

常宝股份 (002478)

金属制品/机械设备

发布时间: 2012-11-07

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 推荐

油井管盈利能力持续提升

报告摘要:

- 公司坚持产品高端化的发展战略,并加强了对国内、国际市场的开拓;公司在中石油的招标中获得了较多的订单。上述因素是导致公司油井管业务盈利能力大幅提升的主要原因。
- 中石油和中石化需求的稳步增加,将有力地支撑油井管行业的景气度;此外,随着页岩气、煤层气等非常规天然气勘探开发规模的不断扩大,以及深海油气勘探开发的逐步开展,油井管行业的需求将更加旺盛。
- 今年以来,由于印度等国家以及国内市场对高压锅炉管需求的突然萎缩,使得公司的该项业务遇冷。
- 公司变更募投项目后的新项目“高端油井管加工线工程”设计产能:8.5万吨非API标准油井管、4万吨成品管车丝线,建设期12个月。项目建成后将使得公司在油井管二道加工的能力上进一步提升,盈利能力也更强。
- 基于公司高压锅炉管业务低于预期,因此,略微下调对公司2012、2013和2014年业绩预测至, EPS分别为0.55元、0.67元和0.73元。给予公司股票的目标价格为15.00元,对应2012、2013和2014年预期P/E值分别为27.27倍、22.39倍和20.55倍。维持公司股票“推荐”的投资评级。
- 风险提示:公司新项目投产后的效益情况存在一定的不确定性,由此会影响对公司的业绩预期。

股票数据

2012-11-5

收盘价(元)	10.13
12个月股价区间(元)	8.50~14.73
总市值(百万元)	4,053
总股本(百万股)	400
A股(百万股)	400
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	0

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	4%	-21%
相对收益	-4%	6%	-4%

相关报告

《常宝股份2012年三季报点评》

2012-10-29

《常宝股份2012年中报点评》

2012-8-29

《常宝股份调研报告:能源管材领域的领跑者之一》

2011-8-23

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2879	3719	3890	4810	5630
(+/-)%	32.76%	29.20%	4.59%	23.65%	17.05%
归属母公司净利润	183	230	218	267	293
(+/-)	-5.06%	25.49%	-4.90%	22.16%	9.85%
每股收益(元)	0.46	0.57	0.55	0.67	0.73
市盈率	22.14	17.65	18.55	15.19	13.83
市净率	1.86	1.71	1.60	1.49	1.39
净资产收益率(%)	8.40%	9.69%	8.64%	9.83%	10.08%
股息收益率(%)	0.57%	1.12%	1.48%	1.97%	2.47%
总股本(百万股)	400	400	400	400	400

证券分析师: 王伟纲

执业证书编号: S0550511010004

(021)20361163 wangwg@nesc.cn

目 录

1. 油井管盈利能力大幅上升.....	3
1.1. 三季度延续上半年好势头.....	3
1.2. 行业需求稳定.....	3
1.3. 新项目增强竞争力.....	4
2. 高压锅炉管遇冷.....	4
3. 公司处于战略调整期.....	5
3.1. 公司沿革.....	5
3.2. 公司研发能力.....	5
3.3. 战略调整.....	6
4. 盈利预测及估值.....	6

1. 油井管盈利能力大幅上升

1.1. 三季度延续上半年好势头

2012 年中期，公司油井管业务实现营业收入 12.11 亿元，同比增长 38.18%，实现营业利润 1.92 亿元，同比增长 88.24%。油井管业务毛利率为 15.79%，同比上升 4.16 个百分点。

公司坚持产品高端化的发展战略，并加强了对国内、国际市场的开拓。公司在中石油的招标中获得了较多的订单。上述因素是导致公司油井管业务盈利能力大幅提升的主要原因。并且，这一良好的发展势头在三季度得以延续。公司近年来油井管业务盈利能力如图 1 所示。

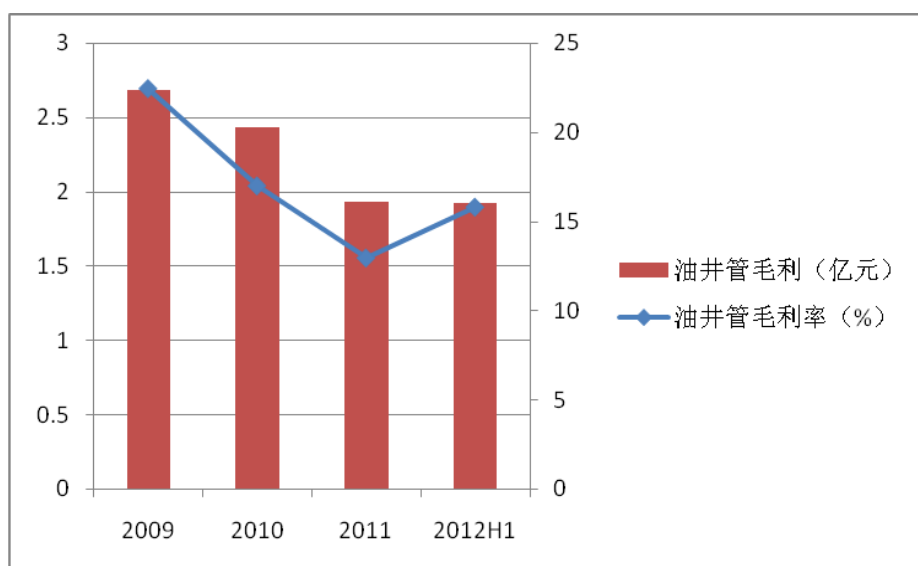


图 1 公司近年来油井管业务盈利能力示意图

数据来源：公司各期报告、东北证券

1.2. 行业需求稳定

2012 年，三大油公司勘探开发资本支出持续上升，其中占国内油井管需求 90% 以上的中石油和中石化，两者合计的勘探开发资本支出预计同比增长 13.7%。两公司需求的稳步增加，将有力地支撑油井管行业的景气度。近年来三大油公司勘探开发资本支出如图 2 所示。

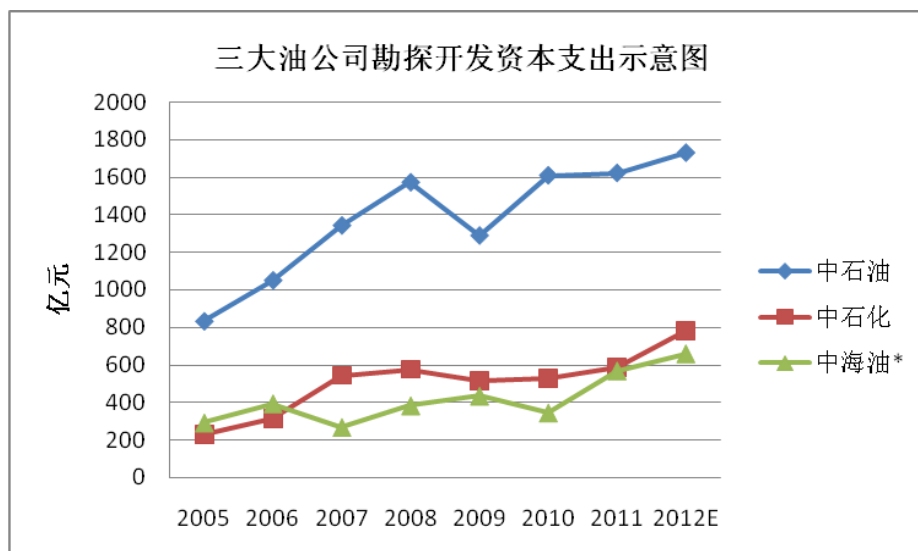


图 2 公司近年来三大油公司勘探开发资本支出示意图

数据来源：三公司各期报告、东北证券

注：中海油为公司资本支出数据。

此外，随着页岩气、煤层气等非常规天然气勘探开发规模的不断扩大，以及深海油气勘探开发的逐步开展，油井管行业的需求将更加旺盛。

1.3. 新项目增强竞争力

随着油气田的进一步开发，对油井管的技术要求越来越高。开发井井深的增加，井内温度、压力的相应提高，API标准的油井管已经不能完全适应当前的应用。供需上看，由于全世界石油供应的严峻形势使得一些地质和环境条件十分苛刻的油气田，包括严酷腐蚀环境的油气田也相继投入开发，增加了非API油井管的使用量。在技术发展上，大量的钻井、完井新技术、新工艺陆续投入使用也增加了非API油井管的使用，高钢级、抗腐蚀、抗挤毁、特殊扣型的油井管市场需求持续增长。

公司变更募投项目后的新项目“高端油井管加工线工程”设计产能：8.5万吨非API标准油井管、4万吨成品管车丝线，建设期12个月。项目建成后将使得公司在油井管二道加工的能力上进一步提升，盈利能力也更强。

