

# 常宝股份 (002478.SZ)

## 专注特种管材制造，景气需求推升业绩

**核心看点:**公司专注中小口径的特种专用管材细分领域，产品覆盖油井管、锅炉管及其他用途无缝钢管，新产线处于产能释放阶段，产品结构持续优化，同时下游油气开采、火电锅炉等行业开支快速扩张，需求处于景气周期，配合管坯原料价格处于下行阶段，进一步增强盈利能力，公司业绩有望显著增长。

**多个产品成为隐形冠军，产能释放与盈利扩张周期叠加。**公司所在行业具备显著壁垒，多项产品成为行业隐形冠军：（1）专用钢管行业是一个资本密集型行业，产品须经过国内专业权威机构或内部认证，公司产品中油管、小口径合金高压锅炉管、HRSG 超长管、石化热交换器用 U 型管等产品市场份额保持行业前列，多个产品已成为行业隐形冠军；（2）2022 年 PQF 生产线成品入库达到 30 万吨，按照产能利用率 100% 预估，现有产线仍有 34.7% 的增产空间；（3）公司无缝管产品销售价格变动与原材料采购价格变动相比存在一定的时滞，受益于管材及管坯价格弱势周期。

**身处景气行业景气赛道，需求有望持续扩张。**（1）油气：中石油、中石化及中海油勘探开发环节资本支出增幅明显，同时全球油井钻机数量持续增加，利好公司油井管及配套产品需求；（2）火电：在“立足煤炭”方向的指引下，预计未来新增煤电装机有望显著提升，火电行业有望率先步入景气状态，锅炉管产品有望迎来量价齐升周期。

**投资建议。**公司专注中小口径的特种专用管材制造，产量增长与结构改善并举，下游需求持续向好有效支撑其盈利释放。我们预计公司 2023 年~2025 年实现归母净利润分别为 6.9 亿元、8.1 亿元、8.4 亿元，对应 PE 为 8.8、7.5、7.3 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**上游原料价格大幅上涨，下游需求不及预期，新产线增产存在不确定性。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,226	6,223	7,407	8,193	8,567
增长率 yoy (%)	7.2	47.2	19.0	10.6	4.6
归母净利润(百万元)	136	471	690	808	837
增长率 yoy (%)	9.9	246.8	46.5	17.2	3.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.15	0.53	0.78	0.91	0.94
净资产收益率(%)	3.3	10.2	13.7	13.9	12.9
P/E(倍)	44.9	12.9	8.8	7.5	7.3
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	0.9

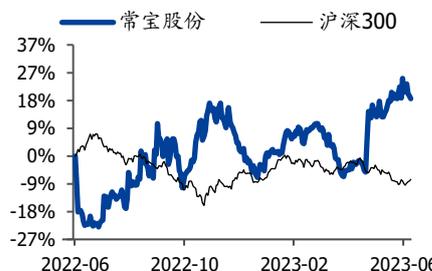
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 6 月 13 日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	特钢 II
前次评级	
6月13日收盘价(元)	6.85
总市值(百万元)	6,096.82
总股本(百万股)	890.05
其中自由流通股(%)	74.10
30日日均成交量(百万股)	24.01

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张津铭

执业证书编号: S0680520070001

邮箱: zhangjinming@gszq.com

分析师 高亢

执业证书编号: S0680523020001

邮箱: gaokang@gszq.com

#### 相关研究





## 内容目录

1.公司为中小口无缝管专业制造商 .....	5
1.1.发展历程.....	5
1.2.公司股权结构 .....	5
1.3.公司产品结构与经营情况 .....	7
1.3.1.总产量、营收、毛利率与净利率视角 .....	7
1.3.2.吨钢售价、毛利视角.....	11
1.3.3.净资产收益率、投入回报率视角 .....	11
2.多个产品成为隐形冠军，产能有望加速释放 .....	13
2.1.行业壁垒明显，公司具备竞争优势 .....	13
2.1.1 油井管 .....	14
2.1.2 锅炉管 .....	16
2.2.PQF 产线产量加速释放，产品结构进一步升级 .....	18
2.3.成本持续下行，短期业绩或持续超预期 .....	19
3.景气需求助力业绩换挡提速.....	20
3.1.油气行业.....	20
3.2.火电行业.....	21
4.盈利预测与投资建议.....	22
4.1.核心假设.....	22
4.2.盈利预测.....	23
4.3.投资建议.....	24
5.风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构.....	5
图表 3: 主要子公司业务、收入及净利润 (百万元) .....	6
图表 4: 公司股东总户数 (户) .....	6
图表 5: 公司主要产品、产能及用途 (万吨) .....	7
图表 6: 公司产品产销情况 (万吨) .....	7
图表 7: 公司 2016 年-2022 年产销规模与销量同比变动幅度 (万吨) .....	8
图表 8: 公司总营收与同比增速 (亿元) .....	8
图表 9: 公司总毛利与同比增速 (亿元) .....	8
图表 10: 公司归母净利与同比增速 (亿元) .....	9
图表 11: 分产品营收占比.....	9
图表 12: 分产品毛利占比.....	9
图表 13: 分产品毛利率 (%) .....	9
图表 14: 国内外市场营收占比.....	9
图表 15: 国内外市场毛利占比.....	9
图表 16: 国内外市场毛利率 (%) .....	10
图表 17: 四项费用占营业收入比重(%).....	10
图表 18: 公司销售净利率 (%) .....	10
图表 19: 主营产品吨口径数据 (元/吨) .....	11
图表 20: 公司 ROE 摊薄数据.....	11

图表 21: 公司 ROIC 数据 .....	11
图表 22: 2018 年以来公司 ROE (摊薄, %) .....	12
图表 23: 2018 年以来公司 ROIC (%) .....	12
图表 24: 公司已通过认证情况 .....	13
图表 25: 油井设施架构图 .....	14
图表 26: “十三五”期间我国油井管销量变化 .....	15
图表 27: 国内轧管机组情况统计 .....	15
图表 28: 常宝股份部分石油行业专用管材 .....	16
图表 29: 火电锅炉分类 .....	16
图表 30: 不同种类锅炉钢管材质 .....	17
图表 31: 我国 600-630-700°C 超超临界燃煤锅炉管耐热材料体系示意图 .....	17
图表 32: 超超临界电站锅炉关键材料应用部位 .....	17
图表 33: 常宝股份部分锅炉行业专用管材 .....	18
图表 34: 公司 PQF 产线 .....	18
图表 35: 现有产线生产规模预估 (万吨, 假定产能利用率最高为 100%) .....	19
图表 36: 管坯、无缝流体管价格及基差情况 (元/吨) .....	19
图表 37: 中石油、中石化及中海油资本支出合计 (亿元) .....	20
图表 38: 国内油气开采投资同比增速 .....	20
图表 39: 全球原油钻机数量 (台) .....	20
图表 40: 煤电建设规模逐年下滑 (万千瓦) .....	21
图表 41: 常宝股份主要业务数据假设 .....	22
图表 42: 常宝股份费用端假设 .....	22
图表 43: 常宝股份主要业务板块盈利预测 (百万元) .....	23
图表 44: 可比公司估值对比 (2023-6-13 收盘价) .....	24

# 1. 公司为中小口径无缝管专业制造商

## 1.1. 发展历程

江苏常宝钢管股份有限公司始建于1958年,1989年加入宝钢集团成为宝钢控股子公司,2003年民营改制,2010年9月深交所上市。目前公司拥有常州、金坛、阿曼三个生产制造基地,2021年开始特种专用管材年产能能力100万吨,是中国具有竞争力的中小口径特种专用管材品牌企业,公司主要发展历程事件如下:

图表 1: 公司发展历程

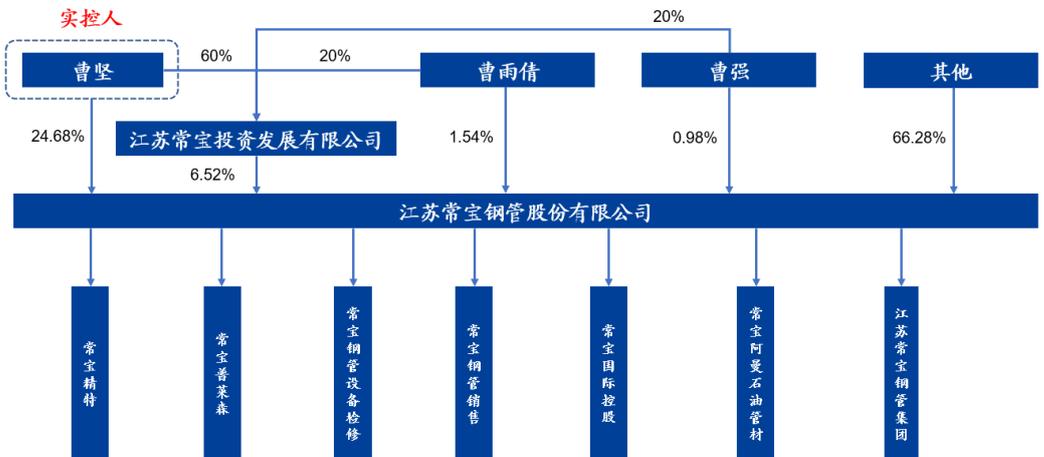


资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

## 1.2. 公司股权结构

公司股权结构简明清晰。截至2023年5月,公司总股本为8.9亿股,根据2022年报,公司控股股东及实际控制人是自然人曹坚先生,其直接持有公司24.68%的股权,并通过常宝投资间接持有公司3.91%的股权,其他股东中直接持有公司股权1.54%的曹雨倩为曹坚先生女儿,直接持有公司股权的0.98%的曹强为曹坚先生弟弟。

图表 2: 公司股权结构



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2022年公司主要子公司营收与净利润贡献如下所示:

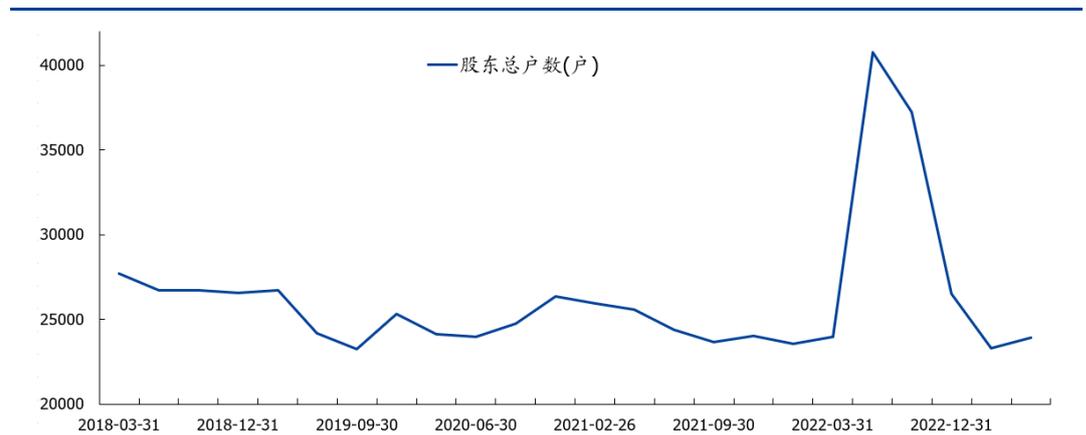
图表 3: 主要子公司业务、收入及净利润 (百万元)

公司名称	公司类型	主要业务	营业收入	净利润
常州常宝精特钢管有限公司	子公司	钢管的生产与销售	976.14	68.49
江苏常宝普莱森钢管有限公司	子公司	新型合金管材、钢管的销售	3,838.30	226.66
常州常宝钢管设备检修有限公司	子公司	钢管设备检修	-	0.02
江苏常宝钢管销售有限公司	子公司	钢材、钢管的销售	3,577.65	22.37
常宝国际控股有限公司	子公司	进出口贸易	-	15.44
常宝阿曼石油管材有限公司	子公司	钢管的生产与销售	103.71	5.59
江苏常宝钢管集团有限公司	子公司	钢管的生产与销	-	282.69

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

股东户数方面, 截止 2023 年一季度末, 股东总户数为 23913 户, 公司股权集中度近一年来有所上升。

图表 4: 公司股东总户数 (户)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3. 公司产品结构与经营情况

公司主要产品包括油气开采用管、电站锅炉用管、工程机械用管、石化用管等其他细分市场特殊用管，产品出口全球 50 多个国家和地区，客户涵盖国内外知名的石油公司、电力及能源公司，公司拥有常州、金坛、阿曼三个生产制造基地，具有年产 100 万吨特种专用管材能力。

图表 5: 公司主要产品、产能及用途 (万吨)

产品类别	年产能	品种	用途与占比	下游行业客户
油井管	50	油管	将油层石油输送到地面，占油井管比例 75%	服务于国内外油气开采商，是石油、天然气钻井工程所必需的设备。
		套管	固定油井井壁，占油井管比例 22%	
		钻杆	油井钻探，占油井管比例 3%	
锅炉管	20	合金高压锅炉管	占比 70-80%	服务于国内外电站锅炉制造商，主要用于建设火力发电站。
		碳钢管	主要为 HRSG 超长管等高端特色产品	
其他管	30		石油裂化管、汽车用油缸用管、高强度臂架用管等	汽车、石油化工、工程机械及其他用途。

资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

#### 1.3.1. 总产量、营收、毛利率与净利率视角

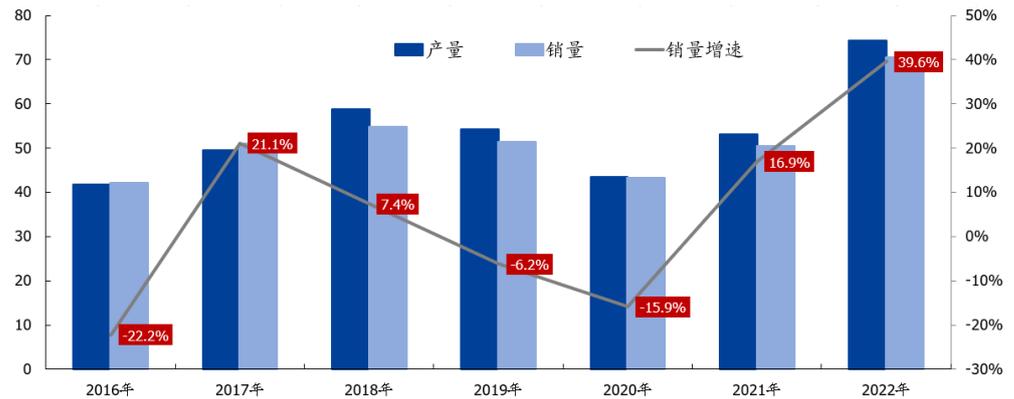
公司产销规模创出 2016 年以来新高，公司于 2018 年公告聚焦能源管材主业，自 2020 年起产销规模逐年提升，受行业市场需求回暖、新产线项目产能释放等因素影响，2022 年公司产销规模大幅增长并创历史新高，年度钢管产量为 74.2 万吨，同比增长 39.9%，销量 70.4 万吨，同比增长 39.6%；随着新产线产能进一步释放，预计 2023 年产销量与 2022 年相比有望持续提升，逐步达到 90-100 万吨左右规模运行体系。

图表 6: 公司产品产销情况 (万吨)

万吨	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
产量	41.6	49.5	58.7	54.1	43.4	53.0	74.2
产量增速	-21.6%	19.0%	18.6%	-7.9%	-19.7%	22.1%	39.9%
销量	42.1	50.9	54.7	51.3	43.2	50.5	70.4
销量增速	-22.2%	21.1%	7.4%	-6.2%	-15.9%	16.9%	39.6%
产销率	101.1%	102.8%	93.1%	94.8%	99.4%	95.2%	94.9%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表7: 公司2016年-2022年产销规模与销量同比变动幅度(万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2020年以来公司主营产品收入与利润规模在销量增长的驱动下维持涨势, 2022年受需求偏弱影响, 毛利率有所下滑:

