



谨慎
买入

13%↑

目标价格: 人民币 10.50
原目标价格: 人民币 11.10

002478.CH

价格: 人民币 9.28

目标价格基础: 16倍 14年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(10)	(1)	(12)	(14)
相对新华富时 A50 指数 (%)	4	(6)	0	(14)

发行股数(百万)	400
流通股(%)	17.36
流通股市值(人民币 百万)	721
3个月日均交易额(人民币 百万)	20
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
曹坚	28.46

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 8 月 26 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金属和矿产: 黑色金属

杭一君

(8621) 2032 8528

yijun.hang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080003

常宝股份

上半年业绩增长 9.5%

公司上半年实现营业收入 18.69 亿, 同比增长 11.5%, 归属母公司净利润 1.01 亿, 同比增长 9.5%。报告期内毛利率为 16.9%, 较去年同期的 15.5% 有所提升。公司预计 1-9 月公司归属母公司净利润同比增长 10%-20%, 对应净利润为 1.4 亿元-1.87 亿元。总体来看, 公司上半年油井管增长稳定, 锅炉管业务环比恢复, 基本符合我们年初对公司发展趋势的判断。上半年锅炉管业务收入大幅增长 81.4%, 我们认为全年锅炉管生产将恢复到 11 年的水平, 今年电站锅炉管业务回暖可能与去年底国家火电投资审批加速, 发电企业经营情况好转, 电站锅炉厂开始增加采购有关。由于 13 年上半年锅炉管毛利率略低于原来预期, 我们小幅下调公司盈利预测, 13-15 年的每股收益预计分别为 0.56 元、0.65 元和 0.69 元, 基于 16 倍的 2014 年市盈率估值, 我们将公司目标价下调为 10.50 元。展望未来, 公司油井管非 API 高端产品占比不断提高; 13 年锅炉管业务有所恢复; 同时新募投项目 U 型高压锅炉管和 CPE 项目 (超长高压锅炉管, 高压锅炉管以及油管) 也将于未来逐渐放量并贡献业绩。随着“十二五”石油天然气等能源行业的发展, 我们看好公司油井管以及高等级锅炉管等相关业务的发展。我们维持对该公司的谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年营业收入同比增长 11.5%, 归属母公司净利润同比增长 9.5%。报告期内毛利率为 16.9%, 较去年同期的 15.5% 有所提升。
- 上半年锅炉管业务收入大幅增长 81.4%, 我们认为全年锅炉管生产将恢复到 11 年的水平, 今年电站锅炉管业务回暖可能与去年底国家火电投资审批加速, 发电企业经营情况好转, 电站锅炉厂开始增加采购有关。
- 年产 10 万吨的高端 CPE 生产线顺利投产, 今年可以实现放量, 但由于上半年刚开始放量所以可能折旧会有一些压力, 下半年的业绩贡献可能更大; 年产 7,000 吨的高压加热 U 型锅炉管生产线正在优化量产; 高端油井管加工线预计在今年四季度初投产。

评级面临的主要风险

- 同业竞争加剧导致价格下降和毛利率的下滑。
- 募投项目进展缓慢和下游行业增长缓慢。

估值

- 基于 16 倍的 2014 年市盈率估值, 我们将公司目标价由 11.10 元下调为 10.50 元, 并维持对该公司的谨慎买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	3,719.1	3,434.9	4,061.0	4,649.8	4,882.3
变动(%)		(7.6)	18.2	14.5	5.0
净利润(人民币 百万)	229.7	206.4	224.3	258.7	274.1
全面摊薄每股收益(人民币)	0.574	0.516	0.561	0.647	0.685
变动(%)		(10.1)	8.7	15.3	6.0
原先每股收益预测(人民币)			0.618	0.713	0.739
调整幅度(%)			(9.3)	(9.3)	(7.3)
全面摊薄市盈率(倍)	16.2	18.0	16.6	14.4	13.5
每股现金流量(人民币)	0.34	0.48	0.64	0.69	0.98
价格/每股现金流量(倍)	26.9	19.3	14.4	13.4	9.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.7	14.1	8.7	7.0	5.8
每股股息(人民币)	0.1250	0.1800	0.1353	0.1547	0.1637
股息率(%)	1.3	1.9	1.5	1.7	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

上半年业绩增长 9.5%

公司公告显示上半年公司实现营业收入 18.69 亿，同比增长 11.5%，归属母公司净利润 1.01 亿，同比增长 9.5%。报告期内毛利率为 16.9%，较去年同期的 15.5% 有所提升。公司预计 1-9 月公司归属母公司净利润同比增长-10%-20%，对应净利在 1.4 亿元-1.87 亿元。总体来看，公司上半年油井管稳定增长，锅炉管业务环比恢复，基本符合我们年初对公司发展趋势的判断。

