



2017年04月08日

买入(首次评级)

当前价: 16.01 元
目标价: 20 元

买入(首次评级)

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

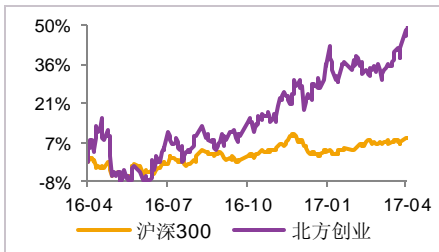
研究助理: 牛永涛

电话: 13810660508
邮箱: niuyongtao@lxsec.com

研究助理: 陈梦洁

电话: 18701150220
邮箱: chenmengjie@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10060	12575	15090	18108
(+/-)	0.23%	25.00%	20.00%	20.00%
归母净利润	497	676	799	948
(+/-)	35.86%	36.24%	18.19%	18.61%
EPS(元)	0.32	0.40	0.47	0.56
P/E	50.03	39.99	33.84	28.53

资料来源: 联讯证券研究院

北方创业(600967.SH)

【联讯交运公司点评】北方创业：注入核心军工资产，近期频获铁总大单

投资要点

◇ 事件：

公司发布 2016 年年报，实现营业收入 100.60 亿元，同比增长 0.23%（调整后）；实现归属母公司净利润 4.97 亿元，同比增长 35.86%（调整后）；实现扣非后归属母公司净利润 2055.50 万元，同比下降 92.89%（调整后）；基本每股收益 0.32 元，加权平均净资产收益率 8.52%。同时，拟每 10 股派发现金股利人民币 0.30 元（含税）。

◇ 业绩大幅提升，源于资产注入

公司 2016 年实现营业收入 100.6 亿元，规模较上一年大幅提升（2015 年营收 20.02 亿元），主要是由于 2016 年注入了一机集团的主要军品资产及负债及北方机械控股所持北方机械 100% 股权。2016 年大部分利润由新注入的一机集团经营性资产和负债实现，扣非后归属母公司净利润 4.02 亿元。另外，北方机械公司实现营业收入 8.13 亿元，净利润 3376.82 万元；铁路车辆业务实现营业收入 5.15 亿元，净利润-1971.76 万元；大成装备公司实现营业收入 7.93 亿元，净利润 2591.03 万元；铸造公司实现营业收入 1.82 亿元，净利润-1926.94 万元；路通弹簧公司实现营业收入 1.24 亿元，净利润-55.33 万元；特种装备公司实现营业收入 3.42 亿元，净利润 424.37 万元。

报告期内，公司三费整体下降，其中销售费用大幅下降 31.23%，主要是由于铁路车辆收入同比下滑较大，导致销售费用同比下降。公司装备制造业毛利率 12.4%（+0.65pct），其中，国内业务毛利率 12.52%（+0.92pct），国外业务毛利率 11.34%（-6.47pct）。

◇ 注入一机集团核心军工资产，理顺集团军品业务架构

公司自 2015 年 4 月 13 日停牌，正式启动资产重组。2016 年 9 月 29 日过会，12 月 12 日资产交割。北方创业以 9.71 元/股的价格向一机集团发行股份购买其持有的主要经营性资产及负债（约 65.6 亿元），向北方机械控股发行股份及支付现金购买其持有的北方机械 100% 股权（约 5 亿元），其中股份方式支付比例为 85%，现金支付比例为 15%。另外，公司以 13.22 元/股的价格向 8 名机构投资者发行股份，募集资金额 19.5 亿元。

此次注资，有利于理顺集团军品业务架构。交易前，大成装备和特种技术装备为一机集团军品业务中间制造环节，上市公司与本次一机集团注入资产间存在比例较高的关联交易。交易后，与标的资产发生的关联交易将消除，将解决目前一机集团军品业务环节存在的分割问题，有利于保持一机集团军品业务的完整性。重组完成后，公司业务及产品范围进一步拓展，公司新增产品涵盖装甲车辆、火炮等防务装备的研发及制造。业务布局进一步合理，军民融合协同进一步加强，上市公司主营业务规模和竞争能力得到大幅提升，行业地位进一步巩固，综合实力和竞争力得到全方位的增长。