- 公司2017年-2022年, 总营收规模从34.9亿元增至62.2亿元, 五年复合增速12.2%, 近两年复合增速25.6%, 2023年一季度总营收为18.2亿元, 同比增长68.2%; 分品种来看, 2022年油套管营收占总营收的比重为59%, 锅炉管为23%; 公司2017年-2022年, 归母净利规模从1.4亿元增至4.7亿元, 五年复合增速26.7%, 近两年复合增速94.9%; 2023年一季度归母净利为2.0亿元, 同比增长410.2%;
- 公司2017年-2022年, 总毛利规模从5.4亿元增至9.3亿元, 五年复合增速11.7%, 近两年复合增速15.3%, 2023年一季度毛利为3.5亿元, 同比增长194.9%; 分品种来看, 2022年油套管毛利占总毛利的比重为76%, 锅炉管为20%;
- 公司2017年-2022年整体毛利率从15.36%降至14.98%; 分品种来看, 2022年油套管毛利率为19.23%, 锅炉管毛利率为13.04%。

图表8: 公司总营收与同比增速(亿元)



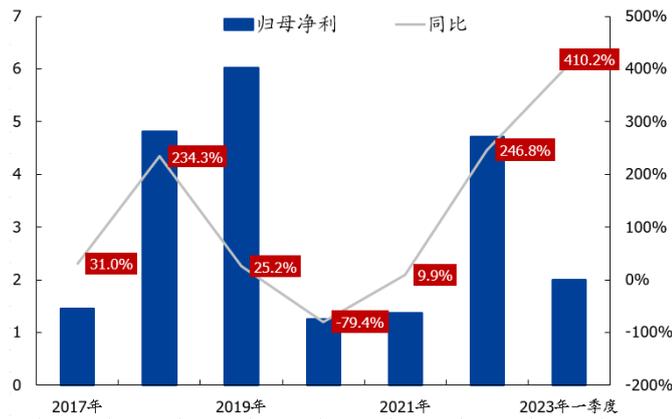
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司总毛利与同比增速(亿元)



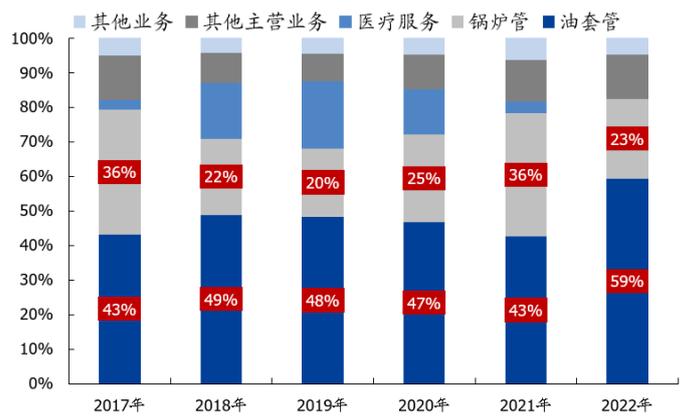
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 公司归母净利润与同比增速 (亿元)



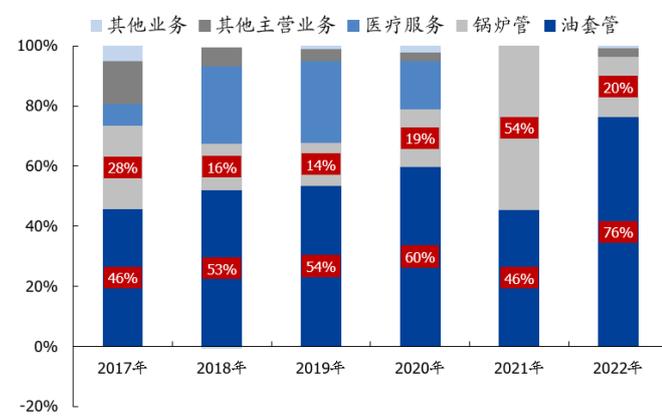
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 分产品营收占比



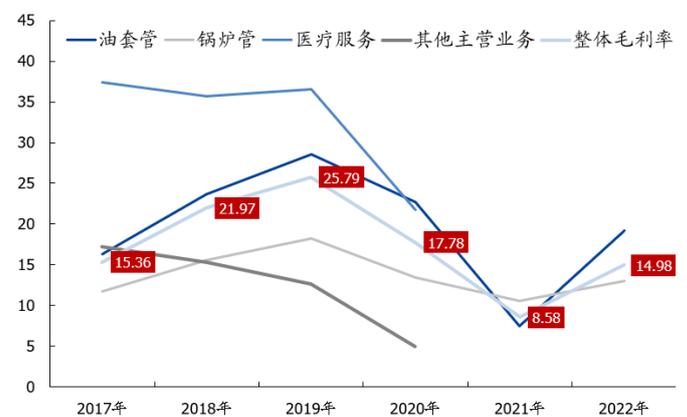
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 分产品毛利占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

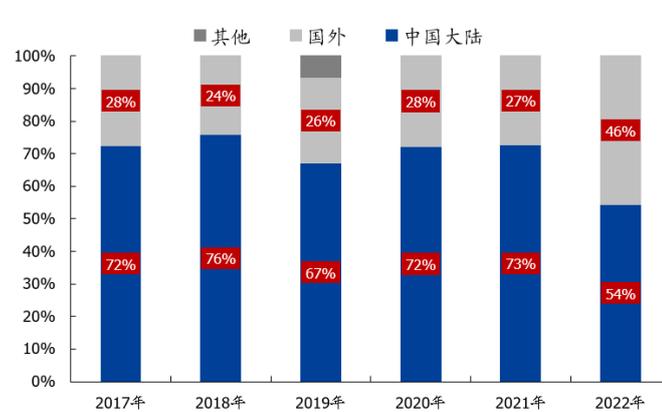
图表 13: 分产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

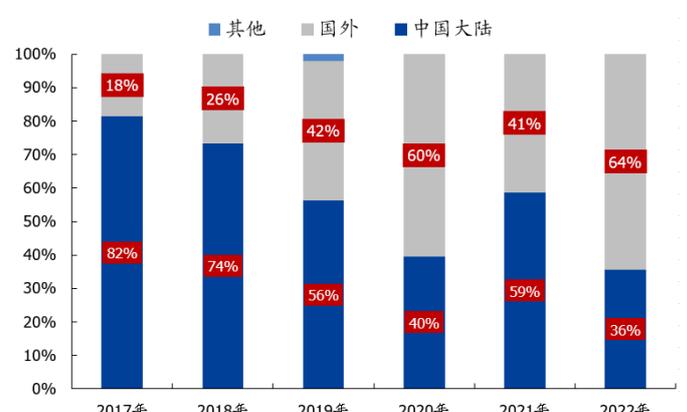
分区域来看, 公司海外业务占比大幅提升, 由于 2021 年 5 月起的出口退税政策取消, 公司出口业务规模及盈利受到短时冲击, 公司海外业务毛利率从 38.64% 跌至 12.97%, 这一变动驱动公司加速中高端转型进程, 2022 年公司海外营收占比为 46%, 毛利占比为 64%, 海外毛利率为 21.11%, 同期国内业务毛利率仅为 9.83%。

图表 14: 国内外市场营收占比



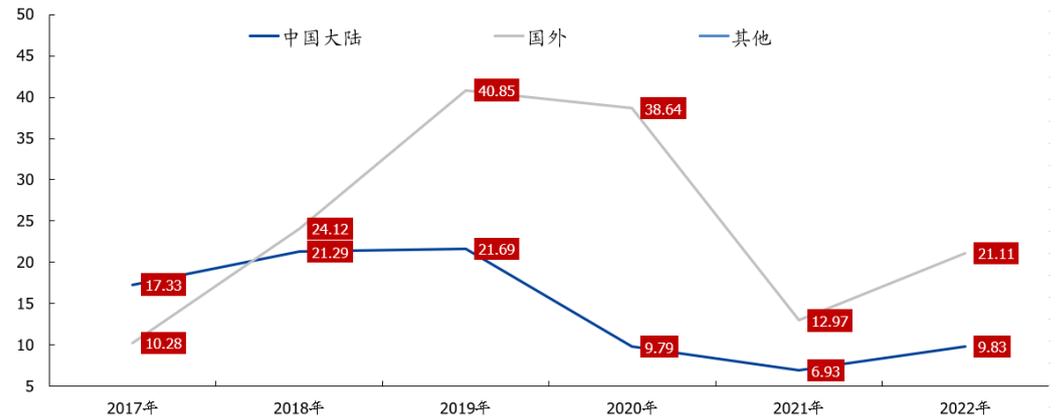
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 国内外市场毛利占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

