

评级：强烈推荐（维持） 钢铁

公司年报点评

证券研究报告

分析师 张文丰 S1080510120007
 电 话：0755-83026475
 邮 件：zhangwenfeng@fcsc.cn

常宝股份(002478)

——锅炉管业务触底回升的概率偏大

事件：

常宝股份（002478）发布2012年年报：2012年实现营业收入34.35亿元，同比下降7.64%；营业利润2.53亿元，同比下降22.61%；归属于公司股东的净利润2.06亿元，EPS为0.52元，同比下降10.13%。公司拟以2012年末总股本为基数，向全体股东按每10股派发现金红利1.8元（含税）。

点评：
● 2012年业绩同比降10%，4季度环比降21%

年报显示，公司2012年实现营业收入34.35亿元，同比下降7.64%；实现营业利润2.53亿元，同比下降22.61%；实现归属于母公司所有者净利润为2.06亿元，基本每股收益为0.52元，同比下降10.13%。其中，第4季度营业收入为8.18亿元，环比下降13.04%；净利润为5043.11万元，环比下降21.40%，同比下降27.51%。我们认为，公司2012年业绩下降一方面在于营业收入及毛利率下降，但更主要原因还在于管理费用和销售费用明显增加，分产品看则是因锅炉管需求低迷致使业绩大幅下滑，而油井管的业绩贡献明显超市场预期。

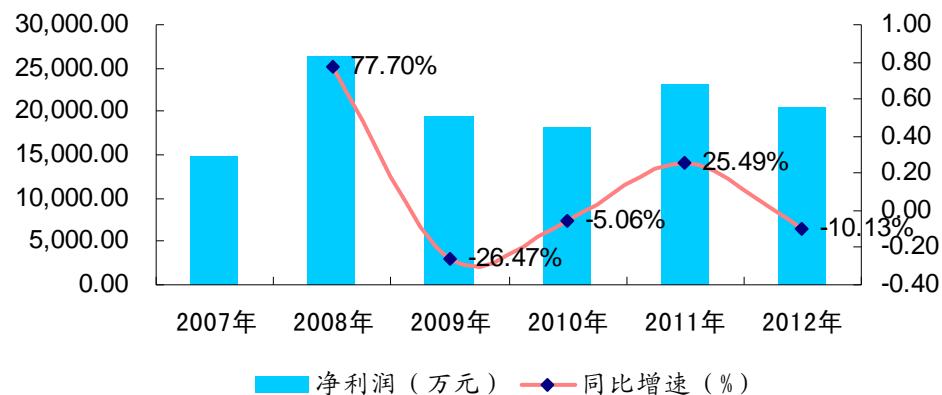
表1 公司2012年度主要财务指标

财务指标	2011年	2012年	增减	变化率
营业收入(万元)	371,911.40	343,491.16	-28,420.24	-7.64%
营业成本(万元)	313,190.88	285,569.62	-27,621.26	-8.82%
毛利(万元)	58,720.52	57,921.54	-798.98	-1.36%
毛利率(%)	15.79%	16.86%	1.07%	1.07%
营业税金及附加(万元)	1,255.80	1,188.78	-67.02	-5.34%
销售费用(万元)	8,760.24	10,740.57	1,980.33	22.61%
管理费用(万元)	19,473.26	23,524.87	4,051.61	20.81%
财务费用(万元)	-3,482.17	-2,892.33	589.84	-16.94%
资产减值损失(万元)	-5.82	44.88	50.70	-871.13%
期间费用(万元)	24,751.33	31,373.11	6,621.78	26.75%
期间费用率(%)	6.66%	9.13%	2.48%	2.48%
营业利润(万元)	32,725.14	25,326.51	-7,398.63	-22.61%
利润总额(万元)	33,200.38	26,379.86	-6,820.52	-20.54%
净利润(万元)	22,968.68	20,641.31	-2,327.37	-10.13%
少数股东损益(万元)	6,281.43	2,392.20	-3,889.23	-61.92%
基本每股收益(元)	0.5700	0.5200	-0.05	-8.77%