根据业绩承诺，2016~2018年，一机集团经营性资产和负债的利润分别为：4.01亿元、4.05亿元、4.28亿元。2016~2018年，山西北方机械制造有限公司的利润分别为：730.08万元、642.43万元、1795.90万元。2016年一机集团经营性资产和负债、山西北方机械制造有限公司业绩承诺均超额完成，其中，山西北方机械实现净利润3376.82万元，**超出业绩承诺362.53%**。

◇ 近期频获订单，后续增长无忧

2017年3月14日，中国铁路总公司与包头北方创业股份有限公司在北京签订了《NX_{70A}型铁路货车采购项目合同》和《X₇₀型铁路货车采购项目合同》。由中国铁路总公司向北方创业采购500辆NX_{70A}型共用平车和1000辆X₇₀型集装箱专用平车，合同总金额合计5.58亿元，交货至呼和浩特铁路局新贤城站。

2016年12月1日，中国铁路总公司与包头北方创业股份有限公司在北京签订了《NX_{70A}型铁路货车采购项目合同》。由中国铁路总公司向包头北方创业股份有限公司采购750辆NX_{70A}型共用平车，合同总金额2.79亿元，交付时按每列50辆编组发运至呼和浩特铁路局新贤城站。

◇ 铁路运输结构调整，公司军品、民品结构调整

2016年国家铁路发送货物26.5亿吨(-2.2pct)，而集装箱、商品汽车、散货等运量同比实现大幅增长，涨幅分别达40%、53%和25%。这说明在铁路货运总量总体虽然出现小幅下滑，但运输结构发生了重大变化，即以集装箱、现代物流为主导的“白货”运输呈现爆发式增长态势。“白货”运输的增加，必然导致运输装备整体产品结构的调整，货车多样化、专业化发展将是大势所趋。

军品订货实现内外贸“双提升”。组织9个型号、11台整机和1台动力舱参加了珠海航展，赢得国内外普遍赞誉。公司军品面临着军队改革尤其是陆军转型建设带来的新机遇，年内军品生产任务饱满，调整优化重、中、轻型装备比重，大力发展数字化、智能化、无人化新型作战力量等。

民品方面，铁路车辆、工程机械、车辆零部件等民品市场实现回暖向好，面对近两年铁路货车需求“断崖式”的下滑，不断开拓市场和多元化业务拓展铁路车辆国内市场。铁路车辆完成80T氧化铝粉罐车等10种车型研制，车辆零部件持续推出新产品，高效永磁节能电机、高铁及军车扭杆、核电传动系统等产业化取得阶段性成果。继续抓好系列战术车、新型特种履带消防车、大功率AT变速器、新能源客车变速器、高速动车组零部件、核电传动箱、防爆岗亭等重点民品以及军民融合产品的开发、培育壮大新兴板块。

