

# 常宝股份 (002478.SZ) 钢铁行业

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

## 投资机会正在显现

### 事件

在公司总经理更换后的第 50 天，我们再次拜访常宝股份，并与公司主要高管进行了深入交流；

### 评论

**朱洪章先生担任总经理有望系统性提升公司盈利能力。**在升任常宝股份总经理之前，朱洪章先生相继担任过常宝精特（常宝股份控股 60%）总经理以及宝钢集团上海钢管厂总经理，在钢管行业内拥有丰厚的人脉资源和管理经验；其曾主管的常宝精特 2009 年 ROE 高达 47%，高出同期常宝股份 25.73 个百分点；由于普通的油井管和锅炉管在 2009 年总体均呈现供过于求的状况，因此常宝精特盈利能力显著高企在很大程度上凸显出朱洪章先生卓越的管理水平；升任常宝股份总经理之后，朱先生已将常宝股份数家子公司的销售系统、采购系统、设备运行系统进行了全面整合，并进一步明确“高技术含量、高附加值”的发展战略，我们判断这一系列的举动将有助于持续性提升整个常宝股份的盈利能力。

**公司“高端业务”在数量和盈利能力上均超出我们此前预期。**根据最新调研，我们上调公司 2012-2014 年高端管材业务毛利的幅度为 43%-57%，贡献公司的毛利总额的比重分别达到 28%、25%、31%，这主要是因为：（1）2011 年底即将投产的 4.8 万吨超长管、7200 吨的碳钢 U 型管在 2012 年生产的毛利率为 30%-50% 高端管的比重预计在 50% 以上，而我们此前保守预计这部分产品在 2012 年均完全生产毛利率为 23% 左右的普通钢管；（2）Super304H 已顺利完成挂壁试验，有望在 2011 年底投产，产能将扩张至 3600 吨（单价 8 万元/吨，是公司现有钢管业务均价的近 10 倍），高于我们此前预测的 1000 吨；（3）常宝普莱森未来可以通过技改，使得产能由 15 万吨增至 18-20 万吨，这将有助于公司现有的 5 万吨特殊扣生产能力得到更充分的发挥。

**高油价和天然气大发展使得公司“基石”&“规模”业务的盈利预期向好，**基于谨慎原则，我们将公司 30 万吨 ERW 募投项目的预期投产时间由 2012 年的 3 月推迟至 2012 年的 6 月，这会对 2012 年公司的业绩构成轻微负面影响；但一方面由于油价已基本稳在 85 美元/桶以上，另一方面 2015 年末全国天然气消费量将是 2010 年的 2.6 倍，因此我们认为油气公司加大资本支出开发力度将是大概率事件，而这将意味着石油钢管（油井管、油气输送管）的需求大幅好转，对公司这类业务的盈利能力的提升有帮助。

**公司在 2011-2013 年毛利总额 CAGR 达 40.48%。**由于公司大部分高端产能及大规模产能均要在 2011 年底至 2012 年中释放，因此 2012 年、2013 年将是公司业绩高增长的年份，我们预计未来三年公司毛利总额复合增长率达 40.48%。

### 投资建议

根据最新情况，我们上调公司 2011-2012 年 EPS 为 0.60 元和 0.66 元，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.446 元、0.632 元、1.101 元；我们重申对公司的“买入”评级，上调 6-12 个月目标价至 25-27.5 元，这对应着 2012 年 23-25 倍 PE，较最新收盘价有 39%-53% 的上涨空间。

股价催化剂：（1）预计 4 月底公布的 1 季度业绩同比大幅增长；（2）即将公布的中石油油井管的招标订单；（3）年内可能宣布投建核电蒸发器管项目。

### 风险提示

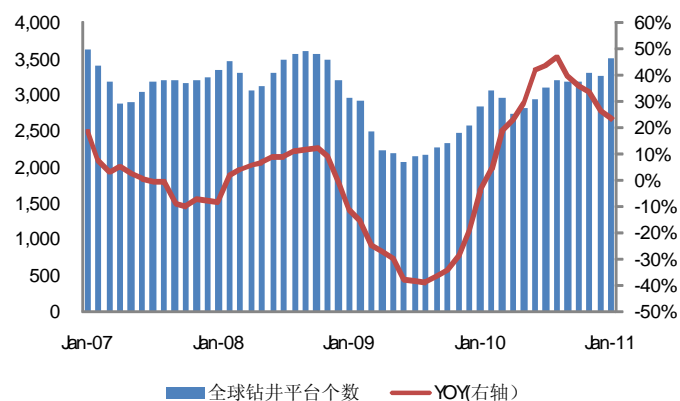
（1）CPI 进一步上行或货币政策进一步紧缩风险；（2）钢价波动造成公司盈利能力的波动；（3）竞争对手在 Super304H 和 Inconel690TT 领域大规模投产的时间如果远早于公司，将会制约公司的业绩以及合理的 PE 估值倍数。

