

矿用车龙头；未来可能受益兵器集团 “无禁区”改革

投资要点：

1. 事件

公司发布三季报，实现收入 11 亿元，同比下降 39.02%；实现净利润 5741 万元，同比下降 38.59%；EPS 为 0.34 元。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩符合预期，业绩下滑趋势有所放缓

公司业绩下滑符合预期，业绩下滑趋势有所放缓。公司是国内最大的专业矿用车研发、生产基地，是重型非公路矿用车“国家地方联合工程研究中心”项目依托单位。

近年来，全球矿用车市场需求大幅下滑和行业竞争激烈。国内外矿用车的上游行业市场依然不景气、产能过剩，对矿用车需求放缓；矿用车市场竞争加剧，产品销售价格有所下降。

公司 2014 年度计划实现合并营业收入 24 亿元。我们判断实现该目标具有一定的困难。

（二）大股东内蒙古北方重工业集团实力雄厚

公司大股东为内蒙古北方重工业集团有限公司。内蒙古北方重工始建于 1954 年，是国家“一五”期间 156 个重点项目之一，国家唯一的大口径火炮动员中心和火炮毛坯供应基地，是国家常规兵器重点保军企业。公司占地面积 320 平方公里，截至 2011 年底，公司人员总量 1.4 万人，资产总额 142 亿元，拥有各类设备 9300 余台(套)。

（三）兵器集团推进无禁区改革；公司未来将受益

兵器集团目前资产证券化率为 20% 左右，远低于中航工业和中船重工，低于兵装集团。兵器集团拥有 12 家上市公司，产业布局主要为民品，军品部分还很少。

兵器集团 2014 年 7 月披露已制定印发《集团公司全面深化改革领导小组 2014-2015 年工作要点》，集团领导要求大力推进法律和政策框架下的“无禁区改革”。兵器集团军品科研管理体制、总部精简审批事项改革、混合所有制和骨干人员持股激励试点、军工事业单位改革等工作将有序推进。我们认为北方股份未来可能受益于兵器集团资本运作。

3. 投资建议

预计 14-16 年 EPS 为 0.45/0.56/0.67 元，PE 为 58/47/39 倍；如果未来兵器集团启动资本运作，预计估值和业绩将双提升。给予“谨慎推荐”评级。风险提示：全球矿用车市场需求下滑、竞争激烈；资产整合低于预期。

北方股份 (600262.SH)

谨慎推荐

分析师

王华君 机械军工行业分析师

☎：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

陈显帆 机械军工行业分析师

☎：(8621) 2025 7807

✉：chenxianfan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020002

特此鸣谢

李辰

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据 时间 2014.10.28

A 股收盘价(元)	26.20
A 股一年内最高价(元)	26.20
A 股一年内最低价(元)	12.07
上证指数	2337.87
市净率	4.0
总股本(亿股)	1.7
实际流通 A 股(亿股)	1.7
总市值(亿元)	45
流通 A 股市值(亿元)	45

相关研究

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

行业点评：《军工行业：兵器集团大力推进“无禁区改革”，重点推荐北方创业、晋西车轴》 2014-7-28

公司深度：《北方创业(600967)：受益铁道部改革；自备车、出口、防务业务驱动高增长》 2013-5-2

公司深度——晋西车轴(600495)：受益铁路改革，海外出口、高铁轮轴国产化推动业绩快速增长 2013-7-23

附录 1：北方股份盈利预测

表 1：北方股份盈利预测

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	2,554.11	2,181.24	1,305	1,305	1,369
营业收入增长率	21.02%	-14.60%	-40%	0%	5%
净利润（百万元）	168.77	118.31	76	95	114
净利润增长率	34.07%	-29.90%	-36%	25%	20%
EPS（元）（摊薄）	0.99	0.70	0.45	0.56	0.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.34%	10.71%	6.69%	7.79%	8.71%
P/E	27	38	58	47	39
P/B	4.3	4.1	3.9	3.7	3.4
EV/EBITDA	24	27	30	28	25