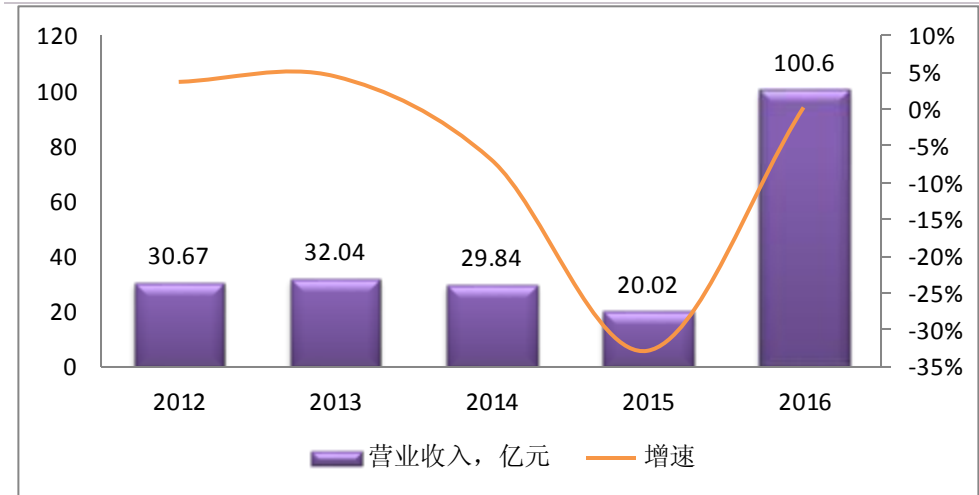
◇ 盈利预测与投资评级

预计公司2017~2019年归母净利润为6.76亿元、7.99亿元、9.48亿元，对应EPS为0.40元、0.47元、0.56元。考虑到公司装甲车辆防务装备的龙头地位，未来将持续受益陆军机械化的推进，目标价20元，给予“买入”评级。

◇ **风险提示：**铁路货车订单增长不及预期、陆军装备列装不及预期。

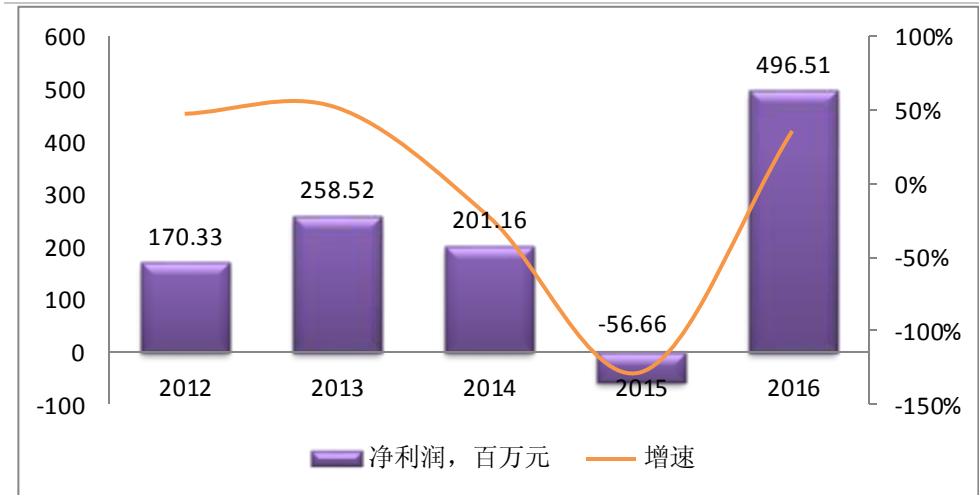


图表 1：公司营业收入及增速



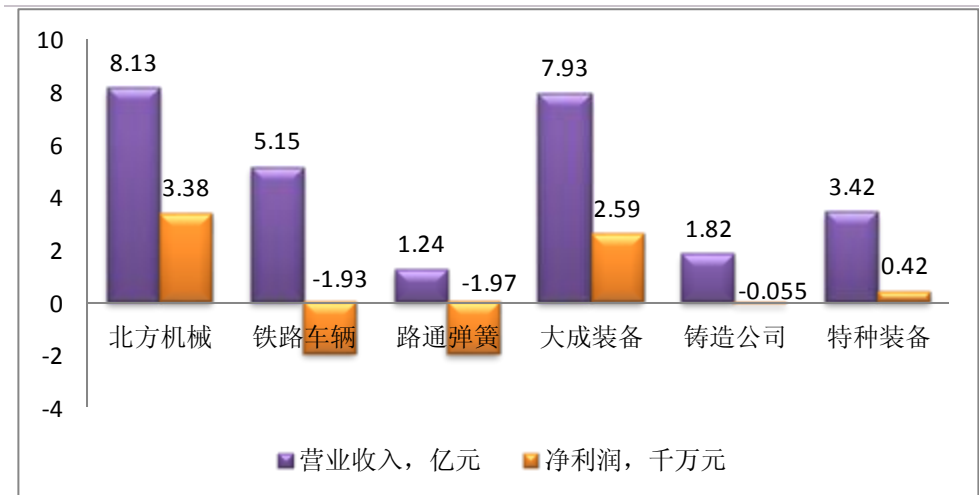
资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表 2：公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表 3：各子公司营业收入及净利润情况



