

技术领先的预应力钢材和轨道板龙头

——银龙股份（603969）深度报告

2017年02月24日

强烈推荐/首次

银龙股份 深度报告

报告摘要:

公司是全球领先的预应力混凝土用钢材生产企业，也是中国高铁轨道板生产领先企业。公司坚持技术领先，不断创新的发展理念。产品主要面向铁路、水利和出口市场。

- ◆ **公司预应力钢材业务受益景气回升。**2017年以来，受益于国家基础建设投资和“一带一路”投资的带动，预应力钢材行业已经走出了低谷。据了解，预应力钢材市场需求旺盛，自从2016年4季度提价之后，今年1季度再次提价。公司作为行业龙头，将受益于行业景气回升。
- ◆ **公司轨道板业务发展良好。**1)公司高铁轨道板生产技术处于领先水平公司现有京沈高铁的轨道板业务运转良好，并将延续到17年进行结算。2)公司与上海铁路局等成立合资轨道板公司，实现了资源有效互补，合作共赢，未来有望输出到城际铁路建设中。3)地铁无砟轨道板市场空间巨大，国内市场已经启动，公司技术研发处于领先水平，未来有望爆发。
- ◆ **公司与邯钢合作进军铁路钢轨市场。**铁路钢轨属于消耗品，市场空间大，毛利率较高，市场主要由包钢、鞍钢、攀钢和武钢供应。公司与邯钢合作既能够发挥公司技术研发和铁路行业经验，又能够发挥邯钢先进的生产设备和经验。因此，我们看好公司与邯钢合作切入铁路钢轨市场。

公司盈利预测及投资建议。我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为12.0亿元、15.3亿元和18.4亿元，对应每股收益分别为0.32元、0.47元和0.59元。公司股价对应16-18年PE分别为46倍、31倍和25倍。首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。参考同行业同类公司2016年估值，给予公司6个月目标价18元。

风险提示：宏观经济波动，原材料价格波动，铁路和水利建设相关政策变动的风险。

分析师: 郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

联系人: 任天辉

010-66554037 rentianhui1989@hotmail.com

联系人: 叶盛

010-66554022 yesheng@dxzq.net.cn

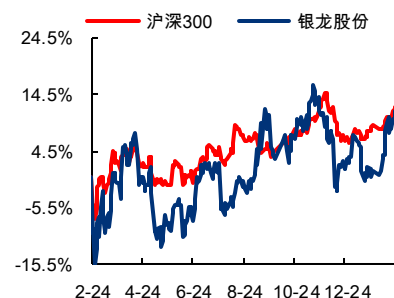
联系人: 陈皓

010-66554446 chen hao_@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	14.58-14.07
总市值(亿元)	58.32
流通市值(亿元)	22.25
总股本/流通A股(万股)	40000/15263
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.84

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,982.69	1,396.45	1,199.70	1,530.28	1,838.56
增长率(%)	1.47%	-29.57%	-14.09%	27.56%	20.15%
净利润(百万元)	131.38	128.46	128.15	188.44	237.71
增长率(%)	7.81%	-2.22%	-0.24%	47.05%	26.14%
净资产收益率(%)	16.95%	8.51%	8.08%	11.09%	12.91%
每股收益(元)	0.88	0.33	0.32	0.47	0.59
PE	16.72	44.58	45.92	31.22	24.75
PB	2.85	3.90	3.71	3.46	3.20

来源: 公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 公司是我国预应力钢材和轨道板市场领导者	4
1.1 公司不断坚持产品创新	4
1.2 公司管理团队坚持技术领先的创新理念	4
1.3 公司经营业绩发展较为稳定	5
2. 公司是预应力钢材行业绝对龙头	6
2.1 预应力钢材市场已经企稳回升	6
2.2 公司产品立足高端，不断创新	8
2.3 新疆银龙将显著受益于新疆基建大发展	10
3. 轨道板业务成为公司重要增长点	10
3.1 公司高铁轨道板生产技术处于领先水平	10
3.2 公司高铁轨道板销售前景看好	11
3.3 公司正在研发地铁轨道板	12
4. 公司与邯钢合作切入铁路钢轨市场	13
5. 盈利预测及估值	14
6. 风险提示	14

表格目录

表 1:银龙股份发展历程	4
表 2:公司产品具体应用情况	4
表 3:部分董事会及高管履历	5
表 4:预应力混凝土用钢材在各行业中的应用	7
表 5:预应力钢材需求行业分布	7
表 6:公司国内市场主要客户	9
表 7:收入预测表（百万元）	14
表 8: 公司盈利预测表.....	15

插图目录

图 1:公司股权结构图	5
图 2:银龙股份营业收入图（百万元）	6
图 3:银龙股份利润率图	6
图 4:银龙股份各业务收入构成图	6
图 5:银龙股份各业务毛利率图	6
图 6:银龙股份收入地区分布图	8
图 7:全国铁路固定资产投资规模（亿元）	9
图 8:我国城市轨道交通建设里程预测（公里）	9
图 9:新疆全社会固定资产投资完成额（亿元）	10
图 10:地铁轨道板.....	13

