吨）



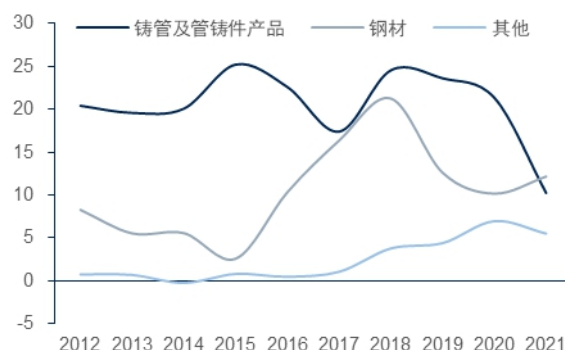
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图16：分产品毛利情况（亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图17：分产品毛利率情况（%）

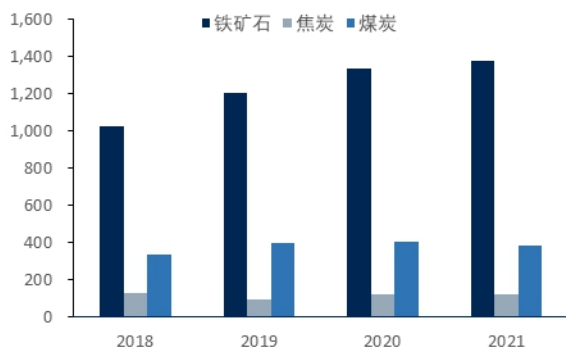


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

产品竞争力强，多基地协同增效。公司作为球墨铸铁管行业龙头企业，不断研发并将附加值更高的差异化新产品推向市场，国内市场占有率排名稳居第一。公司铸管产品凭借优异的产品质量、先进的制造工艺，在国家工业和信息化部与中国工业经济联合会发布的第五批国家级制造业单项冠军名单中，被评为“国家级制造业单项冠军产品”。同时，公司已形成覆盖国内外主要地区的球墨铸铁管产能和销售网络布局，协同保供效率优势突出。

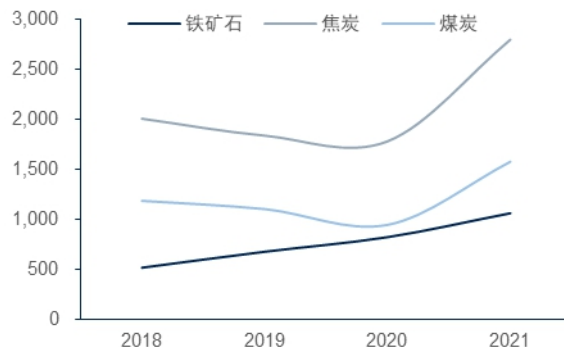
精细化管理，成本挖潜持续推进。公司主要原材料包括铁矿石、炼焦煤、喷吹煤和焦炭等。随着新兴能源 194 万吨焦化项目成功投产，公司焦炭自给率迎来进一步提升，并且公司煤炭与大型煤炭供应商长期合作。此外长期以来，公司坚持对标一流，分级分类强化高价值指标管控。2021 年公司管控的一级高价值指标，冶金焦率、烧结固体燃耗、高炉燃料比、铸管钢铁料消耗等总体取得较大进步，成本量差同比压减 6000 余万元，工序成本削减 2.5 亿元，节能降本 4486 万元。

图18: 原材料采购量(万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 原材料采购均价(元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

行业需求迎来高速增长

球墨铸铁管行业头部集中

球墨铸铁管是指球墨铸铁铸造而成的管材, 目前普遍采用高速离心铸造生产工艺。球墨铸铁系经球化处理后的生铁材料, 其机械性能得到了较好的改善, 具有铁的本质、钢的性能。因此, 球墨铸管具有力学性能优良、施工简便、可靠性高、耐腐蚀性能好、使用寿命长、兼具较好刚性与柔性等特点, 被广泛应用于供水、排水等管道工程。

图20: 球墨铸管应用领域

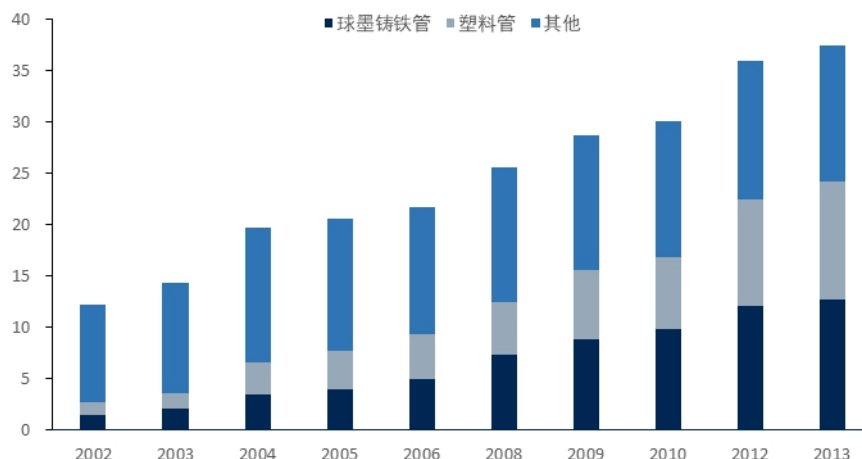


资料来源: 圣戈班官网, 国信证券经济研究所整理

在市政领域球墨铸铁管优势突出。球墨铸铁管在我国市政供水行业经过二十多年的发展, 已成为管材市场的主导产品。国家供水部门要求用于压力管道的铸铁管

必须采用符合国际标准和国家标准的球墨铸铁管，使得球墨铸铁管在我国的使用量和比例逐年增加。《中国铸造协会铸管及管件行业“十三五”发展规划》数据显示，2002 年到 2013 年我国城市公共供水管道中球墨铸铁管累计铺设长度占比由 11.71% 提升至 33.85%。球墨铸铁管与塑料管因口径、特质不同，具体应用领域有所差异，通常而言球墨铸铁管更多应用于到水到小区前阶段，塑料管更多应用于楼宇内。

图 21：全国城市公共供水管道主要管材累计铺设长度（万千米）



资料来源：《中国铸造协会铸管及管件行业“十三五”发展规划》，国信证券经济研究所整理

在水利领域球墨铸铁管关注度不断提升。水利工程是指水资源综合规划并进行合理开发利用的工程，其中引水工程和调水工程会大规模使用管道输水。与市政供水管网相比，水利工程输水管线具备管线长、管线口径大、地质条件复杂、运行寿命长、安全等级高、管线投资高等特点。当前，钢管、球墨铸铁管、预应力钢筋混凝土管、预应力钢筒混凝土管、玻璃钢管及钢塑复合管等在输水领域都有着广泛应用。其中，球墨铸铁管的柔性良好，和钢管相比具有更大的强度与更高的延伸率，且耐腐蚀性的优势明显。橡胶圈柔性接头能有效适应不同地基，具有较长的使用寿命和较高的管道承受压力。渗水、漏水及爆管等情况一般不会出现在后续运行过程中。同时，球墨铸铁管的运输、安装难度较小，施工周期短，能大幅度节约工程安装成本。《水利水电工程球墨铸铁管道技术导则》的颁布实施有望带动球墨铸铁管在水利行业的认可度的持续提升。

