



东兴证券
DONGXING SECURITIES

钢帘线价格上涨助推公司业绩增长

——恒星科技（002132）调研简报

报告摘要：

恒星科技是国内金属制品行业细分龙头企业。公司主要生产镀锌及合金镀锌层钢丝、钢绞线，子午轮胎用钢帘线，预应力钢材，超精细钢丝和胶管钢丝等。产品广泛应用于汽车轮胎、橡胶软管、电力电缆、架空电力线、高速铁路、港口、光伏太阳能用硅晶片切割等行业，隶属于七大战略性新兴产业中新材料领域。公司目前拥有特种钢丝制品产能 40 万吨，是国内最大的镀锌钢丝、钢绞线生产厂家，并在钢帘线、预应力钢材行业拥有重要地位。

- ◆ **钢帘线行业迎来拐点。**钢帘线行业经过几年的产业整合，市场集中度较高，兴达国际和贝卡尔特合计占有 50%-60% 的市场份额。从 2016 年 5 月份开始，受行业两大巨头上调价格的影响，钢帘线价格出现普遍上调。我们判断钢帘线行业经历了 5 年的整合，预计价格上涨将可持续。公司拥有近 9 万吨的钢帘线产能，在钢帘线行业拥有一定地位，将显著受益于钢帘线价格上涨。
 - ◆ **镀锌钢绞线和钢丝市场稳定。**产品广泛应用于输电线路、电气化铁路等领域。近年来，电网投资还是比较稳定，镀锌钢绞线和钢丝整体市场较为稳定。公司产能 15 万吨，是全国规模最大的镀锌钢绞线，钢丝生产企业。公司毛利率从 2010 年之后持续上升，预计将能继续保持现有水平。
 - ◆ **超精细金刚线项目值得期待。**超精细金刚线可以看成是超精细钢丝的“升级版”。目前，金刚线在发达国家已广泛应用于单晶硅切片，并逐步在多晶硅切片、蓝宝石等方面展开应用。目前，该产品以国外日本公司居多，国内公司还没有做的特别好的公司，进口空间巨大，募投项目值得期待。
- 公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 19、22 和 25 亿元，EPS 分别为 0.09、0.11 和 0.13 元，对应 PE 分别为 48/40/36 倍，按照 2017 年 50 倍 PE，给予公司目标价 5.5 元，维持公司“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,876.57	1,735.80	1,926.32	2,168.69	2,480.65
增长率(%)	7.29%	-7.50%	10.98%	12.58%	14.38%
净利润(百万元)	45.48	39.49	98.35	117.25	133.01
增长率(%)	45.87%	-13.17%	149.03%	19.22%	13.44%
净资产收益率(%)	3.82%	2.21%	5.24%	5.98%	6.48%
每股收益(元)	0.08	0.06	0.09	0.11	0.13
PE	58.38	77.83	50.39	42.26	37.26
PB	2.12	1.85	2.64	2.53	2.41

2016 年 07 月 19 日

推荐/维持

恒星科技

调研简报

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

任天辉

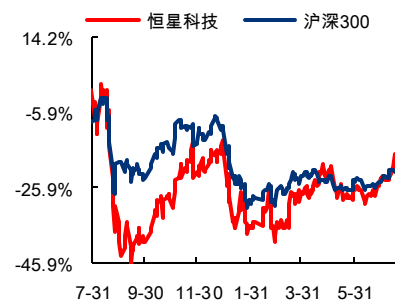
010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

交易数据

52 周股价区间(元)	4.89-9.03
总市值(亿元)	51.89
流通市值(亿元)	34.93
总股本/流通 A 股(万股)	106109/71434
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	3.34

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 公司是国内金属制品行业细分龙头企业	4
2. 公司传统产品发展良好	4
2.1 镀锌钢绞线和钢丝市场稳定	4
2.2 钢帘线行业迎来拐点	5
2.3 预应力钢材	6
3. 募投项目“超精细金刚线”值得期待	7
4. 盈利预测及估值	8
5. 风险提示	8