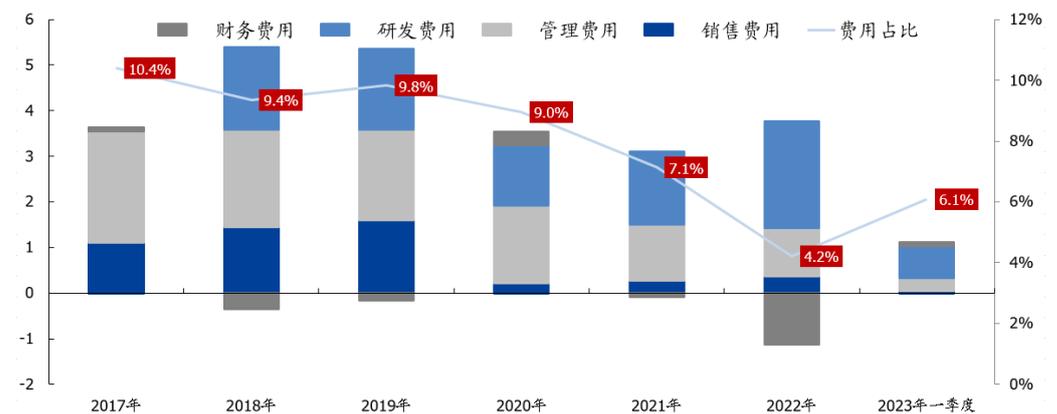
图表 16: 国内外市场毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在营收规模扩张的同时, 公司费用端控制能力同步增强, 2017年-2023年一季度四项费用占营业收入的比重从 10.4% 降至 6.1%。

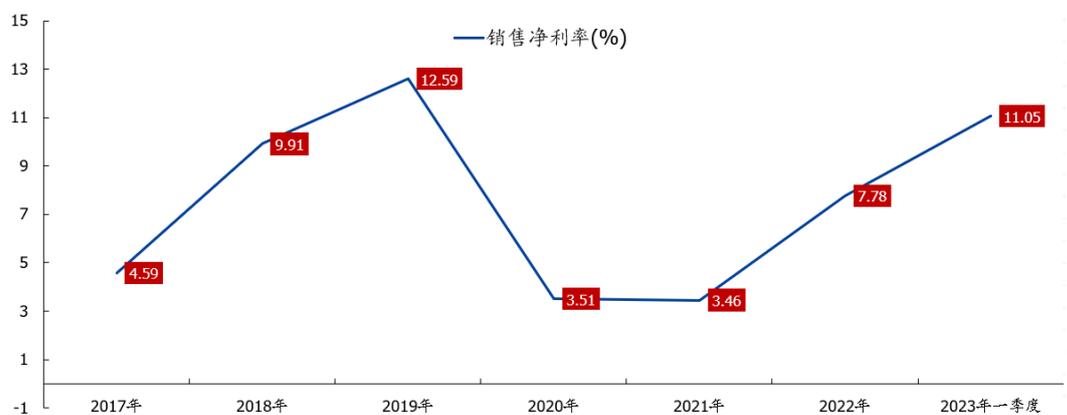
图表 17: 四项费用占营业收入比重 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

得益于公司高端产线投产及产品结构改善, 2021年起公司销售净利率逐步回升, 到 2023年第一季度已回升至 11.05%, 盈利能力已接近 2019年水平。

图表 18: 公司销售净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3.2.吨钢售价、毛利视角

从吨钢口径来看，2022年公司整体售价与毛利显著修复：

- 2017年-2022年，公司钢产品吨售价从6663元涨至8834元，累计涨幅为32.6%；
- 2017年-2022年，公司钢产品吨成本从5681元涨至7511元，累计涨幅为32.2%；
- 2017年-2022年，公司钢产品吨毛利则从982元降至1323元，累计涨幅为34.8%。

钢铁行业的周期性特征对公司吨钢利润影响有限，在行业景气的2018-2019年，盈利下行的2020年以及2022年，公司吨钢利润仍呈现出明显的抗周期特征，究其原因，在于公司处于产业链中段的加工环节，一定程度上规避了钢铁行业成本与售价的高波动性，并具有一定定价能力。

图表 19: 主营产品吨口径数据 (元/吨)

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
吨售价	6663	8243	8306	7934	8089	8834
吨成本	5681	6650	6379	6572	7432	7511
吨毛利	982	1594	1928	1362	658	1323

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (仅计入金属制品行业营收毛利数据)

### 1.3.3.净资产收益率、投入回报率视角

根据公司财报已披露数据，2020年至2021年公司盈利能力显著下滑，到2022年公司再度聚焦能源管材主业，公司ROE（净资产收益率，摊薄）与ROIC（投入资本回报率）快速回升，截至2022年，公司ROE（摊薄）为10.29%，ROIC为10.05%。

图表 20: 公司 ROE 摊薄数据

ROE(摊薄)(%)	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
一季度	1.27	3.33	2.08	0.29	0.91	4.18
上半年	5.40	7.75	4.82	2.32	4.13	
前三季度	9.54	11.71	6.11	2.39	7.76	
全年	12.09	13.47	2.80	3.20	10.29	

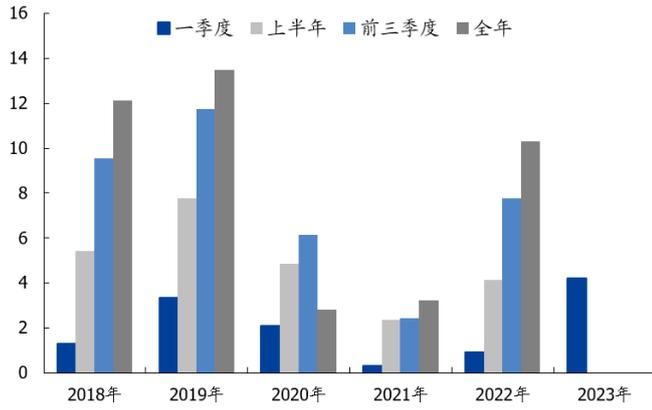
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 公司 ROIC 数据

ROIC(%)	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
一季度	1.78	3.11	1.86	0.12	0.90	3.84
上半年	5.30	7.47	4.41	1.82	4.02	
前三季度	9.50	11.54	5.41	1.87	7.49	
全年	12.16	13.41	2.48	2.46	10.05	

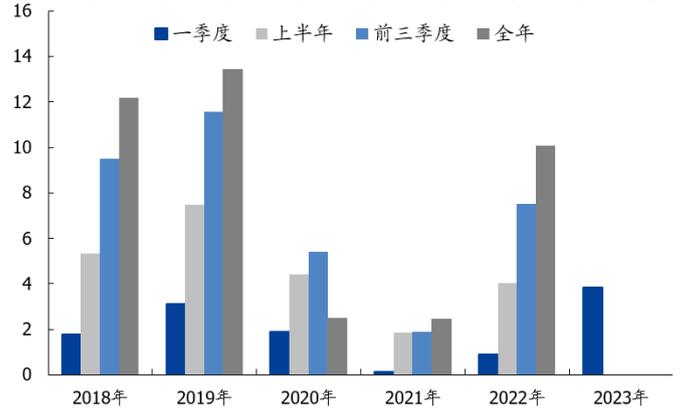
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2018 年以来公司 ROE (摊薄, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2018 年以来公司 ROIC (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.多个产品成为隐形冠军，产能有望加速释放

