

公司调研报告

机械行业

铁路机械

北方创业（600976）
中性

（首次评级）

2009年3月13日

多元化确保平稳增长，重大重组短期难实现

机械行业小组：李筱筠 余爱斌

事项：

近日我们走访了北方创业，与管理层深入交流了公司铁路车辆、军品结构件和汽车曲轴业务的经营情况。调研中我们了解到今年铁路车辆订单全面延后形势不容乐观，但军品业务因国庆阅兵有所增加，将会平滑民品下滑的不利影响。此外，我们还了解到公司资产重组不确定性较大，近期重大重组可能性较小。

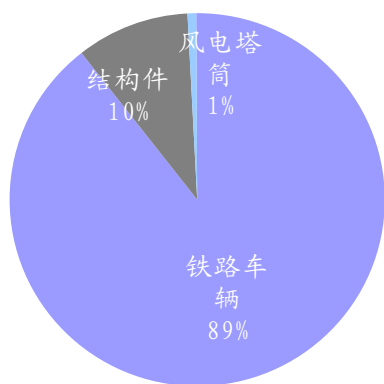
评论：

■ 重组与增发陆续装入军品资产，公司主业趋于多元化

北方创业大股东为兵器集团的全资子公司内蒙古一机集团，公司在07年资产置换以及08年增发中，置出原有的专用汽车及采矿机械业务，陆续装入军品和汽车的结构件和锻件资产。

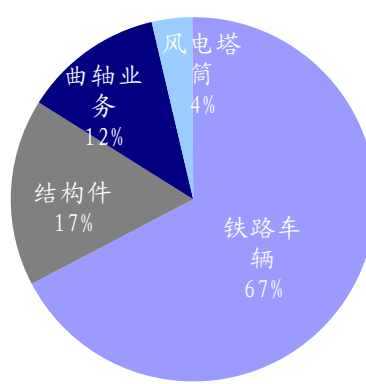
目前北方创业主业分为四大块：铁路车辆及配件、军品和汽车结构件、军品和汽车锻件、风电转塔。预计四大业务09年主营收入分别为67%、17%、12%及4%。其中军品业务占20%左右，公司业务趋于多元化，军品资产的注入增强了公司的抗风险和抗周期的能力。

图 1： 2008 年中期主营收入结构



资料来源：公司公告，国信证券研究所

图 2： 2009 年预测主营收入结构

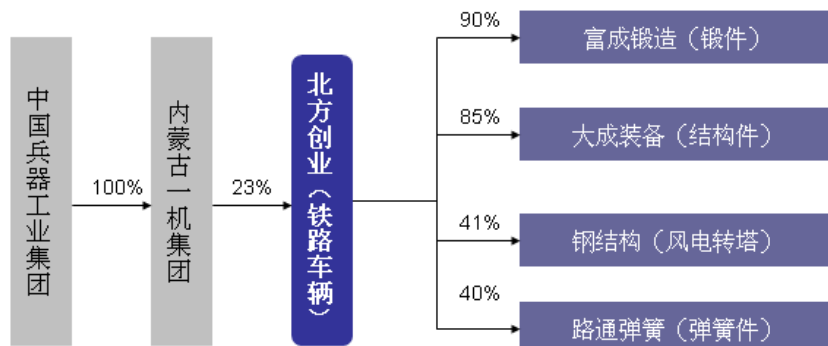


资料来源：国信证券研究所

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

图 3：北方创业股权结构



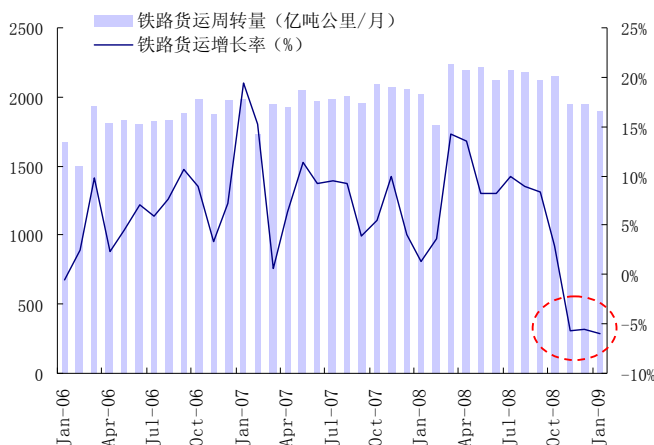
资料来源：国信证券研究所

■ 铁路车辆订单全面延后，去年剩余订单支撑 09 年上半年业绩

公司 2008 年铁路车辆及配件销售收入超过 13 亿元创下历史新高，同比增长 20%；出口比重约为 12%，主要销往苏丹和古巴。整车车辆销售量为 2600-2700 台，涵盖 12 种国内车型和 7 种出口车型，主要车型为 C80B、C70、GQ70、GF70、KM70 等敞车、罐车。

