

油气复苏推升业绩 医疗板块助力增长

——常宝股份（002478）深度报告

2018年10月16日

强烈推荐/维持

常宝股份 深度报告

报告摘要：

我们认为在需求持续增长、供给增量边际趋弱的背景下，国际油价持续上涨，油气公司经营业绩改善利好上游资本开支提升。中央提出保障国家能源安全，降低对外依存度，在“满足需求—低上游资本开支—低对外依存度”的“不可能三角”中，提高上游资本开支以满足日益增长的消费需求势在必行。公司以油套管为战略产品，将在油气产业链复苏中率先收益。

- ◆ **以油套管为核心，打造“专、精、特”的钢管基地。**公司以油套管、锅炉管和其他品种管为主，油套管、锅炉管在国内具有较高市场占有率，其中油套管盈利能力显著强于其他管材产品。2018H1 油套管毛利提高 7.14 个百分点至 20.61%，锅炉管毛利提高 1.88 个百分点至 15.07%。
- ◆ **多新增项目将继续扩大营收能力，增强盈利能力。**预计 2019 年油管需求提高 5~10%，而国内供给相对刚性。公司拟投资新建轧管、管加工和热处理产线，分别增加产能约 30 万吨、30 万吨和 13 万吨。
- ◆ **并购医疗业务，平滑经营业绩的周期性。**为打造“钢管+医疗”双主业，公司完成对四家医院的股权收购，2018H1 营收占比扩大至 15.6%，毛利贡献达 25.3%，毛利率高于油管业务 8 个百分点，收购业绩承诺保障未来约 10% 的可持续增长率。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司 2018、2019、2020 年的营收分别达到 53.5 亿元、57.0 亿元、58.4 亿元，EPS 分别为 0.51、0.64、0.75 元，对应 PE 分别为 10.8X、8.5X、7.3X。我们认为公司合理 PE 为 15，对应 6 个月的股票价格为 7.65 元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：1) 产能扩张超预期；2) 国际油价上涨不及预期。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,205	3,494	5,352	5,697	5,842
增长率（%）	-24.6%	58.5%	53.2%	6.5%	2.5%
净利润（百万元）	141	160	541	674	779
增长率（%）	-37.6%	13.8%	237.3%	24.6%	15.5%
净资产收益率（%）	3.7%	3.9%	12.7%	14.8%	15.9%
每股收益（元）	0.27	0.17	0.51	0.64	0.75
PE	20.3	32.2	10.8	8.5	7.3
PB	0.7	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

交易数据

52 周股价区间（元）	5.5-5.76
总市值（亿元）	54.31
流通市值（亿元）	33.79
总股本/流通 A 股（万股）	98739/61428
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.64

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《常宝股份（002478）：能源管材产销两旺 半年报净利润大幅增长》2018-08-24

目 录

1. “能源+医疗”双主业的公司	4
1.1 无缝钢管企业向双主业的转型	4
1.2 油套管业务位居国内前列	4
1.3 油气价格景气上行 能源管材产销两旺	6
1.4 持续投资扩大产能 未来业绩弹性空间大	8
2. 能源安全与国际油价推动上游开支持续增长	9
2.1 能源安全下的“不可能三角”	9
2.2 油价上涨改善业绩 促进上游资本开支	11
2.3 供需趋紧 油价仍有上涨空间	12
3. 产能增量有限 供需维持平衡	14
3.1 供给相对刚性 产能增量有限	14
3.2 预计 2019 年油套管需求增长 5~10%	16
4. 进军医疗服务领域 平滑周期波动	17
4.1 医疗服务盈利稳定向上 毛利率高企	17
4.2 与二股东潜在的合作机会	19
5. 投资建议及估值	19
6. 风险提示	20

表格目录

表 1:2015 年主要国家一次能源消费结构 (%)	10
表 2:2012 年国内主要油套管公司的产量及产品占比	15
表 3 中石油 2010-2014 年钻井工作量	16
表 4:四家医院介绍	18
表 5:三家医院经营净利润情况 (万元)	18
表 6:三家医院业绩承诺情况 (万元)	18
表 7:预测 2018-2020 年公司主要产品销量	19
表 8:预测 2018-2020 年公司主要产品毛利率	20
表 9:重点上市公司净利润和 PE 预测	20
表 10:公司盈利预测	21

插图目录

图 1:公司主要股权关系	4
图 2:公司各业务毛利构成图 (亿元)	5
图 3:公司各业务营收构成图 (亿元)	5

图 4:2018H1 公司各业务毛利占比图	5
图 5:2018H1 公司各业务营收占比图	5
图 6:公司分地区毛利占比图	6
图 7:公司分地区营收占比图:.....	6
图 8:公司上市以来营业收入	7
图 9:公司上市以来归母净利润	7
图 10:公司分区域毛利贡献情况	7
图 11:公司分区域毛利率（%）	7
图 12:公司各业务毛利率（%）	8
图 13:天然气对外依存度逐渐提高	9
图 14:原油对外依存度逐渐提高	9
图 15:新增原油、油气可采储量放缓	10
图 16:能源安全下的“不可能三角”	11
图 17:国际油公司上游收入回暖（亿美元）	11
图 18:三桶油上游收入回暖（亿元）	11
图 19:国际油公司净利润（亿美元）	12
图 20:三桶油净利润（亿元）	12
图 21: 国内油气上游资本支出强势反弹（亿元）	12
图 22:上游资本支出增速与原油价格走势（亿元）	12
图 23:全球原油需求	13
图 24:国际原油价格与供需关系	13
图 25:地缘政治主导油价波动	14
图 26:我国无缝钢管产量与原油价格正相关	14
图 27:钻探无缝管出口滞后于国际油价变化 2-4 个季度	14
图 28:油井管的应用	15
图 29:中国历年油管需求量及预测	17
图 30:中国历年套管需求量及预测	17
图 31:中国历年天然气产量及增速预测	17
图 32:中国历年天然气消费量及增速预测	17

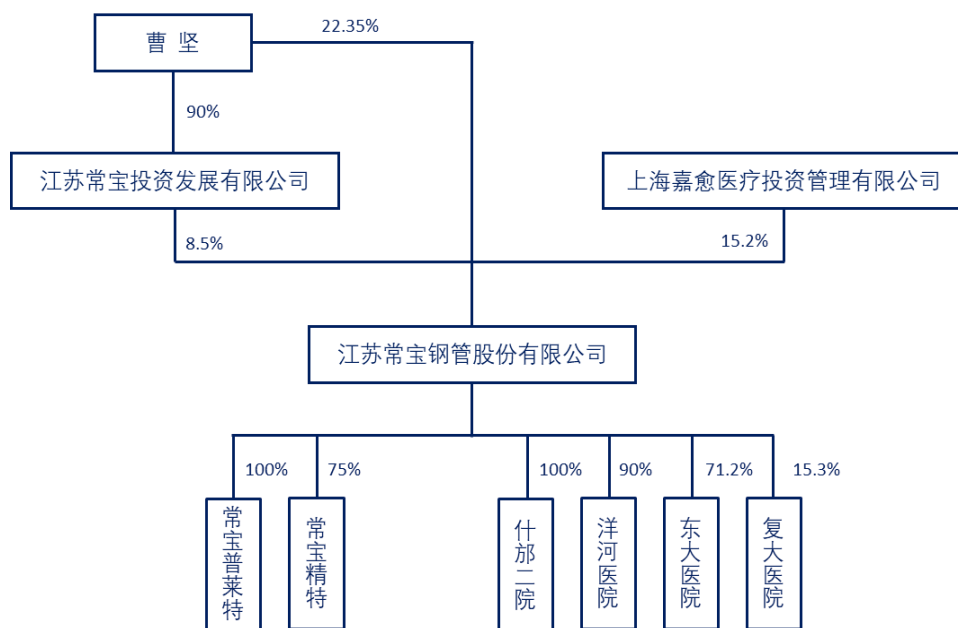
1. “能源+医疗”双主业的公司

1.1 无缝钢管企业向双主业的转型

优秀的无缝钢管企业。常宝股份是一家专业从事各种能源管材的生产服务商，是石油油井管和小口径合金高压锅炉管的重点制造企业，主要产品为油气开采用管、电站锅炉用管、工程机械用管以及其他细分市场特殊用管，产品广泛出口欧美、中东、独联体、东南亚和非洲等多个国家和地区，是中国石油销售总公司“能源一号网”会员单位和锅炉业三大龙头企业的 A 级供应商，中国最早专业化生产无缝钢管的企业之一。

