

# 北方股份(600262)

公司研究/调研报告

## 业绩增长逻辑清楚，低估值军工股向上空间较大

民生精品---深度研究报告/机械行业

2012 年 2 月 27 日

### 报告摘要:

- **矿用自卸车需求稳定，在手订单充足，新接订单良好**  
公司矿用自卸车收入占比 80%，下游煤矿、水泥、铁矿/有色矿山和水电工程等其他行业各占 1/4，整体需求稳定，在手订单至少可维持至中期，且新接订单情况良好。
- **新产能有序释放，突破收入增长的产能瓶颈**  
公司新厂区已经投产，设计产能提升至过去的 3 倍，有效突破限制过去两年收入增长的产能瓶颈。目前生产任务饱满，预计 12 年投产产能增长 20% 左右。
- **成本驱动毛利仍有提升空间，考核机制增强业绩增长动力**  
零部件进口替代、人民币升值、产品结构优化、产能利用率提高是过去三年毛利提升的主要推动力。12 年钢铁等原材料成本下行趋势确定，毛利仍有提升空间。公司建立了根据营业收入和净利润的总经理考核奖励措施，增强成长动力。
- **新进入者增多，但公司技术和客户沉淀优势保证传统矿用车市占率 70-80%**  
矿用自卸车尚未统一标准，近年虽有三一、天业通联等加入，但公司一直占据传统自卸车 70-80% 市场，技术、客户资源沉淀是其竞争优势保证。同时，近年兴起的宽体自卸车虽然价格只有传统矿用自卸车的 1/5 左右，但由于使用寿命短、受矿山环境条件的限制等缺点对公司产品冲击并不显著。
- **背靠兵器工业集团，资产结构优化空间较大**  
公司背靠兵器工业集团下属内蒙古北方重工，其 2010 年营业收入百亿，其中军品（收入 30 亿元左右）盈利能力较强，但投资较大的 360 无缝钢管垂直挤压机项目处于产业化初期，导致集团整体盈利能力较差，预计 2013 年初可能改善。同时，阿特拉斯工程机械连年亏损，2009、2010 和 2011 年中期贡献 EPS 分别为 -0.15、-0.18、-0.07 元，近期无任何改善，目前股东权益只余 3800 万元。
- **强烈推荐：12 年 PE 18 倍、PS 1 倍的军工股，第一目标价 23 元**  
供给、需求、成本三侧出发业绩增长逻辑清楚，总经理考核奖励机制为增强成长动力。以 2 月 27 日收盘价计算，对应 12 年 PE 仅 18 倍，市销比仅为 1，估值安全边际较高。同时，存在集团资产注入、工程机械不良资产剥离等潜在向上空间，寄予“强烈推荐”投资评级，按照 12 年 25 倍 PE 给予第一目标价 23 元。
- **潜在超预期因素**  
(1) 集团资产注入、不良资产剥离等外延式发展；(2) 订单及产能释放超预期。
- **风险提示**  
经济大幅下滑导致需求下降风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,901	2,110	2,520	3,050
增长率（%）	1.73%	10.97%	19.43%	21.03%
每股收益（摊薄后，元）	0.43	0.70	0.89	1.11
增长率（%）	49.29%	63.93%	26.59%	24.83%
PE	37.24	22.72	17.94	14.38
毛利率（%）	20.9%	23.8%	24.0%	24.2%

资料来源：民生证券研究所

### 强烈推荐

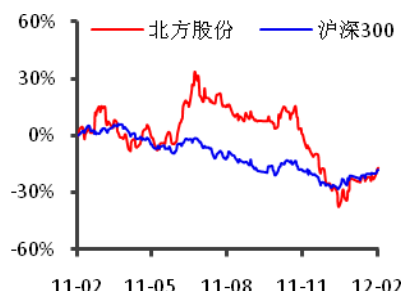
首次

目标价：23 元

### 交易数据（2012-2-27）

收盘价（元）	15.81
近 12 个月最高/最低	25.24/11.35
总股本（百万股）	170.00
流通股本（百万股）	66.00
流通股比例%	38.82%
总市值（亿元）	26.88
流通市值（亿元）	10.43