1. 公司是我国预应力钢材和轨道板市场领导者

1.1 公司不断坚持产品创新

公司成立于 1998 年，一直专业从事预应力混凝土用钢材的研发、生产和销售，后来又向下游延伸到高铁轨道板领域。目前，公司是全球品种最全，规模最大，最具技术创新和领导力的预应力混凝土用钢材生产企业，也是中国最具发展潜力和自主创新能力强的高铁轨道板和铁路轨枕研发生产企业。

表 1:银龙股份发展历程

年份	事件
1998	天津市银龙预应力钢丝有限公司成立
2002	公司适时开发出了适用于南水北调东线工程要求的 PCCP 用预应力钢丝
2006	开发出双面刻痕、三面刻痕预应力钢丝，同年出口到新加坡，英国，埃及等国家
2008	公司无粘结钢棒及高速铁路轨道板预应力系统研制成功，应用于 CRTS I 型轨道板生产
2010	国内首条采用 CRTSIII 型预应力绝缘无砟轨道板铁路-成灌线-主要使用了公司产品
2013	参与开发的 CRTSIII 型先张法无砟轨道板及其轨道板所有预应力及结构用钢材研制成功
2014	银龙轨道安徽分公司建成，并为郑徐客专线批量供应轨道板产品
2015	公司首次公开发行 A 股上市，发行价 13.79 元/股
2016	公司与邯钢合作，进军铁路钢轨市场

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司主要产品包括预应力钢丝、钢绞线和钢棒，并拥有完整的 CRTSIII 型先张法无砟轨道板生产设备和板场。公司产品具体应用情况如下表所示：

表 2:公司产品具体应用情况

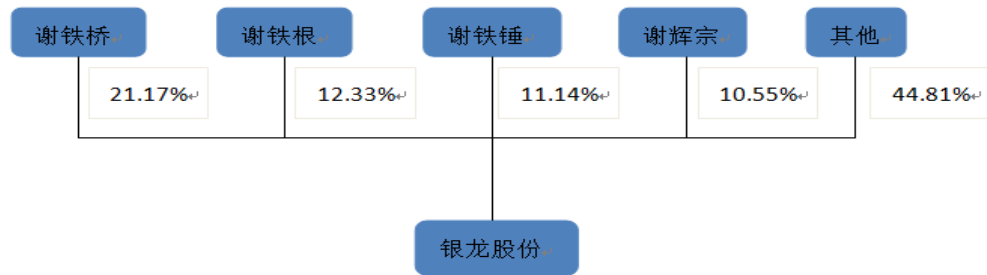
产品类别	应用领域
预应力钢丝	铁路、水利工程、民用建筑、工业建筑、桥梁、特种工程、电力等
预应力钢绞线	铁路、公路、桥梁、水利工程、民用建筑、工业建筑、煤矿、特种
预应力钢棒	铁路、民用建筑、工业建筑、电力、煤矿、管桩等
地铁轨道板	地铁
CRTS III 型	铁路

资料来源：公司招股书、东兴证券研究所

1.2 公司管理团队坚持技术领先的创新理念

银龙公司于 2015 年 2 月 27 日在上海证券交易所挂牌上市，公司实际控制人是谢铁桥和谢铁根先生，分别持有 21.17%、12.33% 的股份。公司股东谢铁桥，谢铁根，谢辉宗，谢铁锤为兄弟关系。其中，谢铁桥和谢铁根为一致行动人，签署了一致行动协议。

图 1:公司股权结构图



资料来源：公司 2016 半年报、东兴证券研究所

公司董事长谢铁桥先生，技术出身，三十多年来专注于预应力混凝土用钢材的研究、开发和应用。公司管理团队在预应力用钢材行业具有丰富的工作经验，在公司工作多年，对预应力钢材行业非常熟悉了解，曾参与多项行业标准的制定。

公司坚持创新的发展理念，其口号是不断创新，技艺领先，追求最好。目前，公司在应用技术方面已领先于国内金属制品行业。而在高铁轨道板方面，处于国内领先水平。

表 3:部分董事会及高管履历

姓名	职位	履历
谢铁桥	董事长	1953 年 12 月出生，高级工程师，三十多年来专注于预应力混凝土用钢材的研究、开发和应用，期间其主持的多个项目获得天津市科学技术进步奖。2004 年获得中华全国工商业联合会和中国民营科技实业家协会授予的“中国优秀民营科技企业家”称号。
谢志峰	董事、总经理	曾任任银龙有限外贸部部长，现任公司董事、总经理、营销总监，兼任天津市商标协会副会长
谢铁根	副总经理	1955 年 8 月出生，高级工程师，三十多年来从事预应力混凝土用钢材的生产经营管理，在原材料采购管理、生产工艺技术管理，尤其是模具开发制造方面积累了丰富的经验。

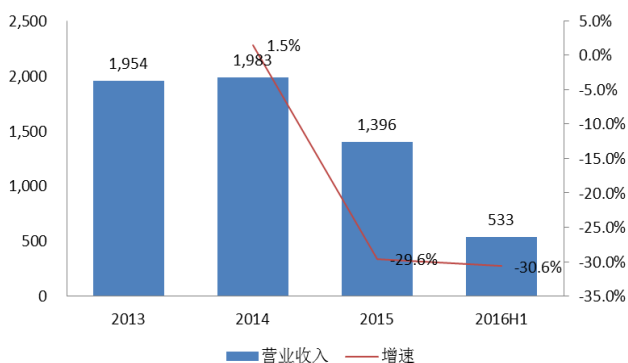
资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

