

**北方创业(600967)/运输设备**
**兵器集团龙头，受益军工企业混合所有制改革**
**评级：买入(维持)**

市场价格：16.05

目标价格：19—20

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：010-59013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,690
流通股本(百万股)	823
市价(元)	16.05
市值(百万元)	27,125
流通市值(百万元)	13,209

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

《北方创业(600967)核心军品保障 2017 年业绩快速增长;受益军工企业混合所有制改革》2017-4-9

公司深度:《受益铁道部改革;自备车、出口、防务业务驱动高增长》

2013-5-2

行业深度:《兵器集团资本运作将提速,看好北方创业、晋西车轴》

2013-10-11

行业深度:《装甲车:“陆战之王”正迎来换装高峰期;持续重点推荐北方创业》2014-8-11

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,036.40	10,059.89	10,806.34	11,546.57	12,305.18
增长率 yoy%	236.38%	0.23%	7.42%	6.85%	6.57%
归母净利润	365.46	496.51	657.31	841.22	1,051.20
增长率 yoy%	81.67%	35.86%	32.3 %	27.98%	24 96%
每股收益(元)	0.44	0.29	0.39	0.50	0.62
每股现金流量	0.98	0.42	0.62	0.89	1.03
净资产收益率	6.55%	6.85%	8.50%	10.03%	11.38%
P/E	40	46	41	32	26
PEG	-	1.29	1.27	1.15	1.03
P/B	2.6	3.2	3.5	3.2	2.9

备注:

**投资要点**
**■ 主营装甲车辆和火炮等军品，为军工央企混改典范**

公司已改名为“内蒙古第一机械集团股份有限公司”，为我国装甲车辆制造基地、唯一 8x8 轮式装甲车辆生产研制基地，中口径系列火炮国内第一。

2016 年成功完成定增收购装甲车辆(内蒙一机)、火炮(北方机械)等资产。内蒙一机集团承诺标的资产一机集团主要经营性资产及负债 2016-2018 年业绩承诺为 40095 万元、40547 万元和 42816 万元。北方机械控股承诺标的资产北方机械 2016-2018 年的业绩承诺为 730 万元、642 万元和 1796 万元。

**■ 军费增长、换装需求：保障陆军装甲车辆、火炮市场持续增长**

我国军费预算未来 5-10 年有望继续保持稳健增长。我国地缘政治复杂，需要保持强大的陆军力量，装甲车辆、火炮为陆军核心装备，换装需求市场大。

**■ 铁路货车：随铁路货运走过拐点，趋势向上**

2016 年下半年，随着煤炭、钢铁等大宗铁路货运好转，“白货”快速增长，铁路货运走过“拐点”，铁路货车行业随铁路货运恢复趋势向上。2017 年至今中铁总采购数量接近于历史最高峰，预计 2017-2019 铁路货车采购趋势向上。

**■ 北方创业：军品业务持续高增长；民品业务（铁路货车）有望实现反转**

2016 年 1-10 月内蒙一机集团新增订单 138 亿元，业绩增长有保障。公司 2016 年内圆满完成军品科研生产任务，多批次武器装备交付用户并实现营收；国内陆军主战装备换装空间大，军品业务有望持续高速增长。

民品业务(铁路货车)趋势向上，2017 年业绩有望反转。铁路车辆业务在手订单充足。2016 年 12 月-2017 年 3 月，公司铁路货车业务共获订单超过 15 亿元，远超 15 年、16 年铁路货车销售收入，2017 年民品业绩有望发展。

**■ 兵器集团发展混合所有制经济，一机集团列入军工企业混合所有制改革试点**

2017 年 1 月，中国兵器工业集团印发了《中国兵器工业集团公司关于发展混合所有制经济的指导意见(试行)》。兵器集团会议指出，积极稳妥地在 7 家企业开展混合所有制改革，一机集团列入军工企业混合所有制改革试点。

兵器集团大力推进“无禁区”改革，我们预计兵器集团未来将进一步加快资本运作。综合兵器集团上市公司所在子集团的资产规模和质量、战略地位、军品未来发展前景等因素，内蒙一机处于兵器集团的龙头地位。

**■ 预计 2017 年业绩有望持续快速增长；未来受益军工企业混合所有制改革**

民品业务在手订单保障趋势向上，军工业务维持快速增长；未来受益混改。预计 2017-2019 年 EPS 为 0.39 元/0.50 元/0.62 元，PE 为 41/32/26 倍；公司增发价格为 13.22 元，目前股价安全边际较高；维持“买入”评级。

**■ 风险提示：铁路货车订单增长持续性风险；陆军装备列装进度低于预期；海外出口风险；兵器集团“无禁区”改革低于预期。**

## 内容目录

<b>一、主营装甲车辆和火炮，军工央企混改典范</b> .....	<b>3</b>
(1) 已注入内蒙一机主要资产和北方机械，主营装甲车辆和火炮等军品..	3
(2) 注入军品业务大幅提升公司营收、净利水平.....	3
(3) 隶属兵器集团，大股东内蒙一机集团控股比例达 51%以上.....	4
(4) 为军工央企混改典范，未来有望进一步推进混合所有制改革.....	5
<b>二、军费增长、换装需求，促陆军装甲车辆、火炮市场持续增长</b> .....	<b>5</b>
(1) 我国军费预算有望继续保持稳健增长，武器装备是投入重点.....	5
(2) 我国地缘政治复杂，作为军事大国，需要保持强大的陆军力量。.....	6
(3) 装甲车辆、火炮为陆军核心装备，换装需求市场大.....	7
<b>三、铁路货车行业：随铁路货运走过拐点，趋势向上</b> .....	<b>7</b>
(1) 2011-2013 年铁路货运见顶,2014 年开始下降.....	7
(2) 短期：铁路运输运力趋紧，量价齐升.....	7
(3) 中期：“稳黑增白”的货运改革，铁路运输物资结构不断优化.....	8
(4) 中长期：中国铁路货车使用密度高，保有量具较大提升空间.....	8
(5) 铁路货运走过“拐点”，将迎来恢复性增长阶段.....	9
(6) 铁路货车行业：2017 年有望创新高，未来几年趋势向上.....	9
<b>四、北方创业：军品订单保障业绩增长，民品有望实现盈利</b> .....	<b>10</b>
(1) 2016 年 1-10 月内蒙一机集团新增订单 138 亿元，业绩增长有保障-	10
(2) 民品业务在手订单充足，2017 年有望实现业绩反转.....	11
<b>五、定增募集配套资金 19.5 亿，推动军民融合深度发展</b> .....	<b>12</b>
(1) 2016 年完成定增，成功收购装甲车辆、火炮等资产.....	12
(2) 募集配套资金 19.5 亿进行项目建设，推动军民融合深度发展.....	12
<b>六、兵器集团发展混合所有制，内蒙一机列入军工企业混改试点</b> .....	<b>13</b>
(1) 兵器集团大力发展混合所有制经济.....	13
(2) 内蒙一机处于兵器集团的龙头地位，未来有望持续受益.....	13
(3) 内蒙一机集团列入军工企业混合所有制改革试点.....	14
<b>投资建议</b> .....	<b>14</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>14</b>
<b>附录一、一机集团注入资产、北方机械财务数据</b> .....	<b>16</b>

