

2014-11-18

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

新兴铸管 (000778)

蓄势待发—中墨基金为主，国企改革为辅

分析师：刘元瑞

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120022

分析师：王鹤涛

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

分析师：陈文敏

✉ chenwm@cjsc.com.cn

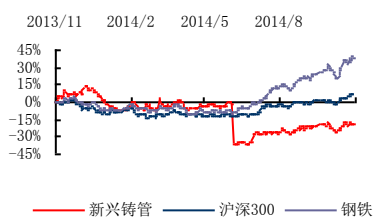
执业证书编号：S0490514080002

联系人：肖勇

✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

☎ (8621)68751760

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

 《中墨领导会晤，能源基金有望加速推进》
 2014/11/14

《乘改革之风，立本突破》 2014/11/5

 《主业预期内低迷，期待中墨能源产业基金拓展
 业务多元化》 2014/10/28

报告要点

■ 事件描述

新兴铸管跟踪报告，继续强烈推荐。

■ 事件评论

国企改革概率大，助力效益跨越式提升：公司母公司新兴际华集团被核定为首批国企改革对象，率先进行董事会授权试点改革，公司作为集团最核心资产且位于竞争性领域，将极大可能成为改革主要受益对象。具体而言，通过董事会授权试点改革，变国企原先“股东会中心主义”治理机制为更加有效的“董事会中心主义”治理机制，将为公司经营决策、战略执行提供有力的制度保障。优秀的制度能极大提升效率，为公司后期跨越式发展提供本质动力。

国家信用背书，中墨能源基金效益空间巨大：公司与2013年12月与墨西哥石油国际有限公司（墨西哥国家石油公司的全资子公司，简称“PEMEX”）等签署《设立中墨能源投资基金之框架协议》，成立中墨能源投资基金。基金总规模50亿美元，公司拟出资上限为不超过基金总规模的16%，即8亿美元。

墨西哥湾区域是除北极圈以外最大的待开发石油带，受益于墨国内划时代能源改革，享有国家信用背书中墨能源基金，投资领域广泛涉及墨国内海工、油田、管道等。基金一期规模10亿美元，主要由公司、PEMEX、宏华集团（全球最大陆地石油钻机制制造商）等认购，将重点投资海上钻井平台等海工装备类项目。作为中方主要投资主体，公司未来业绩将大幅受益于基金投资收益。

老厂区搬迁，土地出让将获大额一次性收益：公司全资子公司芜湖新兴由弋江老厂区搬迁，共涉及主要资产账面净值19.16亿元，其中土地净值1.03亿元，面积2188亩。政府同意将搬迁涉及土地划归商业用地并采用“招拍挂”方式对外出让，根据公司与政府之间协议，我们参考2014年以来芜湖市出让土地样本中与公司本次拟出让土地商业地段及土地用途相对最为接近案例中约5036.71元/平米（折合价为335.44万元/亩）的土地成交价格，按最新股本简单测算出对公司本次搬迁所涉及土地出让将增厚公司后期业绩约1.32元。根据搬迁进程，初步预计出让土地将在2016年以后实施。

预计公司2014、2015年EPS分别0.23元和0.31元，对应PE20.3X、15.1X，重申“推荐”评级。

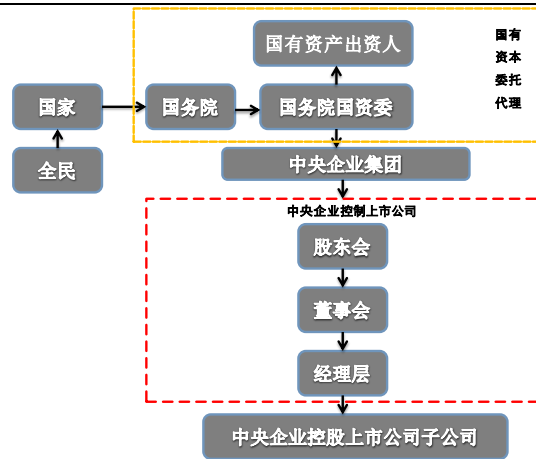
回归市场：国企董事会授权试点改革

2014年7月15日，国务院国资委发布了央企“四项改革”试点名单，公司母公司**新兴际华集团有限公司**被选入董事会授权试点。

国资委针对新兴际华集团的董事会授权试点，授予董事会针对高级管理人员的人员选聘、绩效考核及薪酬管理权力，其本质即在于公司治理机制从国企之前种种原因形成的“股东会中心主义”转变至“董事会中心主义”。