进军医疗服务领域。公司于 2017 年 11 月通过增发股份的方式收购了什邡二院医院、洋河医院和东大医院三家民营医院，又通过现金方式取得了复大医院的控股权，至此公司成为了以能源钢管和医疗服务为双核心业务发展的企业。

图 1:公司主要股权关系



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

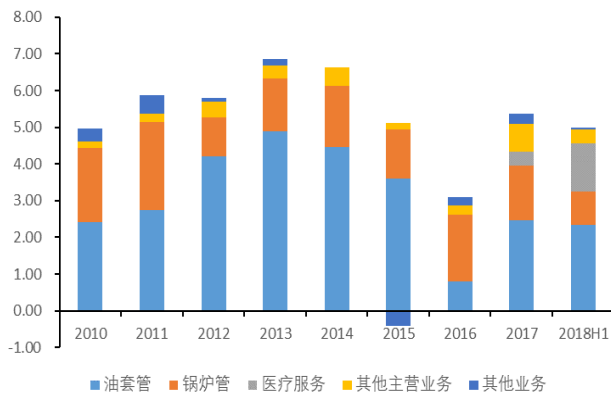
1.2 油套管业务位居国内前列

产品齐全，油套管与锅炉管为主要产品。公司是国内少有的品种齐全的公司，产品包括油管、非标套管、化工用管及工程机械管等，公司不仅获得 API 认证及全球知名油气公司供货资质，同时具备非 API 产品生产能力。目前公司拥有无缝管年产能 75 万吨，包括油井管 50 万吨（其中油管 25 万吨，套管 25 万吨），锅炉管 20 万吨以及

品种管 5 万吨, 在 2017 年中油套管业务和锅炉管业务分别占到了营业收入的 43.24% 和 36.25%, 贡献的毛利占总毛利的比例为 45.81% 和 27.74%。

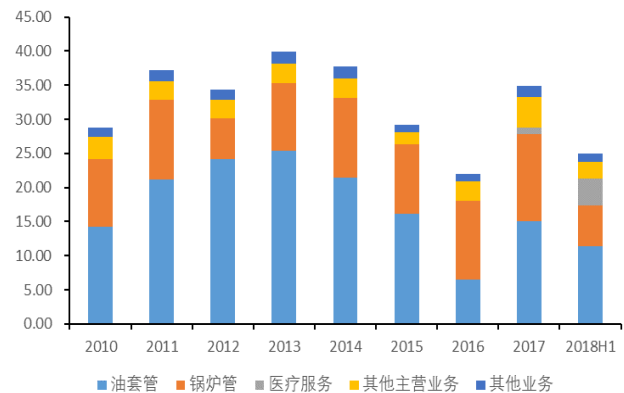
油套管与锅炉管业务居国内领先水平。公司油套管业务在国内一直处于领先地位, 为十大油套管品牌之一, 2015 年公司油套管业务综合位列国内第四, 其中油管业务始终保持前三的地位; 锅炉管业务尽管受到国家能源战略的影响, 需求有所下降。据调研, 公司锅炉管的市场份额保持国内前列。公司营收主要来自于国内, 2018H1 国内 72% 的营收贡献了 85.8% 的利润, 表明国内业务的盈利能力强于国外。

图 2: 公司各业务毛利构成图 (亿元)



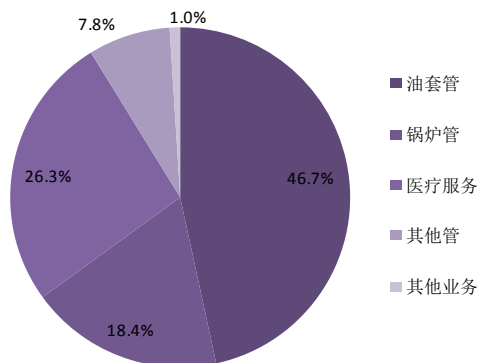
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 3: 公司各业务营收构成图 (亿元)



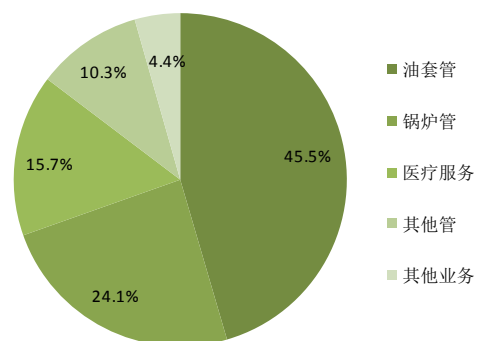
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 2018H1 公司各业务毛利占比图



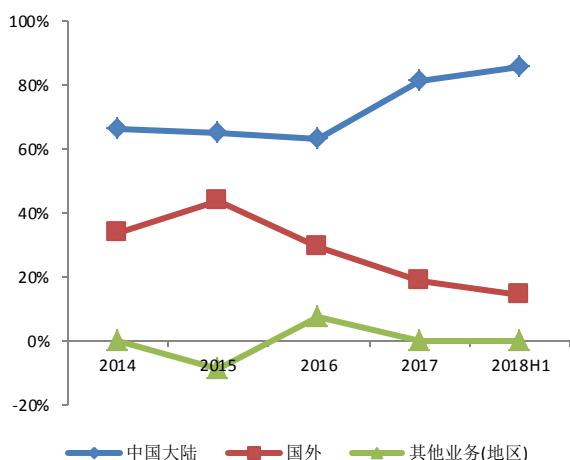
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 2018H1 公司各业务营收占比图



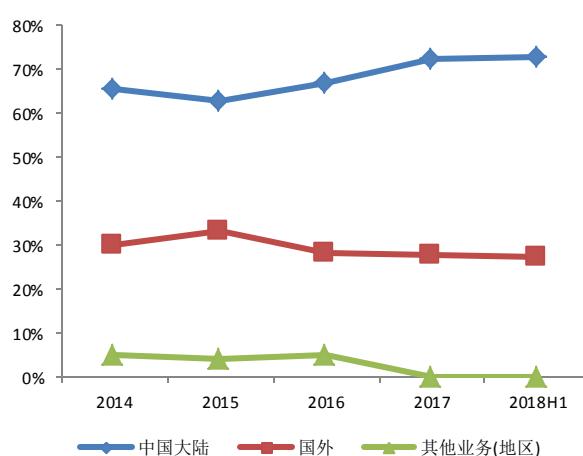
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6:公司分地区毛利占比图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7:公司分地区营收占比图:



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

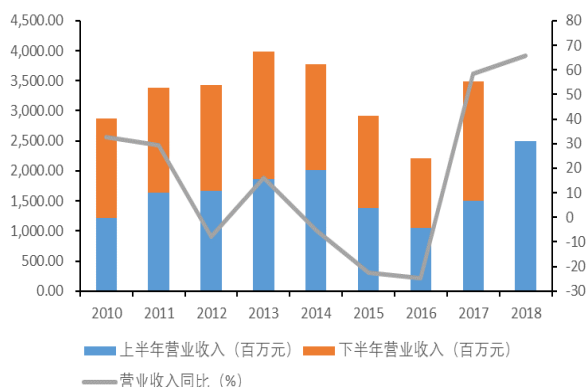
1.3 油气价格景气上行 能源管材产销两旺

上半年业绩创同期新高。2018 年上半年，公司实现营业收入 24.91 亿元，同比增长 65.76%；归属上市公司股东的净利润 2.06 亿元，同比增长 232.22%；扣除非经常性损益的净利润：实现基本每股收益 0.21 元，增幅 162.5%。为公司上市以来同期业绩最高。剔除医疗服务，公司实现营业收入 20.99 亿元，净利润 1.56 亿元，也是同期新高。