## 一、主营装甲车辆和火炮，军工央企混改典范

### (1) 已注入内蒙一机主要资产和北方机械，主营装甲车辆和火炮等军品

- 2016年重大资产重组后，公司业务主要涉及轮履系列军品装备、军民融合产品、铁路车辆、车辆零部件的研发、制造、销售及资产经营等。公司已公告：拟将公司经营范围变更为：“坦克装甲车辆及轮式装甲车辆设计、研发、制造、销售及售后服务等”。
- 公司已公告：公司名称由“包头北方创业股份有限公司”变更为“内蒙古第一机械集团股份有限公司”。
- 内蒙一机集团是我国装甲车辆制造基地，先后研制生产了我国一代、二代和三代履带装甲车辆，此外一机集团也是我国唯一8×8轮式装甲车辆生产研制基地，自建国以来就始终承担着我国重点型号装甲车辆的研制任务，其军品国内销售客户主要是军方装备部门等单位。
- 内蒙一机集团2016年注入的主要经营性资产及负债主营业务主要为军品。其中军品为包括轮、履两大系列装甲车辆的研发与生产，相关资产具备军民品整机和核心零部件的设计开发、工艺研究、计量检测、实验能力和以车辆传动、悬挂、动辅、大型精密结构件加工和整机装配等为核心的一整套综合机械制造能力。
- 北方机械是我国中口径火炮的科研、生产基地及综合性骨干军工企业，公司近年生产的轮式自行火炮、履带式自行火炮等产品，性能优良，多次参加阅兵仪式，接受党和国家的检阅。目前，北方机械在中口径火炮科研生产方面具有重要地位，中口径系列火炮的市场份额位居国内第一，在中口径轮式自行火炮方面属国内领先地位。相关产品在国际军贸市场亦受到广泛认可。

图表1：一机集团军品：部分军品车辆



资料来源：一机集团公司网站，中泰证券研究所

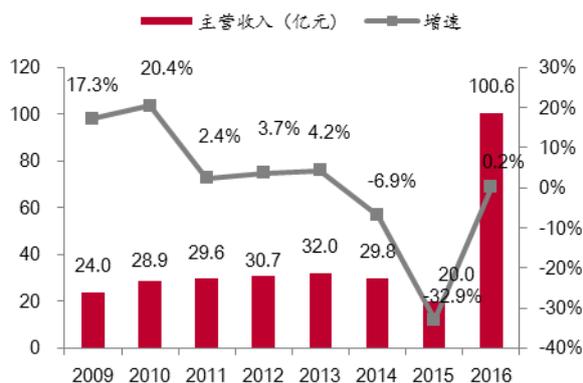
图表2：一机集团民品：铁路货车



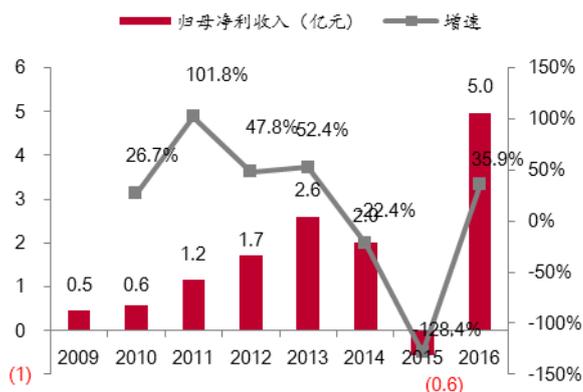
资料来源：一机集团公司网站，中泰证券研究所

### (2) 注入军品业务大幅提升公司营收、净利水平

- 2016年，公司营收超100亿，实现净利润4.97亿元，业绩同比增长36%。
- 2017年公司计划实现（合并及现有业务口径）营业收入101亿元。其中：母公司预计实现营业收入83.84亿元，铁路车辆业务预计实现营业收入12亿元，路通弹簧公司预计实现营业收入1.3亿元，北方机械公司预计实现营业收入8.52亿元。

**图表3：16年营收超100亿：一机+北方机械注入**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表4：军品业务注入使公司盈利水平大幅提升**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 注入资产 2016-2018 年业绩承诺不低于 4.08/4.12/4.46 亿元。本次收购的军品资产总定价为 70.6 亿元，按照 2015 年净利润和 2015 年 12 月 31 日净资产计算，本次收购 PE 为 17 倍，PB 为 2.1 倍。

**图表5：注入资产 2016-2018 年业绩承诺不低于 4.08/4.12/4.46 亿元**

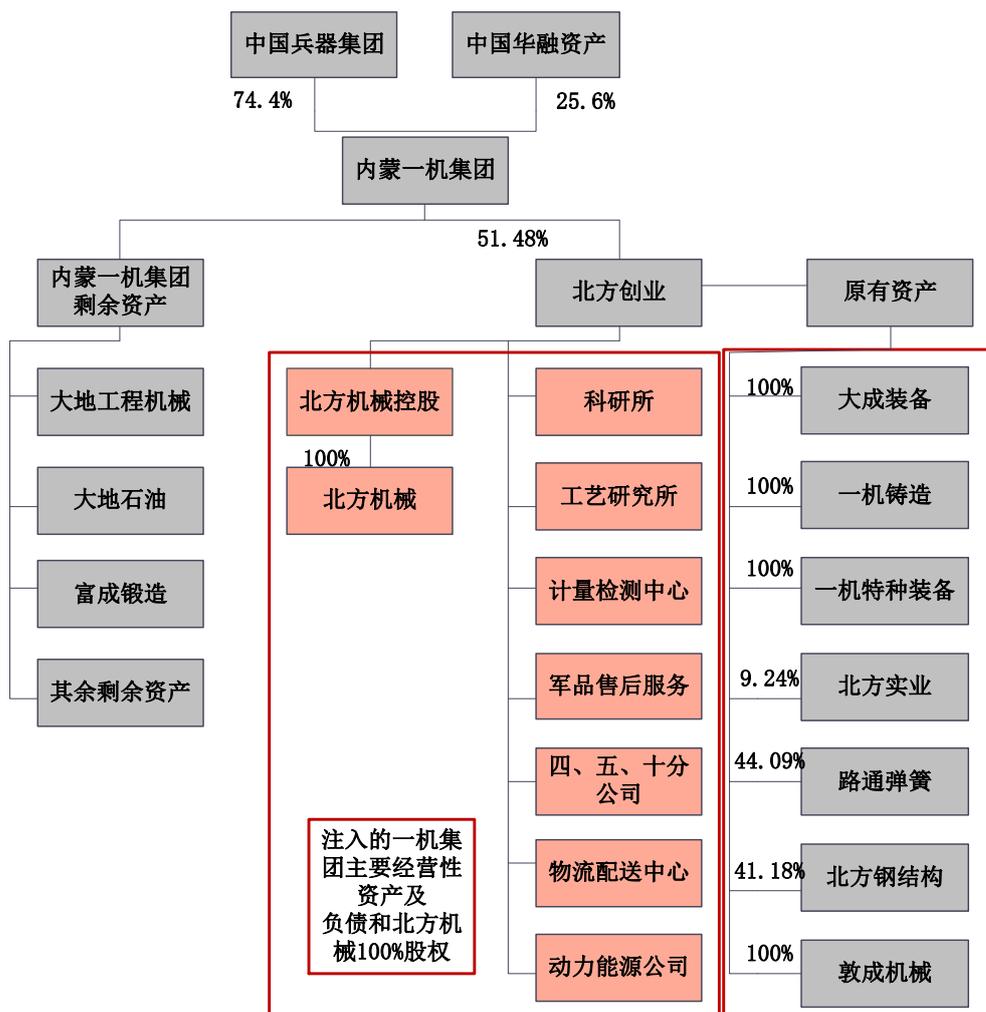
日期	一机集团	北方机械	合计
2016	40095	730	40825
2017	40547	642	41189
2018	42816	1796	44612

资料来源：公司公告，中泰证券研究所（注：不完全统计）

### (3) 隶属兵器集团，大股东内蒙一机集团控股比例达 51% 以上

- 公司隶属于中国兵器工业集团公司，大股东为内蒙一机集团，通过资产注入，内蒙一机对上市公司的持股比例从 23.62% 提升至 51.48%。

图表6：公司隶属于兵器集团，注入内蒙一机核心军品资产



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

#### (4) 为军工央企混改典范，未来有望进一步推进混合所有制改革

- 我国正处在新一轮深化改革开放的重要历史关口。十八届三中全会发布《关于全面深化改革若干重大问题的决定》以来，混合所有制改革、军民融合等政策不断出台，军工作为以国有企业为主导的典型领域，面临巨大的改革和发展契机。2015年8月《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》要求，国有企业要完善现代企业制度，积极推进公司制股份制改革，加大集团层面公司制改革力度，积极引入各类投资者实现股权多元化，大力推动国有企业改制上市，创造条件实现集团公司整体上市。
- 本次资产注入为落实国家积极推进国有企业整体上市和积极推进混合所有制改革相关政策精神。

## 二、军费增长、换装需求，促陆军装甲车辆、火炮市场持续增长

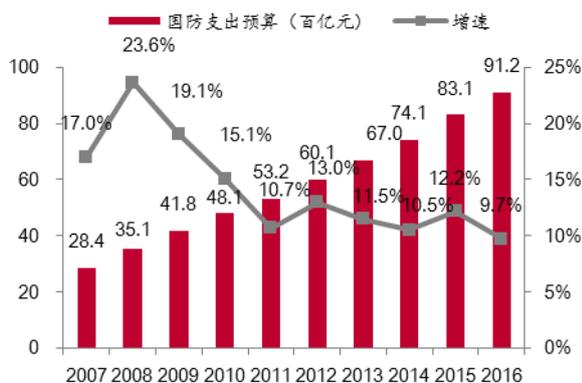
### (1) 我国军费预算有望继续保持稳健增长，武器装备是投入重点

- 随着我国经济实力和国际地位显著提升，海外利益逐年增加，在目前周

边局势不稳定的局面下，现任领导层不断加码“积极应对”的外交策略。如此局势下，2016年中国国防预算约9543亿元，同比增加7.6%；2015年我国军费预算占GDP的比例仅为1.31%，仍显著低于美、俄等世界军事强国以及印度、越南、巴西等发展中国家的水平，同时我国国防支出增速低于财政支出增速。

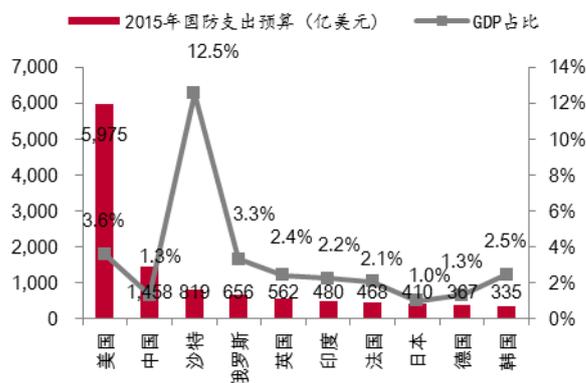
- 2017年3月6日财政部就2017年中国国防支出预算问题接受新华社记者采访时透露，根据预算安排，2017年中国财政拟安排国防支出10443.97亿元，比上年执行数增长7%。
- “十八大”以来国家高度重视国防建设，明确提出“建设与我国国际地位相称、与国家安全和发展利益相适应的巩固国防和强大军队”的国防战略。2011年至2015年，中国国防费预算增幅连续多年保持两位数增长，虽然2016年、2017年中国国防费预算增幅有所回落，但在国家综合国力、安全环境和全球战略形势深刻变化的大背景下，中国国防费仍保持适度稳健和可持续的增长趋势，预期未来5-10年内，军费有望继续保持稳健增长。
- 根据2010年发布的《国防白皮书》，我国国防费主要由人员生活费、训练维持费和装备费三部分组成。而当前全面实行改革强军、科技兴军战略，中国国防费用投向的重点是优化武器装备规模结构，发展新型武器装备。

图表7：我国国防开支保持稳定增速



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表8：我国国防开支占GDP比例较低



资料来源：国防部，SIPRI，中泰证券研究所

## (2) 我国地缘政治复杂，作为军事大国，需要保持强大的陆军力量。

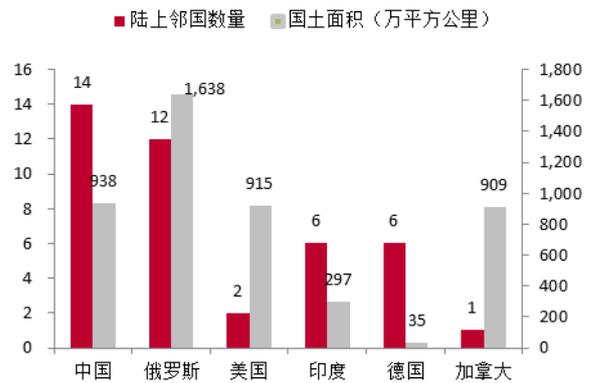
- 我国陆地边境绵长，达2.2万多千米，是世界上邻国最多的国家，共20个邻国，包括14个陆上邻国6个海上邻国。陆地边境绵长、邻国众多、地域政治关系复杂，使得国家领土完整和边境的安全，成为和平发展的重要前提，为了保障广袤土地的主权，需要充分的军事实力以及坚强的陆地防御部署。