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比变动(%)
销售收入	1,675	1,869	11.5
销售成本	(1,410)	(1,551)	10.0
营业税	(5)	(3)	(42.3)
毛利润	260	315	21.1
其他收入	0	0	n.a.
分销费用	(53)	(69)	28.9
管理费用	(105)	(117)	12.0
其他经营费用	(4)	(12)	221.2
经营利润	98	117	18.8
财务费用	18	(1)	(108.2)
投资收入	0	11	n.a.
其他非营业收入	1	2	183.6
税前利润	117	128	9.6
税金	(14)	(19)	41.9
少数股东权益	11	8	(29.1)
归属母公司净利润	92	101	9.5
基本每股收益	0.230	0.250	8.7
盈利能力 (%)			
毛利率	15.5	16.9	
经营利润率	5.9	6.2	
净利率	5.5	5.4	

资料来源：公司数据

锅炉管业务回暖，境外销售增长明显

具体分产品来看，上半年公司油井管收入同比增长 6.15%，毛利率提升 3.67 个百分点，油井管产品结构实现进一步优化，其中“双高”产品比上年同期增长了 36%，一批如特殊加厚油管、抗压力油管、抗挤毁抗腐蚀套管、特殊扣油套管、射孔枪管等特色产品占比提高并形成竞争优势；从锅炉管业务来看，上半年收入大幅增长 81.4%，但毛利率下降 3.8 个百分点。我们估计报告期锅炉管收入大增主要是因为 2 季度经营情况有所好转，我们认为全年锅炉管生产基本可恢复到 11 年的水平，11 年公司电站锅炉管产销量大概在 10 万吨左右。13 年电站锅炉管业务回暖可能与去年底国家火电投资审批加速，发电企业经营情况好转，电站锅炉厂开始增加采购有关。此外，分区域来看，公司上半年在中东、澳洲等区域取得良好销售业绩，应对贸易壁垒和区域性行业风险的能力进一步增强，报告期境外收入同比增长 34.6%，外销占总销量的比例占到 35%。

图表 2. 分产品收入成本及毛利率

	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同 期增减 (%)	营业成本比上年同 期增减 (%)	毛利率比上年同期 增减 (百分点)
分行业						
无缝钢管	1,868,632,501.82	1,550,640,758.16	17.35	11.68	9.62	1.55
分产品						
油套管	1,284,995,061.93	1,034,920,981.73	19.46	6.15	1.52	3.67
锅炉管	386,012,749.98	340,319,037.80	11.84	81.39	89.56	(3.80)
其他管	116,682,369.17	102,248,369.65	12.37	(34.22)	(31.34)	(3.67)
分地区						
国内	1,140,508,005.19	952,647,563.32	16.47	1.83	1.04	0.66
国外	647,182,175.89	524,840,825.86	18.90	34.61	29.58	3.14

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

募投项目稳步推进

从募投项目来看, 年产 10 万吨的高端 CPE 生产线顺利投产, 今年可以实现放量, 但由于上半年刚开始放量所以可能折旧会有一些压力, 下半年的业绩贡献可能更大。年产 7,000 吨的高压加热 U 型锅炉管生产线正在优化量产, 高端油井管加工线预计在今年四季度初投产。

