

金属制品

署名人: 初学良

S0960511020017

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

参与人: 韩小静

S0960111080446

0755-82026710

hanxiaojing@cjis.cn

6-12 个月目标价: 17 元

当前股价: 12.43 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2406.86
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	69
流通市值(亿)	8
EPS	0.57
每股净资产(元)	5.45
资产负债率	34.44%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
常宝股份	17.13	39.28	0.70
机械设备	-4.39	9.33	-8.76
沪深 300 指数	-0.12	6.42	1.69



相关报告

20111028 公司研究-常宝股份 002478-3 季度业绩超预期, 反周期优势体现-强烈推荐 (中投证券 初学良 韩小静) 2011-10-31
20110902 行业研究-钢铁行业-钢管行业专题系列之二: 高压锅炉管-中性 (中投证券 初学良 韩小静) 2011-09-02

常宝股份

002478

强烈推荐

行业向好, 公司业绩稳定增长

公司公布 2011 年年报及 2012 年 1 季度报。2011 年实现基本每股收益 0.57 元, 同比增长 25.49%; 2012 年 1 季度实现基本每股收益 0.11 元, 同比增长 18.08%。

投资要点:

- **2011 年、2012Q1 均保持稳定增长。**2011 年, 公司实现营业收入 37.2 亿元, 同比增长 29.2%, 归属于母公司所有者净利润 2.3 亿元, 同比增长 25.5%; 2012 年 1 季度, 实现营业收入 8.75 亿元, 同比增长 26.87%, 归属于母公司所有者净利润 0.45 亿元, 同比增长 18.08%。
- **业绩增长主要源自销量提升。**2011 年, 公司三大产品油管、套管、高压锅炉管的销量分别同比增长 17.2%、12.9%、3.57%, 受益于此, 在综合毛利率由 2010 年的 17.25% 下滑至 15.79% 的背景下, 依然保持了稳定的利润增速。2012 年 1 季度, 产品价格以及毛利率与 2011 年同期相比变化不大, 业绩增长同样来自于销量的提升。在行业竞争激烈的情况下, 公司依然保持销量的稳步增长, 体现了其行业领先的客户认可度以及出色的市场开拓能力, 而这也真是行业壁垒所在。
- **2012 年行业走出低谷, 基本面向好。**2011 年是油套管行业较差的一年。由于竞争激烈, 产品价格相比 2010 年略有下滑, 同时, 原材料钢坯的价格却大幅上升, 导致行业盈利能力下滑。2012 年, 据了解, 油套管订单价格与 2011 年基本持平, 我们判断, 原材料价格下滑是大概率事件, 行业盈利能力同比将提升。
- **公司中标情况良好, 业绩将持续稳步增长。**据了解, 2012 年, 公司中石油油套管综合中标量行业第一, 今年销售无虞。募投变更项目 (U 型管、super304h、CPE) 今明两年将陆续进入释放期, 新品盈利能力较强, 进口替代空间大, 部分产品只有宝钢和公司能够生产, 我们认为产能的市场消化不存在问题。
- **投资建议:** 预计 2012-2014 年, EPS 分别为 0.68 元、1.04 元、1.23 元, 目前股价对应 2012 年 PE 不到 20 倍, 维持强烈推荐评级, 建议积极配置。
- **风险提示:** 宏观经济增速下滑超预期

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3719	3829	4779	5419
收入同比(%)	29%	3%	25%	13%
归属母公司净利润	230	272	414	492
净利润同比(%)	25%	19%	52%	19%
毛利率(%)	15.8%	17.7%	19.1%	19.2%
ROE(%)	9.7%	10.3%	13.6%	14.0%
每股收益(元)	0.57	0.68	1.04	1.23
P/E	21.65	18.26	12.01	10.11
P/B	2.10	1.88	1.64	1.42
EV/EBITDA	15	10	7	7