油管业务营收大幅增长。2018 年上半年油套管产品中油管实现营业收入 11.32 亿元，同比增长 98.59%，公司预计全年油管产销量 20 万吨，套管 8 万吨。而与之相比，锅炉管受国家能源政策和消费结构调整的影响，需求有所下降，上半年锅炉管实现营业收入 6.01 亿元，同比下降 5.15%。品种管实现营业收入 2.56 亿元，同比增长 10.39%。

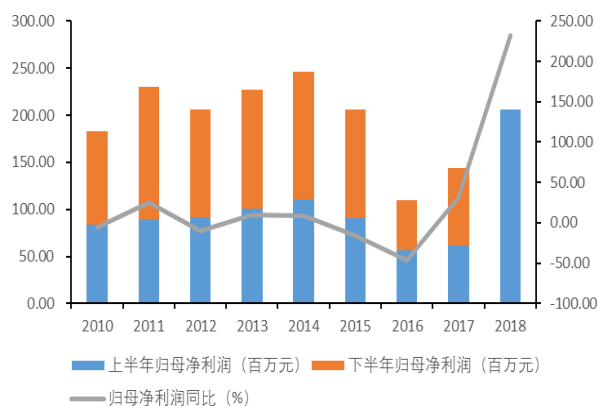
大陆业务是主要利润来源。2018 年上半年大陆和国外分别贡献了营收占比 72.7%和 27.3%，分别贡献了毛利润占比 85.8%和 14.2%。大陆业务的综合毛利率为 23.64%，国外业务的综合毛利率较低，为 10.40%。

图 8:公司上市以来营业收入



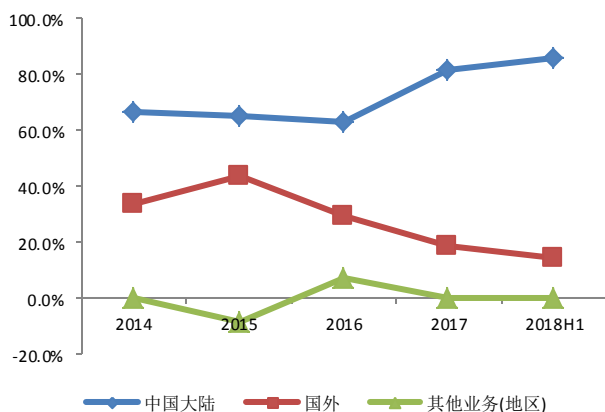
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 9:公司上市以来归母净利润



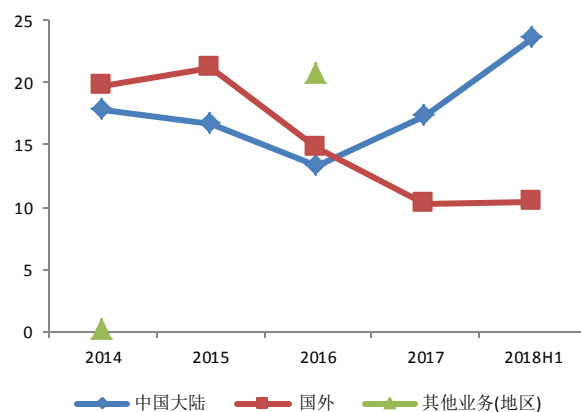
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 10:公司分区域毛利贡献情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

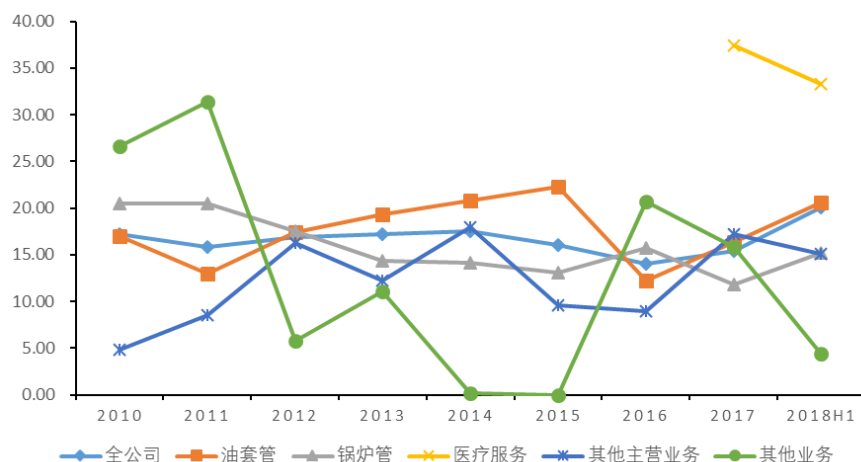
图 11:公司分区域毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

油套管业务毛利率持续回升。在经历了 2016 年国际原油价格低谷和毛利率下滑后, 公司油套管产品的毛利率开始恢复性增长。2018 年上半年油套管毛利率为 20.61%, 较上年同期提高 7.14 个百分点。上半年锅炉管毛利率为 15.23%, 较上年同期提高 3.47 个百分点。品种管毛利率为 15.07%, 预计未来市场需求将持续增长。

图 12:公司各业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.4 持续投资扩大产能 未来业绩弹性空间大

投资建设产线，新增高端产品产能，优化产品结构，或扩大营收，增厚利润。主要包括已投产的常宝阿曼项目、高端页岩气项目和专用管材生产线项目，将分别新增轧管、管加工和热处理工序产能 30 万吨、30 万吨和 13 万吨。

- ◆ **投资建设高端页岩气开采用管智能生产线。**项目总投资估算为 5.5 亿元，资金来源为公司自筹。主要建设内容为两个管加工生产车间及相应公辅设施：一车间为建设年产 6.5 万吨智能热处理生产线和 7.5 万吨智能车丝生产线；另一车间为建设年产 12 万吨智能管端加厚生产线，6.5 万吨智能热处理生产线，10 万吨的智能车丝生产线。主要产品为高钢级石油管、高钢级页岩气开采用管等。达产后年预计营业收入约 16 亿元，年利润总额 1.1 亿元，项目所得税后财务内部收益率为 19.38%，税后投资回收期为 6.34 年（含建设期）。初步预测，项目在 2019 年中期投产，全年高等级油管产量增量将有望达到 6.5 万吨。
- ◆ 常宝阿曼项目去年 10 月底竣工，陆续投入生产，初步形成油管加工能力 2.4 万吨。
- ◆ 根据近年来能源管材行业市场环境变化和市场需求，为进一步满足市场对高钢级、高性能的能源管材产品需求，增强公司特色竞争力和竞争优势，提升公司的经济效益，公司拟投资建设特种专用管材生产线项目，项目总投资估算为 6 亿元，资金来源为企业自筹解决。本项目为新建一条热轧无缝钢管生产线及其公辅设施，项目建成后年生产各类专用特种无缝钢管 30 万吨，产品品种包括石油油管管料、石油套管管料、管线管管料、锅炉管及其他各种专用管管料，建设期为 18 个月。根据可行性研究报告测算，本项目达产后年预计营业收入约 16.45 亿元，年利润总额 1.05 亿元，项目所得税后财务内部收益率为 17.56%，税后投资回收期为 5.5 年（不含建设期）。

2. 能源安全与国际油价推动上游开支持续增长

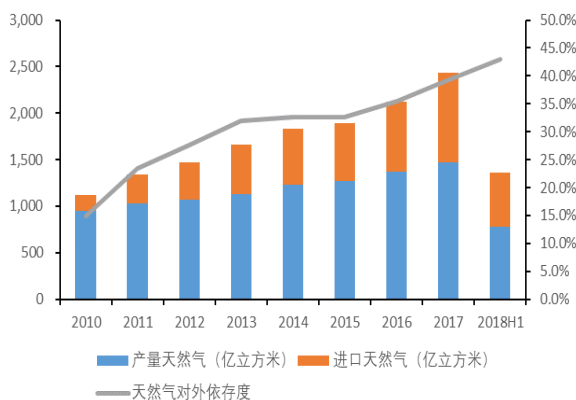
2.1 能源安全下的“不可能三角”

进口依存度创新高，能源安全问题突出。我国油气进口依存度高。2000 年以来，我国油气进口依存度快速提升。2017 年，我国原油产量 1.92 亿吨，进口量 4.15 亿吨，进口依存度 68%；天然气产量 1487 亿立方米，进口量 914 亿立方米，进口依存度 39%。中国 2018 年 6 月原油及天然气对外依存度分别为 70.4%及 42.5%，持续创历史新高，而这主要是由于我国油气消费量持续增加而勘探和开采投资相对不足所导致的。

原油储量增速放缓，产量回落。2015-2016 年由于国际油价大幅下跌，国内油气勘查开发投资回落；其中，油气勘查投资分别减少 19%、12%，油气开采投资分别减少 30%、30%。勘查开发投资的回落导致近年来我国原油储量增速放缓，产量回落。2017 年，我国原油储量 35 亿吨，同比持平；产量 1.92 亿吨，同比下降 0.08 亿吨。

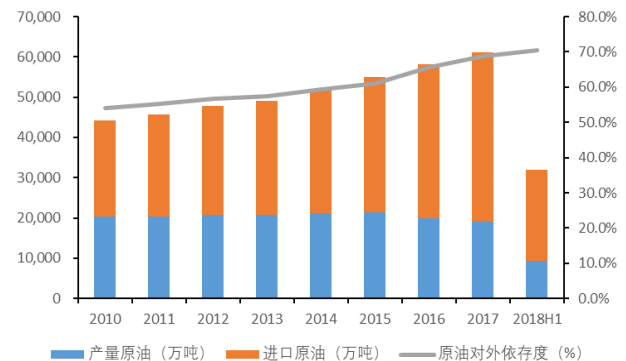
现行能源消费结构下，未来油气需求仍有较大上升空间。与其他国家相比，我国一次能源消费结构中原煤占比过高，而原油和天然气占比则相对较低，这导致我国严重的空气污染，因此推动天然气取代原煤是目前当务之急的举措。2017 年 6 月，国家发改委印发《加快推进天然气利用的意见》，明确天然气国家主体能源地位。到 2020 年，天然气在一次能源消费结构占比力争达到 10%；到 2030 年提高到 15%。目前，我国天然气消费占比不足 7%，预计到 2020 年消费量将达 3600 亿方，复合增速 15%。目前我国国内天然气产量增速不足 10%，预计未来几年我国天然气进口依存度将达 50%以上。

图 13:天然气对外依存度逐渐提高



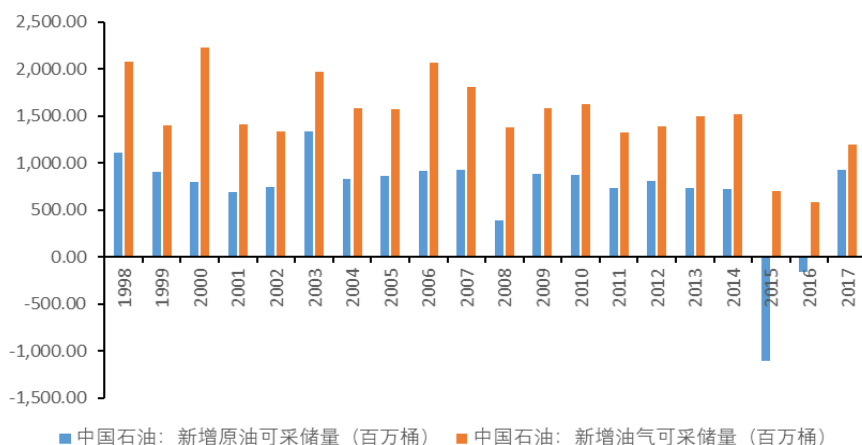
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 14:原油对外依存度逐渐提高



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 15:新增原油、油气可采储量放缓



资料来源：Wind；东兴证券研究所

表 1:2015 年主要国家一次能源消费结构 (%)

	原油	天然气	原煤	核能	水利发电	再生能源	合计
中国	18.6	5.9	63.7	1.3	8.5	2.1	100
美国	37.3	31.3	17.4	8.3	2.5	3.1	100
加拿大	30.4	28	6	7.2	26.3	2.2	100
德国	34.4	21	24.4	6.5	1.4	12.5	100
法国	31.9	14.8	3.6	41.1	5.1	3.3	100
英国	37.4	32.1	12.2	8.3	0.7	9.1	100
日本	42.3	22.8	26.6	0.2	4.9	3.2	100
韩国	41.1	14.2	30.5	13.5	0.3	0.6	100
印度	27.9	6.5	58.1	1.2	4	2.2	100
俄罗斯	21.4	52.8	13.3	6.6	5.8	0	100
巴西	46.9	12.6	5.9	1.1	27.9	5.6	100

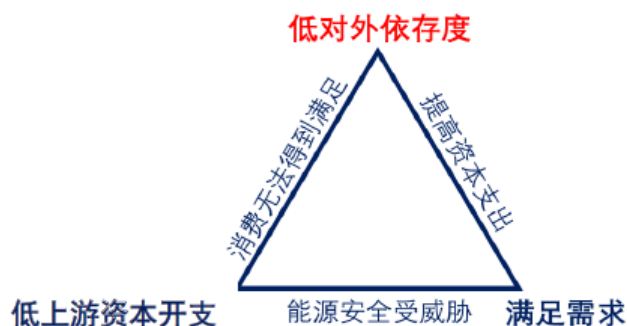
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

能源安全下的“不可能三角”。由于我国油气勘探和开采成本显著高于世界主要产油国，因此我国油气有很大一部分依赖于进口，对外依存度居高不下且有明显上升趋势。我国能源问题陷入了“低对外依存度—满足需求—低上游资本开支”的“不可能三角”之中。过去我国为了经济发展放弃了对外依存度的要求，现在我国开始重视能源安全问题，为了满足需求势必会导致上游资本开支的提高。

政策定调下三桶油提上游资本开支。1) 8月3日、6日，中石油、中海油集团分别召开党组扩大会议，学习贯彻习近平总书记重要批示，专题研究部署提升国内油气勘

探开发力度，努力保障国家能源安全等工作；努力为我国原油产量实现年 2 亿吨目标。2) 9 月 5 日，国务院印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，对我国天然气产业发展做出全面部署。指出加大国内勘探开发力度，力争到 2020 年底国内天然气产量达到 2000 亿方以上。3) 9 月 7 日，中石油召开董事会，再次强调加强油气勘探开发。

图 16:能源安全下的“不可能三角”

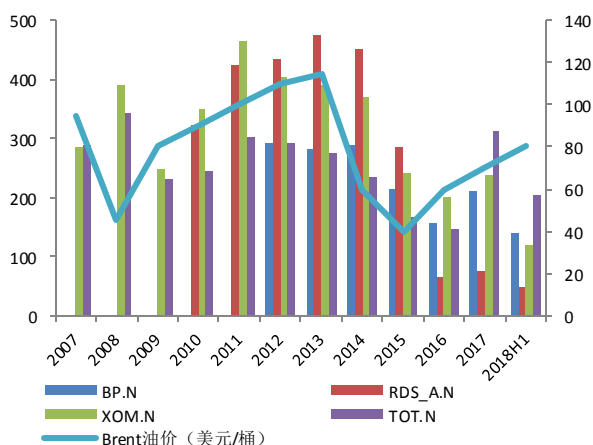


资料来源：东兴证券研究所

2.2 油价上涨改善业绩 促进上游资本开支

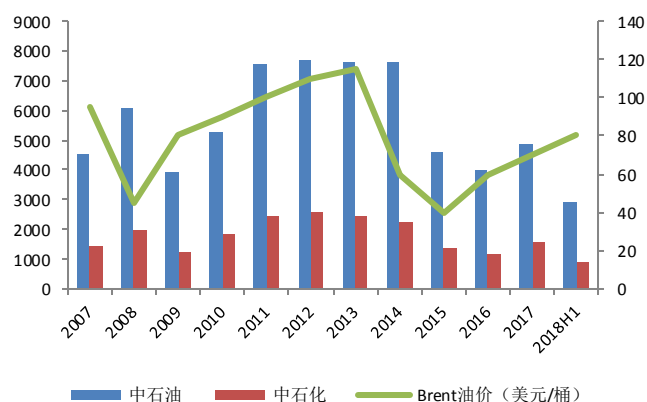
油价上行，油气公司营收利润双增长。自 2015-2016 年国际油价跌至底部，油气公司的业绩也纷纷触底。随着 2017 年-2018 年油价开始反弹，油气公司的营业收入和净利润也随着油价反弹而复苏，其中上游收入回暖明显。

图 17:国际油公司上游收入回暖（亿美元）



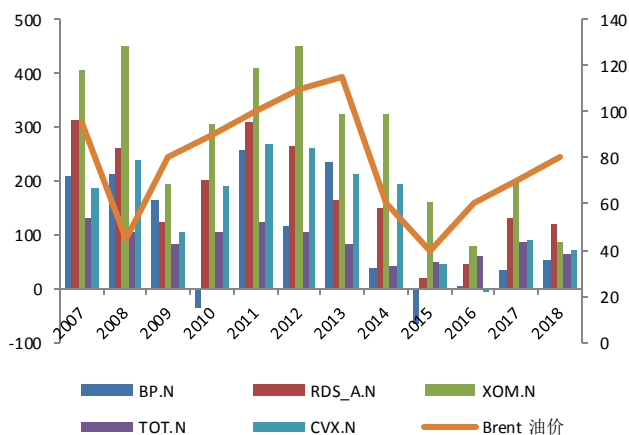
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 18:三桶油上游收入回暖（亿元）



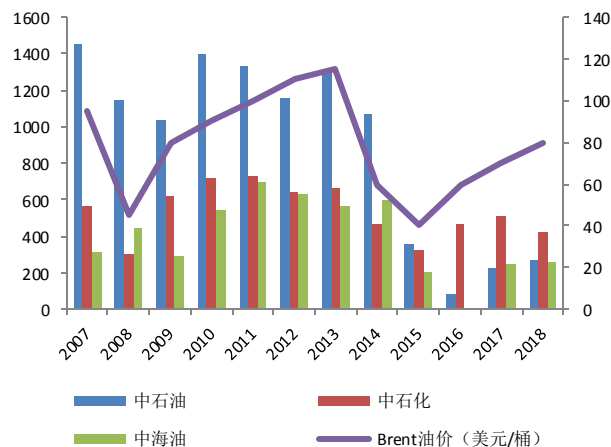
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 19:国际油公司净利润（亿美元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

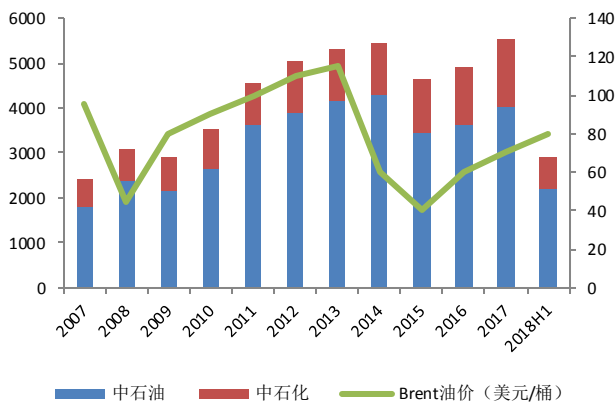
图 20:三桶油净利润（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

业绩回暖下，上游资本开支大增。在油价驱动下，油气营收利润明显改善，刺激加大上游资本支出。2018 年上半年 55 家北美独立油气公司完成上游资本支出同比增 19%；中石油和中石化上游资本支出分别同比增长 29%和 57%。2019 年油价大概率继续上涨，上游资本开支将持续高增长。

图 21: 国内油气上游资本支出强势反弹（亿元）



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 22:上游资本支出增速与原油价格走势（亿元）



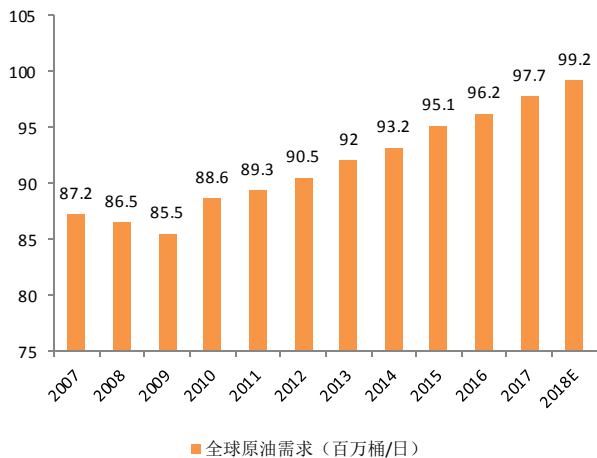
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2.3 供需趋紧 油价仍有上涨空间

供给增长不及需求，原油库存持续降低。需求方面，全球原油需求持续增长，2018 年预计全年增长 1.4%，达到 99 百万桶/日。供给方面，美国采油钻机数量增长放缓，页岩油气增产有限，页岩气高衰减率降低供给弹性；OPEC 产能接近十余年低点，未

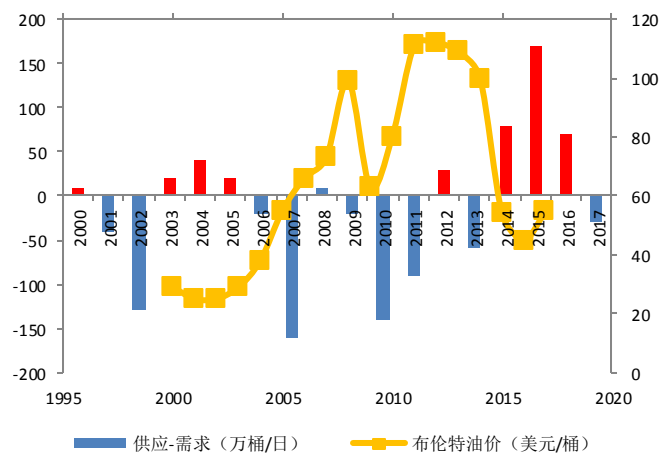
来增产空间越小。国际原油市场走向供需平衡, 2016 年原油供应过剩 70 万桶/日, 2017 年原油供应缺口 30 万桶/日。根据 IEA 报道, OECD 商业库存自 2017 年 1 季度后连续四个季度下滑, 目前库存低于五年平均库存。美国原油商业库存自 2017 年 4 月后步入下降通道, 8 月份回落到 2015 年初的水平。

图 23:全球原油需求



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 24:国际原油价格与供需关系

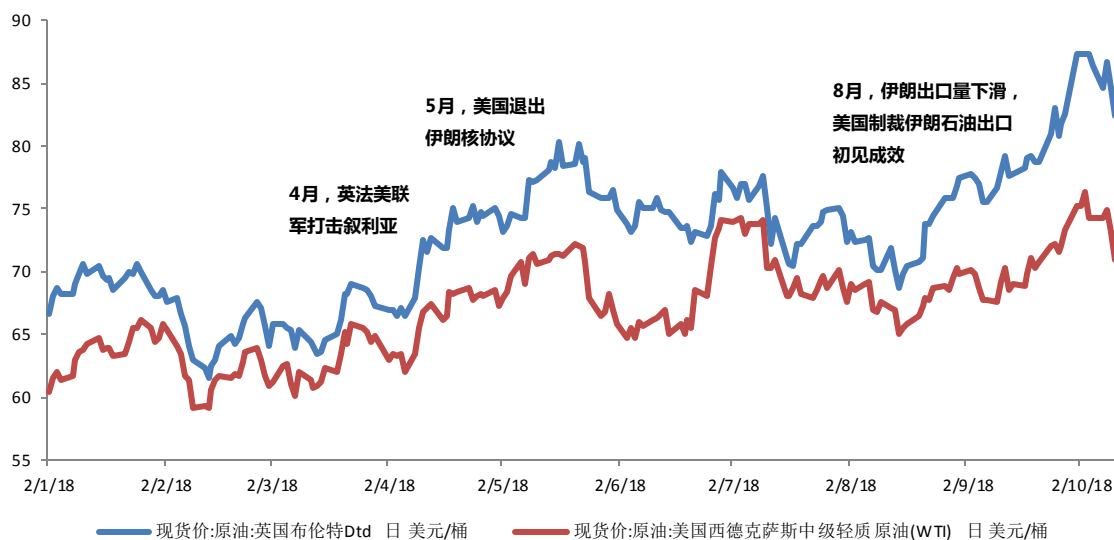


资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

地缘政治主导国际油价波动。由于当代的地缘政治主要发生在中东、南美等主要产油领域, 每次地缘政治的波动或多或少的的影响到了油价的走势。8 月 6 日随着美国恢复对伊朗制裁, 并以“把各国从伊朗进口的石油降至零”视为目标。WTI 原油又开始了新一轮的上涨。受美国制裁影响, 伊朗原油出口创两年新低。尽管中国明确表态不会停止从伊朗进口原油, 考虑到贸易战中与美国复杂的利益关联, 不完全排除停止进口的可能。由于美国是最大产油国和净出口国, 高油价符合其国家利益, 不排除未来对伊朗政策更为严厉。

