

主业增长稳定、辅业整装待发

——调研深度报告

北方创业
600967

铁路货车收入为公司业绩强力保障

公司在生产铁路货运敞车和罐车方面具有领先优势，长期以来此项业务收入增长稳定，过去 5 年中复合增长率为 18.57%。即使在 2009 年，下游需求出现大幅萎缩的情况下，公司在此项业务上的收入仍保持了 15.57% 的年增长。预计随着货运线路和重载铁路的建设，全国范围内对于铁路货车的需求将逐步加大，公司作为铁路货车行业内的前三甲公司之一将首先受益。鉴于下游客户中销售至企事业单位和海外市场的产品可获得较高毛利，公司对于此项业务未来发展的目标是在满足铁道部需求的基础上，大力拓展企事业单位自备车和海外市场。

重卡曲轴锻件业务潜力巨大

公司募投项目曲轴锻件业务由于生产设备兼容性问题，未能按计划实现年产 30 万曲轴锻件计划，拖累公司业绩。与行业平均 30% 左右的毛利率相比，公司此项业务的毛利率只有 10% 左右。近期公司部分设备货款已经开始交付给设备供应商，预计调试工作已接近尾声，调试完成后公司此项业务或迎来收入及毛利率的同时高增长。

资产注入预期长期存在

公司隶属于兵器工业集团和内蒙古一机集团旗下，两家集团公司中，掌握众多优资产，2007 年起国家对于军工资产注入上市公司在政策上彻底放开。更进一步加强了市场对于公司军工资产注入的预期，市场上对于上市公司资产重组的传言较多，潜在的资产整合标的包括北奔重卡、晋西车轴和部分坦克及装甲车配件军工资产。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)	204,930	240,332	289,140	304,351	339,115	380,776
增长率	20.7%	17.3%	20.3%	5.3%	11.4%	12.3%
营业利润(万元)	5,913	5,019	8,045	9,575	13,286	16,316
增长率	172.8%	-15.1%	60.3%	19.0%	38.8%	22.8%
净利润(万元)	3533	4464	5749	7297	10068	12927
增长率	40.2%	26.4%	28.8%	26.9%	38.0%	28.4%
每股净资产(元)	4.87	5.13	5.41	5.58	6.16	6.76
每股收益(元)	0.20	0.26	0.33	0.42	0.58	0.75
市盈率(P/E)	33.7	48.2	44.2	36.0	26.1	20.3
市净率(P/B)	1.4	2.4	2.7	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	13.5	22.8	20.0	23.6	18.2	16.6

注：A 为分析日所处的当期年

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

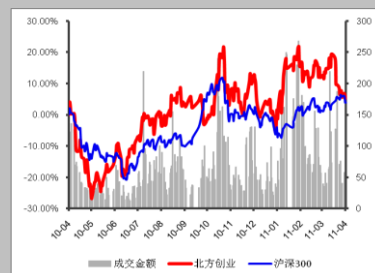
分析：2010 年 04 月 20 日

调研：2011 年 04 月 11 日

价格

当前市价：15.15 元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.33	0.42	0.58	0.75
PE	44.2	36.0	26.1	20.3

注：EPS为最新股本摊薄后数据

正文目录

一、公司主营业务.....	4
二、公司股权结构及控股股东概况.....	5
三、货车业务为主、曲轴锻件为辅.....	6
1、铁路货车需求复苏，未来市场潜力巨大.....	6
1.1、铁路货车行业发展受到压制.....	7
1.2、重载铁路、客货并举成为未来货运发展趋势.....	8
1.3、货车新增及替换需求带动公司快速增长.....	10
2、重卡销量将维持高位，刺激公司精密曲轴锻件业务增长.....	11
2.1、2010 年内重卡销量增速惊人.....	11
2.2、精密锻件业务产能或可放量.....	12
3、民品产品稳定增长，军品产品短期内或受冷遇.....	12
四、市场上对于公司的资产整合预期.....	12
五、盈利预期.....	14

图目录

图 1: 2010 年公司主营收入占比 单位: %.....	5
图 2: 公司个业务毛利率走势 单位: %	5
图 3: 公司三项费用占营业收入比 单位: %.....	5
图 4: 上市公司股权结构图	6
图 5: 铁路货车种类	7
图 6: 铁路货运发送和周转量 单位: 亿吨.....	7
图 7: 现役铁路货车各载重车型占比 单位: %.....	8
图 8: 现役铁路货车各车型占比 单位: %.....	8
图 9: 加强铁路运输能力政策	8
图 10: 铁路货车保有量 单位: 辆.....	9
图 11: 曲轴和连杆结构图	11
图 12: 重卡销量市场份额	11
图 13: 重卡年销售数量 单位: 辆	11
图 14: 兵工集团主要集团公司及上市公司.....	13

表目录

表 1: 公司主营业务简介	4
表 2: IHHA 重载铁路标准	9
表 3: 主要国家重载铁路车辆情况	10
表 4: 2010 年卡车以旧换新补助额度	12
表 5: 公司各主营业务营收预测	14
表 6: 可比公司列表	14

一、公司主营业务

公司主营业务产品涵盖了：铁路货运(敞、棚、平、灌和漏斗)等系列车型、精密曲轴锻件、车辆弹簧及部分结构件。作为铁道部确定的高速、重载整车和部件的试点企业之一，公司在生产铁路货运敞车和罐车技术方面处于国内领先水平，具有较强的进争能力；车辆弹簧和精密曲轴锻件产品应用于铁路车辆、重型卡车和工程机械等重型装备；结构件业务主要为集团公司部分军工产品提供配套。