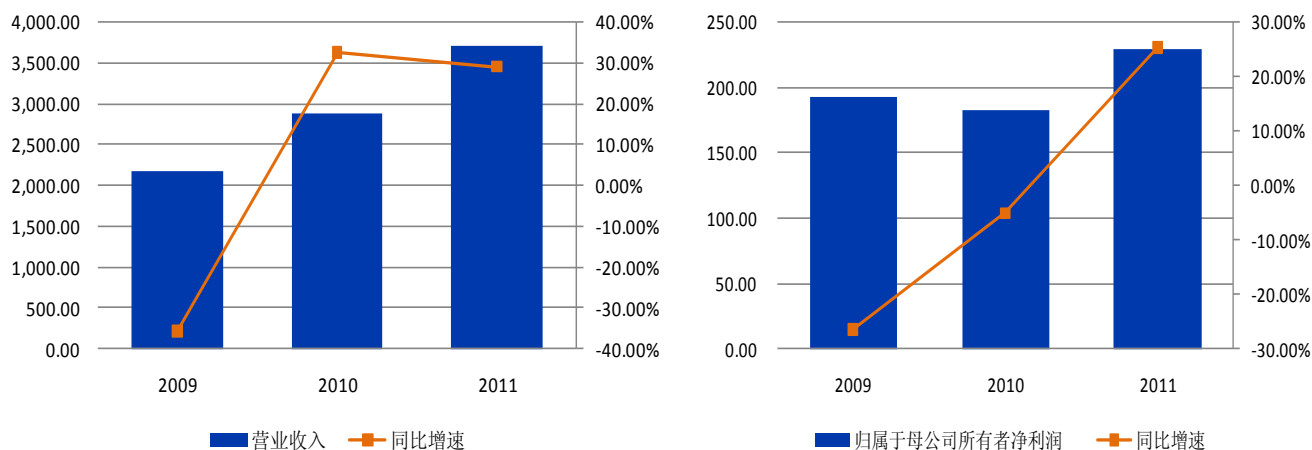
资料来源: 中投证券研究所

一、业绩回顾

1.1 销量提升带动业绩增长

行业低谷中销量稳步提升，彰显公司竞争力。2011 年、2012 年 1 季度，公司业绩均保持了 20% 左右的增长。2011 年是油套管行业较差的一年，订单价格略有下滑，同时原材料成本却大幅上升。在行业竞争激烈的背景下，公司依然保持销量稳定增长体现了其强大的竞争力。2011 年，公司油套管产品销量分别增长 17.2%、12.9%，均超行业增速。

