

# 常宝股份 (002478.SZ) 钢铁行业

评级：买入 维持评级

公司研究简报

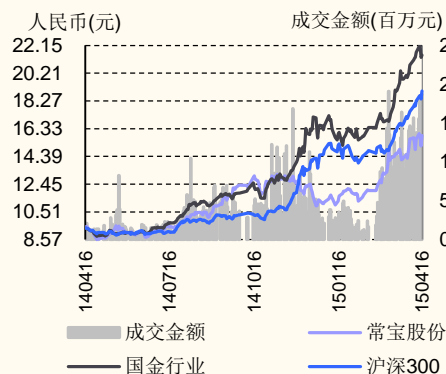
市场价格 (人民币): 15.86 元

## 低估值、经营稳健、较强转型预期

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	280.12
总市值(百万元)	6,345.59
年内股价最高最低(元)	15.99/8.57
沪深 300 指数	4513.55
深证成指	13967.80



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.567	0.615	0.699	0.793	0.892
每股净资产(元)	6.72	7.14	7.84	8.09	8.98
每股经营性现金流(元)	0.55	2.30	1.46	1.01	1.13
市盈率(倍)	17.98	18.22	22.70	20.00	17.78
行业优化市盈率(倍)	20.24	36.17	46.79	46.79	46.79
净利润增长率(%)	9.98%	8.33%	13.66%	13.53%	12.45%
净资产收益率(%)	8.44%	8.61%	8.91%	9.80%	9.93%
总股本(百万股)	400.10	400.10	400.10	400.10	400.10

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **质地优良、低估值、滞涨标的。**公司是国内油井管、锅炉管龙头，产品竞争力强，历史上质地与同类公司久立特材旗鼓相当。公司经营业绩稳健，持续稳定增长，财务状况良好，现金流稳健。目前市值仅为 64 亿元，PE 仅为 20 倍，为市场上稀缺的低估值标的。公司自 2014 年 6 月份至今股价上涨近 1 倍左右，严重滞涨。
- **强烈的转型预期。**公司 14 年年报中明确提出“15 年是公司转型升级关键的一年。公司将利用上市平台资源和较好财务基础，围绕主业，实现产业链延伸发展，包括适度跨行业发展的多元化战略”。而据我们跟踪，公司上市 5 年以来未做过任何融资及其他资本运作，上市以来股价表现持续弱于同类型钢管公司如玉龙股份、久立特材、金洲管道、山东墨龙等，在当前其他钢管股份纷纷转型的背景下，公司实行相关转型措施的概率非常大，我们判断可能的转型方向有 3 个：1) 高端制造业，公司已经有部分核电、军工产品，但体量不大，不排除未来通收购做大做强；2) 产业链延伸，油服产业链上的相关装备制造及服务类；3) 新经济、新业态方面，如通过制造+贸易平台的方式提高规模，带来盈利的提升等。
- **主业稳健增长。**公司 15 年经营情况预计仍然不错：1) 海外市场份额继续扩大，而外销产品盈利能力更强。14 年油井管外销比例已达到 38% 的历史最高，而根据公司规划，15 年有望扩大至 5 成甚至更高。2) “双高”产品增长，盈利能力更好的非 API 产品销量大概率继续提高。3) 募投项目产线磨合成熟。14 年募投项目全线投产，但由于产线规格标准较高、经验不足，仅达到盈亏平衡，随着产线磨合的进一步成熟，15 年将释放效益。此外，公司通过精细化管理也将进一步降低管理成本。
- **受益钢管板块回暖。**我们在 2015.3.12《钢管公司可再次关注》及 2015.4.3《钢管公司上涨逻辑不变》中连续推荐钢管子版块，逻辑之一便是行业景气度回升可期，公司对油气依赖度较大，未来行业回暖公司主业将显著受益。

### 投资建议

- 预计 15-17 年 EPS 分别为 0.70、0.79、0.89 元，继续维持“买入”评级。

### 相关报告

1. 《经营保持稳健，期待转型发展》，2015.3.25
2. 《产品结构调整卓有成效》，2014.8.18
3. 《募投项目运行良好，助力公司稳定增长》，2014.6.30

