

金属, 采矿, 制品/原材料

首次覆盖

评级: **增持**  
 目标价格: **9.97**

当前价格: 6.17  
 2018.09.20

交易数据

52周内股价区间(元)	4.18-6.26
总市值(百万元)	6,092
总股本/流通A股(百万股)	987/614
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	62%
日均成交量(百万股)	5.00
日均成交值(百万元)	26.59

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	3,817
每股净资产	3.87
市净率	1.6
净负债率	-33.82%

EPS(元)	2017A	2018E
Q1	0.02	0.05
Q2	0.04	0.16
Q3	0.03	0.15
Q4	0.05	0.15
全年	0.15	0.51

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	37%	46%	1%
相对指数	39%	58%	28%

常宝股份(002478)

## 油气投资复苏, 油管龙头业绩大幅回升

### ——常宝股份首次覆盖报告

 <b>黄琨(分析师)</b>	 <b>李鹏飞(研究助理)</b>	 <b>魏雨迪(研究助理)</b>
021-38674935	010-59312799	021-38674763
huangkun010844@gtjas.com	lipengfei@gtjas.com	weiyudi@gtjas.com
证书编号 S0880513080005	S0880117090041	S0880117120039

#### 本报告导读:

公司为国内油管行业龙头企业, 受益于油价高位和政策积极带来的油气投资回暖, 公司订单和业绩有望提升。

#### 投资要点:

**首次覆盖, 给予“增持”评级。**公司是国内油管行业龙头企业, 我们预测公司2018-2020年EPS分别为0.51、0.53、0.60元, 参考可比公司, 给予公司2018年PE 19.55倍进行估值, 对应目标价9.97元, “增持”评级。  
**原油价格高位震荡, 带动我国油气投资上行。**随着世界经济复苏, 全球原油供需走向紧平衡。前期油价低迷导致油气投资较少, 使原油供给受限, 而美国二叠纪盆地由于运输能力压制使得产量上升受阻, 叠加美国与中东的地缘政治因素, 原油供给偏紧的局面或持续, 原油价格将维持高位。

**政策积极定调, 我国油气投资上升确定。**我国原油天然气对外依存度逐年提高, 勘探开发力度亟需加大。发改委近期发文要求增加天然气勘探投资, 并提高我国天然气产量。结合原油价格高位和政策的积极定调, 我们认为我国油气投资上行较为确定, 这将带动公司订单进一步转好。

**油气开采行业竞争格局优化, 公司竞争优势明显; 伴随公司高端产线落地, 公司业绩将逐步释放。**2014-2016年油气行业景气下行迫使行业供应商减少, 行业集中度提高, 行业竞争格局优化; 而油套管行业由于认证周期较长, 进入壁垒较高。公司为油管、锅炉管行业龙头, 随着油气投资持续回暖, 公司受益明显。我们观察到公司目前准备建设两条高端产品加工线, 这将为公司带来42.5万吨高强度油气开采用管加工能力, 并预计为公司增加年利润总额1.1亿元。我们预期随着该项目落地后, 公司业绩将逐步释放。

**风险提示:** 油价下跌风险; 新增产线进度不及预期。

财务摘要(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,205	3,494	5,345	5,424	5,832
(+/-)%	-25%	58%	53%	1%	8%
经营利润(EBIT)	36	161	642	628	711
(+/-)%	-75%	342%	299%	-2%	13%
净利润(归母)	110	144	502	525	594
(+/-)%	-47%	31%	250%	4%	13%
每股净收益(元)	0.11	0.15	0.51	0.53	0.60
每股股利(元)	0.00	0.00	0.10	0.12	0.13

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率(%)	1.7%	4.6%	12.0%	11.6%	12.2%
净资产收益率(%)	3.7%	3.9%	12.2%	11.6%	11.9%
投入资本回报率(%)	1.6%	4.9%	22.9%	23.9%	28.9%
EV/EBITDA	7.4	14.7	4.5	3.9	2.7
市盈率	52.6	40.1	11.5	11.0	9.7
股息率(%)	0.0%	0.0%	1.7%	2.1%	2.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2018.09.20

股票研究

原材料  
金属, 采矿, 制品

常宝股份 (002478)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 9.97

当前价格: 6.17

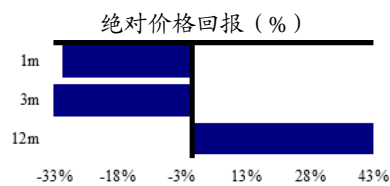
2018.09.20

公司网址

www.cbsteeltube.com

公司简介

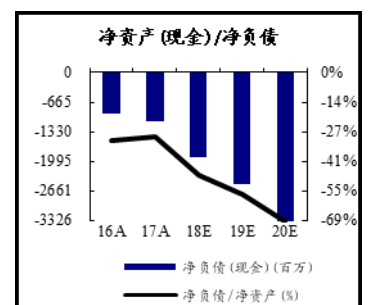
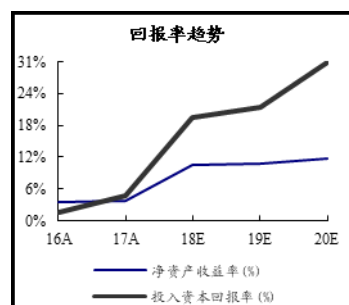
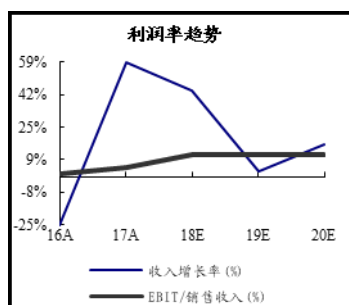
公司是一家专业从事各种能源管材的生产服务商, 是国内油井管重点制造商和全国小口径合金高压锅炉管重点制造商之一, 是中国石油销售总公司“能源一号网”会员单位和锅炉业三大龙头企业的A级(优秀)供应商。  
公司产品应用于石油、电力、机械工程、天然气等能源行业, 并广泛出口到欧美、中东、独联体、东南亚和非洲等多个国家和地区。