表 1: 输水管材技术性能比较

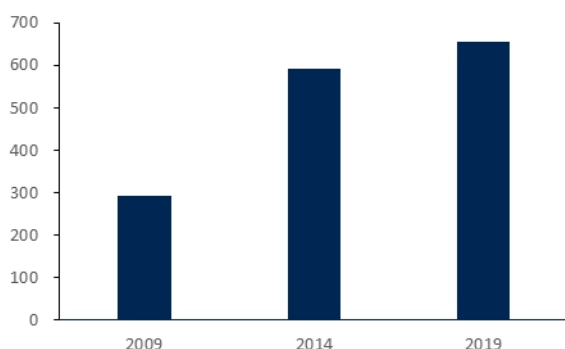
比较内容	钢管, SP	球墨铸铁管, DIP	预应力钢筒混凝土管, PCCP	预应力混凝土管, PCP	钢丝网骨架 PE 管
接口	焊接连接	T 形柔性接口	柔性承插连接	柔性承插连接, 但易漏水	电热熔, 对热熔要求高
防渗漏性能	好	好	好	一般	好
抗老化性、耐腐蚀性	差	好	好	一般	好
防腐方案	外防腐为 3PE, 内壁熔结环氧树脂粉末, 效果好	防腐为锌层+活性土层, 内防腐为水泥砂浆内衬	内外防腐活性土层+阴极保护	内外防腐活性土层+阴极保护	不需要
质量	轻	重	较重	较重	较轻
施工	较难	容易	容易	容易	容易
管体长度/m	12	6	6	6	12
适用范围	大压力	小管径、大压力	大管径、大压力	小管径、小压力	小管径、小压力
使用寿命/年	25	50	50	30	50
承受外压能力及强度	一般	高	高	一般	低
性价比(以 2.0m 管径为例)	低	较高	高	较低	一般

资料来源:《长距离输水管道工程管材选择》, 国信证券经济研究所整理

球墨铸管行业集中度较高。公司公告数据显示, 目前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, 主要企业包括中国新兴铸管、法国圣戈班、日本久保田。从国内情况来看, 2020 年新兴铸管产量 279.61 万吨, 占到总产量的 32.78%; CR5 产量达 427.13 万吨, 占到总产量的 50.07%, 其余铸管生产企业的综合市场竞争力较弱。

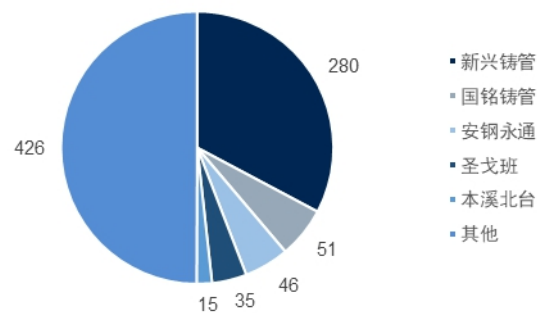
行业竞争加剧, 但头部优势明显。随着城市建设水平的不断提高, 铸管行业市场空间持续增长。同时, 国内球墨铸铁管企业也在不断加大投资力度、扩大规模, 一些钢铁和铸造企业也投资建设了球墨铸铁管生产线, 国内产能呈现扩大趋势, 竞争加剧。但因管道使用期限长, 安全质量要求严格; 销售体系搭建相对复杂; 并且目前在京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原, 铸造行业对新增产能存在较为严格的限制, 行业存在一定的进入壁垒。

图 22: 国内主要离心球墨铸铁管产量(万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 23: 2020 年全国球墨铸管分企业产量(万吨)



资料来源: 公司公告、中国铸造协会, 国信证券经济研究所整理

水网建设加速, 球墨铸铁管需求迎来新一轮爆发

近年来, 水网作为基础设施建设中的重要一环被反复提及, 相关投资呈现增长趋势。2015 年 1 月, 习近平总书记在云南视察时要求着力推进路网、航空网、能源保障网、水网、互联网等基础设施网络建设, 这是总书记首次提出构建水网。2017 年 10 月, 习近平总书记在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告部署建设现

代化经济体系中提出加强水利、铁路、公路、水运、航空、管道、电网、信息、物流等基础设施网络建设，把水利摆在了首位。2021 年 7 月，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》明确提出加强水利基础设施建设，提升水资源优化配置和水旱灾害防御能力。2021 年 12 月，水利部印发《关于实施国家水网重大工程的指导意见》要求，到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程，有序实施省市县水网建设，着力补齐水资源配置、城乡供水、防洪排涝、水生态保护、水网智慧化等短板和薄弱环节，水安全保障能力进一步提升。

低漏损率目标提升市政管网改造需求

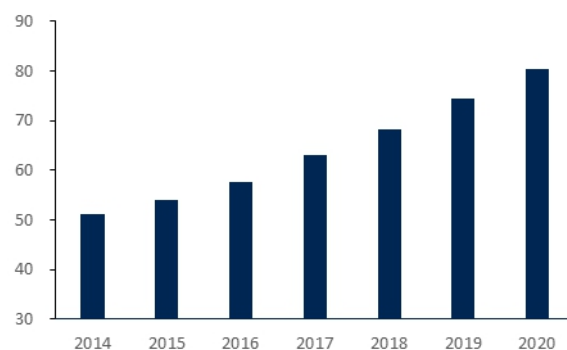
政策推动老化管道更新提速。近年来，我国城镇供水、排水管道长度稳步增长，截至 2020 年全国供水管道长度达 199.80 万公里，排水管道长度 80.27 万公里。目前，我国供水管网内存在大量水泥管、灰口铸铁管等，这类管材使用寿命相对较短，经过多年腐蚀，容易产生跑冒滴漏问题。2021 年 12 月中央经济工作会议上，习近平总书记批示，要求“十四五”期间，必须把管道改造和建设作为重要的一项基础设施工程来抓。2022 年 7 月，国家发改委印发《“十四五”新型城镇化实施方案》提出推进管网更新改造和地下管廊建设，统筹推进城市及县城供排水、供热等其他管道老化更新改造。政策推动下，城市供排水管道更新速度有望加快。

图 24：全国供水管道长度（万公里）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

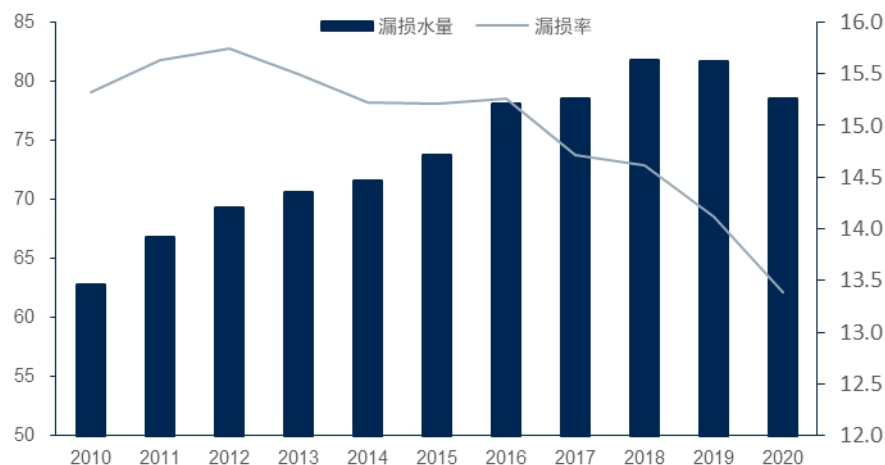
图 25：全国排水管道长度（万公里）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