杨件

分析师 SAC 执业编号：S1130514080005  
(8621)60230236  
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎

联系人  
(8621)60937020  
niwy@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,435</b>	<b>3,988</b>	<b>3,777</b>	<b>4,345</b>	<b>4,667</b>	<b>4,984</b>
增长率		16.1%	-5.3%	15.1%	7.4%	6.8%
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,856</b>	<b>-3,302</b>	<b>-3,114</b>	<b>-3,578</b>	<b>-3,830</b>	<b>-4,072</b>
<b>%销售收入</b>	<b>83.1%</b>	<b>82.8%</b>	<b>82.5%</b>	<b>82.4%</b>	<b>82.1%</b>	<b>81.7%</b>
<b>毛利</b>	<b>579</b>	<b>686</b>	<b>663</b>	<b>767</b>	<b>836</b>	<b>912</b>
%销售收入	16.9%	17.2%	17.5%	17.6%	17.9%	18.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-24</b>	<b>-26</b>
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>营业费用</b>	<b>-107</b>	<b>-139</b>	<b>-122</b>	<b>-141</b>	<b>-152</b>	<b>-162</b>
%销售收入	3.1%	3.5%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
<b>管理费用</b>	<b>-235</b>	<b>-257</b>	<b>-242</b>	<b>-278</b>	<b>-299</b>	<b>-319</b>
%销售收入	6.8%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>225</b>	<b>277</b>	<b>278</b>	<b>325</b>	<b>362</b>	<b>406</b>
%销售收入	6.5%	6.9%	7.4%	7.5%	7.8%	8.1%
<b>财务费用</b>	<b>29</b>	<b>6</b>	<b>22</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>21</b>
%销售收入	-0.8%	-0.1%	-0.6%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-31</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>-2</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
%税前利润	n.a	3.8%	2.4%	2.0%	1.8%	1.6%
<b>营业利润</b>	<b>253</b>	<b>263</b>	<b>303</b>	<b>342</b>	<b>387</b>	<b>433</b>
营业利润率	7.4%	6.6%	8.0%	7.9%	8.3%	8.7%
<b>营业外收支</b>	<b>11</b>	<b>22</b>	<b>13</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>264</b>	<b>285</b>	<b>315</b>	<b>345</b>	<b>390</b>	<b>436</b>
利润率	7.7%	7.1%	8.4%	7.9%	8.4%	8.8%
<b>所得税</b>	<b>-33</b>	<b>-26</b>	<b>-33</b>	<b>-52</b>	<b>-58</b>	<b>-65</b>
所得税率	12.7%	9.0%	10.4%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>230</b>	<b>259</b>	<b>283</b>	<b>293</b>	<b>331</b>	<b>371</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>24</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>206</b>	<b>227</b>	<b>246</b>	<b>279</b>	<b>317</b>	<b>357</b>
净利率	6.0%	5.7%	6.5%	6.4%	6.8%	7.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>230</b>	<b>259</b>	<b>283</b>	<b>293</b>	<b>331</b>	<b>371</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>80</b>	<b>131</b>	<b>150</b>	<b>125</b>	<b>129</b>	<b>136</b>
<b>非经营收益</b>	<b>2</b>	<b>-10</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-151</b>	<b>-161</b>	<b>490</b>	<b>170</b>	<b>-45</b>	<b>-45</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>162</b>	<b>219</b>	<b>918</b>	<b>583</b>	<b>405</b>	<b>452</b>
<b>资本开支</b>	<b>-290</b>	<b>-288</b>	<b>-119</b>	<b>-350</b>	<b>-236</b>	<b>-157</b>
<b>投资</b>	<b>-142</b>	<b>52</b>	<b>-423</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-431</b>	<b>-237</b>	<b>-534</b>	<b>-344</b>	<b>-229</b>	<b>-150</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-216</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-11</b>	<b>-30</b>	<b>-39</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-71</b>	<b>-94</b>	<b>-94</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-82</b>	<b>-124</b>	<b>-133</b>	<b>0</b>	<b>-216</b>	<b>1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-351</b>	<b>-141</b>	<b>251</b>	<b>239</b>	<b>-40</b>	<b>303</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>货币资金</b>	<b>624</b>	<b>430</b>	<b>672</b>	<b>910</b>	<b>870</b>	<b>1,173</b>
<b>应收款项</b>	<b>520</b>	<b>816</b>	<b>634</b>	<b>816</b>	<b>876</b>	<b>936</b>
<b>存货</b>	<b>650</b>	<b>816</b>	<b>682</b>	<b>863</b>	<b>923</b>	<b>982</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>178</b>	<b>216</b>	<b>378</b>	<b>56</b>	<b>59</b>	<b>63</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,973</b>	<b>2,278</b>	<b>2,366</b>	<b>2,645</b>	<b>2,730</b>	<b>3,154</b>
%总资产	59.8%	61.6%	59.4%	58.9%	58.3%	61.4%
<b>长期投资</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>163</b>	<b>164</b>	<b>163</b>	<b>163</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,116</b>	<b>1,252</b>	<b>1,289</b>	<b>1,546</b>	<b>1,669</b>	<b>1,704</b>
%总资产	33.8%	33.8%	32.4%	34.4%	35.6%	33.2%
<b>无形资产</b>	<b>203</b>	<b>158</b>	<b>157</b>	<b>133</b>	<b>121</b>	<b>111</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,327</b>	<b>1,421</b>	<b>1,615</b>	<b>1,845</b>	<b>1,955</b>	<b>1,980</b>
%总资产	40.2%	38.4%	40.6%	41.1%	41.7%	38.6%
<b>资产总计</b>	<b>3,300</b>	<b>3,698</b>	<b>3,980</b>	<b>4,489</b>	<b>4,685</b>	<b>5,133</b>
<b>短期借款</b>	<b>50</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>596</b>	<b>766</b>	<b>886</b>	<b>1,098</b>	<b>1,176</b>	<b>1,250</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>-55</b>	<b>17</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>38</b>
<b>流动负债</b>	<b>590</b>	<b>804</b>	<b>916</b>	<b>1,132</b>	<b>1,212</b>	<b>1,288</b>
<b>长期贷款</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>609</b>	<b>823</b>	<b>916</b>	<b>1,132</b>	<b>1,212</b>	<b>1,289</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,525</b>	<b>2,689</b>	<b>2,856</b>	<b>3,136</b>	<b>3,237</b>	<b>3,594</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>166</b>	<b>186</b>	<b>208</b>	<b>222</b>	<b>236</b>	<b>250</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,300</b>	<b>3,698</b>	<b>3,980</b>	<b>4,489</b>	<b>4,685</b>	<b>5,133</b>

