



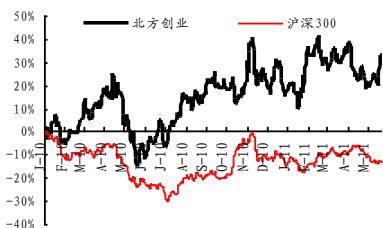
北方创业 (600967):

三轴联动 高增长引擎已经发动

高端装备制造-轨道交通&基础件

评级: 强烈买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
北方创业	6.31	-0.66	54.31
沪深 300	-5.9	-2.8	12.74

市场数据 2011.05.22

当前价格 (元)	16.52
52 周价格区间 (元)	18.08-9.87
总市值 (百万)	2862
流通市值 (百万)	2719
总股本 (万股)	17323
流通股 (万股)	16458
日均成交额 (百万)	72.41
近一月换手 (%)	34.91

相关报告

高端装备制造 中国制造的脊梁
(2011.02.11)

北方创业 2010 年报点评: 轨道交通&军工&高端装备制造三轴联动 (2011.04.07)

北方创业 2011 一季报点评: 三轴联动拉开高增长序幕 (2011.04.22)

北方创业获海外大订单点评 货车业务进入爆发增长期 (2011.05.06)

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

- 北方创业隶属兵器工业集团, 主要业务包括铁路货运车辆、军品结构件、精密锻件和车辆弹簧等。从公司背景和业务分布看, 公司具备轨道交通、高端装备制造和军工重组三大看点。
- 轨道交通业务: 随着铁道部改革破冰, 货车车辆业务进入高速发展阶段, 公司在海外市场开拓也取得突破性进展。铁路车辆定单内外开花, 公司产能利用率饱和, 产品结构向高毛利方向调整。收入和盈利齐升启动公司高增长第一道引擎。我们判断公司 2011 年铁路车辆业务将至少贡献 EPS0.45 元。
- 高端装备制造篇: 内蒙古一机集团为西北地区最大的装备制造基地。其中, 富成锻造公司产品最为高端。精密曲轴锻件等产品广泛运用于重卡及工程机械领域。受制于设备匹配性, 公司 2010 年产能利用率仅三成, 随着问题解决及公司曲轴生产链的延伸, 公司精密曲轴业务驱动高增长的第二道引擎。我们预测 2011 年精密曲轴锻件业务将至少贡献 EPS0.11 元。
- 军工重组篇: 兵器工业集团将陆续开展对下属 4 个事业部的改造, 北方创业可能在第一事业部最先迎来机遇, 集团资产注入可期。围绕资产注入展开的行动可能提高集团及大成装备的军工资产盈利能力。我们判断减少关联交易、提升经营效率可能使大成装备在 2011 年至少贡献 0.08 元 EPS, 公司高增长第三道引擎已经启动。
- 公司 PB 和 PS 低于兵器工业集团 11 家 A 股上市公司, 资本公积和未分配利润充足, 具备高送配基础。
- 我们预计 2011/2012/2013 年公司 EPS 为 0.69 元/0.92 元/1.26 元。将公司业务分拆为铁路车辆、铁路配件、军工和汽车零部件, 按照行业平均 PE 估值, 得到目标价 20.25 元, 给予“买入”评级。
- 风险提示: 需警惕原材料价格及人力成本不断上涨风险; 海外定单风险; 军工资产不能如期释放风险。

预测指标	2010	20011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	2891.40	3469.68	4163.62	4996.34
营业利润 (百万元)	80.45	164.21	220.16	300.57
净利润 (百万元)	57.49	119.61	158.97	217.52
摊薄每股收益 (元)	0.33	0.69	0.92	1.26
摊薄每股净资产 (元)	5.41	6.10	7.02	8.27
加权平均 ROE (%)	6.13	11.32	13.07	15.18

有别于市场的认识：**业绩和题材齐飞 高增长引擎已发动**

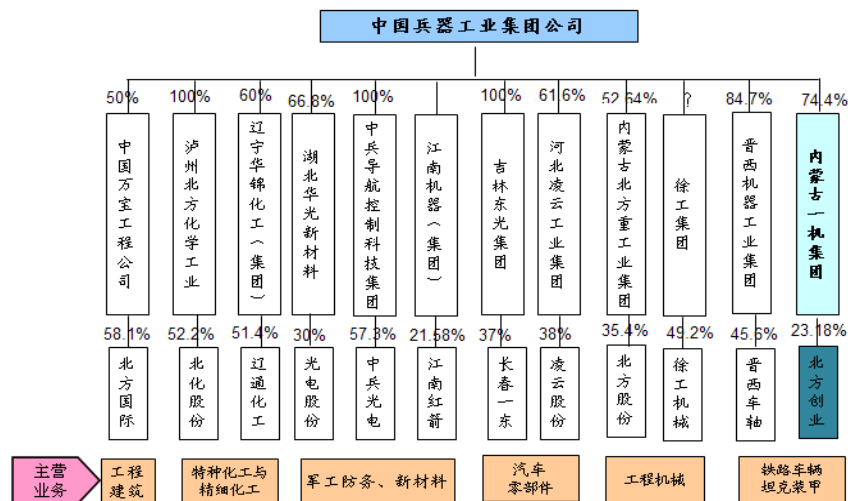
- ✧ 轨道交通、军工和高端装备制造是十二五期间国家重点支持发展的对象，因此成为 2011 年的三大投资热点。公司兼具这三重概念，可以在市场热点切换中保持稳定上涨。
- ✧ 公司业务涉及铁路货运车辆、军品结构件和高端装备基础锻件，三轴联动已经发动公司高速增长的引擎。尤其是在货运车辆业务爆发增长的带动下，公司 2011 年净利润有望实现超过 100% 的增长，良好的业绩为股价提供稳固支撑。
- ✧ 2011 年，制造企业面临原材料及人力成本上涨的巨大压力，下游需求增幅也在理性回落，盈利能力将受到巨大挑战。但是公司利润漏出点多，管理效率提升拉动业绩增长潜力大，仅仅依靠“挤利润”的方式都能保证未来几年的高速增长。
- ✧ 集团公司资产注入箭在弦上，有望在年内取得重大进展。

录属兵器工业集团 内蒙古一机集团唯一上市平台

军工背景

北方创业（600967）是中国兵器工业集团下属内蒙古一机集团的唯一上市平台。中国兵器工业集团是我国陆军武器装备的主要研制生产基地，主要为海陆空三军提供装甲突击、防空反导、远程压制、精确打击、高效毁伤和信息夜视等防务产品。同时，也承担重型装备与车辆、特种化工与精细化工、光电信息与新能源材料等民品业务的生产。目前兵器工业集团拥有包括北方创业在内的 11 家 A 股上市公司和 1 家港股上市公司（安捷利实业，08298.HK），另外入主徐工集团的事宜也在进行之中。

图 1 中国兵器工业集团公司上市公司及业务分布



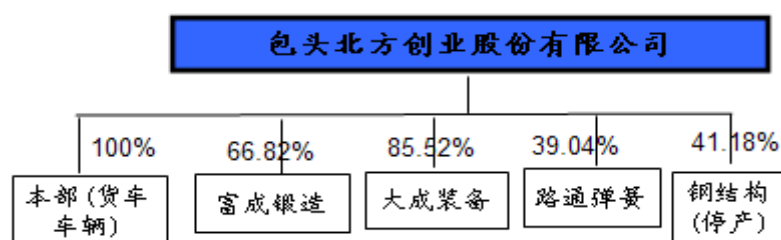
资料来源：公司网站，国海证券研究所

北方创业于 2004 年 4 月登陆上交所，代码 600967。截止 2011 年 5 月 19 日，公司总股本 1.73 亿，公司股权比较分散，控股股东内蒙古一机集团仅持有公司 23.18% 的股权。

4 大业务体系

上市之初，公司主营货运车辆、专用汽车和冶金机械。2006 年底，公司与大股东内蒙古一机集团进行资产置换，置出专用汽车和冶金设备等盈利能力相对较弱的资产，置入三分厂（大成装备）的军品结构件资产。2008 年成立并后续增资富成锻造和路通弹簧，目前公司形成了以铁路货车车辆、军品结构件、精密曲轴锻件和弹簧为主的 4 大业务体系。

表 1 北方创业股权结构



资料来源：国海证券研究所

货车车辆业务仍是主要的收入及利润贡献

2010 年，公司实现营业收入 28.91 亿，同比增长 20.31%，其中货车车辆业务（整车和配件）超过 18 亿元，占比 64.29%，为公司提供了稳定的收入及现金流。精密曲轴锻件、军品结构件和弹簧业务合计实现了 10 亿的收入，正逐步成长为公司重要的收入增长极。