资料来源：公司年报，第一创业证券

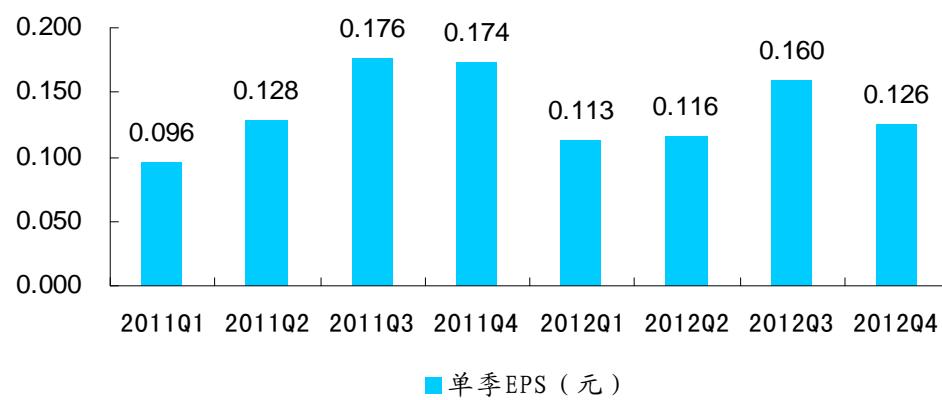


图 1 公司 2012 年净利润下降 10.13%



资料来源：公司年报，第一创业证券

图 2 公司 2012 年 4 季度业绩环比同比降幅均超 20%



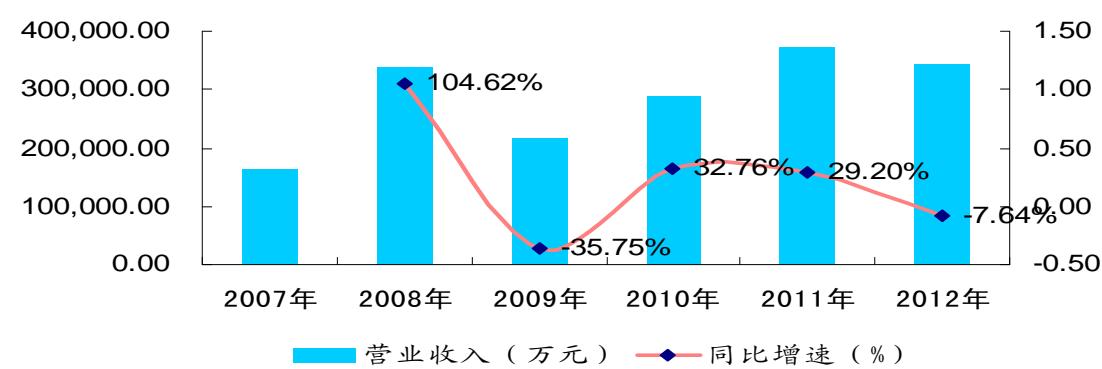
资料来源：公司财报，第一创业证券

● 营业收入降因产品价格跌，毛利率下降 1.07 个百分点

公司营业收入小幅下滑 7.64%，这主要是产品单价下降所致，公司 2012 年产销量分别为 46.85 万吨和 49.09 万吨，分别同比增长 3.92% 和 4.19%。但是，产品结构分化很大，其中锅炉管营业收入大幅下滑 48.85%，油井管则同比增长 14.06%，其他管保持相对稳定。另外，公司外销收入同比大增 62.81%，主要是油井管出口大幅增加，内销收入下降 24.79%。

公司 2012 年整体毛利率上升 1.07 个百分点达到 16.86%，其中 4 季度毛利升至 19.76%，创近三年季度毛利率新高。分产品来看，公司油井管毛利率上升 4.48 个百分点至 17.45%，而锅炉管毛利率同比下降 2.94 个百分点至 17.56%。