52 周价格范围 4.18-6.26  
市值 (百万) 6,092

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>损益表</b>					
营业收入	2,205	3,494	5,345	5,424	5,832
营业成本	1,896	2,958	4,174	4,257	4,535
税金及附加	17	15	24	24	26
销售费用	86	111	131	136	152
管理费用	174	245	374	380	409
EBIT	36	161	642	628	711
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	77	25	20	22	24
财务费用	-11	7	-16	-27	-36
营业利润	125	184	663	676	770
所得税	11	22	80	82	94
少数股东损益	20	17	74	69	83
净利润	110	144	502	525	594
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	937	1,231	2,030	2,650	3,342
其他流动资产	454	199	85	80	70
长期投资	64	11	8	11	13
固定资产合计	1,050	1,954	1,785	1,674	1,487
无形及其他资产	152	633	645	638	627
资产合计	3,933	5,679	7,014	7,617	8,310
流动负债	778	1,638	2,500	2,638	2,787
非流动负债	2	80	91	81	76
股东权益	3,003	3,722	4,110	4,516	4,981
投入资本(IC)	2,153	2,870	2,465	2,303	2,161
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	33	141	564	551	624
折旧与摊销	153	157	197	181	191
流动资金增量	-93	376	4	18	-77
资本支出	-27	-70	-53	-63	8
自由现金流	67	605	711	687	746
经营现金流	151	574	932	778	779
投资现金流	515	24	-30	-44	30
融资现金流	-87	-355	-103	-114	-116
现金流净增加额	579	244	799	620	692
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	-24.6%	58.5%	53.0%	1.5%	7.5%
EBIT 增长率	-75.1%	341.7%	298.9%	-2.2%	13.2%
净利润增长率	-46.8%	31.0%	249.6%	4.4%	13.2%
利润率					
毛利率	14.0%	15.4%	21.9%	21.5%	22.2%
EBIT 率	1.7%	4.6%	12.0%	11.6%	12.2%
净利润率	5.0%	4.1%	9.4%	9.7%	10.2%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	3.7%	3.9%	12.2%	11.6%	11.9%
总资产收益率(ROA)	2.8%	2.5%	7.2%	6.9%	7.1%
投入资本回报率(ROIC)	1.6%	4.9%	22.9%	23.9%	28.9%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	108	80	82	81	83
应收账款周转天数	84	50	62	65	67
总资产周转天数	652	502	433	492	498
净利润现金含量	1.37	4.00	1.86	1.48	1.31
资本支出/收入	1%	2%	1%	1%	0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	19.8%	30.3%	36.9%	35.7%	34.5%
净负债率	-31.2%	-29.5%	-48.1%	-57.8%	-66.3%
<b>估值比率</b>					
PE	52.6	40.1	11.5	11.0	9.7
PB	0.8	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.4	14.7	4.5	3.9	2.7
P/S	1.1	1.7	1.1	1.1	1.0
股息率	0.0%	0.0%	1.7%	2.1%	2.2%



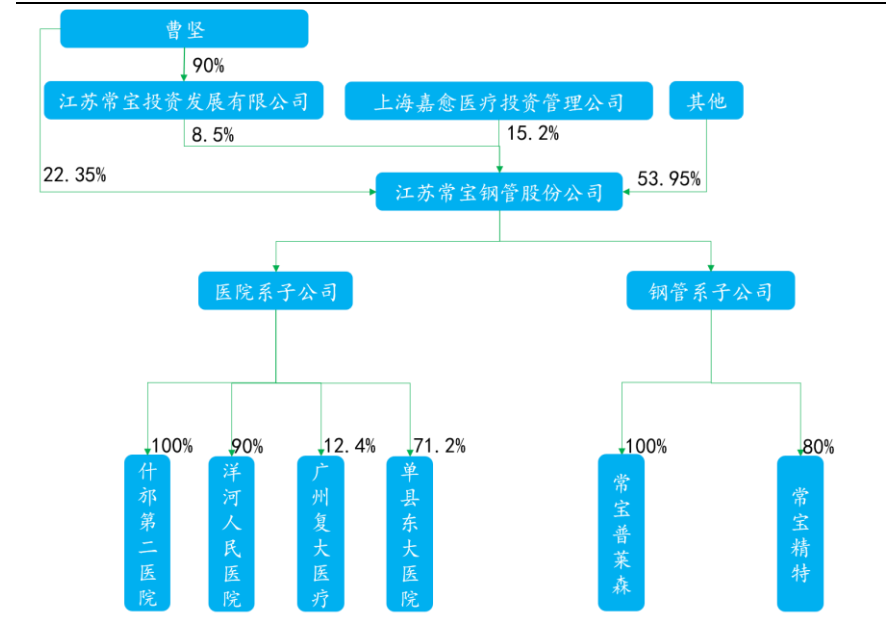
## 目录

1. 常宝股份：中国无缝钢管优秀企业.....	4
2. 油价维持高位，油气投资回暖.....	6
2.1. 供给受限，油价或将维持高位.....	6
2.2. 油价高位带动油气投资上行.....	9
2.3. 政策定调加大油气投资.....	10
3. 受益下游需求回暖，公司业绩或超预期.....	12
3.1. 油气开采行业竞争格局优化.....	12
3.2. 油气投资回暖带动公司业绩抬升.....	13
3.3. 纳入医疗板块，公司盈利稳定性提升.....	15
3.4. 受益油气投资回暖，公司业绩或超预期.....	15
4. 首次覆盖，给予“增持”评级.....	16
5. 风险提示.....	17
5.1. 油价下跌风险.....	17
5.2. 新增产线进度不及预期.....	18

## 1. 常宝股份：中国无缝钢管优秀企业

公司是一家主要从事石油天然气用管，电站锅炉管和机械管等专用无缝钢管的研发、生产、销售的制造服务商，是石油油井管、小口径合金高压锅炉管的重点制造企业，其主要产品为油气开采用管，电站锅炉用管、工程机械用管以及其他细分市场特殊用管，其产品主要应用于油气开采、电站锅炉、机械加工等能源和机械行业。国内能源管材无缝钢管主流生产企业之一。公司在 2017 年 11 月于深交所增发股份购买医院资产，成为以能源管材生产销售为主营，医疗服务并举发展的双主业上市公司。

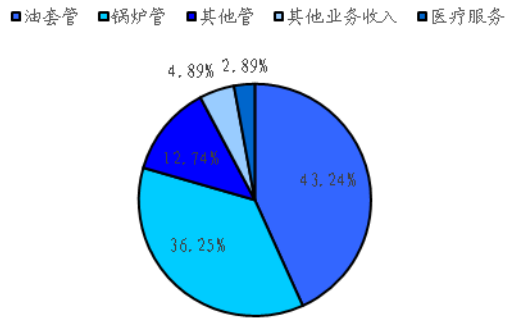
图 1 公司为能源管材、医疗服务并举的双主业公司



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**公司以油套管、锅炉管为主要产品。**公司 2017 年油套管及锅炉管创造营业收入分别为 15.1 亿元与 12.6 亿元，营收占比 43.24%、36.25%，合计接近 80%。其他产品主要包括机械管及其他细分市场特殊用管，占比 12.74%；而新增加的医疗服务业务与其他加工业务相加占比约 7.8%。公司生产模式基本为“以销定产”，近年主要产品油套管及锅炉管均实现产销平衡。目前公司有油管产能 25 万吨、套管产能 25 万吨，锅炉管产能 20 万吨，品种管 5 万吨。