图表 9：我国陆上边界绵长，地域政治复杂



资料来源：百度地图，中泰证券研究所

图表 10：我国邻国众多、国土面积大



资料来源：中泰证券研究所

### (3) 装甲车辆、火炮为陆军核心装备，换装需求市场大

- 过去 10 年是国防技术消化期，未来 10 年是国防装备高峰期，部分高端陆军装备正迎来换装高峰期。建设现代化陆军的核心，是提高基于信息系统的体系作战能力，同时传统技术也仍然存在着很大的创新空间。
- 我们认为尽管我国陆军新装备已达到国际第三代水平，但整体来说，新装备占整体比例仍然偏低，新式装备仍然具有较大的市场需求。
- 装甲车辆、火炮作为陆军核心装备，同样面临新装备占比偏低，换装需求大的情况，新一代装甲车辆、8\*8 轮式战车等武器装备具有较大的市场需求。

## 三、铁路货车行业：随铁路货运走过拐点，趋势向上

### (1) 2011-2013 年铁路货运见顶,2014 年开始下降

- 铁路货运对铁路货车的采购有直接影响,2014 年随着货运下降,铁路局、神华、大秦等以货运为主的铁路线对货车的采购量都明显减少。铁路货物运输品类共分为 26 类,其中煤、石油、焦炭、金属矿石、粮食等大宗产品称之为“黑货”,除“黑货”以外的各类货物,包括集装箱运输的货物统称为“白货”。铁路货物运输品“黑货”远大于“白货”。近几年国内经济处于“三期叠加”的新常态,经济增长率从此前的高速进入中高速,经济结构调整也在进行中,一些高耗能的过剩产能逐步压缩,第三产业比重逐步增大,工业比重下降,这些因素导致对钢铁、水泥、煤炭这些大宗物资的需求逐年下降,2012—2013 年铁路货运量增长停滞,2014 年货运量下滑,2015 年同比下降 11.9%。

### (2) 短期：铁路运输运力趋紧，量价齐升

- 近三年来,全国铁路货运量呈逐渐下滑态势,煤炭运量更是一跌再跌,随着煤炭、钢材市场回暖,全路货源逐步回升,今年 10 月份以来,我国北部地区多地出现煤炭运力紧张局面。中铁总数据显示,10 月全国铁路煤炭运量完成 1.7 亿吨,同比增加 1059 万吨,增长 6.6%;11 月第一周,煤炭运量完成近 4000 万吨,同比增长高达 10.2%。中国铁路再现煤炭

运输“一车难求”现象。今年 11 月，全路已经开始对除煤炭外的其他货物进行限制，腾出车皮全部调往晋陕蒙一带，全力保障电煤运输。10 月 10 日起，多个铁路局开始调增煤炭运价，电报通令全局将基准运价（即基价 2）恢复至国家规定的基准运价率。发改委表示，铁路煤炭运价取消优惠，是正常浮动机制，未来运价不会再进行调整。

**图表 11：多个铁路局开始调增煤炭运价**

单位	事件
太原铁路局、郑州铁路局	在实行统一运价的营业线，整车煤运输运价水平恢复国家规定的基准运价
乌鲁木齐铁路局	将煤炭整车运价在基准运价基础上上浮 5%
西安铁路局	西安铁路局

资料来源：中国煤炭网，中泰证券研究所

### （3）中期：“稳黑增白”的货运改革，铁路运输物资结构不断优化

- 公路、水路方面，运输的物资中零散“白货”占比重比较大，近几年随着物流业和电子商务蓬勃发展，整体运输量稳步上升，但铁路由于此前并未深度参与其中，因此处于劣势。为此，铁路启动两轮货运改革，目标是“稳黑增白”。2016 年国家铁路发送货物 26.5 亿吨，同比下降 2.2%，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%，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。
- 2014 年，铁路货运量中“白货”只占 5.36%，2016 年 7 月“白货”占比已经达 11%左右，铁路运输的每吨货物平均价值上升了 15%以上。随着铁总大力推行“稳黑增白”的货运改革思路，努力开发快件快递、集装箱运输、中欧班列等新增长点。未来铁路有望实现摆脱单纯依靠大宗物资运，“白货”在运输量中的比重逐步上升，铁路运输物资结构不断优化。

**图表 12：同等载重装载“白货”所需车皮数约为“黑货”2-3 倍**

载货产品	煤炭	金属矿石	矿物性建材	工业机械	零散货物	冷链货物
载重（吨）	69.7	67.1	66.6	21.0	22.1	25.0

资料来源：经济观察，中泰证券研究所

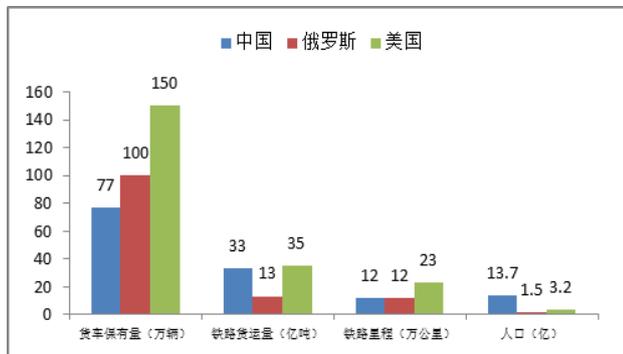
- 在铁路运能不足时期，为了提高货运量，铁路先后采用载重 60 吨和 70 吨的货车，并已推出 80 吨的货车。但在装运“白货”时，每车装运的货量就要小得多。随着“白货”占比的提升，铁路每车平均载货量逐渐减少，2014 年为 64.6 吨，2015 年为 63.7 吨，近期已经下降到 60.0 吨左右。“白货”运输的增加，必然导致运输装备整体产品结构的调整，货车多样化、专业化发展将是大势所趋。与此同时，虽然货运量下滑，但装车数在 2016 年 5 月就停止下滑，比 2015 年 5 月份还增长了 1.3%。而货运量到 2016 年 8 月份才首次触底，比 2015 年 8 月份微增 0.1%。