1.3 公司经营业绩发展较为稳定

公司 2015 年营业收入 13.96 亿元，净利润 1.28 亿元。从 2011 年到 2014 年，公司营业收入克服了外部经济增长乏力的困难，保持了总体的稳定。2015 年，公司预应力钢材业务受到较大市场冲击，公司及时调整经营策略，放弃部分低端产品业务，导致收入出现了较大下降。

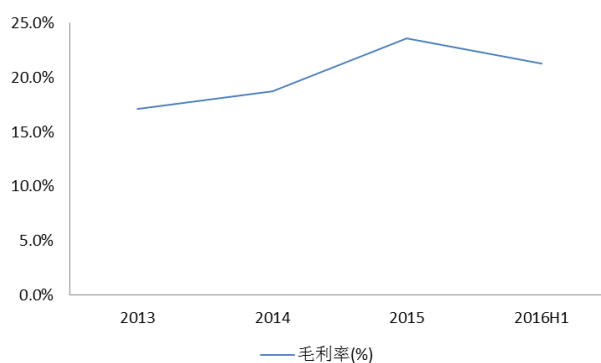
而公司轨道板业务在 2015 年也获取了较好的收益。由于公司轨道板业务毛利率较高，拉高了公司整体毛利率水平。总体看来，公司近年经营业绩保持了较为稳定的发展。

图 2:银龙股份营业收入图（百万元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3:银龙股份利润率图



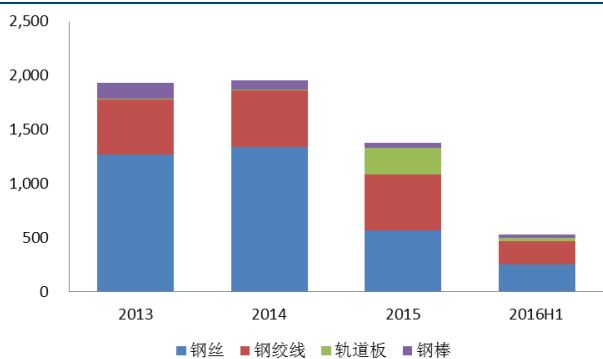
资料来源：wind、东兴证券研究所

从收入地区上看，公司海外收入占比较高。近年来，公司营业收入中来自中国大陆约占 60%-65%，来自海外约占 35%-40%。

从收入构成来看，公司收入主要来源于预应力混凝土用钢丝、预应力混凝土用钢棒和预应力混凝土用钢绞线三大系列产品及轨道板销售收入。其中轨道板从 2013 年研制成功后，2015 年迎来了爆发。

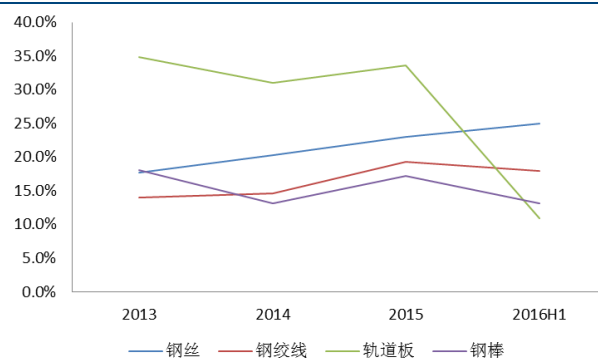
从利润率来看，轨道板的利润率最高，可达 30%-35%。预应力钢材中钢丝利润率最好，钢绞线次之，钢棒最低。

图 4:银龙股份各业务收入构成图



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 5:银龙股份各业务毛利率图



资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 公司是预应力钢材行业绝对龙头

2.1 预应力钢材市场已经企稳回升

预应力混凝土用钢材广泛应用于铁路轨枕、水利水电、桥梁、特种混凝土、岩锚土固、工业厂房、多层及高层、大型公共建筑、输配电等多行业的建筑工程领域。随着预应

力混凝土技术的不断提升，预应力混凝土使用量的增加以及应用领域的不断拓展，预应力混凝土钢材的需求也不断增加。预应力混凝土用钢材在各行业市场中的应用如下：

表 4:预应力混凝土用钢材在各行业中的应用

应用领域	应用工程
铁路市场	铁路桥梁工程、高速铁路无砟轨道板生产、普通铁路轨枕生产、重型铁路轨枕生产
公路市场	公路桥梁工程、岩锚土固工程
水利市场	预应力钢管混凝土管材（PCCP）生产、预应力混凝土管材（PCP）生产
城市市场	城市立交桥及高架桥工程、城市地铁纵向轨枕及减震轨道系统、多层及高层管桩基础生产、多层及高层建筑预应力混凝土结构工程、大型预应力屋面板生产
特种工程市场	球形、矩形、椭圆形污水处理池预应力混凝土工程；煤、水泥、粮食等预应力混凝土筒仓工程；电视塔、水塔、核电站安全壳等混凝土工程
输配电市场	预应力混凝土电杆
岩锚土固市场	预应力混凝土输电塔矿山及煤矿井下巷道锚固支护工程

