

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：S1130511030033
(8621)61038247
wangzh@gjzq.com.cn

2011 年业绩符合预期

事件

公司发布公告，预计 2011 年实现销售收入 37.19 亿元，同比增长 29.20%；归属于上市公司股东的净利润为 2.30 亿元，同比增长 25.49%；基本每股收益为 0.574 元。

评论

2011 年业绩完全符合预期。此前我们预计公司 2011 年实现 EPS 为 0.579 元，真实业绩低于我们预测值 0.83%。2011 年分季度来看，公司的 EPS 分别为：Q1 为 0.096 元、Q2 为 0.128 元、Q3 为 0.176 元、Q4 为 0.174 元；应该说，Q4 的业绩是超出季节规律的（Q1 和 Q4 往往是公司的盈利淡季），主要原因是 4 季度钢价（即公司的原材料）曾出现过大幅跳水，而占公司总产量近 25%的产品（主要是销售给中石油的油井管）的价格是每半年调整一次，与此同时，公司在 Q3 末的存货较小，这使得公司的 Q4 业绩略超市场预期，但基本符合我们的预期。

图表1：常宝股份（002478）分季度盈利情况

	2010-3-31	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31
主营业务收入	489	729	816	844	689	941	1050	1038
增长率			72.2%	41.6%	41.0%	29.2%	28.7%	22.9%
营业利润	43	69	76	69	56	71	101	99
营业利润率	8.9%	9.4%	9.4%	8.2%	8.1%	7.6%	9.6%	9.6%
税前利润	43	71	79	72	57	72	102	101
归属于母公司的净利润	31	53	54	46	38	51	70	70
净利率	6.3%	7.2%	6.6%	5.4%	5.6%	5.5%	6.7%	6.7%
增长率			37.0%	33.2%	24.0%	-2.3%	30.7%	52.3%
最新总股本（百万股）	400	400	400	400	400	400	400	400
全面摊薄EPS（元/股）	0.077	0.131	0.135	0.114	0.096	0.128	0.176	0.174

来源：深圳证券交易所、国金证券研究所

产能利用率提升和产品结构调整共同推动2011年业绩增长。2011年，公司钢管产销量为45.32万吨，同比增长14.76%；钢管销售均价为8206元/吨，同比增长12.58%；吨钢管归属于上市公司股东的净利润为507元/吨，同比增长9.35%。

公司钢管产销量的增长主要来自套管业务，该块业务投产于2008年，当时全销往美国，但是随着2009年美国的“双反”，公司的套管业务开始逐步出口转内销，这个过程经营步履维艰，在2011年下半年成效逐步开始显现，盈利和产量均有所恢复，但总体而言，公司的套管业务盈利能力仍然偏低，毛利率低于同属于油井管的油管毛利率约7个百分点左右。

公司吨钢销售均价和吨钢净利润的增加则体现了公司产品结构有所提升。

2012年公司盈利增长将主要来自产品结构进一步改善。公司在2012年中期将投产7200吨的碳钢U型管，在2012年底将投产10万吨的募投项目（主要是高钢级高压锅炉管、高钢级油井管），因此产能的释放对2012年业绩贡献有限，预计碳钢U型管能贡献2012年EPS约0.019元。

我们判断2012年公司的业绩增长主要来自两块：（1）套管业务盈利能力的进一步回升，我们认为从长期来看，公司套管业务的盈利能力将有望朝油管看齐（2011年约低出7个百分点），2012年有望提升2个百分点，再考虑到产能的进一步释放，我们判断该部分贡献2012年EPS增量约0.052元；（2）高端油井管产销量的提升。从扣型上分，油井管业务中的最高端产品是特殊扣油井管（天津钢管的特殊扣油井管吨售价2万元，吨毛利1万元），该部分业务将贡献公司2012年EPS增量约0.029元。