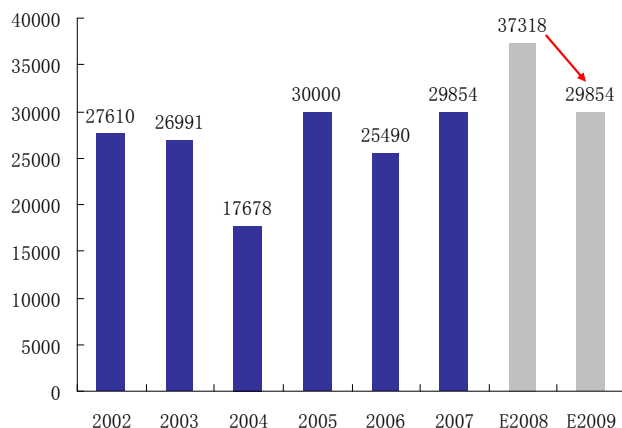
2009 年公司面临的形势相当严峻。受当前经济形势影响铁路运力过剩情况非常严重，1 月份我国铁路货运周转率同比下降 5%，货运量同比下滑 7%，线上车辆空驶率增多。据了解目前铁道部为节省运营成本已封存了 3 万辆机车和货车，不论是国铁车还是自备车今年的订货形势都非常不乐观。由于线上空车增多，铁道部要求各自备车企业租车，进一步压缩企业自备车订货。

图 4：铁路月度货运周转量及同比增长率



资料来源：铁道部，国信证券研究所

图 5：国家铁路货车购置量（辆）



资料来源：铁道部，国信证券研究所

今年国铁货车新车订单全面延后。往年国铁车的订货会在元旦前举行，订货会上确定次年新车全部订单。截止到目前仍没有 09 年订货会的消息，预计订货会将推迟到二季度，全行业上半年生产将主要依靠少量自备车订单和 08 年未完

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

成的订单。国铁车原计划 09 年订单为 3 万辆,但就目前形势看我们认为订单将会价量齐跌,预计全年订单量将回落 20%,价格也将因原材料下跌从高点下滑 10%,09 年全行业销售额将下降 20%以上。预计 2010 年随着经济回暖以及新开通线路不断增加,我国的货车车辆的需求又将迎来新一轮增长。

北方创业 09 年并非颗粒无收,情况要略好于行业整体水平。公司除了去年 800 辆客户要求延期交货的订单,还有今年签的中石油和中石化约 600 辆自备车,1400 辆订单完全可以支撑 09 年上半年的业绩。预计全年货车销售量略微下降为 2500 辆,销售收入为 12 亿元;由于钢价持续低迷,09 年成本压力要好于 08 年上半年,毛利与 07 年基本持平。

■ 大成装备受益国庆阅兵,关联交易有望为业绩恒温

大股东一机集团为兵器集团主战坦克和战车生产基地,主要生产 59 式、88 式、96 式、99 式坦克。大成装备(三公司)于 2008 年置换进北方创业,主要生产坦克和装甲车主结构件。坦克和装甲车系陆战武器,由于我国国防将由“消极防御”向“积极防御”转变,未来武器需求主要向海、空、天方向发展,因此陆战装备每年的需求将维持稳定。

08 年一机集团军品销售收入约 20 亿元,大成装备为 2 亿元左右。由于 60 年国庆阅兵中将展示已列装部队主战坦克中最先进的 99 式坦克,每辆坦克造价不低于 1300 万元,预计阅兵编队为 100 辆左右。因此今年一机集团军品收入将异于常年,预计可达到 30 亿元,大成装备 09 年销售收入也有望达到 3 亿元,同比增长 50%,但 09 年后需求仍将恢复到原有 2 亿元的水平。

由于军品的定价在批产之后不再改变,近期原材料价格低位运行将大大减轻成本压力,一机集团军品毛利率将有很大提升。对于大成装备而言,由于其上下游皆为集团公司,因此其利润空间、甚至销售收入皆可由集团通过关联交易来决定。在当前民品业务增长困难的情况下,军品业务可能对公司 09 年稳定业绩有所贡献。