### （4）中长期：中国铁路货车使用密度高，保有量具较大提升空间

- 从中长期来看，与美国、俄罗斯相比，中国铁路货车使用密度高，保有量具有较大提升空间。美国铁路货车保有量在 150 万辆左右，俄罗斯铁

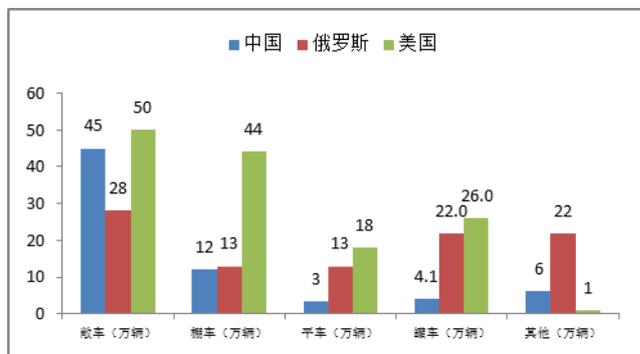
路货车保有量超过 100 万辆，而中国在 2015 年铁路货车保有量增至 77 万辆。中国拥有庞大的人口、经济总量和货运需求，未来铁路里程将继续增长，铁路货车需求中期看好。

**图表 13：中国铁路货车使用密度高，保有量具有较大提升空间**



资料来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 14：铁路货车保有量（中国为 2014 数据，美俄为 2008 年）**

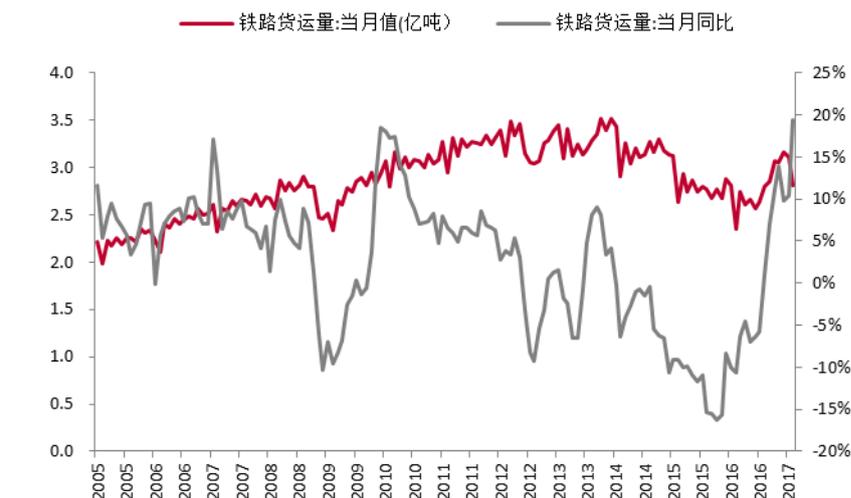


资料来源：Wind，《世界铁路货车市场综述》，中泰证券研究所

### (5) 铁路货运走过“拐点”，将迎来恢复性增长阶段

- 大宗商品是铁路货运最重要下游，中短期来看，大宗商品运输需求因大宗整体回暖叠加公路治超治限的挤出效应而有短期改善。中长期，伴随一带一路、基建投资继续托底经济，东部沿海多式联运和西部“一带一路”集装箱运输在我国国境两端拉动铁路集装箱运输的发展，货运结构由依赖单一大宗黑货向发展多货种的多式联运发展适应下游需求。长期而言我国铁路货车使用密度高，保有量与俄、美等大国相比，具较大提升空间。我们认为铁路货运已经在 2016 年第二季度走过“拐点”，进入恢复性增长阶段。

**图表 15：铁路货运自 2016 年第二季度开始迅速恢复**



资料来源：Wind，中泰证券研究所

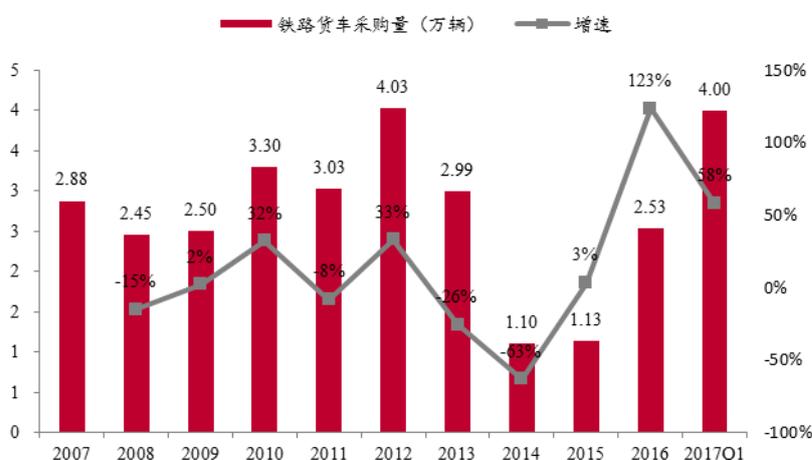
### (6) 铁路货车行业：2017 年有望创新高，未来几年趋势向上

- 铁路货车市场需求主要由中铁总、神华集团等企业自备车、海外出口这

“三架马车”驱动。铁路货车产量在 2012 年达到峰值之后，迅速收缩，2015 年受铁路货运下行、铁总招标大幅下降影响全年产量不足 2012 年峰值一半，达到历史最低水平。2016 年第二季度铁路货运开始恢复，10 月份，铁总启动约 1.7 万辆铁路货车招标；进入第四季度，随着煤炭价格上涨，铁路运力出现不足，神华等企业开始增加铁路货车订单；我们认为未来几年铁路货车行业有望随铁路货运触底反弹而逐步恢复。

- 中铁总 2017 年 1 月份启动年内首次铁路货车招标，数量高达 40000 辆，为近五年最大规模。回顾近年铁总铁路货车的招标情况，2010-2011 年招标量超过 3 万辆；2012 年达到峰值 40300 辆；之后几年持续下滑，2014-2015 年仅 1 万多辆；2016 年开始触底反弹；2017 年至今铁总采购数量接近于历史最高峰。

**图表 16：继 2016 年采购量触底反弹后，2017Q1 继续高速增长**



来源：wind，中泰证券研究所

- 预计 2017-2019 年国内铁路货车行业有望恢复性增长至 5 万辆/年水平，未来 3 年年均 25.4% 左右的增长；其中中铁总有望保持 30% 左右复合增速；受益蒙华铁路煤运通道建设，自备车（主要是煤矿企业需求）有望保持年均 10-20% 的增长；受益“一带一路”，国内铁路货车海外出口有望保持 10-15% 的增长。基础建设、煤炭、钢铁行业回暖和“白货”占比提升将拉动铁路货车需求。铁路货车需求和铁路货物发送量密切相关。