表 3 2010 年公司收入分布

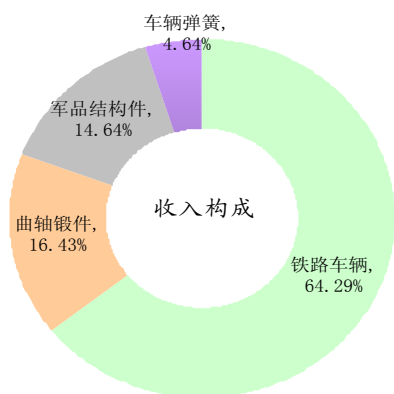
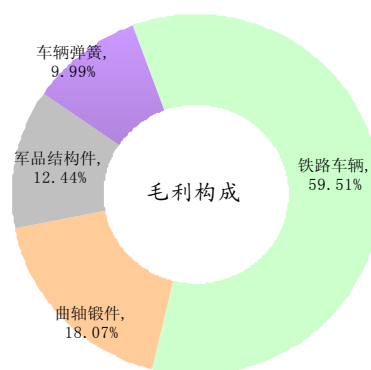


表 4 2010 年公司毛利分布



资料来源：国海证券研究所

2010 年，公司综合毛利率 10.18%，较 2009 年提升了 1 个百分点。综合毛利率的提升，主要得益于货车车辆业务收入和毛利的改善。2010 年，货车车辆业务毛利率大幅提升 2.1 个百分点至 9.75%。但是曲轴锻

件和军品结构件的盈利情况并不如之前预期良好，毛利率有一定幅度下滑，大成装备甚至出现了 500 万的亏损，因此货运车辆业务贡献了公司净利润的 85.64%。其次是路通弹簧，稳定的收入增长和高毛利率水平使之贡献了 13.21% 的净利润。我们判断，精密曲轴锻件和军品结构件将在未来逐步形成新的利润增长极。

表 5 2010 年分业务毛利率及变动

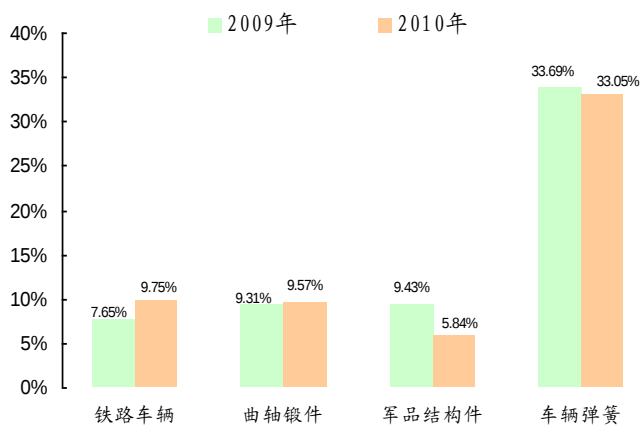


表 2 2010 年公司净利润分布

子公司盈利分析		2010			
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	100%	1800	49.00	49.00	85.64%
大成装备	85.52%	411	-5.42	-4.64	-8.10%
富成锻造	66.82%	466	7.92	5.29	9.25%
路通弹簧	39.04%	160	19.36	7.56	13.21%
钢结构	41.18%		-2.74	-1.13	-1.97%
合计		2837	68.12	57.22	
折合EPS			0.33		

资料来源：国海证券研究所

轨道交通篇：货车车辆业务进入爆发增长期

铁路发展不均衡 铁路货运瓶颈突显

中国铁路已有 100 多年的历史，长期以来在我国运输市场上都占有较高的比重，可比喻为“国民经济的大动脉”。9.18 等历史事件和铁道游击队等革命影片都展现了铁路在国民经济中的重要地位。

2009 年数据显示，铁路共运送旅客 152451.19 万人，占运输总人口的 5.12%；铁路共运送货物 333347.92 万吨，占运输总货物的 11.99%，高于水路和航空的运输能力，位列第二。

表 6 2009 年客运结构

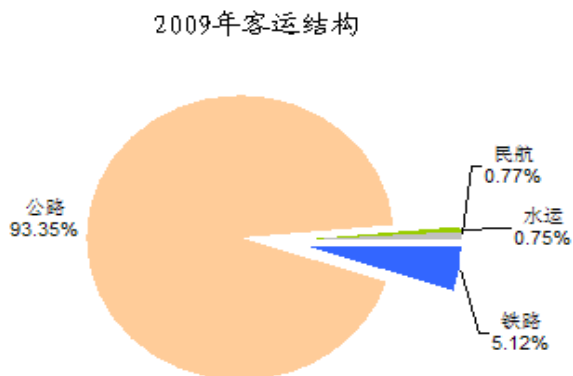
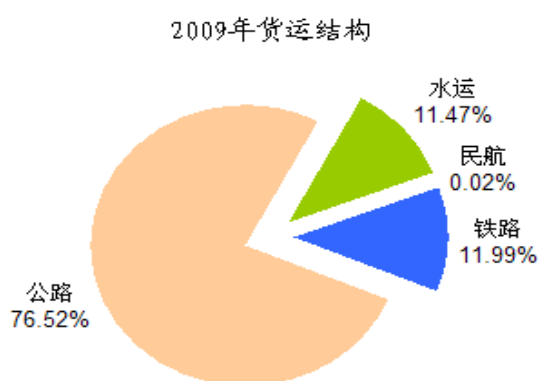


图 7 2009 年货运结构



资料来源：国海证券研究所

我们看出，无论是客运还是货运，铁路运输方式相对公路而言，都还有很大的差距，加快铁路建设是一项长期而艰巨的任务。

2004 年 1 月国务院常务会议就讨论通过了《中长期铁路网规划》，规划实施后大规模铁路建设全面开展，包括高速铁路、客运专线、城际铁路、煤炭运输通道、区际铁路干线、西部铁路相继开工。2004-2010 这 6 年间的复合增长率高达 44.52%，远远超过公路、水路、航空和城市道路建设的发展速度。2010 年，中国交通基建固定资产投资完成额 25591 亿，其中铁路固定资产投资额 7495 亿，占行业的 29.3%。截止 2010 年底，全国铁路营业里程 9.1 万公里，居世界第二位。

表 8 2005-2010 各类基建投资增长率

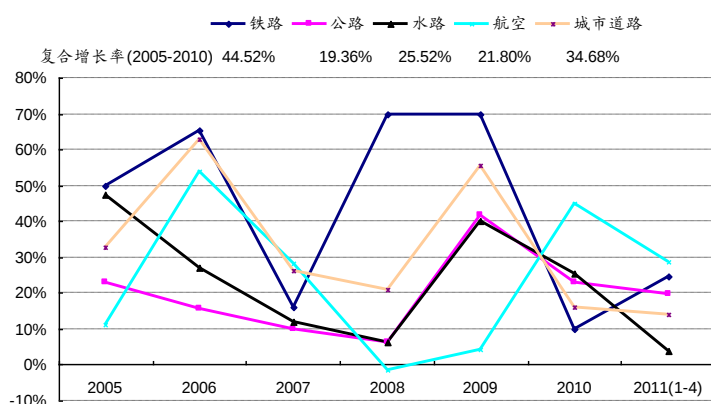
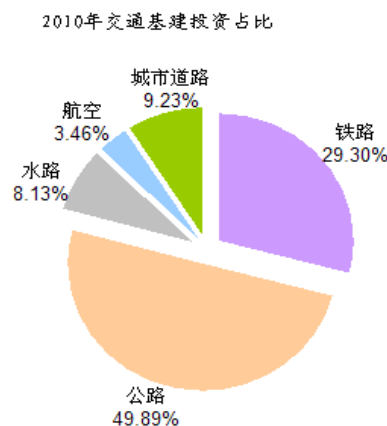


图 9 2010 年各类基建投资占比



资料来源：wind，国海证券研究所

尽管铁路建设进入了高峰，且十二五期间并没有减速的迹象，但是以往的建设主要集中在高铁领域。2005 年-2009 年，中国铁路客运人数由 11.18 亿上升到 15.25 亿，增长了 32%，而铁路货运只由 26.93 亿吨上升到 33.33 亿吨，仅增长 24%。货运增速明显慢于客运增速。