表 1：公司主营业务简介

产品名称	产品展示	产品特点
铁路货运车辆		公司所生产铁路货运车辆主要以单根轴重 25t 的敞车和罐车为主，其中包括 C70、C80 型通用、专用敞车和装运水泥、浓硫酸、油品等液体货物的 70 吨罐车。
精密曲轴锻件		公司精密锻件业务主要为重型卡车提供发动机曲轴及部分车辆配件。作为西北地区最大的锻件生产厂家，能够生产各种规格、类型、材质的锻件，加工多种规格、类型的模具，承接与锻造配套的工业炉、非标机械的设计和制造业务。具备生产 400 公斤以下模锻件、700 公斤以下自由锻件和 1500 公斤以下光轴类锻件的生产能力。
车辆弹簧		国内先进的弹簧制造企业，可加工制造各类拉簧、压簧、扭簧、板片簧等系列弹簧，是从事军品，铁路车辆，奔驰汽车，工程机械等军、民品弹簧的专业生产配套厂。
结构件		公司生产风力发电塔架、锻造法兰、液化天然气储运容器及大型钢结构件专业机械化工生产企业。公司具备年产 1000 套风力发电塔架、7000 个大型锻造法兰、3 - 5 万吨大型钢结构件的能力。

资料来源：公司网站，东海证券研究所

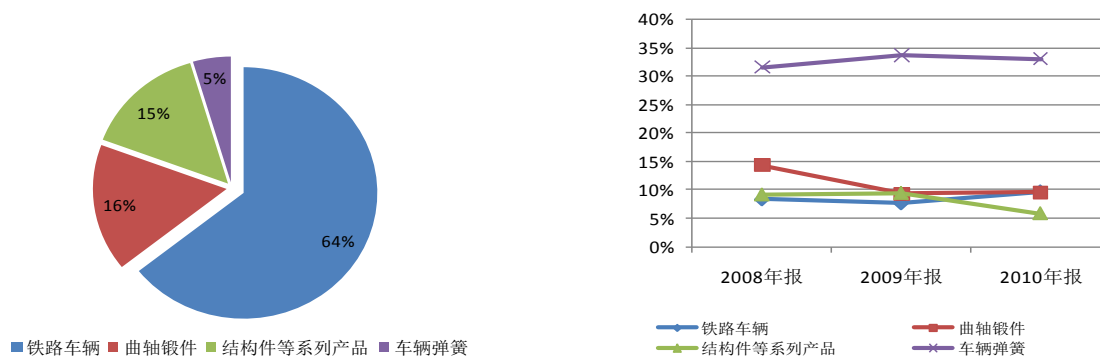
主营业务中铁路货车营业收入占比超过 65%，为公司收入来源的绝对主力。2007 年，公司通过定向增发和资产置换（置出冶金机械和专用汽车，置入车辆弹簧、结构件和曲轴锻件业务），对公司主营产品结构进行调整，2009 年间新业务营业收入总和同比增长 21.9%，呈现出良好增长势头。截止 2010 年底公司四项主营业务除结构件业务毛利率下降较为明显外，其它主营业务毛利率保持平稳。

图 1: 2010 年公司主营业收入占比

单位: %

图 2: 公司各业务毛利率走势

单位: %

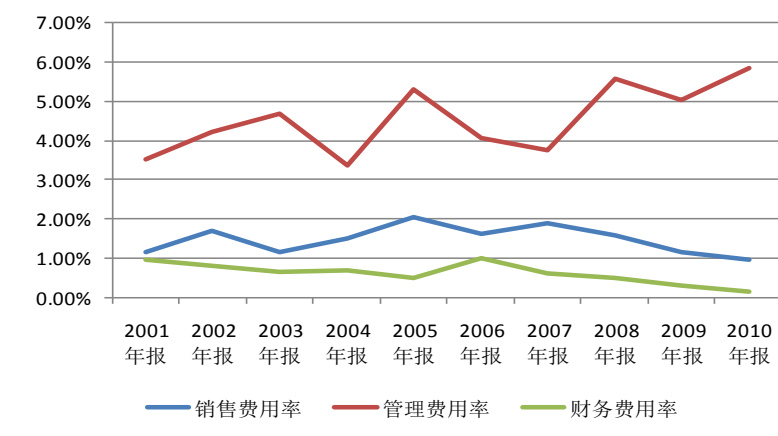


资料来源: WIND, 东海证券研究所

2010 年内公司销售、管理和财务费用率分别为 0.97%、5.84%和 0.16%。随着公司销售规模的不断扩张,除管理费用伴随营业收入增长逐年合理小幅上涨外,销售和财务费用都呈现稳步下降的趋势。在三项期间费用控制方面,公司长期以来表现良好。

图 3: 公司三项费用占营业收入比

单位: %



资料来源: WIND, 东海证券研究所

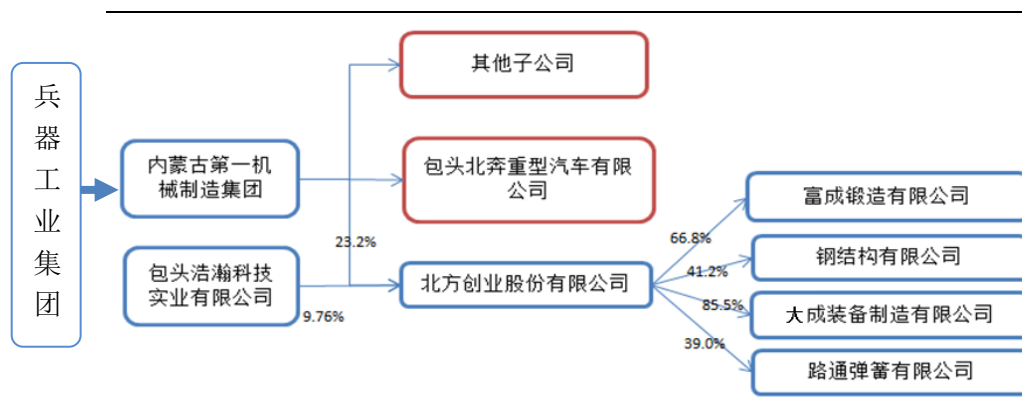
二、公司股权结构及控股股东概况

公司地处内蒙古包头市,主要控股股东为内蒙古第一机械制造集团(以下称一机集团),一机集团控股上市公司 4015 万股,占总股本的 23.18%。另一大股东包头浩瀚科技实业有限公司控股上市公司 9.76%的股份。旗下掌控四家子公司,同时一机集团为中国兵器工业集团公司(以下称兵工集团)下属子集团,具有军工背景。

北方创业 2007 年通过资产置换，以其拥有的专用汽车公司 87.5% 的权益、专用设备公司 63.15% 的权益及公司拥有与专用设备公司相关的资产，与第一大股东内蒙古一机集团下属第三分公司部分资产进行置换。置入资产用以生产我国军用特种车辆结构配件、及部分民品配件。

2007 年同期，公司通过定向增发筹集资金用于 1、与一机集团下属二分公司共同设立由北方创业控股的富成锻造有限公司，建设精密锻造生产线项目；2、对路通弹簧有限公司进行增资控股。

图 4：上市公司股权结构图



资料来源：东海证券研究所

兵工集团、一机集团简介：

兵器工业集团：集团公司主营业务涵盖武器装备、特性车辆和光电化工三大领域。公司始终坚持军民结合的发展方针，积极推进军工高技术民用化，旗下有 12 个主要子集团，并有 10 家上市公司。2010 年预计营业收入 2360 亿元。同比增长 45.9%。

内蒙古一机集团：公司目前主营业务主要有车辆核心业务、车辆零部件专业化业务、车辆相关业务和辅助产业四个层次。其中军品轮、履两大系列、北奔重卡、铁路车辆、专用汽车、工程机械是公司的核心业务和支柱产品。2005 年集团公司营业收入 72 亿元，预计公司 2010 年营业收入 200 亿元，年复合增长率 22.7%，连续 33 年保持盈利的佳绩，预计北方创业股份有限公司 2010 年为集团公司贡献营业收入 15% 左右。

三、货车业务为主、曲轴锻件为辅

1、铁路货车需求复苏，未来市场潜力巨大

铁路货车作为铁路运输体系不可缺少的设备，多年来随着我国铁路交通体系发展的滞后，无论在车辆总数的增长上还是单车载重能力的提升上都明显落后于其他交通运输工具。铁路货车分类明确，同类车型的差别集中体现在速度和单车载重能力上，不同车型的出现主要是为满足种类各异货物的运送。铁路货运早已成

为欧美等国路上运送大宗物资的主要方式, 优点突出体现在运输能力大、低成本、受自然条件限制较小和节能环保等方面。长期以来随着我国经济建设的快速发展, 全社会对于铁路货运的需求日益加剧, 全国铁路运送货物总量长期来保持稳步增长, 特别在 2004 年后, 随着我国经济的快速发展和国内外贸易额度的逐年增加, 铁路货物运输量和周转量同时都出现了加剧上升的态势。

图 5: 铁路货车种类

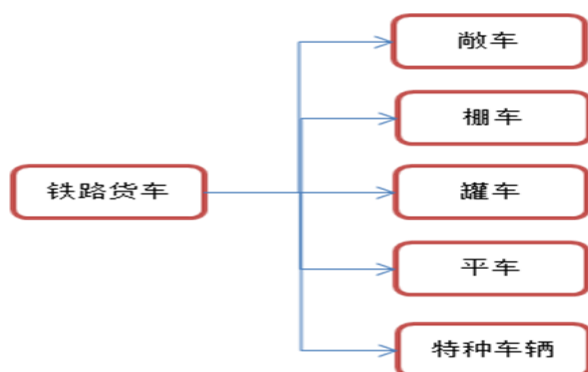
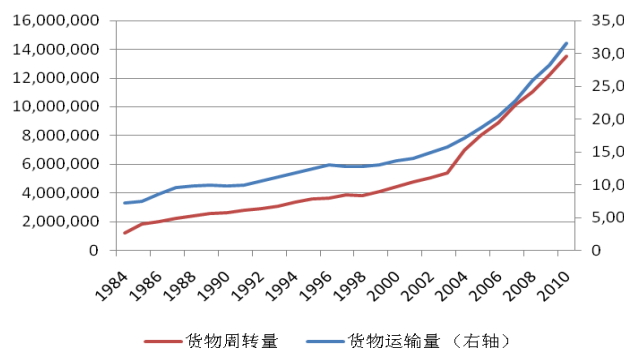