图 1：2009-2011 年公司收入、利润（单位：百万）变化

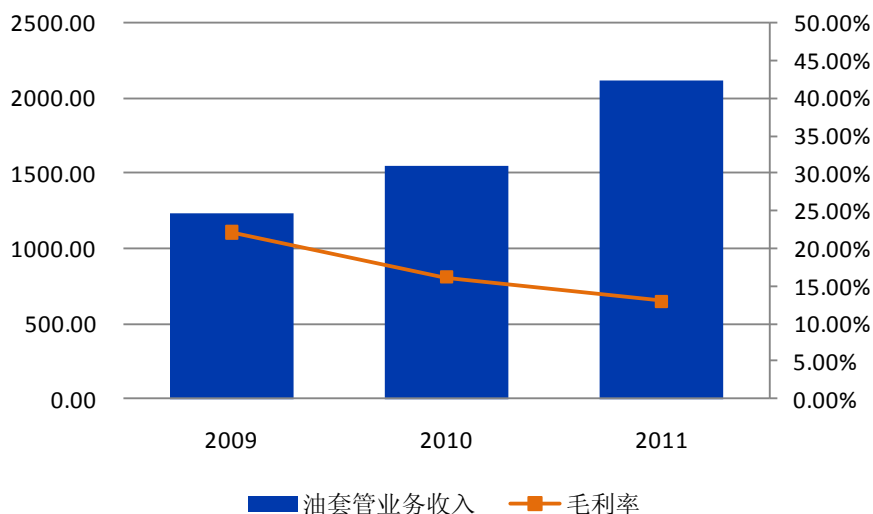


资料来源：公司公告 中投证券研究所

1.2 油套管业务毛利率大幅下滑

2011 年，公司油套管业务毛利率大幅下滑，主要原因是原材料钢坯价格大幅上升，同时，由于行业竞争激烈，油套管订单价格未能跟随原材料同步上涨。

图 2：公司油套管收入（单位：百万）及毛利率变化

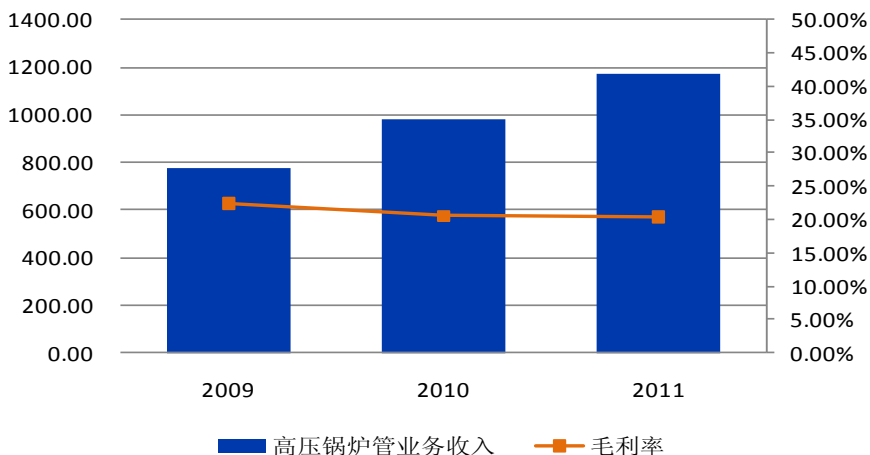


资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.3 高压锅炉管收入提升、毛利率稳定

常宝的优势领域：高压锅炉管。高压锅炉管是公司主导产品之一，也是优势产品。公司在该领域起步早，积累了丰富的经验，技术研发国内领先。尤其在进口替代领域（主要是超超临界机组用管），公司占据国内产量的七成。近年来，公司高压锅炉管产品收入逐年提升，市场占有率不断扩大，毛利率始终稳定在 20% 以上的水平，我们判断，高压锅炉管业务对公司业绩的贡献将不断增大。

图 3：公司高压锅炉管收入（单位：百万）及毛利率变化



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、行业状况

2.1 油套管行业：盈利见底回升

目前，全球范围内，油套管大致处于供需平衡状态，国内产能过剩，需要依赖出口消化。油套管生产壁垒不高，同时下游客户较为强势，企业话语权较弱，金融危机之后，油套管的价格一直处于低位，我们判断未来大幅改善的可能性几乎没有，但是下降空间也不大，将会稳定在目前的水平。2012 年的招标情况印证了我们的观点，中标价格与 2011 年基本持平。未来油套管企业的盈利能力将更多地受原材料钢坯价格波动的影响。2011 年，原材料价格大幅上升，导致行业盈利能力下滑。我们对 2012 年的判断是：钢坯价格同比将小幅下降，油套管行业盈利将走出 2011 年的低谷，见底回升。

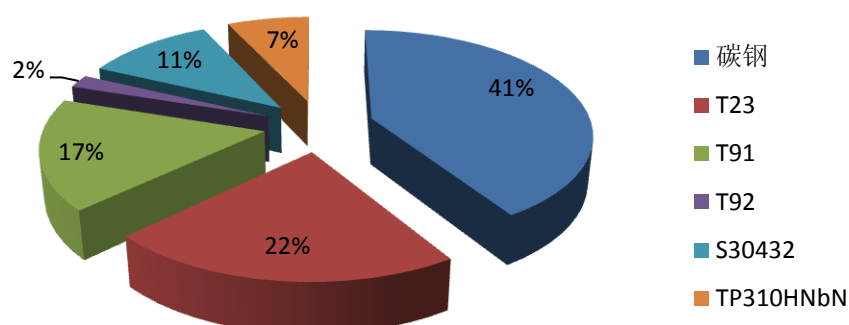
2.2 高压锅炉管行业：稳定增长，进口替代空间大。

随着超超临界火电机组的普及，高端高压锅炉管的需求将提升。国内该类产品的生产能力严重不足。高钢级高压锅炉管的需求大量依赖进口。常宝股份是国内在该领域具备规模生产能力的领先企业，在超超临界用钢管的进口替代领域占据国内产量的 70%。我们在去年发布的报告“钢管行业专题系列之二：高压锅炉管”中，对该行业做了详细的分析。未来几年高压锅炉管的年需求总量在 100 万吨以上，高钢级需求比例超过 50%，目前，国内仍有 20 万吨左右的需求依赖进口。

表 1：“十二五”期间国内高压锅炉管需求预测

	预测基础			预测结果
	装机容量增长率 (%)	火电比重 (%)	需求带动系数 (吨/万千瓦)	高压锅炉管年需求 (万吨)
2011E	8	75	141	80
2012E	8.5	75	141	92
2013E	8.5	75	141	100
2014E	9	75	141	115
2015E	9	75	141	125

资料来源：中投证券研究所

图 4：1000MW 超超临界机组用钢比例


资料来源：钢管期刊、中投证券研究所

表 2：“十二五”期间高钢级高压锅炉管需求预测

	预测基础			预测结果
	高压锅炉管年需求 (万吨)	超(超)临界 机组比例	高钢级品种比例	高钢级需求 (万吨)
2011E	80	80%	60%	38
2012E	92	80%	60%	44
2013E	100	85%	60%	51
2014E	115	85%	60%	59
2015E	125	90%	60%	68