图表1: 常宝在中石油的2011年油井管招标中排第二

2010年					2011年
		油井管	油管	套管	油井管
1	宝钢	31.06	26.84	4.23	西姆莱斯
2	天钢	26.06	22.73	3.32	常宝
3	常宝	5.74	1.92	3.82	衡钢
4	攀成钢	4.34	4.34	0	天钢
5	衡钢	3.92	3.92	0	墨龙
6	西姆莱斯	3.00	3.00	0	天大油管
7	墨龙	2.78	2.78	0	法斯特
8	沈阳天宝	2.56	2.56	0	
9	鞍钢	0.60	0.60	0	
	合计	80.06	68.69	11.37	

来源: 国金证券研究所

图表2: 全球钻井平台数增加意味着油井管的需求增加



来源: CEIC、国金证券研究所

图表3: 常宝精特是常宝股份主要的盈利来源

子公司名称	本部	常宝普莱森	常宝精特	常宝德胜
公司持股	100%	75%	60%	100%
产品	油管	套管、大口径高 钢管	小口径高锅 管	焊管
生产线	热轧顶管	冷加工	Assel轧管	高频直缝
组距 (mm)	Φ 32-114	Φ 114-219	Φ 8-89	Φ 219-660
现产能	18万吨	15万吨	10万吨	募投项目
09年净利润	1.09亿元	0.2亿元	1.08亿元	-0.02亿元
未来规划	高附加值比 重由15%提 升至30%	设备产能释放从 10万吨提升到15 万吨	Super304、 蒸发器管等 高附加值管	30万吨 (管线 管、石油套管 、结构管)

来源: 国金证券研究所

图表4: 常宝精特 ROE 显著高于常宝股份

单位 百万元	常宝精特	常宝股份
总资产	496	2,258
净资产	229	903
净利润	108	193
ROE	47.10%	21.36%

来源: 国金证券研究所

图表5: 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%)							
	油管	18	18	18	18	18	部分高端	国内石油 公司+出口
管坯	常宝普莱森 (75%)							
	套管	15	15	15	18	18	部分高端	
	常宝精特 (60%)							
	高压锅炉管	7	10	10	10	10	基石业务	
电力	超长高压锅炉管			4.8	4.8	4.8		三大锅炉 厂+出口
	Super304H 不锈钢管				0.36	0.36		
	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		
煤炭	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 6: 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	170000	170000	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	1,160	1,218	1,218	1,218	1,218
	毛利率	21%	25%	22%	23%	24%	24%	24%
	销售收入占公司比重	47.63%	45.15%	38.60%	35.23%	24.28%	17.57%	16.10%
	销售毛利占公司比重	55.70%	53.35%	45.82%	41.82%	27.49%	19.37%	17.04%
套管	产能 (万吨)	15	15	15	15	15	15	15
	销量 (吨)	65,314	37,389	60,000	90,000	120,000	130,000	130,000
	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	366	577	770	834	834
	毛利率	18%	12%	8%	13%	16%	18%	20%
	销售收入占公司比重	16.09%	10.03%	12.20%	16.70%	15.34%	12.03%	11.02%
	销售毛利占公司比重	15.93%	5.73%	5.45%	10.77%	11.58%	9.95%	9.72%
高压 锅炉 炉管	产能 (万吨)	7	7	10	10	10	10	10
	销量 (吨)	65,243	71,537	104,000	104,000	104,000	104,000	104,000
	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	1,174	1,233	1,233	1,233	1,233
	毛利率	17%	23%	19%	20%	21%	21%	21%
	销售收入占公司比重	28.82%	35.48%	39.09%	35.67%	24.59%	17.79%	16.31%
	销售毛利占公司比重	26.55%	38.04%	40.35%	36.83%	24.36%	17.16%	15.10%
三者 合计	销售收入 (百万元)	3,123	1,966	2,701	3,028	3,220	3,285	3,285
	YOY		-37.05%	37.38%	12.12%	6.35%	1.99%	0.00%
	占公司销售收入比重	92.54%	90.66%	89.88%	87.60%	64.21%	47.39%	43.43%
	销售毛利 (百万元)	595	442	499	599	674	701	718
	YOY		-25.60%	12.72%	20.10%	12.61%	3.99%	2.38%
	占公司销售收入比重	98.18%	97.13%	91.62%	89.42%	63.43%	46.48%	41.87%