**比率分析**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.516	0.567	0.615	0.699	0.793	0.892
每股净资产	6.310	6.722	7.138	7.837	8.090	8.982
每股经营现金净流	0.406	0.548	2.295	1.457	1.012	1.129
每股股利	0.000	0.100	0.125	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	8.18%	8.44%	8.61%	8.91%	9.80%	9.93%
总资产收益率	6.26%	6.14%	6.18%	6.23%	6.77%	6.95%
投入资本收益率	7.11%	8.64%	8.14%	8.23%	8.85%	8.97%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-7.64%	16.10%	-5.30%	15.06%	7.40%	6.80%
EBIT 增长率	-23.14%	23.22%	0.59%	16.70%	11.32%	12.10%
净利润增长率	-10.13%	9.98%	8.33%	13.66%	13.53%	12.45%
总资产增长率	9.88%	12.07%	7.63%	12.79%	4.35%	9.58%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	40.8	45.0	51.7	51.0	51.0	51.0
存货周转天数	79.1	81.0	87.8	88.0	88.0	88.0
应付账款周转天数	25.1	31.5	34.1	34.0	34.0	34.0
固定资产周转天数	80.0	98.8	120.5	113.6	109.2	101.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-20.64%	-13.60%	-21.93%	-27.11%	-25.06%	-30.49%
EBIT 利息保障倍数	-7.8	-46.6	-12.6	-19.8	-19.6	-19.2
资产负债率	18.47%	22.25%	23.01%	25.21%	25.86%	25.12%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.75

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-06-30	增持	9.11	9.45~10.80
2	2014-08-18	增持	10.45	N/A
3	2015-03-25	买入	14.57	N/A

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD