

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

2 季度收入增加净利润改善，期待募投项目结构调整

事件描述

常宝股份今日公布 2011 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 16.31 亿元，同比增长 33.89%；营业成本 13.86 亿元，同比增长 37.78%；实现归属于母公司所有者净利润 0.90 亿元，同比增长 7.44%；实现 EPS 为 0.22 元。

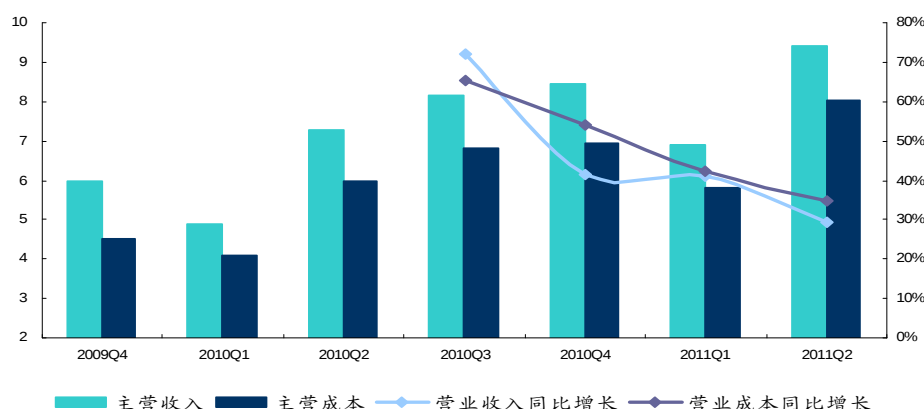
其中 2 季度公司实现营业收入 9.42 亿元，同比增长 29.19%；营业成本 8.03 亿元，同比增长 34.69%；实现归属于母公司所有者净利润 0.51 亿元，同比下降 2.28%；2 季度实现 EPS 为 0.13 元，1 季度 EPS 为 0.10 元。

事件评论

第一，2 季度营业收入与营业成本同比均增长但增速下滑，环比都有较大幅度的增长

2 季度公司实现营业收入 9.42 亿元，同比增长 29.19%，1 季度收入同比增速为 40.90%；营业成本 8.03 亿元，同比增长 34.69%，1 季度同比增速为 42.20%；实现归属于母公司所有者净利润 0.51 亿元，同比下降 2.28%；2 季度实现 EPS 为 0.13 元，1 季度 EPS 为 0.10 元。

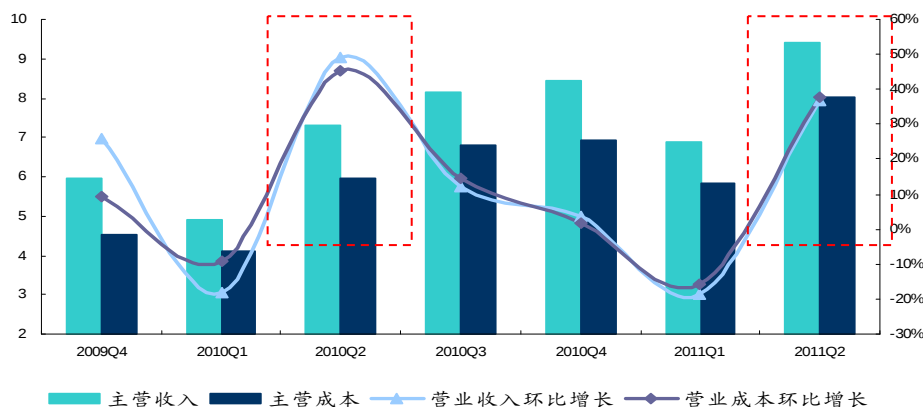
图 1：2 季度营业收入与营业成本同比均增长，增速继续下滑



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，2 季度营业收入环比增长 36.69%，1 季度收入环比增速为-18.46%；营业成本环比增长 37.70%，1 季度成本环比增速为-15.99%。

图 2：2 季度营业收入与营业成本环比均增长



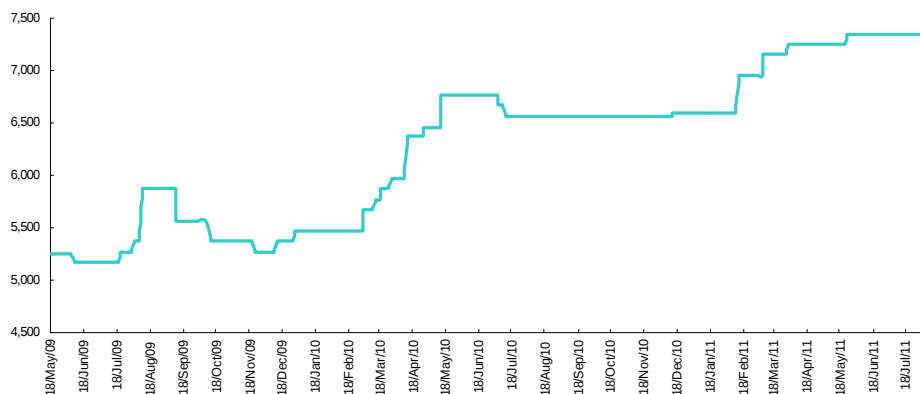
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