资料来源：公司招股书、东兴证券研究所

从表中可以看出，预应力钢材下游主要市场是铁路、公路、水利、城市、特种工程、输配电和岩锚土固市场。据统计 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，主要是铁路、管桩、公路、水利市场。具体如下表所示

表 5:预应力钢材需求行业分布

应用领域	市场需求（万吨）
铁路市场	200
公路	110
水利市场	60
管桩市场	200
多层及高层建筑市场	15
电杆市场	25
煤矿市场	50
其他市场	30
合计	690

资料来源：公司招股书、东兴证券研究所

从产品类型来讲，预应力钢材行业主要分为预应力钢丝、预应力钢棒和预应力钢绞线三大系列。据公司招股书统计，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，根据公司统计分析，2011 年国内预应力混凝土用钢材生产企业整体产能约为 850 万吨，其中，从事预应力混凝土用钢丝生产的企业约有 68 家，产能约

为 138.1 万吨；从事预应力混凝土用钢绞线生产的企业约有 80 家，产能约为 407.5 万吨；从事预应力混凝土用钢棒生产的企业约有 102 家，产能约为 304.8 万吨。

预应力钢材生产门槛各不相同。普通预应力混凝土用钢绞线、钢丝和钢棒的设备和生产工艺较为简单，进入壁垒较低；而高性能预应力混凝土用钢丝和大直径高强度低松弛预应力混凝土用钢绞线、和精品预应力混凝土用钢棒等的生产设备和产品技术要求较高，进入壁垒较高。

从行业竞争格局来看，普通预应力混凝土用钢绞线、钢丝和钢棒市场竞争激烈。以预应力钢绞线为例，2014 年预应力钢绞线的实际产量已达到 400 万吨，远远超出市场需求。

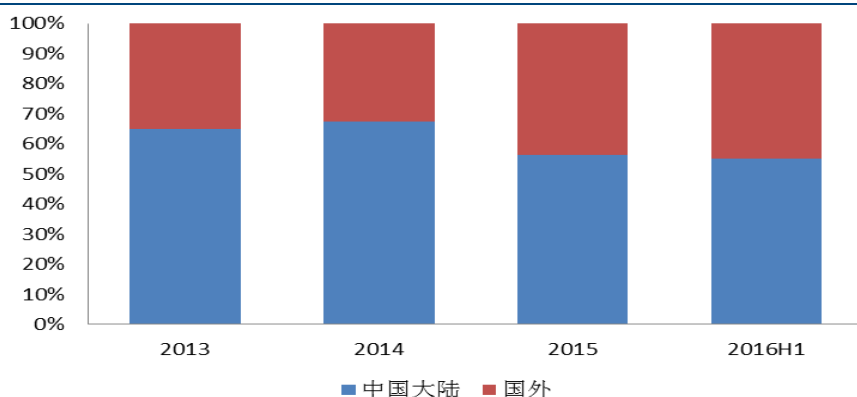
过去两年，预应力钢材市场经历了行业洗礼，许多不具备竞争力的公司都纷纷淘汰出局。可以说，行业经历了初步的整合。行业内的龙头公司追求差异化创新，研发新型高附加值产品，形成特色产业，提高企业的综合竞争力。

2017 年以来，受益于国家基础设施建设投资和“一带一路”投资的带动，预应力钢材行业已经走出了低谷。据了解，预应力钢材市场需求旺盛，自从 2016 年 4 季度提价之后，今年 1 季度再次提价。整个行业迎来了新一轮的景气周期。

2.2 公司产品立足高端，不断创新

银龙预应力钢材主要面向国内市场销售，国外市场也占有相当比重。过去几年，银龙预应力钢材出口占比在 30%-35% 之间。产品出口亚洲、大洋洲、非洲、南美洲、欧洲、北美洲等 70 多个国家和地区。已经成为国内预应力行业领先企业之一，加之公司积极拓展海外市场，并与海外代理商、客户建立了长期稳定的战略合作关系。

图 6:银龙股份收入地区分布图



资料来源: wind、东兴证券研究所

公司立足高端，主要面向铁路和水利市场的大中客户。目前公司国内市场，主要客户为中铁下属各工程局、大型混凝土制品企业以及输配水管道上市公司，其负责施工的工程多为国家级、省部级重大工程，其对预应力钢材产品质量要求高，施工工期紧，