图 3 2012 年营业收入下滑 7.64%



资料来源：公司年报，第一创业证券

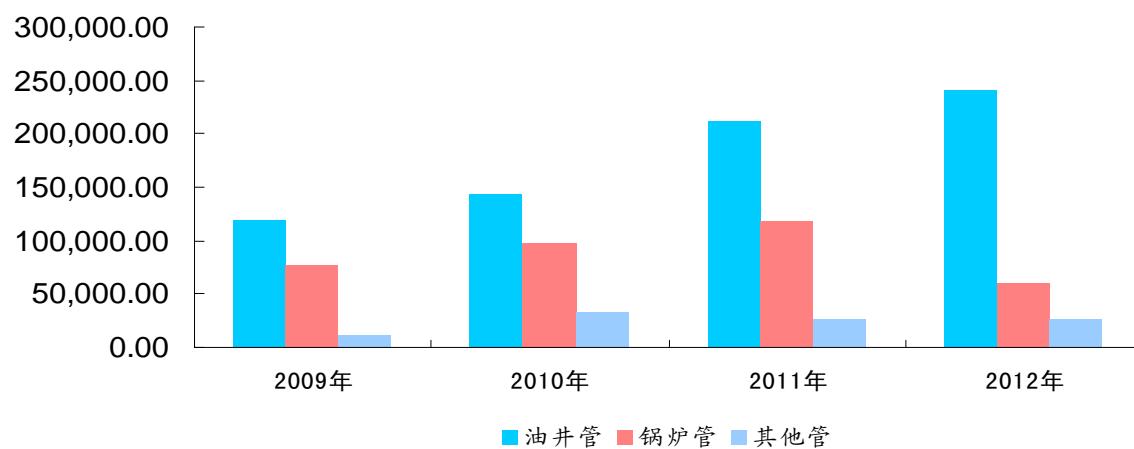


图 4 毛利率上升 1.07 个百分点



资料来源：公司年报，第一创业证券

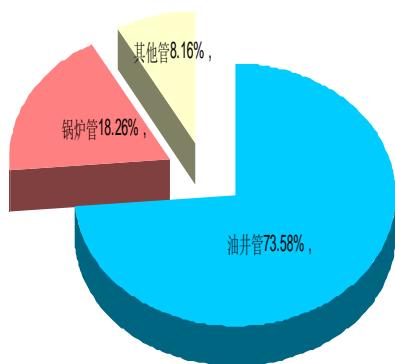
图 5 油井管收入上升 14.06%，锅炉管收入下降 48.85%



资料来源：公司年报，第一创业证券

图 6 油井管收入占比提升至 73.58%

图 7 油井管贡献毛利占比达到近 74%



资料来源：公司年报，第一创业证券

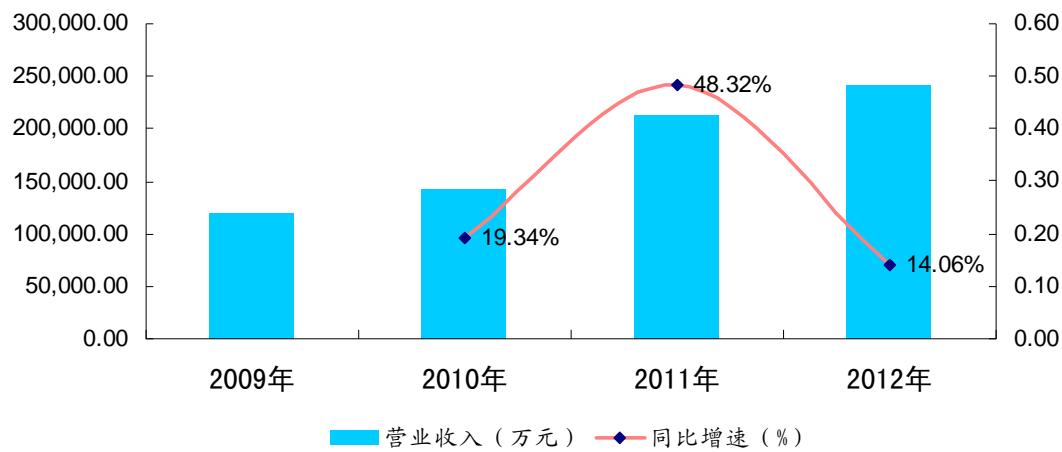
资料来源：公司年报，第一创业证券



● 油井管：开拓国外市场带动产销两旺