#### 四、北方创业：军品订单保障业绩增长，民品有望实现盈利

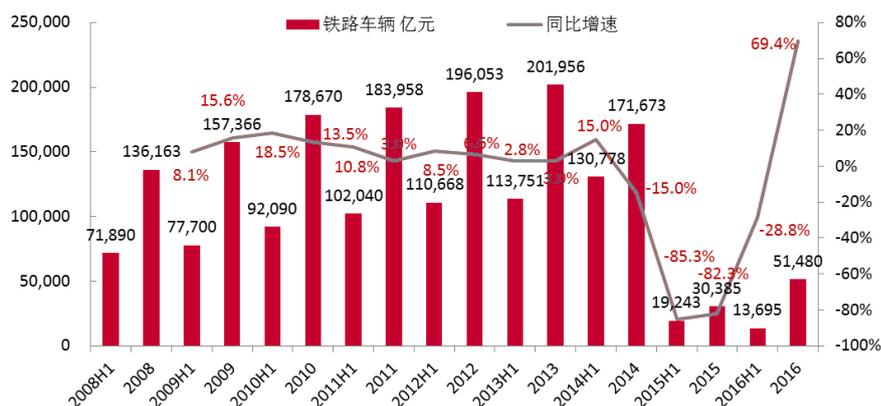
##### (1) 2016 年 1-10 月内蒙一机集团新增订单 138 亿元，业绩增长有保障

- 根据内蒙一机集团官方网站报道：2016 年 1-10 月，一机集团整体经营继续保持平稳运行态势，销售合同、主营业务收入同比实现小幅增长，利润同比增幅较大，EVA 指标已提前完成目标，各项经营工作按计划有序推进。累计签订销售合同 138 亿元，同比增长 11%；主营业务收入 96.8 亿元，同比增长 0.2%；实现利润 3.9 亿元，同比增长 45.1%。
- 公司 2016 年内圆满完成军品科研生产任务，多批次武器装备交付用户并实现营收；同时军品订货实现内外贸“双提升”。在珠海航展中，9 个型号、11 台整机和 1 台动力舱进行了动态表演和静态展示，赢得国内外普遍赞誉。

## (2) 民品业务在手订单充足，2017 年有望实现业绩反转

- 公司的民品业务主要包括铁路车辆与结构件、铸锻件、车辆弹簧等零部件产品。其中铁路车辆近年来营收规模萎缩明显，2011-2014 年铁路车辆收入分别为 18 亿元、20 亿元、20 亿元、17 亿元，2015-2016 年判断为近年来的低点。2015 年营收 3.04 亿元，2016 年营收 5.15 亿元 (H1 营收 1.37 亿元; H2 营收 3.78 亿元)。2016 年下半年业务反弹明显，2017 年有望扭亏为盈。

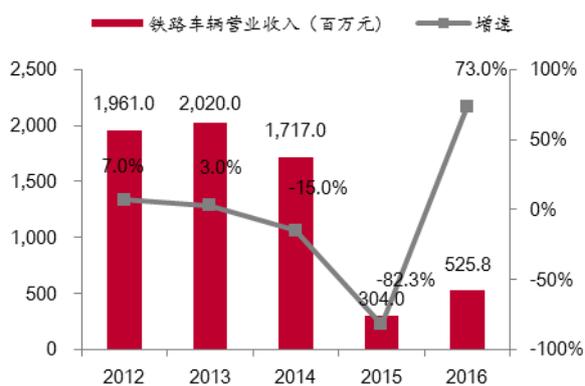
图表 17: 公司铁路车辆业务 2016H2 开始明显反弹



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

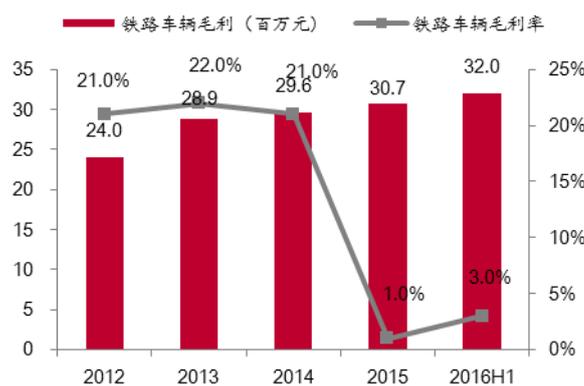
- 2014-2015 年由于经济增速放缓，铁路货运原有的煤炭、钢铁、化工等行业的货运量不断减少，铁路货车市场需求逐年下滑，公司铁路货车业务营收、毛利大幅下滑。进入 2016 年，铁路货车营收由于基数大幅下降，降幅开始收窄，同时公司开展降本增效，毛利率趋向稳定。

图表 18: 2016 年铁路车辆收入实现触底反弹



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 铁路车辆业务毛利率逐渐趋稳



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 公司近期的铁路车辆在手订单充足: 公司 2016 年 12 月-2017 年 3 月合理签订铁路货车订单超过 15 亿，远高于 15 年、16 年铁路车辆营收水平，已接近 14 年水平，充足订单有望促进公司 2017 年民品业务营收、利润双双大幅提升。
- 2016 年 12 月 1 日，公司与中国铁路总公司在北京签订了《NX70A 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 NX70A 型共用平车，合同总金额 27922.50 万元整，交货时间具体以“按月交付计划”为准，2017 年 4 月前完成全部车辆交付。

- 2016 年 12 月 7 日，公司与神华签 1100 辆 C80 铝合金型运煤专用敞车价值量约为 7.2 亿元左右。
- 2017 年 3 月，公司获得中铁总 1500 辆铁路货车订单，合计 5.58 亿元。

## 五、定增募集配套资金 19.5 亿，推动军民融合深度发展

### (1) 2016 年完成定增，成功收购装甲车辆、火炮等资产

- 2016 年，北方创业分别向一机集团、北方机械购买资产，购买资产包括一机集团持有的主要经营性资产及负债（不包括大地石油 100% 股权）和北方机械控股持有的北方机械 100% 股权。公司新增产品将涵盖装甲车辆和火炮等防务装备。
- 本次重组的交易方式为发行股份及支付现金购买资产，其中上市公司对一机集团发行股份支付比例为 100%，向北方机械控股发行股份方式支付比例和现金支付比例分别为 85% 和 15%。本次重组中上市公司发行股份购买资产的股份发行价格确定为 9.71 元/股，锁定期为 36 个月。
- 标的资产交易价格总额为 70.59 亿元，上市公司发行股份购买资产的股份发行数量为 7.19 亿股，此外现金支付金额为 7500 万元。
- 募集配套资金总额为 19.50 亿元。上市公司向不超过 10 名特定投资者非公开发行的股份。股份发行数量不超过 1.89 亿股。其中兵器工业集团下属单位中兵投资、北方置业将参与本次配套融资的认购，拟认购的配套融资金额合计不超过 50000 万元。本次非公开发行价格为 13.22 元/股。
- 经审计，2016 年一机集团经营性资产和负债实现利润（即扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）40245 万元。2016 年北方机械实现利润（即扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）2237 亿元。截止 2016 年 12 月 31 日，一机集团经营性资产和负债、北方机械本期业绩承诺已实现。

### (2) 募集配套资金 19.5 亿进行项目建设，推动军民融合深度发展

- 本次募集配套资金总额为 19.50 亿元，用于新型变速器系列产品产业化建设项目、军贸产品生产线建设项目、4X4 轻型战术车产业化建设项目、环保及新能源配套设施生产建设项目等多项军民品项目。

**图表 20：本次配套资金用于军贸产品生产线建设项目、4X4 轻型战术车产业化等建设项目**

方向	项目	实施单位	募集资金投资金额（万元）
产业项目投资	新型变速器系列产品产业化建设项目	一机集团本次拟注入主体	23,100
	军贸产品生产线建设项目	北方机械	14,337
	综合技术改造项目	一机集团本次拟注入主体	11,400
	节能减排改造项目	北方机械	1,960
	4X4 轻型战术车产业化建设项目	一机集团本次拟注入主体	7,700
	环保及新能源配套设施生产建设项目	一机集团本次拟注入主体	15,440
	外贸车辆产业化建设项目	一机集团本次拟注入主体	28,000

小计	101,937
补充流动资金	85,563
支付现金对价	7,500
合计	195,000.

