

2010 年 9 月 5 日

## 公司研究/新股研究

## 常宝股份 (002478)

### 专用钢管精品生产企业

#### 投资要点:

- **公司基本情况。**公司为江苏省高新技术企业，从事专用钢管生产，是江苏省最早专业生产无缝钢管的企业之一。公司的主要产品为油管、高压锅炉管以及套管。本次发行前，公司股本为 33060 万股，曹坚先生合计持有公司的 41.91% 的股份，是公司的控股股东和实际控制人。本次拟公开发行社会公众股 6950 万股，占发行后总股本的 17.37%。
- **公司在行业中的地位。**油管行业和高压锅炉管行业都是集中度比较高的行业。公司在国内石油管行业中处于领先地位，07-09 年的市场份额分别位居行业的第 3 位、第 2 位和第 2 位，产量份额不断提高。09 年前五位生产厂家的高压锅炉管产量总额占国内产量总额的比重为 70.30%。07-09 年公司的高压锅炉管市场份额分别位居国内第 7 位、第 8 位和第 4 位，09 年公司高压锅炉管的产量排名大幅度提升。
- **主营业务分析。**公司主要产品为石油油井管和高压锅炉管，主要原材料为管坯，消耗的能源主要是煤炭、水、电、天然气和蒸汽等。公司主营业务成本中管坯占比达 80% 左右，管坯采购价格的波动对公司盈利能力产生一定的影响，公司通过运用“成本加成”和“竞争性定价”两种定价模式，以保证每吨产品的毛利，获得相对稳定的利润。
- **募投项目分析。**ERW660 焊管项目由本公司的全资子公司常宝德胜具体实施，拟投资 7.74 亿元，建设期 19 个月，项目建成后，将新建 ERW660 焊管车间、套管加工车间和防腐涂层车间三个生产车间。
- **投资建议。**根据我们的盈利预测，按发行后的总股本计算，公司 10-11 年的 EPS 分别为 0.45 元和 0.63 元。我们选取中小企业板金属制品上市企业中的久立特材、恒星科技和金洲管道作为可比公司，给予公司 10 年每股收益 25-32 倍 PE 为询价依据，建议网下询价区间为 11.25-14.4 元。
- **风险提示。**主要关注原材料价格波动和汇率波动的风险，以及反倾销和反补贴给公司带来的风险。

|        |  |
|--------|--|
| 分析师:   | 李寅康  |
| 执业证书编号 | S0600209100122   |
| 葛帮亮    |  |
| 执业证书编号 | S0600109090895   |
| 联系电话   | 0512-62938650  |
| 邮箱     | <a href="mailto:gebl@gsjq.com.cn">gebl@gsjq.com.cn</a> |

|      |  |
|------|--|
| 联系人  | 李雅娜  |
| 联系电话 | 021-63122950   |
| 邮箱   | <a href="mailto:liyn@gsjq.com.cn">liyn@gsjq.com.cn</a> |

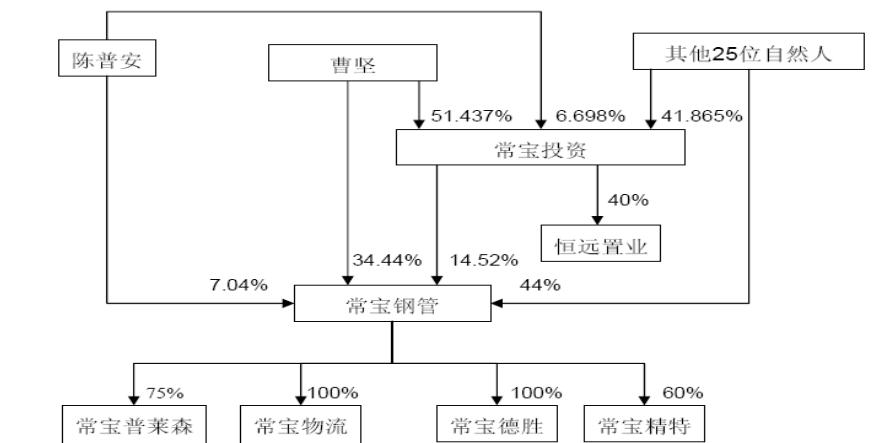
#### 发行概况

|            |       |
|------------|-------|
| 发行量 (万股)   | 6950  |
| 总股本 (万股)   | 40010 |
| 净资产收益率 (%) | 21.36 |
| 资产负债率 (%)  | 41.90 |

## 1. 公司基本情况

公司为江苏省高新技术企业，从事专用钢管生产，是江苏省最早专业生产无缝钢管的企业之一。截至 10 年 6 月 30 日，公司拥有两家控股子公司——常宝精特和常宝普莱森，以及两家全资子公司——常宝物流和常宝德胜，公司及其子公司主要生产石油油井管和高压锅炉管等专用钢管产品。

图 1：发行人外部组织结构图



资料来源：招股意向书

本次发行前，公司股本为 33060 万股，持有 5% 以上股份的主要股东为曹坚先生、常宝投资和陈普安先生。曹坚先生直接持有公司 34.44% 的股份，通过常宝投资间接持有 7.47% 的股份，合计持有公司的 41.91% 的股份，是公司的控股股东和实际控制人。本次拟公开发行社会公众股 6950 万股，占发行后总股本的 17.37%，预计本次发行后曹坚先生合计持有 34.63% 的股份，仍为公司的控股股东和实际控制人。

表 1：公司股东结构

|                  | 股东名称       | 发行前          |        | 发行后          |        |
|------------------|------------|--------------|--------|--------------|--------|
|                  |            | 持股数量<br>(万股) | 持股比例   | 持股数量<br>(万股) | 持股比例   |
| 有限售<br>条件的<br>股份 | 曹坚         | 11385.86     | 34.44% | 11385.86     | 28.46% |
|                  | 常宝投资       | 4800.31      | 14.52% | 4800.31      | 12.00% |
|                  | 陈普安        | 2327.42      | 7.04%  | 2327.42      | 5.82%  |
|                  | 其他 25 位自然人 | 14546.41     | 44.00% | 14546.41     | 36.35% |

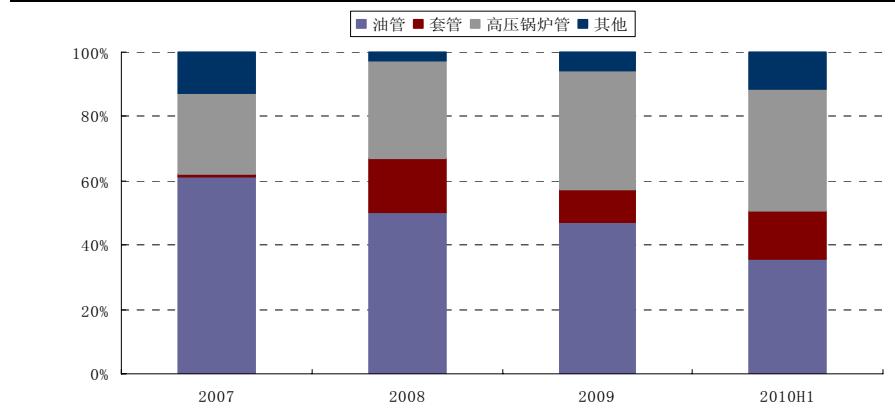
|         |      |          |         |          |         |
|---------|------|----------|---------|----------|---------|
| 本次发行的股份 | 社会公众 | —        | —       | 6950.00  | 17.37%  |
|         | 合计   | 33060.00 | 100.00% | 40010.00 | 100.00% |

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

公司主营业务从事石油天然气用管和锅炉管等专用钢管的生产和销售，业务模式为采购管坯，加工成钢管对外销售。主要产品为石油油井管和高压锅炉管，其中：本公司主要产品为油管，子公司常宝精特的主要产品为高压锅炉管，子公司常宝普莱森的主要产品为套管。

公司油管产量在2007-2009年均列全国油管产量的前三位，公司“环球”牌无缝钢管获“江苏省名牌产品”。子公司常宝精特为全国锅炉行业三大龙头企业上海锅炉厂有限公司的四家“优秀供方企业”之一、东方锅(集团)股份有限公司“A级供应商”之一、哈尔滨锅炉厂有限责任公司的两家“A级供应商”之一(另一家为宝钢集团)，其高压锅炉管产品为上海锅炉厂有限公司免检产品，部分高钢级的高压锅炉管产品已成功替代进口。

图 2: 公司主要产品营收占比



资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

## 2. 行业概况及公司的发展前景

公司所生产的石油油井管主要服务于国内外油气开采商，是石油、天然气钻采工程所必需的设备；所生产的高压锅炉管主要服务于国内外电站锅炉制造商，主要用于建设火力发电站，因此，

公司所处行业的发展与石油天然气的勘探、开采以及电力投资和建设等密不可分。

## 2.1 石油油井管行业分析

石油天然气工业是当今世界经济发展的重要推动力和现代社会正常运行的重要支柱,石油天然气已经成为经济发展必不可少的重要资源。自2000年以来,全球石油勘探、开采资本支出一直维持两位数增长,全球打井数的增加和井深的增长也带动了全球石油公司资本支出的增加,全球打井数在2000-2008年的复合增长率20.7%,2006-2008年的复合增长率更是高达42.2%,对应的井深增长分别为4.7%和9.8%。

油管行业是个行业集中度相当高的行业,2007-2009年前五位生产厂家的产量总额占国内产量总额的比重分别为81.81%、72.48%和79.76%。本公司在国内石油油管行业中处于领先地位,2007-2009年产量分别为全国产量的16.21%、19.08%和18.87%,分别位居行业的第3位、第2位和第2位,产量份额不断提高。

图 3: 近年公司油井管产量和市场份额

| 年份   | 产量(吨)  | 份额     | 国内排名 |
|------|--------|--------|------|
| 2007 | 148282 | 16.21% | 3    |
| 2008 | 200363 | 19.08% | 2    |
| 2009 | 136088 | 18.87% | 2    |

资料来源:招股意向书,东吴证券研究所

“十一五”期间,我国油井管的需求量将保持平稳增速。随着全球对石油、天然气需求量得上升,石油和天然气的开采区域将不断拓展,作业条件越来越复杂化。低钢级API钢管不能满足特殊作业的需求,所以生产高钢级、非API钢级以及特殊扣钢管以适应不同开采环境的要求成为国内油井管生产企业的发展趋势。

公司通过多年产品研发和实地试验,目前不但能够生产API标准规定的高钢级油井管,还开发和生产了高抗硫腐蚀系列产品等常宝钢管的六大非API产品系列。此外,公司还形成了以二级加厚油管、直连型钻杆为代表的特色产品,开发并生产三大特殊扣系列扣型,并与国际知名公司合作开发了四大特殊扣扣型。

2009年公司成功研制并生产出Super13Cr产品，已成功试用于东北某油田，使公司成为国内第一家能够批量生产该产品的公司。公司的这些产品符合并代表着油井管行业未来产品发展的主流方向。

## 2.2 高压锅炉行业分析

高压锅炉管是电站锅炉的重要组件，用于制造高压和超高压电站锅炉，高压和超高压电站锅炉主要用于建造中大型火电站。

近几年，我国高压锅炉管的产量逐年上升，高压锅炉管产量从1998年的6.3万吨提高到2007年的90万吨（2008年受国际金融危机影响产量有所下降）。但国内高压锅炉管生产企业产能不足（特别是高钢级高压锅炉管），仍需要进口相当数量的产品以满足国内需求，2008年进口高压锅炉管22.70万吨，占全年表观消费量的25.39%。

图 4：我国高压锅炉管产量和进出口情况

|              | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 产量：万台        | 30.1   | 49.49  | 64.08  | 90     | 76.62  |
| 进口量          | 29.8   | 30.07  | 25.08  | 18     | 22.7   |
| 出口量          | 0.65   | 2.44   | 4.78   | 14     | 9.92   |
| 表观消费量        | 59.25  | 77.12  | 84.38  | 94     | 89.4   |
| 进口量占表观消费量的比例 | 50.30% | 38.99% | 29.72% | 19.15% | 25.39% |

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

高压锅炉管行业集中度也比较高，2009年前五位生产厂家的产量总额占国内产量总额的比重为70.30%。2007-2009年本公司高压锅炉管的产量占比分别为4.60%、5.45%、10.47%，分别位居第7位、第8位和第4位，2009年公司高压锅炉管的产量排名大幅度提升。