表 10 铁路客运及增长率

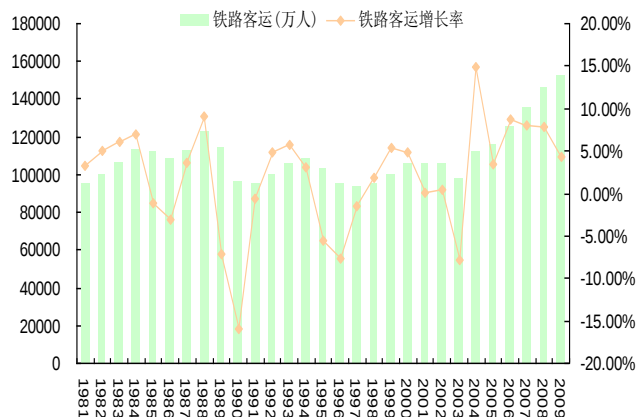
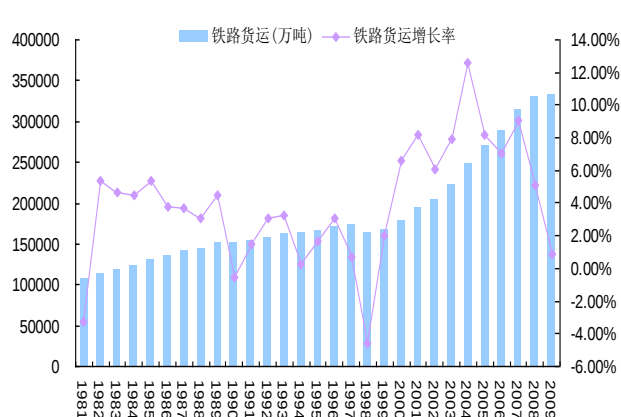


图 11 铁路货运及增长率



资料来源：wind，国海证券研究所

铁路建设发展不平衡、货运建设严重滞后，导致货运企业积极性降低，一些关系国际民生的资源性物资无法有效通过大动脉输出，煤荒、油荒、电荒等一系列的经济及社会问题相继发生，且愈演愈烈。

铁路改革破冰 货运进入建设高峰

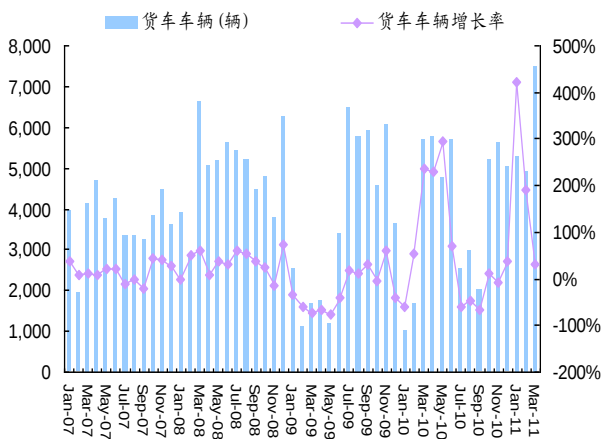
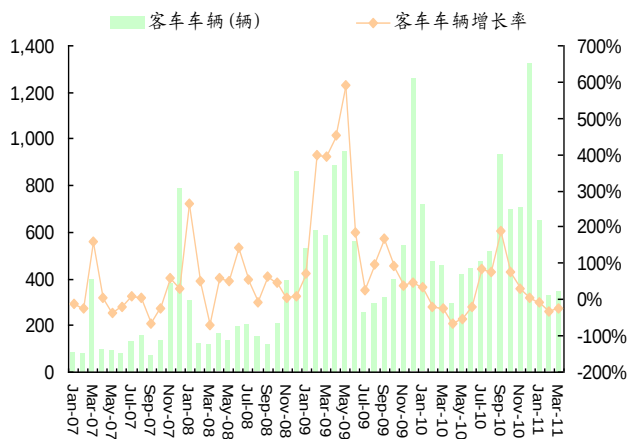
2011 年 2 月 12 日，由于严重违纪，前铁道部部长刘志军被免去职务，盛祖光担任铁道部部长及党组书记。随之而来的便是高铁降速、混合运行（2011 年 7 月 1 日起，铁路将调整列车运行图，推行三种混合运行的列车开行模式：I：在时速 300 公里的高速铁路上，既开时速 300 公里动车组列车，也开时速 200-250 公里动车组列车；II：在时速 200-250 公里的线路上，既开时速 200-250 公里动车组列车，也开时速 120-160 公里普通客车；III：在时速 200 公里及以下的线路上，既开普通客车，又开货物列车，客货统筹兼顾）等一系列变动。

这一系列举动标志着“高铁大跃进”时代的结束，并引发对铁路改革破冰的猜想，中国铁路建设将从“口号时代”迈入“务实时代”。我们对长期滞后的货运发展又重新燃起了希望。

2011 年 1-3 月，货车车辆累计销售 17684 辆，连续 4 个月同比增长 30%以上，其中 3 月份的销量创历史新高；而客车车辆仅累计销售 1314 辆，连续 3 月实现负增长。我们判断，2011 年，货车销量将突破 5 万辆，有望达到 6 万辆，较 2010 年增长 25%。

表 12 客车车辆分月销量 及增长率

图 13 货车车辆分月销量及增长率



资料来源：wind，国海证券研究所

货运的发展，主要还是取决于体制的改革。由于中国铁路计划经济的色彩比较浓重，铁道部对铁路的管制十分严格，从行业准入、招标采购、价格制定、收入分配等各个方面限制了铁路货运的发展。

美国从 1980 年铁路改革以来，美国铁路货运在货运中的市场份额不断上涨，由 30%提升到 2003 年的 39%，增加了 9 个百分点；而从

1980-2009 年，中国铁路货运在货运市场中的份额却从 21% 下降到 12%，下降了 9 个百分点。

表 14 美国铁路货运占比逐年提高

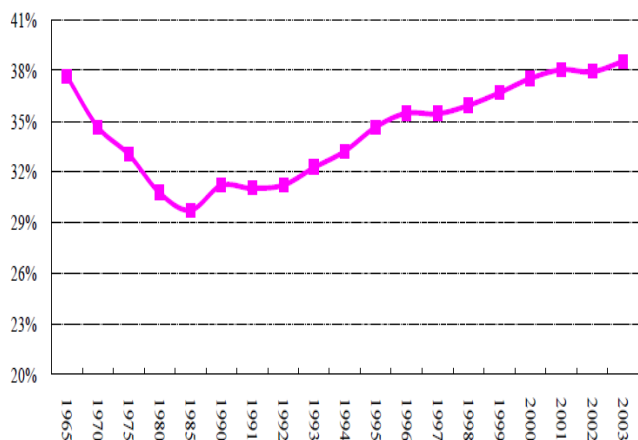
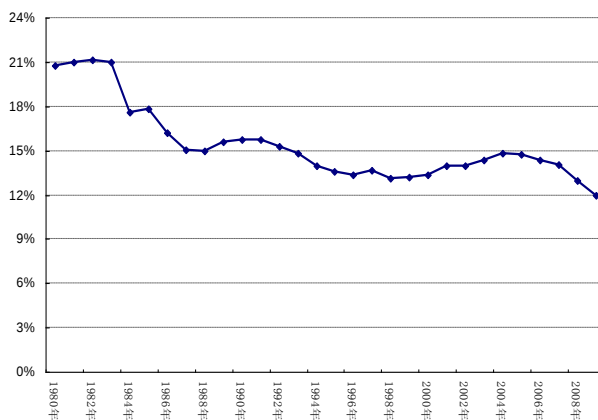


图 15 中国铁路货运占比逐年下降

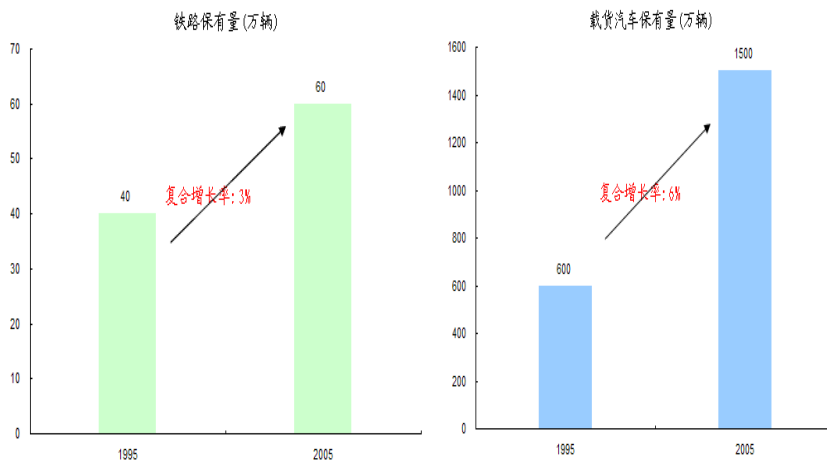


资料来源：wind，国海证券研究所

对于即将公布的铁路改革一些相关的细则，我们猜测理顺铁道部与铁路企业关系，扩大铁路运输企业的经营自主权将成为重要内容之一。在一定程度上允许铁路企业管内自由开车、跨局协商开车，运能和调度允许的情况下只需向铁道部报备；企业的更新改造和设备购置具备自主招标采购权等等内容将是改革的焦点。因此，我们有理由期待十二五期间是铁路货运企业及设备生产商的春天。