图 6: 铁路货运发送和周转量

单位: 亿吨



资料来源: 铁道部, 东海证券研究所

1.1 铁路货车行业发展受到压制

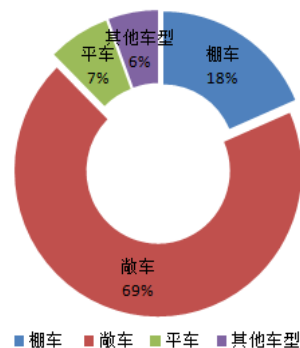
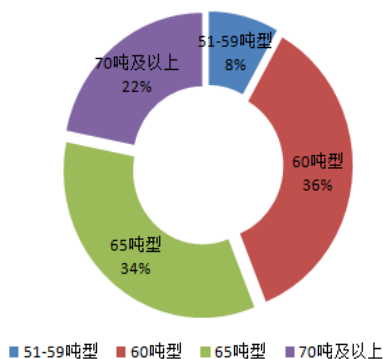
一方面, 随着铁路货运需求的不断增长, 我国铁路货车保有量也随之保持了长期稳定的增长。但是由于铁路运输网络建设的滞后, 既有线路的货运能力远不能满足现有需求。虽然, 2010 年我国铁路货物发送和周转量再创新高, 分别高达 36.3 亿吨和 27644 亿吨每公里, 即 1998 年起保持了连续 12 年的正增长, 年复合增长率 7.89%。但是, 根据铁道部统计, 仍有 40% 左右的运输需求未能满足。另一方面, 在现役的铁路货车车辆中, 存在着单车载重能力差及车型搭配不合理的情况, 在现役货车中 60 和 65 吨级货车仍是我国铁路货运系统中的主力车型, 而载重能力为 70 吨及以上车型, 占比只有 22% 左右。在车型方面, 存量货车中敞车和棚车占比较多, 分别占保有量的 64.4% 和 17.2%, 其他车型如平车、罐车和特种车辆等占比相对较少。导致这种车型比例上差距悬殊的根源在于我国通过铁路运输的物资中主要以煤炭、矿石、粮食和棉花等物资为主, 而在集装箱和冷链运输等方面仍处于落后的状态。以集装箱运输为例, 如美国等发达国家, 铁路集装箱运输占铁路货运比例接近 30%, 我国现阶段只有不到 10%。因此, 我们认为由于整个铁路网络建设的滞后、老式车型占比过高和运输物资单一等因素, 我国铁路货车行业的发展长期以来受到压制。

图 7: 现役铁路货车各载重车型占比

单位: %

图 8: 现役铁路货车各车型占比

单位: %

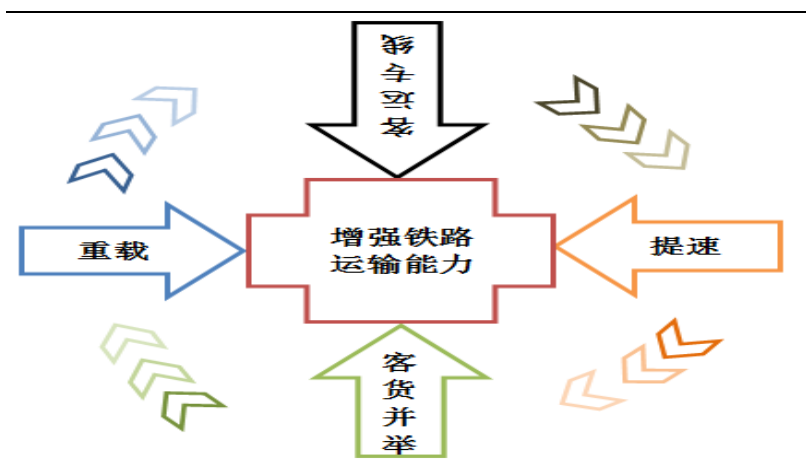


资料来源: CEIC, 东海证券研究所

1.1、重载铁路、客货并举成为未来货运发展趋势

2009 年初我国铁路总里程超越俄罗斯跃居世界排名第二, 截止 2010 年底, 全国范围内铁路里程达到 9.1 万公里, 顺利完成‘十一五’铁路建设规划的目标, 可人均铁路里程仍远低于国际平均水平仅为 7.1 厘米, 世界排名在百名之外。为彻底解决我国铁路运输业和铁路设备行业的发展瓶颈, 早在 2005 年铁道部先后提出了四条解决方案, 即建造客运专线、客货分离、重载铁路和提速。近期又在这一基础上将客货分离, 进一步变更为客货并举, 这一系列措施为的是从根本上解决我国铁路网络运力不足的局面, 同时带动上游基础设施建设、相关机械设备、通信设备等行业快速发展。我们认为客货并举和建设重载铁路两项措施都将全部或部分着重放在了提升我国铁路货运能力方面, 两项措施的逐步推进会带动上游铁路货车整车及配件需求的快速增长。

