

业绩持续反转，轨道板及钢轨业务前景看好

深度报告/机械行业

2017年4月5日

报告摘要：
● 核心逻辑

公司主业反转趋势确定，将持续受益于基建投资和预应力钢材行业去产能，新疆、雄安新区、一带一路将为公司带来增量市场。CRTS III型轨道板市场广阔，并且轨道板业务向地铁领域延伸。公司携手邯钢集团进军钢轨市场，有望打破现有市场格局。

● 公司主业反转趋势确定

2016年下半年以来，公司预应力钢材制品业务强势复苏。公司2016年三、四季度分别实现销售收入4.58亿元、4.93亿元，同比分别增长27.11%、84.28%，分别实现归母净利5345.40万元、4555.42万元，同比分别增长85.48%、45.68%。一、四季度原本是预应力钢材制品的销售淡季，公司在2016年四季度销售收入创9个季度以来的最高水平，我们认为去年下半年以来基建投资和行业去产能对公司业绩提振远超市场预期。

● 新疆、雄安新区、一带一路建设有望带来需求增量

公司2015年设立新疆银龙，目前一期工程已经基本完成，是目前新疆唯一的预应力钢材制品生产基地。有望持续受益于新疆基建需求拉动，并且有望辐射一带一路。公司募投项目今年投产，河间分公司和宝泽龙生产基地距雄安新区仅50多公里。预应力钢材制品在铁路、公路、水利、民建及特种工程领域应用广泛，新疆、雄安新区、一带一路相关基础设施建设有望给公司带来增量需求。

● 高铁轨道板布局铺开，地铁轨道板开拓良好

公司为CRTS III型先张法无砟轨道板和轨道板流水机组智能化生产线的主要研发者，目前拥有4个高铁轨道板生产基地。根据我们测算，我国高铁轨道板年均市场空间保守估计将超过32亿元。公司最新研发地铁双向先张预应力混凝土复合减振轨道板，首个试验段即将铺设于天津地铁5号线、6号线和乌鲁木齐地铁1号线，标志着银龙轨道板向地铁交通领域的延伸。地铁无砟轨道板每年市场空间保守估计超过15亿元。

● 盈利预测与投资建议：

不考虑未来并购因素，我们预计公司2017年到2019年EPS分别为0.49元、0.59元、0.71元，对应PE分别为32倍、27倍、22倍，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：

基建投资不及预期，铁路建设进度不及预期，原材料价格剧烈波动。

表1：银龙股份盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,484	1,947	2,342	2,795
增长率 (%)	6.3%	31.2%	20.3%	19.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	145	198	235	286
增长率 (%)	12.8%	36.5%	18.7%	21.8%
每股收益 (元)	0.36	0.49	0.59	0.71
PE	43.7	32.1	27.0	22.2

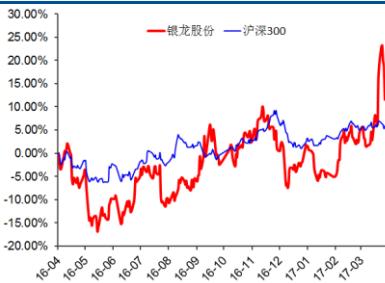
资料来源：公司公告，民生证券研究院

强烈推荐

维持评级

合理估值：23-25元
交易数据 (2017-3-31)

收盘价 (元/股)	15.84
近12个月最高/最低	18.35/11.58
总股本 (百万股)	400.00
流通股本 (百万股)	152.63
流通股比例 (%)	38.16
总市值 (亿元)	63.36
流通市值 (亿元)	24.18

该股与沪深300走势比较

分析师与研究助理
分析师：朱金岩

执业证号：S0100515030001

电话：(8610)8512 7532

Email: zhujinyan@mszq.com

研究助理：刘振宇

执业证号：S0100115050027

电话：(8610)8512 7653

Email: liuzhenyu@mszq.com

研究助理：李勇鹏

执业证号：S0100115100037

电话：(8610)8512 7653

Email: liyongpeng@mszq.com

研究助理：樊艳阳

执业证号：S0100116030013

电话：(8601)8512 7604

Email: fanyanyang@mszq.com

相关研究

目录

一、预应力钢材制品龙头，持续受益于基建拉动和行业去产能.....	3
(一)深耕预应力钢材制品行业近四十年，业绩持续反转	3
(二)公司预应力钢材制品技术优势明显，行业集中度有望提升	5
(三)有望受益于新疆、一带一路、雄安新区等基建需求拉动	9
二、高铁轨道板市场空间巨大，地铁轨道板积极布局.....	13
(一)公司是CRTS III型轨道板的核心研发生产企业	13
(二)高铁轨道板业务稳步开拓，市场空间巨大	15
(三)看好公司地铁轨道板业务开拓	17
三、携手邯钢集团进军重轨市场，有望打破现有市场格局.....	18
四、盈利预测	20
五、风险提示	20
插图目录	21
表格目录	21

