

## 国内预应力钢材龙头，轨道板业务值得期待

## ——银龙股份（603969）调研报告

分析师：张冬明

SAC NO: S1150115110007

2019年01月18日

机械——金属制品

## 证券分析师

张冬明

022-28451857

zhangdm@bhzq.com

评级：

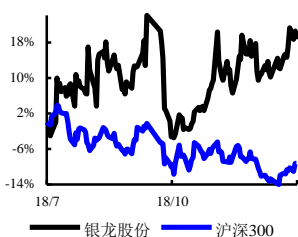
增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价：4.89

## 最近半年股价相对走势



## 相关研究报告

## 投资要点：

## ● 国内预应力钢材龙头，产品应用领域广阔

1) 公司是国内预应力钢材产品龙头企业，主要产品包括预应力混凝土用钢绞线、钢丝、钢棒、镀锌钢丝、钢绞线，以及高铁轨道板等，预应力钢材年产能达 67 万吨。2) 公司上游供应商主要为各大钢厂，下游主要对应基建相关项目，产品广泛应用于铁路、输配水工程、公路、桥梁、民用和工业建筑、输配电工程及预应力特种结构工程等多个领域。3) 目前公司产品已出口到 90 余个国家和地区，通过 10 余个国家的严格认证，2017 年出口业务占公司营收的比重在 30% 左右。

## ● CRTSIII 型高铁轨道板生产企业，技术实力较强

1) 公司是 CRTSIII 型高铁双向先张法预应力混凝土轨道板主要研发单位之一，并自主研发了轨道板自动智能化工装设备和轨道信息化系列产品，是国内高铁轨道板生产公司中唯一一家民营企业，公司已形成从材料供应到产业服务的全面竞争优势，产品大量应用于郑徐、京沈、郑阜、商合杭、京雄等高铁线路。2) 《铁路“十三五”发展规划》提出，到 2020 年，全国铁路营业里程要达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，同时根据中国铁路总公司工作会议，2019 年全国铁路固定资产投资保持强度规模，确保投产新线 6800 公里，其中高铁 3200 公里，按单个轨道板长度 5.6 米、单价 8000 元进行测算，2019 年高铁轨道板市场规模有望达 45.7 亿元，公司产品应用市场广阔。3) 地铁方面，公司已研发出可减振降噪、可调整可更换的地铁双向先张预应力混凝土复合减振轨道板，初期试验段铺设于天津地铁 5 号线、6 号线和乌鲁木齐地铁 1 号线，未来有望代替现有地铁道床现浇混凝土式工艺，发展前景值得期待。

## ● 盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级

我们认为，公司作为国内预应力钢材产品龙头企业，产品应用领域广阔，高铁和地铁轨道板业务发展值得期待，同时随着经济下行压力加大，基建补短板力度有望持续加大，公司有望优先受益。预计 2018-20 年公司实现营业收入 23.10/26.16/28.39 亿元，同比增长 6%/13%/9%，实现归母净利润 1.25/1.74/2.24 亿元，同比增长 5%/40%/29%，对应 EPS 分别为 0.15/0.21/0.27 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**原材料上涨风险；基建投资不及预期；出口反倾销风险。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,484	2,178	2,310	2,616	2,839
(+/-)%	6%	47%	6%	13%	9%
经营利润 (EBIT)	159	152	160	221	279
(+/-)%	4%	-5%	5%	38%	27%
净利润	145	118	125	174	224
(+/-)%	13%	-18%	5%	40%	29%
每股收益 (元)	0.36	0.30	0.15	0.21	0.27

