

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

短期增长来自产品结构升级，长期依赖产能释放

事件描述

常宝股份此次公开发行 6950 万股人民币普通股，其中网下配售 1390 万股，网上发行 5560 万股，发行价格为 16.78 元/股。本次发行募集资金总额为 11.66 亿元，扣除发行费用 6179.94 万元后，实际募集资金净额为 11.04 亿元。

事件评论

第一，此次公开发行 6950 万股，发行价 16.78 元/股，募集资金 11.66 亿元

公司此次公开发行 6950 万股，其中网下配售 1390 万股，网上发行 5560 万股，发行价格为 16.78 元/股，募集资金总额为 11.66 亿元，扣除发行费用 0.62 亿元，实际募集资金净额为 11.04 亿元。

表 1：经过本次公开发行后，公司股本的变化情况

股东名称	本次发行前		本次发行并上市后	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
曹坚	11385.86	34.44%	11385.86	28.46%
一、有限售条件的股份				
常宝投资	4800.31	14.52%	4800.31	12.00%
其他 26 位自然人	16873.83	51.04%	16873.83	42.17%
二、本次发行流通股（社会公众）	-	-	6950	17.37%
总股本	33060	100.00%	40010	100%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司目前拥有两个全资子公司，两个控股子公司。

表 2：公司拥有控股子公司二家、全资子公司二家

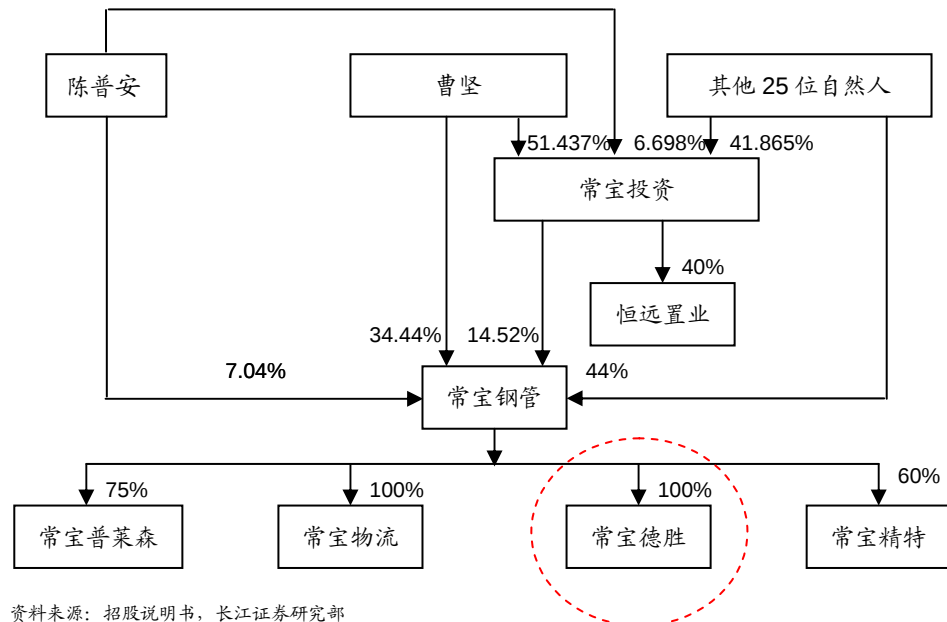
子公司名称	注册资本（万元）	出资比例（%）	主营业务	备注
常州常宝精特钢管有限公司	3,000	60	新兴合金材料、钢管的生产加工	公司法定代表人为曹坚，拥有 10 万吨高压锅炉管产能
江苏常宝普莱森钢管有限公司	1,500	75	高档水暖器材、新兴合金材料和钢管	2009 年实现净利润 2037 万元，Assel 轧管生产线拥有 15 万吨套管产能
常州常宝物流有限公司	100	100	普通货运、金属管件制造、电气机械设备维修	为发行人的全资子公司
江苏常宝德胜钢管	11,000	100	钢管生产和加工；自营	是发起人为实施募投项目 ERW660 焊管