至于公司的传统业务（普通的油井管和高压锅炉管），我们判断在2012年至少会保持稳定。主要理由是：（1）2012年油价仍在80美元/桶以上，在这个背景下，油企有动力加大石油开采量，对油井管的需求构成利好，与此同时，钢价将总体弱势运行，对原材料为钢材的企业构成利好；（2）公司的锅炉管盈利稳定一直较为稳健，我们判断2012年将一如既往。

图表2：常宝股份（002478）主要产品产能释放情况

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%）							
管坯	油管	18	18	18	18	18	部分高端	国内石油公司+出口
	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	11	基石业务	三大锅炉厂+出口
	常宝能源管材（100%）							
电力	超长高压锅炉管					4.8	高端业务	
	Super304H不锈钢管					0.2		
	高钢级钢管					5.2		
	碳钢U型管				0.7	0.7		
煤炭	超长换热器U型管					0.06		
	合计	40	43	43	47	58		

来源：公司调研、国金证券研究所

图表3：常宝股份（002478）2011-2013 年业绩分拆

	2010	2011E	2012E	2013E	备注
成熟业务	0.390	0.470	0.488	0.441	油管、普通高压锅炉管
挖潜业务	0.017	0.052	0.132	0.230	套管、特殊扣油井管
募投业务	0	0	0.019	0.435	碳钢U型管+Super304H+换热器U型管+CPE机组（超长管、高钢级钢管）
其他	0.050	0.052	0.076	0.076	
合计	0.457	0.574	0.716	1.181	

	2011E				2012E				2013E			
挖潜业务+募投业务	套管	特殊扣	募投项目	合计	套管	特殊扣	募投项目	合计	套管	特殊扣	募投项目	合计
产能（万吨）	15	1	0	16	15	1	11.2	27.2	15	1	11.26	27.26
产量（万吨）	9	0.4	0	9.4	12	1.2	0.2	13.4	13	3	7.71	23.71
单价（元/吨）	6920	15000	0	21920	6920	15000	25000	46920	6920	15000	16576	38496
销售收入（百万元）	623	60	0	683	830	180	50	1,060	900	450	1,278	2627.621
毛利率	10%	18%	0%	10.70%	12%	18%	25%	13.63%	14%	18%	23.26%	19.19%
费用率	7.14%	7.14%	7.14%	7.14%	6.96%	6.96%	6.96%	6.96%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%
所得税率	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
净利润（百万元）	15.24	5.58	0	20.81	35.92	17.05	7.74	60.71	50.96	40.94	173.97	265.86
总股本（百万股）	400.1	400.1	400.1	400.1	400.1	400.1	400.1	400.1	400.1	400.1	400.1	400.1
贡献EPS（元/股）	0.038	0.014	0	0.052	0.090	0.043	0.019	0.152	0.127	0.102	0.435	0.664

来源：《钢管新材料专题报告》、国金证券研究所

未来2年公司业绩复合增速将达到43%。公司的募投项目产能释放主要体现在2013年，因此其业绩增长也主要体现在2013年。我们预计募投项目会给2012年、2013年分别带来0.019元、0.415元的EPS增量，总体来看2013年募投项目贡献EPS为0.435元，是公司对募投项目达产后盈利预测值的55%。