图 5：近年公司高压锅炉管产量和市场份额

| 年份   | 产量(吨) | 份额     | 国内排名 |
|------|-------|--------|------|
| 2007 | 39592 | 4.60%  | 7    |
| 2008 | 63247 | 5.45%  | 8    |
| 2009 | 67271 | 10.47% | 4    |

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

随着电力工业的迅速发展，大型火电机组、超临界及超超临界火电机组需要更多的耐高温、高压、持久性能良好的高钢级高压锅炉管，目前国内生产线的产能尚未满足实际需求。超临界与超超临界火电机组用高压锅炉管不能满足市场需求。

本公司的子公司常宝精特能够批量生产高钢级(T22、T23、T92、T91)高压锅炉管、内螺纹管、优化内螺纹管等高新技术产品，已成为火力发电站超临界和超超临界机组的主流产品。同时TP304和super304产品也已经研发并成功进入小批量生产之中。上述产品已成功替代进口，代表了今后我国高压锅炉管的发展方向。

### 2.3 行业发展的影响因素分析

宏观经济的持续健康稳定增长和居民收入水平的较快增长为我国工业生产和发展奠定了良好的基调，促进能源消费，为专业钢管企业的发展提供了良好的发展机遇。国家相关产业政策提出重点支持百万千瓦火电及核电用特厚板和高压锅炉管，这将给油井管和高压锅炉管以及输送用管线管的发展带来很好的市场前景。长期来看，石油需求量及石油价格将呈现上升趋势，电力供需缺口催生对电站锅炉的需求，以及钢管应用的新领域将不断增加，这些因素都将促进相关行业的进一步发展。

当然，行业发展也面临一定的消极因素，如国际贸易保护主义抬头、人民币升值与出口退税率下调，以及中低钢级钢管产品的激烈竞争将制约行业健康发展。

### 3. 公司主营业务分析

目前公司主要产品为石油油井管和高压锅炉管，其中：油井管应用于石油天然气勘探和开采，高压锅炉管应用于电站锅炉的制造。

表 2: 公司生产线主要产能情况

| 生产线名称   | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------|------|------|------|------|
| 热轧顶管生产线 | 17   | 18   | 18   | 18   |

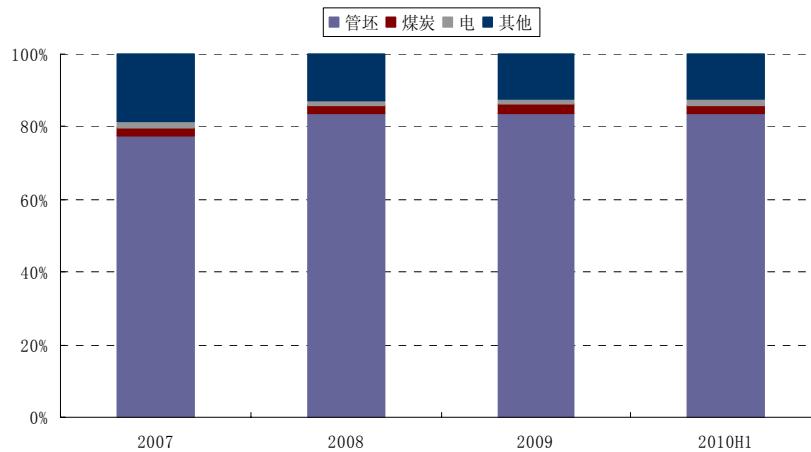
|                  |             |           |           |           |
|------------------|-------------|-----------|-----------|-----------|
| 冷加工生产线           | 5.3         | 7         | 7         | 10        |
| Assel 轧管生产线      | —           | 15        | 15        | 15        |
| <b>钢管生产能力合计</b>  | <b>22.3</b> | <b>40</b> | <b>40</b> | <b>43</b> |
| 管加工生产线           | 10          | 20        | 25        | 30        |
| <b>管加工生产能力合计</b> | <b>10</b>   | <b>20</b> | <b>25</b> | <b>30</b> |

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

公司主要原材料为管坯，消耗的能源主要是煤炭、水、电、天然气和蒸汽等。从主营业务成本构成来看，管坯是最主要的组成部分，2007年-2010年上半年公司主营业务成本中管坯所占比例分别为77.38%、83.49%、83.90%和83.75%，管坯的采购价格的波动是公司产品平均主营业务成本波动的主要原因，对公司盈利能力的影响也较为明显。