公司作为专业生产预应力钢材企业,满足了各大工程项目对预应力钢材产品质量、数量和供货期的严格要求。

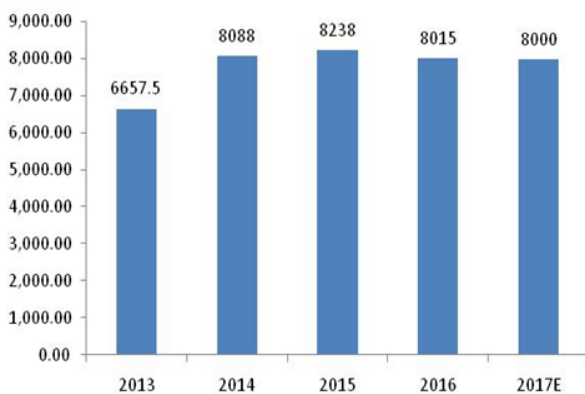
表 6:公司国内市场主要客户

主要市场	代表客户
铁路市场	中国中铁、中国铁建、中国交建
水利及其他市场	韩建河山、青龙管业、龙泉管业、新疆国统管业

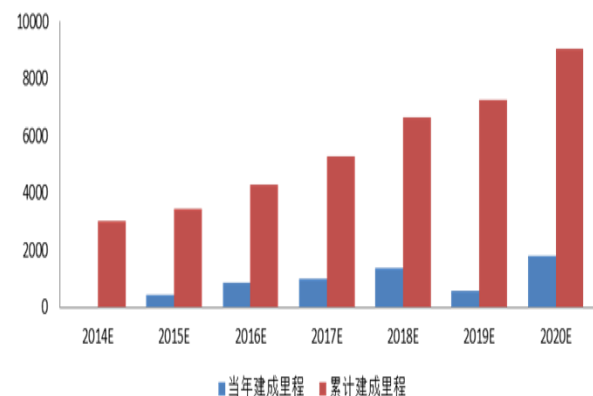
资料来源:招股书及公司调研,东兴证券研究所

未来,铁路市场仍然将持续稳定增长。根据 2016 年 5 月发改委和交通部联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》,计划 2016-2018 年将重点推进 103 个项目前期工作,新建城轨 2000 公里以上。

- ◆ 铁路固定投资将保持在 8000 亿元的规模。根据《铁路十三五规划》,到十三五末期,整个铁路运营里程达到 15 万公里,其中高速铁路要达到 3 万公里的规模。
- ◆ 城际铁路迎来快速发展。随着全国高铁主干网初步完成,各地区城际铁路迎来快速发展期。根据各地区公布的区域城际铁路发展规划,到 2030 年,我国城际铁路总规划里程达到 24745 公里,已经可以和高铁骨干网规模相媲美。
- ◆ 城市轨道交通空间巨大。2015 年末,中国大陆地区共 26 个城市开通城轨交通运营,共计 116 条线路,运营线路总长度达 3618 公里。预计到 2020 年,我国 39 个城市的轨道交通建成里程将达到 9054 公里。从 2015 年到 2020 年,我国城市轨道交通开通量会达到 6047 公里,年均复合增长率为 21%。

图 7:全国铁路固定资产投资规模 (亿元)


资料来源:wind,东兴证券研究所

图 8:我国城市轨道交通建设里程预测 (公里)


资料来源:城市轨道交通协会,东兴证券研究所

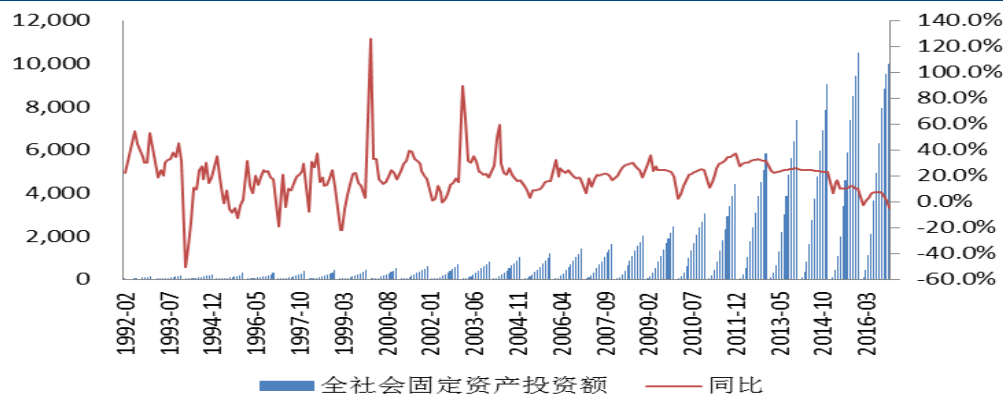
而水利建设市场迎来新的发展,预计将会有重大水利建设工程陆续释放。借助多年来,公司在我国大型关键重点骨干水资源跨流域输配和流域内优化配置工程 PCCP 管材行业中建立的产品和品牌优势以及领先地位。公司将有望把握机会,获取更大的发展。

2.3 新疆银龙将显著受益于新疆基建大发展

新建地处“丝绸之路”的交通枢纽位置，又是西部大开发的桥头堡。新疆是连通东西方的关键节点，东连我国环渤海、长三角、珠三角，西通中西南亚以及中东、欧洲各国，具有“丝绸之路经济带”核心区的战略地位。在推进“一带一路”建设中，新疆积极推动“五中心三基地三通道”建设，努力打造区域交通枢纽中心，推进基础设施建设。

新疆固定资产投资保持快速增长。从2010年到2016年，新疆全社会固定资产投资完成额年均复合增长率为21.8%。2016年，新疆全社会固定资产投资完成额为9985亿元，同比下降5.1%。这主要是由于新疆地方政府换届带来的短期影响。2017年，新疆政府工作报告提出17年全区计划完成全区固定资产投资1.5万亿元。以此测算，17年全区固定资产投资同比增长了51%。