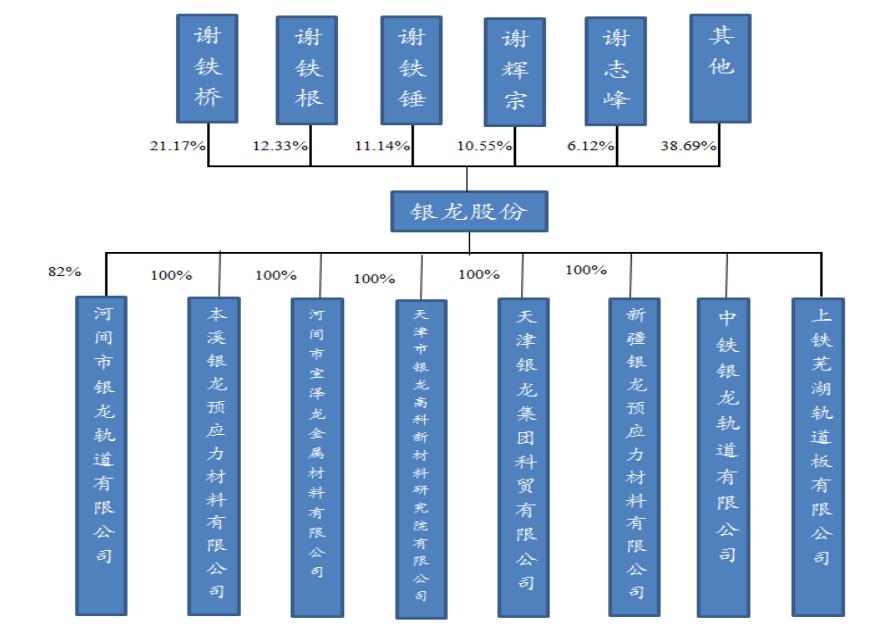
一、预应力钢材制品龙头，持续受益于基建拉动和行业去产能

（一）深耕预应力钢材制品行业近四十年，业绩持续反转

公司深耕预应力钢材制品行业近四十年，公司核心团队最早于1978年进入预应力行业，公司自成立以来专业从事预应力钢材拉拔模具和预应力混凝土钢材的研发和生产。

1998年，天津市银龙预应力钢丝有限公司成立，并于2011年变更为股份有限公司，2015年2月，银龙股份在A股上市。

图 1：公司股权结构及主要子及孙公司情况

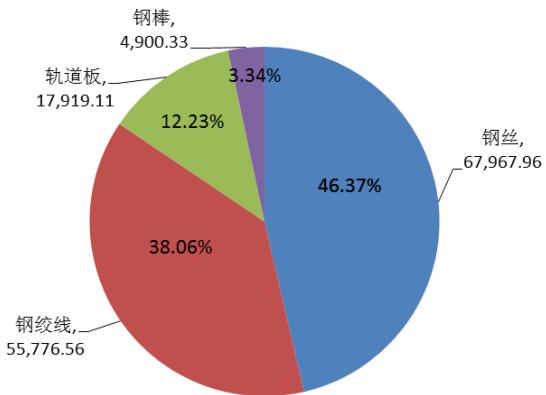


资料来源：公司公告，民生证券研究院

谢氏家族对公司有绝对控制权。其中谢铁桥、谢铁根为一致行动人，合计持有公司33.5%的股份。公司前五大股东合计持有公司61.31%的股份，其中谢铁桥、谢铁根、谢铁锤、谢辉宗为兄弟关系，谢志峰为谢铁桥之子。

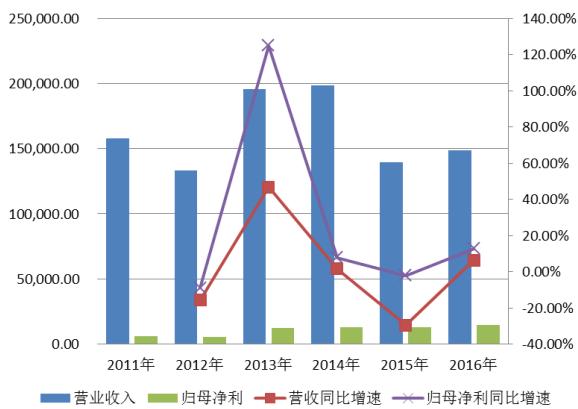
谢铁桥先生三十多年来专注于预应力混凝土用钢材的研究、开发和应用，为螺旋拉拔模具和拉拔技术发明人、炼钢轧钢和高碳钢盘条专家、拉拔模具和拉拔技术专家、预应力混凝土制品专家和双向先张板式预应力结构创始人。谢铁根先生三十多年来从事预应力混凝土用钢材的生产经营管理，在原材料采购管理、生产工艺技术管理，尤其是模具开发制造方面积累了丰富的经验。

目前公司以全系列、各规格预应力钢材产品的研发、生产和销售为主业；以高速铁路、城际铁路、城市地铁用无砟轨道板的开发、制造与销售，无砟轨道板智能化生产制造设备的研发创新配套高速铁路工程项目建设和轨道板信息化为新兴产业。

图 2: 2016 年公司主营业务构成 (单位: 万元)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

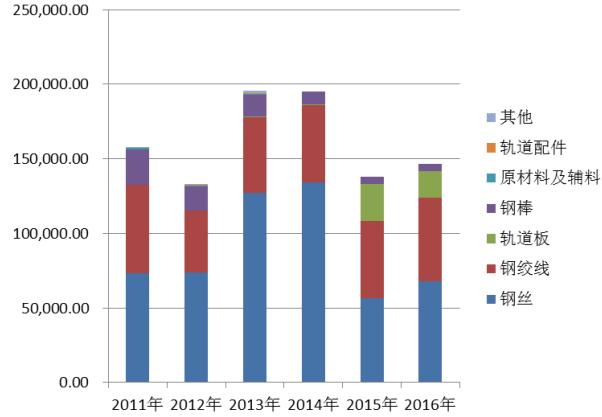
从收入结构来看, 预应力钢材制品(钢丝、钢绞线、钢棒)是公司的主要收入来源, 公司预应力钢材制品收入以预应力钢丝和预应力钢绞线为主, 预应力钢棒为辅。2015 年开始, 公司轨道板业务开始放量增长, 2015 年和 2016 年分别贡献收入 2.49 亿元和 1.79 亿元, 高铁轨道板业务开始成为公司新的增长极。

图 4: 公司营收、净利润总体稳定增长 (单位: 万元)


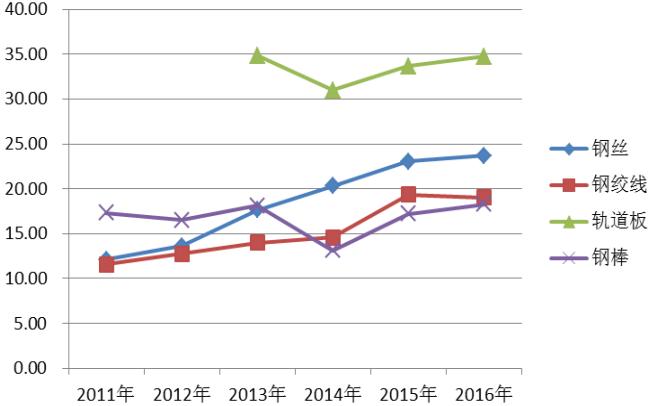
资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司营业收入、净利润稳健成长。公司总体营业收入和净利润保持稳健成长, 2015 年由于上游钢材原料和下游预应力钢材成品价格有一定幅度下降, 以及子公司本溪银龙供应钢丝的辽宁省重点供水工程建设完工, 导致营业收入有一定幅度下滑。随着预应力钢材制品价格回暖, 行业去产能以及基建拉动带来的下游需求复苏, 以及公司轨道板业务的开拓, 公司业绩有望迎来快速成长。

公司产品毛利率持续提升。公司近年来各项产品毛利率均有较大幅度改善, 2011 年到 2016 年间, 公司预应力钢丝毛利率从 12.10% 提升到 23.71%, 预应力钢绞线毛利率从

图 3: 公司近年产品结构变化 (单位: 万元)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

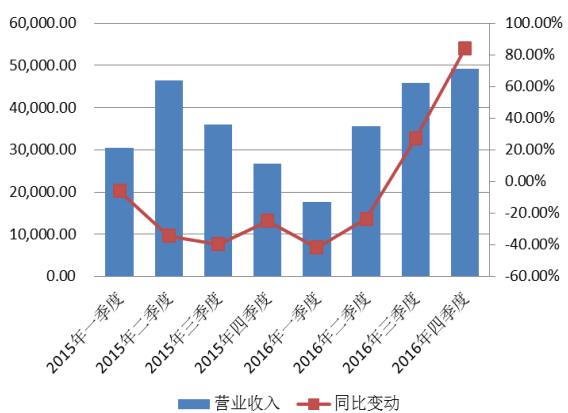
图 5: 公司产品毛利率稳步提升 (单位: %)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