2. 高压锅炉管遇冷

今年以来，由于印度等国家以及国内市场对高压锅炉管需求的突然萎缩，使得公司的该项业务遇冷。公司近年来锅炉管业务盈利能力如图 3 所示。

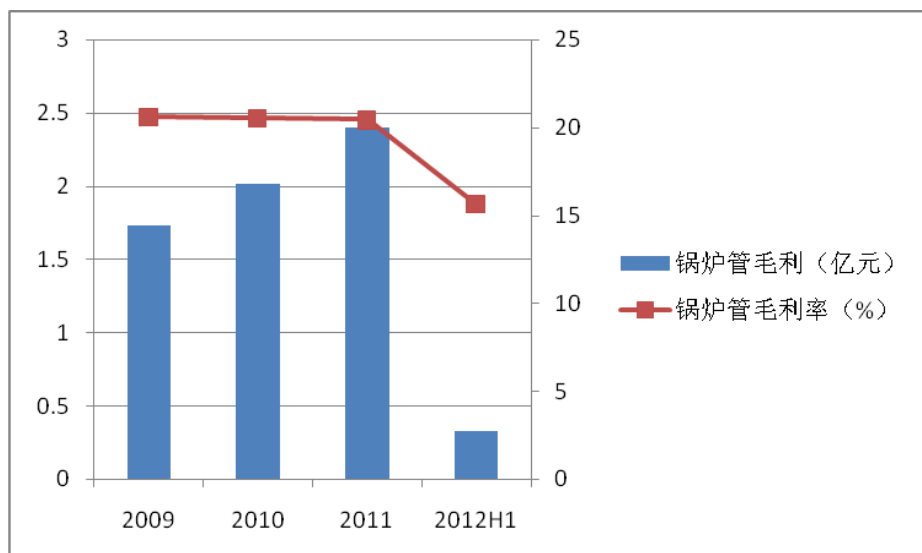


图3 公司近年来锅炉管业务盈利能力示意图

数据来源：公司各期报告、东北证券

近几年来，我国高压锅炉管行业发展势头迅猛，高压锅炉管制造企业与国际同行的差距进一步缩小。在产品结构上，我国部分高钢级产品如 T91、TP347H、T/P92 和 T/P23 等品种以及内螺纹管和优化内螺纹管已可批量生产供应。常宝精特的小口径合金高压锅炉管经过数十年持续发展，已经在国内处于一流领先地位，主流产品不仅可以替代进口，而且还出口到日本、韩国等发达国家，全面参与国际竞争，形成常宝产品的“品牌”效应。

公司正全力开拓市场，有信心度过暂时的困难期。随着两个募投项目“电站锅炉用高压加热器 U 型管项目”和“CPE 项目”的建成投产，公司的产品线将进一步拓宽，技术装备将更加先进，一旦行业回暖，公司的盈利能力将得以充分的体现。

3. 公司处于战略调整期

3.1. 公司沿革

公司始建于 1958 年，是江苏省最早生产无缝钢管的专业企业。目前，公司拥有五条国际一流水平的轧管生产线，八条管螺纹加工生产线和两条 U 型管生产线。公司无缝钢管年产能达 75 万吨，其中油管 25 万吨，油套管 25 万吨，锅炉管 15 万吨，其它 10 万吨。

公司定位于一流特色的高端能源管材精品制造和服务商。公司是国内油井管行业的主要制造商之一和前三大锅炉企业 A 级供应商，是全球领先的小口径合金高压锅炉管制造商之一。公司产品广泛应用于石油天然气和电力等能源行业，产品出口到欧美、中东、独联体、东南亚和非洲等 51 个国家和地区。

3.2. 公司研发能力

油井管国内市场需求总体随着油价的上升呈现同步上升趋势，但是由于产能过剩，且出口美国市场受阻而呈现市场竞争相对激烈，行业洗牌特征较为明显。一批行业地位高、产品优势明显的企业在竞争中将处于有利地位，一批核心竞争力相对弱小的企业会逐步退出。

近年来，公司油井管产品无论在业务量，还是盈利能力方面始终处于行业的领先地位。公司强大的竞争力与公司强大的研发实力是分不开的。公司拥有技术研发人员 100 余名，约占职工总人数的 5%，其中硕士及以上学历 58 名，高级职称 45 名，

外聘院士两名，行业专家 11 名。

公司研发中心包括 5 个研究室，2 个检试验中心，1 个腐蚀试验室和 1 个中试车间。公司研发机构如图 4 所示。



图 4 公司研发机构示意图

数据来源：公司画册、东北证券

2009 年，公司成立了“江苏省专用特种钢管工程技术研究中心”，使得油气开采输送管材和特种合金钢管等有了一个比较完整的研发、实验及工艺技术研究基地。

2010 年，公司又成立了“江苏省企业院士工作站”。将目标瞄准钢管行业的领先技术，成为国内唯一研究 CPE 轧管工艺和装备的机构，重点研究高强度、高性能、高精度和高附加值的非 API 高钢级钢管产品和锅炉管使用的高钢级钢管，替代进口产品。独创具有专利成果的油井管连接结构的管端加工工艺。形成特色的耐腐蚀、高连接强度小规格油井管和直连小规格钻杆产品系列，并使高压锅炉及电站用合金钢管生产工艺及产品指标达到国内领先水平。