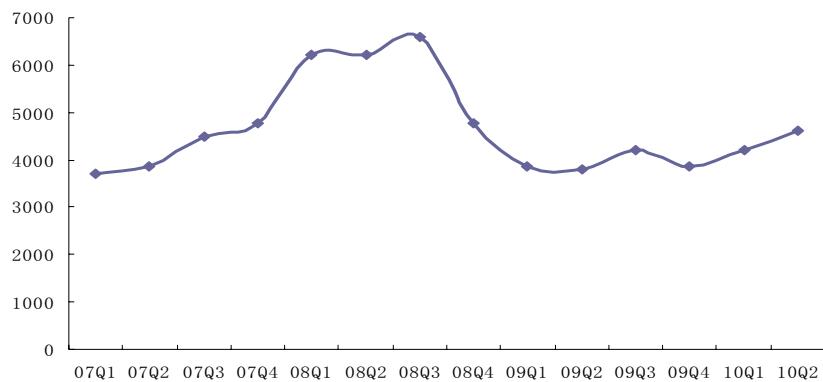
公司综合运用“成本加成”和“竞争性定价”两种定价模式，以管坯的市场价格为基础，结合管坯的价格变动趋势，进行成本核算确定单位成本，再对比公司自身与同行业其他生产企业的产品差异、产能、产量及订单（剩余产能）情况，结合油井管行业传统利润，在产能尽可能得到利用的前提下，进行加成定价，以保证每吨产品的毛利，获得相对稳定的利润。尽管产品销售价格变动与原材料采购价格变动相比存在一定的时滞性，但长期来看，公司盈利具备稳定性和可持续性。

**图 6：公司主营业务成本构成**



资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

图 7: 管坯采购价格波动较大



资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

近年来，由于国际贸易竞争加剧，海外某些国家或地区会采取反倾销和反补贴调查以及其他贸易壁垒等措施，对中国钢管产品增收关税以保护其相关工业。

公司管理层通过审查公司主要出口国家和地区的反补贴和反倾销调查的钢管产品限定范围后认为：(1) 报告期内美国为发行人最主要的油井管出口市场，而且油井管产品是受“双反”调查影响最大的中国钢管产品。“双反”调查事件中 2009 年 4 月 8 日美国商务部对中国 OCTG 产品的“双反”调查结果对公司的影响最大；(2) 公司募投项目投产后的外径大于 406.4mm 的油气输送管线管，将不在美国的“双反”调查产品范围内；(3) 加拿大“双反”调查结果的征税依据与美国不同，发行人的油井管只要出口价格高于加拿大确定的正常价值，就将免于征反倾销税，仍可以出口至加拿大。

表 3: “双反”调查对公司业务的影响分析

|            | 2007    | 2008    | 2009    | 2010H1 |
|------------|---------|---------|---------|--------|
| 主营业务收入     | -11.34% | -29.16% | -14.76% | -9.00% |
| 主营业务利润     | -13.79% | -29.49% | -24.07% | -6.99% |
| 归属于母公司的净利润 | -13.79% | -29.49% | -24.07% | -6.99% |

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

美国是公司的主要海外市场，受“双反”的影响，2009 年和 2010 年上半年公司外销收入的绝对值和比例均有所下降。公

司销往美国油井管和管线管的毛利占主营业务利润的比例从2008年的29.49%下降到2009年的24.06%,2010年1-6月的占比为6.99%。为此,公司管理层积极调整市场结构,开拓海外新兴市场,逐渐摆脱销往美国较多的局面,并取得了一定的成效。“双反”调查对公司持续经营能力的影响将逐渐降低。

#### 4. 募投项目分析

ERW660焊管项目由本公司的全资子公司常宝德胜具体实施,常宝德胜是为了实施ERW660焊管项目而专门设立的全资子公司,募集资金到位后,将以增资的形式投入常宝德胜。

投资焊管机组是无缝钢管企业发展的趋势,ERW焊管是今后焊管的重点发展方向,而且大口径ERW焊管机组是今后ERW焊管机组建设的重点。ERW660焊管项目建成后,将新建ERW660焊管车间、套管加工车间和防腐涂层车间三个生产车间。

