

北方股份(600262)

公司研究/简评报告

业绩超出预期，主营保持快速增长

民生精品---简评报告|机械行业

2012年8月14日

一、事件概述

北方股份于8月13日晚间发布2012年中期报告，上半年实现营业收入12.03亿元，同比增长19.41%，归属于上市公司股东的净利润9,393万元，同比增长44.06%（扣非后同比增长71.74%），实现EPS 0.55元，超出10%左右增长的市场预期。归属于上市公司股东净利润增速由一季度的-49%快速回升至44.06%，同时现金流和预收账款有所好转。我们上调12-14年EPS分别为1.03、1.29、1.59元，维持“强烈推荐”投资评级，6个月目标价19元，对应11-14年PE分别为26X、18X、15X和12X。

二、分析与判断

➤ 国内需求存在下滑隐忧，但出口占比提升提供增长保证

公司主要生产传统矿用自卸车，下游主要是露天煤矿、金属矿、水泥、水电等工程项目，水泥和工程类项目需求大幅下滑，露天煤矿、金属矿等后周期产品存在下滑隐忧。但国际市场取得实质性突破，上半年出口收入达3.1亿元，同比增长48.36%，出口收入占比由2011年底的19.24%增长至25.8%，且有望进一步提高。

出口主要受益于全球矿产资源投资和相关制造业向中国转移的趋势。我国露天煤矿占比低，金属矿山总量和规模均偏少，因此传统矿用车和宽体自卸车年销售规模仅分别为700台和5000台左右。市场空间突破是今年机械行业的主要投资逻辑，国际市场的广大空间为公司提供了广阔的空间。以露天煤矿为例，有关数据显示，我国露天采煤只占不到5%，井工开采煤炭产量占95%以上，而世界主要产煤国如加拿大露天开采产量比重为88%、德国为78%、美国为61.5%、俄罗斯为56%。

公司矿用自卸车技术来源方TEREX在英国生产基地每年生产200台左右，与北方股份在国际市场具有战略互补作用。公司国外市场扩至全球52个国家和地区，主要出口蒙古、印尼、缅甸、俄罗斯等国，正在拓展巴西和澳大利亚。2012年5月底，力拓与湘电签订4台230吨矿用自卸车订单，必和必拓、淡水河谷、英美资源等其他大型跨国矿业公司也均有在中国采购的计划，这将为公司带来机遇。

历史经验看，出口产品毛利率较国内稍高，仅2007-2008年例外。

中国神华、兖州煤业等大型企业加快布局海外权益，对公司出口布局构成利好。如兖州煤业在澳大利亚的权益储量已达27.08亿吨，神华集团已经计划在澳大利亚新南威尔士州建立一个年产1000万吨的露天煤矿。

由于国际市场空间广阔，公司正在开发巴西、澳大利亚等客户，原有客户俄罗斯加入WTO，预计出口将维持良好增长态势。

➤ 国内矿山大型化和人力成本提高是核心驱动因素

从长期逻辑来讲，国内原以小型矿山为主，且人力综合成本偏低，因此大量使用价格低但寿命短的宽体自卸车。矿山大型化和人力成本提高（尤其是安全意识日益提高）将促进传统矿用车采购比例。

同时，煤电一体化的实施，有望加快露天煤矿的开采。如近期国际煤炭网报道，公司与北方魏家峁煤电有限责任公司签订了29台矿用车销售合同，合同总额超四亿元。北方魏家峁煤电有限责任公司是中国华能集团北方联合电力公司首家煤电一体化项目基地。据了解，北方股份矿用车将用于该公司规划的年产1200万吨的露天煤矿。露天矿一期工程于2009年3月3日取得国家发改委核准批复，将于2012年10月开始试生产。

➤ 出口突破和子公司减亏是主营业务大幅增长的主要原因

公司上半年营业利润同比增长78.91%，大幅增长的主要原因如下：

(1) 由于出口收入大幅增长（同比48.36%）和国内需求稳定增长（同比11.83%），导致销售额同比增长19%；

强烈推荐

维 持

目 标 价：

19 元

交易数据 (2012-8-13)

收盘价(元)	13.06
近12个月最高/最低	22.85/11.05
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)	22.20
流通市值(亿元)	8.62