受季节性因素波动所导致的下游需求扰动影响，钢管类企业 2 季度收入历来环比 1 季度都有较大幅度的增长，这点从久立特材季度收入的表现中也可发现。季节性需求的恢复使得公司 2 季度量价得以齐升。

✓ 2 季度钢管销售均价环比有一定幅度的增加；

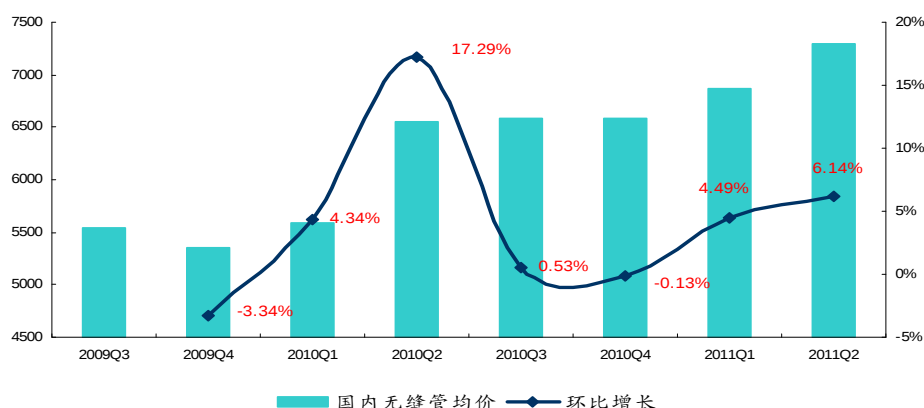
从钢管价格来看，受益于“十二五”起初之年行业需求的复苏，钢管价格在 2 季度依然较为坚挺。2 季度钢管价格均价环比 1 季度有一定幅度的增长。

图 3：2 季度国内无缝管价格高位运行



资料来源：Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

图 4：2 季度国内无缝管均价有所改善



资料来源：Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

✓ 公司 2 季度产销量大幅增加；

由于 2 季度营业收入环比增长 36.69%，在销售均价环比小幅增加的情况下，公司 2 季度产销量应该也出现了较大幅度的增加。除了因为季节性因素导致的销量正常回暖，还有以下主要原因：1、1 季度母公司常宝股份对生产设备进行了为期 20 天左右的检修，对产销量造成了较大的影响；2、高压锅炉管受日本“核辐射”危机的影响，市场景气度大幅上升，精特公司订单饱满，毛利率稳步提高；3、虽然油井管市场竞争较为激烈，但公司积极开拓新兴国际市场，成功进入委内瑞拉、厄瓜多尔等国家，实现了美洲销售区域的新突破。同时进一步加大开拓国际优质客户的力度，成功开发了 DUFERCO 等一批新兴客户群；4、对内继续保持国内优势地位，成功中标中石油大额油套管订单，成品油管和套管招标结果全国综合排名第二，成品油管招标结果综合排名第一。通过本次招标，公司不但新开拓了渤海钻探等一大批国内新客户群，扩大了油井管的市场份额，还使得公司现有产能的发挥得到进一步释放，成为 2 季度产销量大幅增加的一个重要原因。

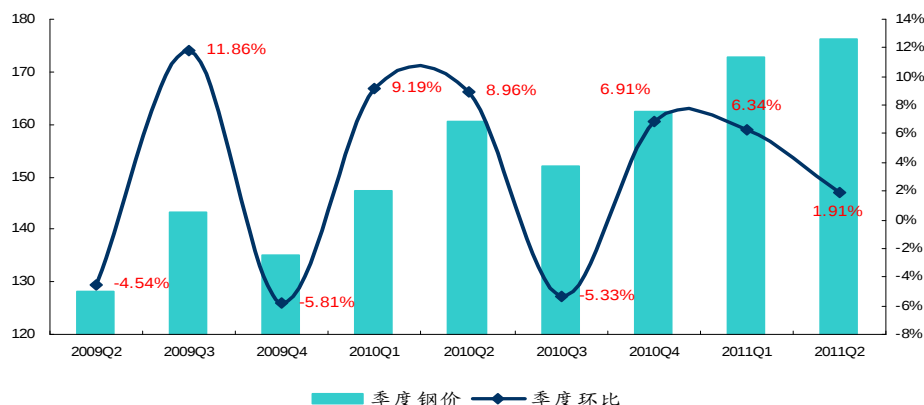
表 1：上半年出口销售收入同比增长幅度较大

地区	营业收入	营业收入比上年增减
国内	12.30	28.30%
国际	3.30	61.72%
合计	15.59	34.16%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