因为存在多层代理关系及股东的特殊性，国企股东（政府）或股东代表（国资委）在公司治理中明显处于权力核心地位，是典型的“股东会中心主义”，导致企业经营发展受行政干预过多，董事会的部分关键职能被外部化，比如经营管理者任免、业绩评价和薪酬制度、企业重大战略调整和重大投资决策审批等，致使公司治理效率低下。董事会授权试点改革将使得董事会成为公司治理的中枢和管理权的中心，对内是经营决策者和指挥者，对外是公司的代表和权力的象征，极大地提高公司决策效率。

图 1：国有上市公司委托代理关系



资料来源：长江证券研究部

在集团公司积极推进国企改革浪潮之下，作为集团公司最核心的资产并且面对的下游更加市场化，新兴铸管极大可能成为主要改革对象之一。

表 1：新兴际华集团主要子公司概况

集团主要子公司	业务性质	注册资本	持股比例(%)
新兴铸管股份有限公司	管件及配套管件；铸造及机械设备	242,887.16	45.38
际华集团股份有限公司	项目投资与管理；服装鞋帽、轻纺印染、制革装具	385,700.00	67
新兴际华投资有限公司	项目投资；资产经营；物业管理	1,000.00	100
新兴重工集团有限公司	实业投资；钢铁冶炼和压延加工；有色金属制品	70,300.00	100
新兴发展集团有限公司	房地产开发及销售，房屋租赁；宾馆受托管理；物业管理	25,000.00	100
中新联进出口公司	经营来料加工和“三来一补”业务；经营对销贸易和转口贸易	10,020.00	100
新兴际华河北资源开发有限公司	投资与管理；销售矿产品、金属材料、货物及代理货物进出口	5,000.00	52
新兴河北工程技术有限公司	工程设计、工程管理、工程施工	2,000.00	60

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：新兴铸管是集团公司最核心资产

集团主要下属企业2013年情况	资产总额	占比	营业收入	占比	利润总额	占比
新兴铸管	511.45	50.03%	630.14	31.26%	15.02	34.18%
际华集团	187.06	18.30%	267.18	13.25%	12.51	28.46%
际华投资	21.78	2.13%	103.79	5.15%	1.02	2.32%
新兴重工	74.83	7.32%	301.92	14.98%	6.12	13.92%
新兴发展	163.28	15.97%	387.55	19.22%	8.43	19.18%
中新联	24.02	2.35%	335.73	16.65%	2.05	4.66%
新兴际华	1022.24	100.00%	2016.05	100.00%	43.95	100.00%

资料来源：新兴际华债券评级报告，长江证券研究部

受益墨西哥“能改”，中墨能源基金效益空间巨大

设立中墨能源基金，产业升级更进一步

公司于2013年12月与墨西哥石油国际有限公司(该公司为墨西哥国家石油公司的全资子公司，简称“PMI”)和SPF Capital(公司主要从事基金运作与管理工作，简称“SPF”)在墨西哥城签署了《设立中墨能源投资基金之框架协议》。

拟设立的中墨能源投资基金为系列基金，其认缴的资金总规模为50亿美元，其中公司与SPF负责组织认缴80%，剩余的20%由PMI认缴。同时，公司拟出资上限为不超过基金总规模的16%，即8亿美元，基金一期规模10亿美元。

表3：设立中墨基金具体情况

项目	内容
基金名称	中墨能源基金
认缴规模	50亿美元
投资领域	墨西哥及周边地区与PMI集团及其关联方的能源及能源基础设施项目
参与方及各自认缴比例	PMI集团(墨西哥石油国际有限公司)认缴20%，新兴铸管及SPF Capital(注册地开曼，专业从事基金运作与管理工作)负责组织认缴80%
公司认缴金额	出资上限不超过基金总额的16%，8亿美元
一期规模	10亿美元
一期投资	海上钻井平台等海工装备类项目
公司一期认缴金额	2亿美元

资料来源：公司资料，长江证券研究部

中墨基金主要投资于墨西哥及周边地区与PMI集团及其关联方的能源及能源基础设施项目，包括能源开发、生产、物流及相关的基础设施建设的投资，主要集中于石油和天然气领域。根据协议，基金投资内容包括但不限于以下项目：

