

常宝股份 (002478.SZ) 钢铁行业

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

变更募投项目，进一步高端化

事件

7 月 8 日公告称，公司拟变更募投项目，变更前的项目为 7.7 亿元投资 30 万吨 ERW 焊管，变更后的项目为 7.8 亿元投资 10.9 万吨的碳钢 U 型管、CPE 钢管（超长锅炉管、高钢级锅炉管、高钢级油井管）、Super304H。

评论

有利于提升长远盈利能力。根据可研报告，变更前后项目的投资额基本相同。但若全面达产后，变更后的募投项目利润总额将达到 3.72 亿元（剔除 Super304H 钢管则为 2.78 亿元），高于变更前项目 2.67 亿元的利润总额。我们认为变更后募投项目的可研报告盈利预测较为保守，因此公司长远盈利能力有望得到显著提升。

表明公司战略全面转向高端化。我们在 2010 年 11 月 11 日的投资价值报告《常宝股份：高端和规模，双管齐下》中曾将 30 万吨 ERW 焊管定义为规模项目，此次变更后的项目全为高端产品，意味着公司的战略全面转向高端化，这或许与公司缺乏焊管领域的生产经验有关，或许也与核电危机后带来的火电锅炉行业新机遇有关。

公司进一步发展动向值得跟踪。我们坚定看好常宝精特的科研和实务能力，但是高端化的过程往往难以一帆风顺，我们建议关注公司可能的发展动向：（1）收购常宝精特剩余 40% 股权，使得常宝精特和常宝能源管材的利益完全一致，并提升公司的 ROE 水平以及高端化战略获得成功的概率；（2）参考国内同行在 Super304H 和 Inconel690 核电蒸发器管领域内的技术研发水平提升和市场开拓步履维艰的现状，我们认为，不排除公司有新的发展思路。

再次小幅调整盈利预测。由于变更募投项目一方面导致原预期在 2012 年中投产 30 万吨的 ERW 焊管暂无限期滞后，另一方面使得原定于 2012 年投产的 4.8 万吨超长锅炉管将会和 5.2 万吨的高钢级钢管一起作为 CPE 钢管在 2013 年初投产；再考虑到常宝普莱森暂时欠佳的盈利情况，我们小幅下调了 2011 年、2012 年的盈利预测，但上调了 2013 年的盈利预测。预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.602 元、0.878 元、1.460 元。

投资建议

以 7 月 7 日收盘价计算，2011-2013 年公司 PE 分别为 25.32 倍、17.35 倍、10.44 倍，PB 分别为 2.05 倍、1.89 倍、1.66 倍；目前公司股价已经低于发行价，具备较高的安全边际，且朝钢铁新材料的方向渐行渐近，估值倍数也理应得到提升，我们维持对公司的“买入”评级。

风险提示

（1）钢价波动造成公司盈利能力的波动；（2）高端项目的不确定性；（3）宏观经济的不确定性。

图表1：常宝股份（002478）募投项目变更前后的盈利预期情况

募投项目	单位	变更后				变更前
		碳钢U型管	Super304H	CPE钢管（超长+高钢级）	合计	ERW焊管
投资额	亿元	2.03	1.57	4.2	7.8	7.7
建设期	年	1	1	1.5	1.5	2
产能	万吨	0.7	0.2	10	10.9	30
销售收入	亿元	1.7	3.1	16.7	21.4	22.7
利润总额	亿元	0.52	0.94	2.26	3.72	2.67
单价	万元/吨	2.42	15.39	1.67	1.97	0.76
税前利润率		30.77%	30.43%	13.58%	17.36%	11.76%
盈亏平衡点		45.57%	20.30%	29.54%	35.73%	26.67%

注：CPE管包括超长锅炉管、高钢级锅炉管和油井管

来源：公司公告、国金证券研究所

图表2：常宝股份（002478）最新的主营产品及产能

上游	常宝钢管主营产品及其产能（万吨）					业务归类	下游
	子公司及权益	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	
	常宝本部（100%）						
	油管	18	18	18	18	18	部分高端
管坯	常宝普莱森（75%）						国内石油公司+出口
	套管	15	15	15	18	18	部分高端
	常宝精特（60%）						
	高压锅炉管	7	10	10	10	10	基石业务
	常宝能源管材（100%）						
电力	超长高压锅炉管					4.8	三大锅炉厂+出口
	Super304H不锈钢管					0.2	
	高钢级钢管					5.2	
	碳钢U型管				0.7	0.7	
煤炭	超长换热器U型管					0.06	
	合计	40	43	43	47	57	

来源：国金证券研究所

图表 3: 常宝股份 (002478) 盈利预测

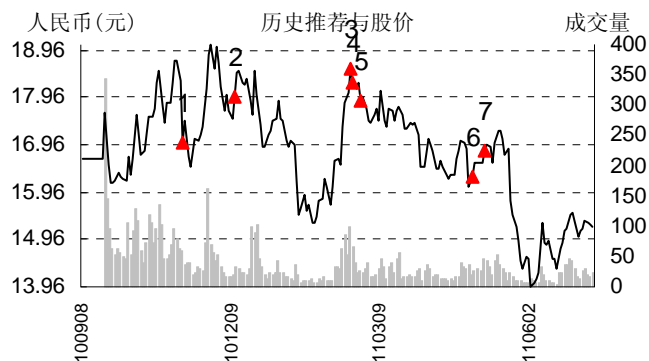
项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股盈利 (元)	0.793	0.583	0.457	0.602	0.878	1.460
净利润增长率	77.70%	-26.47%	-5.06%	31.58%	45.94%	66.21%
先前预期每股收益 (元)	0.647	0.793	0.583	0.632	1.103	1.399
市场EPS预测均值 (元)	N/A	N/A	N/A	0.649	N/A	N/A
市盈率 (倍)	N/A	N/A	38.41	25.32	17.35	10.44
行业优化平均市盈率 (倍)	7.40	14.42	9.70	11.31	11.31	11.31
市场优化平均市盈率 (倍)	15.55	29.65	25.12	25.09	25.09	25.09
股息率	N/A	N/A	0.00%	0.66%	0.66%	0.66%
PE/G (倍)	N/A	N/A	-7.59	0.80	0.38	0.16
净资产收益率	36.32%	21.36%	8.40%	6.92%	9.28%	13.51%
每股净资产 (元)	2.18	2.73	5.45	7.41	8.06	9.21
市净率 (倍)	N/A	N/A	3.22	2.06	1.89	1.66
每股经营性现金 (元)	2.38	-0.67	0.71	1.32	1.15	1.80
已上市流通A股 (百万股)	N/A	N/A	69.50	69.50	69.50	69.50
发行股数 (百万股)	330.60	330.60	400.10	400.10	400.10	400.10

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-11-12	买入	16.98	22.00 ~ 22.00
2	2010-12-12	买入	17.98	22.00
3	2011-02-21	买入	18.58	25.00 ~ 27.50
4	2011-02-22	买入	18.25	25.00 ~ 27.50
5	2011-02-27	买入	17.90	25.00 ~ 27.50
6	2011-04-29	买入	16.29	N/A
7	2011-05-09	买入	16.81	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方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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室