低漏损率目标提升优质球墨铸铁管需求。因管道材质、管道接口、管道防腐等质量问题以及施工问题，导致供水管网漏水普遍存在。近年来，随着优质管材的推广，漏损率呈现下降趋势，但 2020 年全国城市公共供水漏损率仍达 13.39%。十八大以来，习近平总书记明确提出“节水优先、空间均衡、系统治理、两手发力”的 16 字治水新思路，节水导向下，降低供水管道漏损率的重要性再度提升。2022 年 1 月，住房和城乡建设部办公厅、国家发展改革委办公厅联合发布《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》，提出到 2025 年全国城市公共供水管网漏损率力争控制在 9% 以内的目标。为推动目标的实现，通知指出要结合城市更新、老旧小区改造、二次供水设施改造和一户一表改造等，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 100 毫米及以上管道，鼓励采用钢管、球墨铸铁管等优质管材；直径 80 毫米及以下管道，鼓励采用薄壁不锈钢管；新建和改造供水管网要使用柔性接口。新建供水管网要严格按照有关标准和规范规划建设。

图 26: 全国城市漏损水量及漏损率 (亿立方米, %)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

稳增长刺激水利建设投资大幅提升

政策大力推进水利工程建设。基建投资是 2022 年稳增长的重要抓手之一，在此背景下，年初以来中央多次提到加快推进重大水利工程建设。3 月 29 日，李克强总理主持召开国务院常务会议，决定新开工一批条件成熟的水利工程，提高水资源保障和防灾减灾能力，全年可完成投资约 8000 亿元。4 月 26 日，习近平总书记主持召开中央财经委员会第十一次会议强调全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础，会议指出，要加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设。“十四五”期间，国家 150 项重大水利工程将陆续开工，在源水输送、长距离引调水等工程中，球墨铸铁管应用市场有望明显提升。

表 2: 水利建设投资相关会议内容

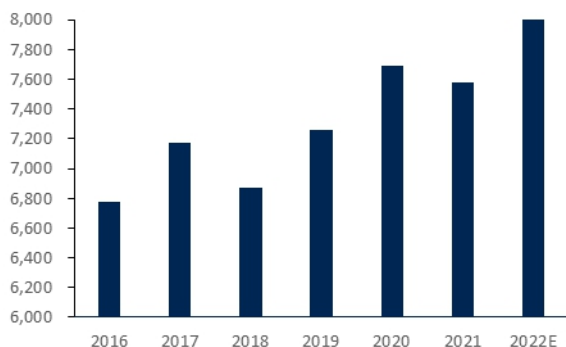
会议	日期	相关内容
全国水利工作会议	1 月 6 日	实施国家水网重大工程，提升水资源优化配置能力。加快国家水网建设；推进省级水网建设；打通国家水网“最后一公里”。
2022 年水利工程建设工作要点	2 月 25 日	加快推进重大水利工程建设。加强组织协调；加快实施进度（以 172 项节水供水重大水利工程和 150 项重大水利工程为重点）；加快工程验收（力争 2022 年完成 20 项以上重大水利工程竣工验收）。
国务院常务会议	3 月 29 日	水利工程是民生工程、发展工程、安全工程。今年再开工一批已纳入规划、条件成熟的项目，包括南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程。这些工程加上其他水利项目，全年可完成投资约 8000 亿元。会议要求，确保工程质量，保障项目运行安全。
2022 年水利工程建设情况国务院政策例行吹风会	4 月 8 日	今年我们通过一般公共预算安排 1507 亿元，其中水利发展资金达到 606 亿元；通过政府性基金安排 572 亿元，为今年扩大水利投资创造了有利条件。同时，地方政府债券也加大对水利项目的支持力度。
中央财经委员会第十一次会议	4 月 26 日	会议指出，要加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设，把联网、补网、强链作为建设的重点，着力提升网络效益。加快构建国家水网主骨架和大动脉，推进重点水源、灌区、蓄滞洪区建设和现代化改造。
水利部部署推动 2022 年重大水利工程开工建设	5 月 11 日	加快推进重大水利工程开工建设，确保 2022 年新开工 30 项以上

资料来源: 新华网、水利部, 国信证券经济研究所整理

水利工程建设增速明显。2022 年上半年，水利工程建设取得显著成效，新开工重大水利工程项目 22 项，完成水利建设投资 4449 亿元，均创历史新高。在资金层

面，水利部门坚持政府和市场“两手发力”，在加大政府投入的同时，地方政府债券持续增加，金融支持、水利 PPP 模式、水利 REITs 试点“三管”齐下，对水利工程建设提供了有效支撑。1-6 月，水利管理业固定资产投资完成额累计同比增长 12.7%。

图 27: 水利建设投资情况（亿元）



资料来源：水利部，国信证券经济研究所整理

图 28: 固定资产投资完成额增速（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

球墨铸铁管价格保持景气

钢材价格近期较大幅度调整。2022 年初以来，在需求弱现实与强预期的博弈下，钢材价格走势一波三折。6 月随着市场信心溃败，黑色系期现货价格大幅下挫，原料价格的下行进一步加速了钢价的下跌，行业盈利快速恶化。7 月 15 日，上海螺纹钢价格最低触及 3780 元/吨，较 6 月高点下降 1070 元/吨。随着恐慌情绪的释放，在行业检修停产面不断扩大，以及低产量钢材库存去化较为理想的背景下，钢价逐步企稳。截至 7 月 19 日，上海螺纹钢价格涨至 3870 元/吨。

稳增长政策有望持续发力。从短期来看，地产需求弱化对行业仍存在较大冲击；但从中长期来看，为了防止硬着陆风险，各地楼市调控政策趋向放开，多维度宽松对激活市场交易起到积极作用，有助于市场情绪改善。并且随着稳增长政策持续加码，基建方面钢材消费存在较强改善预期。

供给有顶，利于产业高质量发展。国家发展改革委政研室副主任、委新闻发言人孟玮在国家发展改革委 4 月份新闻发布会上表示，为保持政策的连续性稳定性，巩固好粗钢产量压减成果，2022 年，国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、国家统计局将继续开展全国粗钢产量压减工作，引导钢铁企业摒弃以量取胜的粗放发展方式，促进钢铁行业高质量发展。在供给有顶的格局下，黑色产业链利润有望再度向钢厂端倾斜。

