

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

执业证书编号： S0490510120022

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

技术领先保障结构调整，产能增长带来业绩扩张

事件描述

我们于 18 日调研了常宝股份，与公司董秘进行了深入交流。

事件评论

第一，公司现有产品为油井管、套管与高压锅炉管，未来将逐步扩大高端产品比重

公司目前主要产品为油井管、套管与高压锅炉管，其中母公司主要产品为油井管，子公司常宝普莱森的主要产品为套管，子公司常宝精特的主要产品为高压锅炉管。

表 1：目前公司及子公司主要生产线及主要产品情况

企业名称	持股比例	生产线	可生产的产品
常宝钢管	100%	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	60%	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	75%	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
常宝德胜	100%	募投项目	ERW 焊管生产

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 2：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：公司资料，长江证券研究部

在现有生产能力的基础上，未来公司将逐步增加高端品种的比例：

- ✓ 金坛开发区建设的超级 304、超长管、U 型管 3 个项目，将于 2011 年底投产，预计 2012 年可以达产；
- ✓ 公司核电换热器 U 型管与核电蒸发器 U 型管项目也在进一步推进之中。

同时，30 万吨募投项目 2013 年的达产也使得公司具备高增长的能力。

表 3：公司未来将逐步增加高端产品的比重

公司产品	产能	2010Z	2010E	2011E	所属	股权占比	附注
油管	18	6.76	16	18	常宝钢管	100%	最大可达 20 万吨
套管	15	2.54	7	15	常宝普莱森	75%	
高压锅炉管	10	5.07	10	10			结构调整升级
超级 304	0.36						
超长管	4.8				常宝精特	60%	2011 年底投产，2012 年达产
U 型管	0.7						
换热器 U 型管	0.6						推进中，预计 2014 年投产
核电蒸发器 U 型管	0.6						推进中，预计 2014 年投产
募投项目 ERW 焊管	30				常宝德胜	100%	2013 年开始释放产量
总计	80.06	14.37	33	43			

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，现有业务保障公司短期业绩，期待产能释放与行业盈利提升

短期来看，2011 年公司仍将主要依靠传统业务，增长一方面来自现有产能的进一步充分释放，另一方面公司现有产品盈利也有望进一步提升。

- ✓ 油井管现有产能 18 万吨，最大可达 20 万吨；

油井管业务目前主要由母公司开展，设计产能 18 万吨，综合毛利率在 20%左右。

目前公司油井管的订单主要来自中石油的招标，由于中石油会在交货期根据国内市场原材料的价格波动情况给予相应的补贴，因此公司油井管毛利率能保持相对稳定。

分品种来看，API 标准的产品盈利能力相对略低，以走量为主；而非 API 标准的高端产品，因其相对个性化的要求以及对抗挤压、抗腐蚀等方面更高的要求，盈利能力相对更高。

短期来看，公司对油井管的战略定位不在简单追求量的扩大，而将专注于高端产品比例的提升来提升整体的盈利能力。目前高端品种比例约为 5%，2011 年公司将努力使这一比例达到 10%，并且未来还将进一步扩大比例。

结合以上假设，粗略估算预计油井管 2010、2011、2012 年贡献的 EPS 分别为 0.25 元、0.38 元和 0.40 元。

表 4：油井管业绩预测

油井管业绩预测	2010Z	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	4.14	9.75	12.60	12.60	12.60	12.60	14.00
营业成本	3.25	7.70	9.83	9.70	9.58	9.45	10.50
毛利率	21.42%	21%	22%	23%	24%	25%	25%
毛利水平	0.89	2.05	2.77	2.90	3.02	3.15	3.50

产量	7.13	15	18	18	18	18	20
销售均价	5,809	6,500	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000
三项费用率	8.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.47	1.12	1.55	1.66	1.77	1.87	2.08
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
贡献 EPS	0.12	0.28	0.39	0.41	0.44	0.47	0.52

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

✓ 套管现有产能 15 万吨，2011 年产能释放有望大幅增长；

套管生产线于 2008 年 2 月投产，初期主要定位出口，2009 年 4 季度受到“双反”影响后开始着重开发国内市场。受此影响，公司上半年套管产量仅仅 2.54 万吨，毕竟刚刚起步的国内市场开发需要一个认可的过程。目前随着市场认可度的提升，预计 2011 年产量有望出现较大幅度的增长。

2011 年套管部分业绩改善一方面来自产能的进一步释放，另一方面毛利率预计也将有一定提升空间。不过因为套管业务目前的整体状况并不理想，因此对整个公司的贡献力度也十分有限。粗略估算，套管 2010、2011、2012 年贡献的 EPS 分别为 0.00 元、0.03 元和 0.05 元。