资料来源：公司网站。中泰证券研究所

- 通过募投项目建设，将有效提升公司军民品研发及制造能力和水平，满足军民品产业化建设需要，打造专业化的军民品车辆装备平台，并推动军民融合深度发展，形成军民业务相互融合、相互促进、互利双赢的发展模式。此外，募集资金中 8.57 亿元将用于补充流动资金，我们认为将改善标的资产和重组后公司的财务结构，按照 7% 的资金成本计算，每年将节省财务费用近 6000 万元。

## 六、兵器集团发展混合所有制，内蒙一机列入军工企业混改试点

### (1) 兵器集团大力发展混合所有制经济

- 2017 年 1 月 4 日中国兵器工业集团官网报道，集团公司印发了《中国兵器工业集团公司关于发展混合所有制经济的指导意见(试行)》。
- 2016 年中央经济工作会议确定混合所有制改革是国企改革的重要突破口，要按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，在军工等国家重点领域迈出实质性步伐。集团公司党组，决定积极稳妥推动集团公司发展混合所有制经济，《指导意见(试行)》将推动完善现代企业制度，健全公司法人治理结构，促进企业转换经营机制，放大国有资本功能，实现国有资本保值增值，实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。
- 据中国兵器工业集团公司官网报道：2016 年，兵器工业集团聚焦转型升级、结构调整，着力瘦身健体、提质增效，圆满完成了“稳增长”目标和军品科研生产任务，实现了“十三五”良好开局。实现主营业务收入 4038 亿元、同比增长 5.4%，实现利润总额 135 亿元、同比增长 12.9%，全面完成国资委下达的“稳增长”目标任务。实现经济增加值 (EVA) 76 亿元、同口径改善 11.4%，实现成本费用率 97.38%、同比下降 0.35 个百分点，全部达到国务院国资委考核 A 级的要求。

### (2) 内蒙一机处于兵器集团的龙头地位，未来有望持续受益

- 兵器集团大力推进“无禁区”改革，我们预计兵器集团未来将进一步加快资本运作。综合兵器集团上市公司所在子集团的资产规模和质量、战略地位、军品未来发展前景等因素，内蒙一机处于兵器集团的龙头地位。
- 根据兵器集团及相关子集团官方网站，我们了解到目前兵器集团中，哈尔滨第一机械集团有限公司、北京北方车辆集团有限公司、江麓机电集团有限公司、重庆铁马工业集团有限公司的产品包括部分装甲车辆，哈尔滨第一机械集团有限公司、内蒙古北方重工业集团有限公司生产火炮防务产品。

### (3) 内蒙一机集团列入军工企业混合所有制改革试点

- 据中国兵器工业集团公司官网报道，1月16日，中国兵器工业集团公司2017年度工作会议在北京召开。
- 会议指出，积极稳妥地在7家企业开展混合所有制改革，内蒙一机集团列入军工企业混合所有制改革试点。

### 投资建议

- 预计2017年业绩有望持续快速增长；未来受益军工企业混合所有制改革。
- 民品业务在手订单保障趋势向上，军工业务维持快速增长；未来受益混改。预计2017-2019年EPS为0.39元/0.50元/0.62元，PE为41/32/26倍；公司增发价格为13.22元，目前股价安全边际较高；维持“买入”评级。