图29: 螺纹钢价格与铁矿石、主焦煤价格情况（元/吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

球墨铸管与球墨铸铁价差较 2021 年大幅提高。相较于螺纹钢价格的大幅波动，近期球墨铸管价格调整幅度较小。截至 7 月 19 日，DN300-400 的球墨铸管价格为 6200 元/吨，较 6 月高点下降 600 元/吨；球墨铸管与球墨铸铁价差为 2450 元/吨，较 6 月高点下降 150 元/吨。可以看到，因球墨铸管调价周期相对滞后，2021 年球墨铸管与球墨铸铁价差大幅收敛，今年则大幅改善，2022 年 1-6 月，二者价差均值为 2357 元/吨，较去年同期高 696 元/吨。受益于下游水网建设加速，球墨铸管与球墨铸铁价差有望保持在景气水平。

图30: 球墨铸管价格及与球墨铸铁价差变化（元/吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

十四五开启成长新篇章

产能有望持续扩张

具备 300 万吨铸管产能，多基地布局优势明显。近年来，通过战略合作、兼并收购、资产重组等多种方式，公司铸管产能扩张至 300 万吨，顺利完成了“十三五”发展规划提出的产能目标，并进一步完善了生产基地布局。目前，公司铸管产能布局已包括覆盖华北的新兴铸管武安本级、山西新光华、邯郸新材料，覆盖华东、中南的芜湖新兴、桃江新兴、湖北新兴全力和黄石新兴，覆盖西南的四川省川建管道，覆盖西北的新兴铸管新疆控股和覆盖华南的广东新兴。全国分布的产能布局使得公司能够更接近下游客户，降低综合物流成本；同时多基地间已形成协同效应，具备保供效率优势。

图 31：公司国内主要生产基地及销售网络分布



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

“十四五”规划提出 500 万吨铸管产能目标。2021 年新兴际华集团“十四五”规划提出一年走出困局，三年夯实基础，五年再创辉煌的发展目标；针对冶金铸造板块提出继续加大力度做稳存量，做大增量，同时培育水务、新材料等新产业的产业体系目标。在集团发展战略导向下，公司提出奋力实现“再造一个新兴铸管”战略目标。2022 年 2 月，工业和信息化部、国家发展和改革委员会、生态环境部三部委下发《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，明确提出依托行业优势企业，在不锈钢、特殊钢、无缝钢管、铸管等领域分别培育 1-2 家专业化领航企业。作为铸管行业的龙头企业，公司计划聚焦国家产业导向，在东北、西北进行布局；择机通过股权并购、合作等形式控制部分铸管产能，进一步提高产业集中度；并扎实推进国际化布局，坚持“以钢带管”的战略在海外投资建厂。

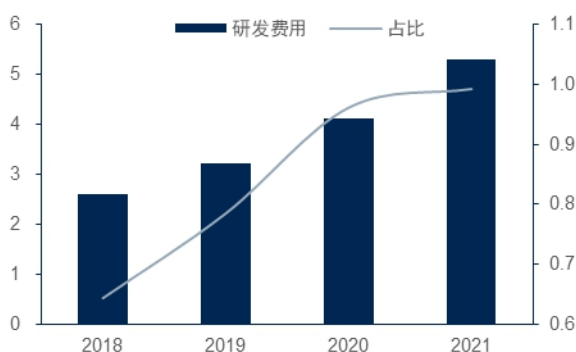
黄石基地建设项目有序推进。2021 年，公司黄石新兴搬迁项目全面启动，黄石新兴管业有限公司绿色智能制造产业园项目计划投资 21.8 亿元，计划建设年产 55-63 万吨铸管，40 万吨铸件及铸造生铁产品生产线及配套设施，截至 2021 年底

工程进度达 10.86%。公司计划将黄石新兴逐步建设成为铸管产品规格最全、差异化产品生产能力最强的铸管产品生产基地。

注重产品附加值提升

加强研发，科技赋能。公司长期坚持科技创新驱动，在球墨铸铁管新材料、产品、工艺、智能化等开展自主研发，具备人才、专利、标准、工业数据等多方面优势。近年来，公司研发费用及占营业收入比重持续上升，为公司产品附加值提升奠定了坚实基础。公司规划十四五期末，科技支出占营业收入比重保持 3% 以上，研发费用占营业收入比重力争达到 1.5%。

图 32：公司研发费用及占营业收入比重（亿元，%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

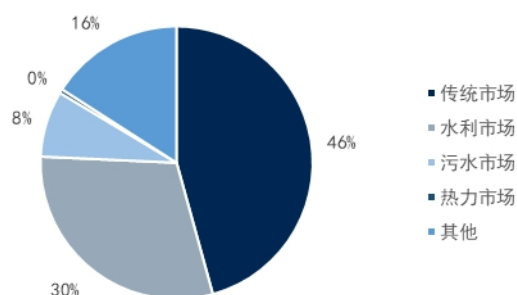
图 33：公司科研能力



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

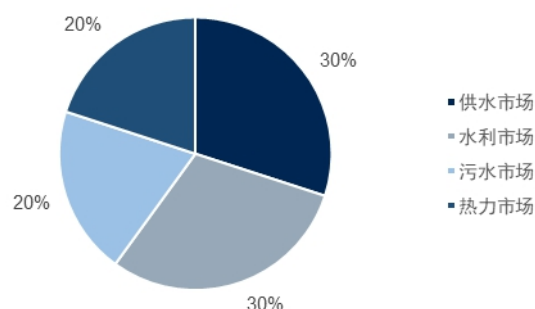
铸管产品做强做大。目前，公司铸管产品销售以传统市场和水利市场为主，2021 年分别占到总销售量的 46% 和 30%。未来公司销售将围绕“3322”市场战略部署，深耕传统市场，发力污水市场和热力市场。污水管方面，公司销量增长率已连续 5 年超 20%，随着城镇污水管网全覆盖工作的推进，污水管需求有望持续提升，《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》提出十四五期间新增和改造污水收集管网 8 万公里的建设任务，并提出推广球墨铸铁管、承插橡胶圈接口钢筋混凝土管等管材。热力管方面，公司已成功开发热力用球墨铸铁管及相关附件，形成地方标准，并在北方多省市推广使用，开辟了铸管应用新领域。未来，公司有望在做大市场蛋糕、引领行业发展的同时，扶持差异化产品快速发展。

图34：2021年铸管产品销售结构（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35：公司铸管产品市场战略目标（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

钢铁产品优化结构。近年来，公司加速推进普钢产品的优化升级，品种钢比例持续提升。2021年公司优特钢销量达207.41万吨，钢铁产品中产量占比提升至35.63%。公司未来将聚焦专精特新的特征产品，构建优特钢产业体系，力争五年中高端品种钢产量达到320万吨以上，实现低附加值向高附加值的转变。

积极打造细分领域拳头产品。十四五期间，公司计划培育钢格板、钢塑管、汽车铸件三个单项冠军产品，积极审慎培育新的产业，形成“2+3+N”的产业新体系。钢格板方面，公司2021年产量达8.82万吨，居世界首位，国内市场占有率30%以上。钢塑管方面，公司具备年生产能力165万米，产品销量位居行业第一，生产方法及其连接管件获得多项国家发明和实用新型专利，填补了国内、国际多项空白。汽车铸件方面，新兴全力汽车铸件产能提升技术改造和设备升级项目环评已取得主管部门批复，技改完成后黑色金属铸件生产产能由9.8万吨扩大至15万吨，未来力争进入行业前三。