11.59%提升到19.05%。目前公司轨道板业务盈利能力最高，2016年轨道板业务毛利率达到34.74%。

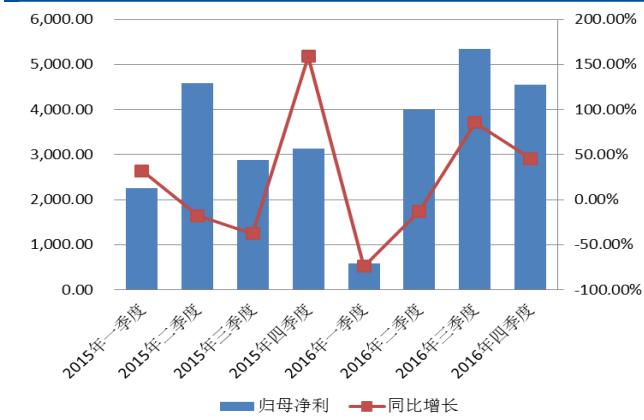
公司自2016年下半年开始业绩持续反转。公司2016年三、四季度分别实现销售收入4.58亿元、4.93亿元，同比分别增长27.11%、84.28%，分别实现归母净利5345.40万元、4555.42万元，同比分别增长85.48%、45.68%。一、四季度原本是预应力钢材制品的销售淡季，公司在2016年四季度销售收入创9个季度以来的最高水平。我们认为去年下半年以来基建投资和行业去产能对公司业绩提振远超市场预期。

图6：公司营业收入增长持续反转（单位：万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：公司净利润表现大幅好转（单位：万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

公司下游客户主要客户包括中国中铁下属各局、PCCP管道上市公司、中国水利水电下属工程局、中国路桥以及各大轨枕厂等基础交通领域和输配水领域的大型企业。经过20余年的经营积累，公司已经与众多大型基础设施建设企业以及上市公司建立了长期稳定的战略合作关系。

（二）公司预应力钢材制品技术优势明显，行业集中度有望提升

预应力钢材产品自上世纪50年代进入中国以来，经历了产品引进、消化吸收、自主创新等阶段。发展到今天，我国已经发展为预应力钢材产品产能和产量世界第一大国。目前，我国已形成了从上游钢厂生产原料（盘条）到中游金属制品企业生产预应力钢材和生产设备制造企业制造设备等完整的价值链体系。

根据可查数据，2010年，全球预应力钢材需求总量约为2,100万吨，其中国内市场预应力混凝土用钢材需要量约为700万吨左右。

图 8：预应力钢材制品产业链


资料来源：公司公告，民生证券研究院

预应力钢材制品下游较为广泛，涉及交通领域、能源行业、矿山支护、核电建设、民用建筑、特种结构和海洋工程等领域，与基础设施建设具有较大的相关性。已成为开发金属新材料、满足预应力混凝土工程应用需求的不可或缺的行业部类。

图 9：预应力钢材制品主要应用领域和应用工程

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	预应力钢筒混凝土管材(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、预应力混凝土输电塔
岩锚土固市场	矿山及煤矿井下巷道锚固支护工程

资料来源：公司公告，民生证券研究院

预应力钢材制品行业整体竞争格局较为分散。预应力钢材行业实行生产许可证制度，国家质量监督检验检疫总局及各省、自治区、直辖市的质量技术监督局，协调管理本行政区域的工业产品生产许可证授权发证。截止 2016 年 12 月 31 日，全国具有预应力混凝土钢材生产许可证的企业大概有 240 家。其中，以天津、江苏、浙江三省市的生产厂家最为集中，约占全国总数的 47%，但预应力钢材的产能普遍较小。

预应力钢材制品生产企业较多但总体良莠不齐。预应力钢材产品分多个种类，不同种类的预应力钢材产品对生产工艺和设备要求不一样，同类预应力钢材产品不同型号和不同强度对生产工艺和设备的要求也不尽相同。特殊规格和超高强度的预应力钢材产品对

生产技术和生产设备的要求较高，只有真正掌握预应力钢材生产核心技术的企业才可以生产。

表 2：公司为预应力钢材制品的重要标准制定者

标准名称	标准号	公司参与方式
预应力混凝土中强度钢丝	GB/T 30828-2014	主持起草
预应力混凝土用钢丝	GB/T 5223-2014	主持起草
预应力混凝土用钢绞线	GB/T 5224-2014	主持起草
预应力混凝土用钢棒	GB/T 5223.3-2005	参与起草
预应力钢筒混凝土管	GB/T 19685-2005	参与起草
混凝土制品用冷拔低碳钢丝	JC/T 540-2006	参与起草
环形混凝土电杆	GB/T 4623-2006	参与起草
预应力混凝土钢棒用热轧盘条	GB/T 24587-2009	参与起草
预应力混凝土钢材试验方法	GB/T 21839-2008	参与起草
预应力钢丝钢绞线用盘条	GB/T 24238-2009	参与起草
轧道板用钢筋		参与起草

资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司是预应力钢材制品行业标准的主要制定者和盘条材料研发重要推动者。公司深耕预应力钢材制品行业近四十年，在拉拔模具、拉拔工艺、炼钢轧钢和高碳钢盘条等方面具备相当的技术优势。盘条是预应力钢材制造的主要原材料。1992 年前，我国仅有天津钢铁厂和鞍钢能够少量生产预应力钢材用盘条。自 1998 年起，在中国钢结构协会预应力专业委员会和银龙有限等企业的推动下，沙钢、包钢、首钢、邢钢、天钢等多家钢铁企业相继开发出了各种规格、不同强度级别的预应力钢材系列专用盘条。其中邢钢和首钢还与银龙股份现主要技术人员合作研发生产出了大规格的Φ15mm，Φ16mm 等超高性能和微合金化盘条，达到国际一流水平。

公司是全球最大的预应力钢材制品生产企业。目前公司拥有五个生产基地，预应力钢材制品年产能达到 50 万吨，是中国铁路、公路、水利、民建及特种预应力混凝土结构用预应力钢材主流供应商，拥有十余个国际认证，出口 80 余个国家。

图 10：公司预应力钢材制品生产基地

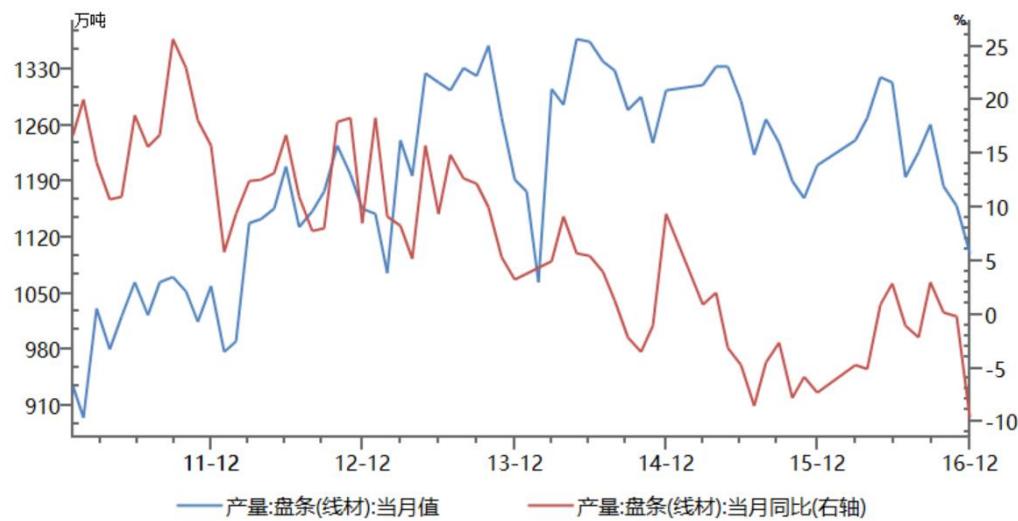


资料来源：公司官网，民生证券研究院

近年来，随着社会对建筑结构质量和对环境保护的重视以及国家“供给侧结构性改革”的推进，一些小规模、小作坊式的不具有预应力钢材生产研发能力的工厂势必会走向被兼并重组或被迫破产的境地，预应力钢材制品行业集中度提升空间巨大。