表格目录

表 1:公司盈利预测表9

插图目录

图 1:镀锌钢绞线收入及毛利率（百万元）4
图 2:镀锌钢丝收入及毛利率（百万元）4
图 3:我国子午线轮胎外胎产量（亿条）5
图 4:公司钢帘线收入及毛利率（百万元）6
图 5:公司预应力钢材收入及毛利率（百万元）7
图 6:公司超精细钢丝收入及毛利率（百万元）7

1. 公司是国内金属制品行业细分龙头企业

恒星科技创建于 1995 年，是河南省大型重点企业，国家火炬计划重点高新技术企业，全国最大的镀锌钢丝、钢绞线生产厂家，河南省最大的子午轮胎用钢帘线生产厂家，现有职工近 2900 人。2015 年公司总资产 28 亿元，实现销售收入 17.4 亿元。

公司主要生产子午轮胎用钢帘线、胶管钢丝、超精细钢丝、镀锌及合金镀层钢丝、钢绞线、PC 钢绞线。产品广泛应用于汽车轮胎、橡胶软管、电力电缆、架空电力线、高速铁路、港口、光伏太阳能用硅晶片切割等行业，隶属于七大战略性新兴产业中新材料领域。公司目前拥有 8 条工艺先进的钢帘线生产线、20 条镀锌钢丝、钢绞线生产线及 6 条 PC 钢绞线生产线，可生产 6 大类 40 多个规格品种的产品，年产特种钢丝制品 40 万吨，是国内金属制品行业细分龙头企业。

公司坚持以高新技术、高技术人才为依托，秉承科技领先和企业创新战略，不断增强公司的自主创新及研发能力，提升公司的核心竞争力及市场应变力，全面推进企业转型升级，为实现“百亿恒星”的宏伟目标，打造“百年恒星”奠定坚实的基础。

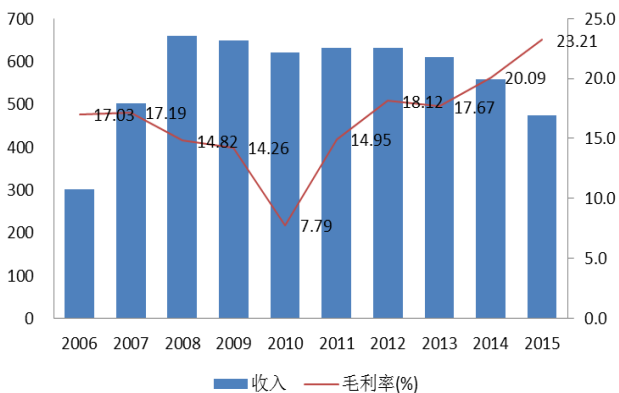
2. 公司传统产品发展良好

2.1 镀锌钢绞线和钢丝市场稳定

镀锌钢绞线，钢丝的主要用途为吊架、悬挂、通讯 电缆、架空电力线等，产品广泛应用于输电线路、电气化铁路等领域。镀锌钢丝、钢绞线市场的生产企业超过一百家，但主要的十余家企业占据了大部分的市场份额。

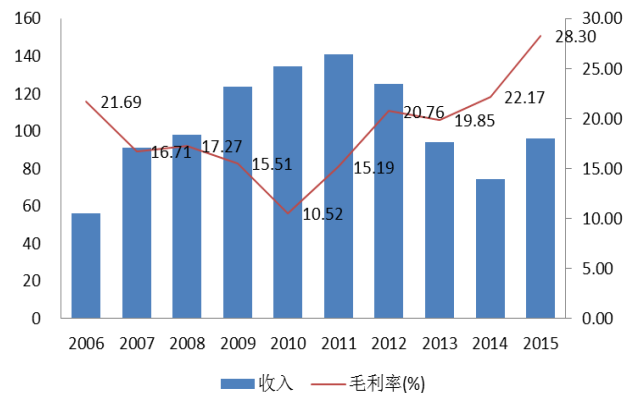
近年来，电网投资还是比较稳定，镀锌钢绞线和钢丝整体市场较为稳定。公司产能 15 万吨，是全国规模最大的镀锌钢绞线，钢丝生产企业。公司毛利率从 2010 年之后持续上升，预计将继续保持现有水平。