### 2.1.行业壁垒明显，公司具备竞争优势

专用钢管行业具备显著准入壁垒：

- **资金壁垒：**专用钢管行业是一个资本密集型行业，对资本规模有较高要求。其中，石油油井管的产品质量对油田安全、开采成本等具有重大影响，高压锅炉管的产品质量对高压锅炉的质量和安​​全等具有重大影响，随着最终用户对产品质量要求的不断提高，国际石油钻采经销商越来越倾向于从专业化且具有完整产业链的供应商处购买，高压锅炉生产厂家也只从具有一定生产规模、信誉高的生产厂家采购，而新建一条完整的石油油井管生产线或者一条完整的高压锅炉管生产线需要投入巨额资金，同时在实际运行过程还需要较大的资金周转量。
- **认证壁垒：**专用钢管企业生产的专用钢管必须经过国内专业权威机构中国石油天然气集团管材研究所的鉴定后方可进行销售。油井管生产企业的油井管产品还需要通过 API 认证，以满足石油钻采设备的技术要求。高压锅炉管的技术要求更为严格，各下游厂家均有自己内部的认证，高压锅炉管企业产品必须通过客户内部认证后方可对其实行销售。

图表 24: 公司已通过认证情况

类别	认证
油井管	API 产品证书
	中石油“能源一号网”会员证书
	吐哈石油勘探开采指挥部的物资市场准入证
	中原油田物资资源市场成员证书
锅炉管 (子公司常宝精特)	大庆油田有限责任公司供应商准入证
	进入吉林油田、胜利油田、新疆油田、长庆油田、辽河油田等客户采购网络
	为上海锅炉厂有限公司的四家“优秀供方企业”之一
	东方锅炉(集团)股份有限公司“A级供应商”之一
	哈尔滨锅炉厂有限责任公司的两家“A级供应商”之一

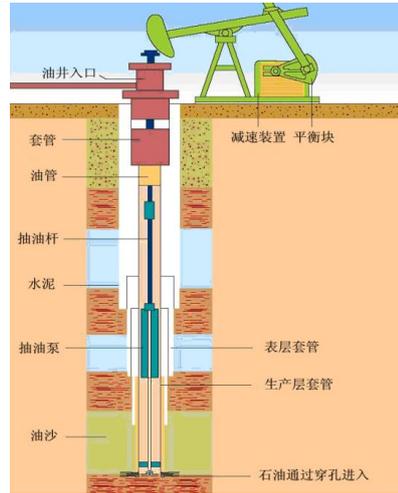
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- **人才与技术壁垒：**专用钢管生产需要长期的经验积累和技术储备，生产过程中涉及的原材料验收、钢管生产、成品检测以及设备维护检修等都需要较高的技术和经验要求，只有长期拥有技术和人才储备积累的企业，才有可能研发和生产高钢级、非 API 钢级和特殊扣产品。常宝专注于深耕中小口径特种专用管材市场，油管、小口径合金高压锅炉管、HRSG 超长管、石化热交换器用 U 型管等产品市场份额保持行业前列，具有较大的行业品牌知名度，多个产品已成为行业隐形冠军。

### 2.1.1 油井管

油井管主要应用于石油天然气的勘探和开采，包括油管、套管和钻杆。油管用于将油层石油输送到地面，套管用于固定油井井壁，钻杆用于油井钻探。一般通过钻杆钻井形成孔眼，达到油层后，下入套管，并在套管与井壁间的环形空间注入水泥，以维护井壁和封闭油、气、水层，后按油田开发的要求用射孔枪射开油层，形成通道，下入油管，用适宜的诱流方法，将石油由油井井底上升到井口。由于单根油管管的长度有限，实际操作过程中，油井管需要用螺纹相互连接，没有加工螺纹的油井管称为光管。

图表 25: 油井设施架构图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

分类来看，不同种类油井管的功能差异较大：

- 油管是抽油的管道，当油井打好之后，将油管设置在套管中。油管有加厚式和分平式两种，在一般情况下，油管是可重复利用的，但利用的次数不能超过三次。
- 套管是一种油井井壁的钢管，主要可以分为油层套管、技术套管、表层套管以及导管，套管采用的是螺纹连接，主要的目的是可以缩短下井时间，按照不同的地质条件，可以采用多层套管。因此，也是油井管中消耗量最大的部分，占整体的 70% 以上。且套管是一次性材料，一旦使用中出现问题，将会导致极大的损失，所以对套管的质量要求极其严格。
- 钻柱构件是可以重复使用的钻井工具。方钻杆有两种：一种是六方形的；另一种是四方形的，国内一般采用的是四方形的，方钻杆最主要的作用就是通过转盘的力量带动钻柱；在钻井过程中，最重要的工具之一就是钻杆，将钻杆连接在方钻杆的下部，可以达到传递动力以及输送泥浆的作用。

石油油井管是油井的主要构件，在石油工业发展中有着极其重要的地位，其成本约占油井开发成本的 20-30%，国内油井管的主要下游采购商为中石油、中石化、中海油和延长石油。根据 Mysteel 及世界金属导报预估，正常国内每年油井管需求总量约 300 万吨，四家企业占油套管总需求量的 90% 左右，预计到 2025 年，中国油井管需求年均增长率约 1.16%，“十四五”期间油井管年需求量为 300 万吨。

图表 26: “十三五”期间我国油井管销量变化



资料来源: Mysteel, 世界金属导报, 国盛证券研究所

从轧管机组的数量和技术水平看, 目前我国连轧管机组共计 46 套, 近 10 年来已建和在在建机组增加了 22 套, 增加了 91.6%。目前我国的轧管机组超 50%以上产能均是采用国际上最先进的三辊+限动+伺服压下的主流配置, 且大多都应用了工艺辅助设计、物料跟踪、在线质量保证、自动辊缝控制、轧机参数设定和监控系统等前沿技术, 确保了钢管的表面质量、壁厚均匀性及椭圆度。

图表 27: 国内轧管机组情况统计

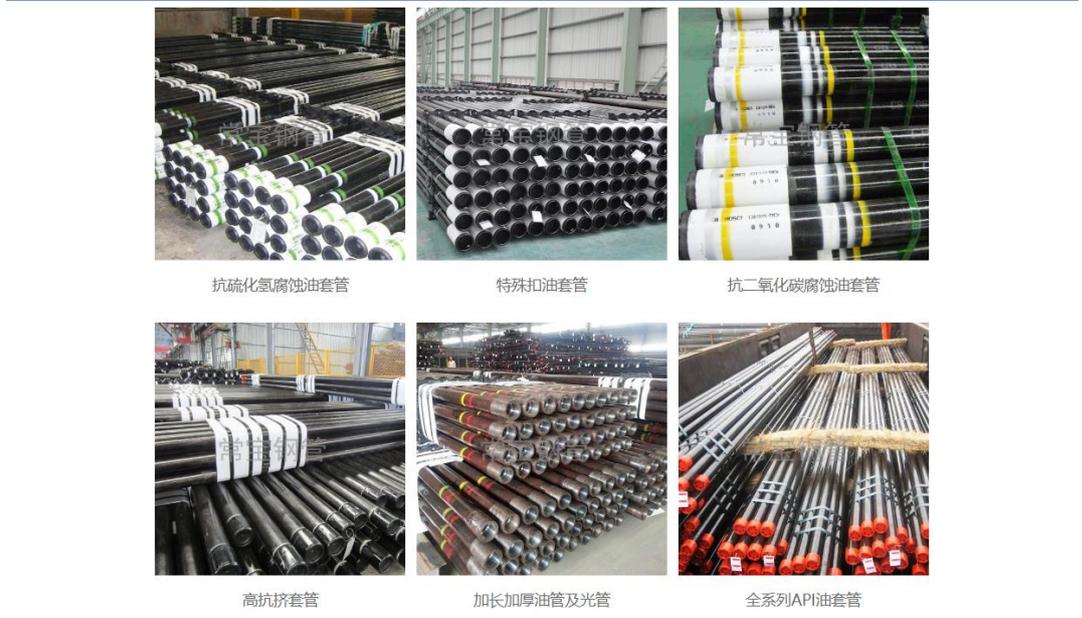
机组类型	典型机组/mm	代表企业
三辊连轧管机组	Φ159、Φ258、Φ460	宝钢、天钢、包钢、中信泰富等
Assel 三辊轧管机组	Φ460、Φ219、Φ180	新冶钢、衡阳、常宝、凤宝等
精密和斜轧管机组	Φ273、Φ219、Φ108	凤宝、磐石、新冶钢等
自动轧管机组	Φ400、Φ120	金正阳、金宝诚等
周期式轧管机组	Φ720、Φ760	衡钢、南通特钢等
顶管机组	Φ114、Φ1200	常宝、新冶钢等
挤压机组	680MN、42MN	宝钢、久立、新兴铸管、太钢等