图 6: 我国 99 式主战坦克编队



资料来源:公开资料,国信证券研究所

■ 富成锻造增长需靠汽车曲轴,新设备折旧费用较大

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

公司 08 年增发筹集 3.13 亿资金，收购了大股东二公司 1.8 万吨产能的锻造资产，并投资 2.87 亿元新建产能为 3.6 万吨，锻件 30 万件的锻造生产线。项目建成后新旧厂房将同时使用，新设备用于大批量生产汽车曲轴锻件，旧设备则依然用来生产多品种小批量的军品锻件。

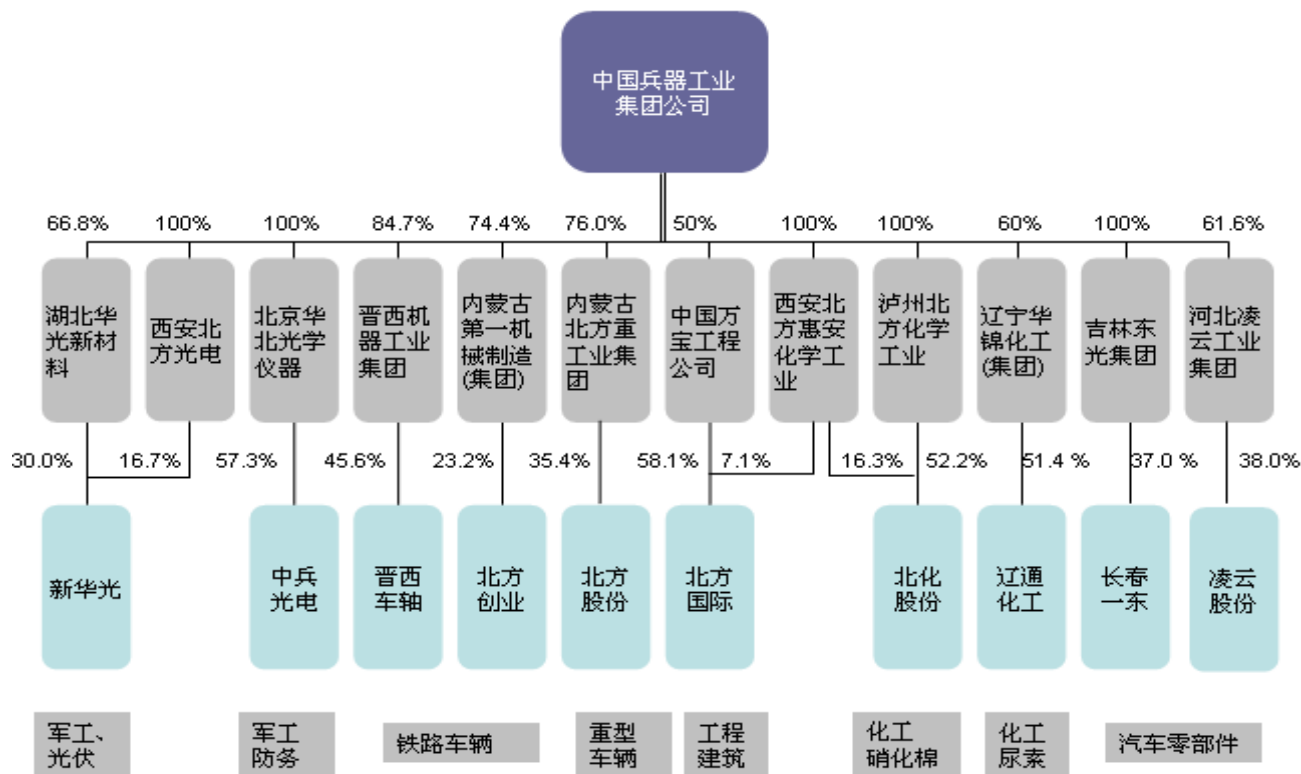
富成锻造原有资产年销售收入超 2 亿元，主营利润 3000 万元，净利润 1000 万元，而未来业绩的增长将主要依靠重型汽车发动机曲轴和汽车前杠产品的市场开拓，下游客户主要是北方奔驰、济南重汽、潍柴动力等重型汽车和柴油发动机制造商。