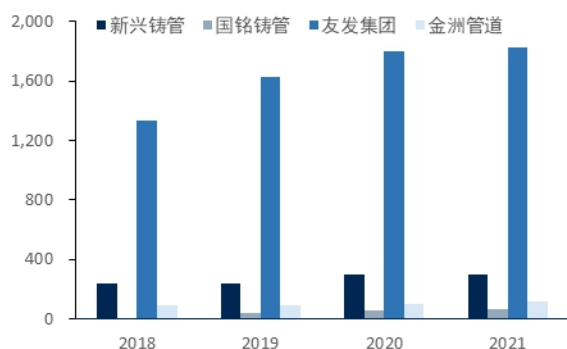
财务分析

公司主营业务为铸管及管铸件和钢材，我们选取同样生产球墨铸铁管的国铭铸管、和生产普碳钢管的友发集团、金洲管道3家企业作为可比公司。

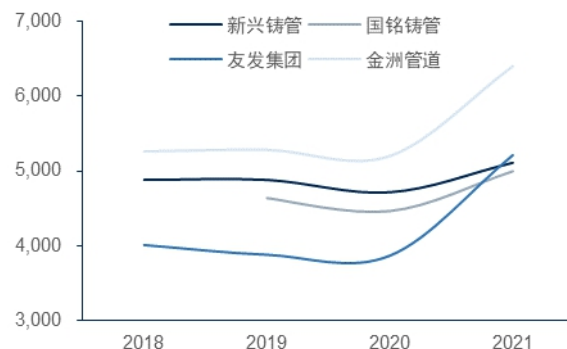
国铭铸管（A05434.SH）主要从事球墨铸管研发、生产和销售，公司主要产品为球墨铸管及中间产品生铁，可生产DN80-DN2600口径的球墨铸管产品。2021年，公司球墨铸管产量60.58万吨，生铁产量95.99万吨。

友发集团（601686.SH）是全国最大的焊接钢管研发、生产、销售企业，主营产品包括焊接圆管、镀锌圆管、方矩焊管、方矩镀锌管、钢塑复合管和螺旋焊管等，广泛使用于供水、排水、供气、供热、消防工程、钢结构、建筑工程、装备制造等领域。2021年，公司生产焊接钢管1822.69万吨。

金洲管道（002443.SZ）主要从事焊接钢管产品研发、制造及销售，主导产品包括镀锌钢管、钢塑复合管、螺旋埋弧焊管、直缝埋弧焊管、高频直缝焊管、不锈钢管等，应用于给水、排水、消防、燃气、石油天然气输送、建筑、通讯、特高压电力铁塔等领域。2021年，公司管道产量为112.23万吨。

图36：公司管材类产品产量（万吨）


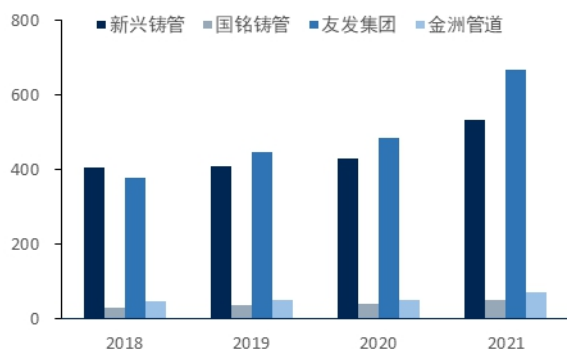
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图37：公司管材类产品销售均价（元/吨）


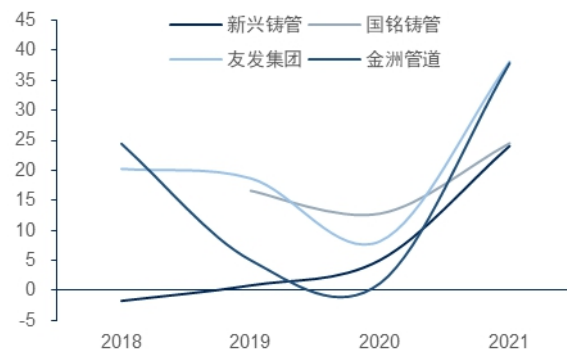
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

规模业绩持续增长

近年来，随着产品销量及售价的增长，公司营业收入呈现上涨趋势，与行业内企业趋势基本相同，但因公司管材类产品涨价节奏相对滞后，2021 年营业收入增速慢于其他几家企业。另一方面，受益于公司“铸管+钢铁”的运营模式，公司盈利稳定性突出，2021 年在原材料价格大幅上涨的不利因素影响下，业绩仍保持增长，其余三家企业则出现不同幅度的回落。

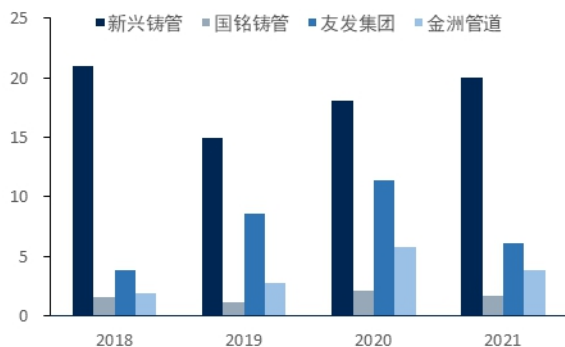
图38：各公司营业收入（亿元）


资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图39：各公司营业收入增速（%）


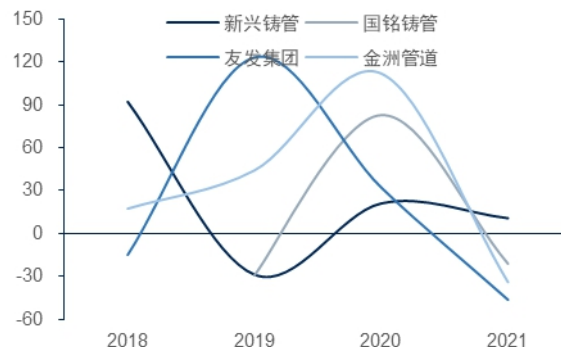
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图40: 各公司归母净利润（亿元）