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部（注：股价截止至 2014 年 10 月 30 日）

附录 2：兵器集团：35 个子集团和 9 家直管单位；拥有 12 家上市公司

我们认为陆军仍是当前重要军事力量。我们认为，作为一个大国，中国仍然有必要保持强大的陆军力量。信息化是未来的发展方向，但传统技术仍然存在着很大的创新空间。陆军装备中的新一代坦克、8*8 轮式战车、远程火箭弹、电磁炮等武器装备仍然具有较大的市场需求。

未来兵器集团资本运作将提速，我们看好晋西集团、内蒙古一机集团、内蒙古北方重工业集团等兵器子集团未来资本运作。

表 2：看好晋西集团、内蒙古一机集团、内蒙古北方重工业集团等兵器子集团未来资本运作

上市公司	代码	股价(元)	EPS（元）				PE（倍）				评级
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E	
晋西车轴	600495.SH	20.08	0.17	0.16	0.25	0.35	118	125	81	58	推荐
北方创业	600967.SH	15.40	0.31	0.41	0.51	0.62	49	38	30	25	推荐
光电股份	600184.SH	33.89	-0.79	0.43	0.57	0.70		78	60	48	未评级
北方股份	600262.SH	26.32	0.70	0.45	0.56	0.67	38	58	47	39	谨慎推荐
北方导航	600435.SH	28.91	0.03				940				未评级
江南红箭	000519.SZ	15.49	0.52	0.57	0.62	0.70		27	25	22	未评级
凌云股份	600480.SH	13.87	0.37				37				未评级
辽通化工	000059.SZ	9.41	-0.13	0.15	0.36	0.55		61	26	17	未评级
长春一东	600148.SH	28.46	0.21								未评级
北化股份	002246.SZ	11.53	0.12								未评级
北方国际	000065.SZ	17.99	0.62				29				未评级
安捷利实业	8298.HK	1.15	0.06				19				未评级
平均估值								65	45	35	

资料来源：Wind，中国银河证券研究部（注：股价截止日期为 2014 年 10 月 31 日；北方创业为考虑资产置换后的备考业绩；除北方创业、晋西车轴、北方股份为银河预期外，其余均为 wind 一致预期）

附录 3：兵器集团：研制陆军武器装备、三军毁伤与信息化装备

兵器工业是国家安全的战略基础。中国兵器工业集团公司是陆军武器装备研制发展主体和三军毁伤与信息化装备研制发展的骨干力量，陆、海、空、天、警用装备的重要生产企业。兵器工业集团 2013 年实现营业收入 3812 亿元，实现利润 100.5 亿元。2007-2012 年，中国兵器工业集团收入复合增长率达 20%，利润复合增长率达 19%。