- 1) 海上钻井平台等海工装备类及其基础设施的建设，包括但不限于通过购买钻井平台后，长期租赁给PMI或其关联方的营运模式；
- 2) 特定油气管道的投资营运，包括但不限于天然气和石油管道；
- 3) 主要位于墨西哥地区的LNG设备和基础设施的投资营运；
- 4) 油气项目的勘探与开发，包括但不限于老油田的利用、浅水区、深水区和超深水区油气田的勘探与开发；

5) PMI 集团及关联方所需求的与石油和天然气生产经营所要求的其他物品或服务的提供。

其中，一期基金将重点投资海上钻井平台等**海工装备类项目**，主要采用由基金下设的项目公司先购买后出租给墨西哥国家石油公司的运营模式。

在中墨基金项目顺利进展的背景下，公司全资子公司新兴铸管(香港)有限公司(简称“铸管香港”)于2014年6月与SPF Capital Hong Kong Limited(简称“SPF香港”)和PMI公司签署了《有限合伙协议》。协议约定三方共同设立有限合伙企业，主要经营能源基础设施项目、勘探及开采石油和天然气等领域的投资业务。

表 4: 设立合伙企业具体情况

项目	内容
企业性质	有限合伙企业，其中SPF香港为普通合伙人
注册地	卢森堡
合伙期限	设立之日起25年
认缴出资计划	所有合伙人的认缴出资总额预计可达五十亿美元，第一阶段将募集十亿美金，可根据需要经每一合伙人同意后予以增加
有限合伙人最大出资额	PMI认缴出资2亿美元；铸管香港认缴出资3亿美元，现金支付
投资范围	能源基础设施项目、勘探及开采石油和天然气等
投资回报和分配	分别计算每个特定领域子基金收益，并将其20%分配至普通合伙人作为管理人分红，80%分配至有限合伙人

资料来源：公司资料，长江证券研究部

墨西哥能源改革提升基金项目效益空间

内忧外困，墨西哥能源改革势在必行

墨西哥于今年8月通过能源改革二级法案，正式允许私人 and 国外投资企业进入其能源勘探、开发、冶炼及运输等领域，打破了墨西哥国家石油公司(简称“PEMEX”)自1938年开始的对国内油气全产业链长达76年的垄断。

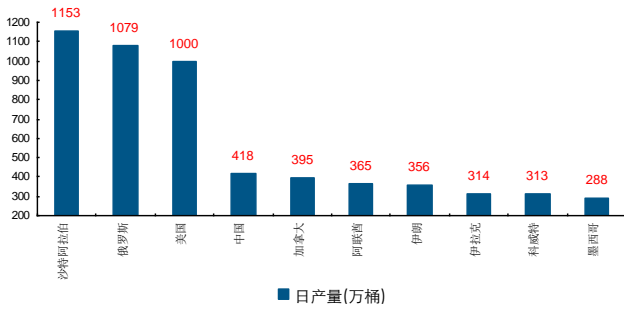
此项能源改革，是在墨西哥能源产业内忧外困背景下，政府提出的历史性改革，将产生深远影响。

外困，墨西哥作为世界第九大产油国，80%左右的石油出口到美国。然而随着国内页岩油技术的发展，美国开始转变为石油净出口国，墨西哥对美国原油出口大幅下降，需要寻找新的国际市场。

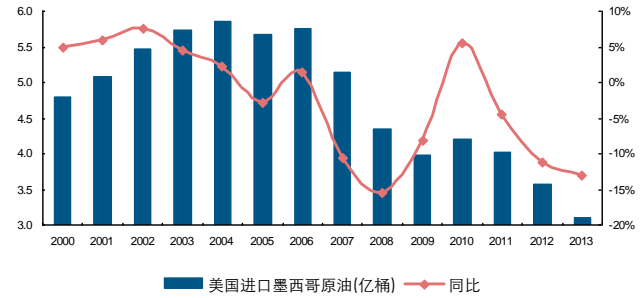
内忧，墨西哥国家石油公司(PEMEX)垄断墨西哥石油行业，但同时也承担着墨西哥政府1/3左右的财政支出，占其自身收入60%以上，导致自身缺乏资金和技术对国内石油资源进行充分勘探开发，墨原油产量每况愈下，自2004年达到产量最高峰以后，产量逐年下滑。同时，垄断、资金不足及早期出口美国相对顺利，致使墨西哥国内炼油能力也严重不足，一半以上的汽油需要从美国进口。

