



北方创业 (600967): 印尼定单点评报告

货车业务进入爆发增长期

高端装备制造

评级: 买入

分析师

王清涛

电话: 0755-83704748

邮件: wangqt@ghzq.com.cn

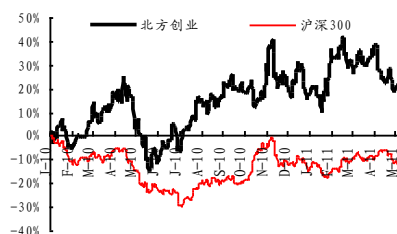
证书编号: S0350510120013

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☐ 是☒ 否

相对沪深 300 表现



市场数据

2011.05.04

当前价格 (元)	15.06
52 周价格区间 (元)	18.08-9.87
总市值 (百万)	2609
流通市值 (百万)	2479
总股本 (万股)	17323
流通股 (万股)	16458
日均成交额 (百万)	73.05
近一月换手 (%)	41.51

财务数据

2011E

毛利率
净利率
净资产收益率
总资产收益率
资产负债率
现金分红收益率
市盈率
市净率

事件

包头北方创业股份有限公司与印度尼西亚铁路总公司 PT.Kereta Api Indonesia (Persero) 签订了 1200 辆 KKBW 型运煤敞车车辆销售合同, 合同总价 USD81,450,000.00, 折合人民币约 5.30 亿元。

合同履行期限为 2011 年 4 月-2013 年 12 月。

以下是我们对此次合同的点评:

点评

车辆业务为公司提供持续、稳定的现金流

北方创业目前主要从事铁路货车车辆、重型汽车曲轴和前轴锻件、军品结构件的生产与研发, 其实际控制人内蒙古一机集团是西北地区最大的装备制造基地。

货车车辆业务是北方创业最核心的业务, 公司具备敞车、棚车、平车、罐车、漏斗车等几乎所有车型年 6000 辆的生产能力 (三班)。其中 C80 系列敞车代表了国内货车车辆的最高水平。

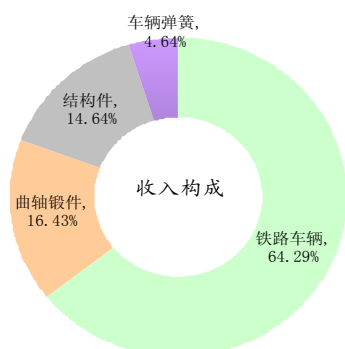
图 1 公司货车车辆类型



资料来源：公司网站，国海证券研究所

2010 年，公司铁路车辆实现销售 3500 台，业务收入 18 亿，同比增长 13.54%。货车车辆业务收入占比接近 65%，利润贡献更是超过 85%。

图 2 公司收入占比



资料来源：公司网站，国海证券研究所

表 1 公司利润分解

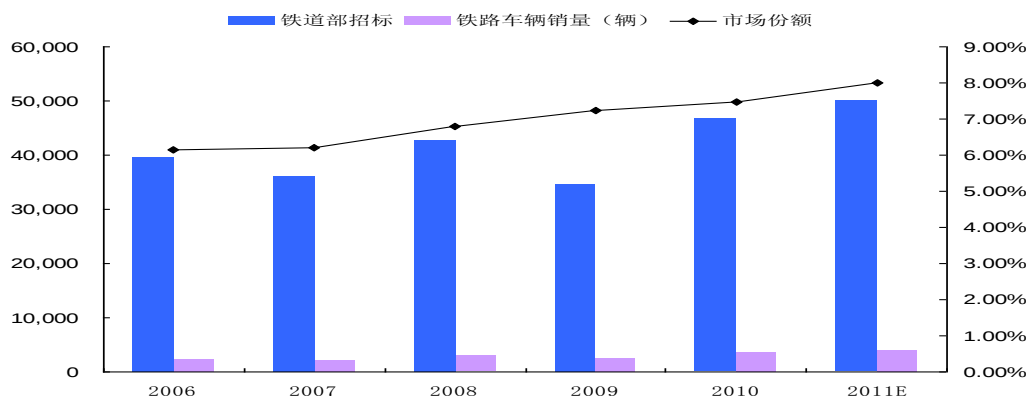
子公司盈利分析		2010E			
单位：百万	股权比例	收入	净利润	利润贡献	利润贡献占比
公司本部(车辆)	100%	1800	49	49	85.64%
大成装备	85.52%	410	-5	-5	-8.10%
富成锻造	66.82%	460	8	5	9.25%
路通弹簧	39.04%	130	19	8	13.21%
合计		2800	71	57	
折合EPS			0.33		

货车业务一直以来就为公司提供稳定的收入和现金流，是公司增长的主要推动力，货车业务好坏直接关系到公司的生存与发展。

内外齐开花 车辆业务进入爆发增长期

2010 年，铁路车辆共销售 3500 辆左右，其中铁道部招标车辆和企业自备车辆销售各占一半，市场占有率上升到 7.5%，13 家定点货车车辆企业中稳居前 5 位。

我们判断，随着高铁客运高峰建设接近尾声，加强货运投入、客货并举将是大势所趋。前些年，铁道部每年对货车车辆采购稳定在 4-4.5 万辆，基本上按照市场占有率分配给各个货车生产企业。2011 年，铁道部货车招标总量可能提高到 5 万辆以上，今年的招标次数也明显增加。由于公司生产技术先进，与神华等大型煤矿集团关系良好，公司市场占有率稳步上升，2010 年达到 7.5% 左右。公司 1 季度已经接单 1400-1500 辆，预计全年实现内销超过 4000 辆，国内市场占有率会进一步上升到 8%。

图 3 公司中标及市场份额

资料来源：公司网站，国海证券研究所

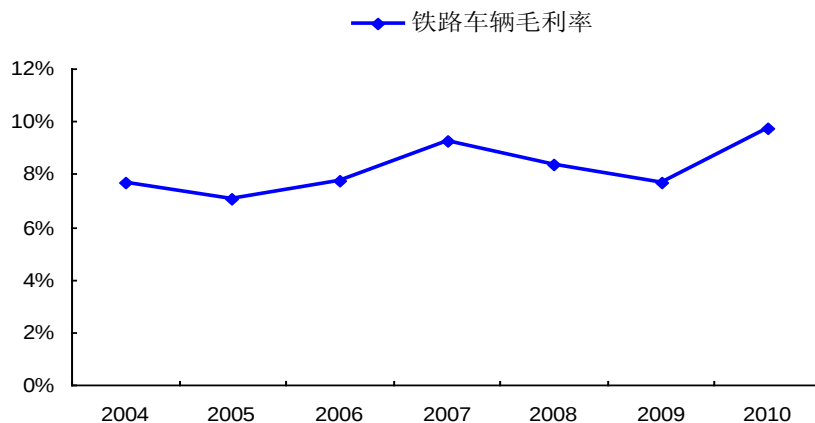
2006 年，公司货车车辆出口取得突破性进展，出口苏丹铁路车辆及部件总金额 2.36 亿人民币。此后由于经济危机，出口订单消失。今年，公司又重拾出口良好局面，公司是这次印尼方面唯一中标的货车车辆生产企业，再次证明了公司在海外市场上的影响力。

据印尼国内媒体报道，此次 1200 辆采购合同仅仅是个开始，未来 3-5 年，可能对货车需求量达到 1 万辆，公司渴望在今后获得更多的定单。此外，经济危机过后，石油等大宗商品价格上扬，俄罗斯、中东等石油国家对货车车辆需求旺盛，周遍外蒙古、哈萨克斯坦、巴基斯坦等也需求旺盛。公司也积极参与了这些国家的招标，有希望拿下其中部分定单。

综合国内外形势，我们判断公司今后 3-5 年，将迎来货车业务的爆发增长。

印尼定单在 2011 年将贡献业绩 0.20 元

货车市场占有率提升，导致公司货车生产规模效应显现，货车业务毛利率明显改善。2010 年，公司货车毛利率达到创记录的 9.75%，较 2009 年大幅提升 2 个百分点。由于公司股本较小，货车业务占比较大，公司业绩对货车毛利率尤其敏感。按照当前 20 亿的货车业务计算，仅毛利率提升一个百分点，净利润就将增加 2000 万，折合 EPS0.12 元。

图 4 公司铁路车辆业务毛利率

资料来源：公司年报，国海证券研究所

公司此次签下的定单共 1200 辆，合同执行期限为 2010 年 4 月-2013 年 12 月。我们预计将对 2011-2013 年业绩产生重要的影响。

此次合同总金额折合人民币 5.30 亿，相当于每辆货车的单价在 44.17 万，远远高出在国内招标的同类型合同车辆单价。此次招标的车辆应为米轨规格，车辆档次和载重不及公司 C70 型标准，而公司在 2010 年 3 月中标的国内 C70 型敞车单价仅为 37 万元（1044 台，合同总价 38619.12 万元）。如果国内 37 万元价格能保证 7.5% 的毛利率水平，那么扣除各种与出口相关的税费，此次招标的车辆业务毛利率理应在 15% 以上。

按照合同进度，公司 2011 年预计交货 550-600 台，贡献收入 2.43-2.65 亿。因此，此次合同我们预计将为公司贡献超过 3600 万的毛利，折合 EPS0.20 元。

调高 2011 年 EPS 至 0.61 元 维持“买入”评级

按照我们对国内外货车形势的估计，我们预计公司在 2011/2012/2013 年将实现货车销售 4500/5500/6500 辆，年复合增长率达到 23%。由于出口业务增速将明显快于国内，则带动毛利率出现明显上扬，即使考虑到原材料价格上涨和人工成本上涨的影响，公司货车车辆的毛利率水平在未来三年都有可能达到 11% 以上的水平。

由于海外定单对公司业绩的强有力贡献，我们将公司 2011 年 EPS 预测提升至 0.61 元，当前股价对应的 PE 仅 25 倍，PB 仅 2.5 倍，远远低于兵器装备集团下属 11 个上市公司的平均水平。我们给予“买入”评级。

表 2 兵工集团 11 家上市公司估值比较

代码	简称	收盘价 2011-5-4	总股本 (百万)	EPS			PE			BPS			PB		
				2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
600967.SH	北方创业	15.02	173.23	0.33	0.61	0.75	45.24	24.62	20.03	5.41	6.02	6.77	2.78	2.50	2.22
600262.SH	北方股份	18.46	170.00	0.43	0.45	0.52	42.93	41.02	35.50	4.58	5.04	5.54	4.03	3.66	3.33
600480.SH	凌云股份	15.66	361.71	0.81	1.2	1.52	19.33	13.05	10.30	5.03	5.53	6.09	3.11	2.83	2.57
000519.SZ	江南红箭	13.85	191.15	0.06	0.08	0.1	230.83	173.13	138.50	1.83	2.01	2.21	7.57	6.88	6.25
600495.SH	晋西车轴	16.00	302.24	0.14	0.24	0.33	114.29	66.67	48.48	4.60	5.06	5.57	3.48	3.16	2.87
002246.SZ	北化股份	17.06	197.89	0.11	0.17	0.21	155.09	100.35	81.24	3.07	3.38	3.71	5.56	5.05	4.59
000059.SZ	辽通化工	11.59	1,200.51	0.34	0.66	0.81	33.72	17.56	14.31	5.48	6.03	6.63	2.12	1.92	1.75
600148.SH	长春一东	14.56	141.52	0.15	0.32	0.44	97.07	45.50	33.09	1.92	2.11	2.32	7.58	6.89	6.27
600184.SH	光电股份	36.24	209.38	0.42	0.65	0.73	86.29	55.75	49.64	4.46	4.91	5.40	8.13	7.39	6.72
600435.SH	中兵光电	12.54	744.66	0.27	0.31	0.37	46.44	40.45	33.89	2.85	3.14	3.45	4.40	4.00	3.64
000065.SZ	北方国际	18.76	162.44	0.27	0.51	0.72	69.48	36.78	26.06	2.96	3.26	3.58	6.34	5.76	5.24
行业平均							85.52	55.90	44.64				5.01	4.55	4.13

