

货车业务复苏，未来需求或可放量

——2010 年报点评

北方创业

600967

事件

公司 2010 年内实现营业收入共计 28.91 亿元，同比增长 20.31%；其中营业利润 0.8 亿元，同比增长 60%；全年实现归属母公司所有者净利润 0.57 亿元，同比增长 28.79%。每股收益为 0.33 元，2009 年同期为 0.26 元。分红预案为每 10 股派 2 元（含税）。

评述

公司业绩的增长主要受益于，全国范围内对于铁路货运车辆需求的复苏。2010 年全国新增和更新换代铁路货车共计 4 万辆左右，同比增长 101%。铁路货运车辆作为公司的支柱业务，报告期内为公司贡献营业收入 17.87 亿元，占比 61.79%。同时精密曲轴锻件、车辆弹簧和结构件业务保持平稳增长，分别同比增长 16.96%、54.56% 和 30.42%。

铁路货车业务为公司业绩支柱。公司所生产铁路货车主要为敞车和罐车，其中罐车由于生产流程较为繁琐，具有较高附加值。下游需求主要分为铁道部用车和主要企事业单位自备车。同类车型中企业自备车毛利高于铁道部用车 3-5 个百分点。公司全年共销售铁路货车 3533 辆，其中下游需求各占一半。报告期内公司铁路货车业务收入同比增长 13.54%。一方面，受益于下游需求的增加，另一方面，加大了对于企事业单位自备车的销售力度。

精密锻件业务有望放量。公司 2008 年通过增发募集资金组建精密曲轴锻件项目，主要为重型卡车提供发动机曲轴和部分配件。计划 2010 年全面达产，年生产曲轴锻件 30 万件，然而由于新进设备存在兼容性问题，截止 2010 年底，公司精密曲轴年产量仅为 12 万件，远低于原有规划。长时间的设备调试和维护导致固定成本分摊增加，使公司此项业务毛利率远低于行业水平。

公司未来发展亮点。尽管‘十一五’期间我国铁路建设规模空前，但是，重点主要集中在客运专线的建设上，同时对于原有线路用于货运专线的改造进展缓慢。铁道部已明确表示‘十二五’期间，将加快铁路货运专线的建设速度，同时 2012 年起在全国范围内大力发展重载铁路。预计 2020 年新增和更新换代铁路货车需求量在 80-90 万辆之间。公司作为我国铁路货车生产企业前三甲公司之一，将充分受益于这一规划。另一方面，公司正在积极解决精密锻件生产设备的技术问题力争在 2011 年内解决。

维持

增持

分析师：牛纪刚

投资咨询执业证书编号：

S0630511010007

联系信息：

021-50586660-8636

njg@longone.com.cn

机械行业 高级分析师

联系人：何昕

021-50586660-8617

hexin@longone.com.cn

机械行业

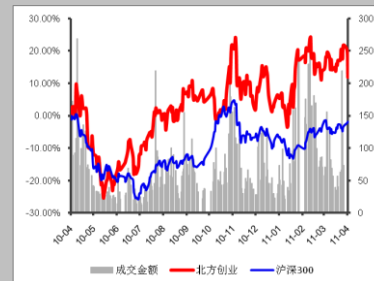
日期

分析：2011 年 04 月 08 日

价格

当前市价：15.79 元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012
EPS	0.33	0.46	0.65
PE	47.8	34.3	24.3

注：EPS 为最新股本摊薄后数据

公司盈利预期。我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.46 和 0.65 元，动态 PE 分别为 34.3 和 24.3 倍。考虑到公司铁路货车业务收入稳定，精密锻件如果可以全面达产也可同时增强公司盈利能力，且作为军工背景企业，资产注入预期一直存在，**给予公司增持的评级。**

(百万)	2008	2009	2010	2011E	2012E
铁路车辆					
收入	1361.63	1573.66	1786.70	2058.46	2291.89
同比增长		15.57%	13.54%	15.21%	11.34%
毛利率	8.35%	7.65%	9.75%	9.96%	9.35%
曲轴锻件					
收入	322.41	388.21	454.05	541.77	598.39
同比增长		20.41%	16.96%	19.32%	10.45%
毛利率	14.35%	9.31%	9.57%	10.16%	12.34%
结构件系列					
收入	236.84	313.89	409.39	380.00	393.11
同比增长		32.53%	30.42%	-7.18%	3.45%
毛利率	9.16%	9.43%	5.84%	6.47%	6.54%
车辆弹簧					
收入	84.42	82.24	127.11	155.65	176.72
同比增长		-2.58%	54.56%	22.45%	13.54%
毛利率	31.53%	33.69%	33.05%	31.34%	29.45%
合计					
收入	2049.30	2403.32	2892.35	3135.88	3460.10
同比增长		17.28%	20.35%	8.42%	10.34%
毛利率	10.36%	9.18%	9.80%	10.63%	10.57%