图 2: 墨西哥原油产量 2013 年世界第十

图 3: 墨西哥对美国石油出口近年来大幅下降

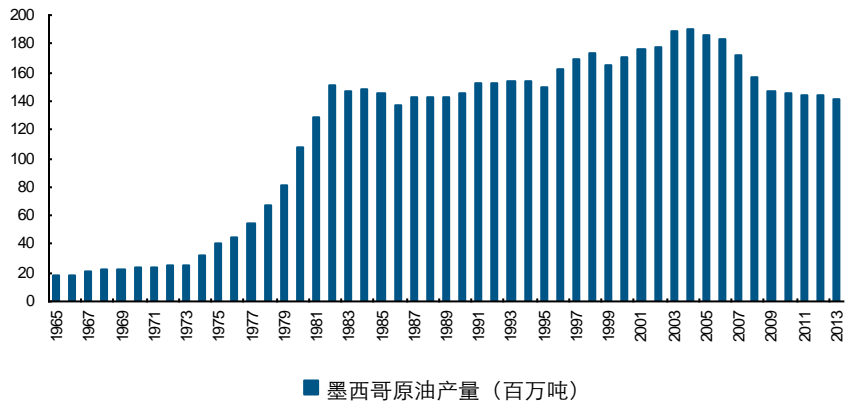


资料来源: BP, 长江证券研究部



资料来源: EIA, 长江证券研究部

图 4: 墨西哥原油产量 2004 年见顶



资料来源: Wind, 长江证券研究部

“能改”破除封锁，引入资金、放活企业

墨西哥能源改革主要对原《宪法》中的第 25、27 和 28 条进行了修订，主要内容包
括：

(一) 私营和外国企业

规定所有地下油气资源仍为墨西哥国家所有，但允许私营企业（包括本国的外国公司）
进入能源领域参与符合法律规定的有关活动。其中，在石油领域，**允许私营和外国公司
参与石油勘探、生产、提炼、加工、存储、运输和初次销售石油、天然气、基础石化产
品和炼制产品**；在电力领域：允许私有和外国公司参与有竞争性的电力生产和销售。

(二) 国有生产企业

**PEMEX 和墨西哥联邦电力委员会 (CFE) 将增加企业自主权，转变为国有生产性企业，
同私有企业共同参与市场竞争。** PEMEX 和 CFE 将制定新的财政政策，**减轻税收负担，
并有权在纳税之余纳入企业财政预算，用于企业再投资、基础设施和服务设施改善，以
及技术开发和创新等**；改革后的**两家国企将在内部预算、管理决断等方面具有更大的独
立性，但与墨能源部的联系也将更为密切。**

(三) 相关政府机构及其职能

为确保能源改革的顺利实施，墨拟设立国家油气委员会、能源部、财政部、能源监管委员会、墨西哥石油基金、国家天然气控制中心、国家能源控制中心、国家石油行业工业安全和环境保护局。

(四) 能源改革二级法案

这一法案包括《油气法》、《电力产业法》、《能源领域协调监管机构法》、《墨西哥石油公司法》、《联邦电力委员会法》、《全国油气领域产业安全和环境保护局法》、《地热能法》、《油气收入法》、《墨西哥石油稳定和发展基金法》。

(五) 其它

二级法案还对现行的 12 部法律中多项规定进行改革、增补或废除。

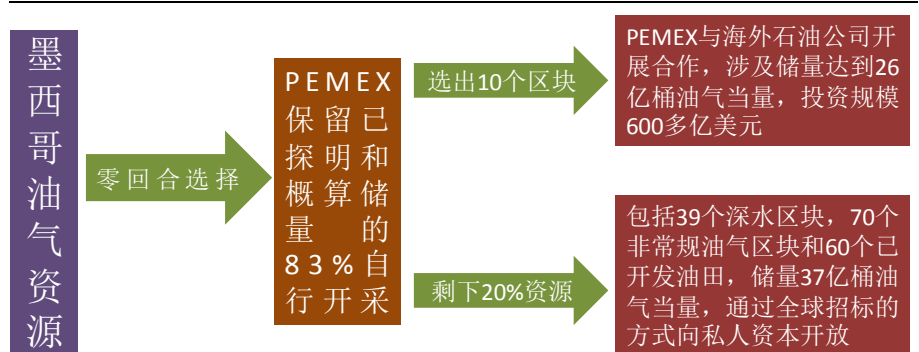
从改革法案涉及内容来看，主要旨在打破油气领域对外封锁，引入资金开发利用，并放活垄断国企。同时，能改新设多个部门确保改革的顺利实施，足见“能改”决心。