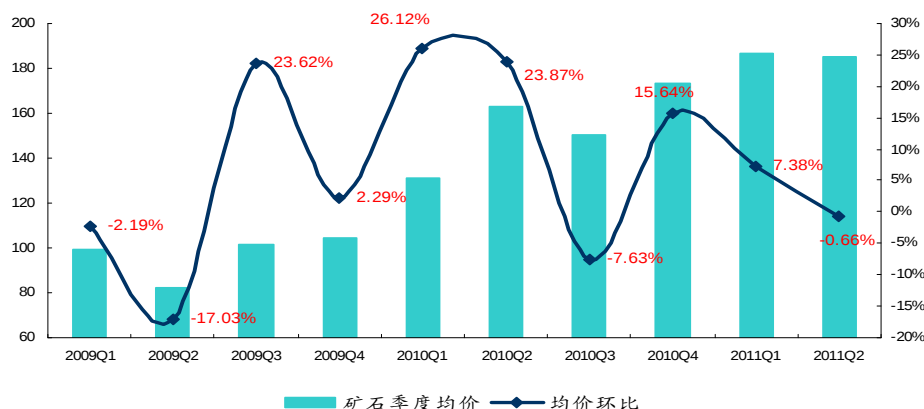
成本方面，由于原材料价格在 2 季度环比基本持平，营业成本的环比较大增幅应该主要来自产销量的增加。

图 5：2 季度国内市场钢材季度均价环比基本持平



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 6：2 季度国内矿石季度均价环比基本持平



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第二，2 季度毛利率环比小幅下降，营业收入大幅增加带动净利润环比出现较大幅度增长

从半年度分产品来看，由于下游竞争激烈，普通油套管毛利率同比下降 5.81 个百分点；而锅炉管毛利率同比增加 1.95 个百分点。

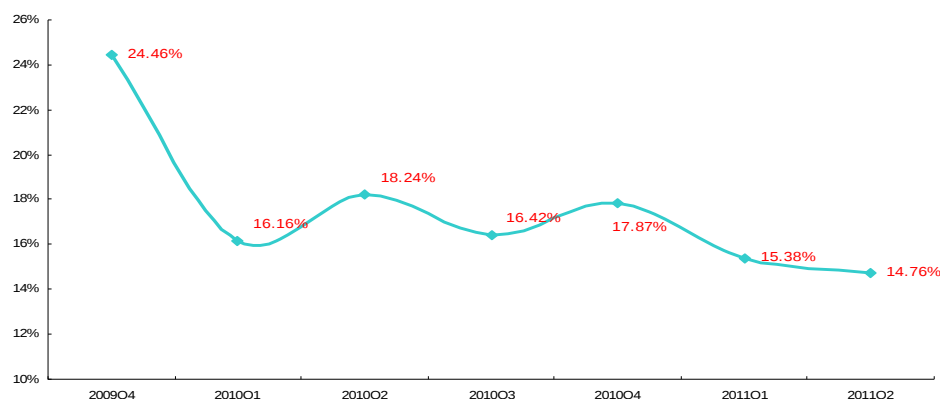
表 2：锅炉管毛利率同比增加 1.95 个百分点

分产品	营业收入	营业成本	毛利率	收入比上年增减	成本比上年增减	毛利率比上年增减
油套管	8.76	7.74	11.63%	48.51%	58.95%	-5.81%
锅炉管	5.48	4.37	20.34%	23.60%	20.63%	1.95%
其他管	1.35	1.26	7.09%	4.87%	4.45%	0.37%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

季度环比来看，在 2 季度收入环比增幅略小于成本的情况下，公司 2 季度综合毛利率由 15.38% 下降至 14.76%。

图 7: 2 季度公司毛利率环比小幅下降, 由 15.38%下降至 14.76%



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从公司简化利润表看, 2 季度毛利率略有下降, 但由于营业收入出现较大幅度的增加, 营业利润仍环比大幅增加并最终带动净利润出现较大幅度改善。