3.3. 战略调整

公司始终坚持油井管和高压锅炉管的双产品战略。虽然，今年以来高压锅炉管行业需求出现较大滑坡，但是，公司依然看好该行业的发展前景。

在我国不断加大对油气及非常规资源勘探开发力度的大背景下，公司果断决策，将油井管生产的二道加工能力进一步提升，使得公司在油井管行业优势地位更加突出。尤其是常宝普莱森公司，充分利用其装备工艺方面的优势，在产能大幅度释放的同时，经营业绩出现爆发式增长。今年中期，该公司实现营业收入 53669.61 万元，较去年同期增长 41.95%；净利润 2442.32 万元，较去年同期增长 1450.84%。

在坚持现有主业发展的基础上，公司正积极寻求新的发展方向 and 领域。可以相信，在不久的将来，公司的主业将更上一层楼，公司的新业务也将成效初显。

4. 盈利预测及估值

基于公司高压锅炉管业务低于预期，因此，略微下调对公司 2012、2013 和 2014 年业绩预测至，EPS 分别为 0.55 元、0.67 元和 0.73 元。

目前上市公司中与公司业务最接近的是山东墨龙和久立特材两公司，他们最新的市盈率（2012 年预测值）平均为 42 倍左右，以此估值，公司股票的市场价格为 23.10 元。基于公司在能源管材方面的独特优势，以及目前的市场状况，给予公司股票的目标价格为 15.00 元，对应 2012、2013 和 2014 年预期 P/E 值分别为 27.27 倍、

22.39 倍和 20.55 倍。维持公司股票“推荐”的投资评级。

风险提示：公司新项目投产后的效益情况存在一定的不确定性，由此会影响对公司的业绩预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	925	879	850	1000
交易性金融资产	1	1	1	1
应收款项	403	458	567	663
存货	587	672	830	973
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2064	2347	2664	3125
可供出售金融资产	1	1	1	1
长期投资净额	3	3	3	3
固定资产	602	752	1052	1352
无形资产	197	195	192	189
商誉	10	0	0	0
非流动资产合计	939	1256	1753	2151
资产总计	3003	3603	4417	5276
短期借款	41	0	383	818
应付款项	163	206	254	298
预收款项	29	97	120	141
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	416	819	1400	2016
长期借款	1	1	1	1
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	1	1	1	1
负债合计	417	821	1402	2017
归属于母公司股东权益合计	2369	2528	2715	2908
少数股东权益	217	254	301	351
负债和股东权益总计	3003	3603	4417	5276

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3719	3890	4810	5630
营业成本	3132	3270	4034	4725
营业税金及附加	13	13	16	19
资产减值损失	0	5	5	5
销售费用	88	117	144	169
管理费用	195	214	265	310
财务费用	-35	-17	-7	15
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	327	288	353	388
营业外收支净额	5	3	3	3
利润总额	332	291	355	390
所得税	40	35	42	46
净利润	293	256	313	344
归属于母公司净利润	230	218	267	293
少数股东损益	63	38	46	51

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	293	256	313	344
资产减值准备	0	5	5	5
折旧及摊销	77	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	3	1	11	34
投资损失	0	0	0	0
运营资本变动	-730	54	-168	-151
其他	0	0	0	0
经营活动净现金流量	-359	315	159	229
投资活动净现金流量	162	-320	-500	-400
融资活动净现金流量	-230	-42	312	321
企业自由现金流	-488	-24	-358	-189

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.57	0.55	0.67	0.73
每股净资产 (元)	5.92	6.32	6.79	7.27
每股经营性现金流量 (元)	-0.90	0.79	0.40	0.57
成长性指标				
营业收入增长率	29.20%	4.59%	23.65%	17.05%
净利润增长率	25.49%	-4.90%	22.16%	9.85%
盈利能力指标				
毛利率	15.79%	15.94%	16.13%	16.07%
净利率	6.18%	5.62%	5.55%	5.21%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	40.73	43.00	43.00	43.00
存货周转率 (次)	63.52	75.00	75.00	75.00
偿债能力指标				
资产负债率	13.89%	22.78%	31.74%	38.23%
流动比率	4.96	2.86	1.90	1.55
速动比率	3.40	1.82	1.15	0.94
费用率指标				
销售费用率	2.36%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用率	5.24%	5.50%	5.50%	5.50%
财务费用率	-0.94%	-0.43%	-0.14%	0.27%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	1.12%	1.48%	1.97%	2.47%
估值指标				
P/E (倍)	17.65	18.55	15.19	13.83
P/B (倍)	1.71	1.60	1.49	1.39
P/S (倍)	1.09	1.04	0.84	0.72
净资产收益率	9.69%	8.64%	9.83%	10.08%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760