资料来源：国海证券研究所

附录 北方创业财务简表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,278.98	1,516.35	2,218.33	2,662.49	3,213.57	一、营业收入	2,403.32	2,891.40	3,325.11	3,857.13	4,474.27
货币资金	378.68	665.93	1,095.11	1,360.02	1,739.12	减: 营业成本	2,182.65	2,597.06	2,942.72	3,413.56	3,937.35
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	6.54	7.74	10.71	12.42	15.03
应收款项	304.09	386.00	728.79	845.40	980.66	销售费用	27.48	28.02	38.24	46.29	53.69
预付款项	125.33	112.67	64.50	74.82	97.09	管理费用	121.06	168.84	185.72	204.29	224.72
存货	467.87	348.79	326.97	379.28	393.74	财务费用	7.49	4.73	1.39	-0.76	-2.08
其他流动资产	3.01	2.97	2.97	2.97	2.97	资产减值损失	7.91	5.02	0.00	0.00	0.00
非流动资产	872.17	861.78	748.06	691.19	634.33	加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资和金融资产	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	投资收益	0.00	0.46	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	24.27	23.64	23.64	23.64	23.64	其中: 联营企业收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	832.01	806.99	693.26	636.40	579.54	二、营业利润	50.19	80.45	146.34	181.33	245.55
在建工程	9.15	21.95	21.95	21.95	21.95	加: 营业外收入	7.94	8.86	9.74	10.72	11.79
其他生产性资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减: 营业外支出	0.60	10.94	12.03	13.23	14.56
无形资产及递延性资产	3.74	6.20	6.20	6.20	6.20	三、利润总额	57.54	78.37	144.05	178.82	242.78
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减: 所得税费用	5.72	8.85	17.29	21.46	29.13
资产总计	2,151.14	2,378.13	2,966.39	3,353.68	3,847.90	四、净利润	51.81	69.52	126.76	157.36	213.65
流动负债	1,053.82	1,222.65	1,684.14	1,914.08	2,194.65	归属母公司净利润	44.64	57.49	105.21	130.61	177.33
短期借款	69.05	65.00	65.00	65.00	65.00	少数股东损益与调整	7.17	12.03	21.55	26.75	36.32
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	五、总股本(万股)	173.23	173.23	173.23	173.23	173.23
预收帐款	19.35	13.50	227.75	264.19	318.71	EPS (元)	0.26	0.33	0.61	0.75	1.02
其他	965.42	1,144.15	1,391.40	1,584.89	1,810.94						
长期负债	8.22	5.52	5.52	5.52	5.52	主要财务比率					
长期借款	8.10	5.40	5.40	5.40	5.40	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
长期应付款	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00	成长能力 (YOY)					
其他	0.12	0.12	0.12	-0.88	-1.88	营业收入	17.28%	20.31%	15.00%	16.00%	16.00%
负债合计	1,062.04	1,228.17	1,689.66	1,919.60	2,200.17	营业毛利	3.97%	33.39%	29.91%	16.00%	21.04%
少数股东权益	200.67	212.70	234.25	261.00	297.32	EBIT	29.70%	2.81%	22.50%	122.50%	222.50%
股本	173.23	173.23	173.23	173.23	173.23	净利润	26.36%	28.79%	83.00%	24.14%	35.77%
资本公积	608.45	613.22	613.22	613.22	613.22	获利能力					
留存收益	106.75	150.81	256.03	386.63	563.96	毛利率	9.18%	10.18%	11.50%	11.50%	12.00%
股东权益合计	1,089.10	1,149.96	1,276.72	1,434.08	1,647.73	EBIT/收入	2.73%	3.10%	4.44%	4.68%	5.44%
负债和股东权益	2,151.14	2,378.13	2,966.39	3,353.68	3,847.90	净利率	1.86%	1.99%	3.16%	3.39%	3.96%
						ROE	5.02%	6.13%	10.09%	11.13%	13.13%
						ROIC	4.44%	5.70%	9.41%	10.45%	12.42%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						资产负债率	49.37%	51.64%	56.96%	57.24%	57.18%
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利息保障倍数	6.92	14.71	91.38	-207.40	-102.55
经营活动现金流量	54.64	337.85	430.56	264.15	377.02	速动比率	0.77	0.95	1.12	1.19	1.28
净利润	51.81	69.52	126.76	157.36	213.65	经营现金净额/当期债务	0.79	5.20	6.62	4.06	5.80
折旧摊销	7.91	5.02	0.00	0.00	0.00	营运能力					
财务费用	48.97	56.86	56.86	56.86	56.86	总资产周转率	1.12	1.22	1.12	1.15	1.16
投资收益	0.01	0.04	0.00	0.00	0.00	应收账款天数	45.55	48.06	78.90	78.90	78.90
营运资金变动	8.62	9.76	1.39	-0.76	-2.08	存货天数	77.17	48.35	40.00	40.00	36.00
其它	0.00	-0.46	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
投资活动现金流量	-77.52	-29.44	0.00	0.00	0.00	EBIT/股本	0.38	0.52	0.85	1.04	1.41
资本支出	-77.52	-29.90	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.32	1.95	2.49	1.52	2.18
长期投资	-77.52	-29.90	0.00	0.00	0.00	每股净资产	5.13	5.41	6.02	6.77	7.80
其他	0.00	0.46	0.00	0.00	0.00	估值比率					
筹资活动现金流量	-144.55	-21.16	-1.39	0.76	2.08	P/E	58.29	45.26	24.73	19.92	14.67
债务融资	-136.15	-2.70	0.00	0.00	0.00	P/B	2.93	2.78	2.50	2.22	1.93
权益融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/S	1.08	0.90	0.78	0.67	0.58
其它	-8.40	-18.46	-1.39	0.76	2.08	EV/EBITDA	32.64	22.48	11.83	8.37	4.81
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
现金净增加额	-167.43	287.25	429.18	264.91	379.10						

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：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；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的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。本报告版权归国海证券所有。