资料来源：中投证券研究所

三、公司业绩展望

3.1 2012 年中标量超预期

油套管：今年中石油的招标已经完成。量方面，公司中标量相比去年大幅提升，今年油套管合计中标约 **25 万吨**，油套管领域分别第二名，总量第一，去年油套管合计中标量仅为 **9.5 万吨**；价方面，比去年略有提高，均价在 7000 元/吨以上。

我们认为 2011 年是油套管较差的 1 年，2012 年将会改善。实际情况跟我们预期较为吻合，公司的综合优势体现在中石油的订单数据上。普莱森今年的业绩改善希望很大，我们认为普莱森今年有望贡献 4000-5000 万的净利润。

高压锅炉管：高压锅炉管实行的是季度招标。1 季度由于精特进行技改，影响了当月投标及生产。目前 2 季度的订单已经排满。

3.2 各项业绩拆分

公司 2012、2013 年业绩主要增长点在于募投变更项目：（1）7000 吨电站锅炉用高压加热器 U 型管；（2）3000 吨 SUPER304H 高压锅炉管项目；（3）CPE 项目：4.8 万吨超长高压锅炉管、3 万吨高钢级高压锅炉管、2.2 万吨高钢级油管。我们保守预计公司 2012、2013、2014 年 EPS 分别为 0.68 元、1.04 元、1.23 元。

（以下价格均为含税价）

- ✚ 油管：产能 18 万吨，预计产量将维持在 18 万吨左右的水平。今年价格 7500 元/吨左右，假设由于竞争日趋激烈，明年的价格略有下降，后年价格由于成本上升有所提高，分别为 7300 元/吨、7400 元/吨，2011-2013 年毛利率分别为 20%、19.5%、19.3%。以上述数据计算，2012、2013、2014 分别贡献 EPS 0.32 元、0.30 元、0.30 元。
- ✚ 套管：产能将提升到 18 万吨，预计产量将维持在 18 万吨左右的水平。今年价格 7000 元/吨，假设明后年价格略降，分别为 6800 元/吨、6700 元/吨。普莱森从事套管生产时间较短，我们认为随着公司套管生产经验的积累、产品向高钢级的逐步调整，其毛利会呈上升趋势，假设 2012、2013、2014 年毛利率分别为 11%、11.5%、12.0%。以上述数据计算，2012、2013、2014 年分别贡献 EPS 0.07 元、0.08 元、0.08 元。
- ✚ 高压锅炉管（精特的老线）：精特今年 1 季度进行了技改，产能将由原先的 10 万吨提高到 12 万吨。预计 2012、2013、2014 年产量将达到 12 万吨。同样假设该产品价格逐步下降，2012-2014 分别为 15000 元/吨、14500 元/吨、14200 元/吨，毛利率分别为 20.5%、19.5% 和 18.5%。以上述数据计算，2012、2013、2014 年分别贡献 EPS 0.26 元、0.24 元、0.21 元。
- ✚ U 型管：公告产能 7000 吨，实际情况是另有 3000 吨的不锈钢管，总产能达到 10000 吨。该项目预计 6 月底完工投产，2012 年产量 2000 吨，2013 年、2014 年产量 7000 吨。售价预计 3.5 万元/吨、3.2 万元/吨、3 万元/吨，毛利率依次为 25%、25%、22%。以上述数据计算，2012、2013、2014 年分别贡献 EPS 0.02 元、0.07 元、0.06 元。
- ✚ SUPER304H：公告产能 2000 吨，但实际情况是公司产能弹性很大，做到 5000 吨问题不大，关键看市场订单情况。该产品 2013 年开始贡献 500 吨的量，2014 年 1500 吨，2013、2014 年售价预计为 11 万元/吨、10 万元/吨，毛利率依次为 28%、25%。以上述数据计算，2012、2013、2014 分别贡献 EPS 0.00 元、0.02 元、0.05 元。
- ✚ 超长管：产能 4.8 万吨，今年年底开始投产，预计 2013 年产量 2 万吨，2014 年 3.5 万吨，售价预计在 2.5 万元/吨，毛利率 25%，2014 年毛利率 23%。