图 9: 加强铁路运输能力政策

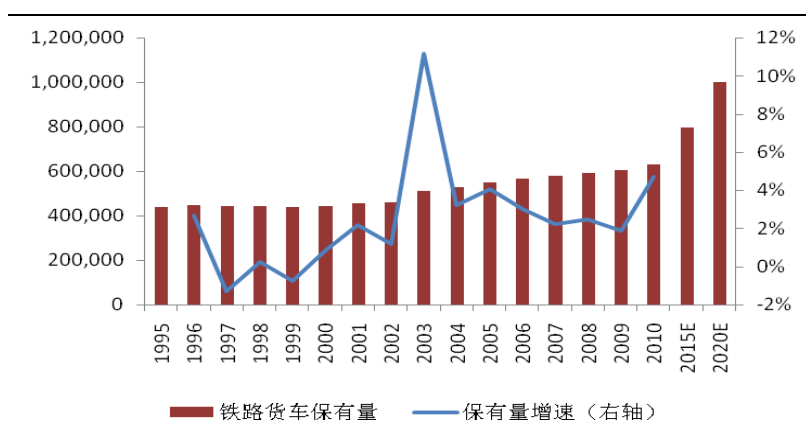


资料来源: 互联网, 东海证券研究所

客货并举，分为两个方面，一方面、即在东部地区主要干线实行客货分离，即在单条线路上规定所营运车辆的种类，可分为货运和客运专线。为达到这一目标，2005 年开始我国在全国范围内大力兴建以‘四横四纵’为基础骨架的客运专线网络。截止 2010 年，我国已有客运专线 8358 公里投入运营，每日开行动车组列车 1200 列。除已投入运营的客运专线外仍有大批客运专线在建。其中，就包括全长 1318 公里的京沪客运专线，即将在 2011 年 6 月底正式开通运营。根据 2011 年铁道部工作会议上的工作计划，到 2015 年，全国范围内客运专线里程将达 1.6 万公里，提前 5 年完成原定于 2020 年完成的建设任务。部分客运专线上的原有铁路将逐步转变为货运专用线路。另一方面，则是在山区和中西部地区根据需求实行客货混合运行模式。根据铁道部对铁路货车保有量的估算，2020 年之前我国铁路新增货车需求量在 40 万辆左右，届时全国范围内铁路货车保有量预计达到 100 万辆左右，我国铁路货运能力将得到极大提升。原有线路转变为货运专线后将加大对新造铁路货车车辆的需求。

图 10：铁路货车保有量

单位：辆



资料来源：CEIC，东海证券研究所

重载铁路是除高速铁路外，铁路现代化的又一个标志。重载运输是指在技术允许下，扩大列车编组、提高列车单车运量的运输方式。在加大原有线路的运能同时，节省货物运输吨每公里的运输成本。国际重载运输协会（IHHA）在 1994 年提出了所谓重载铁路运输标准，随着各国重载技术的不断提高，于 2005 年在原有标准上作出修订。严格上讲我国现有符合标准的重载铁路只有大秦铁路一条。其余线路如朔黄、京广、京沪等线路与最新重载铁路标准仍有一段距离。

表 2：IHHA 重载铁路标准

	单列载重	轴重	年运输量	我国复合标准线路
1994 版	不小于 5000 吨	25 吨	2000 万吨	朔黄、京广、京沪、京哈铁路
2005 版	不小于 8000 吨	27 吨	4000 万吨	大秦铁路

资料来源：IHHA，东海证券研究所

世界范围内已有多个国家在本国内开行了重载铁路，如美国、巴西、澳大利亚、南非等，同时也包括中

国。其中，澳大利亚在 2001 年使用 8 台 AC 6000KW 机车牵引 682 辆 120 吨货车，总重 9.97 万吨，净载重 8.2 万吨，创造了重载单列货运记录。与国外重载技术相比，我国重载技术并不突出，单根轴重 25 吨的 C80 车型使用范围不大，而在美国货运车辆已达到单根轴重 27.5 吨，澳大利亚为 30 吨左右。为进一步完善我国铁路货运网络的建设，我国计划自 2012 年起在全国范围内开展重载铁路的建设。预计到 2020 年重载铁路里程可达到 12-13 万公里，通过对既有线路进行扩能改造，在既有通用线上淘汰全部底轴重货车，采用轴重为 25 吨或 27 吨车型；对既有专线上运行的铁路货车，力争达到 27-30 吨轴重；新建线路设计起步轴重为 30 吨，全国铁路货车平均单根轴重达到 27.5 吨。这一规划进一步加强了我们对于已有低载重能力车辆更新换代的预期，未来 10 年内更新换代的货车数量预计在 40 万辆左右。

表 3：主要国家重载铁路车辆情况

	单列平均运能 (吨)	单列编组 (辆)	单量载重 (吨)	轴重 (吨)
澳大利亚	28000	226	90	27.5
巴西	31000	320	100	30.0
加拿大	16000	124	130	27.5
中国	20000	204	80	25.0
南非	20000	204	80	30.0
美国	13600	108	125	27.5

资料来源：IHHA，东海证券研究所

因此，对于货车的需求我们认为可分为两个方面来考虑，第一、是由客货并举和新建线路而带来的对于增量货车需求的快速增长；第二、是由发展重载铁路对现役载重能力差的货车更新换代带来的需求。综合两方面考虑，我们估算未来 10 年内铁路货车需求量在 80 万辆左右。

1.4、货车新增及替换需求带动公司快速增长

公司所生产铁路货车主要为敞车和罐车，具有年产铁路货运车辆 5000 辆的生产能力，其中罐车由于生产过程较为繁琐，具有较高附加值。2010 年内公司铁路货车销售占市场份额 7.5%。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。2010 年内公司实现铁路货车销售 3553，顺利完成公司年初计划。然而，尽管‘十一五’期间铁路客运专线建设取得很大成绩，但是原有线路用于货运专线的规划进展缓慢。‘十二五’期间我国铁路货运的发展除了客货并举的政策将得到延续外，预计 2012 年对于重载铁路的建设也将大规模启动。因此我们认为，公司作为铁路货车行业内前三甲公司之一必将从中受益。

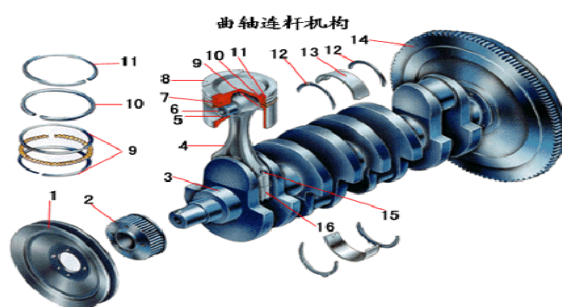
从北方创业产品技术方面看，由于新型铁路货车的初始研发是由铁道部牵头，行业内主要公司分别派出技术人员共同研制，因此与行业内两大龙头企业中国南车和中国北车比较，公司在铁路货车生产技术方面并不处于劣势。公司未来对于铁路货车业务的发展目标是，在全力配合铁道部需求的同时，进一步加大对于各企事业单位自备车的销售力度。由于销售渠道的限制，2010 年公司仅出口铁路货车 5 辆，2011 年初公司就已开始布局，目标扩大对于海外市场的销售规模，计划全年实现出口铁路不同型号货车 300-400 辆，主要目标市场为非洲、中东和东南亚等地区。预计 2011 年铁路货车销售量在 4000 辆左右，其中企业自备车（包括出口车辆）和铁道部用车各占一半。虽然公司此项业务近期没有出现明显增长，但是随着客货并举和重载铁

路两项政策的逐步实施，全国范围内对于铁路货车的需求将逐步加大。

2、重卡销量将维持高位，刺激公司精密曲轴锻件业务增长

公司所生产的精密锻件主要用于重型发动机，为集团公司北奔重卡提供配套，同时部分产品外销至常柴、潍柴等企业。锻件产品中公司所生产的重型发动机曲轴和连杆均为内燃发动机五大核心零部件之一，被人们称为‘内燃机的心脏’。

图 11：曲轴和连杆结构图



资料来源：互联网，东海证券研究所

2.1、2010 年内重卡销量增速惊人

2010 年内我国重型卡车销售量突破 100 万辆，增速惊人同比增长 59.9%。重型卡车销量的迅猛增长带动重卡曲轴及相关配件产品需求的增加。重卡销量的增长主要受益于，一、全国范围内对于‘超限超载’的持续治理，二、2010 年内重卡以旧换新补贴提高。

图 12：重卡销量市场份额

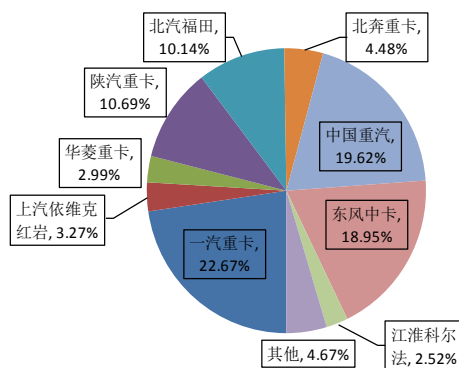
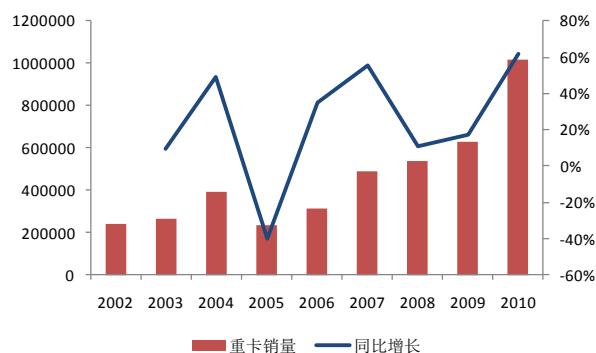


图 13：重卡年销售数量

单位：辆



资料来源：CEIC，东海证券研究所

‘超限超载’的专项治理，为公司精密锻件业务带来有利影响，是因为公司这项业务的下游需求主要来自重型卡车。而治理超限超载政策的严格执行，使重卡在运输安全性、燃油经济性等方面的优势得到越来越显著的体现。重型卡车在长途运输方面的运输效率和经济效益是非常明显的。以载重 40 吨卡车为例，其油耗要比 4 辆 10 吨卡车节约 50%，运营成本只有 4 辆 10 吨卡车的约 25%，平均车速在 100 公里/小时。

重卡以旧换新补贴增加。2010年内，为进一步促进国内汽车行业快速发展，全国范围内对于各种车型以旧换新的补助再次提高，轻卡和中卡补助分别提高80%和117%，而重型卡车的补助则提高了200%。

表 4：2010 年卡车以旧换新补助额度

单位：（元）	2010年	2009年	增加金额	同比增幅
重型卡车	18,000	6,000	12,000	200%
中型卡车	13,000	6,000	7,000	117%
轻型卡车	9,000	5,000	4,000	80%
微型卡车	6,000	4,000	2,000	50%

资料来源：商务部，东海证券研究所

由于下游客户对于这种高额补贴存在一定的推出预期，部分2011年的重卡需求已在2010年内消化。然而我们对于2011年的重卡市场维持谨慎乐观的态度，预计全年我国重型卡车销量同比增长区间在5%-10%之间，虽然增速明显回落，但市场对于重型卡车的需求仍将维持在一个较高的位置。

2.2、精密锻件业务产能或可放量

公司2007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，年生产精密锻件30万件，然而由于新进设备存在兼容性问题，正常生产受到一定影响，出现跑单现象。截止2010年底，公司精密锻件年产量仅为11万件，远低于原有规划。同时长时间的设备调试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。如果公司可在2011年上半年完成调试，预计可为公司2011年增厚每股收益0.05元，2012年全年可为公司增厚每股收益0.1元以上。