兵器集团防务产品按照功能主要分为装甲突击、防空反导、远程压制、精确打击、高效毁伤、信息夜视 6 大类，具体产品为坦克火炮、弹药制导、火药炸药、光电信息等。

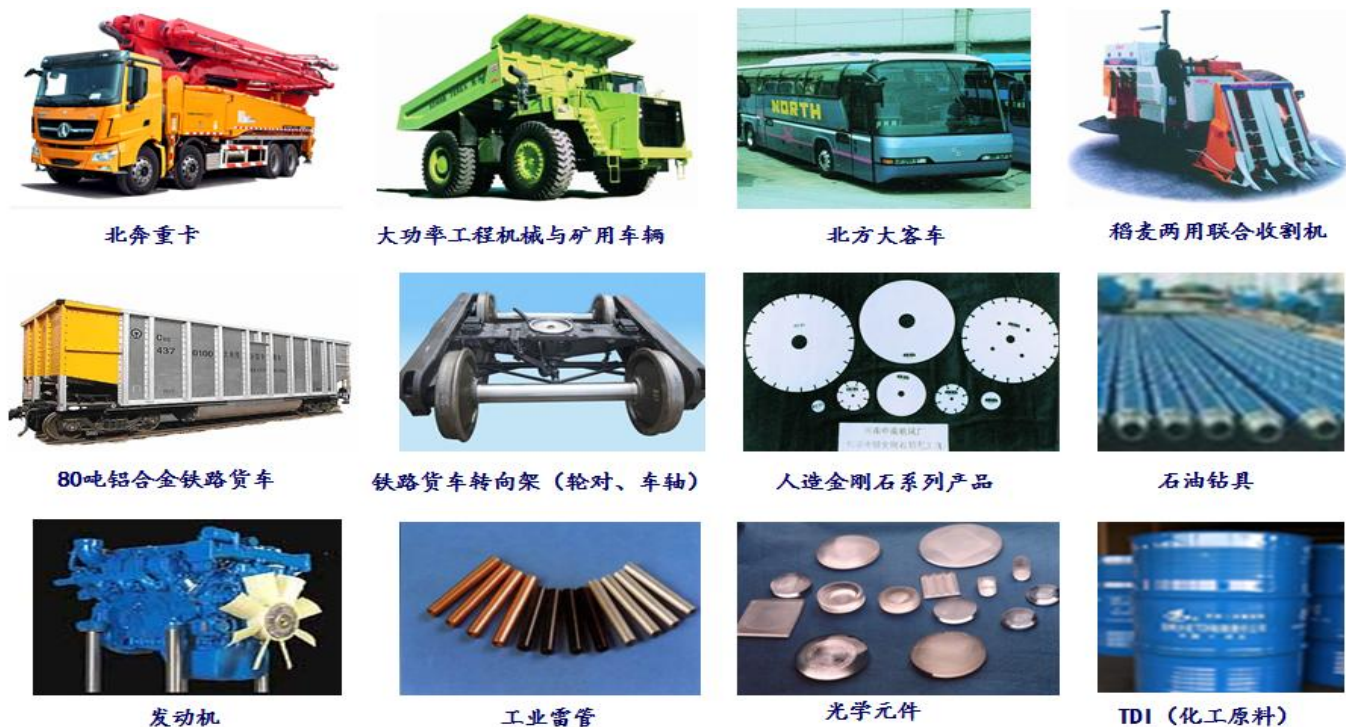
图 1：兵器集团部分防务产品：陆军武器装备、三军毁伤与信息化装备



资料来源：兵器集团、中国银河证券研究部

民品业务主要为重型车辆与工程机械、特种化工与精细化工、光电信息等，其他业务包括战略资源、金融服务、流通贸易等。

图 2：兵器集团部分民品：陆军武器装备、三军毁伤与信息化装备

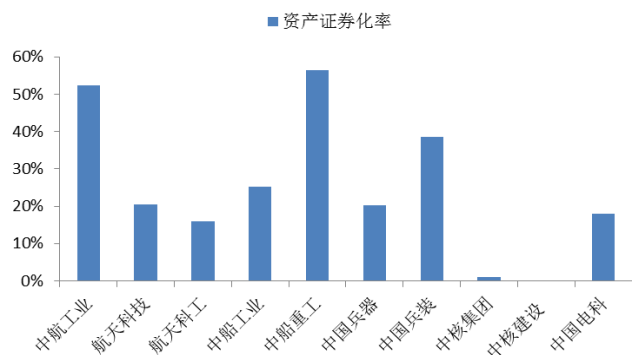


资料来源：兵器集团、中国银河证券研究部

附录 4：兵器集团：资产证券化率 20%左右，未来提升空间大

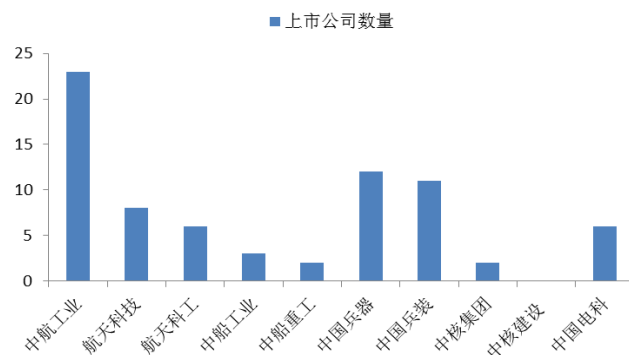
兵器集团目前资产证券化率为 20%左右，远低于中航工业和中船重工，低于兵装集团。目前兵器集团拥有 12 家上市公司，产业布局主要在民品，涉及军品部分还很少。目前仅有北方导航、光电股份、北方创业、北化股份 4 家上市公司明确涉及军品。其中北方导航是国内第一家军工光电防务资产整体上市的公司，军品收入占比近 70%；光电股份军品收入占比达 60%以上；北方创业军品收入占比 20-25%；北化股份军品收入占比近 6%。其余 8 家上市公司几乎不涉及军品或涉军占比很小。