**表：三张表及主要财务指标**

资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	205	162	172	195	212	营业收入	1484	2178	2310	2616	2839
应收票据	54	55	58	66	71	营业成本	1134	1810	1906	2107	2237
应收账款	680	907	846	1053	1166	营业税金及附加	10	10	10	12	14
预付款项	82	165	219	305	391	销售费用	73	87	98	115	126
其他应收款	10	34	36	40	44	管理费用	97	90	115	138	152
存货	204	266	296	327	347	财务费用	-19	11	11	11	11
其他流动资产	57	37	37	37	37	资产减值损失	13	41	26	27	31
长期股权投资	38	0	0	0	0	投资收益	0	7	2	3	4
固定资产	256	276	230	214	198	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	5	1	1	0	0	营业利润	177	141	145	209	270
工程物资	9	2	2	2	2	营业外收支净额	4	0	5	3	3
无形资产	73	72	57	43	29	税前利润	181	141	150	212	273
长期待摊费用	14	55	50	44	39	减：所得税	34	22	24	35	44
资产总计	1751	2138	2109	2431	2640	净利润	148	119	126	177	229
短期借款	0	150	191	360	359	归属于母公司的净利润	145	118	125	174	224
应付票据	0	210	74	109	154	少数股东损益	3	1	2	3	5
应付账款	63	59	75	89	85	基本每股收益	0.36	0.30	0.15	0.21	0.27
预收款项	10	15	7	-28	-36	稀释每股收益	0.36	0.30	0.15	0.21	0.27
应付职工薪酬	8	7	7	7	7	<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
应交税费	30	25	25	25	25	成长性					
其他应付款	4	5	5	5	5	营收增长率	6.3%	46.8%	6.0%	13.3%	8.5%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	3.9%	-4.6%	5.0%	38.3%	26.6%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	12.8%	-18.4%	5.3%	39.6%	29.0%
负债合计	145	498	383	566	598	盈利性					
股东权益合计	1606	1640	1725	1865	2042	销售毛利率	23.6%	16.9%	17.5%	19.5%	21.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	销售净利率	9.8%	5.4%	5.4%	6.6%	7.9%
净利润	148	119	126	177	229	ROE	9.0%	7.2%	7.2%	9.3%	11.0%
折旧与摊销	74	71	36	36	36	ROIC	8.07%	7.15%	7.01%	8.26%	9.77%
经营活动现金流	-86	-34	13	-101	78	估值倍数					
投资活动现金流	-135	-101	2	3	4	PE	13.5	16.5	33.0	23.7	18.3
融资活动现金流	-65	57	-6	120	-65	P/S	1.3	0.9	1.8	1.6	1.4
现金净变动	-287	-78	10	23	17	P/B	1.22	1.19	2.38	2.21	2.01
期初现金余额	501	205	162	172	195	股息收益率	2.0%	2.0%	1.1%	0.9%	1.3%
期末现金余额	214	127	172	195	212	EV/EBITDA	7.6	8.8	21.2	16.7	13.6

## 目 录

1.国内预应力钢材龙头，产品应用领域广阔 .....	6
2.CRTSIII 型高铁轨道板供应商，技术实力较强 .....	9
3.盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级.....	11

## 图 目 录

图 1: 公司预应力钢绞线相关产品 .....	6
图 2: 公司预应力钢棒相关产品 .....	6
图 3: 公司轨交轨道板相关产品 .....	6
图 4: 公司上下游产业情况 .....	7
图 5: 公司营收分产品情况 .....	7
图 6: 公司营收分销售区域情况 .....	7
图 7: 公司毛利率和净利率情况 .....	8
图 8: 公司毛利率分产品情况 .....	8
图 9: 公司毛利率分销售区域情况 .....	8
图 10: 公司期间费用率情况 .....	9
图 11: 公司轨道信息化相关产品 .....	9
图 12: “十三五”铁路网规划图 .....	10
图 13: “十三五”高铁网规划图 .....	10
图 14: 公司地铁装配式双向先张预应力无砟轨道板产品 .....	10
图 15: 公司地铁轨道板铺设天津地铁 5 号线试验段情况 .....	11

## 表 目 录

表 1: 公司产品主要应用领域情况 .....	7
-------------------------	---

## 1.国内预应力钢材龙头，产品应用领域广阔

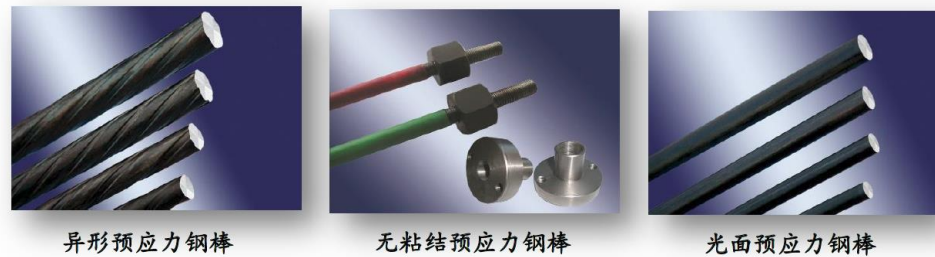
1) 公司是国内预应力钢材产品龙头企业，主要产品包括预应力混凝土用钢绞线、钢丝、钢棒，镀锌钢丝、钢绞线，以及高铁轨道板等，预应力钢材年产能达67万吨。