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入(万元)	204,930	240,332	289,140	313,484	345,897
增长率	20.7%	17.3%	20.3%	8.4%	10.3%
营业利润(万元)	5,913	5,019	8,045	10,514	14,994
增长率	172.8%	-15.1%	60.3%	30.7%	42.6%
净利润(万元)	3533	4464	5749	7886	11230
增长率	40.2%	26.4%	28.8%	37.2%	42.4%
每股净资产(元)	4.87	5.13	5.41	5.59	6.24
每股收益(元)	0.20	0.26	0.33	0.46	0.65

资产负债表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
现金及现金等价物	54610	37868	66593	66593	71687
应收款项	27311	30710	38897	41336	45447
存货净额	66229	46787	34879	51812	53813
其他流动资产	9343	12533	11267	14285	15759
流动资产合计	157494	127898	151635	174026	186706
固定资产	71390	84116	82894	83918	84362
无形资产及其他	2	2	271	262	253
投资性房地产	2746	2799	2713	2713	2713
长期股权投资	300	300	300	300	300
资产总计	231932	215114	237813	261219	274334
短期借款及交易性金融负债	21370	7175	6770	1221	0
应付款项	88501	77847	96209	110602	113155
其他流动负债	27833	20360	19286	29092	27405
流动负债合计	137704	105382	122265	140915	140559
长期借款及应付债券	230	810	540	540	540
其他长期负债	218	12	12	12	(57)
长期负债合计	448	822	552	552	483
负债合计	138152	106204	122817	141467	141043
少数股东权益	9401	20067	21270	22891	25200
股东权益	84379	88843	93726	96860	108091
负债和股东权益总计	231932	215114	237813	261219	274334

关键财务与估值指标	2008	2009	2010	2011E	2012E
每股收益	0.20	0.26	0.33	0.46	0.65
每股红利	0.00	0.05	0.00	0.27	0.00
每股净资产	4.87	5.13	5.41	5.59	6.24
ROS	2%	2%	2%	3%	3%
ROE	4%	5%	6%	8%	10%
毛利率	10%	9%	10%	10%	11%
EBIT Margin	3%	2%	3%	3%	4%
EBITDA Margin	5%	4%	5%	6%	7%
收入增长	21%	17%	20%	8%	10%
净利润增长	40%	26%	29%	37%	42%
资产负债率	64%	59%	61%	63%	61%
息率	0.0%	0.4%	0.0%	1.6%	0.0%
P/E	33.7	48.2	44.2	37.3	26.2
P/B	1.4	2.4	2.7	3.0	2.7
EV/EBITDA	13.5	22.8	20.0	23.2	18.5

资料来源：公司资料，东海证券预测

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	204930	240332	289140	313484	345897
增长率	20.7%	17.3%	20.3%	8.4%	10.3%
营业成本	183707	218265	259706	282750	309118
营业成本/营业收入	89.6%	90.8%	89.8%	90.2%	89.4%
营业税金及附加	285	654	774	502	277
销售费用	3232	2748	2802	3699	4566
销售费用/营业收入	1.6%	1.1%	1.0%	1.2%	1.3%
管理费用	11395	12106	16884	15988	17122
管理费用/营业收入	5.6%	5.0%	5.8%	5.1%	5.0%
财务费用	978	749	473	32	(180)
投资收益	0	0	46	0	0
资产减值及公允价值变动	580	(791)	(502)	0	0
其他收入	0	(0)	0	0	0
营业利润	5913	5019	8045	10514	14994
增长率	172.80%	-15.1%	60.3%	30.7%	42.6%
营业外净收支	(46)	734	(208)	50	50
利润总额	5867	5754	7837	10564	15044
增长率	144.8%	-1.9%	36.2%	34.8%	42.4%
所得税费用	592	572	885	1056	1504
少数股东损益	1742	717	1203	1622	2309
归属于母公司净利润	3533	4464	5749	7886	11230
增长率	40.2%	26.4%	28.8%	37.2%	42.4%
现金流量表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
净利润	3533	4464	5749	7886	11230
资产减值准备	(768)	1371	(289)	(502)	0
折旧摊销	4259	4898	5691	8283	8736
公允价值变动损失	(580)	791	502	0	0
财务费用	978	749	473	32	(180)
营运资本变动	(871)	(4160)	22072	1305	(6789)
其它	2510	(654)	1492	2124	2309
经营活动现金流	8083	6710	35218	19096	15487
资本开支	(8119)	(18203)	(3673)	(8795)	(9171)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(8119)	(18203)	(3673)	(8795)	(9171)
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	(10770)	580	(270)	0	0
支付股利、利息	0	(866)	0	(4752)	0
其它融资现金流	57429	(4677)	(2279)	(5549)	(1221)
融资活动现金流	35889	(5249)	(2819)	(10301)	(1221)
现金净变动	35853	(16743)	28725	0	5094
货币资金的期初余额	18757	54610	37868	66593	66593
货币资金的期末余额	54610	37868	66593	66593	71687
企业自由现金流	0	(11706)	32538	10285	6109
权益自由现金流	0	0	29989	4707	5049

作者简介

牛纪刚：机械行业分析师，清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士，3年从业经验，2009年3月加盟东海证券。

重点跟踪公司：三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

评级定义

市场指数评级 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

行业指数评级 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

公司股票评级 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897