从 1995 年到 2010 年的这 15 年间，中国货车保有量仅从 40 万辆增长到 60 万辆，复合增长率仅 3%；而中国的载货汽车保有量却从 600 万辆增长到 1500 万辆，复合增长率高达 6%。十二五期间，铁路货运长期落后于公路货运的局面将得到有效扭转，我们预计 2015 年，铁路货车将超过 120 万辆。

图 16 中国铁路货车和公路载货汽车保有量对比



资料来源：国海证券研究所

货运车辆龙头企业 内外市场齐开花

北方创业具备敞车、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。

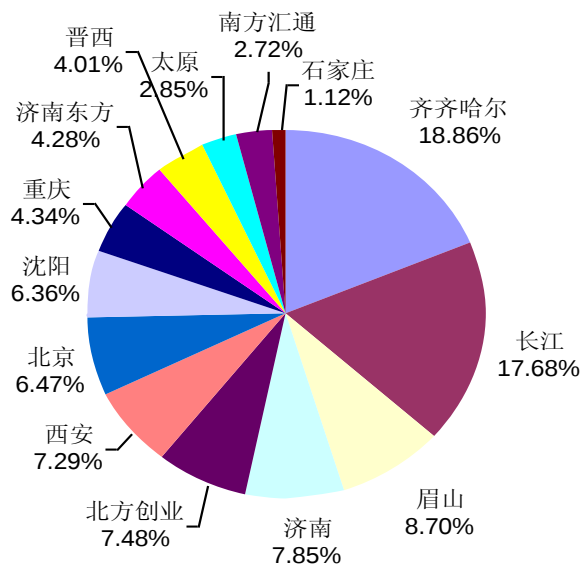
图 17 公司货车车辆类型



资料来源：公司网站，国海证券研究所

2010 年，公司实现车辆整车销售 3495 辆，同比增长 40%，在 14 家货车车辆企业中位列第五。

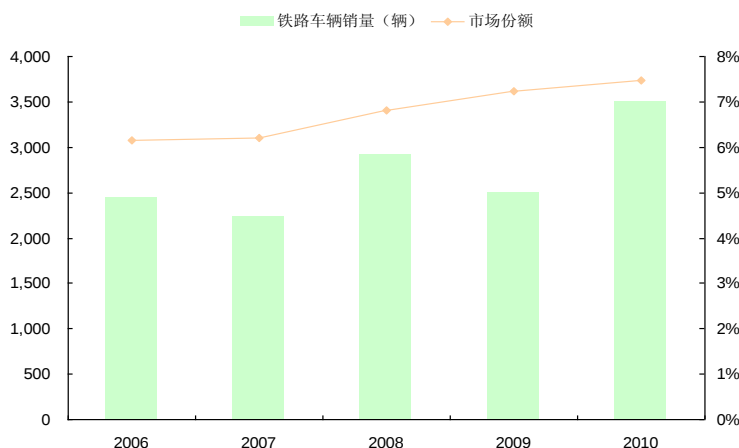
图 18 货运车辆业务市场占比



资料来源：WIND，国海证券研究所

凭借强大的竞争优势，公司在铁路货车领域的竞争优势一直在加强，2006 年，公司市场份额为 6.15%；而 2010 年市场份额上升到了 7.48%，较 2006 年提高 1.33 个百分点。

图 19 公司货运车辆销量及市场份额变动



资料来源：WIND，国海证券研究所

公司货车车辆竞争优势主要体现在以下几个方面：

- **地域优势。**从铁路运量分布图来看，中国铁路主要运输密度大的铁路主要集中在北部，这与我国资源主要集中在北部有关，我国铁路货种主要以大宗商品为主，包括煤炭、冶炼物资、石油、粮食、棉花、化肥及农药等，这就决定了北方铁路运输的格局。公司位于内蒙古包头，紧邻内蒙、山西、新疆等资源重镇，因此公司能够获得包括神华等大型煤企的自备车定单。公司每年获得的车辆定单有一半来自自备车。

地域优势不仅体现在与下游客户上，还体现在公司控制生产运输成本及拓展海外市场能力上。我们预计公司产品不仅能够进入印尼和苏丹，在俄罗斯、哈萨克、外蒙古、中亚地区都具有很高的知名度和竞争力。

- **产品优势。**公司拥有 C80、C70、C64、G17、U61 等敞罐两大系列几十种铁路货运车辆产品的生产许可，并且拥有第 I 类、第 II 类和第 III 类压力容器和压力罐车设计和制造许可证，以及完善的制造技术和生产工艺。与其他铁路货运车辆生产企业相比，公司铁路车辆产品品种齐全，具备较强的综合竞争能力，能够抵御某行业货车需求衰退导致的风险。

在 14 家货车车辆生产企业中，仅有 7 家企业具备罐车生产能力，其中只有北方创业和武汉江岸两家具备水泥罐车生产能力。北方创业在 2003 年招标中罐车市场份额为 8%。随着石化、水泥等各行业对罐车需求的快速增长，北方创业的罐车产能远远不能满足需要，公司计划新建 1500 辆/年的罐车生产线，解释，公司罐车市场份额将提高到 20% 以上。

图 20 现役车型类型

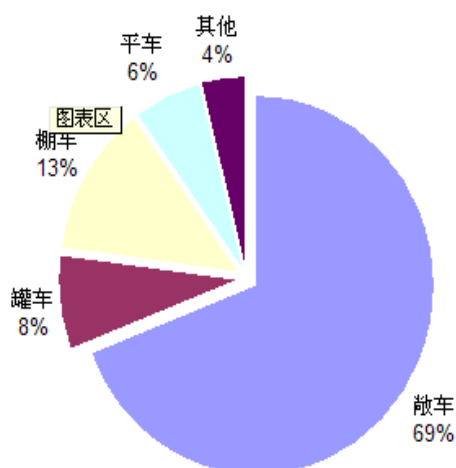
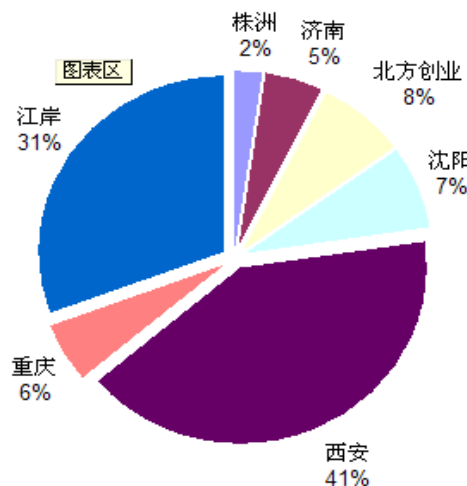


图 21 罐车市场份额（2003）



资料来源：wind，国海证券研究所

- **技术优势。**公司秉承精湛的兵工技术，拥有较完善的生产工艺技术手段，有较强的产品开发能力和技术储备。目前，公司的主要产品技术水平均为国内先进。近年来，本公司被铁道部列为首批研发 C80 铝合金运煤敞车、C76 运煤敞车以及试制转 8AG、转 8G 型、K2、K4、K6 等转向架的企业之一。

2011 年，公司在北京投资 4.88 亿建设国家级重点铁路车辆综合性能试验研究中心，该车辆试验基地建成以后，将在货车新技术、新材料、新工艺的研究、开发和应用上大大领先于行业竞争对手。

在货车重载、高速等发展趋势下，凭借公司强有力竞争优势，将保证市场份额的稳步提升。

货车业务启动公司高速增长第一道引擎

十二五期间，公司货运车辆将实现 30% 的高速增长。我们的判断理由如下：

1) 如前所述，在实现由口号到务实转变后，铁路货运发展将受到重视，铁路货运进入春天。据悉，《“十二五”综合交通运输体系发展规划（征求意见稿）》中煤炭资源运输通道的强力推进成为亮点。《规划》提出，要建成兰新第二双线、适时改造既有线，加强新线建设，适应新疆煤炭外运需要。建设蒙西地区至京唐港曹妃甸港区、晋中南地区至山东沿海港口的西煤东运通道。规划建设蒙西等能源基地至湖北、湖南、江西等中部地区的北煤南运新通道。优化完善煤炭运输系统，煤运通道能力达到约 30 亿吨/年。身处包头的北方创业将获得更多的货车定单。