表 5：套管盈利预测

套管业绩预测	2010Z	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	1.41	4.20	7.20	9.00	9.00	9.00	9.00
营业成本	1.30	3.86	6.48	8.01	8.01	8.01	8.01
毛利率	8.02%	8%	10%	11%	11%	11%	11%
毛利水平	0.11	0.34	0.72	0.99	0.99	0.99	0.99
产量	2.54	7	12	15	15	15	15
销售均价	5,555	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
三项费用率	8.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.00	0.02	0.15	0.27	0.27	0.27	0.27
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
贡献 EPS	0.00	0.00	0.04	0.07	0.07	0.07	0.07
股权比例	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
考虑股权比例后 EPS 贡献	0.00	0.00	0.03	0.05	0.05	0.05	0.05

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

✓ 高压锅炉管现有产能 10 万吨，技术改造与升级提升整体盈利水平；

高压锅炉管未来将逐步成为公司最具核心竞争力的产品，目前拥有 1 条冷拔生产线，需求较好，订单充足。公司产品仅供给上海锅炉厂、东方锅炉厂与哈尔滨锅炉厂，2010 年 10 万吨产量中约有 8 万吨来自这 3 家厂商的订单，另外 2 万吨用于出口。

粗略估算，高压锅炉管 2010、2011、2012 年贡献 EPS 分别为 0.13 元、0.16 元和 0.16 元。

表 6：高压锅炉管盈利预测

高压锅炉管业绩预测	2010Z	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	4.49	9.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
营业成本	3.66	7.29	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00

毛利率	18.51%	19%	20%	20%	20%	20%	20%
毛利水平	0.83	1.71	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
产量	5.07	10	10	10	10	10	10
销售均价	8,865	9,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
三项费用率	8.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.40	0.88	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
贡献 EPS	0.10	0.22	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
股权比例	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
考虑股权比例后 EPS 贡献	0.06	0.13	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，中期增长来自产品结构调整与技术升级

中期来看，公司增长的动力主要来自超级 304、超长管与 U 型管的投产。公司目前在金坛开发区获得了 300 亩地的使用权，目前利用了 152 亩建造了 6.8 万平米的大车间用于这三个项目的实施。

✓ 超级 304 设计产能 3600 吨，2011 年 4 季度投产，2012 年达产；

公司超级 304 与上海锅炉厂合作，已经完成了挂样试验。

国内目前超级 304 产品主要来自进口，目前售价约为 20 万/吨，毛利率约 40%。随着进口替代的逐步进行，预计价格将会出现明显下滑。

保守估算，超级 304 产品 2011、2012、2013 年贡献的 EPS 分别为 0.03 元、0.10 元和 0.11 元。

表 7：超级 304 盈利预测

超级 304 业绩预测	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	0.65	3.00	3.30	3.60	3.60
营业成本	0.39	1.95	2.15	2.52	2.16
毛利率	40%	35%	35%	30%	40%
毛利水平	0.26	1.05	1.16	1.08	1.44
产量	0.05	0.25	0.3	0.36	0.36
销售均价	130,000	120,000	110,000	100,000	100,000
三项费用率	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.18	0.69	0.76	0.67	0.98
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
贡献 EPS	0.04	0.17	0.19	0.17	0.24
股权比例	60%	60%	60%	60%	60%
考虑股权比例后 EPS 贡献	0.03	0.10	0.11	0.10	0.15

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

✓ 超长管设计产能 4.8 万吨，毛利率在 30%-32%以上；

大型发电机组需要长度在 28 米以上的超长管，目前这一产品基本全部来自进口。国内仅有宝钢与无锡正达拥有两条小型生产线，生产能力约为 2000 吨。

公司预计当前国内超长管需求量为 5 万吨左右，未来产品投产后用于进口替代。

目前这一产品价格大约为 1.5 万/吨，毛利率在 30%-32%以上。

粗略估算，超长管 2011、2012、2013 年贡献的 EPS 分别为 0.02 元、0.13 元和 0.15 元。

表 8: 超长管盈利预测

超长管业绩预测	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	0.75	4.20	5.20	5.76	7.20
营业成本	0.51	2.86	3.64	4.03	4.90
毛利率	32%	32%	30%	30%	32%
毛利水平	0.24	1.34	1.56	1.73	2.30
产量	0.5	3	4	4.8	4.8
销售均价	15,000	14,000	13,000	12,000	15,000
三项费用率	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.15	0.86	0.97	1.08	1.47
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
贡献 EPS	0.04	0.21	0.24	0.27	0.37
股权比例	60%	60%	60%	60%	60%
考虑股权比例后 EPS 贡献	0.02	0.13	0.15	0.16	0.22