资料来源: 《我国油井管产业的发展及思考(下)》张忠铤, 国盛证券研究所

国内油井管进口仍然保持每年 30 万吨的水平, 这部分产品主要为高钢级、非 API 和特殊扣钢管等高附加值油井管。高钢级、非 API 及特殊扣钢管存在供需缺口的原因是: 国内的深井、超深井、深海和高寒高温等恶劣条件的油井比例不断加大, 而且此类钢管产品一般都存在专利保护, 生产工艺严格, 产品的可靠性要求特别高, 国内生产厂家不具备生产条件和技术条件。

目前我国高钢级钢管产品能部分满足行业发展需求, 但非 API 钢级和特殊扣钢管相当缺乏, 绝大部分产品由国外企业垄断。因此, 高钢级、非 API 钢级以及特殊扣钢管产品将成为未来发展的主流方向。公司通过多年产品研发和实地试验, 目前不但能够生产 API 标准规定的高钢级油井管(如 C90、C95 和 P110), 公司还开发和生产了高抗硫腐蚀系列产品、抗 CO<sub>2</sub>+高抗 H<sub>2</sub>S 腐蚀系列产品、高 Cr 抗腐蚀系列产品、高抗挤毁系列产品、耐热系列产品、抗硫管线管系列产品等非 API 产品, 形成了常宝钢管的六大非 API 产品系列。

图表 28: 常宝股份部分石油行业专用管材



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 2.1.2 锅炉管

高压锅炉管是电站锅炉的重要组件，用于制造高压和超高压电站锅炉，高压和超高压电站锅炉主要用于建造中大型火电站。由于高压锅炉管使用时经常处于高温和高压环境，在高温烟气和水蒸气的作用下，容易发生氧化和腐蚀，因此对高压锅炉管的原材料管坯的钢种有严格要求，要求其具有高的持久强度和高的抗氧化腐蚀性，并具有良好的组织稳定性。

从装机结构上来看，为有效实现火电锅炉提高热效率、降低煤耗，减少二氧化碳等有害气体排放，达到节能、减排目的，火电锅炉向高参数、大容量的超临界、超超临界发展；根据《超临界、超超临界锅炉管品种的开发现状》邢娜等论文，随着锅炉向超临界与超超临界方向发展，承受的温度和压力越高，合金化比例越高，比如过热器和再热器一般采用高合金钢和特殊不锈钢，水冷壁管可采用碳钢或合金钢。其核心区域使用的高端合金钢管及不锈钢管需求量相应增长。

图表 29: 火电锅炉分类

机组类型	蒸汽参数	热效率/%	煤耗/(g·kWh-1)
高压机组	9.0MPa、510℃	33	390
亚临界机组	16.7MPa、538℃/538℃	41.8	345
超临界	25MPa、540℃/560℃	43.3	278
	27MPa、585℃/600℃	44.4	
超超临界	30MPa、600℃/620℃	45.1	256
	31.5MPa、620℃/620℃	45.5	
超 700℃机组	35MPa、700℃/720℃	52.5	205

资料来源: 《600℃超超临界电站锅炉过热器及再热器管道用先进奥氏体耐热钢的研究与发展》迟成宇等, 国盛证券研究所

图表 30: 不同种类锅炉钢管材质

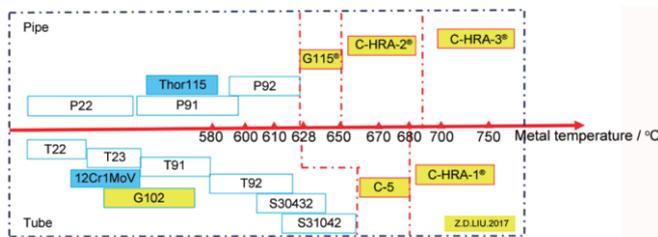
承压部件	超临界 620°C	超超临界 650°C
水冷壁	T1、T2、T11	T1、T2、T11、T23/T24
过热器/再热器	T12、T22、T23、T91、TP304H、TP347H	T12、T22、T23、T91、T92、TP310HNbN (HR3C)、Super304H (S30432)
主汽	P91	P92/P122/E911
给水管道	WB36	WB36

资料来源:《超临界、超超临界锅炉管品种的开发现状》邢娜等, 国盛证券研究所

经过 10 余年的艰苦努力, 我国成功建立了 600~700°C 超超临界燃煤锅炉管耐热材料体系, 并成功完成了电站锅炉建设所需上述新型耐热材料全部尺寸规格锅炉管的工业制造; 从分布位置来看, 高端耐热材料 T91/92、TP347H、SUPER304H 及 HR3C 主要应用于过热器、再热器部分; 低钢级 T1、T2、T11、T23、T24 主要应用于水冷壁等部件。

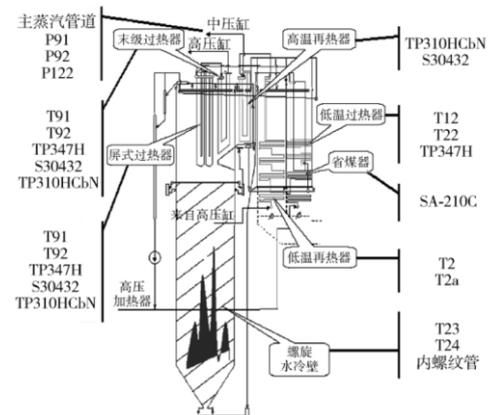
常宝股份子公司常宝精特能够批量生产高钢级 (T22、T23、T92、T91) 高压锅炉管、内螺纹管、优化内螺纹管等高新技术产品, 已成为火力发电站超临界和超超临界机组的主流产品。同时 TP304 和 super304 产品也已经研发并成功进入小批量生产之中。上述产品已成功替代进口, 代表了今后我国高压锅炉管的发展方向。

图表 31: 我国 600-630-700°C 超超临界燃煤锅炉管耐热材料体系示意图



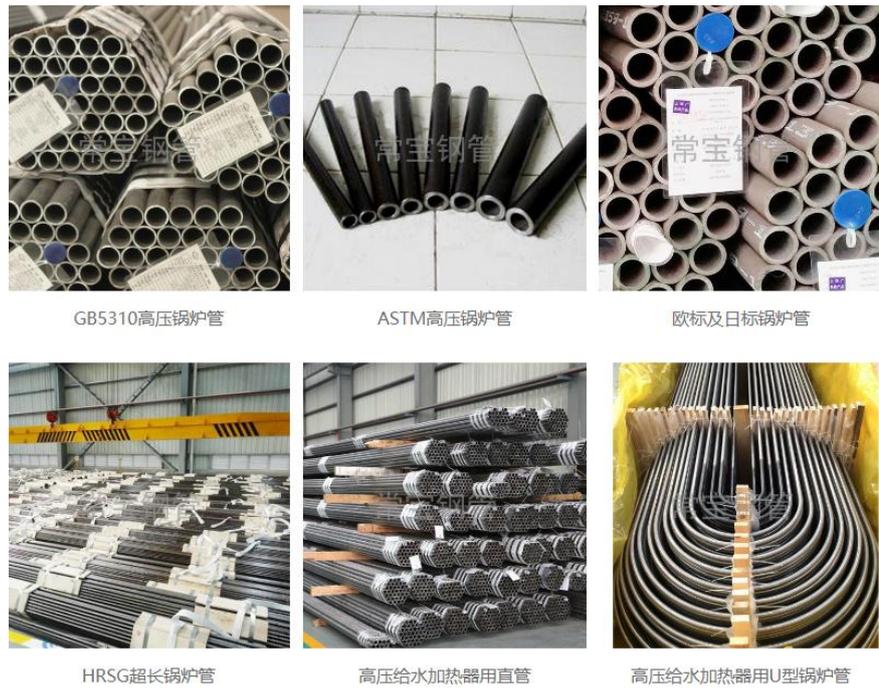
资料来源:《630~700°C 超超临界燃煤电站耐热管及其制造技术进展》刘正东等, 国盛证券研究所