2) 铁路改革破冰。货运企业在招标、运输上享受更大的自主权，自备车需求量将大幅增长。

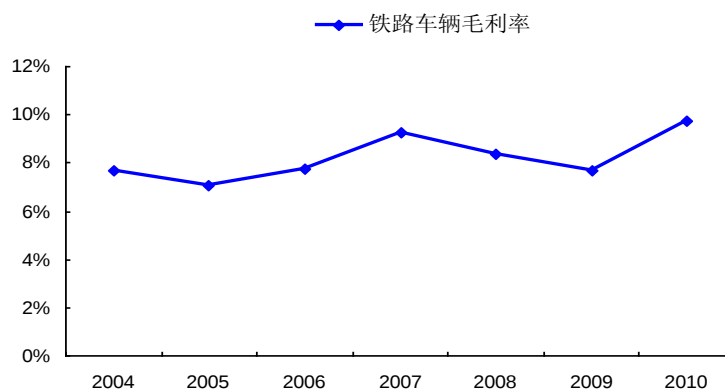
3) 海外需求进入爆发增长期。公司刚签订印尼 1200 辆大单，据印尼国内媒体报道，未来 3 年，印尼货车需求将在 1 万辆以上。公司是此次唯一中标的中国企业，如果合作顺利，公司有望拿下今后三年定单的大部分。另外，随着原油等大宗商品价格猛涨，中亚、俄罗斯等国货车定单猛增，公司积极参加竞标，并取得了一定的成绩。

我们按照 11/12/13 年国内货车需求 5.5/7/9 万辆的需求计算，公司市场占有率如果逐年提升 0.5 个百分点至 8%/8.5%/9%，那么未来三年公司国内货车车辆销量将达到 4400/5950/8100 辆，海外定单我们按照 600/1000/2000 估算，未来三年，公司货车车辆需求将为 5000/6950/10100 辆。

鉴于公司货车产能紧缺，即使公司未来投产新增货车生产线，产能释放也需要一定时日，公司不得不舍弃部分盈利能力低的定单。因此我们保守估计公司未来三年的货车销量为 4500/6000/8000 辆。

货车销量增长，规模效应可得充分体现，再考虑到货车生产结构发生变动，公司货车车辆毛利率将逐年上扬。2010 年，公司货车车辆毛利率较 2009 年上升 2 个百分点，就是这些因素综合作用的结果。

图 22 公司货车业务毛利率 2010 年大幅提升



资料来源：WIND，国海证券研究所

我们假定公司 2011 年实现货车销售 4500 辆，国内招标 4000 辆，国外交付 500 辆。按照表 3 的假设，我们预计今后几年公司货车车辆的毛利率水平还将逐年上升。

货车业务是公司最主要业务，在 2010 年中收入 18 亿元，占比超过 60%。如果毛利率提高，对公司业绩贡献巨大。以 20 亿销售收入为例，毛利率提升 1 个点，意味着毛利率提升 2000 万，对 EPS 提升 0.11 元。我们的假定中，毛利率提高对公司 2011 年的业绩贡献将高达 0.23 元，因此货车车辆业务已经启动公司高增长第一道引擎。

表 3 公司 2011-2013 年货车毛利率测算

假设条件	敞车及其他		罐车及其他	海外	综合毛利率	销售收入(亿)
	自备等高毛利	其他低毛利				
毛利率	12%	8%	15%	18%		
单价	45万	37万	50万	44万		
产品销量	2011	2100	1500	400	500	11.60% 19
	2012	2500	2100	600	800	11.70% 26
	2013	3000	2500	1000	1500	12.25% 34

资料来源：国海证券研究所

高端装备制造篇：着力打造西部地区精密铸件之龙头

铸锻件是高端装备制造必须的基础件

北方创业所在的内蒙古一机集团是西北地区最大的装备制造基地，担负着全军坦克等陆地重型武器及高端精密铸件的生产任务，是我们确定的高端装备制造领域的重要标的之一。

我们认为，铸锻件也是高端装备必备基础件。铸锻件制造，特别是大型铸锻件，广泛运用于如核电、超临界和联合循环发电、海上平台、高速列车、航空航天、低速曲轴等领域。这些领域是高端装备制造涵盖的行业，是国家独立建设的命脉行业，也是关系到国家安全和国家经济命脉的不可或缺的战略行业，其发展水平已成为衡量一个国家综合国力的重要标志。大型铸锻件制造业发展一直受到发达国家如日、俄、美、德、英、法、意等国的高度重视。我们统计发现，飞机上有 85% 左右的构建是锻件，坦克重量的 60% 是锻件，汽车上也有约 20% 的锻件。

表 4 铸锻件的应用领域

锻件的应用行业	应用部位	锻件占机体重量
航空航天	飞机发动机的涡轮盘、后轴颈（空心轴）、叶片、机翼的翼梁，机身的肋筋板、轮支架、起落架的内外筒体等	>80%
船舶	主机锻件、轴系锻件和舵系锻件，轴系锻件有推力轴、中间轴艉轴等。舵系锻件有舵杆、舵柱、舵销等。	
工程机械	工程机械发动机、底盘相关零部件。	
农业机械	设备零部件。	
电力设备	压力壳和堆内构件等核电锻件；汽轮发电机的转子和护环，以及汽轮机中的叶轮与汽轮机转子等火电锻件；水轮机大轴、水轮发电机大轴、镜板、推力头等。	
冶金矿山等重型机械	轧机轧辊、轧机机架以及轧辊用大型轴承座等、采掘设备、卷扬设备、破碎设备、研磨设备、洗选设备、烧结设备、球磨机等。	10%-25%
石油化工	球形储罐的人孔、法兰，换热器所需的各种管板、对焊法兰催化裂化反应器的整锻筒体（压力容器），加氢反应器所用的筒节，化肥设备所需的顶盖、底盖、封头等	
汽车	汽车发动机的曲轴、连杆、凸轮轴、前桥所需的前梁、转向节、后桥使用的半轴、半轴套管、桥箱内的传动齿轮等	15%-25%
兵器	炮管、炮口制退器和炮尾，步兵武器中的具有膛线的枪管及三棱刺刀、火箭和潜艇深水炸弹发射装置和固定座、核潜艇高压冷却器用不锈钢阀体、炮弹、枪弹等。	>60%
铁路设备	轴承等设备零部件	

资料来源：国海证券研究所

我国锻件产能主要集中在中低端，高端长期依靠进口。随着航天、海工、陆地重型装备等高端装备制造领域深入发展，高端锻件的瓶颈将日益凸显。从产业链看，由于军工企业对锻造件的应用要求较高，且对国产化有特殊需求，因此军工企业在铸件领域有着特殊的优势。内蒙古一机集团因此也代表了西北地区高端装备制造的最高水平。

富成锻造是北方创业铸锻件中心

北方创业的精密铸件业务主要集中在子公司富成锻造。富成锻造主要从事重型曲轴及前轴的生产，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等年 30 万件的生产能力。能够自行设计、制造 1-16 吨锻锤各类复杂热作、冷作锻压模具。公司 2008 年投资的 16000 吨电动螺旋压力机属亚洲最领先水平，与天润曲轴 2011 年投产的压力机属同一水平。

图 23 富成 16000 吨电动螺旋压力机



图 24 富成生产的重型曲轴及相关锻件



资料来源：国海证券研究所

2010 年，富成完成各类重型曲轴、前轴等 11 万件，与国内主流发动机制造企业潍柴、锡柴、大柴、朝柴等都有很好的合作关系。公司也给天润等国内专门从事曲轴生产企业供给毛坯件。

重型曲轴还有大发展

我们判断，未来几年，仍是中国汽车发展的高峰期，中国汽车产业仍处于快速增长阶段是主流看法。

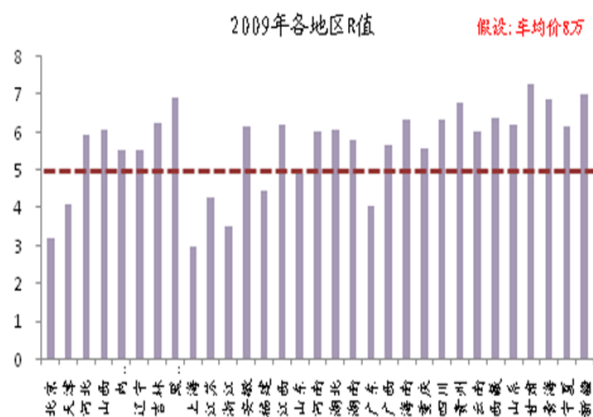
目前中国的汽车保有量还很低，只有少数几个城市的百人汽车保有量在 10 辆以上，空间巨大。根据历史经验，当 R 值（车价/收入）达到 3-5 的临界值时，汽车进入快速增长阶段，结合日本和韩国的汽车发展历程，这一阶段会持续数年。2010 年汽车销量已突破 1800 万辆大关，尽管 2011 年在政策退出、油价上涨、交通拥堵等不利因素下汽车行业增速出现了理性回调，但是参照国外发达国家走过的历程，中国汽车仍处于快速增长阶段，未来几年仍是发展的高峰。按照行业预计中国汽车