以上述数据计算，2012、2013、2014 年分别贡献 EPS **0.00 元、0.16 元、0.25 元**。

- ✚ 高钢级高压锅炉管：产能 3 万吨，今年年底开始投产，预计 2013 年产量 1.5 万吨，2014 年 2.5 万吨，售价预计在 2.5 万元/吨，毛利率 25%。以上述数据计算，2012、2013、2014 年分别贡献 EPS **0.00 元、0.12 元、0.20 元**。
- ✚ 高钢级油管：产能 2.2 万吨，今年年底开始投产，预计 2013 年产量 1.6 万吨，2014 年 2.2 万吨，售价 1 万元/吨左右，毛利率 25%。以上述数据计算，2012、2013、2014 年分别贡献 EPS **0.00 元、0.05 元、0.07 元**。

四、综合评级

在普钢业绩大幅下滑的背景下，常宝股份能够实现 20-30% 的增长是非常难能可贵的。一是体现了公司的稳定性和经营向好的趋势；二是体现了公司强大的综合实力。我们认为公司经营较为稳健踏实，在自身优势产品的基础上不断提高开拓高等级产品的大方向是合理的。我们所做的业绩预测较为保守，因此目前的价格水平下可以积极配置！

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2064	3265	3698	3980
现金	925	1784	1948	1965
应收账款	403	383	478	542
其他应收款	9	9	12	13
预付账款	65	63	77	88
存货	587	566	705	795
其他流动资产	74	459	478	578
非流动资产	939	1011	1091	1164
长期投资	1	0	0	0
固定资产	602	729	819	886
无形资产	197	215	237	257
其他非流动资产	139	66	36	20
资产总计	3003	4275	4789	5144
流动负债	416	1336	1382	1197
短期借款	41	500	500	165
应付账款	163	315	387	438
其他流动负债	212	521	495	594
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	1	1	1	1
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	417	1337	1383	1198
少数股东权益	217	297	370	438
股本	400	400	400	400
资本公积	1112	1112	1112	1112
留存收益	858	1130	1524	1996
归属母公司股东权益	2369	2642	3036	3508
负债和股东权益	3003	4275	4789	5144

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-359	454	287	452
净利润	293	352	487	560
折旧摊销	0	34	41	48
财务费用	-35	-30	-33	-47
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	94	-208	-110
其他经营现金流	-617	2	0	1
投资活动现金流	162	-105	-122	-120
资本支出	153	100	100	100
长期投资	315	-3	0	0
其他投资现金流	630	-7	-22	-20
筹资活动现金流	-230	510	-2	-315
短期借款	-135	460	0	-335
长期借款	-40	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-55	51	-2	20
现金净增加额	-430	859	164	17

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3719	3829	4779	5419
营业成本	3132	3149	3868	4380
营业税金及附加	13	10	14	15
营业费用	88	90	113	135
管理费用	195	195	244	276
财务费用	-35	-30	-33	-47
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	327	414	573	659
营业外收入	5	1	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	332	415	573	659
所得税	40	62	86	99
净利润	293	352	487	560
少数股东损益	63	80	73	68
归属母公司净利润	230	272	414	492
EBITDA	292	418	582	659
EPS (元)	0.57	0.68	1.04	1.23

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	29.2%	3.0%	24.8%	13.4%
营业利润	27.0%	26.4%	38.6%	14.9%
归属于母公司净利润	25.5%	18.6%	52.1%	18.7%
获利能力				
毛利率	15.8%	17.7%	19.1%	19.2%
净利率	6.2%	7.1%	8.7%	9.1%
ROE	9.7%	10.3%	13.6%	14.0%
ROIC	15.2%	19.5%	23.4%	24.3%
偿债能力				
资产负债率	13.9%	31.3%	28.9%	23.3%
净负债比率	10.00	38.54%	36.24	13.87%
流动比率	4.96	2.44	2.68	3.33
速动比率	3.55	2.02	2.17	2.66
营运能力				
总资产周转率	1.13	1.05	1.05	1.09
应收账款周转率	9	10	11	11
应付账款周转率	17.13	13.18	11.02	10.62
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.68	1.04	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.90	1.13	0.72	1.13
每股净资产(最新摊薄)	5.92	6.60	7.59	8.77
估值比率				
P/E	21.65	18.26	12.01	10.11
P/B	2.10	1.88	1.64	1.42
EV/EBITDA	15	10	7	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

初学良，中投证券研究所钢铁行业研究员，南开大学经济学硕士，2008 年加入中投证券研究所。

韩小静，中投证券研究所钢铁行业研究助理，复旦大学材料学硕士，2011 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司：宝钢股份、新兴铸管、河北钢铁、新钢股份、鄂尔多斯、方大炭素、攀钢钒钛、常宝股份、大成股份、新莱应材、四方达、黄河旋风、豫金刚石、大冶特钢、抚顺特钢、西宁特钢

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434