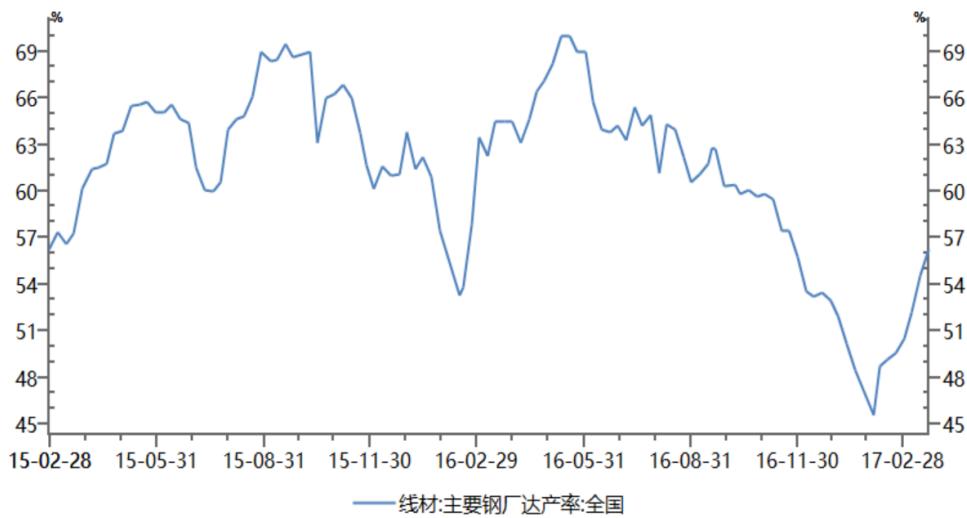
随着钢铁行业去产能的推进，我们观察到，2016 年下半年开始，全国盘条月产量持续去化。2016 年 5 月至 12 月期间，全国盘条月产量从 1321 万吨下降到 1100.80 万吨，产量去化较为明显。另一方面，全国主要钢厂线材达产率下降明显。

图 11：全国盘条月产量自 2016 年 5 月以来持续去化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：全国主要钢厂线材达产率下降明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

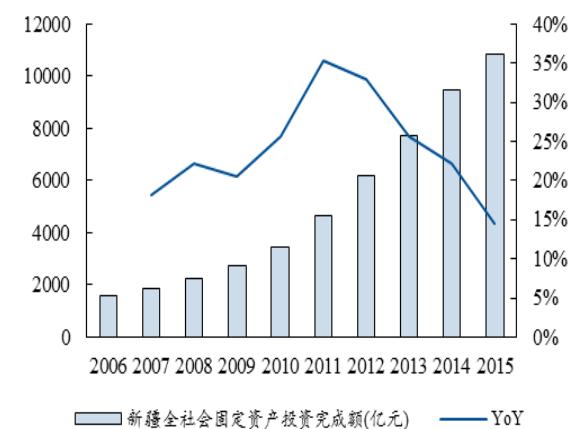
我们认为，银龙股份作为预应力钢材制品的龙头企业，具备深厚的技术和产能优势，随着行业去产能的推进，以及部分预应力钢材制品企业的转型或倒闭，公司行业集中度有望进一步提升，竞争格局有望得到改善。

(三) 有望受益于新疆、一带一路、雄安新区等基建需求拉动

根据新疆政府工作报告，2017 年全区计划完成全社会固定资产投资 1.5 万亿，同比增长 50%。新疆地处“丝绸之路经济带”的交通要塞，自从 15 年确立丝绸之路经济带核心区地位后，新疆积极推动区域性交通枢纽中心建设，确定建设优先推进项目 3.26 万亿，

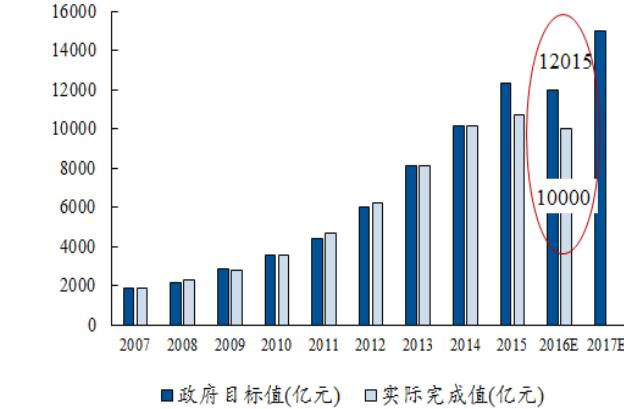
其中计划 16 年开工的项目达 1.2 万亿。16 年中巴经济走廊与国际货运的快速发展，新疆的区域地理优势逐步凸显。

图 13：新疆历年固定资产投资完成额（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：历年新疆政府全社会固定资产投资完成情况



资料来源：政府工作报告，民生证券研究院

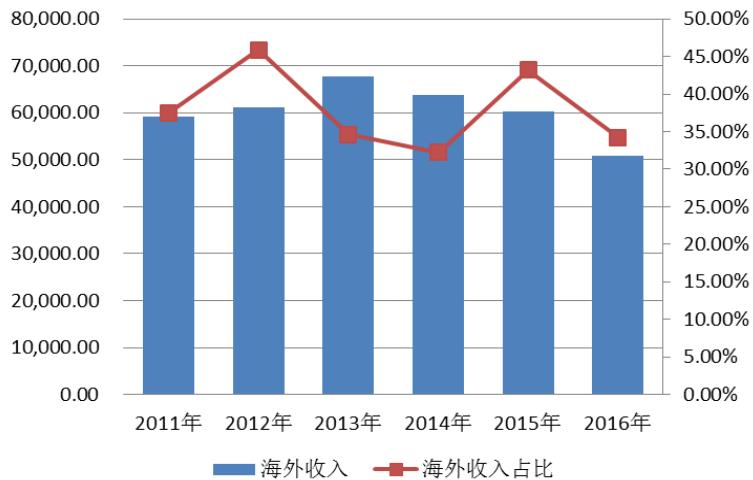
根据规划，新疆 2017 年全年力争完成公路建设投资 2000 亿元，铁路建设投资 347 亿元，机场建设投资 143.5 亿元，水利建设投资 360 亿元，电力工程“电化新疆”建设投资 1810 亿元以上。公路、铁路、水利建设、机场建设、电力工程均是预应力钢材制品的重要下游行业，有望为预应力钢材制品带来巨大增量市场。

公司 2015 年在新疆乌鲁木齐市投资设立了新疆银龙，主要面向中国西北市场以及中亚市场进行预应力钢材的研发、生产和销售。目前新疆银龙一期工程已经基本完成，产能 5 万吨，是目前新疆唯一的预应力钢材制品生产基地。我们看好新疆银龙的发展前景，有望持续受益于新疆基建需求拉动，并且有望辐射一带一路的巨大市场。