年销售峰值 3000-3500 万辆（极有可能出现在 2015 年前后）推算，未来几年中国汽车复合增长率仍然高达 20%。

图 25 2009 年各地区百人汽车保有量



图 26 2009 年各地区 R 值



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

富成目前产品主要为重卡和工程机械用曲轴毛坯，与基础建设投资等关系紧密。我们的判断是，中国很多地方，尤其是中西部地区都还太穷了，基础设施仍然不完善。在国家加快中西部地区建设、缩小收入差距的大背景下，基础设施建设投资的力度只会增加而不会降低。因此商用车和工程机械需求还会持续旺盛。

尽管 2010 年基数较高，重卡和装载机等工程机械产品增幅并没有出现大幅下滑，相反保持了稳步上涨。对于超载治理、排放标准升级有可能引起重卡和工程机械行业更新淘汰进程加快，我们判断未来几年的环境仍有利于重卡和工程机械的发展，有望保持 20% 的复合增长。

图 27 重卡月销量及增长率

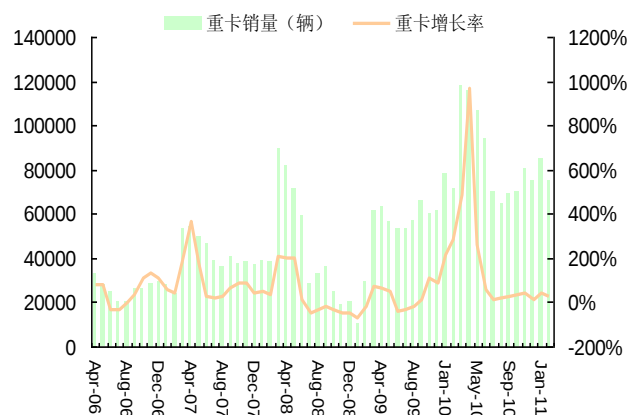
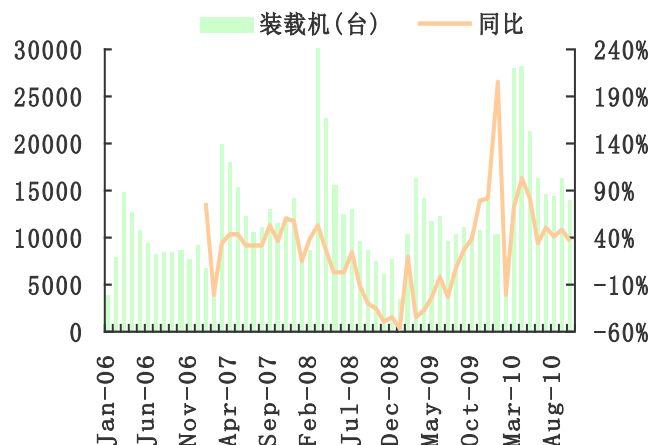


图 28 装载机月销量及增长率



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

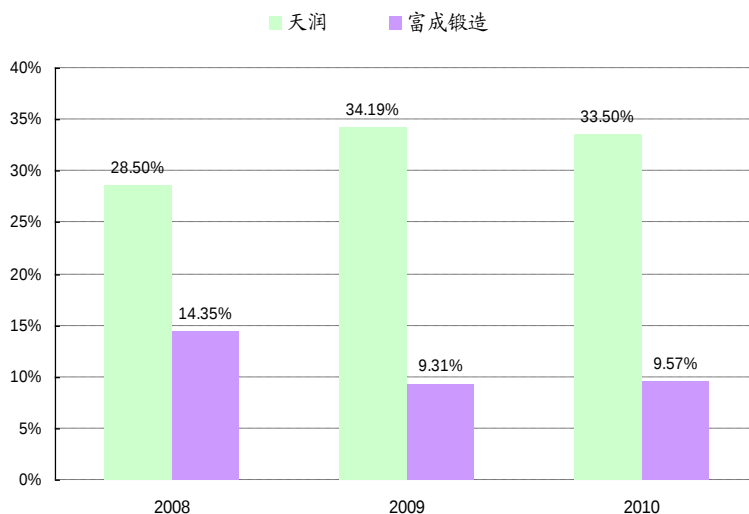
行业欣欣向荣，这给富成的成长创造了良好的条件，另外，从目前曲轴行业的竞争格局看，也对富成有利。1）曲轴生产国产为主导，世

界曲轴龙头蒂森克鲁勃在中国发展多年仍无建树。2) 目前为重卡提供配套的重型曲轴专业生产厂家主要是天润曲轴和丹东 518 厂, 其中天润曲轴 2010 年重型曲轴销量约 46 万只, 在重型曲轴市场份额超过 40%, 但是其产品仍供不应求, 新产能释放也在短期无法实现。

富成锻造发动公司高增长的第二道引擎

2008-2010 年, 富成的生产和销售并不理想, 与天润曲轴毛利率相差 24 百分点。

图 29 富成锻造与天润曲轴毛利对比



资料来源: WIND, 国海证券研究所

我们分析发现, 毛利率差距主要来自于两个方面: 1) 天润重卡曲轴产能由 2008 年 20 万只增长到 2010 年 46 万只, 且产能利用率超过 100%; 而富因其主要生产设备 16000 吨电动螺旋压力机无法与国内采购的辅助设备配套同步运行, 导致产能利用率只能维持在 30%。2) 天润做曲轴精加工, 附加值高; 而富成只做曲轴毛坯, 附加值低。

2011 年, 富成生产设备问题全部解决, 产能将逐年有效释放, 预计 2011 年实现包括曲轴在内的精密锻件 15 万件, 产能利用率能提升至 50%, 毛利率有望恢复到 15% 以上。长期看, 富成完善曲轴生产链, 获取精加工环节高毛利将是必然的。

我们预测富成 2011 年产能利用率能提升至 50%, 产量达到 15 万件, 销售收入 5.5 亿。按照 15% 的毛利率、5% 的净利率估算, 富成 2011 年能实现净利润 2750 万, 贡献净利润 1838 万, 折合 EPS0.106 元, EPS 贡献较 2011 年增加 0.11 元。预计今后几年公司的产能利用率、毛利率和净利率处于不断攀升状态, 达到或超过行业平均水平。

可见, 精密锻造业务已启动公司高速增长的第二道引擎!

军工重组篇：集团资产注入渐行渐近

坦克作为陆地常规重型武器 未来仍能保持稳定增长

内蒙古一机集团是全军坦克生产基地，主要生产 96 式主战坦克和第三代作战坦克。我们从集团公司披露的数据推测 2010 年坦克及相关配件等军品业务收入约 40 亿左右。

图 30 96 式作战坦克及其性能

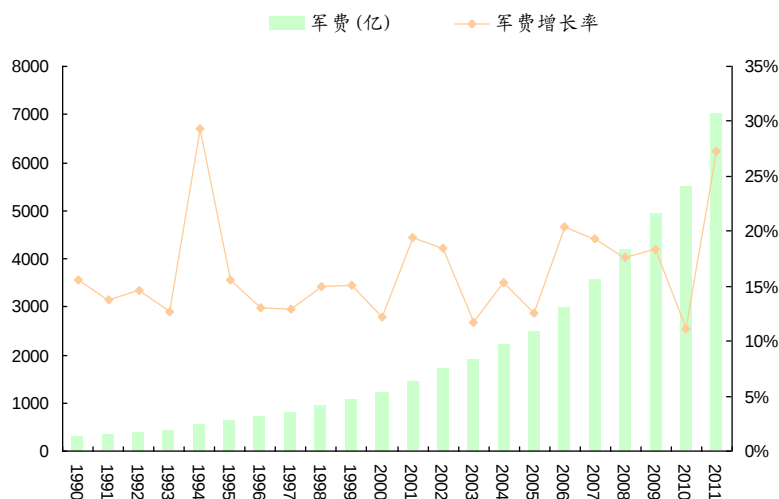


战斗全重：41.5 吨 乘员：3 人
 车长：10.65 米 车宽：3.3 米 车高：2.3 米
 并列机枪：7.62 毫米 高射机枪：12.7 毫米
 炮弹：41 发；7.62 毫米弹：2250 发；12.7 毫米弹：500 发
 发动机：1 台涡轮增压柴油机 功率：1200 马力
 最大速度：57.25 公里/小时 最大行程：400 公里