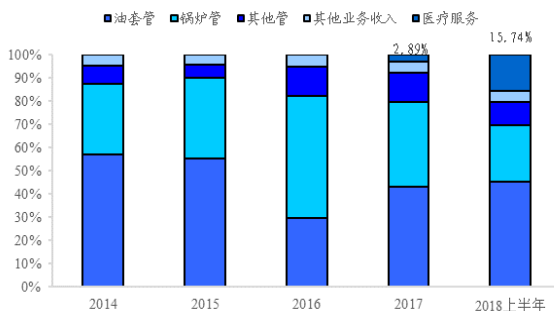
图 2 油套管锅炉管贡献公司主要营业收入



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

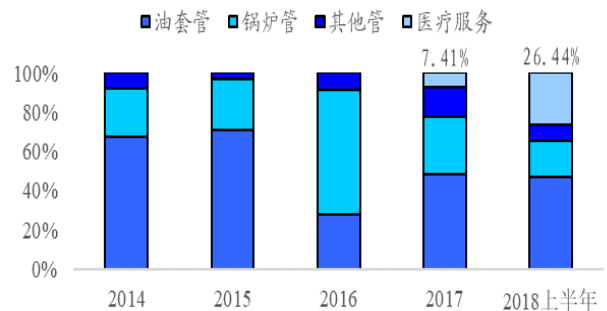
公司已成为以能源管材为主营，医疗服务并举的双主业公司。从 2015 年起，在油价下跌而导致的石油行业景气下行周期中，公司一方面奋力开拓海外业务：其海外业务覆盖美国、澳大利亚、加拿大以及独联体等大型经济体，其产品获得了国内外客户的一致认可；而另一方面公司积极求变，于 17 年 11 月增发股份购入医院资产，其营收从 1.01 亿元、占比 2.89%，至 2018 上半年提升至 3.92 亿元，占比 15.74%。医疗服务产业作为第二主业已然成为为公司提供优质现金流与稳定盈利增长点的新保障。

图 3 公司医疗服务营收占比增长迅速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

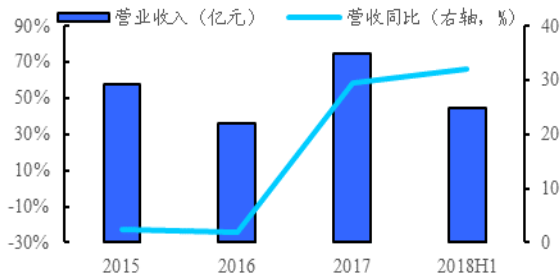
图 4 公司医疗服务毛利润占比增长迅速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

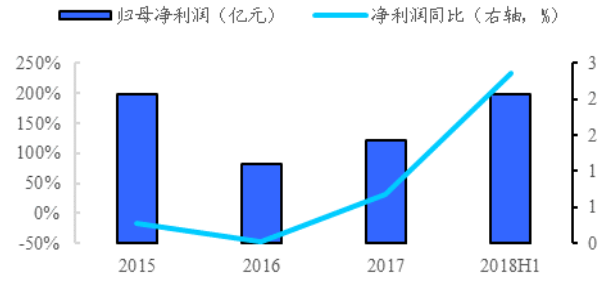
油气景气上行，2017 年归母净利润大幅增长。公司主要产品之一的石油开采管受行业景气度影响大。2017 年，随着石油气行业景气度提升，公司油套管销量大幅增长，且毛利率大幅提高，共实现营业收入 15.11 亿元，同比增长 131.67%；与此同时，公司实现营业收入 34.94 亿元，同比增长 58.45%，归母净利润 1.44 亿，同比增长 30.98%。

图 5 近年公司营收大幅增长



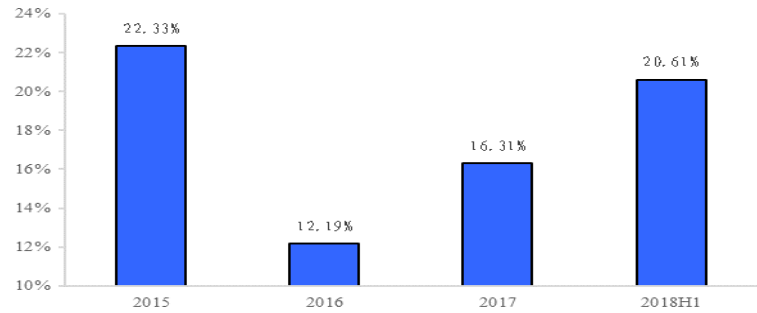
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 6 近年公司归母净利润大幅增长



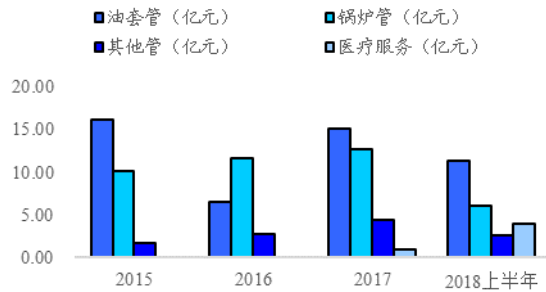
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 7 公司油套管毛利率显著回升



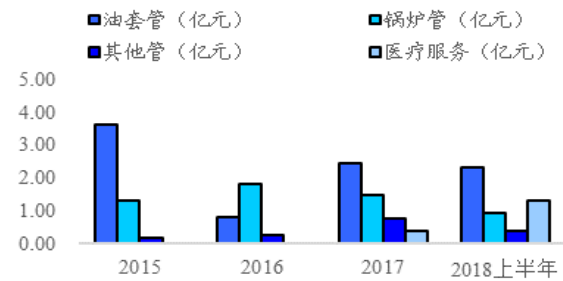
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 8 近年公司油套管营收回升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 9 近年公司油套管毛利大幅增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 2. 油价维持高位，油气投资回暖

### 2.1. 供给受限，油价或将维持高位

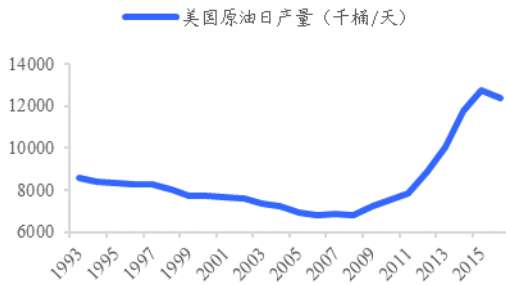
全球经济复苏带动全球原油需求上升，原油供给回归平衡。在产油国减产和世界经济复苏的前提下，原油供需逐渐走向紧平衡。2016年以来，全球经济逐步复苏，特别是美国、欧盟经济增速回升，中国经济情况良好，带动原油需求回暖。同时，随着石油输出国组织（OPEC）的协议减产、中东地缘政治等因素，全球原油供需转向紧平衡。