具体来看，墨西哥油气领域改革主要涉及 4 个方面：

- 打破零售市场垄断格局，取消 PEMEX 垄断的特许经营权，私人资本可以建立民营加油站，精炼油产品价格市场化
- 划定私人资本和 PEMEX 可以参与投标的油气区块及 PEMEX 的专属区块
- PEMEX 将转换只能更多关注企业经营而不是承担过多社会责任
- 合同模式更具灵活性，既可以是服务合同，也可以采取利润分成或产量分成等模式

同时，根据能源改革法规定，将进行“零回合选择”，即墨西哥国家石油公司(PEMEX)有权选择保留部分油田，包括保留已探明和概算储量的 83%，以及尚未探明储量的 21%。其中，PEMEX 自行挑选了 10 个项目区块，计划与海外石油公司合作开发，这部分资源涉及储量达到 26 亿桶油气当量，投资规模预计将超过 600 多亿美金。剩下的 20% 左右的资源，墨西哥能源部将通过全球公开招标的方式向私人资本开放，包括 39 个深水区块，70 个非常规油气区块和 60 个已开发油田，该 169 个油气区块中已探明（或二维勘探认定）石油总储量相当于 37 亿桶。

图 5：墨西哥能源改革大致计划



资料来源：钢联资讯、长江证券研究部

截至今年 9 月，“能改”进展顺利，首轮 169 个油气区块招标准备工作正在进行。

表 5: 墨西哥能源进程及目标

日期	墨西哥能源改革进程事件及目标
2013年8月	墨政府向国会递交了能源改革方案
2013年12月12日	法案在国会获得通过
2013年12月20日	墨西哥总统培尼亚在《联邦官方日报》上公布了“对《墨西哥合众国宪法》有关能源领域若干规定进行修改和补充的法令”，该法令自12月21日起生效
2014年4月30日	墨西哥联邦政府向国会递交了能源改革二级法案的倡议方案
2014年8月11日	培尼亚总统正式签署了有关法令，并在《联邦官方日报》上将二级法案各项内容公布实施
2014年9月	正在进行第一轮招标的准备工作，首轮公开招标主要涉及169个油气区块，包括深水、浅水和陆地等资源勘探和开采，并为合作方提供特许经营合同、利润和产量分成合同
2014年11月	公布墨西哥湾浅水区的投标细节
2015年4月、5月	墨西哥监管机构将宣布竞标成功者的名单，以及谁将会成为该国国有石油企业墨西哥国家石油公司（Pemex）在浅水区Bolontikú, Sinan 和Ek的合作伙伴
2018年	石油日产量能够从目前的250万桶提高到300万桶、天然气从57亿立方英尺提高到80亿立方英尺
2025年	石油日产量提高到350万桶、天然气提高到104亿立方英尺

资料来源：公开资料，长江证券研究部

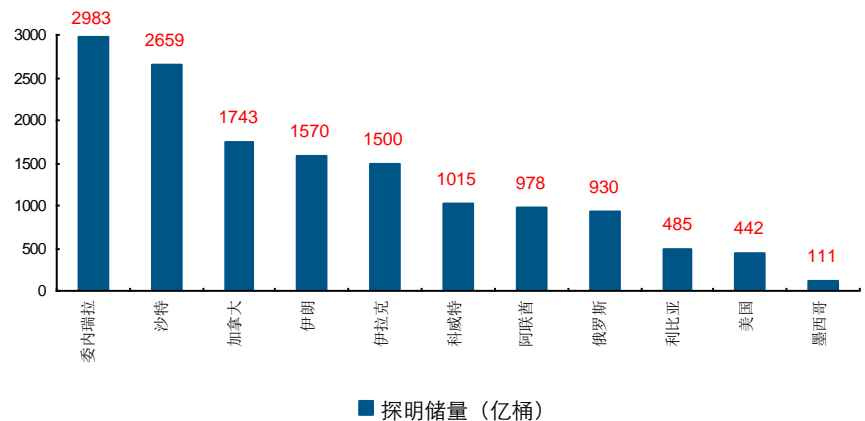
“能改”带来墨西哥油气开采、冶炼、出口全方位投资机会

（一）开采领域

截至 2013 年底，墨西哥已探明石油储量 111 亿桶，世界排名 18。更重要的是，除了丰富的原油等常规能源之外，墨西哥还拥有大量天然气、页岩油气和海洋油气资源等非常规能源，能源开发潜力巨大。