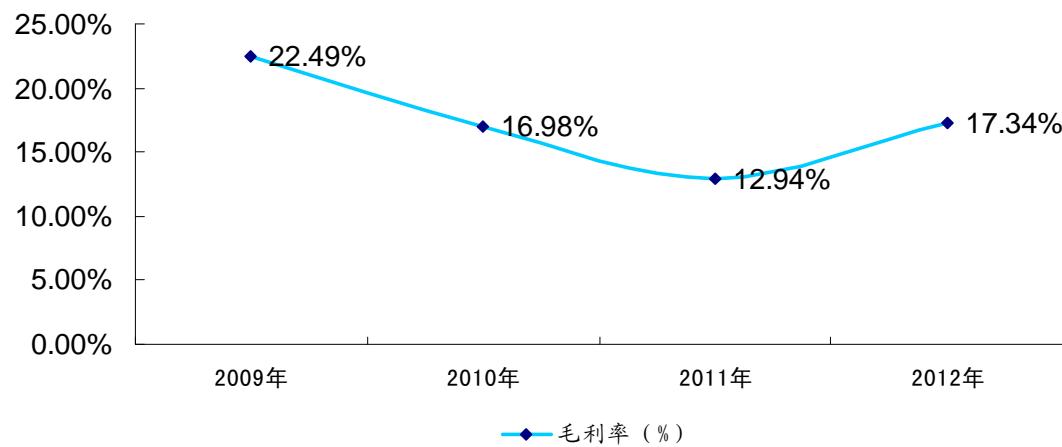
2012年，公司最大亮点是油井管出现产销两旺的势头，特别是出口量大幅增长。年报显示，公司当年油井管产销量均创历史新高，同比分别增长13.46%和17.12%，这使得油井管销售收入增长14.06%。推动公司油井管收入大增的主要原因在于出口量和外贸收入大增，较去年同期分别增长109.8%和94.95%，大幅超出公司年初制定的计划。我们认为，公司油井管在出口开拓方面取得了长足进展，新通过了一批国际性大公司的产品认证，开始进入国际主流采购供应商体系，这不仅使得销量增长，而且因价格较高，盈利能力也明显改善，2012年毛利率提升了4.48个百分点。公司油井管的增长弥补了锅炉管的大幅下降，提升了公司整体盈利水平，且因公司还在不断开拓新的市场，预期未来油井管还有不断提升的空间。