图 1:镀锌钢绞线收入及毛利率（百万元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2:镀锌钢丝收入及毛利率（百万元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

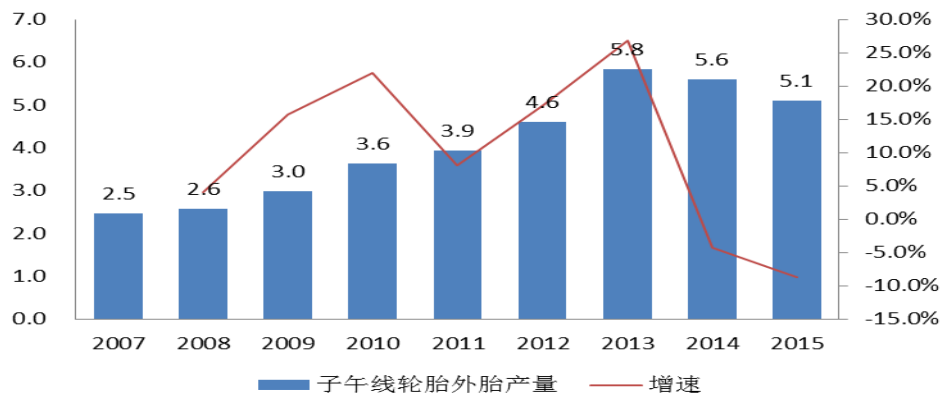
2.2 钢帘线行业迎来拐点

钢帘线是子午轮胎的骨架材料，其需求与下游轮胎需求息息相关。轮胎在中国的需求可以分为两块：

- ◆ 卡车、商用车胎。它的需求和固定资产投资息息相关。一般来讲，卡车轮胎跑 10 万公里就需要更换一次，也就是差不多一年，因此其更换频率是非常快。轮胎需求和重卡的销售是没有直接关系的，最重要的是看下游物流数据是否是增长的，如果增长，则轮胎的需求应该是强的。
- ◆ 小车轮胎。在中国是以私家车为主，基本上是按照保有量和四年左右的更换来计算，它和新车销售的关联度还是蛮高的，新车和存量替换差不多是 1:1。在过去 5 年，小轿车的轮胎用量一直是上升的。可惜的是，小轿车的用量和卡车是没法比的，一辆卡车轮胎的钢帘线使用量大概是小轿车轮胎使用量的 15 倍。所以钢帘线行业受卡车市场的影响要远比小轿车大，所以过去 5 年钢帘线行业的销售量波动主要是受国内卡车轮胎的影响导致的。

2013 年之前，我国子午线轮胎外胎产量持续增长。2013 年之后，我国子午线轮胎外胎产量出现下降，这一方面是受我国固定资产下降带来的影响，另一方面是由于国外对我国轮胎实现反倾销政策。

图 3:我国子午线轮胎外胎产量（亿条）



资料来源：wind、东兴证券研究所

而过去 15 年，钢帘线行业发展则可以分为两个阶段：

- ◆ 从 2000 年到 2010 年，钢帘线行业是处于上升的轨道中。在固定资产投资带动下，基建需求很好，带动了行业发展。
- ◆ 从 2010 年开始进入下行轨道。因为固定投资，基建投资下降，从那时开始进入下行轨道。在过去五六年，整个行业受价格战、原材料价格下降的影响，销售价格不停地下降。