### 该股与沪深 300 走势比较



### 分析师

分析师：张琢  
 执业证号：S0100510110002  
 邮箱：zhangzhuo@mszq.com  
 联系人：刘利（行业专家）  
 电话：(8610)8512 7661  
 Email：liuli@mszq.com

### 相关研究

## 一、供给、需求、成本三侧驱动，业绩增长逻辑清楚

### (一) 下游需求稳定，在手订单充足，接单情况良好

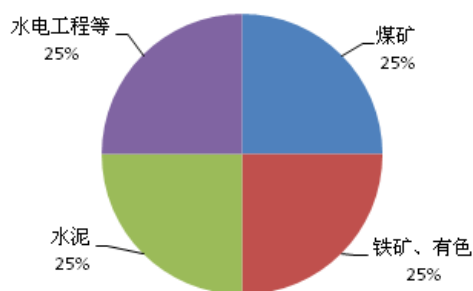
非公路自卸车主要用于矿山(煤矿、铁矿、有色矿等)、水电工程、水泥等行业。针对北方股份，目前煤矿、水泥、矿山(铁矿、有色矿等)和水电工程等其他项目各占 1/4。逻辑上讲，矿用自卸车需求侧处于平稳态势：下游行业除水泥存在隐患外，矿山行业固定资产投资较为稳定，而水电投资处于景气上行周期。从公司实际运行情况看，2011 年全年销售 500 台左右，2012 年在手订单和新接订单比较稳定。

图 1：北方股份非公路（矿用）自卸车



资料来源：公司网站，民生证券研究所

图 2：北方股份非公路自卸车下游客户构成，煤矿等四项各占 1/4



资料来源：民生证券研究所

### (二) 竞争趋于激烈，但优势积累可保持增长

按照技术特点，矿用自卸车分为传统自卸车和宽体自卸车。我国尚无统一非公路(矿用)自卸车产品标准，国内尚无统计口径，中国工程机械协会工程运输机械分会理事长单位中环动力(北方股份为副理事长单位)曾经编写矿用标准，但未在行业内形成统一意见。

潜在竞争者增多，但北方股份传统矿用市场份额一直维持在 70-80%。三一重工、

天业通联等企业近年进入矿用车领域，但其仍处于市场开发阶段。同时，北方股份有着 TEREX 技术沉淀深厚、客户粘性强、产品系列全等诸多优势，目前仍旧保持传统矿用车 70%-80% 的市场份额。

**宽体自卸车价格低廉而发展速度较快，但故障率高、使用寿命短决定传统矿用车保持稳定增长。**近年来宇通重工、陕西同力等企业以重卡为基础，开发了宽体自卸车，以价格优势对传统矿用车市场造成一定冲击。宽体自卸车价格约为传统自卸车的 1/5 左右，但故障率和维护成本高，且使用寿命一般不超过 3 年（传统矿用车寿命为 10-15 年），加上受矿山环境条件的限制，其对传统矿用车的冲击并非致命。

**协会预计十二五末期传统矿用车市场规模 100 亿，五年 CGAR 达 15%。**2010 年传统矿用车和宽体自卸车分别销售约 700 台和 5000 台，协会预计十二五末期分别实现销售 2000 台和 30000 万台，产值分别为 100 亿和 150 亿。

**表 1：非公路（矿用）自卸车分类及主要参与者**

自卸车种类	传统自卸车		宽体自卸车
	电动轮	机械轮	
适合范围	≥100 吨	<100 吨	
	造价低但故障率高	造价高但故障率低	造价低、故障率较高
国际供应商	美国的 CATERPILLAR、日本的 KOMATSU、美国的 TEREX、美国的 EUCLID-HITACHI、白俄罗斯的 BELAZ 等合计占 1/2		
国内成熟供应商	北方股份、湘电股份合计占 1/4 首钢重汽等其他占 1/4	北方股份、中环动力、本溪北方重汽、首钢重汽	宇通重工、陕西同力、泰安航天、湖北三江万山等
国内新进入者	中冶京诚（湘潭）重工、首钢重汽、徐工等	三一、天业通联等	