有限公司

和代理各类进出口业务 设立的，目前尚在建设期

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 1：公司主要股权结构图



第二，现有产品为石油油井管和高压锅炉管，短期依赖产品升级，长期期待 30 万吨 ERW660 焊管募投项目达产

目前公司主要产品为石油油井管和高压锅炉管，其中：本公司的主要产品为油管，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。

表 3：目前公司及子公司主要生产线及主要产品情况

企业名称	生产线	可生产的产品
常宝钢管	热轧顶管生产线	石油油管光管，以及部分中低压锅炉管以及地质管等其他专用钢管
	管加工生产线（3 条，其中一条为特殊扣生产线）	成品油井管，可直接交付终端客户使用
常宝精特	冷加工生产线	小口径高压和中低压锅炉管、部分地质管以及汽车管等其他专用钢管
常宝普莱森	Assel 轧管生产线	石油套管光管、中大口径高压锅炉管、钻杆以及常宝普莱部分石化工业管等其他钢管产品
	管加工生产线（2 条，其中一条为特殊扣生产线）	成品套管等，可直接交付终端客户使用

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 4：公司生产线产能情况统计如下

生产线名称	2007	2008	2009	2010
热轧顶管生产线（主要生产油管光管）	17	18	18	18
冷加工生产线（生产高压锅炉管）	5.3	7	7	10
Assel 轧管生产线（主要生产套管）	—	15	15	15
钢管生产能力合计	22.3	40	40	43

管加工生产线	10	20	25	30
管加工生产能力合计	10	20	25	30

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

◆ 短期增长来自于高压锅炉管产品结构升级

2011 年公司业绩增长主要来自于常宝精特的高压锅炉管产品结构升级。

- ✓ 10 万吨自身高压锅炉管的产品结构调整；
- ✓ 超长管逐步投产，毛利率较普通锅炉管有 10% 左右的增长；
- ✓ 超级 304 锅炉管投产，预计生产 1000 吨左右，毛利率有望达到 40% 以上；
- ✓ 碳钢 U 型管投产。

2012 年公司募投项目将逐步投产，未来的增长主要依赖募投项目以及常宝精特产品结构的升级。

- ✓ 超级 304 锅炉管进一步达产；
- ✓ 超长管项目达产，预计产能为 4.8 万吨
- ✓ 碳钢 U 型管达产，预计产能为 7200 吨；
- ✓ 换热器 U 型管投产，预计 2013 年形成产能 600 吨；
- ✓ 核电蒸发器 U 型管投产，预计 2013 年底形成产能 600 吨；
- ✓ 募投项目逐步达产，预计 2013 年后形成产能 30 万吨。

◆ 长期增长依赖 30 万吨 ERW 焊管募投项目达产

本次公开发行股票所募集的资金将用于投资 ERW660 焊管项目，该项目将由全资子公司常宝德胜具体实施。

ERW 焊管车间完全达产后，将拥有年产 30 万吨 ERW 焊接管的生产能力。

- ✓ 油管套管加工车间将对 ERW660 焊管车间生产的 ERW 焊管光管进行加工，年产成品石油套管 10 万吨；
- ✓ 防腐涂层车间将对 ERW660 焊管车间生产的 ERW 焊管光管进行防腐涂层处理，年产外防腐涂层管 8.4 万吨、内外防腐涂层管 4.5 万吨。

表 5：募投项目达产后公司所拥有的产品结构如下

产品结构	主要产品	组距	产能（万吨）	产品类别
常宝钢管	石油油管	Φ32 ~ Φ114mm	18	热轧无缝管
常宝精特	高压锅炉管	Φ8 ~ Φ89mm	10	冷加工无缝管
常宝普莱森	石油套管	Φ114 ~ Φ219mm	15	热轧无缝管
常宝德胜	管线管、石油套管、建筑结构管	Φ219 ~ Φ660mm	30	高频焊管
合计	-	Φ8 ~ Φ660mm	73	-