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



图表 4：公司近期订单合同明细

订单时间	合同金额	合同明细		
		NX70A 共用平车	GQ70 铁路轻油罐车	X70 集装箱专用平车
2016/6/2	0.74 亿元	200 辆		
2016/6/12	1.31 亿元		300 辆	
2016/12/1	5.58 亿元	500 辆		1000 辆
2017/3/14	2.79 亿元	750 辆		

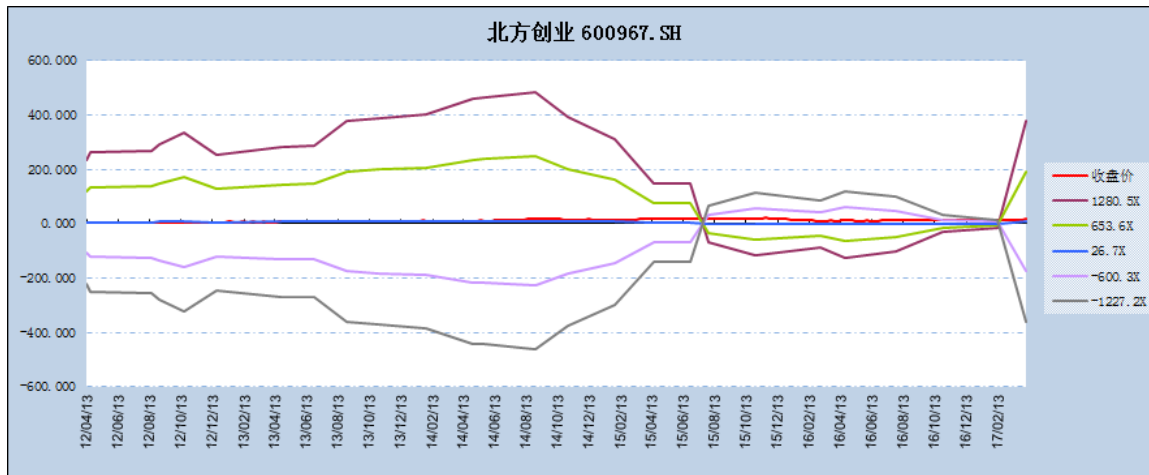
资料来源：公司公告，联讯证券研究院

图表 5：一机注入资产及北方机械业绩承诺

净利润，亿元	2016	2017	2018
一机注入资产承诺净利润	4.01 亿元	4.05 亿元	4.28 亿元
北方机械承诺净利润	730.08 万元	642.43 万元	1795.90 万元
合计	4.08 亿元	4.11 亿元	4.46 亿元