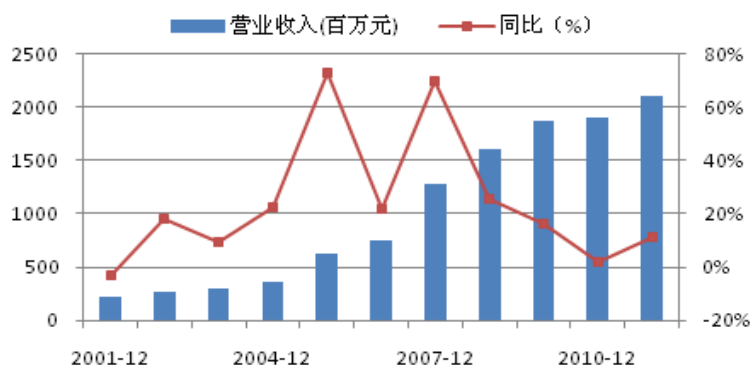
资料来源：民生证券研究所

### （三）新厂区投产突破产能瓶颈，奠定未来增长基础

**产能瓶颈是过去两年收入增长缓慢的原因之一。**2009 年以来公司收入增长较为缓慢，预计 2010 和 2011 两年收入 CGAR 只有 6.2%。产能瓶颈是其中原因之一：原厂区的设计产能为 300 台，实际产量已达 500 台。

**1000 台矿用车产能逐步释放将为未来收入增长奠定基础。**公司规划产能 1000 台的新厂区已经投产，总装生产线任务饱满。公司将根据下游需求逐步释放产能，预计今年释放产能 600 台左右，2.4 亿元在建工程也将逐步转为固定资产。

**图 3：北方股份近年收入增速较慢，产能瓶颈是原因之一**



资料来源：公司公告，民生证券研究所

#### (四) 多因素驱动毛利提升，仍有提升空间

零部件进口替代、人民币升值、产品结构优化、产能利用率提高是过去三年毛利提升的主要推动力。

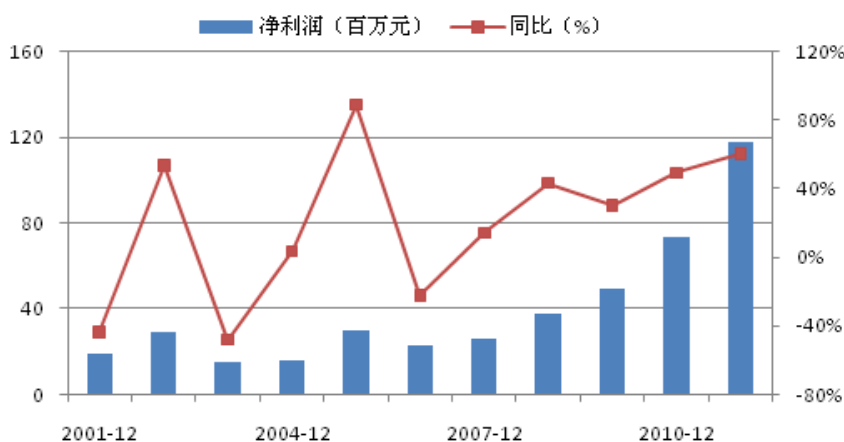
钢铁等原材料成本下行，未来仍有提升空间。

#### (五) 考核激励机制增强成长动力

公司股东结构和经理考核体系决定其财务报表客观性较强。公司第二大股东 TEREX 持股 25.16%，尽管不参与公司日常管理，但对财务等重大事件影响力较强。

激励机制相对较好，业绩增长动力较足。由于高层相继出走，公司于 2010 年 5 月通过了《总经理考核奖励办法》，主要根据营业收入总额和净利润额两项指标考核、奖励总经理，对超额完成部分按照规则进行奖励。从 2006 年开始净利润增速逐年提高，2007-2011 年净利润 CGAR 达 45%，总经理考核激励办法通过后 2010 年增速 49%（2010 年总经理年薪在 45 万基础年薪基础上奖励 20 万元），2011 年预计达 60%。