不过，由于墨西哥国家石油公司（PEMEX）长时间承担着过多的社会责任造成用于储备资源勘探的支出难以为继，墨西哥原油开采能力严重不足，油气产量逐年快速下滑。能源改革通过放活国企 PEMEX 公司，并在油气勘探、开采领域引入民营企业及国外资本，势必显著增强国内油气开采方面投入的资金及技术，有效提高油气产量。

图 6: 按已探明的石油储量，墨西哥排在 18 位

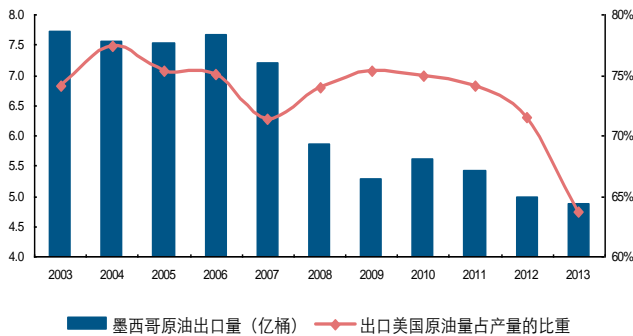


资料来源：BP，长江证券研究部

(二) 冶炼领域

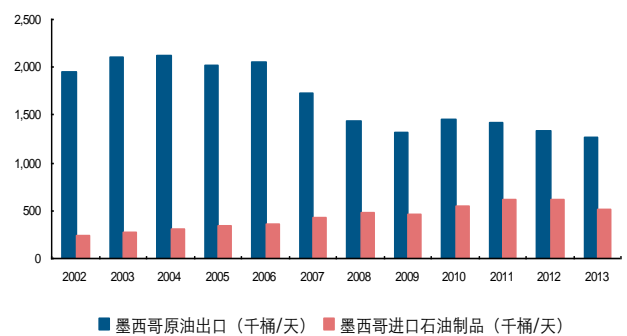
能改法案对墨西哥石油冶炼领域的影响也将十分显著。一方面，由于自身供给增加，美国进口墨西哥原油数量连年下降，墨西哥原油产量对内部消化的诉求增强；另一方面，由于垄断、资金匮乏及原因，墨西哥国内原油冶炼能力相对不足，每天须从美国进口 60 多万桶成品油，基本相当墨西哥原油出口的一半水平。由此，冶炼领域供不应求的格局使得此环节利润丰厚，具有吸引资金及技术的基础，而能改法案的出台，则为资金、技术的进入打开了通道。

图 7：墨西哥出口美国原油量降幅较大



资料来源：BP, EIA, 长江证券研究部

图 8：墨西哥进口美国成品油量占比墨西哥原油出口近一半水平



资料来源：Wind, 长江证券研究部

(三) 出口领域

墨西哥能改法案对其能源出口也具有明显促进效用：首先，墨西哥国内巨大的原油等常规能源及页岩气等非常规能源储量，使得墨西哥具有能源出口的基础。其次，由于墨西哥财政对油气收入依赖性高，能源出口增加财政收入也十分必要。第三，一直占比原油出口量近 80% 的美国市场不断下滑，提升了墨西哥转向其他地区，尤其是近年能源消费地中国等亚太地区的诉求。出口增长，必将带来墨西哥出口相关设施的投资需求。

(四) 油气基础设施

由于缺乏油气运输等基础设施，墨西哥出口美国原油主要靠海运，运输效率低，成本高。伴随着能源改革的推进，墨西哥油气输送设施建设步伐加快。根据墨西哥《2014-2018 国家基础设施规划》，政府计划在 2014 至 2018 年向基础设施领域投入 6000 亿美元，其中油气领域 124 个项目投资近 2700 亿美元。

另外，本届任期内（2012.7~2018.7），墨西哥政府计划新建长达 1 万公里的输气管道，投资额将达 1700 亿比索（约 786 亿人民币）以上（中国商务部网站）。

先发制人，公司应将充分受益

鉴于新兴铸管与 PEMEX 有长期的业务往来，建立了良好的合作关系，并通过中墨能源基金形成了明确的投资框架，预计公司将从墨西哥能源改革之中充分受益。

首先，油气开采方面，根据中墨能源基金规定，基金涉足油气项目的勘探与开发，包括但不限于老油田的利用、浅水区、深水区和超深水油气田的勘探与开发；参与海上钻井平台等海工装备类及其基础设施的建设，包括但不限于通过购买钻井平台后，长期租