若此，2011-2013年公司EPS将分别为0.574元、0.716元、1.181元，2011-2013年的业绩复合增速达到43%。

图表4：常宝股份（002478）募投项目盈利预测

募投项目	单位	公司公告预测（达产后）				2013年E	后者/前者
		碳钢U型管	Super304H	CPE机组	合计	募投项目	占比
投资额	亿元	2.03	1.57	4.2	7.8	7.8	100%
建设期	年	1	1	1.5	1.5	1.5	100%
产能	万吨	1	0.2	10	11.2	11.2	100%
产量	万吨	1	0.2	10	11.2	7.71	68.84%
销售收入	亿元	1.7	3.1	16.7	21.4	12.78	59.66%
利润总额	亿元	0.52	0.94	2.26	3.72	2.03	54.53%
单价	万元/吨	1.69	15.39	1.67	1.91	1.66	86.66%
税前利润率		30.77%	30.43%	13.58%	17.36%	15.87%	91.41%
盈亏平衡点		45.57%	20.30%	29.54%	35.73%	35.73%	100%
所得税率		15%	15%	15%	15%	14.2%	94.67%
净利润	亿元	0.44	0.80	1.92	3.16	1.74	55.05%
总股本	百万股	400	400	400	400	400	100%
贡献EPS	元/股	0.111	0.199	0.480	0.790	0.435	55.05%

注：CPE管包括超长锅炉管、高钢级锅炉管和油井管

来源：公司资料、国金证券研究所

2012年底之前还存在收购少数股东权益的预期，若此将增加0.08元的EPS。公司的募投项目主要是锅炉管，而公司本身并无生产、销售锅炉管的经验，目前公司的锅炉管业务全由参股60%的常宝精特在经营，预计募投项目投产后也需要借助常宝精特的生产、销售体系，但对于常宝精特而言，无异于免费扶持竞争对手。因此我们判断，在募投项目投产（2012年底）之前，公司有可能定向增发收购常宝精特等的少数股东权益，以理顺股权及竞合关系。若此，公司的EPS将增加0.08元左右。

图5：若收购少数股东权益对常宝股份（002478）的EPS影响测算

2010年	总资产	总负债	净资产	净利润	少数股东权益	2011年12月9日	常宝股份
常宝精特（万元）	65869	34597	31272	12776	40%	收盘价（元/股）	13.84
常宝普莱森（万元）	63082	44385	18697	71	25%	最新PB	2.40
注入资产净值（万元）	17183						
注入增加利润（万元）	5128						
注入前股本（百万股）	400						
注入前股本（百万股）	400	400	400	400	400	400	400
注入的资产净值（万元）	17183	17183	17183	17183	17183	17183	17183
定向增发股价（元/股）	13	15	17	13	15	17	13
收购PB	2.5	2.5	2.5	3.0	3.0	3.0	4.0
新增股本（百万股）	33	29	25	40	34	30	53
收购后股本（百万股）	433	429	425	440	434	430	453
注入增加利润（万元）	5,128	5,128	5,128	5,128	5,128	5,128	5,128
注入前净利润（万元）	18303	18303	18303	18303	18303	18303	18303
原EPS	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46
新EPS	0.54	0.55	0.55	0.53	0.54	0.54	0.53
增厚幅度	18.25%	19.47%	20.41%	16.47%	17.89%	19.00%	13.08%

注：除特别指出外，上述的数值均取2010年值

来源：《钢管新材料专题报告》、国金证券研究所

盈利预测和投资建议

鉴于公司2011年的EPS符合预期，我们维持未来2年公司的盈利预测，预计2012年和2013年，公司分别实现0.716元和1.181元的EPS，同比分别增长24.81%和64.86%。以最新的收盘价计算，对应着2012年24.68倍PE和2013年8.91倍PE，考虑到公司未来两年良好的成长性以及收购兼并预期，我们维持公司的“买入”评级。

风险提示

（1）传统业务（普通油井管、高压锅炉管）盈利能力低于预期的风险；（2）募投项目达产达效时间晚于预期的风险。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-02-27	买入	17.90	25.00 ~ 27.50
2	2011-04-29	买入	16.29	N/A
3	2011-05-09	买入	16.81	N/A
4	2011-07-08	买入	15.04	N/A
5	2011-08-19	买入	12.65	N/A
6	2011-10-31	买入	12.03	N/A
7	2011-11-11	买入	13.28	N/A
8	2012-01-09	买入	9.57	N/A

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)-61038271	电话：010-6621 6979	电话：0755-33516015
传真：(8621)-61038200	传真：010-6621 5599-8803	传真：0755-33516020
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：518026
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：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B