受经济下行导致的公路运力过剩影响，重型汽车销售量大幅下挫，08 年 4 季度降幅甚至高达 50%，带累了汽车曲轴和前杠的需求。我们预计公司 09 年的业绩将与去年持平，维持在 2-3 亿的水平；由于新设备目前已开始投入使用并分 8 年计提折旧，每年折旧为 2000 多万，新增的折旧将消减原有的利润。随着 2010 年经济回暖和重卡销量回升，新设备有望发挥其节能降耗高效的经济效益，公司盈利情况将得以扭转。

■ 近期重大资产重组可能性不大，09 年或将收购集团小规模优质资产

中国兵器工业集团 2008 年实现主营业务收入 1450 亿元、同比增长 10.7%，实现利润 45 亿元、同比增长 15.4%。2009 年兵工集团频频整合，北方创业作为兵工集团的上市平台之一，其重组的可能性颇受瞩目。北方创业的重组一直都有各种提法，一种情况认为隶属于兵工集团的北方创业与晋西车轴合并，另一种提法是将一机集团的北方奔驰汽车的资产注入到上市公司。

图 7： 中国兵器工业集团十大上市公司



资料来源：铁道部，国信证券研究所

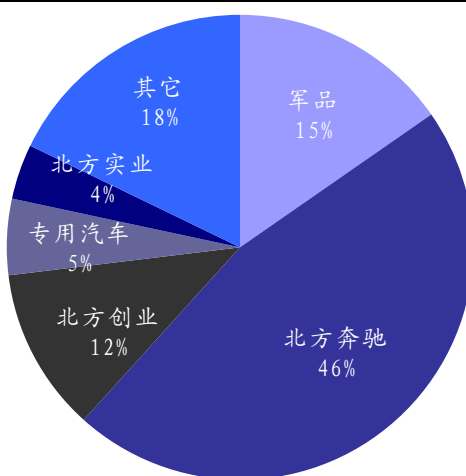
本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

但是我们认为上述两种情况在近期不太容易实现：第一种情况，北方创业和晋西车轴都是大股东唯一的上市平台，大股东分别是一机集团和晋机集团，兵器集团不会白白将任何一个壳浪费掉，如果两个铁路车辆公司合二为一，两大集团会有一揽子的重组动作来保壳，年内恐怕难以讨论出结果；第二种情况，在 09 年亦不可能实现，因为从重卡的销售情况来看 09 年北方奔驰亏损已成定局，因此不可能在今年注入到上市公司。

北方创业大股东一机集团 08 年营业收入 134 亿元，同比增长 30.5%；全年实现利润 6100 万元，同比增长 16%；09 年总体经营目标是主营业务收入实现 139 亿元以上，同比增长 25%，全年利润实现 7200 万元以上。一机集团拥有资产主要有北方奔驰、专用汽车、军品等，此外还有石油机械（抽油杆）等年收入在 1-2 亿元的优质资产。

图 8： 2008 年内蒙古一机集团主营收入构成



资料来源：铁道部，国信证券研究所

我们认为 09 年公司不会有大动作的资产注入，但是有可能会考虑收购集团小规模的优质资产。在北方创业对集团所做 09 年的业绩保证中提到“加快资本运作，推动公司实现跨越发展。充分发挥上市公司优势，利用兼并、收购等方式，吸收外部资源，为公司可持续发展寻求资本支持。”因此，公司很有可能通过收购小规模的优质资产来增厚业绩。

■ 盈利预测

业绩预测假设：

1. 铁路车辆与配件：09 年销售量下滑 5%，均价下降 7%；2010 年销量同比上涨 10%，均价上涨 5%。08-10 年毛利率受铁道部调价以及原材料价格影响，先升后降。
2. 大成装备：09 年军品收入因国庆阅兵增长 50%，但 2010 年将回复到原有水平；09 年受原材料价格下跌影响，毛利率小幅上涨。
3. 曲轴业务：09 年销售收入与 08 年持平，2010 年汽车发动机曲轴需求有所回暖，同比上涨 20%；随着新设备开工率的上升，毛利率有较大提升。
4. 风电塔筒：风电塔筒业务 09-10 年每年递增 2000 万元；毛利率基本持平。

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

表 1: 主营业务收入与毛利率预测

主营业务收入 (万元)	2007	E2008	E2009	E2010
铁路车辆	110,671	135,328	119,562	138,094
结构件	—	20,000	30,000	20,000
锻件	—	—	24,000	30,000
风电塔筒	2,673	4,000	6,000	8,000
收入总计	113,343	159,328	179,562	196,094