表 3: 2 季度营业收入增长带动净利润环比出现较大幅度的改善

常宝股份利润简表	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	5.97	4.89	7.29	8.16	8.45	6.89	9.42
毛利率	24.46%	16.20%	18.24%	16.42%	17.87%	15.38%	14.76%
主营利润	1.46	0.79	1.33	1.34	1.51	1.06	1.39
三项费用率	12.40%	7.31%	8.50%	6.62%	9.82%	7.40%	6.73%
销售费用	0.20	0.14	0.13	0.23	0.25	0.19	0.19
管理费用	0.52	0.20	0.47	0.28	0.58	0.37	0.44
财务费用	0.02	0.02	0.02	0.03	0.00	-0.05	0.00
期间费用	0.74	0.36	0.62	0.54	0.83	0.51	0.63
营业税金及附加	0.01	0.00	0.01	0.01	0.03	0.02	0.01
资产减值损失	0.08	0.00	0.01	0.02	-0.04	-0.03	0.03
营业利润	0.64	0.43	0.69	0.76	0.69	0.56	0.72
营业外收入	0.03	0.00	0.03	0.03	0.04	0.01	0.01
营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.66	0.43	0.72	0.79	0.72	0.57	0.72
所得税费用	0.11	0.05	0.06	0.11	0.10	0.07	0.05
归属于母公司净利润	0.34	0.31	0.53	0.54	0.46	0.38	0.51
净利率	9.21%	7.73%	9.05%	8.33%	7.31%	7.16%	7.18%
存货		5.03	5.11	5.28	5.06	5.61	6.96
最新股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
每股收益	0.08	0.08	0.13	0.13	0.11	0.10	0.13

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 2 季度费用水平基本维持平稳, 存货环比大幅增加

2 季度公司费用总额为 0.63 亿元, 环比 1 季度的 0.51 亿元有所增加, 但依然维持平稳处于正常范围。

图 8: 2 季度公司费用水平环比有所上升



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从费用率来看, 三项费用率环比 1 季度都有所下降。

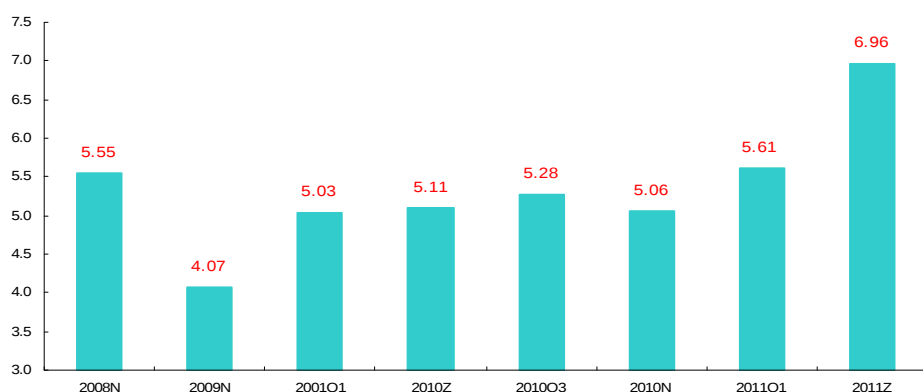
表 4: 2 季度三项费用率环比有所下降

费用率统计	销售费用率	管理费用率	财务费用率	三项费用率
2009Q3	2.95%	6.12%	0.21%	9.28%
2009Q4	3.35%	8.71%	0.34%	12.40%
2010Q1	2.86%	4.09%	0.41%	7.36%
2010Q2	1.78%	6.45%	0.27%	8.50%
2010Q3	2.82%	3.43%	0.37%	6.62%
2010Q4	2.91%	6.89%	0.02%	9.82%
2011Q1	2.76%	5.37%	-0.73%	7.40%
2011Q2	2.06%	4.62%	0.05%	6.73%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

2 季度末公司存货为 6.96 亿元, 环比 1 季度的 5.61 亿元有所增加。

图 9: 2 季度末存货水平环比有所增加



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

相比年初, 存货水平环比有了较大幅度的增加, 这主要源于随着公司产能和市场的扩大, 存货周转所需储备量相应增加所致。而由于原料涨价, 单位存货金额也有所增加。

表 5: 存货分品种统计

项目	期末数			期初数		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	2.43	0.00	2.43	1.85	0.00	1.85
在产品	0.86	0.00	0.86	0.44	0.00	0.44
库存商品	3.67	0.01	3.66	2.77	0.03	2.74
委托加工物资	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
合计	6.97	0.01	6.96	5.06	0.03	5.03

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从各品种存货比来看, 在产品占比有所上升, 原材料和库存商品占比小幅下降。

表 6: 存货品种占比统计

项目	期初账面价值	期初占比	期末账面价值	期末占比
原材料	1.85	36.72%	2.43	34.95%
在产品	0.44	8.67%	0.86	12.36%
库存商品	2.74	54.58%	3.66	52.57%
委托加工物资	0.00	0.02%	0.01	0.12%
合计	5.03	100%	6.96	100%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