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

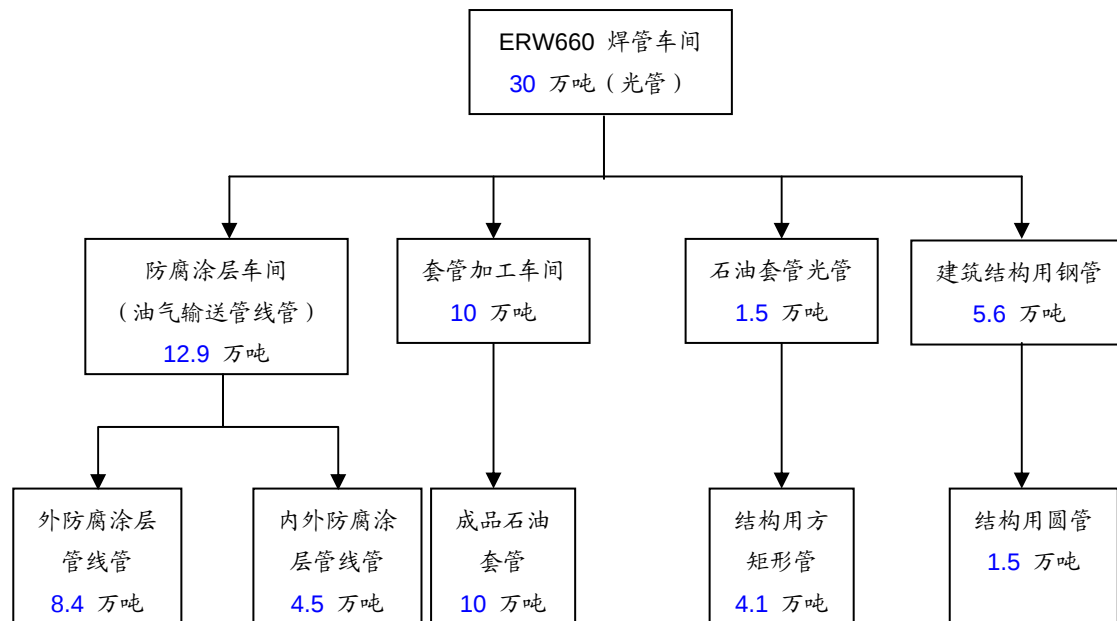
表 6：ERW 项目产品的主要目标市场如下

序号	产品	数量（万吨）	目标市场
1	外防腐涂层管	8.4	油气输送管线管市场
	内外防腐涂层管	4.5	
2	成品套管	10.0	石油套管市场

3	套管光管	1.5	建筑结构用钢管市场
	方矩形管	4.1	
	圆管	1.5	
合计		30.0	

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 2：ERW 项目主要产品结构图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第三，油管、套管与高压锅炉管为公司主要产品，增长来自产能释放及产品结构升级

从盈利能力来看，油管一直都是毛利率最高的品种，而高压锅炉管目前居于第二位。

表 7：过去三年分产品产销量、吨钢售价及毛利率情况统计

分产品统计	日期	产量（吨）	销量（吨）	销售收入（万元）	平均售价（元/吨）	毛利率
2007N	油管	148,282	148,428	95,831	6,456	25.42%
	套管	2,150	2,150	1,255	5,837	18.86%
	高压锅炉管	39,592	36,701	39,687	10,814	15.03%
2008N	油管	200,363	192,313	160,730	8,358	20.99%
	套管	66,564	65,134	54,287	8,335	17.77%
	高压锅炉管	62,868	65,243	97,264	14,910	16.53%
2009N	油管	136,088	150,674	97,901	6,498	24.82%
	套管	39,535	37,389	21,747	5,817	12.01%
	高压锅炉管	67,271	71,537	76,940	10,755	22.52%
2010Z	油管	67,633	71,343	41,446	5,809	21.42%
	套管	25,364	31,590	17,548	5,555	8.02%
	高压锅炉管	50,739	49,413	43,806	8,865	18.51%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

