

获海外 5 亿大单，助公司稳步发展

——重大合同点评

北方创业

600967

事件

公司与印度尼西亚铁路总公司签订了 1200 辆 KKBW 型运煤敞车车辆销售合同，总金额为 USD81,450,00；合同金额约为公司 2010 年营业收入的 18.3%，交付期为 2011 年 4 月到 2013 年 12 月。

评述

公司作为国内第三大铁路货运车辆供应商，具有年产铁路货车 5000 辆，精密曲轴锻件 2 亿吨的产能。在铁路货车技术方面与前两大供应商南车、北车几乎没有什么差距，主要是因为我国铁路货运整车的研发主要由铁道部统一指挥，行业内各 A 类企业派出技术人员共同研发。相比之下公司的弱点之一则是缺乏完善的海外销售渠道，这也是导致公司 2010 年铁路货车整车出口数量急剧下降的主要原因。

此次公司一次性在海外获得约合人民币 5.3 亿元的大单仍属首次。公司在 2010 年报中也曾提出，对于未来市场拓展的计划之一就是进一步开拓海外市场，增加公司产品在海外市场上的渗透力，如非洲、中东和东南亚等地区。通过此次中标，可初步确认公司在铁路货运整车上的技术是得到了海外市场的进一步认可。

开拓海外市场对于公司未来发展积极有利，一方面，可以帮助公司解决过渡依赖国内铁道部订单的现状，如在 2009 年铁道部减少了全年铁路货车招标数量，行业内公司面临订单不足的问题，公司就是凭借 500 辆苏丹米轨车订单，确保公司全年业绩平稳增长。另一方面，出口海外的铁路货车较国内也有更大的利润空间。现阶段我国货运主流车型 C70 敞车单车售价在 37 万元左右，而此次出口订单中单车售价已高达 44.5 万元。我们预计公司 2011 年可实现出口铁路货车 400 台左右，年内或有机会再获海外订单。

盈利预期。我们同时考虑到公司其他业务未来的应收变化趋势，预计公司 2011-2013 年每股盈利（EPS）为 0.42、0.58 和 0.75 元。对应动态市盈率（PE）35.8、25.9 和 20.2 倍。考虑到公司铁路货车产品收入稳定，曲轴锻件生产线设备兼容性问题也可能在年内解决，同时具有军工背景存在资产注入和重组的预期。**给予公司增持的评级，半年目标价 18.00 元。**

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 05 月 05 日

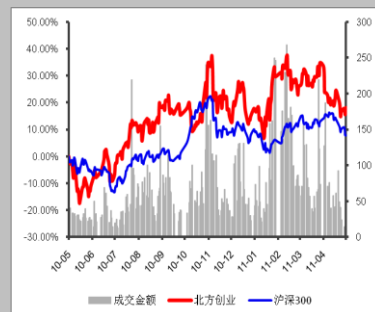
调研：2011 年 04 月 11 日

价格

当前市价：15.06 元

半年目标：18.00 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	35.8	25.9	20.2

注：EPS 为最新股本摊薄后数据

(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%

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	35.8	25.9	20.2
市净率(P/B)	1.4	2.4	2.7	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	13.5	22.8	20.0	23.5	18.1	16.5

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	35.8	25.9	20.2
P/B	1.4	2.4	2.7	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	13.5	22.8	20.0	23.5	18.1	16.5

资料来源：公司资料，东海证券预测

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	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