图9：新疆全社会固定资产投资完成额（亿元）



资料来源：东兴证券研究所

银龙股份未雨绸缪，在2015年11月3日成立新疆银龙，布局新疆预应力钢材市场。从内地运输钢材到新疆运输成本很高，因此在新疆当地建厂具有较好经济性，一方面可以满足新疆当地旺盛的市场需求，另一方面可以进一步辐射到中亚各国。新疆地处偏远。

截止目前，新疆银龙一期工程已经基本完成，产能为5万吨，预计2017年4月份即可投产。新疆银龙抢占先机，建成后将是新疆地区唯一大规模的预应力钢材生产基地。我们对新疆银龙项目非常看好，其将显著受益于新疆基建的大发展。

3. 轨道板业务成为公司重要增长点

3.1 公司高铁轨道板生产技术处于领先水平

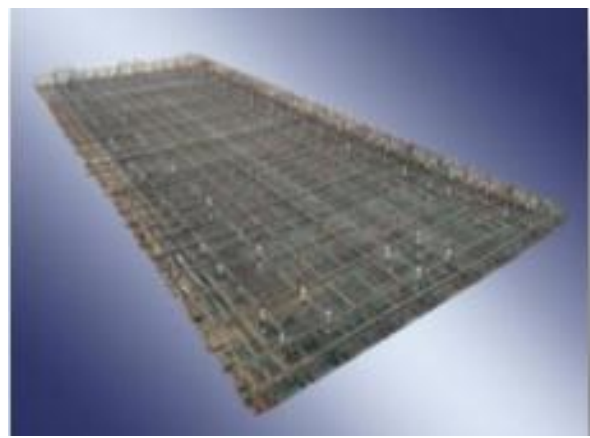
银龙股份正是现行推广并大量铺设于时速300km/h及以上高铁的CRTSIII型板的首发者。在银龙股份发明CRTSIII型板之前，国内高铁轨道板都是采用日本和德国的高

铁轨道板技术。银龙股份通过自主创新，研制成功了 CRTSIII 型板技术，打破了国外技术的垄断，实现了高铁轨道板生产技术的完全国产化。

2012 年 12 月 27 日，CRTSIII 型先张法无砟轨道率先在西宝（西安—宝鸡）客运专线试铺，并先后在兰新（兰州—新疆）、沈丹（沈阳—丹东）等客运专线试铺并成功通过验收，已开始大规模推广运用。在“十三五”期间，抓住国家高速铁路建设和京津冀一体化城际铁路建设机遇，以及国家“一带一路”战略实施的机遇，发挥公司研发优势，加大 CRTSIII 型板及系列轨道系列产品开发和推广的力度，以多种方式参与轨道板产业相关商业合作，培养和提高轨道板系统业务对公司整体发展的持续贡献能力。

图 12:银龙公司高速铁路无砟轨道板


资料来源：公司年报、东兴证券研究所

图 13:银龙公司高速铁路无砟轨道板钢材系统


资料来源：公司年报、东兴证券研究所

2014 年开始，银龙与中国铁道科学研究院在铁路总公司的领导下研发了新一代的流水法连续高铁轨道板作业生产线。2016 年 4 月 14 日，铁路总公司在银龙河间分公司对生产线进行了专家鉴定会，专家鉴定意见“生产线主要工位工序连续化作业集成度高；关键技术工位与产品质量控制系统采取信息程序化管理，自动化程度高。双向先张预加应力模式预应力材料高强度、低松弛化；单根控制应力参数同步拉张读取数据，机械运行系统效率高，应力参数数据精准；封闭养护保湿控温系统使混凝土强度与结构应力可控；纵横双向同步缓慢放张应力体系，保障预应力材料与混凝土粘结握裹力不受损失等主要技术措施国际首创，具备国际领先水平。银龙股份的高铁轨道板生产技术始终处于领先水平。

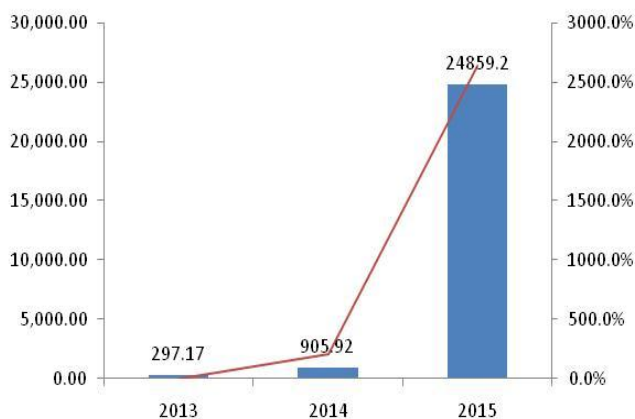
3.2 公司高铁轨道板销售前景看好

未来五年，我国高铁建设仍将维持高位。国家“十三五”规划提出“打造高品质的快速网络，加快推进高速铁路成网，完善国家高速公路网络，适度建设地方高速公路，增强枢纽机场和干支线机场功能”。在“十三五”期间，铁路的建设安排会根据需求与可能，统筹经济效益和社会效益，保持一个合适的节奏和力度。总的目标是到 2020 年铁路里程达到 15 万公里，高速铁路达到 3 万公里，铁路总规模是增加 2.9 万公里，其中高速铁路增加 1.1 万公里。从建设的重点来看，一方面国家将进行“八纵八横”

