

评级: 买入 维持评级

公司点评

王招华

分析师 SAC 执业编号: S1130210100005
 (8621)61038247
 wangzh@gjzq.com.cn

后发优势正在显现

事件

近期我们再次走访了常宝股份和久立特材，重点就核电蒸发器 U 型管 (Inconel690TT) 以及超超临界锅炉管 (Super304H、HR3C) 业务与两公司高管及核心技术人员进行了交流。

评论

宝银 Inconel690(TT) 规模化生产尚任道重远。根据多渠道了解到的信息，宝银尽管将在 2011 年 1 月向防城港核电 1 号机组 (单机容量 108 万 KW) 供应 20-30 吨左右的 Inconel690 (TT)，但由于宝银成材率较低，远未达到国外竞争对手 60%-80% 的水平，且不排除仅是作为备用材料的可能性 (100 万 KW 核电机组耗费两根 Inconel690 管合计 150 吨，但通常对该管材的采购量高于真实需求量的 10% 以上，以作为备用)。考虑到成材率提升的难度不亚于生产出产品本身，我们认为宝银仅是万里长征走完了第一步，步入规模化生产阶段尚任道重远。

超超临界管锅炉管的国产化亦困难重重。对于国产超超临界锅炉管的采购，绝大部分业主要求“先有业绩”，但如果没有业主采购，何来业绩？这就形成了一个悖论；站在业主（电厂）的角度考虑，采用国产超超临界锅炉管降低的成本有限，但却可能造成全部机组报废甚至人员伤亡，风险与收益不匹配，因而业主的逻辑并非完全没有道理。但这使得不少厂家具备了超超临界锅炉管的产能，却鲜有销量。我们认为转机在 3 个方面：(1) 国产超超临界锅炉管的质量、性能等全等于甚至优于进口，但这个难度较高；(2) 国家进一步鼓励国产化，为电厂松绑部分责任；(3) 国外管材产能不足以满足国内需要，未来不排除这种可能性，但目前尚不存在。

常宝钢管的后发优势正在显现。从投产时间来看，常宝的顶级锅炉管&核电管均滞后于同行 (常宝产能为 3600 吨的 Super304H 预计将在 2012 年少量投产；产能为 600 吨的 Inconel690TT 预计将于 2011 年底开始建设、2013 年底少量投产)，但由于国内竞争对手尚面临重重困难，目前仍看不到规模化生产的可能性，这为常宝钢管赢得了时间，也提供了经验和教训。考虑到常宝钢管有动力 (核心高管和技术人员均已有股权激励)、有资金 (研发费用绝对额及其占销售收入的比重均显著超过竞争对手)、有技术 (主要高管及核心技术人员来自宝钢)，我们认为常宝钢管的后发优势正在显现。

常宝的传统及规模业务也存在亮点。不同于竞争对手，公司的传统业务也亮点频现：(1) 随着“双反”阵痛期的逐渐远去以及中东等市场的逐步成功开拓，我们认为常宝油井管业务的盈利底部已在 2009 年出现，2011、2012 年则有望迎来产销量及毛利率的稳中回升；(2) 公司募投的 30 万吨 ERW 焊管在 2012 年 3 月投产，该项目尽管盈利能力一般，但其体量较大，相当于再造 3/4 个常宝钢管，预计将分别贡献公司 2012 年、2013 年毛利的 21.72%、27.01%。

投资建议

公司业绩增长的确定性较强，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.446 元、0.627 元、1.033 元，目前公司股价仅对应 2012 年 17.84 倍 PE，我们维持对公司的“买入”评级。