“一带一路”目前仍处于以投资为主的初期阶段，但从细分重点领域看，战略推进积极迅速。政策沟通方面，与 70 多个国家、地区和国际组织已完成战略对接，关注 2017 年 5 月国际合作高峰论坛；设施联通方面，交通、能源、通信三大领域均有各类投资项目逐步落地；贸易合作方面，2016 年“一带一路”沿线直接投资 145.3 亿美元，近 3 年来中国与沿线国家贸易额达 3.1 万亿美元，占对外贸易总额的 26%，双边贸易合作加快；资金融通方面，亚投行、丝路基金、金砖国家开发银行纷纷建立，开展投资项目。

出口业务是银龙股份重要的收入来源，总体收入占比稳定在三分之一以上。公司目前出口全球 80 多个国家和地区，2016 年在保持原有出口国家的基础上，公司成功开拓了新的目标出口市场。

图 15：公司海外收入 占总体收入比重超过三分之一（单位：万元）

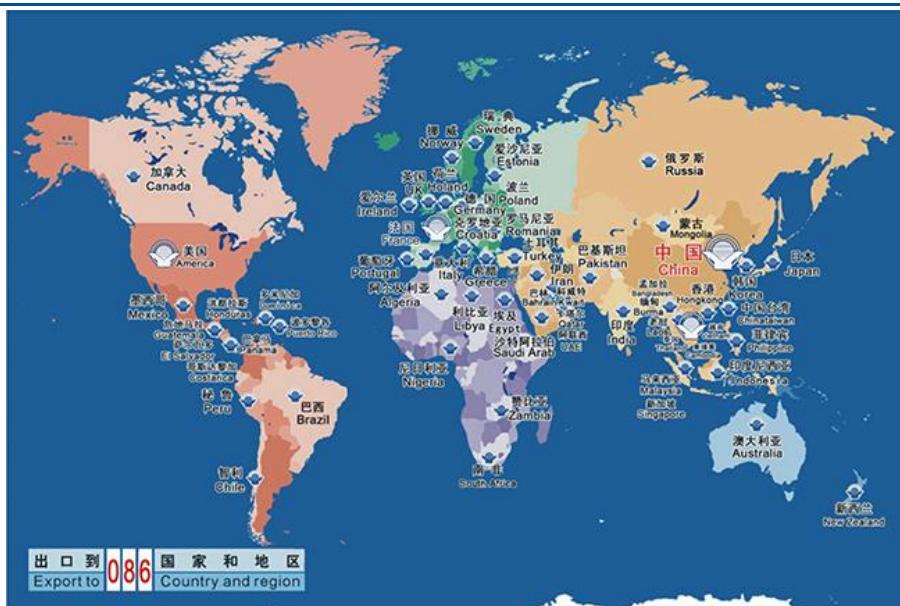


资料来源：Wind，民生证券研究院

银龙股份目前已经通过多国认证，包括挪威 Kontrollradet 认证、韩国 KS 认证、德国 DIBT 认证、马来西亚 IKRAM 认证、泰国认证、澳大利亚 ACRS 认证、日本 JIS 认证、印尼认证、以色列认证、俄罗斯 GOST 认证等。

公司产品成功应用于土耳其阿菲永到锡瓦斯铁路、沙特首都利雅得到麦加铁路、美国图森至诺佳丽斯铁路等铁路工程，埃及亚力山大港输水管道工程等水利工程，越南河内到老街高速公路、马来西亚 DUKE 高速公路、丹麦奥胡斯公路等公路工程，以及韩国仁川大桥、印尼马杜拉大桥、挪威奥斯陆桥梁等桥梁工程。

图 16: 银龙股份已出口至 86 个国家和地区



资料来源：公司官网，民生证券研究院

2017年“一带一路”战略将走向落地执行阶段，未来产能合作规划的出台以及17年5月高峰论坛的召开将带动新疆“一带一路”项目建设提速。伴随着中国“一带一路”战略提出的“基础设施互联互通是‘一带一路’建设的优先领域”规划的实施，将拉动和促进“一带一路”沿线几十个国家进行基础建设投资。基础设施建设领域的增加将会促进国际市场对预应力钢材的需求，有望提振公司出口业务增长。

图 17：雄安新区地理位置及主要规划



资料来源：新华网，民生证券研究院

2017年4月1日，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。这是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区。雄安新区规划范围涉及河北省雄县、容城、安新3县及周边部分区域，地处北京、天津、保定腹地，区位优势明显、交通便捷通畅、生态环境优良、资源环境承载能力较强，现有开发程度较低，发展空间充裕，具备高起点高标准开发建设的基本条件。

雄安新区规划建设以特定区域为起步区先行开发，起步区面积约100平方公里，中期发展区面积约200平方公里，远期控制区面积约2000平方公里。

随着雄安新区的设立和发展，未来有望构建快捷高效交通网、打造绿色交通体系，将带动对轨交、公路建设投资；建设优质公共设施及建设智慧城市将涉及到市政、水利工程的建设投资。随着新区建设的推进，大量优质企业的迁入，人口的涌入，将带动包括房地产、制造业等各行业的大量建设投资。潜在的基建需求有望为公司预应力钢材制品带来新的增量需求。

图 18：公司河间分公司及宝泽龙生产基地距雄安新区仅 50 公里



资料来源：新华网，民生证券研究院

公司河间分公司及宝泽龙募投项目距雄安新区仅 50 多公里，运输距离较短，具备较大竞争优势。

2016 年 12 月 21 日，银龙公司的全资子公司宝泽龙与河间市广生祥石材有限公司于河北省河间市签署了《企业厂房买卖合同》，宝泽龙购买了河间市广生祥石材有限公司位于河间市建设大街东侧齐会大街西侧的土地和厂房。其中，厂房建筑面积 8,504.5 平方米，土地面积 20,961.80 平方米。合同总金额 1,251.43 万元。

目前公司正积极推进宝泽龙公司的募投项目投资建设。随着新项目的逐步投产，新安装完毕的生产线预计将为公司 2017 年度贡献产量，增加公司收益。

二、高铁轨道板市场空间巨大，地铁轨道板积极布局

(一) 公司是 CRTS III 型轨道板的核心研发生产企业

CRTSIII 型无砟轨道板是我国自主研发、具有完全自主知识产权的一项重大科技成果，也是我国高速铁路无砟轨道技术实现国产化的重要标志。CRTS III 型先张法无砟轨道板是银龙股份预应力混凝土钢丝产品在下游高速铁路市场中的成功延伸应用。

公司是 CRTSIII 型先张法无砟轨道板和窖池式生产线主要研发单位，也是 CRSD2025 自动化轨道板生产线主要研发单位，是轨道板生产工厂 BIM 标杆单位。银龙股份在过去 20 年间，参与研发 YII-T、新 II (YII-F)、IIIa(TKGIII)、矮 II、矮 III 轨枕、提速枕 (含岔枕)；参与研发地铁枕 (板)；参与研发 CRTSII 单向先张、CRTSI 后张、CRTSIII 后张无砟轨道板及改进。