图表 32: 超超临界电站锅炉关键材料应用部位



资料来源:《超超临界电站锅炉用关键材料》王起江等, 国盛证券研究所

图表 33: 常宝股份部分锅炉行业专用管材



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 2.2.PQF 产线产量加速释放, 产品结构进一步升级

2018 年以来, 常宝股份启动 PQF 特种专用管材生产线、高端页岩气开采用管智能生产线、高端管线管智能生产线、常宝钢管技术研发中心等项目建设, 公司 PQF 产线于 2021 年 6 月 18 日投产试运行, PQF 产线采用当前世界最先进的生产设备及工艺, 引进由德国西马克设计制造的第一条最新技术 PQF 连轧机组, 产线具备产品壁厚精度高、智能制造水平高、工艺技术先进等优势, 项目的建成使常宝的产品品种质量达到国际先进水平, 公司高端专用管材年产能达到 100 万吨。

图表 34: 公司 PQF 产线



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

根据公司公告，PQF产线产品结构主要生产高端的油管、套管、管线管、品种管、锅炉管等产品，产线投产后，预计产品结构有望进一步优化。目前，PQF生产线实现高效达产，实物质量和精度均优于行业指标，**2022年PQF生产线成品入库达到30万吨，项目取得阶段性目标成果，公司年度生产量为74万吨**。2023年公司确立了“高质量达标”的年度经营要求，公司将紧紧围绕企业的愿景和使命，紧跟国际钢管技术发展趋势，全面参与全球分工，坚定实施“高质量、专精特新”的经营定位，以效率和价值最大化为目标，**按照100万吨的规模体系运行**。按照产能利用率100%预估，现有产线仍有34.7%的增产空间。

图表 35: 现有产线生产规模预估 (万吨, 假定产能利用率最高为 100%)

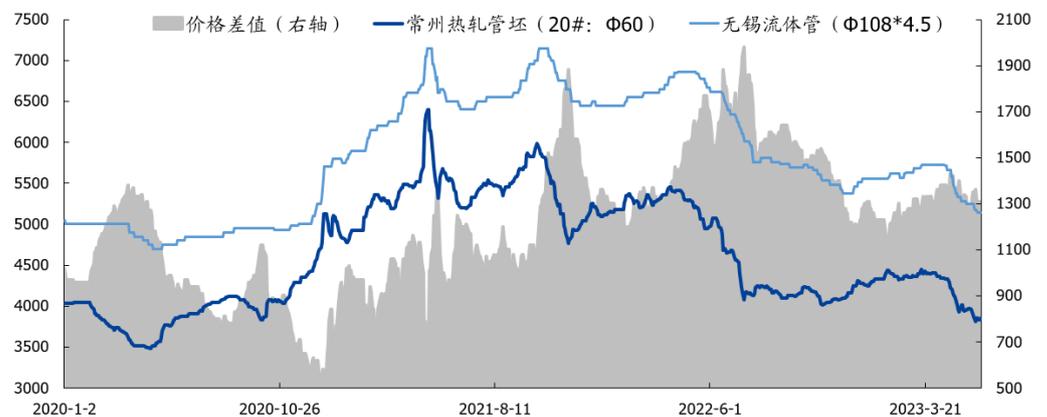
万吨	2020年	2021年	2022年	2023年 (按公司公告预计)
产量	43.4	53.0	74.2	100.0
产量增速	-19.7%	22.1%	39.9%	34.7%

资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.3. 成本持续下行, 短期业绩或持续超预期

公司产品销售采取的定价策略是在行业特点的基础上, 利用先期收集的行业数据, 综合“成本加成”与“竞争性定价”两种定价模式, 以管坯的市场价格为基础, 结合管坯的价格变动趋势, 进行成本核算确定单位成本, 再对比公司自身与同行业其他生产企业的产品差异、产能、产量及订单 (剩余产能) 情况, 结合油井管行业传统利润, 在产能尽可能得到利用的前提下, 进行加成定价, 以保证每吨产品的毛利, 获得相对稳定的利润, 其管产品销售价格变动与原材料采购价格变动相比存在一定的时滞性, 长期来看公司盈利具备稳定性和可持续性。

图表 36: 管坯、无缝流体管价格及基差情况 (元/吨)



资料来源: 钢联数据, 国盛证券研究所

从历史中可以看出, 一般情况下价格上涨过程中成品与管坯的价差处于相对偏弱位置, 在整体价格处于下行周期内时, 其价差往往快速扩大, 其中重要的原因在于成品管材定价周期存在一定时滞, 在偏弱价格阶段对应较高的盈利水平。

### 3.景气需求助力业绩换挡提速

#### 3.1.油气行业

**油气开采方面**，公司主要生产油井钻铤、钻头、钻杆、钻杆接头、抽油杆、扶正器、螺杆钻具、泵体等用钢，根据各公司财报，国内“三桶油”（中石油、中石化及中海油）资本支出在2021年及2022年显著复苏，根据已披露的2022年报，中石油、中石化及中海油合计资本支出（含勘探开发及炼化）为5286亿元，同比增长14.3%，其中勘探、开发环节合计4053亿元，同比增长21.3%。

图表 37: 中石油、中石化及中海油资本支出合计 (亿元)

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
勘探、开发环节	2784	2112	2431	3004	3704	3204	3340	4053
YOY	-31.7%	-24.1%	15.1%	23.6%	23.3%	-13.5%	4.2%	21.3%
炼化环节	485	360	618	628	756	747	1286	1233
YOY	-35.1%	-25.7%	71.5%	1.6%	20.5%	-1.2%	72.0%	-4.1%
合计	3269	2472	3049	3631	4461	3952	4626	5286
YOY	-32.2%	-24.4%	23.3%	19.1%	22.8%	-11.4%	17.1%	14.3%

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

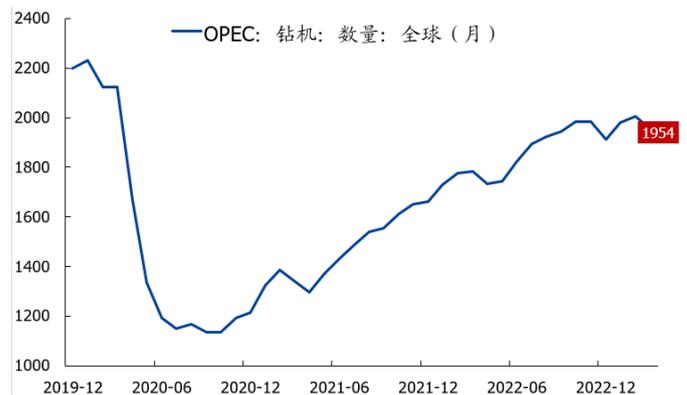
根据国家统计局数据,2022年石油和天然气开采业固定资产投资累计同比上升15.5%,2023年1-4月累计同比上升23.4%,相关油气开采及加工行业仍处于景气阶段。根据钢联数据,2023年3月全球原油钻机数量为1954台,仍处于阶段性高位。

图表 38: 国内油气开采投资同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 全球原油钻机数量 (台)