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：张微

执业证号：S0100512050001

邮箱：zhangwei_sh@mszq.com

联系人：刘利（行业专家）

电话：(8610)8512 7661

Email: liuli@mszq.com

相关研究

- 《北方股份(600262)调研报告-业绩增长逻辑清楚，低估值军工股向上空间较大》
2012.2.27

(2) 由于成本下降、出口占比提高等因素驱动，综合毛利率由去年同期的 22.79% 提高至 24.13%；

(3) 公司控股子公司阿特拉斯实现营业总收入 19,079 万元，亏损 750 万元，与去年同期的总收入 21,339 万元、亏损 1,683 万元相比，减亏 933 万元。公司于 2004 年与德国 ATLAS-TEREX 共同出资设立阿特拉斯工程机械有限公司（北方股份持股 75%），主要生产液压挖掘机。但由于各方面原因，一直处于亏损状态，已累计亏损 1.83 亿元，净资产已经由 2007 年的 1.52 亿元减少至 2011 年底的 3611 万元。针对这一状况，公司以严格的会计处理计提减值损失，同时逐步增加矿用车和其他主机配套零部件生产（焊接件为主），2011 年挖掘收入只占其总收入的 1/3，是当年营业收入大幅增长和减亏 2200 万的主要原因。

➤ 预收账款大幅增长，反应在手订单充足，今年业绩增长确定性强

公司中期预收账款达 2.66 亿元，处于近年最高水平，与年初的 8050 万元相比增长 231%，与去年同期的 1.11 亿相比增长 1.39 亿元，显示在手订单充足，为全年业绩增长提供保障。

➤ 回款状况好转，经营活动现金流大幅改善

受益回款状况好转，中期经营活动现金流量净流入 3.1 亿元，与去年同期的净流出 1.63 亿元和一季度的净流出 4070 万元相比改善明显，显示现金流情况大幅好转。

➤ 营业外收入确认是半年业绩大幅好于一季报的原因之一

公司中期净利润同比增长 44.06%，与一季度的 -49% 相比反差明显，除毛利率提高、主营业务大幅增长外，主要是中期确认了 3000 万元的旧厂房出售利得。导致营业外收入与去年同期相比增长 10%，可见主营业务大幅增长是半年报大幅增长的主要原因。

三、股价催化剂及风险提示

催化剂：业绩大幅超预期；订单超预期；煤电一体化进展。

风险提示：国内外经济下滑超预期。

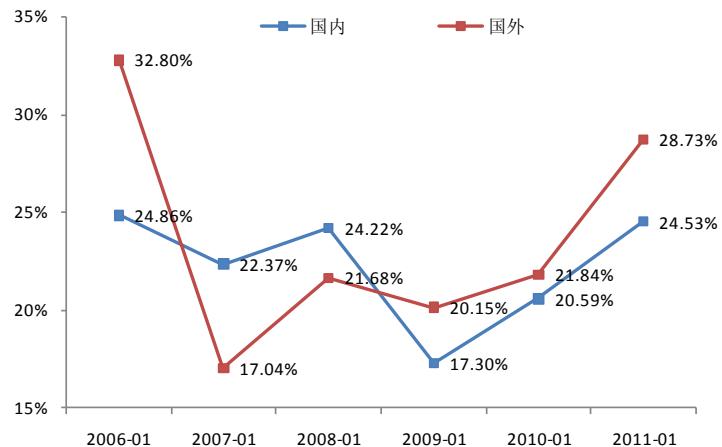
四、盈利预测与投资建议

我们上调 12-14 年 EPS 分别为 1.03、1.29、1.59 元，维持“强烈推荐”投资评级，按照 12 年主营 EPS 20 倍 PE、营业外收入 10 倍 PE 给予 6 个月目标价 19 元，对应 11-14 年 PE 分别为 26X、18X、15X 和 12X。