赁给 PMI 或其关联方的营运模式。而与此同时，根据协议，公司在墨西哥能源开发项目中有 1 年的优先选拿权，这将进一步增强公司受益于“能改”的程度。

其次，油气出口方面，根据中墨能源基金规定，基金将重点参与主要位于墨西哥地区的 LNG 设备和基础设施的投资营运，也将有利于公司从墨西哥能源出口设施投资中受益。

第三，油气基础设施方面，中墨能源基金协议规定，基金将参与特定油气管道的投资营运，包括但不限于天然气和石油管道。墨西哥国内巨大的油气管道建设需求，将有助于公司油气运输管道出口。

虽然在冶炼环节，基金并未明确规定投资领域，但考虑到 PEMEX 涉足墨西哥油气全产业链投资，不排除后期还有进一步合作的可能。但至少，冶炼环节景气度上升将自下而上地拉动原油需求，进一步增加油气开采、运输领域的投资。

老厂区搬迁，土地出让将获大额一次性收益

公司全资子公司芜湖新兴与芜湖市政府就芜湖新兴整体由弋江老厂区搬迁至三山工业区事项签署搬迁协议，共涉及主要资产账面净值 19.16 亿元，其中土地净值 1.03 亿元，面积 2188 亩。

表 6：芜湖新兴本次搬迁涉及主要资产

类别	原值	净值
房屋	4.64	3.80
建筑物	4.26	2.83
机器设备	20.30	11.36
电子设备	1.33	0.08
运输设备	0.42	0.05
土地	1.30	1.03
合计	32.25	19.16

资料来源：公司公告，长江证券研究部

同时，公告称政府同意将搬迁涉及土地划归商业用地并采用“招拍挂”方式对外出让，其中累计出让收入平均在 300 万元/亩（含 300 万元/亩）以内的，按出让收入扣除按规定上交必须缴纳税费后等额支付芜湖新兴搬迁费用；土地累计出让收入平均超过 300 万元/亩不足 400 万元/亩（含 400 万元/亩）的，按该超额部分的出让收入扣除按规定上交必须缴纳的税费后，90%等额支付芜湖新兴搬迁费用；土地累计出让收入平均超过 400 万元/亩（不含 400 万元/亩）的，按该超额部分的出让收入扣除按规定上交必须缴纳的税费后，85%等额支付芜湖新兴搬迁费用。

为此，我们采用两种方法，对公司本次搬迁所涉及土地出让收益进行了粗略测算：

方法一：经查证，芜湖新兴本次出让土地地段为安徽省芜湖市弋江南路 72 号，通过筛选 2014 年以来芜湖市出让土地样本，得出与本次拟出让土地商业地段及土地用途相对最为接近案例中土地成交价格约为 5036.71 元，以此作为公司本次拟出让土地拍卖价格，折合价为 335.44 万元/亩。由此测算本次土地出让将增厚公司后期业绩约 1.32 元。

表 7：粗略测算本次土地出让将增厚公司后期 EPS 约 1.32 元

累计出让平均收入（万元/亩）	335.44
----------------	--------

土地面积 (平方米)	2188.00
出让总收入 (亿元)	73.39
缴纳相关税费 (假设 10%)	7.34
缴税后净收入	66.05
支付给芜湖新兴金额 (亿元)	65.36
土地净值 (亿元)	1.03
出让收益 (亿元)	64.33
所得税率	25%
土地出让净收益 (亿元)	48.24
新兴铸管总股本 (亿股)	36.43
增厚 EPS	1.32

资料来源：公司公告，长江证券研究部

方法二：由于准确计算土地出让所应缴纳的相税费所需数据不全，故简单假设本次土地出让缴纳相税费为出让总收入的 10%，在此前提下，测算得出出让土地将较大幅度增厚公司后期业绩。

表 8：粗略测算本次土地出让将较大幅度增厚公司后期业绩

累计出让平均收入 (万元/亩)	100	200	300	400	500	600	700
土地面积 (亩)	2188						
出让总收入 (亿元)	21.88	43.76	65.64	87.52	109.40	131.28	153.16
缴纳相关税费 (假设10%)	2.19	4.38	6.56	8.75	10.94	13.13	15.32
缴税后净收入	19.69	39.38	59.08	78.77	98.46	118.15	137.84
支付给芜湖新兴金额 (亿元)	19.69	39.38	59.08	76.80	93.54	110.28	127.01
土地净值 (亿元)	1.03						
出让收益 (亿元)	18.66	38.35	58.05	75.77	92.51	109.24	125.98
所得税率	25%						
土地出让净收益 (亿元)	14.00	28.77	43.53	56.83	69.38	81.93	94.49
新兴铸管总股本 (亿股)	36.43						
增厚EPS	0.38	0.79	1.19	1.56	1.90	2.25	2.59