来源: 国金证券研究所

**图表 7: 常宝钢管“规模”业务盈利预测**

新兴业务		2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
ERW 焊管	产能 (万吨)					30	30	30
	销量 (吨)					100000	260000	280000
	销售单价 (元/吨)					7,200	7,200	7,200
	销售收入 (百万元)					720	1,872	2,016
	YOY					NA	160.00%	7.69%
	占公司收入比重					14.36%	27.01%	26.66%
	毛利总额					137	356	383
	YOY					NA	160.00%	7.69%
	占公司毛利比重					12.87%	23.57%	22.34%
	毛利率					19%	19%	19%

来源: 国金证券研究所

**图表 8: 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					27%	27%	27%
	销售收入占公司比重					2.99%	6.49%	7.93%
	销售毛利占公司比重					3.81%	8.05%	9.45%
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)				13,000	14,000	15,000	16,000
	销售收入(百万元)				52	336	600	720
	毛利率				23%	28%	28%	28%
	销售收入占公司比重				1.50%	6.70%	8.66%	9.52%
304 不锈钢管	销售毛利占公司比重				1.79%	8.85%	11.13%	11.76%
	产能(万吨)					0.36	0.36	0.36
	销量(吨)					2400	3200	3600
	销售单价(元/吨)					33,000	33,000	33,000
	销售收入(百万元)					79	106	119
	毛利率					20%	20%	20%
碳钢管	销售收入占公司比重					1.58%	1.52%	1.57%
	销售毛利占公司比重					1.49%	1.40%	1.39%
	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%	50%	50%	50%
	销售收入占公司比重				0.35%	1.44%	1.73%	1.85%
	销售毛利占公司比重				0.41%	3.39%	3.98%	4.08%
	产能(万吨)						0.06	0.06
	销量(吨)						100	300
	销售单价(元/吨)						180,000	180,000
核电蒸发器 U 管	销售收入(百万元)						18	54
	毛利率						50%	50%
	销售收入占公司比重						0.26%	0.71%
	销售毛利占公司比重						0.60%	1.57%
	产能(万吨)							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							50%
	销售收入占公司比重							1.32%
	销售毛利占公司比重							2.92%
	销售收入(百万元)				64	637	1,294	1,733
YOY	YOY					895.63%	103.01%	33.95%
	占公司销售收入比重				1.85%	12.70%	18.66%	22.91%
	销售毛利(百万元)				15	186	380	534
	YOY					1166.44%	103.64%	40.76%
	占公司销售收入比重				2.20%	17.53%	25.16%	31.16%

来源: 国金证券研究所

**图表 9: 常宝股份 (002478) 盈利预测简表**

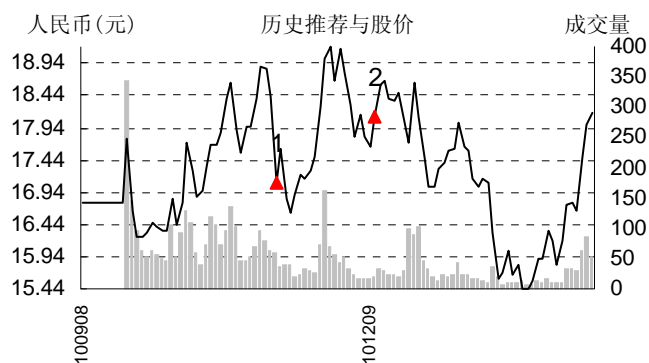
项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股盈利 (元)	0.647	0.793	0.583	0.446	0.631	1.101
净利润增长率	N/A	77.70%	-26.47%	-7.41%	41.44%	74.41%
先前预期每股收益 (元)	0.647	0.793	0.583	0.446	0.627	1.032
市场 EPS 预测均值 (元)	N/A	N/A	N/A	0.463	N/A	N/A
市盈率 (倍)	N/A	N/A	N/A	39.38	26.37	15.12
行业优化平均市盈率 (倍)	25.50	7.40	14.55	14.55	14.55	14.55
市场优化平均市盈率 (倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70	29.70
股息率	N/A	N/A	N/A	1.02%	1.52%	2.65%
PE/G (倍)	N/A	N/A	N/A	-5.31	0.64	0.20
净资产收益率	31.83%	36.32%	21.36%	8.43%	11.49%	17.88%
每股净资产 (元)	2.03	2.18	2.73	5.29	5.49	6.15
市净率 (倍)	N/A	N/A	N/A	3.32	3.03	2.70
每股经营性现金 (元)	1.12	2.38	-0.67	2.14	1.47	2.58
已上市流通 A 股 (百万股)	N/A	N/A	N/A	69.50	69.50	69.50
发行股数 (百万股)	228.00	330.60	330.60	400.10	400.10	400.10

来源: WIND、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 ~ 22.00
2	2010-12-12	买入	18.11	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方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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室