图 10 世界经济在 2016 年后逐步复苏



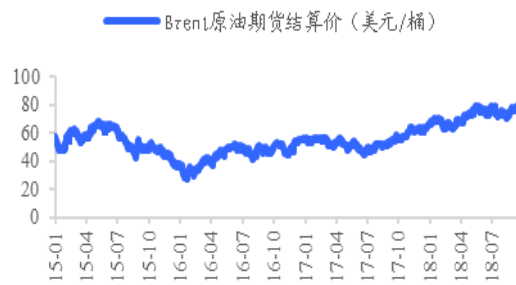
数据来源: 国际货币基金组织, 国泰君安证券研究

图 11 美国原油日产量在 2015 年后下降



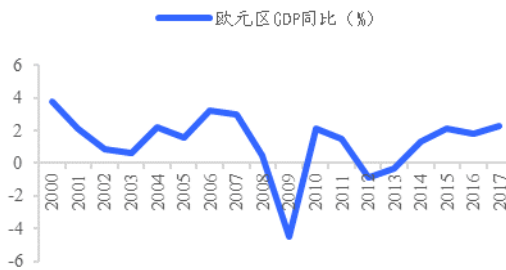
数据来源: BP, 国泰君安证券研究

图 12 Brent 原油期货价格 2016 年后稳步走高



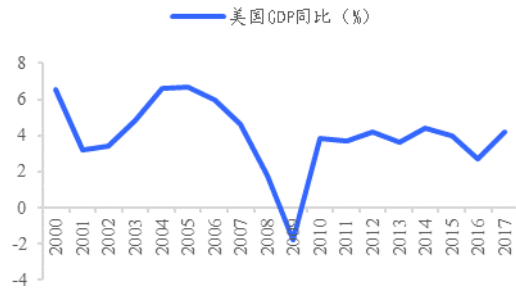
数据来源: IPE, 国泰君安证券研究

图 13 欧元区 GDP 在 2014 年后走稳回升



数据来源: 欧盟统计局, 国泰君安证券研究

图 14 美国经济韧性较强



数据来源: 美国经济分析局, 国泰君安证券研究

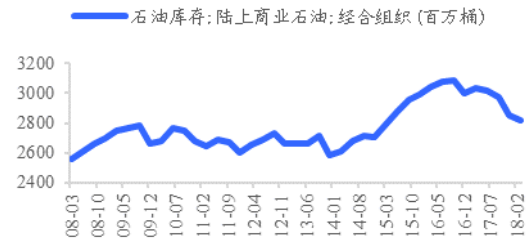
我们观察到美国库欣商业原油库存及经合组织原油库存降至低位, 印证目前原油供需紧平衡的局面。在供需紧平衡的情况下, 原油价格维持高位的可能性逐渐上升。目前经合组织 (OECD) 商业库存已经回归 5 年平均水平, 而美国库欣地区商业原油库存下降至 14 年以来低位。而根据 IEA 测算 2018 年 4 季度全球原油供给将出现缺口, 在全球供需紧平衡和原油库存低位的情况下, 中东地缘政治对原油价格影响将会被放大, 原油价格维持高位的预期或逐渐开始形成。

图 15 美国库欣库存低位印证原油供需平衡



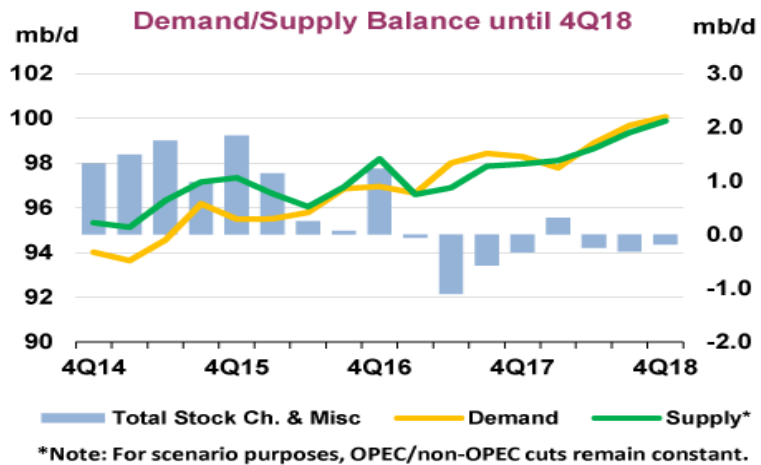
数据来源: EIA, 国泰君安证券研究

图 16 OECD 库存下降至 2015 年初水平



数据来源: OPEC, 国泰君安证券研究

图 17 2018 年全球原油供给小幅短缺



数据来源: IEA

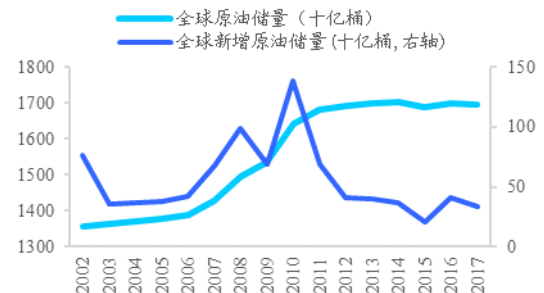
2014 年后全球油气投资不足, 全球新增原油探明储量有限。2014 年之后, 由于油价下行, 全球油气投资逐渐走低, 我国油气投资的下行验证了这一趋势。油气投资的下行使得全球新增探明原油储量出现下降, 并持续在 2014-2017 年维持低位, 全球探明原油储量未见明显新增; 2015 年全球原油探明储量甚至出现下降, 更说明新增探明储量小于开采量。

图 18 我国油气投资在 2015 年加速下滑



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

图 19 全球原油新探明储量维持低位



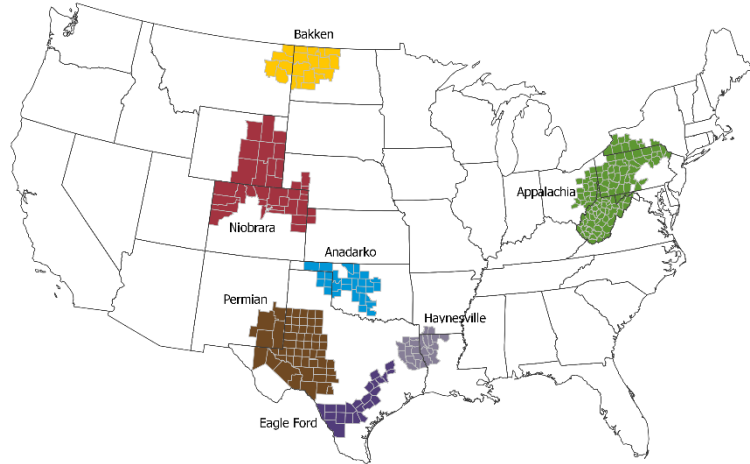
数据来源: BP, 国泰君安证券研究

受制于美国运输瓶颈, 全球原油供给增量或有限。我们观察到美国原油储量主要集中于全国的 7 个区域, 其中二叠纪盆地 (Permian Basin) 为当前美国原油的主要增量: 2017 年 1 月至 2018 年 7 月二叠纪盆地新增原油产量为 124.4 万桶/日, 增幅 58.1%, 二叠纪盆地已成为美国最大的新增产量来源。而二叠纪盆地外输的原油管道目前已经达到最大负荷,