而从过去三年的收入占比来看，高压锅炉管、油管与套管占据公司收入构成的大部分。

表 8：过去三年分产品毛利率及收入构成统计

毛利率	高压锅炉管	油管	套管	其他管	管线管	低中压锅炉管	加工管	外购管	钻杆
2007	15.03%	25.42%	18.86%	5.70%	17.62%	0.41%	86.96%	3.34%	23.10%
2008	16.53%	20.99%	17.77%	9.41%	-1.19%	17.16%	59.93%	16.78%	32.64%
2009	22.52%	24.82%	12.01%	-4.30%	9.33%	6.46%	56.05%		27.82%
2010Z	18.51%	21.42%	8.02%	9.31%	-2.61%	8.57%			
收入构成	高压锅炉管	油管	套管	其他管	管线管	低中压锅炉管	加工管	外购管	钻杆
2007	24.06%	58.11%	0.76%	0.63%	8.21%	0.15%	0.64%	2.37%	0.14%
2008	28.82%	47.63%	16.09%	0.56%	0.61%	0.20%	0.21%	0.89%	0.08%
2009	35.48%	45.15%	10.03%	3.39%	1.50%	0.30%	0.11%		0.18%
2010Z	35.97%	34.03%	14.41%	8.27%	2.30%	0.46%			

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第四，短期依赖产品结构调整，长期增长动力来自结构调整与产能释放

公司短期增长来自高压锅炉管的产品结构调整提升盈利能力，长期增长动力来自结构调整于募投项目放量。我们预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.43 元和 0.62 元，考虑 16.78 元的发行价对应的市盈率分别为 39.02 倍和 27.06 倍。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2168	2540	3318	4053	货币资金	453	254	332	475
营业成本	1713	1996	2560	3105	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	455	544	758	949	应收账款	411	481	628	767
% 营业收入	21.0%	21.4%	22.8%	23.4%	存货	407	473	606	735
营业税金及附加	11	13	17	20	预付账款	126	147	188	228
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	50	58	76	93	流动资产合计	1410	1368	1772	2227
% 营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	可供出售金融资产	1	1	1	1
管理费用	134	157	206	251	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	1	10	7	4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	0.4%	0.2%	0.1%	固定资产合计	657	915	1162	1198
资产减值损失	1	4	8	7	无形资产	173	164	156	148
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	10	10	10	10
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	5	1	2	2
营业利润	259	303	444	573	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	12.0%	11.9%	13.4%	14.1%	资产总计	2258	2463	3106	3590
营业外收支	24	0	0	0	短期贷款	290	136	185	0
利润总额	283	303	444	573	应付款项	798	930	1192	1446
% 营业收入	13.1%	11.9%	13.4%	14.1%	预收账款	28	33	43	53
所得税费用	37	76	111	143	应付职工薪酬	2	2	3	3
净利润	246	227	333	429	应交税费	18	33	48	61
归属于母公司所有者的净利润	192.8	170.1	249.6	321.8	其他流动负债	32	37	48	58
少数股东损益	53	57	84	108	流动负债合计	1167	1171	1518	1621
EPS (元/股)	0.48	0.43	0.62	0.80	长期借款	22	22	22	22
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-220	316	407	520	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1190	1193	1540	1643
收回现金					归属于母公司	903	1047	1259	1533
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	166	223	306	414
固定资产投资	-111	-325	-333	-141	股东权益	1069	1270	1566	1947
其他	374	0	0	0	负债及股东权益	2258	2463	3106	3590
投资活动现金流净额	263	-325	-333	-141	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.482	0.425	0.624	0.804
银行贷款增加 (减少)	-115	-154	49	-185	BVPS	2.26	2.62	3.15	3.83
筹资成本	39	-35	-45	-52	PE	34.82	39.47	26.90	20.86
其他	-78	0	0	0	PEG	1.87	2.12	1.44	1.12
筹资活动现金流净额	-154	-189	4	-237	PB	7.44	6.41	5.33	4.38
现金净流量	-112	-199	78	143	EV/EBITDA	20.34	17.07	12.06	9.10
					ROE	21.4%	16.2%	19.8%	21.0%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究 3 年。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。