资料来源：WIND，国海证券研究所

2011 年，中国军费支出将超过 7000 亿人民币，同比继续保持较快增长。其中将有很大一部分支出用来改善陆、海、空武器，以提升其作战性能，来应对越来越复杂的周边局势。

图 30 历年经费支出及增长率



资料来源：WIND，国海证券研究所

尽管坦克不会向海中和空中作战武器那样高速发展，但是作为纵深作战的常规重型作战武器，还是有用武之地，因此平稳增长及换代可以保证其平稳增长。另外，中国坦克性价比高，在复杂局势中，出口势头较旺盛。我们非常看好集团公司的坦克资产。

子公司大成装备主要业务为坦克等结构件，作为军工资产证券化的

尝试，注入上市公司，为集团其他军工资产的注入积累了一定的经验。

集团资产注入渐行渐近

“十一五”末，兵器工业集团提出“科学发展，五年翻番”的目标，即在“十二五”实现主营业务收入突破 3000 亿元。为了实现这一目标，集团提出了明确的发展思路，即用 3 年多的时间，把现在 110 多家成员单位重组为 30 多个专业化的子集团，其中 10 多个专业化子集团要打造成为在国家层面有重要地位、在市场中有重要话语权和影响力的行业领先者。而作为规划的重要组成部分，集团拟将旗下四个事业部打造能源、精细化工及其配套原材料和重型装备三大“千亿”民品产业基地。

2011 年伊始，第二事业部、第三事业部和第四事业部已利用北化股份、辽通化工、光电股份等上市公司平台积极开展军工资产证券化工作，三个千亿集团已现雏形。但是北方创业、北方股份等所在的第一事业部进展缓慢。我们对比发现，相对于北方股份的股权结构和资产状况，北方创业率先在第一事业部破冰，进行资产整体上市的可能性较大。

表 5 兵器工业集团事业部划分和资产证券化步伐

	上市公司	主要业务	证券化进程	目标
第一事业部（重型车辆）	北方创业（600967）	铁路车辆、曲轴锻件、结构件	预期注入一机集团剩余资产	百亿子集团
	北方股份（600262）	矿山车辆、挖掘机、旋挖钻机		
	江南红箭（000519）	火箭系列反坦克导弹	借壳银河动力，已完成江南工业集团 11% 军工资产注入	
	凌云股份（600480）	汽车部件，PE 管道	凌云集团相关资产已注入	
第二事业部（武器弹药）	晋西车轴（600495）	铁路车辆、轮对、锻件		
第三事业部（化工）	北化股份（002246）	硝化棉及制品等化工产品	已收购 525 泵厂、银光聚银、银达化工、北方锦化等资产	千亿化工子集团
	辽通化工（000059）	聚乙烯、聚丙烯等化工产品	资产重组失败，不排除继续谋划可能	
第四事业部（光电）	光电股份（600184）	军工防务、光学玻璃、太阳能组件	收购西光集团	千亿能源子集团
	中兵光电（600435）	军民两用智能产品、电脑刺绣等	收购泰兴航联、河南万象等	
	长春一东（600148）	汽车离合器		
其他	北方国际（000065）	建安工程		千亿重型装备子集团
	安捷利（08298）	软性电路板		
	徐工机械（000425）	起重机等工程机械	预期收购北方奔驰相关资产	

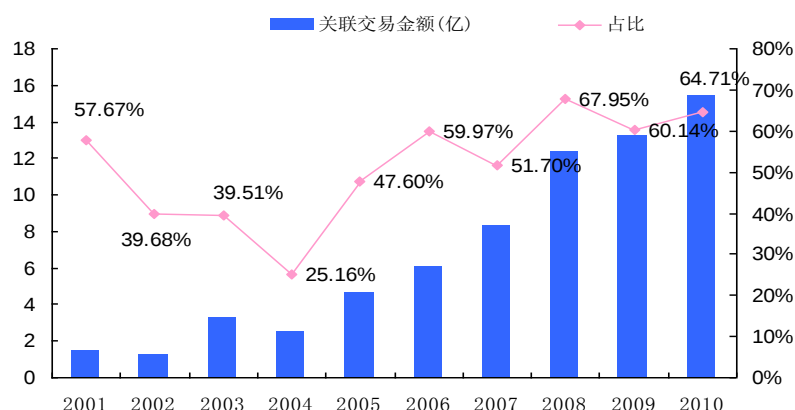
资料来源：国海证券研究所

大成盈利能力渴望得到提升

集团资产注入有望提升大成锻造的盈利能力，更有希望提升整个集团军工资产盈利能力。具体理由如下：

- **关联交易大大减少** 如果一机集团资产注入上市公司，那么高额关联交易将大大减少。公近年来经营活动（采购和销售）关联交易占同类业务关联交易的比重高达 60%，这使得大成装备的采购和销售无法实现市场化运作，因此盈利受到损害。

图 30 公司历年经营活动关联交易金额及占比



资料来源：WIND，国海证券研究所

- **经营独立性大大提升** 理论上大成装备是北方创业的子公司，经营决策和财务完全独立，但是由于其军工产品的特殊性，其生产必须听命于集团公司，也无法真正做到财务独立。如果集团公司和上市公司合为一体，大成装备将更多考虑公司在资本市场上的形象，因此能在经营方面更符合现在企业制度。
- **经营效率得到提升** 如果集团与上市公司合为一体，那么两个分别考虑集团和上市公司利益的管理层将利益趋同，决策效率将大大提高。

尽管集团整体资产注入面临不确定性，但是围绕集团资产注入的工作已经展开。特别是总经理李志亮在提高经营效率，减少关联建议方面已经做了很多工作，这些工作将在未来提升大成装备及整个上市公司的盈利能力产生深远影响。

大成装备发动公司高速增长的第三道引擎

2010 年，大成装备实现收入 4.11 亿，却出现了 500 万亏损，我们推断主要由于大成关联交易及经营主体缺失所致。我们认为，大成在未来减少关联交易，提升经营效率值得期待，其资产盈利能力应能逐步得到体现。

按照军工资产一般成本加成定价方式，我们认为大成合理的净利润水平应当在 5% 左右。而 2008 年以来大成的净利润率却远远低于这一水平，即使收入增长及原材料成本下降，盈利能力也没有出现明显改观。

表 6 大成装备 2008-2010 年收入及净利润情况

	收入(亿)	收入增长	利润(万)	净利润率
2008	2.37		8.5	0.04%
2009	3.69	55.70%	82.4	0.22%
2010	4.11	11.38%	-500	-1.22%

资料来源：国海证券研究所

如果我们按照 5% 的销售净利润率水平估算，2011 年大成装备如实现预期的 3.2 亿收入，那么净利润将达到 1600 万，对上市公司净利润将贡献 1400 万，折合 EPS0.08 元。

大成装备即将发动公司高速增长的第三道引擎。

其他：具备高送配基础

2010 年，公司销售收入 28.91 亿，折合每股销售收入 16.69 元；归属母公司净资产 9.37 亿，折合每股净资产 5.42 元，公司 PS 和 PB 在兵器工业集团 11 家 A 股上市公司中排名靠后。

表 7 兵器工业集团 11 家上市公司静态 PE、PB、PS 指标对比

代码	简称	收盘价 2011-5-22	总股本 (百万)	EPS 2010	PE	BPS 2010	PB	SPS 2010	PS
600967.SH	北方创业	16.52	173.23	0.33	49.76	5.41	3.05	16.69	0.99
600262.SH	北方股份	19.58	170.00	0.43	45.53	4.58	4.28	11.19	1.75
600480.SH	凌云股份	14.95	361.71	0.81	18.46	5.03	2.97	9.49	1.58
000519.SZ	江南红箭	15.36	191.15	0.06	256.00	1.83	8.39	1.82	8.44
600495.SH	晋西车轴	16.30	302.24	0.14	116.43	4.60	3.54	5.75	2.84
002246.SZ	北化股份	17.04	197.89	0.11	154.91	3.07	5.55	6.79	2.51
000059.SZ	辽通化工	14.24	1,200.51	0.34	41.43	5.48	2.60	19.93	0.71
600148.SH	长春一东	14.67	141.52	0.15	97.80	1.92	7.64	5.07	2.89
600184.SH	光电股份	34.09	209.38	0.42	81.17	4.46	7.64	8.64	3.95
600435.SH	中兵光电	12.48	744.66	0.27	46.22	2.85	4.38	2.40	5.20
000065.SZ	北方国际	20.26	162.44	0.27	75.04	2.96	6.84	11.26	1.80
行业平均					89.34		5.17		2.97