毛利率 (%)	2007	E2008	E2009	E2010
铁路车辆	9.2%	10.6%	9.5%	9.2%
结构件	—	11.0%	12.0%	11.0%
锻件	—	—	15.0%	20.0%
风电塔筒	—	20.0%	20.0%	20.0%
综合	9.0%	10.9%	11.0%	11.5%

资料来源: 国信证券研究所

表 2: 盈利预测表 (单位: 百万元)

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1698	1593	1796	1961
营业成本	1565	1457	1643	1786
营业税金及附加	3	3	3	4
销售费用	32	30	34	37
管理费用	64	64	72	78
财务费用	11	9	8	8
营业利润	22	30	34	47
营业外净收支	2	2	2	2
利润总额	24	32	36	49
所得税费用	1	3	4	7
少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(5)
归属于母公司净利润	25	32	35	47
总股本 (百万股)	130	172	172	172
每股收益 (摊薄)	0.19	0.19	0.21	0.27

资料来源: 国信证券研究所

■ 首次评级为中性

我们预计 08-10 年 EPS (摊薄后) 为 0.19、0.21 和 0.27 元, 当前股价对应市盈率分别为 50 倍、46 倍、34 倍。鉴于资产重组不确定性大, 预计短期启动可能性不大, 当前股票估值偏高, 因此给予中性投资评级。

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

财务预测表:

资产负债表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	188	371	247	428	营业收入	1698	1593	1796	1961
应收款项	167	218	394	269	营业成本	1565	1457	1643	1786
存货净额	257	272	306	333	营业税金及附加	3	3	3	4
其他流动资产	81	76	86	93	销售费用	32	30	34	37
流动资产合计	693	938	1033	1123	管理费用	64	64	72	78
固定资产	673	704	703	698	财务费用	11	9	8	8
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	1	1	1	1
投资性房地产	6	6	6	6	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	3	3	3	3	其他收入	0	(0)	0	0
资产总计	1375	1651	1745	1831	营业利润	22	30	34	47
短期借款及交易性金融负债	100	100	100	100	营业外净收支	2	2	2	2
应付款项	537	492	554	602	利润总额	24	32	36	49
其他流动负债	85	78	88	95	所得税费用	1	3	4	7
流动负债合计	721	670	742	797	少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(5)
长期借款及应付债券	110	110	110	110	归属于母公司净利润	25	32	35	47
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	110	110	110	110	现金流量表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
负债合计	831	781	852	908	净利润	25	32	35	47
少数股东权益	35	33	31	29	资产减值准备	0	(2)	0	0
股东权益	508	837	862	894	折旧摊销	21	40	48	53
负债和股东权益总计	1375	1651	1745	1831	公允价值变动损失	2	2	2	2
					财务费用	11	9	8	8
关键财务与估值指标	2007	2008E	2009E	2010E	营运资本变动	221	(114)	(148)	146
每股收益	0.19	0.19	0.21	0.27	其它	(2)	0	(2)	(3)
每股红利	0.09	0.06	0.06	0.08	经营活动现金流	267	(42)	(64)	245
每股净资产	3.91	4.86	5.00	5.19	资本开支	(239)	(70)	(50)	(50)
ROIC	4%	4%	4%	5%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	5%	4%	4%	5%	投资活动现金流	(235)	(70)	(50)	(50)
毛利率	8%	9%	8%	9%	权益性融资	7	306	0	0
EBIT Margin	2%	2%	2%	3%	负债净变化	30	0	0	0
EBITDA Margin	3%	5%	5%	6%	支付股利、利息	(12)	(10)	(11)	(14)
收入增长	36%	-6%	13%	9%	其它融资现金流	(98)	0	0	0
净利润增长率	148%	28%	9%	32%	融资活动现金流	(55)	296	(11)	(14)
资产负债率	63%	49%	51%	51%	现金净变动	(23)	184	(125)	181
息率	1.0%	0.8%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	211	188	371	247
P/E	48.6	50.2	45.9	34.8	货币资金的期末余额	188	371	247	428
P/B	2.4	1.9	1.9	1.8	企业自由现金流	36	(109)	(111)	197
EV/EBITDA	37.8	30.3	27.0	23.2	权益自由现金流	(32)	(117)	(119)	190

资料来源：公司资料和国信证券预测

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上