风险提示

竞争对手在 Super304H 和 Inconel690TT 领域大规模投产的时间如果远早于公司，将会制约公司的业绩以及合理的 PE 估值倍数。

相关报告：

《久立特材：受益于进口替代的程度预计难达市场预期》——公司投资价值分析——2010年4月24日

《常宝股份：高端和规模，双管齐下》——公司研究——2010年11月11日

图表1：常宝钢管主营产品及其产能（万吨）

上游		常宝钢管主营产品及其产能（万吨）					业务归类	下游
	子公司及权益	2009	2010E	2011E	2012E	2013E		
	常宝本部（100%）							
管坯	油管	18	18	18	18	18	部分高端	四大油田+出口
	常宝普莱森（75%）							
	套管	15	15	15	15	15	部分高端	
	常宝精特（60%）							
电力	高压锅炉管	7	10	10	10	10	基石业务	三大锅炉厂+出口
	超长高压锅炉管			4.8	4.8	4.8		
	Super304H不锈钢管				0.36	0.36		
煤炭	碳钢U型管			0.72	0.72	0.72	高端业务	
	超长换热器U型管					0.06		
	核电蒸发器U型管					0.06		
	常宝德胜（100%）							
	ERW焊管				30	30	规模业务	油气+建筑
	合计	40	43	49	79	79		

来源：国金证券研究所

图表2: 常宝钢管“基石”业务盈利预测

基石业务		2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
油管	产能(万吨)	18	18	18	18	18	18	18
	销量(吨)	192313	150674	140000	155000	170000	170000	170000
	销售单价(元/吨)	8,358	6,497	6,822	7,163	7,163	7,163	7,163
	销售收入(百万元)	1,607	979	955	1,110	1,218	1,218	1,218
	毛利率	21%	25%	23%	24%	24%	24%	24%
	销售收入占公司比重	47.63%	45.15%	35.16%	34.99%	24.49%	19.04%	16.90%
套管	销售毛利占公司比重	55.70%	53.35%	41.55%	41.34%	28.66%	22.02%	19.30%
	产能(万吨)	15	15	15	15	15	15	15
	销量(吨)	65,314	37,389	51,000	70,000	80,000	100,000	110,000
	销售单价(元/吨)	8,312	5,816	6,107	6,413	6,413	6,413	6,413
	销售收入(百万元)	543	217	311	449	513	641	705
	毛利率	18%	12%	10%	14%	16%	18%	20%
高压锅炉管	销售收入占公司比重	16.09%	10.03%	11.47%	14.15%	10.32%	10.03%	9.79%
	销售毛利占公司比重	15.93%	5.73%	6.00%	9.75%	8.05%	8.70%	9.31%
	产能(万吨)	7	7	10	10	10	10	10
	销量(吨)	65,243	71,537	101,478	100,000	100,000	100,000	100,000
	销售单价(元/吨)	8,312	5,816	6,107	6,413	6,413	6,413	6,413
	销售收入(百万元)	973	769	1,146	1,186	1,186	1,186	1,186
三者合计	毛利率	17%	23%	20%	21%	21%	21%	21%
	销售收入占公司比重	28.82%	35.48%	42.19%	37.37%	23.84%	18.54%	16.45%
	销售毛利占公司比重	26.55%	38.04%	43.68%	38.63%	24.42%	18.76%	16.44%
	销售收入(百万元)	3,123	1,966	2,413	2,745	2,917	3,045	3,109
	YOY		-37.05%	22.72%	13.78%	6.25%	4.40%	2.11%
	占公司销售收入比重	92.54%	90.66%	88.81%	86.51%	58.65%	47.60%	43.14%
	销售毛利(百万元)	595	442	474	578	623	657	682
	YOY		-25.60%	7.13%	22.03%	7.79%	5.35%	3.91%
	占公司销售收入比重	98.18%	97.13%	91.22%	89.72%	61.13%	49.48%	45.05%

注: 由于将4万吨的特殊扣油井管产品计入高端产品中, 所以本表中显示的套管、油管均未达产

来源: 国金证券研究所

图表3: 常宝钢管“规模”业务盈利预测

规模业务		2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
ERW焊管	产能(万吨)					30	30	30
	销量(吨)					150000	240000	280000
	销售单价(元/吨)					7,200	7,200	7,200
	销售收入(百万元)					1,080	1,728	2,016
	YOY					NA	60.00%	16.67%
	占公司收入比重					21.72%	27.01%	27.97%
	毛利总额					205	328	383
	YOY					NA	60.00%	16.67%
	占公司收入比重					20.12%	24.74%	25.29%
	毛利率					19%	19%	19%