资料来源：国海证券研究所

公司资本公积及未分配利润金额合计达到 7.5 亿，折合每股 4.3 元。

结合近几年公司的利润分配方案，我们判断公司在 2011 年具备高送配可能。

盈利预测与估值

盈利预测

在不考虑集团资产注入的情况下，我们预测公司 2011 年、2012 年和 2013 年收入分别为 34.70 亿、41.64 亿和 49.96 亿，EPS 分别为 0.69 元、0.92 元和 1.26 元。

分部 2011 年盈利预测如下：

表 8 2011 年分部盈利预测

子公司盈利分析		2011E			
单位：百万	股权比例	收入	净利润	利润贡献	EPS
公司本部	100%	2400	78	78	0.45
大成装备	85.52%	330	16	14	0.08
富成锻造	66.82%	560	28	18	0.11
路通弹簧	39.04%	180	22	9	0.05
合计		3470	144	119	0.69

资料来源：国海证券研究所

估值

按照行业划分，我们将公司业务划分为铁路车辆（本部）、铁路配件（路通弹簧）、军工（大成装备）和汽车零部件（富成锻造）四个组成部分。我们分别选取行业中产品最类似的上市公司进行类比。

表 9 铁路车辆业务类似上市公司 PE 水平

代码	简称	收盘价	PE		
		2011-5-22	2011E	2012E	2013E
601766.SH	中国南车	6.69	21	16	11
601299.SH	中国北车	6.65	18	14	11
000920.SZ	南方汇通	10.58	41	33	24
600169.SH	太原重工	19.7	22	18	15
行业平均			25	20	15

表 11 铁路配件类似上市公司 PE 水平

代码	简称	收盘价	PE		
		2011-5-22	2011E	2012E	2013E
601002.SH	晋亿实业	18.15	38	29	22
002122.SZ	天马股份	12.94	24	16	13
600458.SH	时代新材	19.83	28	20	14
600495.SH	晋西车轴	16.3	68	49	39
000887.SZ	中鼎股份	13.38	14	10	8
行业平均			34	25	19

表 10 军工类似上市公司 PE 水平

代码	简称	收盘价	PE		
		2011-5-22	2011E	2012E	2013E
600765.SH	中航重机	17.02	40	33	26
000519.SZ	江南红箭	15.36	85	61	47
600495.SH	晋西车轴	16.3	68	49	39
600523.SH	贵航股份	21.02	50	40	34
行业平均			61	46	36

表 12 汽车零部件类似上市公司 PE 水平

代码	简称	收盘价	PE		
		2011-5-22	2011E	2012E	2013E
002283.SZ	天润曲轴	13.14	21	16	12
600960.SH	渤海活塞	14.15	18	15	12
002448.SZ	中原内配	31.5	24	18	14
002434.SZ	万里扬	28.31	27	20	15
002126.SZ	银轮股份	19.61	17	15	11
行业平均			22	17	13

资料来源：国海证券研究所

目标价及投资建议

按照平均 PE 水平给公司更项业务估价，最终确定公司的合理目标价应为 20.25 元，我们维持买入评级。

表 13 2011 年分部估值及目标价

	铁路车辆	铁路配件	军工	汽车配件	合计
2011EPS	0.45	0.05	0.08	0.11	0.69
2011PE	25	34	61	22	29.35
目标价	11.25	1.7	4.88	2.42	20.25

资料来源：国海证券研究所

风险因素分析

- 1) 原材料和人力成本继续大幅上涨的风险；
- 2) 海外定单风险；
- 3) 军工资产业绩不能如期释放风险。

附录 北方创业财务预测简表 (2011-5-23)

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	2,296.73	2,843.04	3,540.75	一、营业收入	2,403.32	2,891.40	3,469.68	4,163.62	4,996.34
货币资金	378.68	665.93	1,125.26	1,438.42	1,894.61	减: 营业成本	2,182.65	2,597.06	3,067.20	3,676.47	4,396.78
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	11.27	13.64	16.79
应收款项	304.09	386.00	760.48	912.57	1,095.09	销售费用	27.48	28.02	39.90	49.96	59.96
预付款项	125.33	112.67	67.23	80.58	108.41	管理费用	121.06	168.84	185.72	204.29	224.72
存货	467.87	348.79	340.80	408.50	439.68	财务费用	7.49	4.73	1.39	-0.91	-2.48
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
长期投资及金融资产	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	164.21	220.16	300.57
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	161.92	217.64	297.80
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	17.81	26.12	35.74
资产总计	2,151.14	2,378.13	3,044.79	3,534.23	4,175.09	四、净利润	51.81	69.52	144.11	191.53	262.07
流动负债	1,053.82	1,222.65	1,745.20	2,043.12	2,421.90	归属母公司净利润	44.64	57.49	119.61	158.97	217.52
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	24.50	32.56	44.55
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
预收账款	19.35	13.50	237.65	285.18	355.90	EPS (元)	0.26	0.33	0.69	0.92	1.26
其他	965.42	1,144.15	1,442.55	1,692.94	2,001.00	主要财务比率					
长期负债	8.22	5.52	5.52	5.52	5.52	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
长期借款	8.10	5.40	5.40	5.40	5.40	成长能力 (YOY)					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00	营业收入	17.28%	20.31%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	0.12	0.12	0.12	-0.88	-1.88	营业毛利	3.97%	33.39%	36.74%	21.03%	23.08%
负债合计	1,062.04	1,228.17	1,750.72	2,048.64	2,427.42	EBIT	29.70%	2.81%	22.50%	122.50%	222.50%
少数股东权益	200.67	212.70	237.20	269.76	314.31	净利润	26.36%	28.79%	108.04%	32.90%	36.83%
股本	173.23	173.23	173.23	173.23	173.23	获利能力					
资本公积	608.45	613.22	613.22	613.22	613.22	毛利率	9.18%	10.18%	11.60%	11.70%	12.00%
留存收益	106.75	150.81	270.42	429.39	646.90	EBIT/收入	2.73%	3.10%	4.77%	5.27%	5.97%
股东权益合计	1,089.10	1,149.96	1,294.07	1,485.59	1,747.66	净利率	1.86%	1.99%	3.45%	3.82%	4.35%
负债和股东权益	2,151.14	2,378.13	3,044.79	3,534.23	4,175.09	ROE	5.02%	6.13%	11.32%	13.07%	15.18%
现金流量表						ROIC	4.44%	5.70%	10.56%	12.30%	14.40%
单位:百万元						偿债能力					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债率	49.37%	51.64%	57.50%	57.97%	58.14%
经营活动现金流量	54.64	337.85	460.72	312.25	453.71	利息保障倍数	6.92	14.71	103.89	-210.58	-105.87
净利润	51.81	69.52	144.11	191.53	262.07	速动比率	0.77	0.95	1.12	1.19	1.28
折旧摊销	7.91	5.02	0.00	0.00	0.00	经营现金净额/当期债务	0.79	5.20	7.09	4.80	6.98
财务费用	48.97	56.86	56.86	56.86	56.86	营运能力					
投资收益	0.01	0.04	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.12	1.22	1.14	1.18	1.20
营运资金变动	8.62	9.76	1.39	-0.91	-2.48	应收账款天数	45.55	48.06	78.90	78.90	78.90
其它	0.00	-0.46	0.00	0.00	0.00	存货天数	77.17	48.35	40.00	40.00	36.00
投资活动现金流量	-77.52	-29.44	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
资本支出	-77.52	-29.90	0.00	0.00	0.00	EBIT/股本	0.38	0.52	0.96	1.27	1.72
长期投资	-77.52	-29.90	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.32	1.95	2.66	1.80	2.62
其他	0.00	0.46	0.00	0.00	0.00	每股净资产	5.13	5.41	6.10	7.02	8.27
筹资活动现金流量	-144.55	-21.16	-1.39	0.91	2.48	估值比率					
债务融资	-136.15	-2.70	0.00	0.00	0.00	P/E	64.11	49.78	23.93	18.00	13.16
权益融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.22	3.05	2.71	2.35	2.00
其它	-8.40	-18.46	-1.39	0.91	2.48	P/S	1.19	0.99	0.82	0.69	0.57
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	36.17	25.22	11.99	7.79	4.37
现金净增加额	-167.43	287.25	459.33	313.16	456.19						

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。