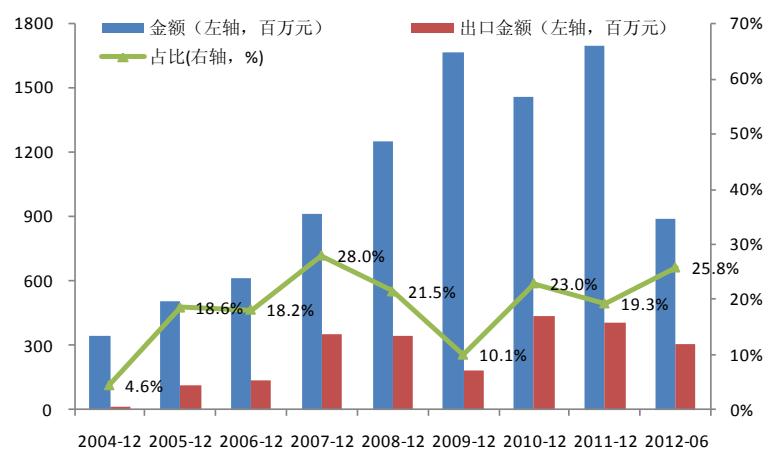
表 1：盈利预测与财务指标

项目 / 年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	2,111	2,495	2,880	3,340
增长率（%）	10.99%	18.22%	15.43%	15.97%
归属母公司股东净利润（百万元）	126	176	219	271
增长率（%）	72.22%	39.60%	24.80%	23.63%
每股收益（摊薄后，元）	0.74	1.03	1.29	1.59
PE	17.64	12.63	10.12	8.19
PB	/	4.03	3.45	2.92
每股净资产（元）	5.28	6.09	7.13	8.40
毛利率（%）	25.3%	24.6%	25.1%	25.1%
净资产收益率 ROE(%)	14.3%	18.0%	19.5%	20.5%
EV/EBITDA	/	17.18	15.00	13.46

资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 1：北方股份国内与国外产品毛利率对比（%），除 07、08 年外出口毛利率高


资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 2：金融危机后，北方股份出口占比呈上升趋势


资料来源：公司公告，民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	2,111	2,495	2,880	3,340
减：营业成本	1,577	1,881	2,158	2,501
营业税金及附加	8	10	12	13
销售费用	109	127	144	164
管理费用	175	202	230	267
财务费用	52	70	60	50
资产减值损失	78	60	70	80
加：投资收益	10	12	15	18
二、营业利润	122	157	221	283
加：营业外收支净额	22	50	40	40
三、利润总额	143	207	261	323
减：所得税费用	22	33	42	52
四、净利润	121	174	219	271
归属于母公司的利润	126	176	219	271
五、基本每股收益(元)	0.74	1.03	1.29	1.59

主要财务指标

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	24.44	17.18	15.00	13.46
成长能力:				
营业收入同比	10.99%	18.22%	15.43%	15.97%
营业利润同比	73.4%	28.9%	40.7%	27.9%
净利润同比	92.07%	43.58%	26.05%	23.6%
营运能力:				
应收账款周转率	3.40	3.98	3.69	3.58
存货周转率	2.18	2.19	2.16	2.17
总资产周转率	0.66	0.74	0.78	0.81
盈利能力与收益质量:				
毛利率	25.3%	24.6%	25.1%	25.1%
净利率	6.0%	7.0%	7.6%	8.1%
总资产净利率 ROA	3.8%	5.2%	5.9%	6.6%
净资产收益率 ROE	14.3%	18.0%	19.5%	20.5%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.37	1.34	1.38	1.43
资产负债率	71.9%	70.6%	69.0%	67.2%
长期借款/总负债	19.2%	17.8%	16.4%	15.1%
每股指标:				
每股收益	0.74	1.03	1.29	1.59
每股经营现金流量	0.23	0.53	0.45	0.78
每股净资产	5.28	6.09	7.13	8.40

资料来源：公司公告，民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	518	475	423	449
应收票据	203	239	276	321
应收账款	555	699	864	1,002
预付账款	49	58	72	84
其他应收款	27	32	37	43
存货	1,040	1,240	1,423	1,650
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2,392	2,744	3,096	3,548
长期股权投资	51	56	56	56
固定资产	525	537	547	545
在建工程	19	39	59	69
无形资产	151	148	145	142
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	804	779	806	812
资产总计	3,196	3,523	3,902	4,359
短期借款	525	525	525	525
应付票据	75	89	102	119
应付账款	474	565	649	752
预收账款	81	115	132	153
其他应付款	49	70	70	70
应交税费	31	30	30	30
其他流动负债	54	54	54	54
流动负债合计	1,740	2,045	2,249	2,489
长期借款	442	442	442	442
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	442	442	442	442
负债合计	2,299	2,487	2,691	2,931
股本	170	170	170	170
资本公积	399	399	399	399
留存收益	319	459	635	852
少数股东权益	9	7	7	7
所有者权益合计	897	1,036	1,211	1,428
负债和股东权益合计	3,196	3,523	3,902	4,359

现金流量表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	39	90	76	132
投资活动现金流量	(63)	(52)	(45)	(22)
筹资活动现金流量	(41)	(105)	(104)	(104)
现金及等价物净增加	(67)	(68)	(72)	6

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、材料科学与工程学硕士，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。

张微，企业管理硕士，机械自动化学士，2008年3月进入证券行业从事机械行业研究，2012年4月加盟民生证券，专注工程机械、机床及新业务模式板块研究。

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
尹塘	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
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
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
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	liuyi_sz@mszq.com
许力平	广深	020-87374866	18601368846	xuliping@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@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17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	投资评级	说明
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資目标、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。