3、民品产品稳定增长，军品产品短期内或受冷遇

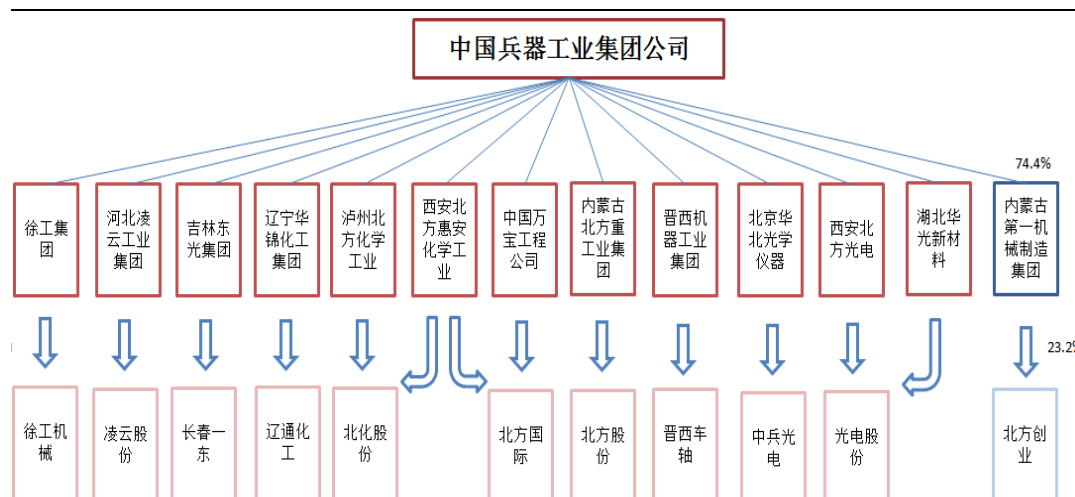
公司弹簧业务主要为铁路货车和母公司旗下北奔重卡提供减震弹簧配套。2010年下游对于铁路货车和重型卡车需求恢复，加速了公司此项业务的增长，预计2011年可实现营业收入在1.70亿元左右，同比增长30%以上。公司所产结构件主要用于雷达、装甲车辆，2010年为公司历年中业绩最好的一年。然而随着我国对于海、空领域的进一步专注，陆地设备需求量有可能放缓，2011年公司在此项业务的收入上可能出现负增长。同时公司计划利用自有资金开发压力容器生产线，现阶段已开始小批量试产，预计建成后可年生产压力容器500台。

四、市场上对于公司的资产整合预期

公司长期来存在军工资产注入预期。母公司内蒙古第一机械集团，隶属于中国兵器工业集团，2007年起国家对于军工资产注入上市公司在政策上彻底放开。兵器集团作为国内三大军工集团之一，旗下共有13个主

要集团公司及11个上市公司。兵器集团计划将旗下各子集团按不同行业划分为四个事业部，分别从事陆地装备、导弹、化工和光电四个领域。现阶段2-4事业部已经基本整合完成，2011年主要目标在于对第一事业部陆地装备的整合，北方创业控股股东一机集团也将包含在内。最终的资产注入将在四个事业部全部整合完成后才予以实施。整合时间具有不确定性。

图 14：兵工集团主要集团公司及上市公司



资料来源：公司网站 东海证券研究

市场上对于公司的整合预期：

- 1、北奔重卡注入上市公司：每年北奔重卡为北方创业控股股东一机集团提供50%左右的营业收入。2010年营业收入为北方创业的2.67倍左右。2010年兵器集团控股徐工集团，市场猜测兵器集团或有意将这部分资产与徐工集团的重卡业务进行整合。整合成功后兵器集团将拥有包括包头、蓬莱、重庆、南京徐工和徐州五个重卡生产基地。由于徐工集团现有部分重卡业务是通过回购上市公司徐工机械而来，再次注入徐工机械的可能性有限。北方创业作为北奔重卡零部件供应商，有可能成为徐工机械替代者。
- 2、晋西车轴和北方创业进行整合：对于铁路设备生产企业，国家计划打造2个千亿级和多个百亿级的生产企业，兵器集团旗下北方创业和晋西车轴同为铁路设备制造商，同时晋西车轴部分生产基地也地处包头市。然而2010年两家公司营业收入相加还不到50亿元。不排除集团公司为了完成这一规划，同时避免集团公司内部同行业竞争，对两家公司主营业务进行合并重组。
- 3、军工资产注入预期：北方创业或有可能成为集团公司坦克及装甲车配件整合平台。

资产注入短期内可行性不大

五、盈利预测与估值

表 5：公司各主营业务营收预测

(百万)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
铁路车辆						
收入	1361.63	1573.66	1786.70	2038.45	2266.96	2566.87
同比增长		15.57%	13.54%	14.09%	11.21%	13.23%
毛利率	8.35%	7.65%	9.75%	9.96%	10.54%	9.89%
曲轴锻件						
收入	322.41	388.21	454.05	514.12	592.42	666.24
同比增长		20.41%	16.96%	13.23%	15.23%	12.46%
毛利率	14.35%	9.31%	9.57%	10.16%	12.34%	15.65%
结构件系列						
收入	236.84	313.89	409.39	326.12	344.61	368.35
同比增长		32.53%	30.42%	-20.34%	5.67%	6.89%
毛利率	9.16%	9.43%	5.84%	6.47%	6.32%	7.01%
车辆弹簧						
收入	84.42	82.24	127.11	165.83	188.28	207.54
同比增长		-2.58%	54.56%	30.46%	13.54%	10.23%
毛利率	31.53%	33.69%	33.05%	31.34%	30.09%	30.01%
合计						
收入	2049.30	2403.32	2892.35	3044.51	3392.27	3809.01
同比增长		17.28%	20.35%	5.26%	11.42%	12.28%
毛利率	10.36%	9.18%	9.80%	10.78%	11.51%	11.72%