资料来源：公司公告，长江证券研究部

在搬迁进程上，芜湖新兴在 2015 年 6 月 30 日前完成弋江老厂区及周边地块开发利用规划方案的编制并交由芜湖市政府进行评审，于 2015 年 2 月份开始陆续停产，启动搬迁工作，2015 年 12 月底前全部停产，2016 年 12 月底前完成全部搬迁工作。预计土地出让将在 2016 年以后实施，具体业绩将在彼时有所体现。

同时，为支持芜湖新兴整体顺利搬迁，芜湖市政府同意：(1) 在符合城市功能规划前提下，尽可能满足芜湖新兴对弋江老厂区及周边拟出让地块规划设计指标的需要，允许芜湖新兴在开发过程中采用自主招标。(2) 自签订协议起，芜湖新兴及芜湖新兴分设的公司（不包括房地产公司）上缴税费与弋江老厂区前三年平均数相比，增量部分的市地方财政实得由市财政按照前三年全部，后三年 50%奖励给芜湖新兴。(3) 从芜湖新兴搬迁结束年度起三年内，将芜湖新兴按规定上交的排污费地方所得部分专项用于芜湖新兴

治污设施建设，并优先安排市、争取省有关排污费项目补助。(4) 帮助芜湖新兴协调解决码头问题。(5) 帮助芜湖新兴争取高炉拆除等享受的国家环保、产业改造升级等补助。

以上相关承诺及协议将有利于芜湖新兴整体顺利搬迁，并一定程度上提升公司业绩。

维持“推荐”评级

预计公司 2014、2015 年 EPS 分别 0.23 元和 0.31 元，对应 PE20.3X、15.1X，重申“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	63014	63827	64612	63835	货币资金	7323	6383	6461	6384
营业成本	59932	60740	60535	59653	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	3083	3087	4077	4182	应收账款	1938	1963	1987	1963
%营业收入	4.9%	4.8%	6.3%	6.6%	存货	7575	7677	7651	7539
营业税金及附加	71	72	73	72	预付账款	2748	2785	2776	2735
%营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	213	23	23	23
销售费用	1312	1329	1345	1329	流动资产合计	26062	25176	25322	24991
%营业收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	可供出售金融资产	63	63	63	63
管理费用	712	721	730	721	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	长期股权投资	3232	3232	3232	3232
财务费用	772	799	867	838	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产合计	20257	24846	26502	25935
资产减值损失	91	4	4	-3	无形资产	575	546	519	493
公允价值变动收益	1	0	0	0	商誉	58	58	58	58
投资收益	1239	0	0	0	递延所得税资产	107	1	1	0
营业利润	1366	163	1060	1226	其他非流动资产	790	790	790	790
%营业收入	2.2%	0.3%	1.6%	1.9%	资产总计	51145	54714	56488	55563
营业外收支	136	1000	500	500	短期贷款	10253	11888	12668	10850
利润总额	1502	1163	1560	1726	应付款项	11550	11706	11666	11496
%营业收入	2.4%	1.8%	2.4%	2.7%	预收账款	2499	2531	2563	2532
所得税费用	418	291	390	431	应付职工薪酬	292	296	295	291
净利润	1084	872	1170	1294	应交税费	-1264	15	19	20
归属于母公司所有者的净利润	1031.3	832.0	1115.5	1234.5	其他流动负债	949	962	959	945
少数股东损益	52	40	54	60	流动负债合计	24280	27398	28170	26135
EPS (元/股)	0.42	0.23	0.31	0.34	长期借款	3899	3899	3899	3899
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	296	0	0	0
					其他非流动负债	5408	5408	5408	5408
					负债合计	33883	36705	37477	35442
					归属于母公司	15882	16589	17537	18587
					少数股东权益	1379	1420	1474	1534
					股东权益	17262	18009	19012	20121
					负债及股东权益	51145	54714	56488	55563
					基本指标				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	0.425	0.228	0.306	0.339
					BVPS	6.54	6.83	7.22	7.65
					PE	11.02	20.49	15.29	13.81
					PEG	1.78	3.32	2.47	2.24
					PB	0.72	0.69	0.65	0.61
					EV/EBITDA	6.63	10.02	6.89	5.92
					ROE	6.5%	5.0%	6.4%	6.6%

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@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。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。