另外, 报告期内, 公司计提了 95.05 万元的存货跌价准备, 并对前期计提的 13.76 万元予以转回, 234.11 万元予以转销。

表 7: 存货跌价准备统计

项目	期初账面	本期增	本年减少额		期末账面
	余额	加额	转回	转销	余额
原材料	11.15	1.19	5.22	1.71	5.40
库存商品	278.16	93.87	8.54	232.40	131.08
合计	289.30	95.05	13.76	234.11	136.48

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第四, 2011 年仍主要依靠油井管、套管与高压锅炉管三大类传统主业

2011 年常宝股份计划实现各类钢管生产 43 万吨, 实现销售收入 34.5 亿元, 同比增长 19.83%。其中常宝股份母公司计划生产 18 万吨, 全年实现销售收入 13.1 亿元; 精特公司计划生产 10 万吨, 全年实现销售收入 11.3 亿元; 普莱森公司计划生产 15 万吨, 全年实现销售收入 10.1 亿元。

上半年公司实现销售收入 16.31 亿元, 完成预定计划的 47.27%。

表 8: 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

常宝普莱森	75%	Assel 轧管生产线	车管等其他专用钢管
		管加工生产线（2 条，其中一条为特殊扣生产线）	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
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

✓ 油井管现有产能 18 万吨，最大可达 20 万吨；

半年报中对油井管与套管进行综合统计，合计综合毛利率为 11.63%。从油井管过去毛利率的数据来看，综合毛利率基本维持在 20% 以上。油井管业务目前主要由母公司开展，设计产能 18 万吨。

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。近几年来，公司在国内市场的份额逐步增加，石油油管销量连续位于前三位。

油井管市场竞争较为激烈，公司在努力保住自己国内竞争优势的同时，积极开拓国外新兴市场，并成功进入委内瑞拉、厄瓜多尔等国家，实现了美洲销售区域的新突破。同时进一步加大开拓国际优质客户的力度，成功开发了 DUFERCO 等一批新兴客户群。而对内优势则继续维持，公司成功中标中石油大额油套管订单，成品油管和套管招标结果全国综合排名第二，成品油管招标结果综合排名第一。通过此次招标，公司新开拓了渤海钻探等一大批国内新客户群，扩大了油井管的市场份额。

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。2010 年高端品种比例约为 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 2011、2012 年贡献的 EPS 分别为 0.32 元和 0.36 元。

表 9：油井管业绩预测，2011 年预计实现 0.32 元

油井管业绩预测	2010Z	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	4.14	10.40	12.60	13.30	14.00	14.00	14.00
营业成本	3.25	8.35	10.08	10.51	10.92	10.92	10.50
毛利率	21.42%	19.70%	20%	21%	22%	22%	25%
毛利水平	0.89	2.05	2.52	2.79	3.08	3.08	3.50
产量	7.13	16	18	19	20	20	20
销售均价	5,809	6,500	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000
三项费用率	8.05%	8.16%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.47	1.02	1.26	1.45	1.64	1.64	2.00
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
贡献 EPS	0.12	0.25	0.32	0.36	0.41	0.41	0.50

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。

公司成功中标中石油 95396 吨油套管产品，成品油管与套管招标结果全国综合排名第二

2010 年石油套管产品产能释放 12.1 万吨，2011 年有望进一步释放产能到 15 万吨左右。同时公司还将进一步调整产品结构，提高非 API 产品的比例，力争本年度对公司形成一定利润贡献。公司计划 2011 年套管“双高”产品的比例力争要达到 5%以上。

粗略估算，套管 2011、2012 年贡献的 EPS 分别为 0.04 元和 0.05 元。

表 10：套管盈利预测，预计 2011 年实现 EPS 约为 0.05 元

套管业绩预测	2010Z	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	1.41	7.26	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
营业成本	1.30	6.52	8.01	7.92	7.92	7.92	7.92
毛利率	8.02%	10.23%	11%	12%	12%	12%	12%
毛利水平	0.11	0.74	0.99	1.08	1.08	1.08	1.08
产量	2.54	12.1	15	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	8.05%	8.16%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.00	0.13	0.21	0.29	0.29	0.29	0.29
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
贡献 EPS	0.00	0.03	0.05	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	0.02	0.04	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；**

2011 年高压锅炉管将不断巩固和强化国内、国际上的优势地位，进一步提升国际竞争力，进一步优化产品结构，力争将“双高”产品比重提升到 70%以上。

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。

受日本“核辐射”危机的影响，市场景气度大幅上升，精特公司订单饱满，毛利率稳步提高。上半年锅炉管综合毛利率达到 23.60%，相比 2010 年报中 20.59%的数据有了较大幅度的改善。