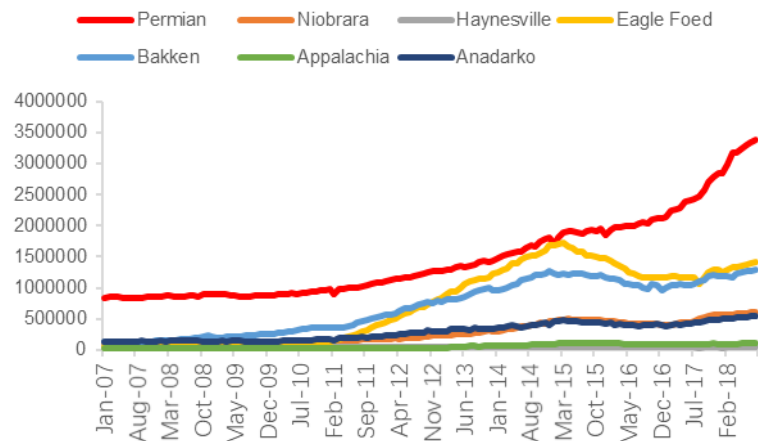
根据 EIA 测算，二叠纪盆地目前拥有原油运输管道的合计运输能力为 280 万桶/天，其中运往墨西哥湾的运力为 220 万桶/天，运往库欣（Cushion）地区的原油管道运力为 60 万桶/天。而目前二叠纪盆地的原油产量已经达到 340 万桶/天，运输瓶颈已经开始制约该地区的原油产量，而该运输瓶颈在明年 7 月之前将不会有明显改善。目前来看，美国原油产量受到压制。

图 20 美国原油主要来自于 7 大地区



数据来源：EIA

图 21 二叠纪盆地为美国原油的主要增量（桶/天）



数据来源：EIA，国泰君安证券研究

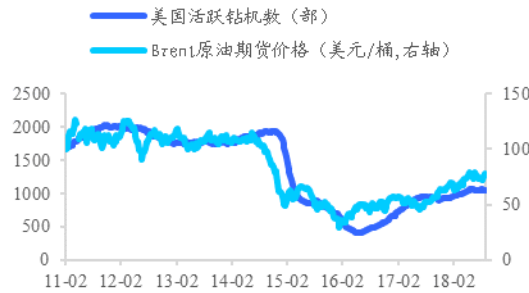
我们认为供给的限制将使得油价维持高位。全球范围来看，由于前期原油投资的不足，全球的原油产量后期的增量有限。叠加美国原油产量受限，以及美国可能对伊朗采取的制裁，或迫使伊朗采取封闭霍尔木兹海峡的行动，进一步限制全球原油的供给。我们认为供给的限制将使原油供需持续处于紧平衡状态，原油价格将维持高位。

## 2.2. 油价高位带动油气投资上行

油价高企带动油气投资回暖。油价回暖首先带来的活跃钻井数的上升，主要是产油公司开始重启自身已有的油井，同时生产成本较高的油井也在油价的上升过程中逐渐开启。油价的回升具有一定持续性的情况下，

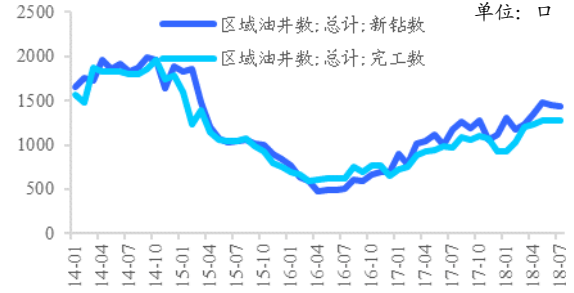
油气公司的现金流逐渐好转，因而行业勘探、钻井并扩大生产的行为逐渐出现，带动油气投资逐渐转暖。

图 22 油价上升带动钻机数回升



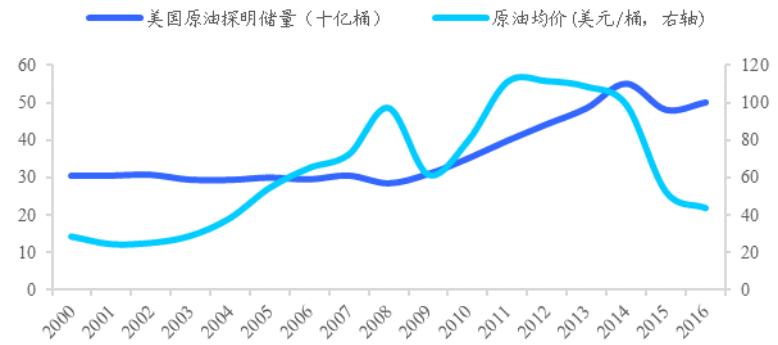
数据来源：贝克休斯公司，国泰君安证券研究

图 23 油价上升带动美国新开油井、完井数上升



数据来源：EIA，国泰君安证券研究

图 24 较高的油价推动行业勘探、带动行业投资

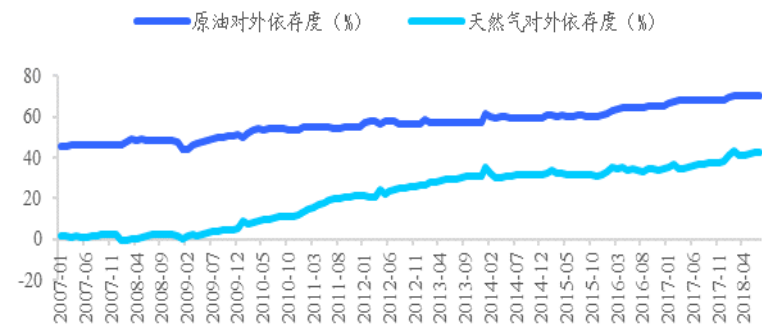


数据来源：BP，国泰君安证券研究

### 2.3. 政策定调加大油气投资

**能源安全需求推升勘探开发投资。**8月3日中石油等召开党组织扩大会议，定调提高油气勘探开发力度，确保能源安全。我们观察到我国石油、天然气的对外依存度持续上升，截至2018年7月，我国原油对外依存度70.21%，天然气对外依存度42.52%，均创历史新高。这主要是由于我国原油及天然气的消费量逐年上升，但我国的原油和天然气产量增长较少，使得新增消费需求只能通过进口满足。在能源安全的压力下，加大勘探投资以提高油气产量确定性较大。