图 4：公司 2007 年以来净利润增速逐渐提高，2007-2011 年 CGAR 达 45%



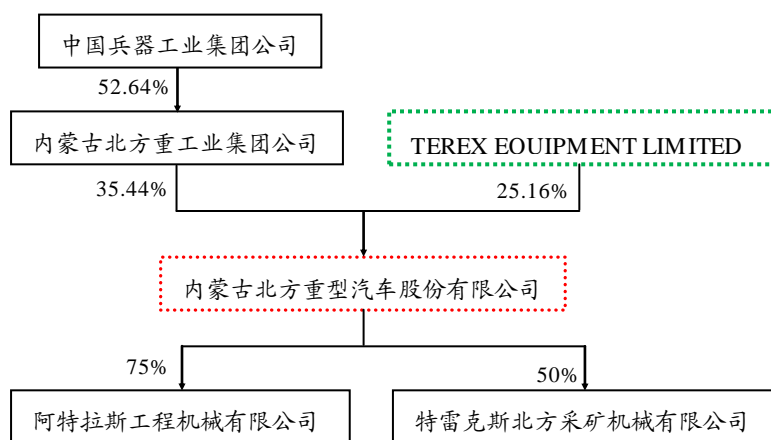
资料来源：公司公告，民生证券研究所

## 二、背靠兵器工业集团，工程机械仍将拖累业绩

公司控股股东为兵器工业集团下属内蒙古北方重工业集团(以下简称集团),在2009年引入中信证券、金石投资等9家战略投资者完成股份制改造。

集团2010年营业收入突破103亿,其中军品、特种钢及延伸产品、矿用车及工程机械产品三大核心业务收入73亿(三项业务收入大致为30亿、20亿、20亿),煤矿综采设备、专用汽车两大主导民品等收入30亿。其中军品盈利能力较强,受投资较大的360无缝钢管垂直挤压机项目处于产业化初期影响,特种钢及延伸产品盈利能力较差,同时也影响了集团整体的盈利能力,预计2013年初可能改善。在战略投资者进入近3年之后,盈利能力较差限制了集团通过IPO方式整体上市。

**图5: 公司控股股东为兵器工业集团下属内蒙古北方重工业集团,但外资企业TEREX持股25.16%,为第二大股东**



资料来源:公司公告,民生证券研究所

北方股份是内蒙古北方重工集团下属唯一上市公司,其外资股东TEREX持股比例较高成为向集团外延式发展的主要障碍。随着公司对TEREX的依赖日益降低(目前其不参与日常管理,只参与技术工作),外延式发展的可能性日益提高。

公司下属控股公司和参股公司各一个,与TEREX合资的生产电动轮矿用车的参股公司盈利能力较强,但与阿特拉斯合资的工程机械控股公司今年状况一直不佳,成为公司业绩的主要拖累,少数股东权益也由2005年的4000万降低至2011年三季报的950万。

### 三、盈利预测与投资建议

#### (一) 盈利预测

假设未来3年营业外收入(政府补贴)逐年降低,预计2011-2013年EPS分别为0.70、0.89和1.11元,11-13年CGAR达25.7%。

#### (二) 公司估值及投资建议

以2012年2月27月收盘价15.81元计算,总市值为26.88亿。对应12年PE为18倍,市销比为1,估值安全边际较高。同时,存在集团资产注入、工程机械不良资产剥离等潜在向上空间,业绩弹性较大,寄予“强烈推荐”投资评级,按照25倍PE给予第一目标价23元。



### 公司财务报表数据预测汇总

#### 利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,901	2,110	2,520	3,050
减：营业成本	1,503	1,608	1,916	2,313
营业税金及附加	2	13	15	18
销售费用	76	106	126	153
管理费用	133	177	212	256
财务费用	57	52	53	51
资产减值损失	67	65	65	65
加：投资收益	6	7	7	8
二、营业利润	70	96	141	202
加：营业外收支净额	12	46	40	35
三、利润总额	83	142	181	237
减：所得税费用	20	28	36	47
四、净利润	63	115	144	189
归属于母公司的利润	73	120	152	189
五、基本每股收益 (元)	0.43	0.70	0.89	1.11