粗略估算，高压锅炉管 2011、2012 年贡献 EPS 分别为 0.17 元和 0.19 元。

表 11：高压锅炉管盈利预测，增长来自技术升级与改造

高压锅炉管业绩预测	2010Z	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	4.49	10.00	10.50	11.00	12.00	12.00	12.00
营业成本	3.66	7.94	8.02	8.36	9.12	9.12	9.12
毛利率	18.51%	20.59%	23.60%	24%	24%	24%	24%
毛利水平	0.83	2.06	2.48	2.64	2.88	2.88	2.88
产量	5.07	10	10	10	10	10	10
销售均价	8,865	10,000	10,500	11,000	12,000	12,000	12,000
三项费用率	8.05%	8.16%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.40	1.06	1.37	1.48	1.61	1.61	1.61

总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
贡献 EPS	0.10	0.26	0.34	0.37	0.40	0.40	0.40
股权比例	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
考虑股权比例后 EPS 贡献	0.06	0.16	0.21	0.22	0.24	0.24	0.24

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第五, 中长期发展等待募投项目投产, 产能增长与结构调整是两大增长动力

公司公告, 将原投资项目 ERW660 焊管项目变更为: 1、电站锅炉高压加热器 U 型管项目; 2、SUPER304H 高压锅炉管项目; 3、CPE 项目。新项目拟投资约 7.08 亿元, 改变募集资金投向的总额约 6.61 亿元。公司将通过子公司江苏常宝能源管材有限公司实施全部三项新的投资项目。

表 12: 变更募集资金投向后, 计划投入的新项目情况一览

变更	项目	产品型号	建设期	达产期	产能	投入资金
新项目	电站锅炉 U 型管项目	高压加热器 U 型管	12 个月	1 年	0.70	2.03
	SUPER304H 高压锅炉管项目	SUPER304H 高压锅炉管	12 个月	1 年	0.20	1.57
		超长高压锅炉管			4.80	
	CPE 项目	高钢级高压锅炉管	18 个月	1 年	3.00	4.20
		高钢级油管			2.20	
合计					10.90	7.80
原项目	ERW660 焊管项目	ERW 焊管	19 个月		30.00	7.74

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

由于原募投项目计划于 2013 年以后逐步达产, 募投项目的更改一方面使得公司高端产品的占比明显增加, 另一方面也使得项目对公司的业绩贡献可提前释放。

✓ 超级 304 高压锅炉管项目, 计划产能 2000 吨, 产品规格为 $\Phi 48 \times 7 \sim \Phi 51 \times 8\text{mm}$, 钢管长度 12 米;

公司的可研报告中提到, 国内目前没有一家钢管制造企业能够批量工业化生产 Super304H 及 HR3C 高压锅炉管, 全部停留在实验室试制及研发阶段。国内各大锅炉厂使用的 Super304H 高压锅炉管全部从 V&M、日本住友、新日铁等国外钢管厂家采购。根据公司公告, 到 2020 年预计我国平均每年 Super304H 高压锅炉管需求量为 2.7-2.8 亿吨, 具备相当市场潜力。

公司超级 304 产品经过与下游锅炉厂的合作, 目前已经完成了挂样试验。产品目前售价约为 18 万/吨, 毛利率在 30% 以上。不过随着进口替代的逐步进行, 预计价格可能会出现一定幅度的下滑。

保守估算, 超级 304 产品 2011、2012、2013 年贡献的 EPS 分别为 0.01 元、0.12 元和 0.15 元。

表 13: 超级 304 设计产能 2000 吨, 简单预测 2012-2013 年贡献 0.12 元和 0.15 元

超级 304 产品业绩预测	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	0.36	1.70	2.56	3.00	3.60
营业成本	0.29	1.11	1.79	2.10	2.16
毛利率	20%	35%	30%	30%	40%
毛利水平	0.07	0.60	0.77	0.90	1.44
产量	0.02	0.10	0.16	0.20	0.20
销售均价	180,000	170,000	160,000	150,000	180,000
三项费用率	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

净利润	0.06	0.47	0.60	0.70	1.13
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
EPS 贡献	0.01	0.12	0.15	0.18	0.28

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

✓ **U 型管项目设计产能 7000 吨, 产品规格 $\Phi 16 \times 1 \sim \Phi 18 \times 1.5\text{mm}$, 钢管长度 12 ~ 28m;**