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图41: 各公司归母净利润增速（%）

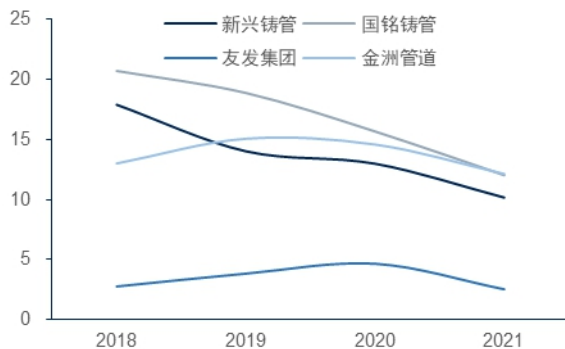


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

盈利稳定性较强

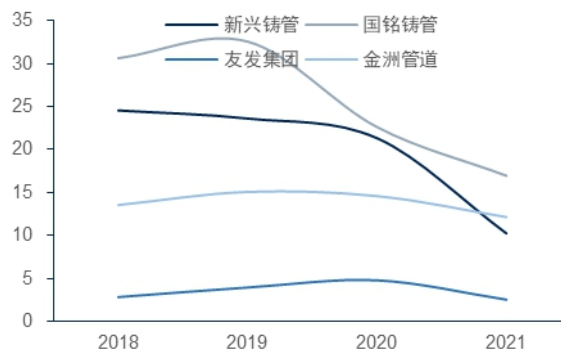
2021 年公司销售毛利率、净利润率分别为 10.2%、4.1%，在四家企业中处于中等水平，盈利水平差异与产品附加值结构有关。与同样生产球墨铸铁管的国铭铸管相比，公司毛利率较低、净利率较高，主要受产能分布分散、工艺流程部分非长流程、费用管控能力较强等因素影响。从近年情况看，公司净利率波动相对较小，盈利稳定性较高。

图42: 销售毛利率（%）



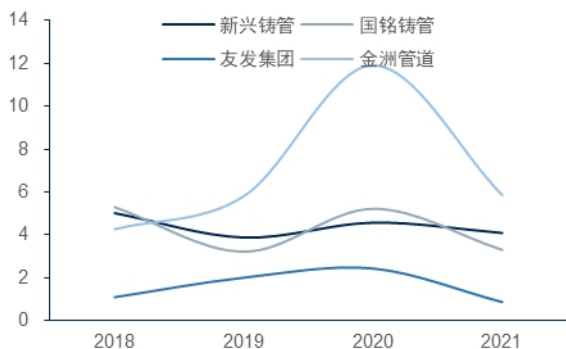
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图43: 管材类产品销售毛利率（%）



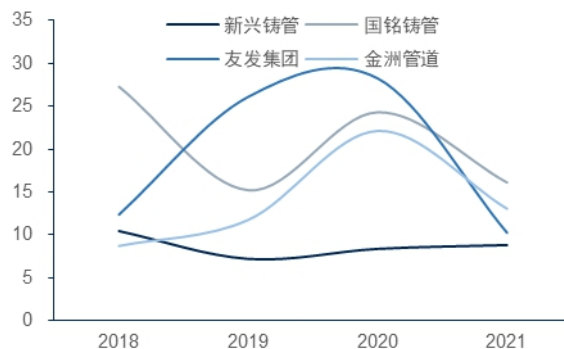
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图44: 销售净利率 (%)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图45: 净资产收益率 (%)

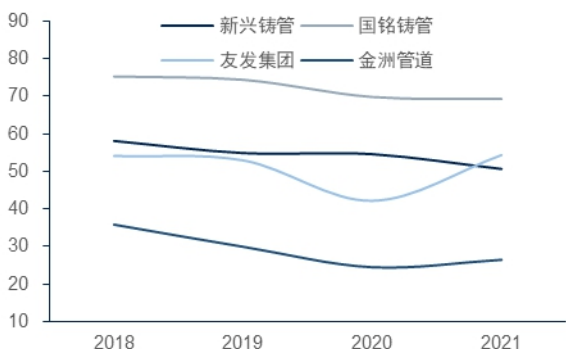


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

偿债能力较强

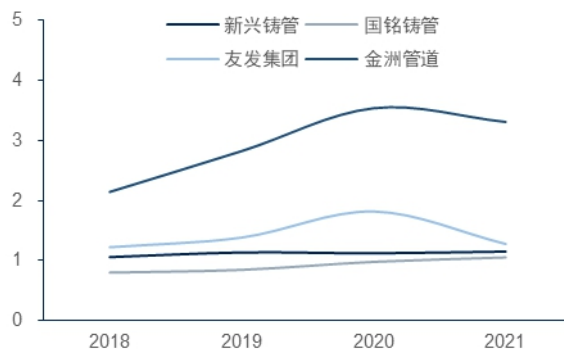
2021 年末, 公司资产负债率为 50.7%, 受益于负债规模下降及权益积累呈现下降趋势, 在行业中处于中等水平。流动比率为 1.2, 处于行业中等水平。

图46: 资产负债率 (%)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图47: 流动比例



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

球墨铸铁管: 公司是铸管行业领导者, 多基地协同发展。十四五期间, 公司提出 500 万吨铸管产能目标, 目前黄石项目也在有序推进, 在“再造一个新兴铸管”战略目标的导向下, 公司铸管产销量有望大幅提高, 产品结构也将持续优化。因

铸管产品具备项目储备型订单特点，价格变化相对迟缓，在行业下行期，产品毛利率反而因价格调整滞后于原料价格等原因而有所扩张。我们预计公司铸管产品 2022-2024 年营收增速 12.4%/6.1%/6.1%，毛利率为 17.9%/19.5%/21.1%。

优特钢产品：近年来公司加速推进普钢产品的优化升级，优特钢产品比例持续提升，公司计划力争五年中高端品种钢产量达到 320 万吨以上。我们预计公司优特钢产品 2022-2024 年营收增速 7.8%/8.9%/6.9%，毛利率 9.7%/10.2%/10.7%。

普钢产品：近期受到终端需求疲软影响，钢材价格大幅回落，行业盈利收敛。但随着新兴能源焦化项目投产，公司焦炭自给率有望进一步提升，提高公司成本挖潜能力。我们预计公司普钢产品 2022-2024 年营收增速-12.6%/-8.9%/-7.9%，毛利率 8.8%/8.8%/9.3%。

表3：新兴铸管业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
铸管业务						
销量（万吨）	241.7	294.9	294.7	312.4	328.0	344.4
收入（亿元）	116.7	139.1	150.5	169.1	179.4	190.2
增速		19.1%	8.3%	12.4%	6.1%	6.1%
毛利（亿元）	28.1	29.7	15.4	30.2	35.0	40.1
增速		5.5%	-48.0%	95.9%	15.7%	14.7%
毛利率	24.1%	21.3%	10.2%	17.9%	19.5%	21.1%
优特钢业务						
销量（万吨）	132.8	159.3	227.6	250.3	275.4	297.4
收入（亿元）	49.8	57.9	108.6	117.0	127.4	136.3
增速		16.4%	87.5%	7.8%	8.9%	6.9%
毛利（亿元）	4.1	4.8	11.1	11.4	13.0	14.5
增速		16.0%	131.3%	3.0%	14.0%	11.7%
毛利率	8.3%	8.3%	10.2%	9.7%	10.2%	10.7%
普钢业务						
销量（万吨）	387.4	384.9	352.0	330.8	307.7	286.1
收入（亿元）	133.0	126.9	157.8	138.0	125.7	115.8
增速		-4.6%	24.4%	-12.6%	-8.9%	-7.9%
毛利（亿元）	19.1	14.0	21.3	12.2	11.1	10.8
增速		-26.7%	52.0%	-42.7%	-8.9%	-3.1%
毛利率	14.4%	11.0%	13.5%	8.8%	8.8%	9.3%
其他业务						
收入（亿元）	109.4	105.8	116.1	127.7	140.5	154.5
毛利（亿元）	6.0	7.4	6.4	6.4	8.4	9.3
合计						
总营收（亿元）	408.9	429.6	533.0	551.8	573.0	596.8
增速		5.1%	24.1%	3.5%	3.8%	4.1%
毛利（亿元）	57.4	55.8	54.2	60.2	67.5	74.7
增速		-2.6%	-2.9%	11.1%	12.1%	10.6%
毛利率	14.0%	13.0%	10.2%	10.9%	11.8%	12.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