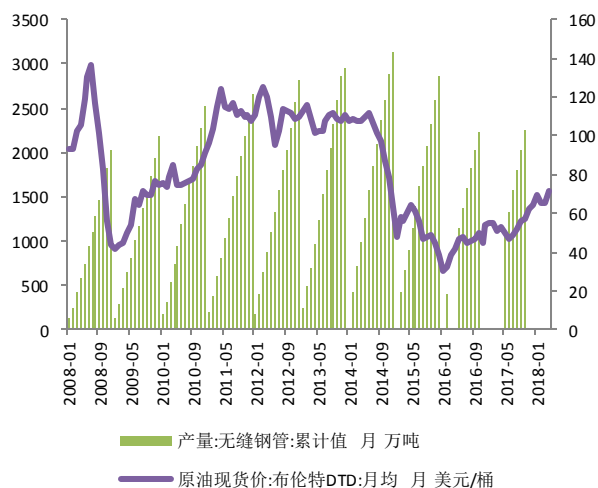
国际油价上涨拉动石油钻探无缝管需求增长。从历年石油钻探用无缝管产量和出口情况来看, 石油钻探无缝管的需求与国际原油价格呈显著正相关性, 但略滞后于油价变化 2-4 个季度左右。目前石油价格已上涨至 2009 年水平, 在复杂国际环境及经济复苏大背景下预计石油价格继续上涨, 利好油套管产品产销和出口放量。预计 2019 年油价中枢将突破 80 美元, 对应石油钻探无缝钢管需求量同比增长 5~10%, 同时出口数量有望持续回暖。

图 25:地缘政治主导油价波动



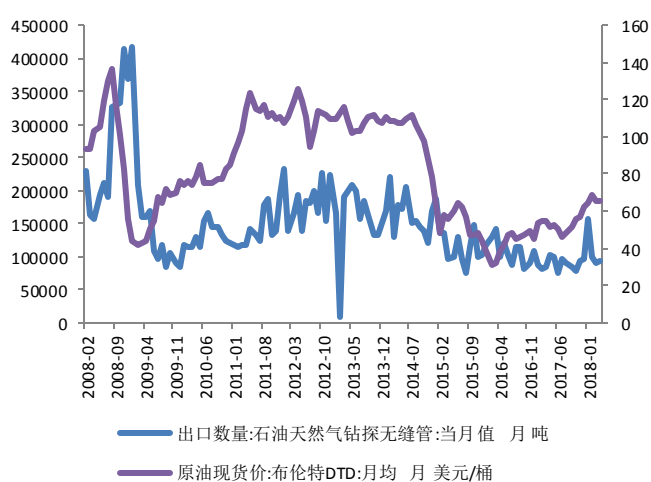
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 26:我国无缝钢管产量与原油价格正相关



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 27:钻探无缝管出口滞后于国际油价变化 2-4 个季度



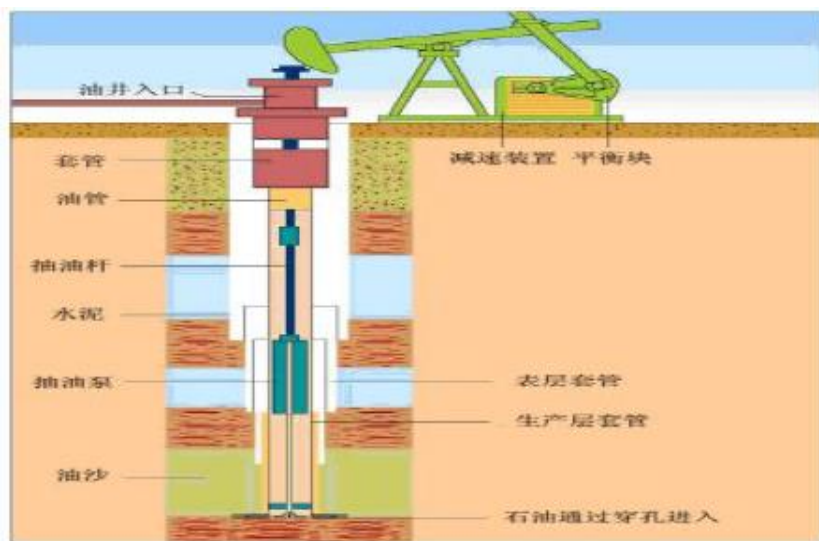
资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

3. 产能增量有限 供需维持平衡

3.1 供给相对刚性 产能增量有限

油井管泛指专门用于石油和天然气开采的钢管。油井管多数为无缝管。按其在石油天然气开采过程中的用途分类,可以大致分为油管、套管和钻杆。套管、油管和钻杆的消费结构较稳定。油管用于将油层石油输送到地面,套管用于固定油井井壁,钻杆用于油井钻探。通过钻杆钻井形成孔眼,达到油层后,下入套管,后按油田开发的要求用射孔枪射开油层,形成通道,下入油管,用适宜的诱流方法,将石油由油井井底上升到井口。油井管需要用螺纹相互连接,没有加工螺纹的油井管称为光管。

图 28:油井管的应用



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

供给向头部集中。截止 2010 年全球油套管产能 2200 万吨，需求 1500 万吨，油井管产能利用率约 60-70%。2012 年我国油套管产能超过 1000 万吨，国内需求估计在 400-450 万吨之间，出口 150~250 万吨，产能相对过剩。全世界取得 API 证书的企业共 634 家，其中中国有 238 家，占 37.5%，但是真正形成规模效应的厂家只有十来家，产能占比超 60%，公司便是其中之一。

表 2:2012 年国内主要油套管公司的产量及产品占比

公司	天钢	宝钢	攀成钢	衡阳	包钢	新冶钢	鞍钢 不锈	常宝 (2018E)
无缝（万吨）	300	70	115	115	115	55	35	58
油管占比	5%	32%	4%	10%	0	17%	23%	35%
套管占比	45%	28%	40%	33%	28%	3%	29%	17%

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

预计 2019 年油管供给增量有限。油套管产能增加和形成,是一个逐步过程,特别是高端产品,有很高的技术壁垒,需要工艺技术积累。根据已掌握的资料,头部的油井管生产企业 2018 年已处于满产状态,2019 年除天津大无缝外其他公司均无产能增量。天津大无缝由于资金链紧张缓解,今年 5-7 月产能逐步释放,8 月接近历史高点,后期增产能力十分有限。考虑到其产品结构中油管的比例不足 5%,预计 2019 年相比 2018 年的增量有限。此外,套管、油管和锅炉管由于尺寸规格不一,产线的通用性差,预计明年油管总体产能增量有限。

3.2 预计 2019 年油套管需求增长 5~10%

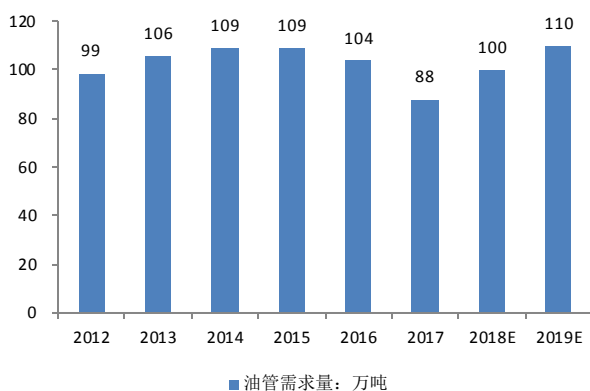
2019 年有望达到 420~440、105~110 万吨 (5~10%), 供需关系维持平衡。上游资本开支滞后于油价走势,预计 2018 套管需求 400 万吨,油管 100 万吨 (约 15%增幅)。随着油价进一步上行,刺激上游开支,油套管需求将持续增长。