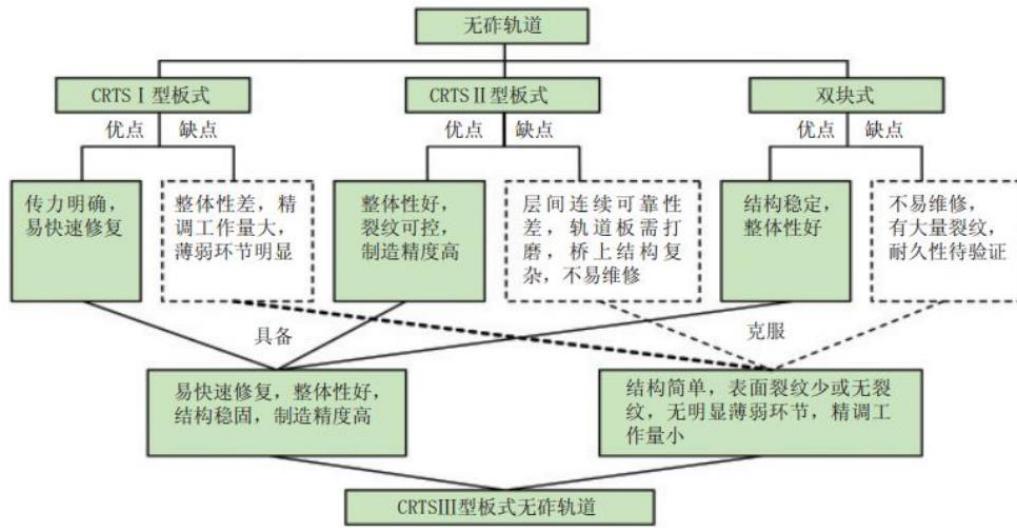
图 19: CRTS III 型(先张法)高速铁路轨道板(P5600)


资料来源：公司官网，民生证券研究院

早在 2006 年之前，原铁道部就联合国内铁道科研机构以及银龙股份在内的预应力材料企业开始了高速铁路无砟轨道系统的研究。通过引进、消化吸收国外先进的无砟轨道制造技术，我国先后自主研发出了 CRTS I 型、CRTS II 型、CRTS III 型无砟轨道系统，并实现了成功铺设。

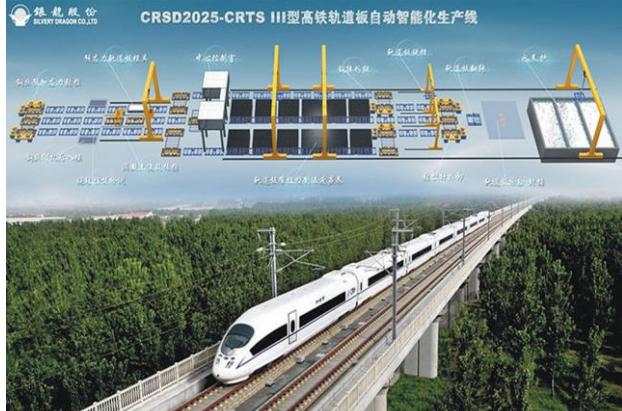
CRTS I 型板源自日本板式轨道，是单元板式，采用凸形挡台进行纵向限位；CRTS II 型板源自德国的博格板式无砟轨道，采用纵连钢筋把各个板纵连起来，和 I 型板相比，含有有挡肩的承轨台。

CRTS III 型无砟轨道系统在保留了 CRTS I 型、CRTS II 型无砟轨道系统技术特点的基础上，克服了其各自的缺点。

图 21: CRTS III 型轨道板与 I 型、II 型轨道板优缺点对比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

在 CRTS III 型无砟轨道系统应用开发前期，轨道板采用的是后张法工艺，为了进一步提高性能、解决延时断裂等问题，铁道科学研究院、中铁二十三局集团、银龙股份共同

图 20: CRSD2025 自动化轨道板生产线


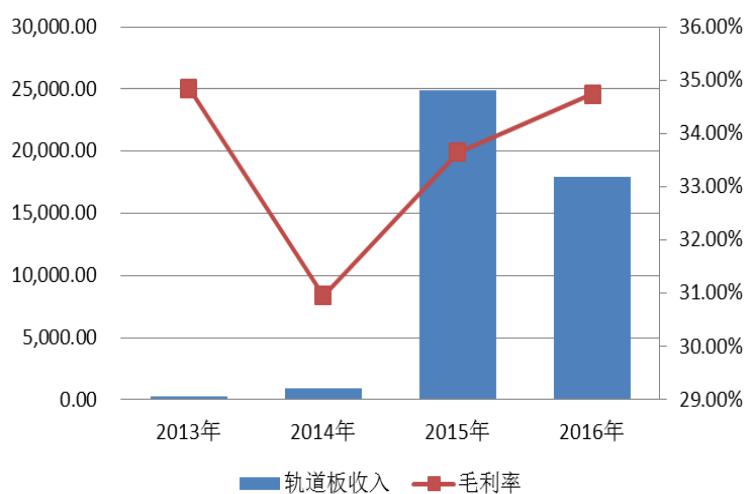
资料来源：公司官网，民生证券研究院

联合承担了原铁道部的科研任务，在总结国内外先张法预应力混凝土构件研究及应用情况的基础上，提出了先张法轨道板的总体设计思路和设计方案；进行了预应力钢筋的选型，研究了传递长度并防止端部劈裂的技术措施；探索了双向先张法轨道板的制造装备和工艺；并且完成了先张法轨道板的初步设计和试制，形成了成熟的技术方案。

（二）高铁轨道板业务稳步开拓，市场空间巨大

随着 2015 年郑徐高铁轨道板的大批量供应，公司轨道板业务开始放量，当年实现轨道板收入 2.49 亿元。2016 年由于项目周期和经营模式的改变，公司轨道板业务出现一定下滑，实现收入 1.79 亿元。

图 22：公司轨道板业务 2015 年开始放量（单位：万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2015 年公司以“销售轨道板”方式参与“郑徐高铁”项目，即公司为轨道板物资供应商；2016 年公司以“提供劳务”和“租赁轨道板生产设备”的方式参与“京沈高铁”项目，即公司为轨道板劳务和生产设备租赁供应商。两种方式最大的差别在于轨道板生产所用的物资材料由 2015 年由公司采购并投入生产，2016 年转变为由业主直接采购，轨道板产业销售收入和成本下降的主要原因即为物资材料部分不再产生收入及成本。

CRTS III 型先张法无砟轨道板已经进入大规模推广阶段。2012 年 12 月 27 日，CRTS III 型先张法无砟轨道板率先在西宝（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，已开始大规模推广应用。

目前银龙股份已经建立 4 个高铁轨道板生产基地，高铁轨道板业务布局逐步推进，目前华东、华南、华中、东北地区均有所突破。

1、为了开拓广东省及其周边轨枕、轨道板市场，增强公司在南方区域市场的影响力，公司分两期受让香港恒天投资有限公司持有的安捷铁路轨枕（清远）有限公司 35% 的股权。

