

评级: 买入 维持评级

公司点评

王招华

分析师 SAC 执业编号: S1130511030033

(8621)61038247

wangzh@gjzq.com.cn

## 大股东增持强化公司投资价值

### 事件

2012年1月5日,公司控股股东的一致行动人常宝投资以9.30元/股的均价增持了30万股(占公司总股本的0.07%);

2011年12月27日,公司总经理朱洪章以11.69元/股的均价增持了4.26万股(占公司总股本的0.11%)。

### 评论

大股东增持强化了公司的投资价值。近期公司基本面在未有变化的情况下,股价在不超过一个月的时间内下跌近40%,但公司的基本面并无显著变化。公司最新收盘价为9.23元/股,低于公司总经理增持价21.04%,低于大股东增持价0.75%。这无疑强化了公司的投资价值。

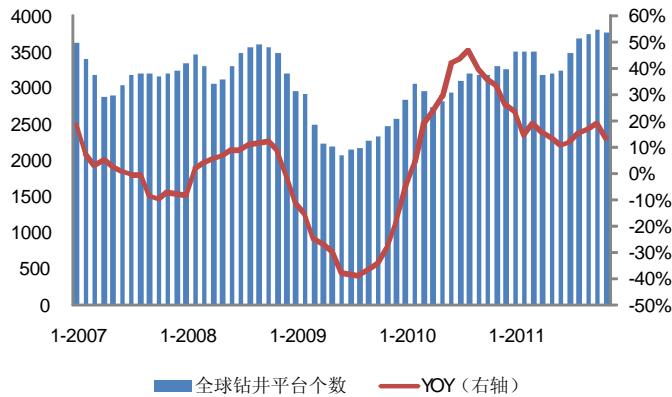
图表3: 常宝股份(002478)高管及股东股份变化情况

证券代码	证券简称	股份变动人姓名	变动日期	变动股份数量	成交均价	变动原因	变动比例(%)	董监高人员姓名	职务	变动人与董监高的关系
2478	常宝股份	常宝投资	2012-1-5	299930	9.29	竞价交易	0.75%	曹坚	董事	受控法人
2478	常宝股份	朱洪章	2011-12-27	42600	11.69	竞价交易	0.11%	朱洪章	董事、高管	本人
2478	常宝股份	顾丽萍	2011-7-12	14000	14.78	竞价交易	0.04%	朱洪章	董事、高管	配偶

来源:深圳证券交易所、国金证券研究所

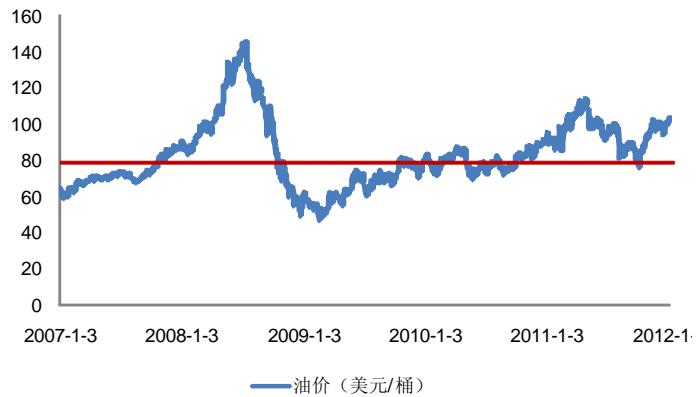
公司的基本面近期较为正常。事实上公司长期以来以稳健经营的风格著称,其现有业务是油井管和锅炉管,其中锅炉管主要销往三大锅炉厂(上锅、东锅、哈锅),需求较为稳定,价格以月度定价为主;油井管的需求则主要受油价影响(通常来讲,油价在80美元/桶以上时,油企扩大投资的意愿较强,进而会增加油井管的需求,而最新的油价在100美元/桶以上,因此油井管的需求趋势较为良好),价格则主要是与中石油在年初招标确定(若油井管的成本即管坯价格平均涨幅超过8%,中石油在下半年会上调油井管招标价),目前来看管坯价格难以出现趋势性大幅走强,因此公司的油井管业务盈利能力并不悲观。