图 1：公司预应力钢绞线相关产品



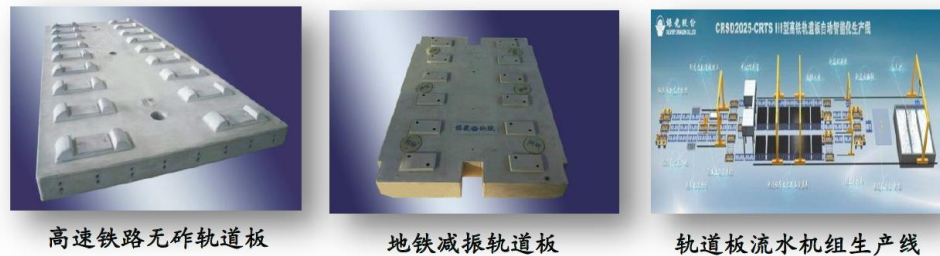
资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 2：公司预应力钢棒相关产品



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 3：公司轨交轨道板相关产品



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

2) 公司上游供应商主要为各大钢厂，下游主要对应基建相关项目，产品广泛应用于铁路、输配水工程、公路、桥梁、民用和工业建筑、输配电工程及预应力特种结构工程等多个领域。

图 4: 公司上下游产业情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

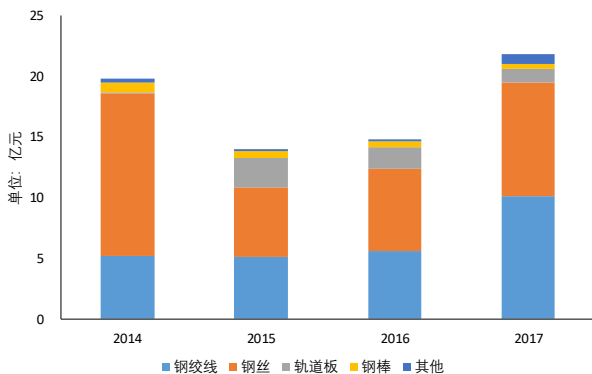
表 1: 公司产品主要应用领域情况

公司产品	主要应用领域
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、特种工程等
预应力钢棒	铁路、民用建筑、工业建筑、电力、煤矿、管桩等
CRTS III 型先张法无砟轨道板	铁路

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

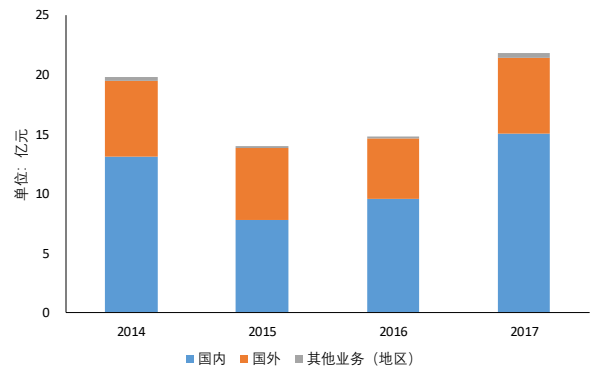
3) 从产品看, 目前公司大部分营收来源于预应力钢绞线和预应力钢丝, 2017 年上述两项业务占总营收比重分别达 46.36%和 42.98%; 分销售区域看, 2017 年出口业务占公司营收的比重在 30%左右, 目前公司产品已出口到 90 余个国家和地区, 通过 10 余个国家的严格认证。

图 5: 公司营收分产品情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 6: 公司营收分销售区域情况