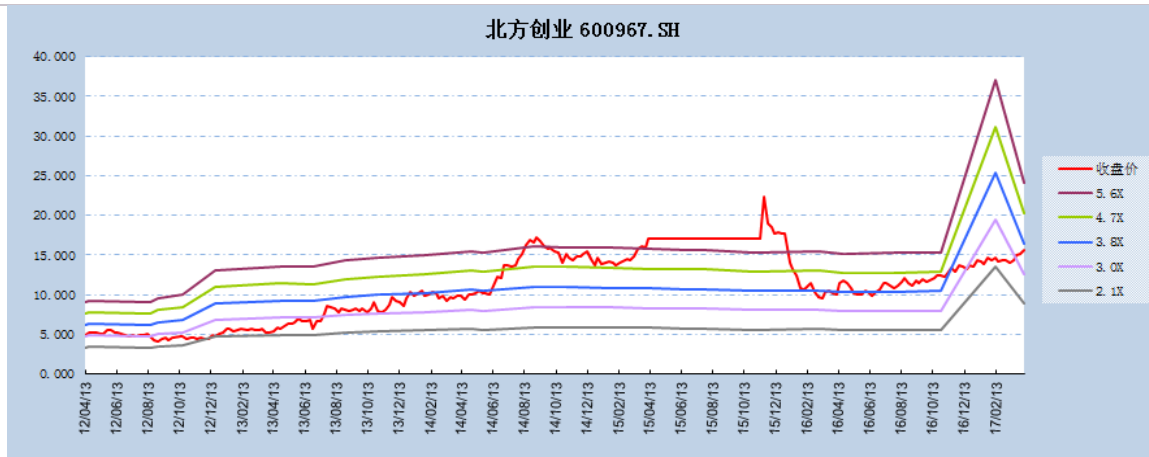
资料来源：公司公告，联讯证券研究院

图表 6：中铁工业 PE-Bands 图



资料来源：Wind，联讯证券研究院

图表 7：中铁工业 PB-Bands 图



资料来源：Wind，联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	9,062	9,968	10,965	12,061	经营活动现金流	704	493	542	597
现金	5,136	6,340	7,664	9,121	净利润	496	676	799	948
应收账款	937	1,219	1,584	2,060	折旧摊销	267	294	323	355
其它应收款	32	41	53	69	财务费用	-96	-126	-151	-181
预付账款	1,002	1,302	1,693	2,201	投资损失	0	0	0	0
存货	1,159	1,507	1,959	2,547	营运资金变动	1,626	-17	-65	-125
其他	796	-440	-1,988	-3,935	其它	-1,588	-334	-364	-401
非流动资产	5,012	5,514	6,065	6,671	投资活动现金流	-404	-283	-311	-342
长期投资	0	0	0	0	资本支出	383	268	295	324
固定资产	1,553	2,019	2,221	2,444	长期投资	0	0	0	0
无形资产	2,500	2,625	2,756	2,894	其他	-787	-551	-606	-667
其他	959	869	1,087	1,334	筹资活动现金流	1,419	994	1,093	1,202
资产总计	14,074	15,481	17,030	18,733	短期借款	225	236	248	260
流动负债	6,156	7,079	8,141	9,363	长期借款	0	0	0	0
短期借款	225	236	248	260	其他	1,194	757	845	942
应付账款	2,057	2,674	3,476	4,519	现金净增加额	1,720	1,204	1,324	1,457
其他	3,874	4,169	4,417	4,583					
非流动负债	615	645	678	712	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	615	645	678	712	营业收入	0.23%	25.00%	20.00%	20.00%
负债合计	6,771	7,725	8,819	10,074	营业利润		41.79%	20.27%	20.18%
少数股东权益	59	56	53	50	归属母公司净利润	35.86%	36.24%	18.19%	18.61%
归属母公司股东权益	7,245	7,701	8,158	8,608	获利能力				
负债和股东权益	14,074	15,481	17,030	18,733	毛利率	12.40%	13.50%	13.50%	13.50%
					净利率	4.94%	5.38%	5.30%	5.24%
利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE	10.25%	8.98%	10.01%	11.24%
营业收入	10,060	12,575	15,090	18,108	ROIC	47.48%	32.25%	39.79%	49.15%
营业成本	8,813	10,877	13,053	15,663	偿债能力				
营业税金及附加	7	10	12	14	资产负债率	48.11%	49.90%	51.79%	53.78%
营业费用	39	111	133	159	流动比率	1.47	1.41	1.35	1.29
管理费用	796	1,006	1,207	1,449	速动比率	1.28	1.20	1.11	1.02
财务费用	-96	-126	-151	-181					
资产减值损失	18	9	8	7	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	1.16	0.85	0.93	1.01
投资净收益	8	9	9	10	应收账款周转率	14.12	11.66	10.77	9.94
营业利润	491	696	837	1,006	应付账款周转率	6.59	4.60	4.24	3.92
营业外收入	70	49	44	40	每股指标(元)				
营业外支出	6	6	7	7	每股收益	0.32	0.40	0.47	0.56
利润总额	555	739	875	1,038	每股经营现金	0.86	0.29	0.32	0.35
所得税	59	63	75	91	每股净资产	8.88	4.59	4.86	5.12
净利润	496	676	799	948	估值比率				
少数股东损益	0	0	0	0	P/E	50.03	39.99	33.84	28.53
归属母公司净利润	497	676	799	948	P/B	1.80	3.49	3.29	3.12
EBITDA	654	990	1,160	1,361	EV/EBITDA	22.65	28.73	24.31	20.57

资料来源：联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com