2、为了承接北京至沈阳高速铁路先张无砟轨道板的预制工作，银龙轨道于辽宁省朝阳市建平县设立了建平县奕龙劳务派遣有限公司。

3、为了开拓华东、华中地区的轨枕和轨道板市场，银龙轨道与其他公司于合肥市合资成立了中铁银龙轨道有限公司，注册资本 5000 万元人民币，银龙轨道出资占比 51%。

4、上铁芜湖现有轨道板产能不能满足目标高铁线路建设对高铁轨道板的需求，为此，上铁芜湖计划新投资建设新的轨道板生产线。上铁芜湖各股东方维持原出资比例增加投资，银龙轨道增加投资 1,500 万元。

图 23：公司高铁轨道板生产基地



资料来源：公司官网，民生证券研究院

根据《中长期铁路网规划 2016-2025》，到 2020 年我国铁路网规模目标达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里；到 2025 年，我国铁路网规模目标达到 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里。

根据规划“十三五”期间我国预计高铁新增里程 1.1 万公里，按照每年新增高铁里程 2000 公里，高铁轨道板每公里造价 160 万元计算，每年 CRTS III 型高铁轨道板市场空间约 32 亿元。

图 24：中长期高速铁路网规划图，“八纵八横”主通道



资料来源：发改委，民生证券研究院

此外，公司研发成功 CRSD-2025 轨道板自动化生产线，目前已经中标上铁芜湖公司轨道板生产线采购招标工程，未来公司将以交钥匙工程方式承揽智能化轨道板生产设备的有关业务。

为实现高速铁路轨道板的生产可追溯及过程可控制，公司根据中国铁路总公司工程管理中心及《高速铁路 CRTS III型板式无砟轨道先张法预应力混凝土轨道板暂行技术条件》(TJ/GW118-2013)的要求，成功开发《CRTS III型板生产信息化管理系统》，实现了轨道板生产的全过程标准化、信息化管理，目前该系统已经成功应用于京沈高铁、南昌至赣州铁路客运专线、商合杭铁路、郑万铁路等铁路路线。未来公司将按照铁路总公司的设计规划，在全国铁路线路建设当中推广使用该信息化管理系统。

（三）看好公司地铁轨道板业务开拓

2016 年，银龙股份轨道板业务开始向地铁领域延伸。公司最新研发的减振降噪、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，代替现有地铁道床现浇混凝土式工艺，首个试验段即将铺设于天津地铁 5 号线、6 号线和乌鲁木齐地铁 1 号线，标志着银龙轨道板向地铁交通领域的延伸。

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。

与传统地铁轨道相比，地铁无砟轨道板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。

图 24：地铁无砟轨道板出模



资料来源：搜狐，民生证券研究院

根据中国城市轨道交通协会的数据，截止 2016 年 2 月，44 个城市在建线路总规模 4448 公里，可研批复投资累计 2.63 万亿元。由于目前各城市规划多数在“十三五”期间开工，我们预计到 2020 年城市轨道交通新建成运营线路将超过 3000 公里，十三五期间新增投资将超过 2 万亿元。

与传统印象不同的是，地铁无砟轨道板普通路段每公里造价一般在 220 万元到 300 万元，减震降噪路段造价更高，价值量超过高铁轨道板。按照“十三五”期间地铁平均每年新增里程 600 公里计算，地铁无砟轨道板理论上市场空间超过 15 亿元。

为了拓展公司在城市轨道交通的相关业务，推广公司新研发的城市地铁用轨道板，公司控股子公司银龙轨道认缴出资 550 万元收购了杭州唐普徕实业有限公司 55% 的股权。随着天津地铁 5 号线、6 号线和乌鲁木齐地铁 1 号线等地铁项目落地，公司有望将高铁轨道板的成功经验复制到地铁领域，我们看好公司地铁轨道板业务开拓。

三、携手邯钢集团进军重轨市场，有望打破现有市场格局

2017 年 2 月，公司发布公告表示拟通过控股子公司河间市银龙轨道有限公司出资 10,000 万元新设成立全资子公司——邯钢银龙轨道科技有限公司，主要从事邯郸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。

公司根据自身掌握的金属材料相关技术，与大专院校联合开发合作，成功研发并试制成功了贝氏体钢轨。由此掌握了贝氏体钢轨的相关生产制造技术和金属成份关键数据。邯郸钢铁集团有限责任公司拥有先进的钢轨生产制造设备，结合公司在金属冶炼方面多年的经验，有助于提高高端钢轨的生产水平。

设立邯钢银龙代理邯郸钢铁集团有限责任公司的贝氏体钢轨及普通钢轨国内外销售业务，将有利于发挥公司掌握的相关生产制造技术，有利于发挥邯钢集团先进的生产设

备生产制造优势，实现优势互补、强强联合的合作模式。

图 25：邯钢集团重轨生产线



资料来源：邯钢集团，民生证券研究院

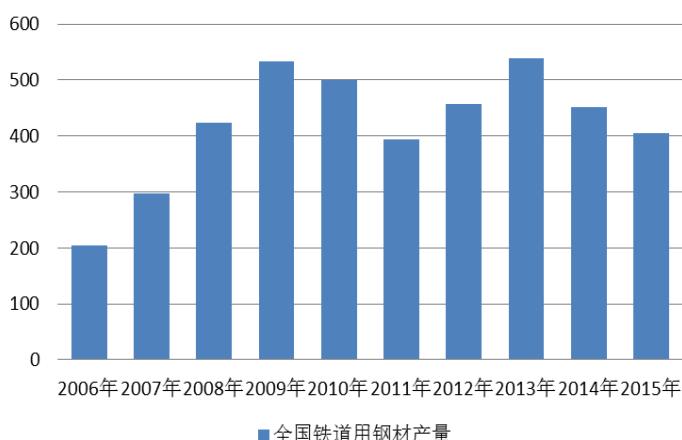
图 26：邯钢集团重轨产品



资料来源：邯钢集团，民生证券研究院

目前全国每年铁道钢材年产量稳定在 400 万吨以上，铁路钢轨对材料和性能要求较高，售价也远高于普通钢材，目前全国每年钢轨市场空间在 200 亿元到 300 亿元。

图 27：全国铁道用钢材年产量稳定在 400 万吨以上（单位：万吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

钢轨分重轨和轻轨两种，每米质量大于 30 公斤的钢轨属于重轨。百米重轨即单根轧制长度达 100 米的重轨，是重载铁路或客运专线的指定用钢轨。此前，国内只有鞍钢、包钢、攀钢和武钢 4 家企业能够生产，国内钢轨市场也基本由上述四家企业占据。

邯钢集团成为国内第五家重轨生产企业。河钢邯钢在 2009 年钢轨生产线筹建之初，就开始钢轨产品的技术储备工作，通过近年来不断努力，邯钢集团建成了年生产能力 138 万吨的重轨生产线，迅速成为国内第 5 家具备重轨生产能力的企业。

图 28: 2010 年主要钢轨生产企业产能情况 (单位: 万吨)

企业名称	重轨产能	备注
攀钢	120	2010年扩能改造后,产能由110万吨提升到120万吨,百米长定尺钢轨年生产能力将达80万吨。
鞍钢	78	
包钢	150	两条线,一条90,一条60,两条线均可供铁道部。
武钢	84	
合计	432	