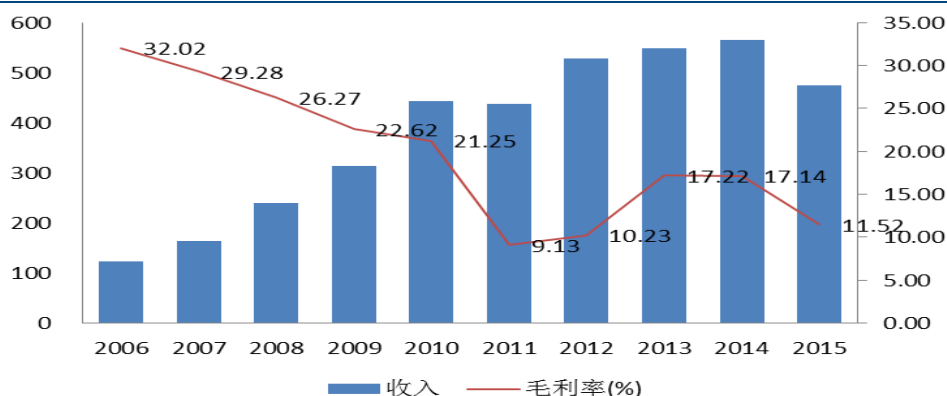
经过几年的产业整合，钢帘线行业的产能得到了进一步的淘汰，市场集中度较高。兴

达国际和贝卡尔特合计占有 50%-60%的市场份额。其中兴达国际，贝卡尔特产能都接近 60 万吨。

从 2016 年 5 月份开始，受行业两大巨头上调价格的影响，钢帘线价格出现普遍上调。我们判断钢帘线行业经过了 5 年的产业整合，市场集中度较高，预计钢帘线价格未来一段时间内仍将保持上升的势头。

恒星科技拥有近 9 万吨的钢帘线产能，是在钢帘线行业拥有一定地位的生产企业。2015 年，公司钢帘线收入 4.75 亿元，同比下降了 16%，毛利率 11.53%。公司钢帘线收入下降主要是受市场竞争激烈，原材料价格下降的影响。受钢帘线价格上涨的影响，我们预计公司 2016 年钢帘线表现将超出预期，有望扭亏为盈。

图 4:公司钢帘线收入及毛利率（百万元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

2.3 预应力钢材

我国预应力混凝土用钢材生产实行生产许可制度，根据全国工业产品生产许可证办公室的数据，全国共有各类预应力钢材生产企业 200 余家。从区域来看，天津、浙江和江苏的预应力钢材生产企业最多，三地生产企业数合计超过全国预应力钢材生产企业的半数。

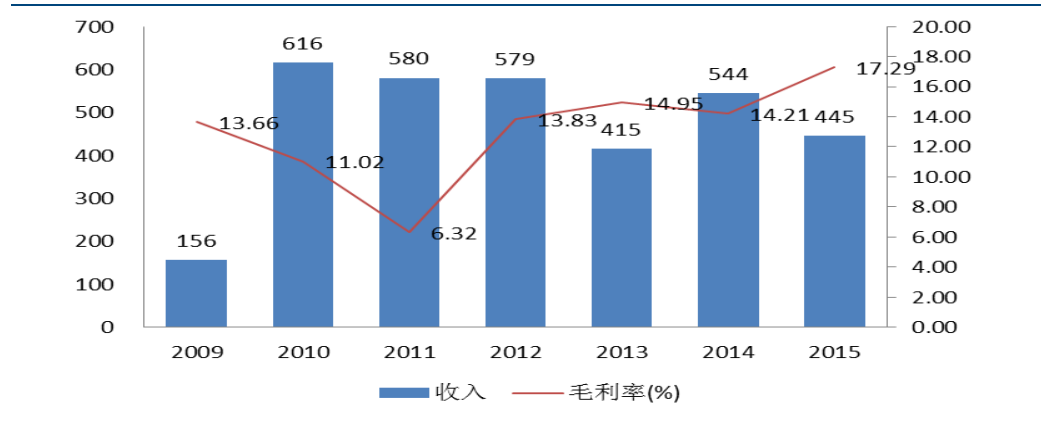
根据中国钢协线材制品行业分会公布数据，2010 年，国内市场预应力混凝土用钢材需要量约为 700 万吨左右。其中下游市场主要是铁路、公路和城市管网建设等，其中，

- ◆ 我国铁路市场预应力混凝土用钢材需求量约为 200 万吨（含城市轨道交通）；
- ◆ 基于水资源持续优化配置带来的，引、输、配、排水市场的持续发展前景，以及 PCCP 管材无可替代地位和预应力管用钢丝的不可或缺性，在 2010 年约 60 万吨；
- ◆ 公路建设工程中将大量使用预应力钢材，2010 年公路市场预应力混凝土用钢材的需求量约为 110 万吨。