新的铁路通道项目,另一方面将加快城际铁路建设。因此,从整体来讲,我们对未来几年高铁建设持有乐观态度。

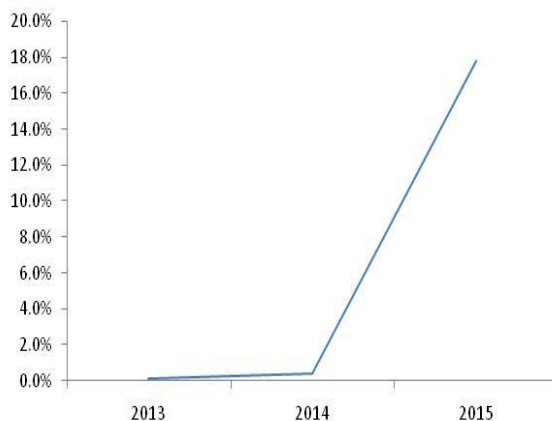
银龙轨道板产品销售收入自 2013 年以来一直呈上升趋势,由 2013 年的 297.17 万元增至 2014 年的 905.92 万元,在 2015 年更是出现了井喷式的增长,达到 2.5 亿元。这主要是公司在郑徐高铁的轨道板结算所致。

图 16:银龙公司轨道板销售收入(万元)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 17:银龙轨道板营业收入占比变动图



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

我们看好公司轨道板业务。原因如下:

- ◆ 公司现有京沈高铁的轨道板业务运转良好。虽然轨道板业务在 2016 年出现了下降,但是这主要是公司转变了收入结算方式。公司京沈高铁轨道板项目运转良好,并将延续到 17 年进行结算。
- ◆ 看好公司与合作伙伴合资成立轨道板公司的合作模式。公司与上海铁路局等合资成立的上铁芜湖轨道板有限公司,公司占股 25%。公司输出技术和设备,而上海铁路局在获取项目方面具有优势,这种合作模式实现了资源有效互补,合作共赢。因此,我们看好这种合作模式,未来该模式有望输出到城际铁路建设中。

3.3 公司正在研发地铁轨道板

城市轨道交通空间巨大。2015 年末,中国大陆地区共 26 个城市开通城轨交通运营,共计 116 条线路,运营线路总长度达 3618 公里。预计到 2020 年,我国 39 个城市的轨道交通建成里程将达到 9054 公里。从 2015 年到 2020 年,我国城市轨道交通开通量会达到 6047 公里。

传统的地铁轨道一般有两种,或采用有砟轨道,或采用现浇整体道床。随着列车速度的提高,很容易导致石砟变形,造成轨道各种不平顺,影响列车运行安全和乘坐的舒适性,并且列车在行驶过程中产生的噪音也相对较大。

地铁无砟轨道板是未来的发展趋势。采用高精度模板预制成型，工厂化预制作业，产品质量容易保证。铺设精度更高，减震降噪效果明显，在维修方面无砟轨道板优势明显，符合当前建筑业预制拼装化发展的潮流。

板式无砟轨道板已经在国内地铁市场开始启动。2016年5月28日，上海地铁9号线3期单线全线采用了4908块轨道板，这是国内首次在地铁上大批量使用板式无砟轨道板，标志着板式无砟轨道技术正式步入中国地铁市场。

图 10:地铁轨道板



资料来源：网络图片，东兴证券研究所

目前，在地铁轨道板研发方面，银龙在国内处于第一梯队。我们相信利用在高铁轨道板方面积累的丰富经验，银龙有望在地铁轨道板方面再次取得技术领先。地铁轨道板市场空间巨大，公司一旦取得技术领先，将能够迎来爆发性增长。

4. 公司与邯钢合作切入铁路钢轨市场

银龙公司鉴于与中国铁路建设单位多年的良好合作关系，公司在国内外铁路行业积累了大量优势客户资源，在铁路建设行业拥有较高的知名度，本着强强合作的原则，公司拟通过控股子公司河间市银龙轨道有限公司出资1亿元新设成立一家公司——邯钢银龙轨道科技有限公司，主要从事邯钢钢铁集团有限责任公司所生产的轨道交通用钢轨等产品的销售和技术开发合作。

铁路钢轨属于消耗品，市场空间大，毛利率较高。据了解，我国每年铁路钢轨采购量约在300-400万吨。假设每吨铁路钢材采购价格为6000元/吨，则市场空间约为180亿元-240亿元。

铁路钢轨对铁路安全生产至关重要，市场门槛较高。目前，国内钢轨市场主要是由包钢、鞍钢、攀钢和武钢供应。

公司与邯钢合作属于强强联合。既能够发挥公司多年来在金属材料方面的研究经验和铁路行业多年的供应经验，又能够有效发挥邯钢集团先进的生产设备和生产经验。因此，我们看好公司与邯钢合作切入铁路钢轨市场。