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2016 年四季度, 邯钢 U71Mn 热轧普速、U71Mn 热轧高速、U75V 热轧普速、U75V 热轧高速四种钢轨产品正式通过中铁检验认证中心(CRCC)铁路产品认证, 取得了 CRCC 认证试用证书。

我们看好银龙股份与邯钢集团在钢轨市场的业务协同。未来有望借助银龙股份在国内国外铁路系统的竞争优势和邯钢集团先进的钢轨生产设备, 以及公司与高等院校针对钢轨产品的研究成果, 实现钢轨业务优势互补、强强联合。

四、盈利预测

不考虑未来并购因素, 我们预计公司 2017 年到 2019 年 EPS 分别为 0.49 元、0.59 元、0.71 元, 对应 PE 分别为 32 倍、27 倍、22 倍, 维持“强烈推荐”评级。

五、风险提示

基建投资不及预期, 铁路建设进度不及预期, 原材料价格剧烈波动。

插图目录

图 1: 公司股权结构及主要子公司情况.....	3
图 2: 2016 年公司主营业务构成 (单位: 万元)	4
图 3: 公司近年产品结构变化 (单位: 万元)	4
图 4: 公司营收、净利润总体稳定增长 (单位: 万元)	4
图 5: 公司产品毛利率稳步提升 (单位: %)	4
图 6: 公司营业收入增长持续反转 (单位: 万元)	5
图 7: 公司净利润表现大幅好转 (单位: 万元)	5
图 8: 预应力钢材制品产业链.....	6
图 9: 预应力钢材制品主要应用领域和应用工程.....	6
图 10: 公司预应力钢材制品生产基地.....	8
图 11: 全国盘条月产量自 2016 年 5 月以来持续去化.....	9
图 12: 全国主要钢厂线材达产率下降明显.....	9
图 13: 新疆历年固定资产投资完成额 (单位: 亿元)	10
图 14: 历年新疆政府全社会固定资产投资完成情况.....	10
图 15: 公司海外收入 占总体收入比重超过三分之一 (单位: 万元)	11
图 16: 银龙股份已出口至 86 个国家和地区	11
图 17: 雄安新区地理位置及主要规划	12
图 18: 公司河间分公司及宝泽龙生产基地距雄安新区仅 50 公里	13
图 19: CRTS III 型 (先张法) 高速铁路轨道板 (P5600)	14
图 20: CRSD2025 自动化轨道板生产线	14
图 21: CRTS III 型轨道板与 I 型、II 型轨道板优缺点对比	14
图 22: 公司轨道板业务 2015 年开始放量	15
图 23: 公司高铁轨道板生产基地.....	16
图 24: 中长期高速铁路网规划图, “八纵八横” 主通道	17
图 24: 地铁无砟轨道板出模	18
图 25: 邯钢集团重轨生产线.....	19
图 26: 邯钢集团重轨产品.....	19
图 27: 全国铁道用钢材年产量稳定在 400 万吨以上 (单位: 万吨)	19
图 28: 2010 年主要钢轨生产企业产能情况 (单位: 万吨)	20

表格目录

表 1: 银龙股份盈利预测与财务指标.....	1
表 2: 公司为预应力钢材制品的重要标准制定者	7

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	1,484	1,947	2,342	2,795
减：营业成本	1,134	1,479	1,782	2,119
营业税金及附加	10	13	16	19
销售费用	73	96	115	137
管理费用	97	127	153	182
财务费用	(19)	(9)	(9)	(10)
资产减值损失	13	13	13	13
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	177	229	273	335
加：营业外收支净额	4	9	9	9
三、利润总额	181	238	283	344
减：所得税费用	34	36	42	52
四、净利润	148	202	240	293
归属于母公司的利润	145	198	235	286
五、基本每股收益 (元)	0.36	0.49	0.59	0.71

主要财务指标

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
EV/EBITDA	23.05	23.48	19.81	16.66
成长能力:				
营业收入同比	6.27%	31.17%	20.31%	19.35%
营业利润同比	14.2%	34.8%	19.5%	22.5%
净利润同比	8.9%	37.0%	18.7%	21.8%
营运能力:				
应收账款周转率	2.02	2.09	2.18	2.12
存货周转率	5.55	6.32	6.06	6.34
总资产周转率	0.88	1.04	1.10	1.17
盈利能力与收益质量:				
毛利率	23.6%	24.0%	23.9%	24.2%
净利率	10.0%	10.4%	10.3%	10.5%
总资产净利率 ROA	10.2%	12.6%	13.1%	14.2%
净资产收益率 ROE	9.1%	11.1%	11.8%	12.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	15.96	18.94	16.01	18.28
资产负债率	4.6%	4.1%	5.1%	4.6%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标:				
每股收益	0.36	0.49	0.59	0.71
每股经营现金流量	(0.24)	0.01	0.07	0.06
每股净资产	3.98	4.44	4.98	5.64

资料来源：公司公告，民生证券研究院

资产负债表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	151	454	421	467
应收票据	54	30	32	38
应收账款	680	762	821	953
预付账款	82	60	111	93
其他应收款	10	11	15	16
存货	204	234	449	542
其他流动资产	57	57	57	57
流动资产合计	1,239	1,609	1,906	2,166
长期股权投资	38	38	38	38
固定资产	256	255	242	145
在建工程	14	0	0	0
无形资产	73	73	73	73
其他非流动资产	19	19	19	19
非流动资产合计	445	422	401	388
资产总计	1,683	2,031	2,307	2,554
短期借款	0	162	185	159
应付票据	0	0	0	0
应付账款	63	63	89	92
预收账款	10	9	14	14
其他应付款	4	4	4	4
应交税费	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	78	238	292	269
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	78	238	292	269
股本	400	400	400	400
资本公积	672	672	672	672
留存收益	522	705	921	1,185
少数股东权益	12	17	22	29
所有者权益合计	1,606	1,793	2,015	2,285
负债和股东权益合计	1,683	2,031	2,307	2,554
现金流量表				
经营活动现金流量	(97)	142	243	143
投资活动现金流量	(135)	(62)	(53)	87
筹资活动现金流量	(65)	(21)	173	97
现金及等价物净增加	(296)	59	363	327

分析师和研究助理简介

朱金岩，机械行业分析师，北京大学软件工程硕士，四年从业经验，主要覆盖智能装备、铁路装备、仪器仪表、农业机械等细分行业，2012年加入民生证券。

刘振宇，大机械组组长，机械行业专家，北京科技大学材料学本科及硕士，本科学习金属材料学，研究生开发杂质电流数据采集系统。在中国冶金科工集团从事投资管理五年，在北京市规划委系统从事项目管理两年，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

李勇鹏，机械行业专家，工程师，北京理工大学力学系本科及硕士，航空航天领域从业7年。先后在中航工业沈飞民机、中国运载火箭技术研究院从事民用飞机设计、航天运输系统领域战略规划、运载火箭总体论证及技术研究、空间机器人、农业机器人等领域研究，对航空、航天及相关装备制造行业技术趋势、政策方向及行业情况具有深入了解。2015年加入民生证券。

樊艳阳，机械行业研究助理，中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。