为了提高火电机组的效率、节约能源, 大型火电机组都配备了高压加热器, 高压加热器的功能是利用汽轮机做功后的余热蒸汽加热锅炉给水, 从而提高整个发电机组的效率, 而高压加热器的核心就是 U 形管管束即高加管, 高加管的工作温度在 350℃, 环境压力超过 30Mpa, 使用条件十分恶劣, 这对高加管的质量提出了苛刻的要求。因此, 具有相当大的制造难度。

长期以来, U 形高加管一直由国外少数公司所垄断, 目前我国基本上都是依赖国外进口, 价格昂贵, 交货期长, 制约了我国大型电站设备制造的发展。

根据公司之前公告, 到 2020 年预计我国平均每年 U 型高加管需求量 1.54~1.61 万吨, 而由于我国需求量进展全球范围的 16.5%, 据此推算全世界每年 U 型高加管需求量约 9.3-9.8 万吨, 空间较大。

目前国内仅有一家企业江苏银环精密钢管股份有限公司具备 U 型高加管生产能力, 年产量约 9000 吨, 远不能满足国内市场的需求。

U 型管当前国内价格约为 2.5 万/吨, 毛利率在 40%以上。

粗略估算, 电站锅炉 U 型管 2011、2012、2013 年贡献的 EPS 分别为 0.01 元、0.07 元和 0.09 元。

表 14: U 型管盈利预测, 技术要求高于超长管但低于超级 304

电站 U 型管业绩预测	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	0.18	0.81	1.12	1.40	1.75
营业成本	0.13	0.44	0.67	0.91	0.96
毛利率	25%	45%	40%	35%	45%
毛利水平	0.04	0.36	0.45	0.49	0.79
产量	0.07	0.35	0.56	0.70	0.70
销售均价	25,000	23,000	20,000	20,000	25,000
三项费用率	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.03	0.28	0.35	0.38	0.62
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
EPS 贡献	0.01	0.07	0.09	0.10	0.15

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

✓ **CPE 项目计划用新型合金材料扩建一条 CPE 无缝钢管生产线, 年生产能力 10 万吨;**

CPE 项目产品的种类主要包括超长高压锅炉管、高钢级高压锅炉管及油管。

表 15: CPE 项目主要产品结构、规格及产能情况一览

品种	材质	规格范围	执行标准	年产量
超长高压锅炉管	20G、SA210C、T2、T11、 T12、T22、T23 等	$\Phi 32 \times 3 \sim \Phi 76 \times 10\text{mm}$, 长度 12-28 米	ASME SA-213M	4.8
高压锅炉管	12Cr1MoVG、P91、P92 等	$\Phi 25.4 \times 3.0 \sim \Phi 108 \times 16\text{mm}$, 长度 6-12 米	GB5310-2008	3.0

油管	N80、L80、C95、P110、 Q125	Φ60.3×3.18-Φ101.6× 10.54mm 长度 6-10.4 米	SPEC API 5CT 第八版	2.2
----	---------------------------	---	---------------------	-----

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

目前国内电站建造中紧缺的是 P91、T92/P92、TP347HFG、Super304H 和 HR3C，其中 T91/P91、T92、TP347HFG 和 Super304H 国内已经开始供货，P92 和 HR3C 全部依赖进口，供不应求，价格昂贵。

超长高压锅炉管、高钢级高压锅炉管作为锅炉行业用管的高端品种和短缺品种，由于目前国内尚未形成规模化、稳定性的生产，只能依赖从国外大量进口，将成为制约我国锅炉行业发展的主要用材之一。

项目建设周期为 1.5 年，预计可于 2013 年投产，公司预计投产第 1 年产量即可实现生产能力的 80%，据此简单测算业绩贡献如下：

粗略测算，预计 CPE 项目在 2012-2013 年业绩贡献分别为 0.04 元和 0.55 元。

表 16：CPE 项目产能释放及业绩贡献的测算

CPE 业绩预测	2012E	2013E	2014E	最大假设
CPE 项目产能	10	10	10	10
合计产量	1	8	9	10
产能利用率	10%	80%	90%	100%
分品种产量统计	2012E	2013E	2014E	最大假设
——超长高压锅炉管	0.48	3.84	4.32	4.80
——高钢级高压锅炉管	0.30	2.40	2.70	3.00
——油管	0.22	1.76	1.98	2.20
分品种价格保守假设	2012E	2013E	2014E	最大假设
——超长高压锅炉管	17,110	16,500	16,000	17,110
——高钢级高压锅炉管	19,620	18,000	17,000	19,620
——油管	11,620	11,000	10,500	11,620
分品种毛利率保守假设	2012E	2013E	2014E	最大假设
——超长高压锅炉管	20%	30%	25%	30%
——高钢级高压锅炉管	20%	30%	25%	30%
——油管	10%	20%	20%	20%
合计业绩贡献测算	2012E	2013E	2014E	最大假设
营业收入	1.67	12.59	13.58	16.66
营业成本	1.36	9.01	10.29	11.91
毛利水平	0.31	3.58	3.29	4.74
三项费用率	8%	8%	8%	8%
税前利润	0.17	2.58	2.20	3.41
所得税率	15%	15%	15%	15%
净利润	0.15	2.19	1.87	2.90
总股本	4.00	4.00	4.00	4.00
EPS 贡献	0.04	0.55	0.47	0.72