5. 盈利预测及估值

对公司未来收入，我们做出如下假设：

- ◆ 公司传统预应力钢丝、钢绞线和钢棒从 16 年开始企稳回升，17-18 年收入增速分别为 20%和 15%；
- ◆ 公司轨道板延续到 17 年结算，17-18 年收入分别为 2 亿元，2.4 亿元；
- ◆ 公司钢轨项目预计 17、18 年分别贡献收入 0.1 亿元、0.5 亿元。

表 7:收入预测表 (百万元)

营业收入	2015	2016E	2017E	2018E
钢丝	567	550	659	758
钢绞线	515	489	587	704
轨道板	249	99	199	239
钢棒	50	47	57	65
铁路钢轨	0	0	10	50
增速				
钢丝		-3.0%	20.0%	15.0%
钢绞线		-5.0%	20.0%	20.0%
轨道板		-60.0%	100.0%	20.0%
钢棒		-5.0%	20.0%	15.0%
铁路钢轨				400.0%

资料来源: wind、东兴证券研究所

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 12.0 亿元、15.3 亿元和 18.4 亿元，归属母公司的净利润为 1.28 亿元、1.88 亿元和 2.38 亿元，对应每股收益分别为 0.32 元、0.47 元和 0.59 元。公司股价对应 16-18 年 PE 分别为 46 倍、31 倍和 25 倍。

首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。参考同行业同类公司 2016 年估值，给予公司 6 个月目标价 18 元。

6. 风险提示

1. 公司业务受宏观经济波动影响的风险
2. 原材料价格波动的风险
3. 铁路和水利建设相关政策变动的风险

表 8: 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	937	1210	1211	1179	1247	营业收入	1983	1396	1200	1530	1839
货币资金	120	501	630	444	370	营业成本	1613	1068	912	1130	1340
应收账款	440	516	443	565	679	营业税金及附加	6	7	6	8	9
其他应收款	7	6	5	7	8	营业费用	82	65	60	77	92
预付款项	36	27	20	11	0	管理费用	95	83	72	92	110
存货	273	132	113	139	165	财务费用	26	-7	6	6	7
其他流动资产	30	7	0	13	24	资产减值损失	9.92	24.55	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	319	399	422	498	476	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	24	24	24	24	投资净收益	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00
固定资产	200.18	186.68	195.23	219.37	223.50	营业利润	151	156	145	221	282
无形资产	66	70	63	56	49	营业外收入	12.76	11.85	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	7	29	0	0	0	营业外支出	0.36	0.32	0.00	0.00	0.00
资产总计	1256	1609	1634	1677	1723	利润总额	163	168	160	236	297
流动负债合计	451	59	-17	-95	-191	所得税	33	32	32	47	59
短期借款	305	0	0	0	0	净利润	131	136	128	188	238
应付账款	38	34	28	35	42	少数股东损益	0	7	0	0	0
预收款项	83	5	-62	-148	-250	归属母公司净利润	131	128	128	188	238
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	265	241	190	283	353
非流动负债合计	23	27	0	0	0	BPS (元)	0.88	0.33	0.32	0.47	0.59
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	474	86	-17	-95	-191	成长能力					
少数股东权益	7	14	14	14	14	营业收入增长	1.47%	-29.57%	-14.09%	27.56%	20.15%
实收资本 (或股	150	400	400	400	400	营业利润增长	3.05%	3.27%	-6.92%	51.91%	27.92%
资本公积	286	672	672	672	672	归属于母公司净利	7.81%	-2.22%	-0.24%	47.05%	26.14%
未分配利润	310	380	406	444	491	获利能力					
归属母公司股东	775	1509	1586	1699	1841	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	1256	1609	1634	1677	1723	净利率 (%)	6.60%	9.71%	10.68%	12.31%	12.93%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	10.46%	7.98%	7.84%	11.24%	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	16.95%	8.51%	8.08%		
经营活动现金流	155	212	228	17	68	偿债能力					
净利润	131	136	128	188	238	资产负债率 (%)	38%	5%	-1%	-6%	-11%
折旧摊销	87.84	92.20	0.00	56.52	63.84	流动比率	2.08	20.56	(72.69)	(12.36)	(6.51)
财务费用	26	-7	6	6	7	速动比率	1.47	18.32	(65.93)	(10.90)	(5.65)
应收账款减少	0	0	73	-122	-114	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-67	-85	-103	总资产周转率	1.64	0.97	0.74	0.92	1.08
投资活动现金流	-67	-140	-42	-122	-40	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	55.81	39.01	38.69	48.22	47.89
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	0	2	2	2	每股收益 (最新摊	0.88	0.33	0.32	0.47	0.59
筹资活动现金流	-112	298	-57	-81	-102	每股净现金流 (最新	-0.16	0.93	0.32	-0.47	-0.18
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	5.17	3.77	3.96	4.25	4.60
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	250	0	0	0	P/E	16.57	44.18	45.51	30.95	24.53
资本公积增加	0	385	0	0	0	P/B	2.82	3.87	3.68	3.43	3.17
现金净增加额	-24	371	129	-187	-74	EV/EBITDA	8.94	22.12	24.05	19.03	15.49

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闯钢

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

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。

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。

陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016 年加入东兴证券研究所，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。