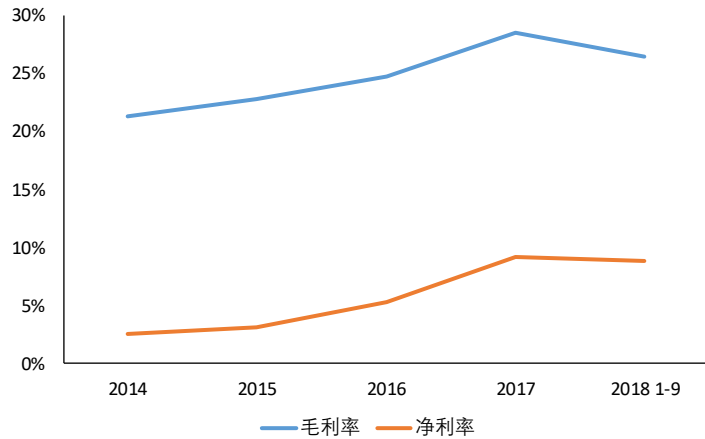


资料来源: wind, 渤海证券研究所

4) 公司所处行业为周期类行业, 利润率受上游钢铁原材料影响较大, 2018 年前三季度, 公司综合毛/净利率分别为 26.50%/8.84%, 相对 2017 年有所下降。



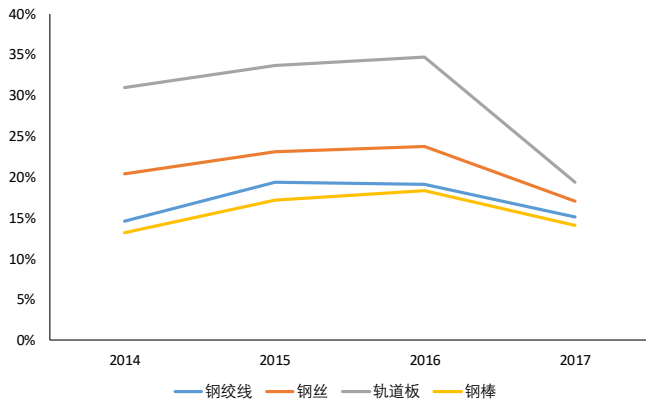
图 7: 公司毛利率和净利率情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

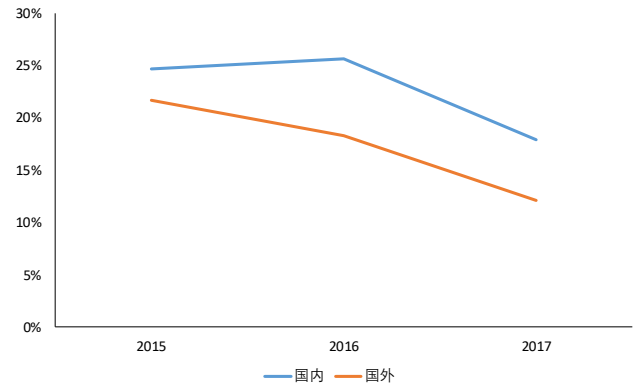
分产品看, 公司轨道板和钢丝业务毛利率相对较高, 且国内业务毛利率要高于国外。同时, 公司期间费用率基本保持在合理范围内。

图 8: 公司毛利率分产品情况



资料来源: 正北方网, 渤海证券研究所

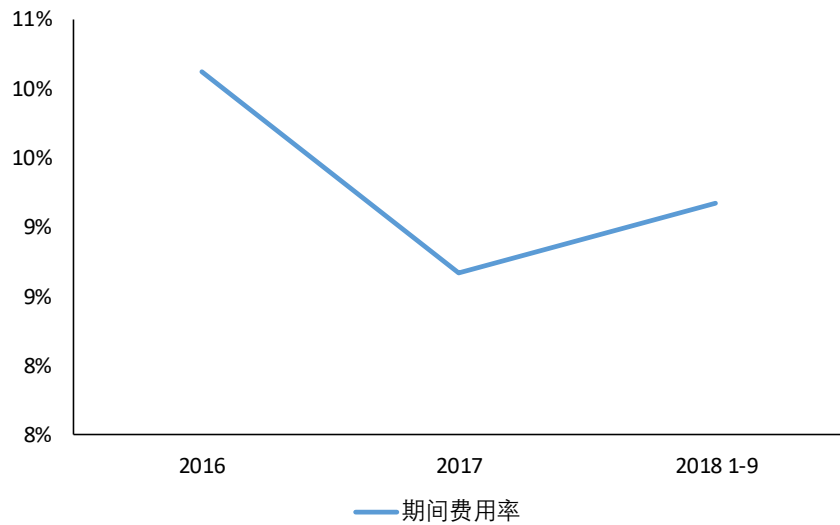
图 9: 公司毛利率分销售区域情况



资料来源: 正北方网, 渤海证券研究所



图 10: 公司期间费用率情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

## 2.CRTSIII 型高铁轨道板供应商, 技术实力较强

1) 公司是 CRTSIII 型高铁双向先张法预应力混凝土轨道板主要研发单位之一, 并自主研发了轨道板自动智能化工装设备和轨道信息化系列产品, 是国内高铁轨道板生产公司中唯一一家民营企业, 公司已形成从材料供应到产业服务的全面竞争优势, 产品大量应用于郑徐、京沈、郑阜、商合杭、京雄等高铁线路。