- ◆ 据统计,2017 年中国油管产量达到 97.95 万吨,同比 2016 年减少了 18.81 万吨;需求量达到 87.99 万吨,同比 2016 年减少了 15.75 万吨。2018 年预计总需求量达到 100 万吨。
- ◆ 根据经验数据,每钻进 1m,约需油井管 62kg,其中套管 48kg、油管 10Kg、钻杆 3Kg、钻铤 0.5Kg、其他 0.5Kg。根据我国油气年产量 (2.9 亿吨) 和单井年产量 (日均 10~15 吨),估算我国每年在产油井约 7~8 万口,平均井深 2000m,油井寿命一般为 5 年,油管服役寿命一般为 3 年,按 1/2 比例计算,每年替换需求约 60 万吨;2017 年我国油田资源自然递减率为 15~20%,页岩井 50~60%,维持产量至少要新增 15~20%的油井和油管需求,油管需求约 30 万吨。按此方法测算所得油管合计需求量约 90 万吨,与实际统计结果较符合。
- ◆ 从全球石油勘探行业的现状来看,钻井深度和井口数量的增加都会产生新的增量需求。石油需求日益激增,2001-2010 全球油气井口数量也增加了 74%。油价上行刺激上游开支,同时根据国家和油气提出的天然气和石油消费目标和能源对外依存度的控制,预计 2019 年油井新增数量同比提高 5~10%,拉动油管需求增长 5~10%。此外,石油和天然气都属于不可再生能源,在油气田的实际开采中倾向于采用先易后难的钻探方法,2001-2010 全球钻井的平均深度增加了 20%,每年平均增加 2%。

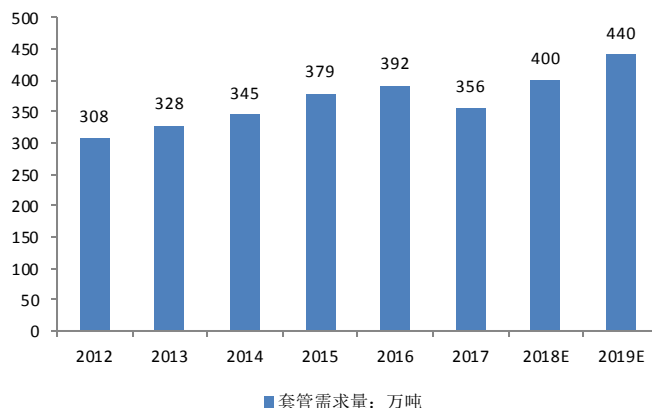
表 3 中石油 2010-2014 年钻井工作量

	2010	2011	2012	2013	2014
总井口数	11919	12509	11894	12035	10970
总进尺	2297	2439	2430	2432	2198
平均深度	1927	1950	2043	2020	2003

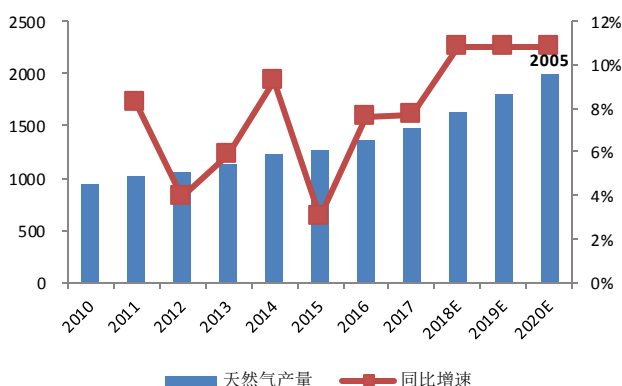
资料来源: 中国产业信息, 东兴证券研究所

图 29:中国历年油管需求量及预测


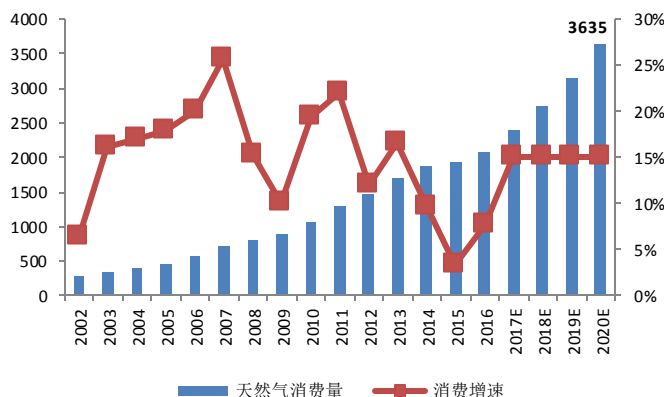
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 30:中国历年套管需求量及预测


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 31:中国历年天然气产量及增速预测


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 32:中国历年天然气消费量及增速预测


资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 进军医疗服务领域 平滑周期波动

4.1 医疗服务盈利稳定向上 毛利率高企

收购民营医院，进军医疗服务领域。由于所在的能源管材行业受能源消费需求、经济周期变化、原材料价格波动等影响因素较为明显，公司开始收购民营医院，进军医疗服务领域。2017 年，公司通过发行股份的方式收购了什邡第二医院有限责任公司 100% 股权，宿迁市洋河人民医院有限公司 90% 股权以及单县东大医院有限公司 71.23% 股权。2018 年，公司又以现金的方式和第二大股东上海嘉愈医疗投资管理有限公司共同收购了广州复大医疗有限公司，从而间接持股 15.30%。至此公司已收购或持股 4 家医院资产。

表 4: 四家医院介绍

医院名称	医院简介
什邡二院	什邡第二医院是一所集医疗、科研、教学为一体的二级甲等综合医院。医院位于什邡城区，紧邻罗汉寺，占地 55 亩，床位 300 张，年门诊人次 25 万人次，住院病人 1.2 万余人次，承担着本市“120”院前救治急救任务，是德阳、什邡职工医保、居民医保、新农合以及多家商业保险机构定点医院。
洋河医院	洋河人民医院按照三级综合医院标准建设，总占地面积约 120 亩，建筑面积约 12 万平方米，规划床位 1200 张，首期开放床位 600 张，同时建有宿迁地区规模最大、服务最完善的健康管理中心，是集医疗、科研、预防、保健、急救、康复、养老为一体的现代化大型综合医院。
东大医院	单县东大医院位于单县经济技术开发区，是一所集医教研于一体的大型综合性医院，占地 220 亩，建筑面积 4.7 万平方米，拥有职工 660 人，设置床位 600 张，年门诊量 30 万人次，年住院病人 26000 人次。东大医院是单县城乡居民基本医疗保险定点医院，单县城镇职工基本医疗保险定点医院，菏泽市 120 急救站，温暖中国-贫困肿瘤患者救治行动定点医院。
复大医院	广州复大医疗有限公司复大肿瘤医院是隶属于广东省卫计委直接管辖的三级肿瘤专科医院，是国家临床重点（肿瘤）专科建设单位

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

医疗服务盈利向好，毛利率高企。2018 年 1-6 月公司医疗服务板块共实现营业收入 3.92 亿元，占公司营业收入的比重为 15.74%，实现净利润 4939 万元，占公司净利润的比重为 23.98%，毛利率为 33.33%。其中什邡二院、洋河医院、东大医院 2017 年利润对比 2016、2015 年利润均有较大的提升。此外三家医院在被收购时都做出了相应的业绩承诺，并且约定在当年不能完成承诺业绩的 90%，将由被收购方进行补偿。若按照所承诺的业绩测算，则什邡二院、洋河医院、东大医院净利润在 2018-2020 年年化复合增长达 23.16%、30.13%、9.61%。

表 5: 三家医院经营净利润情况（万元）

	2015	2016	2017	2018H1
什邡二院	845.06	842.79	1,684.60	1,030.21
洋河医院	(2.36)	(2,044.83)	2,238.37	1,382.27
东大医院	2,927.70	2,674.52	5,671.78	2,316.51