图表3: 全球钻井平台数增加意味着油井管的需求尚可



来源: CEIC、国金证券研究所

图表3: 油价在80美元/桶以上时油企扩大投资的意愿强



来源: CEIC、国金证券研究所

未来2年公司业绩复合增速将达到43%。我们将公司的业务细分为成熟业务（油管、普通锅炉管）、挖潜业务（套管、特殊扣油井管）、和募投业务（碳钢U型管+Super304+换热器U型管+CPE机组）。鉴于目前油井管和锅炉管的行业特点，我们可以假设未来2年这两个产品的盈利能力保持不变，但2012年公司锅炉管通过技改新增1万吨产能，预计能带来2012年0.015元的EPS增量；

图表4：常宝股份（002478）分业务盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E	备注			
成熟业务	0.390	0.473	0.488	0.441	油管、普通高压锅炉管			
挖潜业务	0.017	0.052	0.132	0.230	套管、特殊扣油井管			
募投业务	0	0	0.019	0.435	碳钢U型管+Super304H+换热器U型管+CPE机组（超长管、高钢级钢管）			
其他	0.050	0.054	0.076	0.076				
合计	0.457	0.579	0.716	1.181				

常宝股份未来2年业绩有增量的部分盈利预测			2012E			2013E			
	2011E		2012E			2013E			
挖潜业务+募投业务	SSAW	LSAW	合计	SSAW	LSAW	合计	SSAW	LSAW	合计
产能（万吨）	39	20	59	39	32	71	44	44	88
产量（万吨）	20	11	31.0	25	14	39	30	18	48.0
单价（元/吨）	4627	6558	5312	4627	6558	5320	4627	6558	5351
销售收入（百万元）	925	721	1646	1157	918	2075	1388	1181	2569
毛利率	14%	20%	17%	14%	20%	17%	14%	21%	17%
费用率	5.28%	5.28%	5.28%	4.57%	4.57%	4.57%	3.89%	3.89%	3.89%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
净利润（百万元）	60.48	81.25	141.73	81.71	108.35	190.07	105.17	151.51	256.67
总股本（百万股）	317.5	317.5	318	318	318	318	318	318	318
贡献EPS（元/股）	0.190	0.256	0.446	0.257	0.341	0.599	0.331	0.477	0.808

来源：公司资料、国金证券研究所

而套管由于在2008年初投产时全销往美国，之后遭遇金融危机和美国“双反”，盈利能力一直较低，2011年有所好转，但毛利率仍低于同属于油井管的油管毛利率约8个百分点，我们判断该块业务在2012年将会得到改善，此外高端产品特殊扣油井管将能增加1-2万吨左右的销量，二者共同给2012年带来0.080元的EPS增量；

募投项目2012年底全面投产，我们预计会给2012年、2013年分别带来0.019元、0.415元的EPS增量，总体来看2013年募投项目贡献EPS为0.435元，是公司对募投项目达产后盈利预测值的55%。

图表5：常宝股份（002478）募投项目盈利预测

募投项目	单位	公司公告预测（达产后）				2013年E	后者/前者
		碳钢U型管	Super304H	CPE机组	合计		
投资额	亿元	2.03	1.57	4.2	7.8	7.8	100%
建设期	年	1	1	1.5	1.5	1.5	100%
产能	万吨	1	0.2	10	11.2	11.2	100%
产量	万吨	1	0.2	10	11.2	7.71	68.84%
销售收入	亿元	1.7	3.1	16.7	21.4	12.78	59.66%
利润总额	亿元	0.52	0.94	2.26	3.72	2.03	54.53%
单价	万元/吨	1.69	15.39	1.67	1.91	1.66	86.66%
税前利润率		30.77%	30.43%	13.58%	17.36%	15.87%	91.41%
盈亏平衡点		45.57%	20.30%	29.54%	35.73%	35.73%	100%
所得税率		15%	15%	15%	15%	14.2%	94.67%
净利润	亿元	0.44	0.80	1.92	3.16	1.74	55.05%
总股本	百万股	400	400	400	400	400	100%
贡献EPS	元/股	0.111	0.199	0.480	0.790	0.435	55.05%