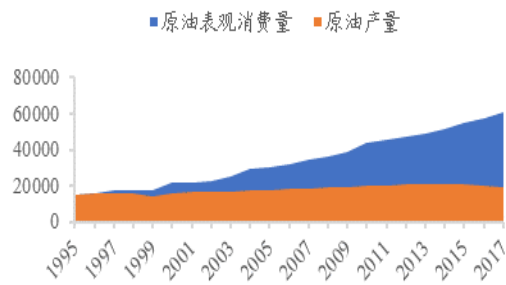
图 25 我国原油、天然气对外依存度逐渐提高



注：对外依存度=(进口量-出口量)/表观消费量

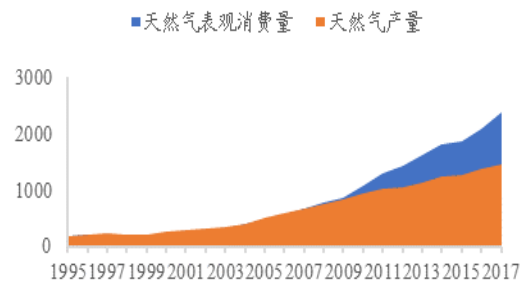
数据来源：海关总署，国家统计局，国泰君安证券研究

图 26 我国原油产量波动较小



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 27 天然气或成为主要增量来源



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

政策定调加大油气投资，三大石油公司资本开支落地率大概率上行。9月5日国务院发文，力争2020年我国天然气产量达到2,000亿方以上，而我国2017年天然气产量为1474亿方，距离目标产量有25%的上升空间。我们观察到，截至今年7月中石油新井完成全年计划的80%，油气产量超进度进行。而回顾我国三大石油公司的勘探开发投资历史，在油价高企时，其资本开支执行率往往在100%-120%左右；在油价低迷时，其资本开支的执行率在70%-90%之间。在油价维持高位的情况下，我们认为今年三大油气公司的资本开支大概率超额执行。

表 1 油价处于高位时，三大石油公司资本支出执行率较高

	资本支出 (亿元)			资本支出执行率	其中: 勘探开发支出 (亿元)		
	计划支出	实际支出	同比		计划支出	实际支出	同比
<b>中国石油</b>							
2011	3200	2844	3%	89%	1718	1621.5	0.80%
2012	3000	3525	24%	118%	1729	2272.1	40%
2013	3550	3187	-10%	90%	2396	2263.8	0%
2014	2965	2917	-8%	98%	2257	2214.8	-2%
2015	2660	2022	-31%	76%	2002	1578.2	-29%
2016	1920	1724	-15%	90%	1429	1302.5	-17%
<b>2017</b>	<b>1913</b>	<b>2162</b>	<b>25%</b>	<b>113%</b>	<b>1436</b>	<b>1620</b>	<b>24%</b>
<b>2018E</b>	<b>2258</b>		<b>18%</b>		<b>1676</b>		<b>17%</b>
<b>中国石化</b>							
2011	1241	1302	15%	105%	543	587.5	12%
2012	1729	1690	30%	98%	782	90.7	-85%
2013	1817	1686	0%	93%	891	887.8	879%
2014	1616	1546	-8%	96%	879	802	-10%
2015	1359	1122	-27%	83%	682	547	-32%
2016	1004	765	-32%	76%	479	321.9	-41%
<b>2017</b>	<b>1102</b>	<b>994</b>	<b>30%</b>	<b>90%</b>	<b>505</b>	<b>313</b>	<b>-3%</b>
<b>2018E</b>	<b>1170</b>		<b>6%</b>		<b>485</b>		<b>-4%</b>
<b>中海油</b>							
2011	553	405					
2012	586-693	600.1	48%				
2013	756-882	893.8	49%				

2014	1050-1200	1057	18%
2015	700-800	658.6	-38%
2016	600	487.3	-26%
2017	600-700	497.2	2%
2018E	700-800		40-60%

数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

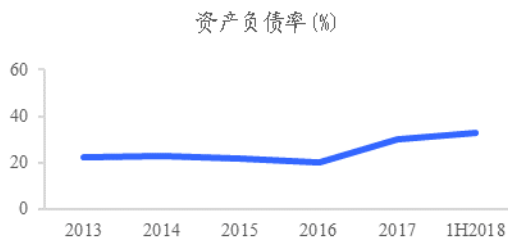
### 3. 受益下游需求回暖，公司业绩或超预期

#### 3.1. 油气开采行业竞争格局优化

油气开采行业进入壁垒较高，竞争格局逐步优化。油气开采用管生产需较长的认证时间，一般下游认证的时间为 5-10 年，行业的进入壁垒较高。另外，油气开采行业正在逐渐寡头化，经营状况欠佳的供应商在上一轮不景气周期中遭遇淘汰。根据我们了解，约 10 年前中石油油管稳定的供应商一共 7 家：其中有四家国企，分别为宝钢、天津无缝、衡阳华菱钢铁和包钢；3 家民企，分别为山东墨龙、常宝股份和西姆莱斯。2014-2016 年，由于行业景气度下降，西姆莱斯公司破产重组并退市，行业龙头天津大无缝经营状况欠佳，山东墨龙在 15、16 年持续亏损，其余中小企业纷纷退出市场，油气管道行业供应商显著减少。油气管道行业集中度上升，行业的竞争格局逐步优化。

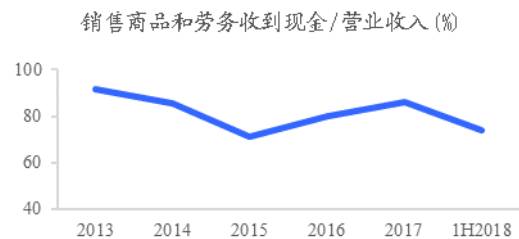
公司为油管及锅炉管行业龙头。公司行业地位领先，产品附加值较高且持续推进高端产品战略，且作为国内油管龙头供应商，公司先后获得 138 项专利，技术积累深厚。公司财务状况良好，截至 2018 年 6 月底公司资产负债率仅 32.62%，且现金充沛。公司油套管产品下游的主要采购商为中石油、中石化、中海油和延长石油。2013 年公司占中石油油管订单量居首，时至今日仍然处于前列且占据较大比重，公司在油管行业龙头地位稳定。

图 28 公司资产负债率维持低位



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 29 公司现金回款情况良好



数据来源：wind，国泰君安证券研究

表 2 2009 年公司油套管产品市场占有率较高

排名	公司名称	产量 (万吨)	份额
1	宝钢集团	22.28	30.89%
2	江苏常宝钢管股份有限公司	13.61	18.87%
3	衡阳钢管 (集团) 有限公司	9.43	13.08%
4	天津钢管集团股份有限公司	7.08	9.82%
5	无锡西姆莱斯石油专用管制造有限公司	4.78	6.63%
	合计	57.18	79.29%

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

表 3 2009 年公司锅炉管产品市占率处于中上水平

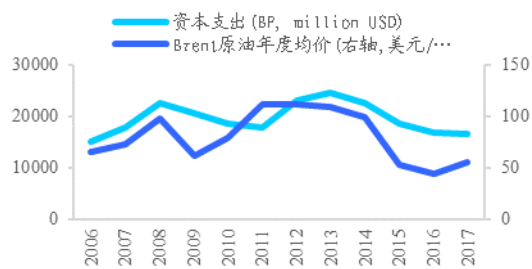
排名	公司名称	产量 (万吨)	份额
1	宝钢集团	16.38	25.49%
2	江苏振达钢管集团	9.42	14.66%
3	江苏诚德钢管股份有限公司	7.38	11.49%
4	江苏常宝钢管股份有限公司	6.73	10.47%
5	衡阳钢管 (集团) 有限公司	5.26	8.19%
合计		45.17	70.30%