资料来源：东海证券研究所

可比上市公司共有 4 家：南方汇通、晋西车轴、中国北车和中国南车

表 6：可比公司列表

代码	简称	前日收盘价	2011 PE	2010	2011E	2012E
000920.SZ	南方汇通	11.57	52.59	0.14	0.22	0.26
600495.SH	晋西车轴	17.68	104.00	0.14	0.17	0.25
601299.SH	中国北车	7.31	19.24	0.23	0.38	0.50
601766.SH	中国南车	7.35	22.27	0.21	0.33	0.47
600967.SH	北方创业	15.15	36.07	0.33	0.42	0.58

资料来源：东海证券研究所

公司盈利预期。我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.42、0.58 和 0.75 元，根据前一日收盘价 15.15 元，动态 PE 分别为 36.0 倍、26.1 倍和 20.2。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。**

资产负债表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	54610	37868	66593	66593	66593	85365
应收款项	27311	30710	38897	40132	44556	50487
存货净额	66229	46787	34879	62231	56819	61648
其他流动资产	9343	12533	11267	13869	15450	16512
流动资产合计	157494	127898	151635	182825	183418	214013
固定资产	71390	84116	82894	83618	83747	82976
无形资产及其他	2	2	271	262	253	244
投资性房地产	2746	2799	2713	2713	2713	2713
长期股权投资	300	300	300	300	300	300
资产总计	231932	215114	237813	269718	270431	300246
短期借款及交易性金融负债	21370	7175	6770	15488	1788	0
应付款项	88501	77847	96209	106080	109750	125333
其他流动负债	27833	20360	19286	28181	26856	29900
流动负债合计	137704	105382	122265	149750	138395	155233
长期借款及应付债券	230	810	540	540	540	540
其他长期负债	218	12	12	12	(57)	(80)
长期负债合计	448	822	552	552	483	460
负债合计	138152	106204	122817	150302	138878	155693
少数股东权益	9401	20067	21270	22770	24840	27498
股东权益	84379	88843	93726	96645	106713	117054
负债和股东权益总计	231932	215114	237813	269718	270431	300246

关键财务与估值指标	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.20	0.26	0.33	0.42	0.58	0.75
每股红利	0.00	0.05	0.00	0.25	0.00	0.15
每股净资产	4.87	5.13	5.41	5.58	6.16	6.76
ROS	2%	2%	2%	2%	3%	3%
ROE	4%	5%	6%	8%	9%	11%
毛利率	10%	9%	10%	11%	12%	12%
EBIT Margin	3%	2%	3%	3%	4%	4%
EBITDA Margin	5%	4%	5%	6%	7%	7%
收入增长	21%	17%	20%	5%	11%	12%
净利润增长	40%	26%	29%	27%	38%	28%
资产负债率	64%	59%	61%	64%	61%	61%
息率	0.0%	0.4%	0.0%	1.7%	0.0%	1.0%
P/E	33.7	48.2	44.2	36.0	26.1	20.3
P/B	1.4	2.4	2.7	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	13.5	22.8	20.0	23.6	18.2	16.6

资料来源：公司资料，东海证券预测

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	204930	240332	289140	304351	339115	380776
增长率	20.7%	17.3%	20.3%	5.3%	11.4%	12.3%
营业成本	183707	218265	259706	271529	300081	336167
营业成本/营业收入	89.6%	90.8%	89.8%	89.2%	88.5%	88.3%
营业税金及附加	285	654	774	913	983	1028
销售费用	3232	2748	2802	3348	3527	4265
销售费用/营业收入	1.6%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%
管理费用	11395	12106	16884	18352	20754	23342
管理费用/营业收入	5.6%	5.0%	5.8%	6.0%	6.1%	6.1%
财务费用	978	749	473	334	184	(342)
投资收益	0	0	46	0	0	0
资产减值及公允价值变动	580	(791)	(502)	(300)	(300)	0
其他收入	0	(0)	0	0	0	0
营业利润	5913	5019	8045	9575	13286	16316
增长率	172.80%	-15.1%	60.3%	19.0%	38.8%	22.8%
营业外净收支	(46)	734	(208)	200	200	1000
利润总额	5867	5754	7837	9775	13486	17316
增长率	144.8%	-1.9%	36.2%	24.7%	38.0%	28.4%
所得税费用	592	572	885	978	1349	1732
少数股东损益	1742	717	1203	1500	2070	2658
归属于母公司净利润	3533	4464	5749	7297	10068	12927
增长率	40.2%	26.4%	28.8%	26.9%	38.0%	28.4%
现金流量表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	3533	4464	5749	7297	10068	12927
资产减值准备	(768)	1371	(289)	(502)	0	0
折旧摊销	4259	4898	5691	8283	8736	9250
公允价值变动损失	(580)	791	502	300	300	0
财务费用	978	749	473	334	184	(342)
营运资本变动	(871)	(4160)	22072	(12925)	1683	6780
其它	2510	(654)	1492	2003	2070	2658
经营活动现金流	8083	6710	35218	4455	22856	31615
资本开支	(8119)	(18203)	(3673)	(8795)	(9156)	(8469)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(8119)	(18203)	(3673)	(8795)	(9156)	(8469)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	(10770)	580	(270)	0	0	0
支付股利、利息	0	(866)	0	(4378)	0	(2585)
其它融资现金流	57429	(4677)	(2279)	8718	(13700)	(1788)
融资活动现金流	35889	(5249)	(2819)	4340	(13700)	(4373)
现金净变动	35853	(16743)	28725	0	0	18772
货币资金的期初余额	18757	54610	37868	66593	66593	66593
货币资金的期末余额	54610	37868	66593	66593	66593	85365
企业自由现金流	0	(11706)	32538	(4519)	13386	21938
权益自由现金流	0	0	29989	3898	(480)	20458

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