注：CPE管包括超长锅炉管、高钢级锅炉管和油井管

来源：公司资料、国金证券研究所

若此，2011-2013年公司EPS将分别为0.579元、0.716元、1.181元，2011-2013年的业绩复合增速达到42.85%。

2012年底之前还存在收购少数股东权益的预期，若此将增加0.08元的EPS。公司的募投项目主要是锅炉管，而公司本身并无生产、销售锅炉管的经验，目前公司的锅炉管业务全由参股60%的常宝精特在经营，预计募投项目投产后也需要借助常宝精特的生产、销售体系，但这对于常宝精特而言，无异于免费扶持竞争对手。因此我们判断，在募投项目投产（2012年底）之前，公司有可能定向增发收购常宝精特等的少数股东权益，以理顺股权及竞合关系。若此，公司的EPS将增加0.08元左右。

图表6：若收购少数股东权益对常宝股份（002478）的EPS影响测算

2010年		总资产	总负债	净资产	净利润	少数股东权益	2011年12月9日		常宝股份
常宝精特（万元）	65869	34597	31272	12776	40%		收盘价（元/股）	13.84	
常宝普莱森（万元）	63082	44385	18697	71	25%		最新PB	2.40	
注入资产净值（万元）	17183								
注入增加利润（万元）	5128								
注入前股本（百万股）	400								
注入前股本（百万股）	400	400	400	400	400	400	400	400	400
注入的资产净值（万元）	17183	17183	17183	17183	17183	17183	17183	17183	17183
定向增发股价（元/股）	13	15	17	13	15	17	13	15	17
收购PB	2.5	2.5	2.5	3.0	3.0	3.0	4.0	4.0	4.0
新增股本（百万股）	33	29	25	40	34	30	53	46	40
收购后股本（百万股）	433	429	425	440	434	430	453	446	441
注入增加利润（万元）	5,128	5,128	5,128	5,128	5,128	5,128	5,128	5,128	5,128
注入前净利润（万元）	18303	18303	18303	18303	18303	18303	18303	18303	18303
原EPS	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46
新EPS	0.54	0.55	0.55	0.53	0.54	0.54	0.52	0.53	0.53
增厚幅度	18.25%	19.47%	20.41%	16.47%	17.89%	19.00%	13.08%	14.86%	16.27%

注：除特别指出外，上述的数值均取2010年值

来源：公司资料、国金证券研究所

## 盈利预测和投资建议

若考虑到收购少数股东权益预期，未来2年公司的复合增长率超过50%，但目前公司股价仅对应着2011年15.91倍PE、2012年12.89倍PE，因此公司的当前股价显著被低估，我们维持“买入”评级。

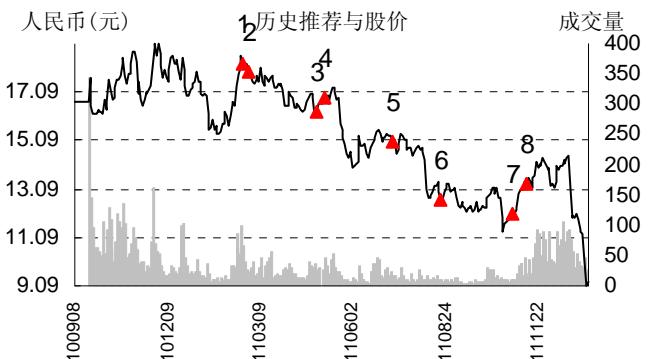
## 风险提示

(1) 募投项目投产时间晚于预期（可能性不大，因募投项目均是公司的熟悉业务）；(2) 普莱森盈利持续低迷；(3) 钢价大幅上涨；(4) 国际经济恶化影响公司出口；(5) 宏观经济波动和贸易摩擦风险。

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-02-22	买入	18.25	25.00 ~ 27.50
2	2011-02-27	买入	17.90	25.00 ~ 27.50
3	2011-04-29	买入	16.29	N/A
4	2011-05-09	买入	16.81	N/A
5	2011-07-08	买入	15.04	N/A
6	2011-08-19	买入	12.65	N/A
7	2011-10-31	买入	12.03	N/A
8	2011-11-11	买入	13.28	N/A

来源：国金证券研究所


**投资评级的说明：**

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534  
传真: (8621)-61038200  
邮箱: [researchsh@gjzq.com.cn](mailto:researchsh@gjzq.com.cn)  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979  
传真: 010-6621 5599-8803  
邮箱: [researchbj@gjzq.com.cn](mailto:researchbj@gjzq.com.cn)  
邮编: 100032  
地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015  
传真: 0755-33516020  
邮箱: [researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)  
邮编: 518000  
地址: 深圳市福田中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B