图8 2012年油井管收入上升14.06%



资料来源：公司年报，第一创业证券

图9 油井管毛利率大幅提升4.48个百分点

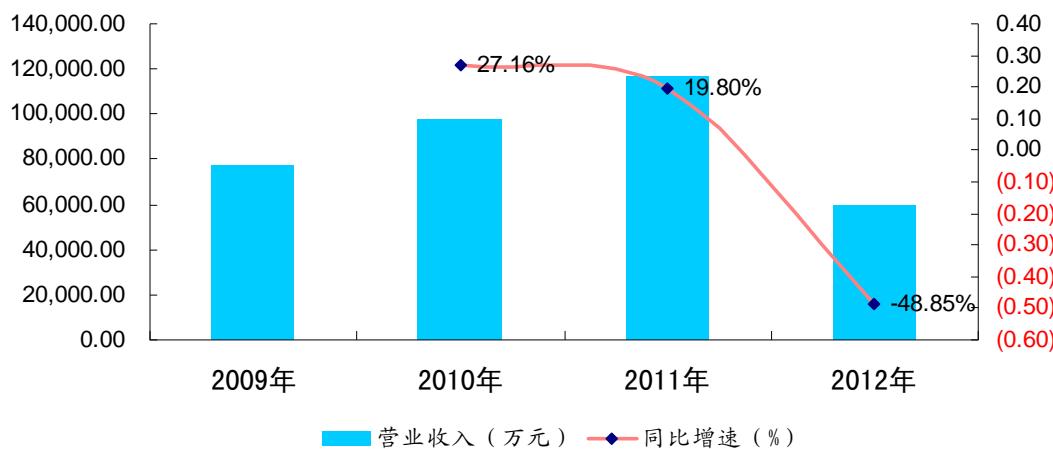


资料来源：公司年报，第一创业证券

● 锅炉管：市场低迷致利润下滑70%，四季度产销明显恢复

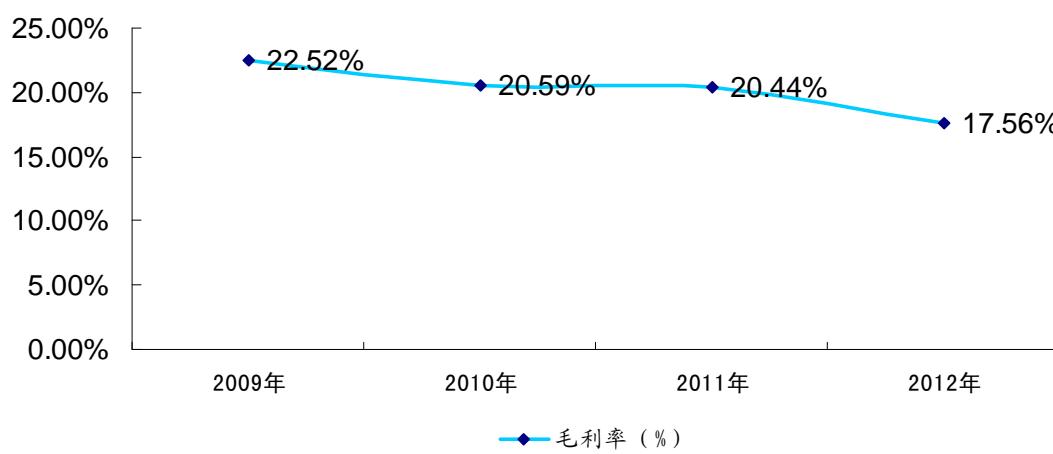
锅炉管是拖累公司2012年业绩的重要因素，其中销售量、销售收入较去年同期分别下降28.98%和44.35%；贡献净利润较去年同期下降了70.1%。造成公司锅炉管如此低迷的主要原因是2012年国内火电行业投资明显减缓，国际市场如印度等国家市场需求也出现明显下滑，加上公司上半年进行了大规模技术改造，由此影响了产能利用率。不过，目前公司对常宝精特的锅炉管生产线已完成技改，其运行效率有望进一步提升，从而降低运营成本。更为重要的是，随着市场的逐步回升，公司锅炉管产品已从四季度开始逐步恢复到2011年度产销水平。