恒星科技的预应力钢材产能近 15 万吨，2015 年该业务收入 4.45 亿元，毛利率 17.29%。受益于国家对铁路、公路等基础设施投资的稳步投入，我们预计公司这块业务将保持

稳定。

图 5:公司预应力钢材收入及毛利率（百万元）

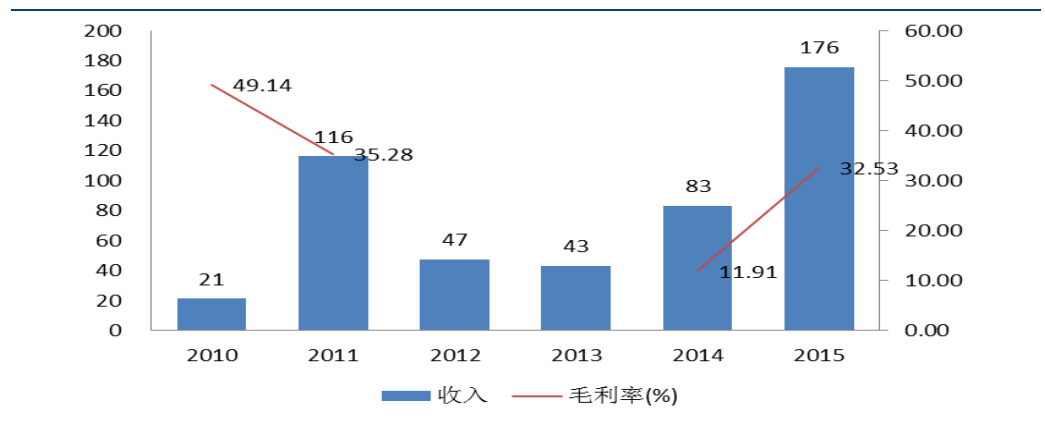


资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 募投项目“超精细金刚线”值得期待

公司多年来一直在生产超精细钢丝，超精细钢丝是高碳、冷拉拔的镀黄铜的高强度钢丝，其可用于切割高硬度的单晶硅。多晶硅、蓝宝石、石英材料等。主要用于硅片切割。2015年，公司超精细钢丝收入1.75亿元，毛利率32.53%。超精细钢丝的收入与下游光伏行业息息相关。2015年，该块业务的爆发性增长主要是由于光伏行业的需求大增导致的。

图 6:公司超精细钢丝收入及毛利率（百万元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

2015年10月，公司发布定增，预计募集资金9.9亿元用于投资“年产900万km超精细金刚线”项目。超精细金刚线主要应用于太阳能硅片、蓝宝石、砷化镓单晶材料等新型材料的切割，超精细金刚线的应用市场与光伏行业的发展、蓝宝石的应用新型材料加工等密切相关。

超精细金刚线可以看成是超精细钢丝的“升级版”。目前，金刚线在发达国家已广泛应用于单晶硅切片，日本主要的单晶硅制造厂商已全部采用金刚线切片，但国内单晶硅制造厂商使用金刚线的普及程度较低，存在很大上升空间；多晶硅切片方面，随着下游配套制绒技术的解决，金刚线将逐步取代部分的多晶硅切片市场。

目前，我国超精细金刚线市场规模大概在 20 到 30 亿元，国内公司还没有做的特别大的，国外公司以日本居多。进口空间巨大，募投项目值得期待。

4. 盈利预测及估值

恒星科技是国内金属制品行业细分龙头企业。公司主要生产镀锌及合金镀层钢丝、钢绞线，子午轮胎用钢帘线，预应力钢材，超精细钢丝和胶管钢丝等。产品广泛应用于汽车轮胎、橡胶软管、电力电缆、架空电力线、高速铁路、港口、光伏太阳能用硅晶片切割等行业，隶属于七大战略性新兴产业中新材料领域。公司目前拥有特种钢丝制品产能 40 万吨，是国内最大的镀锌钢丝、钢绞线生产厂家，并在钢帘线、预应力钢材行业拥有重要地位。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 19、22 和 25 亿元，EPS 分别为 0.09、0.11 和 0.13 元，对应 PE 分别为 48/40/36 倍，按照 2017 年 50 倍 PE，给予公司目标价 5.5 元，维持公司“推荐”评级。