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第六，维持“谨慎推荐”评级

考虑到下半年行业复苏仍存在的不确定性，暂时维持前期的盈利预测，预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.59 元和 0.80 元，维持“谨慎推荐”评级。

表 17：常宝股份 3 季度业绩预测

常宝股份 2011 年 1-9 月业绩预测	-10.00%	20.00%
2010 年 1-9 月归属上市公司股东的净利润	1.37	1.37
2011 年 1-9 月归属上市公司股东的净利润	1.24	1.65
2011 年上半年归属上市公司股东的净利润	0.90	0.90
2011Q3 归属上市公司股东的净利润	0.34	0.75
2010Q3 归属上市公司股东的净利润	0.54	0.54
2011Q2 归属上市公司股东的净利润	0.51	0.51
2011Q3 同比增长	-37.18%	39.13%
2011Q3 环比增长	-33.88%	46.44%
最新股本	4.00	4.00
2011Q3EPS(元)	0.08	0.19

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 18：中期公司产能释放带来的业绩预测

新项目业绩测算	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
电站锅炉 U 型管	0.01	0.07	0.09	0.10	0.15
SUPER304H	0.01	0.12	0.15	0.18	0.28
CPE 项目		0.04	0.55	0.47	0.72
新项目贡献 EPS 合计	0.02	0.22	0.79	0.74	1.16
传统主业	2011E	2012E	2013E	2014E	最大假设
油井管	0.32	0.36	0.41	0.41	0.50
套管	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05
高压锅炉管	0.21	0.22	0.24	0.24	0.24
传统主业合计	0.57	0.63	0.70	0.70	0.79
全部项目合计贡献	0.59	0.86	1.49	1.44	1.95

资料来源：公司资料，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2879	3357	3948	5667	货币资金	1599	1340	1356	1717
营业成本	2382	2724	3144	4353	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	497	633	804	1313	应收账款	433	503	592	850
% 营业收入	17.3%	18.8%	20.4%	23.2%	存货	503	573	662	916
营业税金及附加	5	6	7	10	预付账款	139	158	182	252
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	75	87	103	147	流动资产合计	2718	2626	2852	3821
% 营业收入	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	可供出售金融资产	1	1	1	1
管理费用	153	178	209	300	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	7	1	-3	-3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	-2246	-1890	-1554	-1328
资产减值损失	-1	0	0	0	无形资产	168	160	152	144
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	4	0	0	0
营业利润	258	360	487	858	其他非流动资产	2931	2931	2931	2931
% 营业收入	8.9%	10.7%	12.3%	15.1%	资产总计	3587	3839	4393	5581
营业外收支	8	0	0	0	短期贷款	175	0	0	0
利润总额	266	360	487	858	应付款项	934	1069	1234	1708
% 营业收入	9.2%	10.7%	12.3%	15.1%	预收账款	39	44	51	74
所得税费用	32	54	73	129	应付职工薪酬	1	0	0	0
净利润	234	306	414	730	应交税费	21	33	44	77
归属于母公司所有者					其他流动负债	25	30	34	48
的净利润	183.0	237.5	321.1	565.7	流动负债合计	1194	1176	1364	1906
少数股东损益	51	69	93	164	长期借款	41	41	41	41
EPS（元/股）	0.46	0.59	0.80	1.41	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	284	386	501	799	负债合计	1235	1217	1405	1948
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2180	2382	2655	3136
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	172	240	334	498
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2352	2622	2988	3633
固定资产投资	-81	-434	-439	-357	负债及股东权益	3587	3839	4393	5581
其他	-89	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-170	-434	-439	-357		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.457	0.594	0.803	1.414
股权融资	1104	0	0	0	BVPS	5.45	5.95	6.64	7.84
银行贷款增加（减少）	-96	-175	0	0	PE	29.34	22.61	16.72	9.49
筹资成本	33	-37	-46	-82	PEG	0.64	0.50	0.37	0.21
其他	-65	0	0	0	PB	2.46	2.25	2.02	1.71
筹资活动现金流净额	976	-212	-46	-82	EV/EBITDA	11.92	9.11	6.80	3.72
现金净流量	1090	-259	16	361	ROE	8.4%	10.0%	12.1%	18.0%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。