按上述假设条件，我们得到公司 2022-2024 年营业收入分别为 551.8/573.0/596.8 亿元，同比增长 3.5%/3.8%/4.1%；归属母公司净利润 25.4/29.7/33.7 亿元，利润年增速分别为 26.8%/16.6%/13.7%。每股收益分别为 0.64/0.74/0.85 元。

表4: 未来3年盈利预测表(百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	53301	55184	57304	59679
营业成本	47880	49162	50551	52210
销售费用	437	441	516	537
管理费用	771	777	806	838
研发费用	529	552	688	836
财务费用	387	390	359	320
营业利润	2988	3731	4341	4931
利润总额	2944	3681	4291	4881
归属于母公司净利润	2007	2544	2966	3373
EPS	0.50	0.64	0.74	0.85
ROE	8.5%	10.3%	11.3%	12.1%

资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

公司业绩影响因素较为复杂,针对产品销量以及产品价格、原材料价格等波动影响,我们考虑不同情景下营业收入和生产成本变化对公司估值的影响。在一般情景下,假设公司2022-2024年营业收入增长率分别为3.5%/3.8%/4.1%,营业成本/销售收入分别为89.1%/88.2%/87.5%。在较好情景下,假设公司各年营业收入增长率比一般情景高1%、营业成本/销售收入低1%。在较差情景下,假设公司各年营业收入增长率比一般情景低1%、营业成本/销售收入高1%。在不同情景假设下,对应预测公司2022-2024年的净利润和每股收益情况。

表5: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	42,961	53,301	55,203	57,345	59,745
(+/-%)	5.1%	24.1%	3.6%	3.9%	4.2%
净利润(百万元)	1,812	2,007	2,910	3,348	3,774
(+/-%)	21.1%	10.7%	45.0%	15.0%	12.7%
摊薄 EPS	0.45	0.50	0.73	0.84	0.95
中性预测					
营业收入(百万元)	42,961	53,301	55,184	57,304	59,679
(+/-%)	5.1%	24.1%	3.5%	3.8%	4.1%
净利润(百万元)	1,812	2,007	2,544	2,966	3,373
(+/-%)	21.1%	10.7%	26.8%	16.6%	13.7%
摊薄 EPS(元)	0.45	0.50	0.64	0.74	0.85
悲观的预测					
营业收入(百万元)	42,961	53,301	55,165	57,263	59,613
(+/-%)	5.1%	24.1%	3.5%	3.8%	4.1%
净利润(百万元)	1,812	2,007	2,180	2,587	2,976
(+/-%)	21.1%	10.7%	8.7%	18.6%	15.1%
摊薄 EPS	0.45	0.50	0.55	0.65	0.75

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：6.0-7.0 元

近年来，水网作为基础设施建设中的重要一环被反复提及，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》明确提出加强水利基础设施建设，提升水资源优化配置和水旱灾害防御能力。在水利领域，稳增长刺激水利建设投资大幅提升；在市政领域，低漏损率目标持续拉动优质球墨铸铁管需求。可以看到随着城市建设水平的不断提高，铸管行业市场前景广阔。并且从价格角度来看，因为铸管产品具有项目储备型订单特点，价格变化相对迟钝，当前球墨铸管与球墨铸铁价差较 2021 年大幅提高，利于行业盈利改善。

公司作为铸管行业龙头，市占率超过 30%，引领行业发展。公司多基地布局协同优势明显，并且长期坚持科技创新驱动，有效推动高附加值及差异化产品发展。公司规划在“十四五”期间，奋力实现“再造一个新兴铸管”战略目标，未来几年铸管产能有望持续提升。同时在钢铁产品方面，公司加速推进产品结构升级，中高端品种钢占比有望持续提升。

基于对行业情况和公司成长趋势的判断，未来 10 年估值假设条件见下表：

表6：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	5.07%	24.07%	3.53%	3.84%	4.14%	4.56%	1.00%	1.00%
营业成本/营业收入	87.00%	89.83%	89.09%	88.22%	87.48%	87.22%	87.22%	87.22%
管理费用/营业收入	1.75%	1.38%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%
研发费用/营业收入	0.96%	0.99%	1.00%	1.20%	1.40%	1.50%	1.60%	1.60%
销售费用/销售收入	0.96%	0.82%	0.80%	0.90%	0.90%	1.00%	0.90%	0.80%
营业税及附加/营业收入	0.89%	0.62%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
所得税税率	27.48%	25.95%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	65.81%	58.75%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所预测

表7：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.95	T	25.0%
无风险利率	2.8%	Ka	8.98%
股票风险溢价	6.5%	有杠杆 Beta	1.45
公司股价（元）	4.57	Ke	12.24%
发行在外股数（百万）	3990	E/(D+E)	58.64%
股票市值(E, 百万元)	18235	D/(D+E)	41.36%
债务总额(D, 百万元)	12860	WACC	8.42%
Kd	4.0%	永续增长率（10年后）	0.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得出公司价值区间为 6.0-7.0 元。

表8: FCFE 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	3,920.8	4,399.8	4,900.3	5,168.0	5,220.0
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
EBIT*(1-所得税税率)	2,940.6	3,299.9	3,675.2	3,876.0	3,915.0
折旧与摊销	1,242.7	1,350.7	1,424.4	1,490.7	1,548.3
营运资金的净变动	-45.3	-167.5	-177.9	-159.2	-46.8
资本性投资	-2,500.0	-2,000.0	-2,000.0	-1,500.0	-1,500.0
FCFF	1,638.0	2,483.1	2,921.8	3,707.5	3,916.5
(利息费用-利息收入)*(1-t)	-292.6	-268.9	-239.7	-204.5	-172.6
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
循环贷款的增加(减少)	-1050.8	-1000.0	-1000.0	-1000.0	0.0
FCFE	294.6	1214.1	1682.1	2503.1	3743.9
PV(FCFE)	262.5	963.7	1,189.6	1,577.1	2,101.6
股票价值	25,715.1				
每股价值	6.44				

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		折现率 K_e 变化				
		11.2%	11.7%	12.2%	12.7%	13.2%
永续 增长 率变 化	1.0%	7.56	7.12	6.73	6.37	6.04
	0.5%	7.36	6.95	6.58	6.24	5.93
	0.0%	7.19	6.80	6.44	6.12	5.82
	-0.5%	7.03	6.66	6.32	6.01	5.72
	-1.0%	6.88	6.53	6.20	5.91	5.63