#### 主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	37.38	28.27	22.05	17.63
<b>成长能力:</b>				
营业收入同比	1.73%	10.97%	19.43%	21.03%
营业利润同比	70.0%	37.2%	45.8%	43.5%
净利润同比	55.85%	81.72%	25.98%	31.1%
<b>营运能力:</b>				
应收账款周转率	2.96	3.26	3.87	4.01
存货周转率	2.08	2.28	2.41	2.43
总资产周转率	0.63	0.66	0.76	0.84
<b>盈利能力与收益质量:</b>				
毛利率	20.9%	23.8%	24.0%	24.2%
净利率	3.8%	5.7%	6.0%	6.2%
总资产净利率 ROA	2.1%	3.6%	4.4%	5.2%
净资产收益率 ROE	8.2%	13.5%	14.7%	16.5%
<b>资本结构与偿债能力:</b>				
流动比率	1.50	1.59	1.63	1.67
资产负债率	75.0%	71.5%	69.3%	67.0%
长期借款/总负债	28.3%	33.5%	29.9%	26.1%
<b>每股指标:</b>				
每股收益	0.43	0.70	0.89	1.11
每股经营现金流量	2.16	0.31	0.24	0.11
每股净资产	4.66	5.34	6.19	7.30

#### 资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	598	519	504	464
应收票据	182	201	241	291
应收账款	688	607	695	827
预付账款	55	103	123	149
其他应收款	22	24	29	35
存货	893	955	1,138	1,374
其他流动资产	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>2,437</b>	<b>2,410</b>	<b>2,729</b>	<b>3,140</b>
长期股权投资	46	50	50	50
固定资产	306	265	356	431
在建工程	186	306	156	21
无形资产	160	157	154	151
其他非流动资产	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>737</b>	<b>778</b>	<b>716</b>	<b>653</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,174</b>	<b>3,188</b>	<b>3,445</b>	<b>3,793</b>
短期借款	619	539	539	539
应付票据	182	194	232	280
应付账款	514	469	559	674
预收账款	135	160	191	230
其他应付款	68	70	70	70
应交税费	36	30	30	30
其他流动负债	24	54	54	54
<b>流动负债合计</b>	<b>1,621</b>	<b>1,516</b>	<b>1,674</b>	<b>1,877</b>
长期借款	674	764	714	664
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>674</b>	<b>764</b>	<b>714</b>	<b>664</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,381</b>	<b>2,280</b>	<b>2,388</b>	<b>2,541</b>
股本	170	170	170	170
资本公积	399	399	399	399
留存收益	210	330	481	671
少数股东权益	14	9	1	1
<b>所有者权益合计</b>	<b>793</b>	<b>908</b>	<b>1,052</b>	<b>1,241</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,174</b>	<b>3,188</b>	<b>3,440</b>	<b>3,783</b>

#### 现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	368	53	40	18
投资活动现金流量	(105)	(90)	47	43
筹资活动现金流量	(44)	(42)	(103)	(101)
现金及等价物净增加	218	(79)	(15)	(40)

## 分析师与行业专家简介

**刘利**，高级工程师，清华大学机械工程及自动化专业本科、材料科学与工程学博士，三年钢铁、汽车行业工作经验，2011年3月加盟民生证券研究所，从事机械、军工行业研究。

**张琢**，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010年9月加盟民生证券研究所。精于数据分析，具有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
韦珂嘉	北京	010-85127772	13701050353	weikejia@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
<b>平珂</b>	<b>上海</b>	<b>021-68885772</b>	<b>13818133101</b>	<b>pingke@mszq.com</b>
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
<b>蔡虹</b>	<b>广深</b>	<b>0755-22662056</b>	<b>18665333929</b>	<b>caihong@mszq.com</b>
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	Liuyi_sz@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

## 民生证券研究所：

**北京：**北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

**上海：**浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

**深圳：**深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。