来源: 国金证券研究所

图表 4: 常宝钢管“高端业务”盈利预测

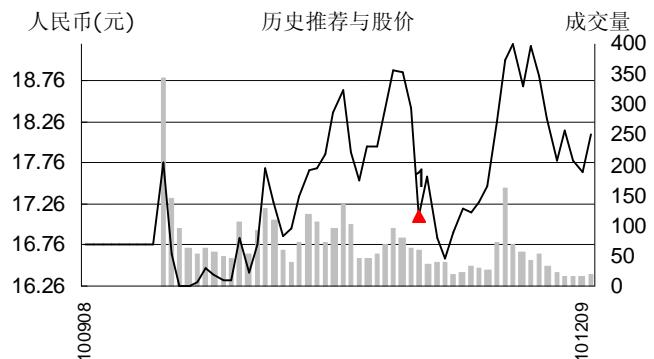
高端业务		2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
特殊扣	销量(吨)					10000	30000	40000
	销售单价(元/吨)					15,000	15,000	15,000
	销售收入(百万元)					150	450	600
	毛利率					25%	25%	25%
	销售收入占公司比重					3.02%	7.03%	8.33%
	销售毛利占公司比重					3.68%	8.48%	9.90%
超长锅炉管	产能(万吨)				4.8	4.8	4.8	4.8
	销量(吨)				4000	24000	40000	45000
	销售单价(元/吨)			12,858	12,858	12,858	12,858	12,858
	销售收入(百万元)			51	309	514	579	579
	毛利率				23%	23%	23%	23%
	销售收入占公司比重				1.62%	6.21%	8.04%	8.03%
304不锈钢管	销售毛利占公司比重				1.84%	6.81%	8.72%	8.59%
	产能(万吨)					0.36	0.36	0.36
	销量(吨)					100	500	1000
	销售单价(元/吨)					80,000	80,000	80,000
	销售收入(百万元)					8	40	80
	毛利率					25%	25%	25%
碳钢管	销售收入占公司比重					0.16%	0.63%	1.11%
	销售毛利占公司比重					0.20%	0.75%	1.32%
	产能(万吨)				0.72	0.72	0.72	0.72
	销量(吨)				600	3600	6000	7000
	销售单价(元/吨)				20,000	20,000	20,000	20,000
	销售收入(百万元)				12	72	120	140
换热器U型管	毛利率				23%	23%	23%	23%
	销售收入占公司比重				0.38%	1.45%	1.88%	1.94%
	销售毛利占公司比重				0.43%	1.62%	2.08%	2.13%
	产能(万吨)						0.06	0.06
	销量(吨)						100	300
	销售单价(元/吨)						180,000	180,000
核发电蒸汽发生器U管	销售收入(百万元)						18	54
	毛利率						23%	23%
	销售收入占公司比重						0.28%	0.75%
	销售毛利占公司比重						0.31%	0.82%
	产能(万吨)						0.06	0.06
	销量(吨)							100
六者合计	销售单价(元/吨)							1,000,000
	销售收入(百万元)							100
	毛利率							25%
	销售收入占公司比重							1.39%
	销售毛利占公司比重							1.65%
	销售收入(百万元)				63	539	1,142	1,553
占公司销售收入比重	YOY						749.09%	112.09%
	销售毛利(百万元)				2.00%	10.83%	17.86%	21.54%
	YOY				15	125	270	370
	占公司销售收入比重						760.18%	115.12%
敬请参阅最后一页特别声明	2.26%				12.31%	20.34%	24.42%	

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-11-12	买入	17.10	22.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

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形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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认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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 200011
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: (8610)-66215599-8832
传真: (8610)-61038200
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100032
地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115
传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室