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

### 3.2. 油气投资回暖带动公司业绩抬升

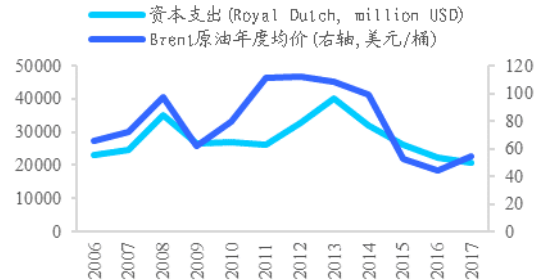
我们观察到世界大型油气公司的资本支出与油价呈现明显的正相关关系。在油价处于高位时，油气公司盈利情况良好，推动其勘探开发投资，使得油气管道需求上升。在供给受限的情况下，高位的原油价格将会持续，这将带动全球油气投资的上升，公司下游订单情况转暖的局面将会持续。

图 30 BP 公司资本支出随油价回暖而上升



数据来源：公司年报，IPE，国泰君安证券研究

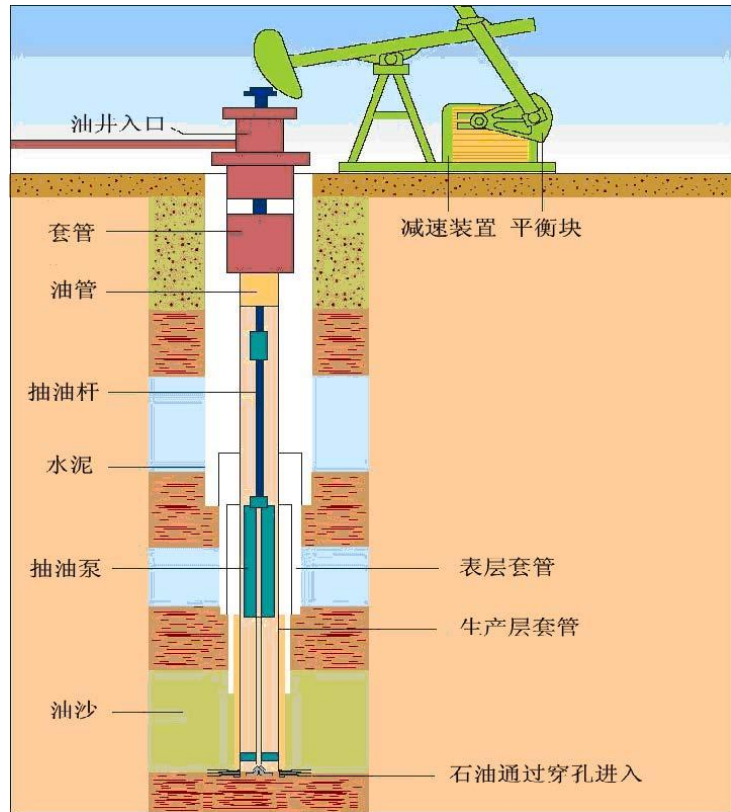
图 31 荷兰皇家壳牌资本支出与油价同步



数据来源：公司年报，IPE，国泰君安证券研究

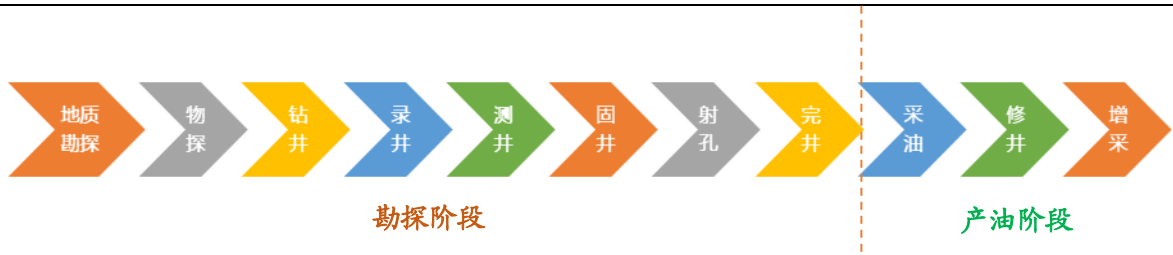
公司为油气投资上升的主要受益者。公司主要产品为油套管和锅炉管，其中 2017 年油套管产品营收占比 45.5%，是公司营收和毛利的主要来源。公司油套管产品主要用作油气井中，其中油管主要用于油井，套管主要用于气井（部分用于油井）。由于勘探投资为所有油气投资的开端，我们认为公司油套管产品首先受益于油气投资的加大，公司的订单或将维持高位，公司业绩将显著提升。

图 32 较高的油价推动行业勘探、带动行业投资



数据来源：公司招股说明书

图 33 油价上升早期活跃钻井数上升，继而推升开工钻井完井



数据来源：国泰君安证券研究

伴随新增高端产线落地，公司业绩将逐步释放。公司目前拟利用自筹资金新建高端页岩气开采用管智能生产线，该项目总投资 5.5 亿元，主要产品为高钢级石油管、高钢级页岩气开采用管等。项目合计新增高钢级油气开采用管加工能力 42.5 万吨，主要建设两个生产车间：一车间包含年产 6.5 万吨智能热处理生产线和 7.5 万吨智能车丝生产线；另一车间包含年产 12 万吨智能管端加厚生产线，6.5 万吨智能热处理生产线，10 万吨的智能车丝生产线。该项目建设周期为 12 个月，在项目落地后，公司产后年预计营业收入将增加约 16 亿元，年利润总额 1.1 亿元。

表 4 公司新建高端产线加工项目将为公司带来业绩增量

项目	详情
项目目的	促进产品结构转型升级，抓住页岩气市场发展契机
项目总投资	5.5 亿元
建设内容	一车间为建设年产 6.5 万吨智能热处理生产线和 7.5 万吨智能车丝生产线；另一车间为建设年产 12

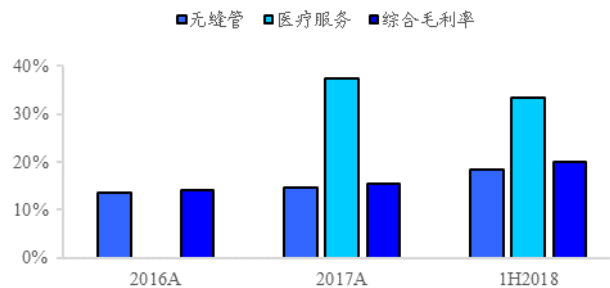
	万吨智能管端加厚生产线，6.5 万吨智能热处理生产线，10 万吨的智能车丝生产线。
预期业绩	年营业收入 16 亿元、年利润 1.1 亿元
建设周期	1 年