表 4: 募投项目的产品结构

| 序号 | 产品      | 数量(万吨) |
|----|---------|--------|
| 1  | 外防腐涂层管  | 8.4    |
|    | 内外防腐涂层管 | 4.5    |
| 2  | 成品套管    | 10     |
|    | 套挂光管    | 1.5    |
|    | 方矩形管    | 4.1    |
| 3  | 圆管      | 1.5    |
|    | 合计      | 30     |

资料来源:招股意向书,东吴证券研究所

#### 5. 盈利预测与投资建议

根据我们的盈利预测,按发行后的总股本计算,公司10-11年的EPS分别为0.45元和0.63元。

我们选取中小企业板金属制品上市中久立特材、恒星科技及金洲管道作为可比公司,给予公司2010年每股收益25-32倍PE为询价依据,建议网下询价区间为11.25-14.4元。

表 5: 公司主营业务分析

|       |            | 2007     | 2008      | 2009     | 2010H1   |
|-------|------------|----------|-----------|----------|----------|
| 油管    | 销量: 吨      | 148428   | 192313    | 150674   | 71342.64 |
|       | 平均单价: 元/吨  | 6456.37  | 8357.72   | 6497.54  | 5809.41  |
|       | 单位成本: 元/吨  | 4815.12  | 6603.03   | 4885.09  | 4564.96  |
|       | 主营业务收入: 万元 | 95830.61 | 160729.82 | 97901.03 | 41445.86 |
|       | 主营业务成本: 万元 | 71469.86 | 126984.85 | 73605.61 | 32567.63 |
| 套管    | 毛利率        | 25.42%   | 20.99%    | 24.82%   | 21.42%   |
|       | 销量: 吨      | 2150     | 72441     | 37389    | 31590.65 |
|       | 平均单价: 元/吨  | 5837.12  | 8334.58   | 5816.60  | 5555.04  |
|       | 单位成本: 元/吨  | 4736.14  | 6161.91   | 5117.88  | 5109.65  |
|       | 主营业务收入: 万元 | 1254.98  | 54286.45  | 21747.69 | 17548.73 |
| 高压锅炉管 | 主营业务成本: 万元 | 1018.27  | 44637.49  | 19135.24 | 16141.72 |
|       | 毛利率        | 18.86%   | 17.77%    | 12.01%   | 8.02%    |
|       | 销量: 吨      | 36701    | 65626     | 71537    | 49412.66 |
|       | 平均单价: 元/吨  | 10813.50 | 14910.06  | 10755.22 | 8865.41  |
|       | 单位成本: 元/吨  | 9188.36  | 12370.79  | 8333.02  | 7224.23  |
|       | 主营业务收入: 万元 | 39686.63 | 97277.70  | 76939.62 | 43806.35 |
|       | 主营业务成本: 万元 | 33722.20 | 81184.55  | 59611.93 | 35696.84 |
|       | 毛利率        | 15.03%   | 16.54%    | 22.52%   | 18.51%   |

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 6: 利润表

| 科目 (百万元)   | 2009A | 2010E | 2011E |
|------------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 2168  | 2927  | 3278  |
| 营业成本       | 1713  | 2432  | 2676  |
| 营业税金及附加    | 11    | 11    | 13    |
| 销售费用       | 50    | 68    | 76    |
| 管理费用       | 134   | 181   | 203   |
| 财务费用       | 1     | -3    | -10   |
| 资产减值损失     | 1     | 0     | 0     |
| 营业利润       | 258   | 238   | 321   |
| 营业外收入      | 26    | 26    | 26    |
| 营业外支出      | 2     | 2     | 2     |
| 利润总额       | 282   | 262   | 345   |
| 减 所得税      | 38    | 35    | 47    |
| 净利润        | 244   | 227   | 299   |
| 减 少数股东损益   | 53    | 46    | 46    |
| 归属母公司股东净利润 | 191   | 181   | 253   |
| 摊薄后 EPS    | 0.48  | 0.45  | 0.63  |

资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

## 6. 风险因素

关注原材料价格波动和汇率波动的风险,以及反倾销和反补贴给公司带来的风险。

### 免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10% 以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20% 以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区翠园路 181 号  
邮政编码：215028  
传真：（0512）62938663  
公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>