

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

中标中石油大订单彰显公司卓越实力

事件

2月22日公告称，公司中标中石油2011年国产API标准成品油井管总计9.54万吨，中标中石油西南油气田分公司非API产品（常宝特殊扣、90S、95S）2120吨。

评论

中标中石油大订单彰显公司卓越实力。中石油是全国最大、最优秀的油井管需求方（消费全国油井管的50%以上，且基本不拖欠账单），其在招标过程中会对投标方的综合要素（包括质量、信誉、价格等）进行评估；此次中石油油井管招标，常宝API中标数量位居第二位（较2010年上升1个名次），高附加值的非API产品也有所收获；我们认为这充分彰显了常宝股份在油井管领域内的综合实力。

对公司短期和长期盈利均有积极影响。主要体现在如下几个方面：（1）中标的9.75万吨油井管产品相当于公司全部油井管产能的29.55%，全部钢管产能的19.89%（所占销售收入比重与此大体相当），这将有助于公司的生产、经营更为有序，我们判断公司将会择机采购低价钢材来生产成品管，进而充分保证公司的盈利能力；（2）2010年，公司套管产品由于市场开拓尚存在一定困难，使得产能利用率显著偏低，毛利率也低于油管业务近14个百分点，我们判断此次订单将有助于公司套管产能利用率在2011年大幅提升，从长期来看，公司的套管业务产能利用率、毛利率均会朝油管看齐；（3）公司也中标了高附加值非API产品2120吨，这是超出我们预期的，这有利于奠定公司在高端管材领域内的地位；我们对公司高端管材业务在2012-2014年贡献毛利总额的25%-31%更有信心。

公司焊管业务盈利能力有望超市场预期。目前市场普遍对公司2012年6月左右投产的30万吨焊管募投项目缺乏重视，我们认为该块业务的盈利表现有望超出市场预期，主要理由是天然气的大发展需要建造相应的管道；全国最大的管道建设商中石油2月19日表示，“十二五”期间中石油拟建管道长度是“十一五”期间的两倍，这意味着油气输送管焊管的“十二五”的需求量很有能也较“十一五”翻番，常宝股份30万吨的焊管预计会充分受益。我们预计该块业务将贡献公司2012年、2013年毛利总额13%、24%。

投资建议

我们坚定看好公司优秀的管理层、激励机制和成长性。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，维持6-12个月25-27.5元的目标价，这对应着2012年23-25倍PE，较最新收盘价有36%-50%的上涨空间。

股价催化剂：（1）预计3月18日公司的中石油管道与天然气资本支出会大幅增长；（2）预计4月底公布的1季度业绩同比大幅增长；（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。

相关报告

2010年11月11日深度报告《常宝股份：高端和规模，双管齐下》

2010年12月11日调研简报《常宝股份：后发优势正在显现》

2011年2月20日调研简报《常宝股份：投资机会正在显现》

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	NA
2	天钢	26.06	22.73	3.32	常宝	9.54
3	常宝	5.74	1.92	3.82	衡钢	NA
4	攀成钢	4.34	4.34	0	天钢	NA
5	衡钢	3.92	3.92	0	墨龙	5
6	西姆莱斯	3.00	3.00	0	天大油管	NA
7	墨龙	2.78	2.78	0	法斯特	NA
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		

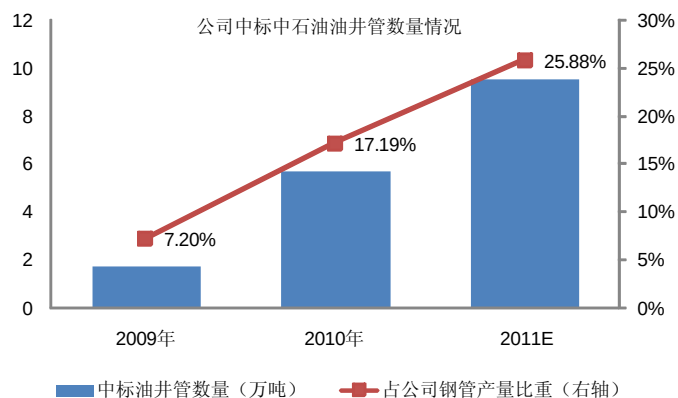
来源: 国金证券研究所

图表2: 中石油是全国最大的油井管需求方

2009年(万吨)	油井管	油管	套管
中石油	127.2	26.85	100.35
占比	51.37%	52.39%	51.11%
中石化	56.3	12.8	43.5
占比	22.74%	24.98%	22.15%
延长石油	54	10	44
占比	21.81%	19.51%	22.41%
中海油	10.1	1.6	8.5
占比	4.08%	3.12%	4.33%
合计	247.6	51.25	196.35

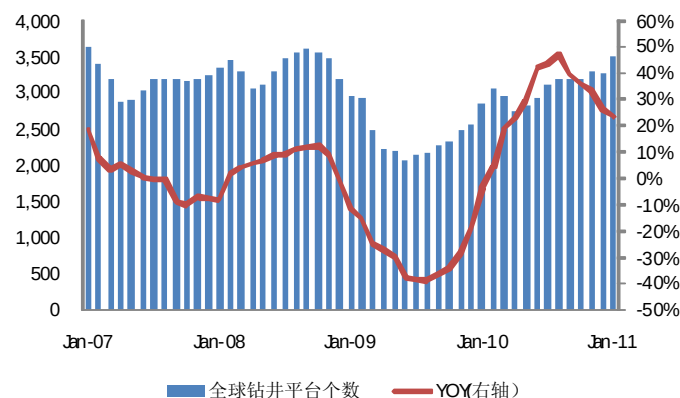
来源: 国金证券研究所

图表3: 此次中标量对公司而言是一个“大订单”



来源: 国金证券研究所

图表4: 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		
	Super304H不锈钢管				0.36	0.36		
	碳钢U型管			0.72	0.72	0.72	高端业务	三大锅炉厂+出口
	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

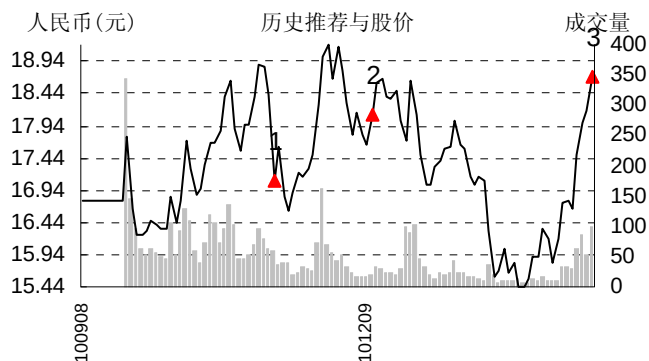
项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股盈利（元）	0.647	0.793	0.583	0.446	0.631	1.101
净利润增长率	N/A	77.70%	-26.47%	-7.41%	41.44%	74.41%
先前预期每股收益（元）	0.647	0.793	0.583	0.446	0.627	1.032
市场EPS预测均值（元）	N/A	N/A	N/A	0.458	N/A	N/A
市盈率（倍）	N/A	N/A	N/A	39.38	26.37	15.12
行业优化平均市盈率（倍）	25.50	7.40	14.55	14.55	14.55	14.55
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
3	2011-02-21	买入	18.71	25.00 ~ 27.50

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