图 11: 公司轨道信息化相关产品



资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

2) 《铁路“十三五”发展规划》提出，到 2020 年，全国铁路营业里程要达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，同时根据中国铁路总公司工作会议，2019 年全国铁路固定资产投资保持强度规模，确保投产新线 6800 公里，其中高铁 3200 公里，按单个轨道板长度 5.6 米、单价 8000 元进行测算，2019 年高铁轨道板市场规模有望达 45.7 亿元，公司产品应用市场广阔。

图 12: “十三五”铁路网规划图



资料来源: 正北方网, 渤海证券研究所

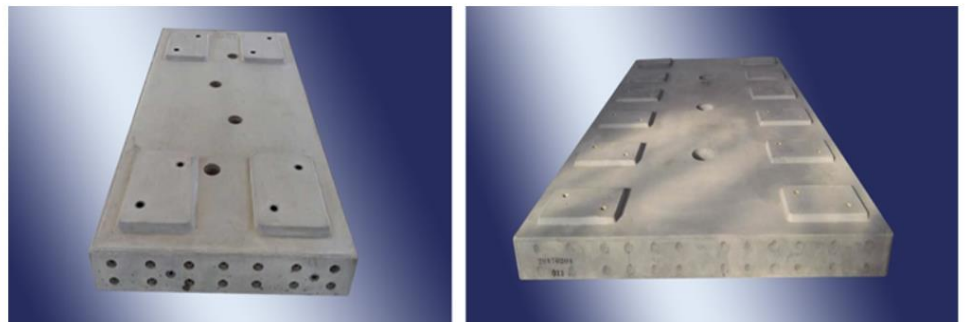
图 13: “十三五”高铁网规划图



资料来源: 正北方网, 渤海证券研究所

3) 地铁方面，公司已研发出可减振降噪、可调整可更换的地铁双向先张预应力混凝土复合减振轨道板，初期试验段铺设于天津地铁 5 号线、6 号线和乌鲁木齐地铁 1 号线，未来有望代替现有地铁道床现浇混凝土式工艺，随着各大城市加快建设地铁项目，公司地铁轨道板业务发展前景值得期待。

图 14: 公司地铁装配式双向先张预应力无砟轨道板产品



资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

图 15: 公司地铁轨道板铺设天津地铁 5 号线试验段情况



资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

### 3.盈利预测, 首次覆盖给予“增持”评级

我们认为, 公司作为国内预应力钢材产品龙头企业, 产品应用领域广阔, 高铁和地铁轨道板业务发展值得期待, 同时随着经济下行压力加大, 基建补短板力度有望持续加大, 公司有望优先受益。预计 2018-20 年公司实现营业收入 23.10/26.16/28.39 亿元, 同比增长 6%/13%/9%, 实现归母净利润 1.25/1.74/2.24 亿元, 同比增长 5%/40%/29%, 对应 EPS 分别为 0.15/0.21/0.27 元/股, 首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示:** 原材料上涨风险; 基建投资不及预期; 出口反倾销风险。

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)  
+86 22 2845 1975  
张源  
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857  
刘秀峰  
+86 10 6810 4658  
滕飞  
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波  
+86 22 2845 1632  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾  
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670  
杨旭  
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程  
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

电子行业研究

王磊  
+86 22 2845 1802

固定收益研究

冯振  
+86 22 2845 1605  
夏捷  
+86 22 2386 1355  
朱林宁  
+86 22 2387 3123  
李元玮  
+86 22 2387 3121

金融工程研究

宋旻  
+86 22 2845 1131  
李莘泰  
+86 22 2387 3122  
张世良  
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
孟凡迪  
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉  
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

白琪玮  
+86 22 2845 1659



## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)