小幅下调盈利预测

由于锅炉管业务毛利率略低于预期, 我们小幅下调盈利预测, 13-15 年的每股收益预计分别为 0.56 元、0.65 元和 0.69 元。展望未来, 公司油井管非 API 高端产品占比不断提高; 13 年锅炉管业务恢复; 同时新募投项目 U 型高压锅炉管和 CPE 项目 (超长高压锅炉管、高压锅炉管以及油管) 也将于未来逐渐放量并贡献业绩。随着“十二五”石油天然气等能源行业的发展, 我们看好公司油井管以及高等级锅炉管等相关业务的发展。我们将公司目标价格下调至 10.50 元, 这是基于 16 倍左右 14 年市盈率, 我们维持对该公司的 **谨慎买入** 评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	3,719	3,435	4,061	4,650	4,882
销售成本	(3,132)	(2,856)	(3,413)	(3,901)	(4,089)
经营费用	(295)	(355)	(400)	(458)	(481)
息税折旧前利润	369	304	339	386	411
折旧及摊销	(77)	(80)	(91)	(95)	(98)
经营利润(息税前利润)	292	224	248	291	313
净利息收入/(费用)	35	29	25	21	18
其他收益/(损失)	5	11	12	14	15
税前利润	332	264	286	326	346
所得税	(40)	(33)	(36)	(41)	(44)
少数股东权益	(63)	(24)	(25)	(26)	(28)
净利润	230	206	224	259	274
核心净利润	230	206	224	259	274
每股收益(人民币)	0.574	0.516	0.561	0.647	0.685
核心每股收益(人民币)	0.574	0.516	0.561	0.647	0.685
每股股息(人民币)	0.125	0.180	0.135	0.155	0.164
收入增长(%)	29.2	(7.6)	18.2	14.5	5.0
息税前利润增长(%)	n.a.	(17.5)	11.3	13.9	6.5
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(23.3)	10.5	17.3	7.5
每股收益增长(%)	n.a.	(10.1)	8.7	15.3	6.0
核心每股收益增长(%)	n.a.	(10.1)	8.7	15.3	6.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	332	264	286	326	346
折旧与摊销	77	80	91	95	98
净利息费用	(35)	(29)	(25)	(21)	(18)
运营资本变动	(1,648)	(1,383)	(1,658)	(1,967)	(2,291)
税金	(40)	(33)	(36)	(41)	(44)
其他经营现金流	1,452	1,294	1,601	1,886	2,301
经营活动产生的现金流	138	192	257	278	392
购买固定资产净值	(153)	(291)	(10)	(10)	(10)
投资减少/增加	315	(140)	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	162	(431)	(10)	(10)	(10)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(40)	18	0	0	0
支付股息	(50)	(72)	(54)	(62)	(66)
其他融资现金流	(175)	(58)	(6)	38	33
融资活动产生的现金流	(230)	(80)	(79)	(40)	(48)
现金变动	70	(319)	169	227	334
期初现金	1,599	925	624	793	1,020
公司自由现金流	300	(236)	247	269	382
权益自由现金流	295	(189)	228	251	367

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	925	624	793	1,020	1,354
应收帐款	476	515	609	697	732
库存	587	650	777	888	931
其他流动资产	75	184	227	266	281
流动资产总计	2,064	1,973	2,406	2,871	3,298
固定资产	602	753	767	755	724
无形资产	197	194	185	177	165
其他长期资产	140	380	294	231	187
长期资产总计	939	1,327	1,245	1,160	1,072
总资产	3,003	3,300	3,652	4,033	4,374
应付帐款	163	229	274	313	328
短期债务	41	50	0	0	0
其他流动负债	212	311	473	591	678
流动负债总计	416	590	747	904	1,007
长期借款	1	19	19	19	19
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	400	400	400	400	400
储备	1,969	2,125	2,295	2,492	2,700
股东权益	2,369	2,525	2,695	2,892	3,100
少数股东权益	217	166	191	217	245
总负债及权益	3,003	3,300	3,652	4,033	4,374
每股帐面价值(人民币)	5.92	6.31	6.74	7.23	7.76
每股有形资产(人民币)	5.41	5.80	6.25	6.77	7.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.96)	(0.89)	(0.98)	(0.98)	(0.99)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.9	8.9	8.3	8.3	8.4
息税前利润率(%)	7.9	6.5	6.1	6.3	6.4
税前利润率(%)	8.9	7.7	7.0	7.0	7.1
净利率(%)	6.2	6.0	5.5	5.6	5.6
流动性					
流动比率(倍)	5.0	3.3	3.2	3.2	3.3
利息覆盖率(倍)	(8.4)	(7.8)	(9.8)	(13.6)	(17.4)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.6	2.2	2.2	2.2	2.4
估值					
市盈率(倍)	16.2	18.0	16.6	14.4	13.5
核心业务市盈率(倍)	16.2	18.0	16.6	14.4	13.5
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	18.3	20.4	18.7	16.2	15.3
市净率(倍)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	26.9	19.3	14.4	13.4	9.5
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	9.7	14.1	8.7	7.0	5.8
周转率					
存货周转天数	57.6	69.1	69.8	69.7	69.6
应收帐款周转天数	39.6	38.9	38.9	38.9	38.9
应付帐款周转天数	19.0	29.3	29.3	29.3	29.3
回报率					
股息支付率(%)	17.1	31.3	21.7	21.7	21.7
净资产收益率(%)	11.3	8.6	8.6	9.2	9.0
资产收益率(%)	7.6	6.3	6.1	6.4	6.3
已运用资本收益率(%)	8.3	6.1	6.4	7.0	7.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371