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：5.1-6.4 元

公司主营业务为铸管及管铸件和钢材，我们选取生产普碳钢管的友发集团、金洲管道作为可比公司。2022 年行业平均 PE 为 8.2 倍，考虑公司长期以来的盈利韧性，以及龙头地位和成长性，我们认为在行业平均动态 PE 的基础上给予 20%溢价较为合理，即对应 2022 年 PE8-10 倍，对应股价区间 5.1-6.4 元。

表10: 同类公司估值比较

代码	简称	股价	总市值 百万元	EPS (元)				PE				PB
		20220722		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
000778	新兴铸管	4.51	17,995	0.50	0.64	0.74	0.85	8.97	7.07	6.07	5.33	0.77
601686	友发集团	7.32	10,532	0.43	0.88	0.90	0.92	17.04	8.32	8.10	7.95	1.73
002443	金洲管道	7.48	3,894	0.74	0.94	1.01	0.98	10.11	7.99	7.38	7.63	1.34

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理和预测

备注：友发集团、金洲管道盈利预测采用 iFind180 天一致预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 6.0-6.4 元之间，2022 年动态市盈率 9-10 倍，相对于公司目前股价有 31%-39%的溢价空间。考虑公司龙头地位和较好的成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 6.0-6.4 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.8%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面，我们选取了与公司业务相近的普碳钢管企业友发集团和金洲管道进行比较，选取了可比公司 2022 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予 20%溢价，最终给予公司 22 年 8-10 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 3.5%/3.8%/4.1%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 10.9%/11.8%/12.5%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

我们预计公司未来三年铸管产量持续增长，钢材产品中优特钢占比大幅提升，若实际产品结构变化不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

产品需求及价格大幅波动风险：公司产品主要包括铸管和钢铁产品，经济周期变化和相关产业政策变化对产品需求及价格会产生较大影响。若未来行业需求大幅下降，则会对产品价格产生不利影响。

原料成本大幅波动的风险：公司主要原材料包括铁矿石、焦炭等，近年来相关产品价格波动较大。铸管产品存在订单周期长的特点，若原料价格波动不能及时向下游传导，则会对公司盈利水平产生不利影响。

行业竞争加剧的风险：近年来，国内球墨铸铁管企业不断扩大规模，一些钢铁和铸造企业也投资建设了球墨铸铁管生产线，国内产能呈现扩大趋势，竞争加剧。此外，随着工程塑料技术和钢管防腐技术的发展，工程塑料管、PCCP 管等对公司铸管产品有一定替代影响。若公司不能维持竞争优势，存在市占率下降风险。

资产减值风险

2021 年，公司资产减值损失、信用减值损失分别为 4.02 亿元、3.22 亿元。2021 年末，公司应收账款账面价值为 20.93 亿元，存货账面价值为 54.52 亿元，长期股权投资账面价值为 45.49 亿元，固定资产账面价值为 178.34 亿元，若未来公司资产减值损失的金额较大，可能会对公司盈利状况产生一定不利影响。

政策风险

近年来钢铁行业陆续出台了一系列政策，旨在促进兼并重组、淘汰落后产能、加快结构调整、加强环保标准。若行业相关政策进一步加严，可能会对公司地处京津冀、长三角等大气污染防治重点地区的生产基地的生产和盈利造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	10464	9533	8560	8352	8429	营业收入	42961	53301	55184	57304	59679
应收款项	8004	7186	7559	7850	8175	营业成本	37377	47880	49162	50551	52210
存货净额	6046	5452	5291	5433	5608	营业税金及附加	381	333	331	344	358
其他流动资产	1985	2433	2538	2636	2745	销售费用	411	437	441	516	537
流动资产合计	26823	24627	23972	24294	24981	管理费用	782	771	777	806	838
固定资产	18236	19830	21059	21723	22317	研发费用	413	529	552	688	836
无形资产及其他	1997	2581	2548	2516	2484	财务费用	418	387	390	359	320
投资性房地产	1681	1794	1794	1794	1794	投资收益	427	503	400	400	400
长期股权投资	4451	4549	4549	4549	4549	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	53189	53381	53923	54877	56125	其他收入	(812)	(479)	(200)	(100)	(50)
短期借款及交易性金融负债	10258	9051	8000	7000	6000	营业利润	2794	2988	3731	4341	4931
应付款项	6783	6962	6614	6791	7010	营业外净收支	(86)	(45)	(50)	(50)	(50)
其他流动负债	6860	5385	5945	6113	6311	利润总额	2708	2944	3681	4291	4881
流动负债合计	23901	21397	20559	19904	19322	所得税费用	744	764	920	1073	1220
长期借款及应付债券	3945	4860	4860	4860	4860	少数股东损益	151	173	217	253	287
其他长期负债	1189	784	784	784	784	归属于母公司净利润	1812	2007	2544	2966	3373
长期负债合计	5134	5644	5644	5644	5644	现金流量表（百万元）					
负债合计	29035	27042	26203	25548	24966	净利润	1812	2007	2544	2966	3373
少数股东权益	2032	2811	2919	3046	3189	资产减值准备	(14)	(295)	61	17	14
股东权益	22122	23528	24800	26283	27969	折旧摊销	1282	1181	1243	1351	1424
负债和股东权益总计	53189	53381	53923	54877	56125	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	418	387	390	359	320
每股收益	0.45	0.50	0.64	0.74	0.85	营运资本变动	725	(1144)	(45)	(168)	(178)
每股红利	0.30	0.30	0.32	0.37	0.42	其它	66	367	48	109	129
每股净资产	5.54	5.90	6.22	6.59	7.01	经营活动现金流	3872	2115	3850	4275	4763
ROIC	7.0%	6.4%	7.8%	9.3%	10.3%	资本开支	0	(2445)	(2500)	(2000)	(2000)
ROE	8.2%	8.5%	10.3%	11.3%	12.1%	其它投资现金流	75	300	0	0	0
毛利率	13%	10%	11%	12%	13%	投资活动现金流	(162)	(2242)	(2500)	(2000)	(2000)
EBIT Margin	8%	6%	7%	8%	8%	权益性融资	(29)	490	0	0	0
EBITDA Margin	11%	9%	9%	10%	11%	负债净变化	472	(82)	0	0	0
收入增长	5%	24%	4%	4%	4%	支付股利、利息	(1193)	(1179)	(1272)	(1483)	(1687)
净利润增长率	21%	11%	27%	17%	14%	其它融资现金流	(635)	1229	(1051)	(1000)	(1000)
资产负债率	58%	56%	54%	52%	50%	融资活动现金流	(2105)	(804)	(2323)	(2483)	(2687)
股息率	6.5%	6.5%	7.0%	8.1%	9.2%	现金净变动	1604	(931)	(973)	(208)	77
P/E	10.1	9.1	7.2	6.1	5.4	货币资金的期初余额	8860	10464	9533	8560	8352
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	货币资金的期末余额	10464	9533	8560	8352	8429
EV/EBITDA	9.7	10.0	8.6	7.6	6.8	企业自由现金流	0	74	1638	2483	2922
						权益自由现金流	0	1221	295	1214	1682

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032