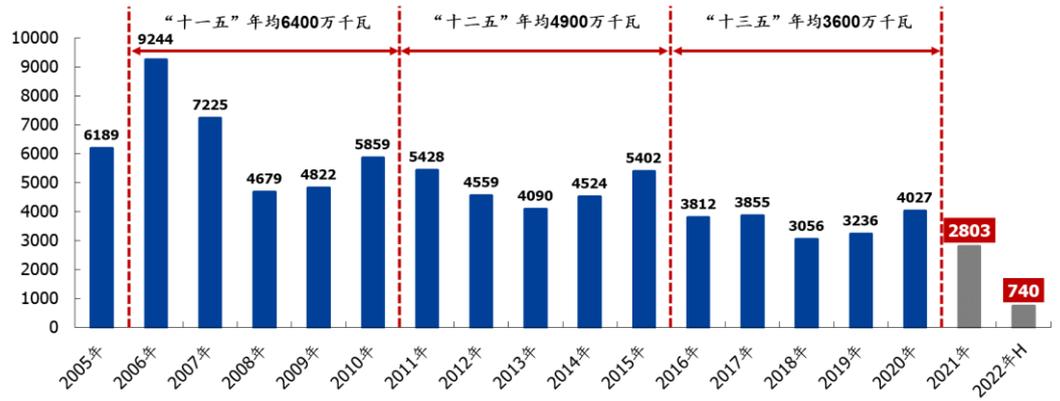


资料来源: 钢联数据, 国盛证券研究所

### 3.2.火电行业

**2022年之前火电建设受制于政策端（双碳以及能耗双控），进度显著变慢**，根据电规总院数据，“十一五”期间新增火力发电容量年均6400万千瓦，随后逐步回落，2021年为2803千瓦，到2022年上半年仅为740千瓦，在“立足煤炭”导向的指引下，预计未来新增煤电装机有望大幅提升。

图表 40: 煤电建设规模逐年下滑（万千瓦）



资料来源：电规总院，国盛证券研究所

根据常宝股份公告，**2022年及2023年国家发改委每年核准8000万千瓦煤电项目**，这一趋势有望显著提升火电锅炉用管及其他钢材的需求，火电行业有望率先步入景气状态。根据国家发展改革委、国家能源局2021年10月29日印发的《全国煤电机组改造升级实施方案》，后续煤电机组改造具有明确时间节点要求，**除新建机组外，煤电机组改造也有望进一步加速，持续提升火电锅炉管需求体量：**

- 按特定要求新建的煤电机组，除特定需求外，原则上采用**超超临界、且供电煤耗低于270克标准煤/千瓦时的机组**。设计工况下供电煤耗高于285克标准煤/千瓦时的湿冷煤电机组和高于300克标准煤/千瓦时的空冷煤电机组不允许新建。**到2025年，全国火电平均供电煤耗降至300克标准煤/千瓦时以下。**
- 对供电煤耗在300克标准煤/千瓦时以上的煤电机组，应加快创造条件实施节能改造，对无法改造的机组逐步淘汰关停，并视情况将具备条件的转为应急备用电源。**“十四五”期间改造规模不低于3.5亿千瓦。**

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 核心假设

售价方面，2023年1-5月无缝管及管坯价格呈现出下行趋势，同时锅炉管价格呈现出上行趋势，考虑到公司新产线产能释放过程中产品结构不断改善，下游需求也有望保持稳定增长，假定2023年-2025年公司无缝管产品销售价格涨幅分别为2.0%、0.6%、0。

销量方面，2022年公司实现无缝管总销量70.4万吨，同比增加39.6%，在PQF产线产能释放以及火电需求显著增长背景下，考虑公司产能上限，假定2023年-2025年公司钢产品销量有望分别达到85万吨、95万吨、100万吨，同比增长20.7%、11.8%、5.3%。

毛利方面，公司处于加工环节，毛利保持相对稳定状态，考虑到管坯价格持续走弱增厚公司毛利水平，假定2023年-2025年公司钢产品吨钢毛利分别为1299元/吨、1275元/吨、1275元/吨。

分产品销量、售价与毛利如下表所示：

图表 41: 常宝股份主要业务数据假设

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>无缝管产品</b>						
销量（万吨）	43.2	50.5	70.4	85.0	95.0	100.0
综合售价（元/吨）	6593	6569	7288	7432	7477	7477
吨成本（元/吨）	5310	5983	6012	6133	6202	6202
吨毛利（元/吨）	1283	586	1275	1299	1275	1275

资料来源：Wind，国盛证券研究所

费用方面，1) 公司费用控制得当，上市后公司营业费用及管理费用占比稳定，营业费用率假设2023年~2025年分别为0.62%、0.60%、0.61%；管理费用率假设2023年~2025年分别为2.31%、2.01%、2.16%；2) 新产线投产后公司研发费用进入相对稳定阶段，研发费用率假设2023年~2025年分别为3.73%、3.72%、3.72%。

图表 42: 常宝股份费用端假设

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业费用率	0.64%	0.59%	0.62%	0.60%	0.61%
管理费用率	2.91%	1.71%	2.31%	2.01%	2.16%
研发费用率	3.75%	3.71%	3.73%	3.72%	3.72%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 4.2. 盈利预测

基于以上假设，预计 2023 年~2025 年公司营业收入分别为 74.1 亿元、81.9 亿元、85.7 亿元，同比分别增长 19.0%、10.6%、4.6%；毛利率分别为 15.4%、15.2%、15.3%；归母净利润分别为 6.9 亿元、8.1 亿元、8.4 亿元。

图表 43: 常宝股份主要业务板块盈利预测 (百万元)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>无缝管产品</b>					
营业收入	3,316	5,134	6,317	7,103	7,477
yoy	16.5%	54.8%	23.1%	12.4%	5.3%
营业成本	3,020	4,235	5,213	5,892	6,202
yoy	31.7%	40.3%	23.1%	13.0%	5.3%
毛利率	8.9%	17.5%	17.5%	17.1%	17.1%
<b>其他业务</b>					
营业收入	911	1,089	1,089	1,089	1,089
yoy	-16.9%	19.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	0	1,056	1,056	1,056	1,056
yoy	-100.0%	-	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	100.0%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
<b>公司总计</b>					
营业收入	4,226	6,223	7,407	8,193	8,567
yoy	7.2%	47.2%	19.0%	10.6%	4.6%
营业成本	3,864	5,291	6,269	6,948	7,258
yoy	19.2%	36.9%	18.5%	10.8%	4.5%
毛利率	8.58%	14.98%	15.36%	15.20%	15.28%
归母净利	136	471	690	808	837

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 4.3. 投资建议

公司主营产品为中小口径无缝钢管，从产品高端化与产业链位置特征进行综合考虑，选取久立特材、武进不锈、金洲管道三家公司作为对比，其2024年一致性预期PE均值为11.56倍，考虑到公司具备较为明显的成长属性，参考公司近三年来估值变动情况，我们预估公司2023年估值有明显修复空间。

图表 44: 可比公司估值对比 (2023-6-13 收盘价)

证券代码	证券简称	股价 /元	PE/倍				EPS/元			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002318.SZ	久立特材	16.41	12.63	11.75	10.87	10.07	1.32	1.40	1.51	1.63
603878.SH	武进不锈	8.09	20.04	12.03	8.10	6.94	0.54	0.67	1.00	1.17
002443.SZ	金洲管道	6.47	13.93	10.83	8.68	7.21	0.45	0.60	0.75	0.90
	<b>均值</b>		15.53	11.54	9.22	8.07				
002478.SZ	常宝股份	6.85	12.94	8.83	7.54	7.29	0.53	0.78	0.91	0.94

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (久立特材、武进不锈、金洲管道预测值来自于 Wind 一致性预期)

公司专注中小口径的特种专用管材制造，产量增长与结构改善并举，下游需求持续向好有效支撑其盈利释放。我们预计公司2023年~2025年实现归母净利润分别为6.9亿元、8.1亿元、8.4亿元，对应PE为8.8、7.5、7.3倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 5. 风险提示

#### 上游原料价格大幅上涨。

若管坯等原料价格大幅上涨，可能影响无缝管产品利润实现。

#### 下游需求不及预期。

下游能源、汽车、机械等领域需求受到宏观经济周期及行业政策的影响出现波动，可能出现相关产品销量不及预期的情况。

#### 新产线增产存在不确定性。

公司高端产品在国内外销售渠道拓展进度可能不及预期，新增项目扩产周期内可能出现不确定的变动，影响公司盈利实现。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com