图10 公司锅炉管收入大幅下降48.85%



资料来源：公司年报，第一创业证券

图 11 公司锅炉管毛利率下降 2.94 个百分点

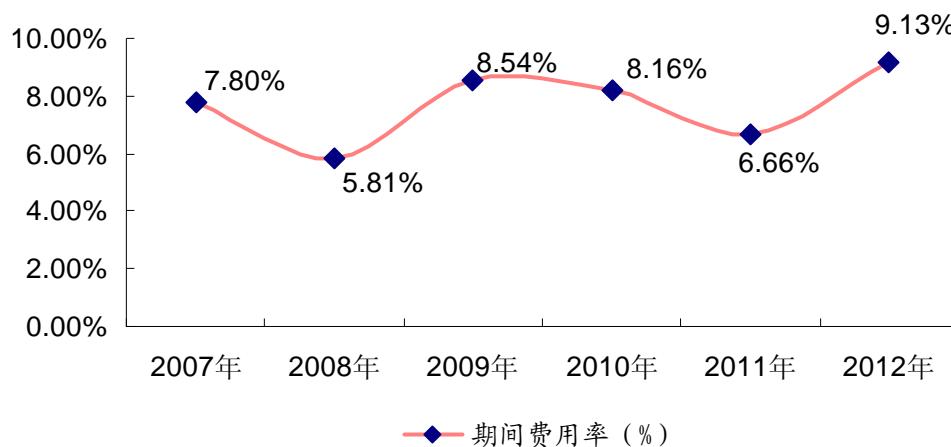


资料来源：公司财报，第一创业证券

● 管理费用和销售费用均增长20%，收购常宝普莱森25%股权增厚业绩

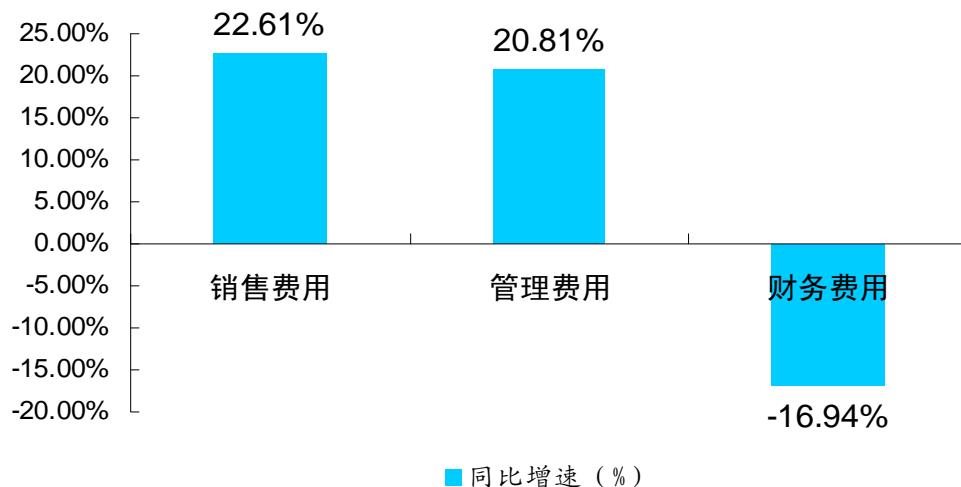
年报显示，公司 2012 年期间费用率同比上升 2.48 个百分点，增加费用额达到 6621.78 万元，同比增长 26.75%，这也是拖累公司业绩下降的重要因素。分项来看，公司管理费用和销售费用增幅分别为 20.81% 和 22.61%，分别影响费用增加额 4051.61 万元和 1980.33 万元。其中，销售费用增加是由于出口销量增长使得运费提升和佣金增加，管理费用增加则是由于开发新品力度较大，研发投入多。此外，公司在当期收购 25% 常宝普莱森股权，因同期该公司业绩大幅增长，从 1731 万元到 6625 万元，也大幅增厚了公司整体业绩。

图 12 公司期间费用率大幅提升 2.48 个百分点



资料来源：公司财报，第一创业证券

图 13 公司销售费用和管理费用均大增 20%以上



资料来源：公司年报，第一创业证券

● 募投项目均可在2013年投产

公司募投项目曾经过多次变更，目前主要有三大项目：一是2012年7月已投产的电站锅炉用高压加热器U型管项目；二是精特能源公司正在实施的10万吨CPE项目；三是由Super304H项目变更的高端油井管加工线工程项目。根据公司计划，我们预计其募投项目很有可能在2013年实现预期收益，其中U型管项目可基本达产，CPE项目在一季度投产，并能实现业绩贡献，高端油井管加工线工程项目则会在三季度如期建成投产。这意味着公司2013年总产能将新增10.7万吨，另有12.5万吨高端深加工产品可显著提升油井管的档次，有助于推动其毛利率的提升。

表2 公司募投产能变更项目

项目简介	产量(吨)	预计投产时间
1、电站锅炉用高压加热器U型管项目	7000	2012年7月
2、CPE项目	100000	
其中：超长高压锅炉管	48000	2013年4月
高钢级高压锅炉管	30000	2013年4月
高钢级油管	22000	2013年4月
3、高端油井管加工线工程项目	125000	
其中：非API油管热处理生产线	85000	2013年11月
成品管车丝线	40000	2013年11月



新增合计 107000

资料来源：公司公告，第一创业证券

● 维持“强烈推荐”的投资评级

我们预计，公司2013-2015年EPS分别为0.65元、0.82元和0.97元，对应PE分别为14.7倍、11.6倍和9.8倍。鉴于公司锅炉管触底回升的概率较大，以及油井管行业景气度提供了盈利继续转好的基础，募投项目2013年将逐步释放，业绩成长可期，继续维持“强烈推荐”的投资评级。

表3 公司盈利预测简表

单位：万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	287,861	371,911	343,491	394,829	472,918	524,315
同比（%）	32.76%	29.20%	-7.64%	14.95%	19.78%	10.87%
营业毛利	49,661	58,721	57,922	69,545	86,102	98,608
同比（%）	9.04%	18.24%	-1.36%	20.07%	23.81%	14.52%
归属母公司净利	18,303	22,969	20,641	25,862	32,812	38,857
同比（%）	-5.06%	25.49%	-10.13%	25.29%	26.87%	18.42%
总股本（万股）	40,010	40,010	40,010	40,010	40,010	40,010
每股收益（元）	0.46	0.57	0.52	0.65	0.82	0.97
P/E（倍）	20.8	16.6	18.5	14.7	11.6	9.8

资料来源：公司年报，第一创业证券

● 风险提示

国内和印度电力投资继续维持低迷状态；油井管出口增速放缓；募投项目投产进度及产能释放进度不及预期。



免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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，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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281
P.R.China:200135