5. 风险提示

1. 市场竞争加剧的风险
2. 公司超精细金刚线发展不及预期的风险

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1821	1282	1437	1623	1862	营业收入	1877	1736	1926	2169	2481
货币资金	476	167	193	217	248	营业成本	1553	1390	1538	1718	1964
应收账款	551	568	630	710	812	营业税金及附加	7	9	19	22	25
其他应收款	10	33	37	41	47	营业费用	78	95	105	118	135
预付款项	50	61	76	93	113	管理费用	115	125	139	156	179
存货	339	245	271	303	347	财务费用	106	63	33	40	45
其他流动资产	6	2	2	2	2	资产减值损失	7.86	31.26	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1598	1532	1527	1527	1523	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	185	121	121	121	121	投资净收益	8.97	4.13	4.00	4.00	4.00
固定资产	1141.19	1052.87	937.85	891.24	894.03	营业利润	20	27	96	118	136
无形资产	142	139	125	111	97	营业外收入	32.96	19.41	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	1	30	30	30	30	营业外支出	0.60	0.43	0.00	0.00	0.00
资产总计	3419	2814	2964	3149	3385	利润总额	52	46	116	138	156
流动负债合计	1838	633	845	1009	1159	所得税	5	4	17	21	23
短期借款	1240	374	627	770	890	净利润	47	41	98	117	133
应付账款	90	80	87	97	111	少数股东损益	2	2	0	0	0
预收款项	16	17	17	17	17	归属母公司净利润	45	39	98	117	133
一年内到期的非	0	25	0	0	0	EBITDA	225	196	256	298	328
非流动负债合计	351	318	295	295	295	BPS (元)	0.08	0.06	0.09	0.11	0.13
长期借款	330	295	295	295	295	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	2189	951	1140	1304	1454	成长能力					
少数股东权益	40	79	79	79	79	营业收入增长	7.29%	-7.50%	10.98%	12.58%	14.38%
实收资本(或股	540	706	1061	1061	1061	营业利润增长	487.19%	33.90%	259.89%	23.24%	15.72%
资本公积	166	614	259	259	259	归属于母公司净利润	45.87%	-13.17%	149.03%	19.22%	13.44%
未分配利润	426	414	463	521	588	获利能力					
归属母公司股东	1190	1784	1877	1959	2052	毛利率(%)	17.25%	19.90%	20.16%	20.77%	20.81%
负债和所有者权	3419	2814	2964	3149	3385	净利率(%)	2.50%	2.37%	5.11%	5.41%	5.36%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		1.33%	1.40%	3.32%	3.72%	3.93%
经营活动现金流	321	117	109	153	142	偿债能力					
净利润	47	41	98	117	133	资产负债率(%)	64%	34%	38%	41%	43%
折旧摊销	99.63	107.29	126.60	139.87	146.65	流动比率	0.99	2.03	1.70	1.61	1.61
财务费用	106	63	33	40	45	速动比率	0.81	1.64	1.38	1.31	1.31
应收账款减少	0	0	-62	-79	-102	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.56	0.56	0.67	0.71	0.76
投资活动现金流	-71	-38	-253	-196	-146	应收账款周转率	4	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	24.71	20.51	23.14	23.58	23.85
长期股权投资减	0	0	12	0	0	每股指标(元)					
投资收益	9	4	4	4	4	每股收益(最新摊薄)	0.08	0.06	0.09	0.11	0.13
筹资活动现金流	-88	-284	169	67	36	每股净现金流(最新	0.30	-0.29	0.02	0.02	0.03
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.20	2.53	1.77	1.85	1.93
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	166	355	0	0	P/E	58.38	77.83	50.39	42.26	37.26
资本公积增加	0	448	-355	0	0	P/B	2.12	1.85	2.64	2.53	2.41
现金净增加额	163	-204	25	24	31	EV/EBITDA	16.05	19.47	21.78	19.47	17.97

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

叶盛

机械行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2年证券研究经验，2015年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。