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

✓ **U 型管设计产能 7000 吨，技术要求高于超长管但略低于超级 304；**

目前 U 型管的国内需求量大约为 1.5 万吨，如果考虑存在部分出口量，实际可容纳量可能将达到 2 万吨左右。

目前国内仅有宝银可生产约 9000 吨，其余部分均来自进口。

U 型管当前国内价格约为 3 万/吨，毛利率在 50%以上。

粗略估算，超长管 2011、2012、2013 年贡献的 EPS 分别为 0.01 元、0.06 元和 0.06 元。

表 9: U 型管盈利预测

U 型管业绩预测	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	0.15	1.25	1.50	1.75	2.16
营业成本	0.08	0.69	0.90	1.05	1.08
毛利率	50%	45%	40%	40%	50%
毛利水平	0.08	0.56	0.60	0.70	1.08
产量	0.05	0.5	0.6	0.7	0.72
销售均价	30,000	25,000	25,000	25,000	30,000
三项费用率	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.05	0.39	0.41	0.48	0.77
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
贡献 EPS	0.01	0.10	0.10	0.12	0.19
股权比例	60%	60%	60%	60%	60%
考虑股权比例后 EPS 贡献	0.01	0.06	0.06	0.07	0.12

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第四，长期增长主要来自募投项目的达产

✓ 募投项目将于 2013 年达产；

募投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。

表 10：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

✓ 600 吨换热器 U 型管与 600 吨核电蒸发器 U 型管未来可能的投产；

公司换热器 U 型管与核电蒸发器管项目仍在逐步推进之中，不过一方面由于资质的审批需要 3 年的时间，另一方面项目的进行仍存在较大的不确定性。

因此，即便项目投入实施，产能的释放也要到 2014 年才可有所贡献，因此我们暂不对其进行盈利预测。

✓ 超级 304、超长管与 U 型管产能未来都存在进一步扩大的可能；

公司能源管材公司对这三个项目的实施仅仅占用了 152 亩地，由于公司在金坛开发区具备 300 亩地的使用权，未来如果高端产品的市场推广较为乐观，不排除存在进一步扩大产能的可能。

第五，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.45 元和 0.56 元，维持“谨慎推荐”评级。

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	2832	3492	4748	货币资金	453	283	349	475
营业成本	1713	2238	2763	3661	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	455	594	729	1087	应收账款	411	536	661	899
% 营业收入	21.0%	21.0%	20.9%	22.9%	存货	407	530	655	867
营业税金及附加	11	14	18	24	预付账款	126	165	203	269
% 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	65	80	109	流动资产合计	1410	1530	1887	2535
% 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	176	217	294	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	9	5	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	0.4%	0.3%	0.1%	固定资产合计	657	918	1166	1209
资产减值损失	1	6	7	13	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	2	2	3
营业利润	259	323	399	643	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	12.0%	11.4%	11.4%	13.5%	资产总计	2258	2628	3225	3910
营业外收支	24	0	0	0	短期贷款	290	163	223	3
利润总额	283	323	399	643	应付款项	798	1043	1287	1705
% 营业收入	13.1%	11.4%	11.4%	13.5%	预收账款	28	37	45	62
所得税费用	37	81	100	161	应付职工薪酬	2	2	3	4
净利润	246	242	299	482	应交税费	18	35	44	69
归属于母公司所有者					其他流动负债	32	42	52	69
的净利润	192.8	181.3	224.1	361.1	流动负债合计	1167	1322	1654	1911
少数股东损益	53	61	75	121	长期借款	22	22	22	22
EPS（元/股）	0.48	0.45	0.56	0.90	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-220	323	384	552	负债合计	1190	1344	1676	1933
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	903	1057	1247	1554
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	166	227	302	422
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1069	1283	1549	1976
固定资产投资	-111	-328	-335	-147	负债及股东权益	2258	2628	3225	3910
其他	374	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	263	-328	-335	-147		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.482	0.453	0.560	0.903
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.26	2.64	3.12	3.88
银行贷款增加（减少）	-115	-127	60	-220	PE	32.58	34.65	28.03	17.40
筹资成本	39	-37	-42	-59	PEG	1.40	1.49	1.20	0.75
其他	-78	0	0	0	PB	6.96	5.94	5.04	4.04
筹资活动现金流净额	-154	-164	17	-279	EV/EBITDA	19.00	15.15	12.29	7.68
现金净流量	-112	-169	66	126	ROE	21.4%	17.2%	18.0%	23.2%

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。

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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。