### 风险提示

- 铁路货车订单增长持续性风险；陆军装备列装进度低于预期；海外出口风险；兵器集团“无禁区”改革低于预期。

**图表 21: 北方创业盈利预测**

损益表 (人民币千元)							资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,983,641	10,036,403	10,059,892	10,806,336	11,546,570	12,305,179	货币资金	1,216,262	3,212,148	5,135,834	4,975,348	5,358,874	5,893,658
增长率	-6.86%	236.4%	0.2%	7.4%	6.9%	6.6%	应收款项	585,754	1,554,114	1,366,479	1,527,690	1,600,703	1,672,156
营业成本	-2,477,465	-8,857,232	-8,812,543	-9,177,821	-9,637,922	-10,084,095	存货	565,565	780,524	1,159,114	1,056,078	1,161,832	1,243,245
% 销售收入	83.0%	88.3%	87.6%	84.9%	83.5%	82.0%	其他流动资产	90,963	1,057,509	1,400,311	1,041,124	976,951	933,133
毛利	506,176	1,179,171	1,247,349	1,628,515	1,908,648	2,221,085	流动资产	2,458,544	6,604,295	9,061,738	8,600,240	9,098,360	9,742,192
% 销售收入	17.0%	11.7%	12.4%	15.1%	16.5%	18.1%	% 总资产	71.7%	57.5%	64.4%	59.1%	58.0%	57.4%
营业税金及附加	-6,253	-5,147	-7,282	-84,289	-93,527	-102,133	长期投资	24,147	23,523	22,899	45,931	71,267	99,136
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	811,110	2,287,616	2,424,384	2,648,155	2,843,322	2,994,280
营业费用	-38,864	-56,748	-39,024	-50,790	-61,197	-76,292	% 总资产	23.6%	19.9%	17.2%	18.2%	18.1%	17.6%
% 销售收入	1.3%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	无形资产	129,059	2,534,256	2,499,985	3,191,367	3,599,919	4,085,644
管理费用	-261,564	-849,865	-796,042	-905,571	-967,603	-1,031,174	非流动资产	972,475	4,885,339	5,012,290	5,950,476	6,579,529	7,244,081
% 销售收入	8.8%	8.5%	7.9%	8.4%	8.4%	8.4%	% 总资产	28.3%	42.5%	35.6%	40.9%	42.0%	42.6%
息税前利润 (EBIT)	199,495	267,411	405,002	587,865	786,321	1,011,486	资产总计	3,431,019	11,489,634	14,074,028	14,550,716	15,677,889	16,986,273
% 销售收入	6.7%	2.7%	4.0%	5.4%	6.8%	8.2%	短期借款	20,000	198,000	225,000	247,500	272,500	302,500
财务费用	33,408	100,599	96,332	103,287	104,800	114,094	应付款项	949,115	5,080,431	5,834,458	5,646,496	6,071,646	6,479,873
% 销售收入	-1.1%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-0.9%	-0.9%	其他流动负债	16,735	66,793	96,622	250,528	272,506	294,534
资产减值损失	-8,195	-26,546	-18,140	-11,435	-11,950	-11,950	流动负债	985,851	5,345,224	6,156,081	6,144,524	6,616,652	7,076,907
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	14,909	8,671	7,742	8,200	8,200	8,200	其他长期负债	0	525,517	614,759	614,759	614,759	614,759
% 净利润	6.4%	2.2%	1.4%	1.1%	0.9%	0.7%	负债	985,851	5,870,741	6,770,840	6,759,283	7,231,411	7,691,666
营业利润	239,617	350,136	490,936	687,917	887,372	1,121,830	普通股股东权益	2,333,597	5,579,216	7,244,673	7,733,019	8,388,377	9,236,821
营业利润率	8.0%	3.5%	4.9%	6.4%	7.7%	9.1%	少数股东权益	111,571	39,677	58,515	58,413	58,100	57,785
营业外收支	-4,849	44,757	64,400	46,311	52,082	52,211	负债股东权益合计	3,431,019	11,489,634	14,074,028	14,550,716	15,677,889	16,986,273
税前利润	234,768	394,892	555,337	734,228	939,453	1,174,041	<b>比率分析</b>						
利润率	7.9%	3.9%	5.5%	6.8%	8.1%	9.5%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-31,582	-29,061	-59,186	-77,020	-98,549	-123,157	每股指标						
所得税率	13.5%	7.4%	10.7%	10.5%	10.5%	10.5%	每股收益 (元)	0.244	0.444	0.294	0.389	0.498	0.622
净利润	203,187	365,832	496,151	657,207	840,905	1,050,884	每股净资产 (元)	2.836	6.781	4.288	4.577	4.965	5.467
少数股东损益	2,025	376	-358	-102	-313	-315	每股经营现金净流 (元)	-0.207	0.981	0.417	0.625	0.888	1.035
归属于母公司的净利润	201,162	365,456	496,509	657,309	841,218	1,051,199	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.030	0.100	0.110	0.120
净利润率	6.7%	3.6%	4.9%	6.1%	7.3%	8.5%	回报率						
<b>现金流量表 (人民币千元)</b>							净资产收益率	8.62%	6.55%	6.85%	8.50%	10.03%	11.38%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	5.86%	3.18%	3.53%	4.52%	5.37%	6.19%
净利润	203,187	365,832	496,151	657,207	840,905	1,050,884	投入资本收益率	14.10%	9.60%	15.20%	17.44%	21.48%	25.29%
少数股东损益	0	0	0	-102	-313	-315	增长率						
非现金支出	74,099	259,127	285,037	336,497	392,346	441,448	营业总收入增长率	-6.86%	236.38%	0.23%	7.42%	6.85%	6.57%
非经营收益	-8,936	3,045	-4,927	-44,234	-48,972	-47,905	EBIT增长率	-27.63%	34.04%	51.45%	45.15%	33.76%	28.64%
营运资金变动	-438,412	178,976	-71,957	105,740	315,638	304,311	净利润增长率	-22.19%	81.67%	35.86%	32.39%	27.98%	24.96%
经营活动现金净流	-170,063	806,979	704,305	1,055,109	1,499,604	1,748,423	总资产增长率	-3.99%	234.62%	22.59%	3.47%	7.82%	8.41%
资本开支	101,397	369,433	382,260	1,193,905	932,033	1,013,969	资产管理能力						
投资	0	0	-171,108	-23,032	-25,336	-27,869	应收账款周转天数	40.4	24.7	35.5	35.0	34.0	33.0
其他	-3,088	110,588	149,446	8,200	8,200	8,200	存货周转天数	69.3	27.7	40.2	42.0	44.0	45.0
投资活动现金净流	-104,485	-258,845	-403,922	-1,208,737	-949,168	-1,033,638	应付账款周转天数	67.8	35.9	68.1	64.0	61.0	57.0
股权募资	0	0	2,998,411	0	0	0	固定资产周转天数	80.0	35.1	53.3	52.7	49.4	46.1
债权募资	0	-583,200	-29,000	22,500	25,000	30,000	偿债能力						
其他	-68,266	-108,395	-1,550,011	-18,024	-180,273	-198,366	净负债/股东权益	-48.92%	-53.64%	-67.24%	-60.83%	-60.50%	-60.54%
筹资活动现金净流	-68,266	-691,595	1,419,400	4,476	-155,273	-168,366	EBIT利息保障倍数	-6.0	-2.7	-4.2	-5.7	-7.5	-8.9
现金净流量	-342,814	-143,461	1,719,783	-149,153	395,163	546,419	资产负债率	28.73%	51.06%	48.11%	46.45%	46.12%	45.28%

来源: 中泰证券研究所

## 附录一、一机集团注入资产、北方机械财务数据

图表 22：本次注入一机集团主要经营性资产及负债最近两年主要财务数据（万元）

资产负债项目	2016.3.31	2015.12.31	2014.12.31
资产总计	863,380.84	731,146.43	813,759.82
负债合计	539,572.71	417,592.61	539,942.20
所有者权益合计	323,808.13	313,553.82	273,817.62
收入利润项目	2016 年 1-3 月	2015 年度	2014 年度
营业收入	183,915.94	893,635.69	649,478.16
营业成本	164,751.40	806,442.63	581,566.84
营业利润	11,964.66	39,813.50	24,612.13
利润总额	12,009.37	42,785.36	27,472.56
净利润	10,254.31	39,736.20	25,986.05
主要财务指标	2016.3.31/2016 年 1-3 月	2015.12.31/2015 年度	2014.12.31/2014 年度
资产负债率 (%)	62.50	57.11	66.35
毛利率 (%)	10.42	9.76	10.46
净资产收益率 (%)	3.22	12.67	9.49

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 23：北方机械最近两年及一期主要财务数据（万元）

资产负债项目	2016.3.31	2015.12.31	2014.12.31
资产总计	98,664.60	123,788.08	124,558.61
负债合计	82,789.29	108,657.15	110,818.28
所有者权益合计	15,875.31	15,130.93	13,740.33
收入利润项目	2016 年 1-3 月	2015 年度	2014 年度
营业收入	23,635.34	82,840.47	79,837.16
营业成本	21,448.32	73,413.95	70,770.34
营业利润	573.80	1,490.60	977.61
利润总额	937.54	1,628.80	1,605.16
净利润	744.38	1,390.60	1,579.46
主要财务指标	2016.3.31/2016 年 1-3 月	2015.12.31/2015 年度	2014.12.31/2014 年度
资产负债率 (%)	83.91	87.78	88.97
毛利率 (%)	9.25	11.38	11.36
净资产收益率 (%)	4.80	9.19	11.50

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。