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 6: 三家医院业绩承诺情况（万元）

2017		2018		2019		2020	
净利润	同比	净利润	同比	净利润	同比	净利润	同比

	增速		增速		增速		增速	
什邡二院	1,785	112.00%	2,425	35.85%	2,975	22.68%	3,335	12.10%
洋河医院	2,085	/	3,385	62.35%	3,840	13.44%	4,595	19.66%
东大医院	4,830	80.63%	5,665	17.29%	5,970	5.38%	6,360	6.53%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4.2 与二股东潜在的合作机会

公司二股东上海嘉愈医疗投资管理有限公司在《关于避免与上市公司同业竞争的承诺函》承诺“嘉愈医疗以及子公司在本次交易完成后获得任何医疗服务行业投资机会, 将立即把该等医疗服务行业投资机会书面通知常宝股份, 若常宝股份做出愿意投资的书面肯定答复的, 本公司及本公司控股的子公司将全力协助常宝股份进行投资”。而上海嘉愈医疗投资管理有限公司即为中民投的子公司, 因此公司在未来存在相当多的机会与二股东合作投资医疗服务业。

5. 投资建议及估值

国际油价上升带来了油气上游开支增长和油套管需求旺盛, 公司的营收和净利润将持续增长。公司的重点产品油管市场占有率较高, 随着油价上行, 公司新增产能逐步释放, 同时产品结构升级优化, 预计油套管的产销量会持续增长, 毛利率维持高位。根据上半年公司油套管的销售情况, 我们预计公司产品下半年销量和毛利率会进一步提升。预计 2018、2019、2020 年的营收分别达到 53.5 亿元、57.0 亿元、58.4 亿元, EPS 分别为 0.51、0.64、0.75 元, 对应 PE 分别为 10.8X、8.5X、7.3X。

表 7: 预测 2018-2020 年公司主要产品销量

产销量 (单位: 万吨)						
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
油套管	30	13	23	30	36	38
同比增速	-12.1%	-58.0%	84.2%	30.0%	20.0%	5.0%
锅炉管	20	24	20	20	16	15
同比增速	2.4%	19.2%	-14.2%	0.0%	-20.0%	-10.0%
其他管	3	6	7	7	7	7
同比增速	-27.9%	70.1%	23.9%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	53	42	51	58	60	60
同比增速	-8.5%	-21.0%	20.5%	13.7%	5.0%	3.0%

资料来源: 东兴证券研究所

表 8:预测 2018-2020 年公司主要产品毛利率

	毛利率%					
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
钢管销售						
油套管	22.4	12.1	16.3	23.3	25.6	27.0
同比增速	-0.1%	-45.8%	34.9%	42.6%	9.7%	5.8%
锅炉管	13.2	15.7	11.8	15.6	16.4	16.4
同比增速	-3.5%	18.9%	-25.1%	32.6%	5.4%	0.0%
其他管	9.2	8.9	17.3	16.3	16.3	16.3
同比增速	-3.5%	-4.1%	95.2%	-5.5%	0.0%	0.0%
医疗			37.6	37.6	38.8	39.9
同比增速				0.0%	3.0%	2.9%
其他业务	-34.7	20.5	15.8	19.0	22.5	22.5
同比增速	-0.7%	159.1%	-23.1%	20.5%	18.5%	0.0%
合计	16.1	14.0	15.4	22.5	24.8	26.2
同比增速		-13.0%	9.8%	46.4%	10.1%	5.6%

资料来源：东兴证券研究所

我们认为公司在能源+医疗双主业下，周期性和成长性双并行。未来油价维持高位，公司产能进一步释放下，公司的业绩将进一步改善。通过与钢铁板块同类公司比较，我们认为公司合理 PE 为 15，对应 6 个月的股票价格为 7.65 元，维持公司“强烈推荐”评级。

表 9:重点上市公司净利润和 PE 预测

	归母净利润（亿元）				市盈率 P/E		
公司	2017	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
常宝股份	1.61	5.01	6.34	7.39	10.8	8.53	7.32
金洲管道	1.66	1.97	2.13	2.23	16.2	15.0	14.2
久立特材	1.29	2.51	2.80	3.25	19.0	17.48	14.79
新兴铸管	10.66	21.04	23.81	25.49	8.8	6.7	6.0
均值					14.67	13.06	11.66

资料来源：东兴证券研究所

6. 风险提示

- (1) 产能扩张超预期；(2) 国际油价上涨不及预期。

表 10:公司盈利预测

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2661	3073	4373	5042	5132	营业收入	2205	3494	5352	5697	5842
货币资金	937	1231	1624	2052	1978	营业成本	1896	2958	4146	4284	4312
应收账款	444	505	774	824	844	营业税金及附	17	15	24	25	26
其他应收	5	10	16	17	17	营业费用	86	111	170	181	186
预付款项	65	164	252	354	466	管理费用	174	245	375	399	409
存货	590	706	989	1022	1029	财务费用	-11	7	12	31	13
其他流动	454	199	384	419	433	资产减值损失	(4)	5	12	12	12
非流动资	1271	2606	2679	2559	2400	公允价值变动	0	0	-2	-2	-2
长期股权	0	0	0	0	0	投资净收益	77	25	10	10	10
固定资产	1045	1741	1828	1703	1578	营业利润	125	184	622	774	893
无形资产	139	206	185	164	144	营业外收入	17	6	0	0	0
其他非流	4	14	14	14	14	营业外支出	1	7	6	6	6
资产总计	3933	5679	7052	7601	7532	利润总额	141	183	616	768	887
流动负债	778	1638	2749	2940	2465	所得税	11	22	75	94	108
短期借款	0	50	809	821	267	净利润	141	160	541	674	779
应付账款	118	307	325	346	376	少数股东损益	20	17	40	40	40
预收款项	61	82	135	192	251	归属母公司净	110	144	501	634	739
一年内到	0	59	30	30	30	EBITDA	1096	1427	780	951	1052
非流动负	2	80	52	52	49	EPS (元)	0.27	0.17	0.51	0.64	0.75
长期借款	0	25	25	25	25	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	780	1718	2801	2992	2514	成长能力					
少数股东	150	239	279	319	359	营业收入增长	-24.56%	58.45%	53.15%	6.46%	2.53%
实收资本	400	987	987	987	987	营业利润增长	-46.36%	46.81%	238.84%	24.41%	15.37%
资本公积	1092	1485	1485	1485	1485	归属于母公司	248.68%	26.61%	248.68%	26.61%	16.46%
未分配利	1226	949	203	-740	-1839	获利能力					
归属母公	3003	3722	3957	4274	4643	毛利率(%)	14.05%	15.36%	22.54%	24.81%	26.19%
负债和所	3933	5679	7052	7601	7532	净利率(%)	6.39%	4.59%	10.11%	11.83%	13.33%
现金流						总资产净利润		2.79%	2.53%	7.10%	8.34%
量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	3.65%	3.86%	12.66%	14.84%	15.91%
经营活动	151	574	137	793	852	偿债能力					
净利润	141	160	541	674	779	资产负债率	20%	30%	40%	39%	33%
折旧摊销	982	1236	146	146	146	流动比率					
财务费用	-11	7	12	31	13	速动比率					
应收账款	0	0	-268	-50	-21	营运能力					
预收帐款	0	0	54	57	58	总资产周转率	0.56	0.73	0.84	0.78	0.77
投资活动	515	24	-174	-29	9	应收账款周转	4	7	8	7	7
公允价值	0	0	-2	-2	-2	应付账款周转	14.92	16.41	16.92	16.96	16.16
长期股权	0	0	11	-25	13	每股指标(元)					
投资收益	77	25	10	10	10	每股收益(最	0.27	0.17	0.51	0.64	0.75
筹资活动	-87	-355	430	-336	-936	每股净现金流	1.45	0.25	0.40	0.43	-0.08
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产	7.50	3.77	4.01	4.33	4.70
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增	0	587	0	0	0	P/E	20.30	32.24	10.80	8.53	7.32
资本公积	0	393	0	0	0	P/B	0.73	1.45	1.37	1.27	1.17
现金净增	579	244	393	428	-74	EV/EBITDA	1.15	3.02	5.96	4.45	3.57

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。