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 3.3. 纳入医疗板块，公司盈利稳定性提升

公司在 2017 年正式进军医疗板块。公司在 2017 年通过发行股份购买方式完成了对单县东大医院有限公司、什邡第二医院有限公司、宿迁县洋河人民医院有限公司的控股，正式进军医疗板块。我们观察到公司自纳入医疗板块以来，该板块的营业收入占比逐渐上升，目前板块已成长为公司第二大收入板块。而不同于传统业务，公司医疗板块的毛利率显著高于油套管板块。且受益于医疗行业的稳定性，公司医疗板块盈利稳定，这将提高公司业绩整体的稳定性，有利于公司长久发展。

图 34 医疗服务板块拉高公司整体毛利率



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 3.4. 受益油气投资回暖，公司业绩或超预期

受益于油气投资回暖带来的订单回暖，公司业绩或超预期。我们认为高油价叠加国家政策定调将显著推高国内外的油气投资水平，公司作为我国油管行业的龙头公司，将直接受益于油气投资的回暖。而油套管新增高端产能的释放或将公司业绩带上新的台阶。公司医疗板块的投资在提升公司抗风险能力的同时，使公司业务形成“双轮驱动”，进一步推升公司业绩，公司业绩或超预期。

表 5 公司业绩弹性的主要来源为油套管（2018 年口径）

	营业收入敏感系数	归母净利润敏感系数
<b>油套管</b>		
产量 (万吨)	0.46	0.87
售价 (元/吨)	0.46	4.10
<b>锅炉管</b>		
产量 (万吨)	0.24	0.34
售价 (元/吨)	0.24	2.18
<b>医疗服务</b>		
	0.16	0.50

注：敏感系数计算原理举例：营业收入对售价的敏感系数=售价变动导致的营收变动百分比/售价变动百分比；简单假设各产品单位成本不变，固定成本不变。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

#### 4. 首次覆盖，给予“增持”评级

盈利预测关键假设：

- 1) 原油价格不发生大幅下跌，公司订单稳定；
- 2) 公司新建项目如期落地。

表 6 分产品预测表

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
油套管 (百万元)	1618	652	1511	2311	2450	2803
产量 (万吨)	34	27	32	38	39	45
同比 (%)	-8	-22	21	18	3	14
单位产品价格 (元/吨)	4721	2448	4683	6300	6250	6270
同比 (%)	9	-48	91	35	-0.8	0.3
销售成本 (百万元)	1256	573	1264	1821	1907	2460
单位产品成本 (元/吨)	3667	2150	3919	4792	4900	4859
毛利率 (%)	22.3%	12.2%	16.3%	22.7%	21.6%	22.5%
锅炉管 (百万元)	1015	1159	1267	1226	1202	1262
产量 (万吨)	14	11	13	15	15	15
同比 (%)	-8	-22	21	18	0	0
单位产品价格 (元/吨)	7501	11017	9945	9800	9700	9750
同比 (%)	9	47	-10	-1	-1	1
销售成本 (百万元)	881	977	1118	1038	1018	1068
单位产品成本 (元/吨)	6517	9288	8776	6917	8187	8210
毛利率 (%)	13.1%	15.7%	11.8%	15.7%	15.6%	15.8%
医疗服务 (百万元)			101	823	848	882
同比 (%)				716	3	4
毛利率 (%)			37.4%	35.8%	36.0%	36.5%
销售成本 (百万元)			63	539	551	569
其他 (百万元)	291	395	616	658	671	684
毛利率 (%)	-8.5%	12.3%	16.8%	15.5%	15.8%	16.5%
销售成本 (百万元)	315	346	512	576	586	597

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

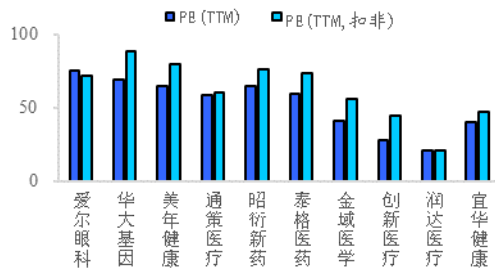
按照假设，我们预测公司 2018-2020 年归母净利润分别为 5.02、5.25、5.94 亿元，对应 EPS 分别为 0.51、0.53、0.60 元。公司是我国油管及锅炉管行业龙头，且公司医疗服务板块逐渐壮大，根据公司两个板块业务的规模和特性，我们运用 1) 相对估值法 (PE) 对公司两个板块分别估值加总得到公司每股价值；2) 运用绝对估值法 (DCF) 对公司整体进行估值。

##### 1. PE 估值法：每股价值 9.97 元。

A 股上市的以医疗服务为主营业务的公司 PE 平均值为 52.17X，A 股上市的以无缝钢管为主营业务的公司 PE 平均值为 16.5X。

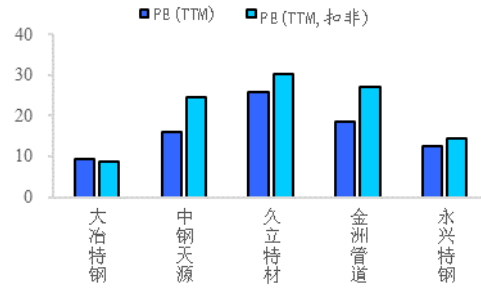


图 35 医疗服务板块公司平均估值为 52.17 倍



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 36 公司无缝钢管板块估值为 16.5 倍左右



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2018 年常宝股份无缝钢管板块业务净利润预计为 3.87 亿元, 考虑到公司无缝钢管业务发展成熟, 给予行业平均 16.5X, 对应总市值 63.86 亿元; 医疗服务板块业务净利润预计为 1.15 亿元, 考虑到公司医院业务发展尚处于初始阶段, 保守给予公司 30X 进行估值, 对应总市值 34.5 亿元, 那么常宝股份 2018 年整体估值 98.36 亿元, 对应每股价值 9.97 元。

## 2. 绝对估值法 (DCF): 每股价值 10.07 元。

公司目前经营情况良好, 后期伴随着公司油套管量价双升与医疗服务业务的利润保证, 公司盈利有望进一步提升。假设公司平均资本成本 (WACC) 为 8.16%, 计算得公司每股股价为 10.07 元。

表 7: 绝对估值假设

指标	数值
行业 Beta	0.97
无风险利率	4.00%
风险溢价	4.50%
永续增长率	0%
股票 Beta	0.94
债务利率	6%
债务总额 (亿元)	133.81
股本价值 (亿元)	987.39
股价	5.90
资产贴现率	8.37%
WACC	8.16%

数据来源: 国泰君安证券研究

综合两种估值方法, 结合谨慎性原则, 选择两种估值方法中较低的估值, 对应公司目标价 9.97 元。受益于油气投资的上行和公司新增高端油气开采管产线的落地, 公司业绩预计持续上升, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

### 5.1. 油价下跌风险

如果油价下跌, 油气资源公司盈利下降将减少油气投资的执行率, 使得公司订单减少, 不利于公司业绩。

### 5.2. 新增产线进度不及预期

公司目前现金充足，新建项目预期顺利进行。若公司新建项目进度不及预期，公司高端产品加工能力的上升受阻，将不利于公司业绩。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		