图 3：兵器集团资产证券化率远低于中船重工、中航工业



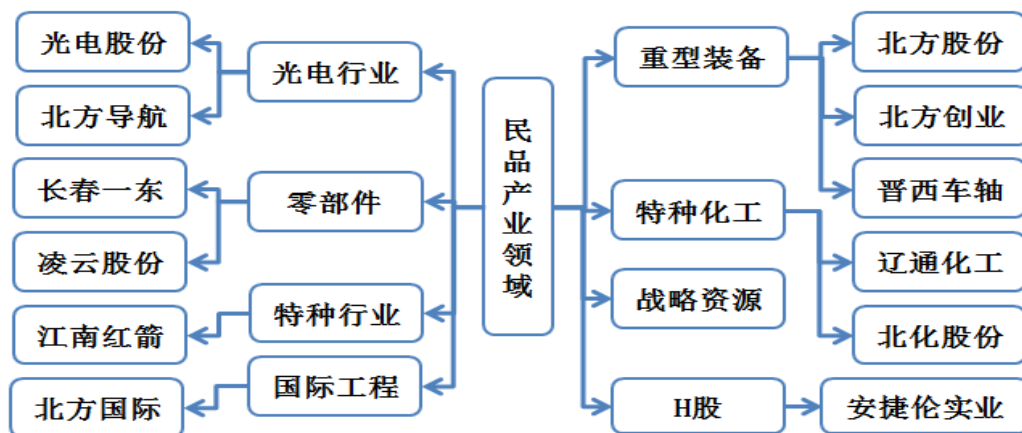
资料来源：互联网，中国银河证券研究部整理

图 4：兵器集团上市公司数量仅次于中航工业



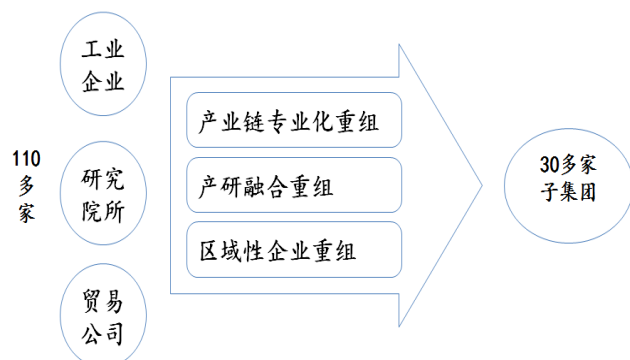
资料来源：互联网，中国银河证券研究部整理

图 5：兵器集团 12 家上市公司：产业布局主要在民品，军品部分还很少



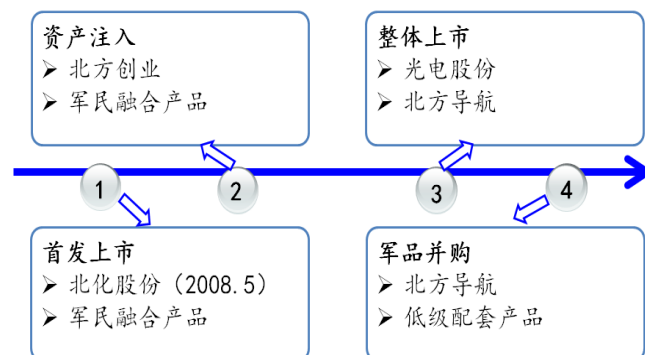
资料来源：兵器集团，中国银河证券研究部

图 6：兵器集团资本运作：已经重组至 30 多家专业化子集团



资料来源：兵器集团，互联网，中国银河证券研究部整理

图 7：近年来兵器集团军品资产注入探索和发展



资料来源：兵器集团，互联网，中国银河证券研究部整理

表 3：兵器集团目前拥有 35 家子集团

序号	子集团	序号	子集团	序号	子集团
1	中国北方化学工业集团有限公司	13	内蒙古第一机械集团有限公司	25	淮海工业集团有限公司
2	中国兵工物资集团有限公司	14	哈尔滨第一机械集团有限公司	26	西北工业集团有限公司
3	北方通用动力集团有限公司	15	内蒙古北方重工业集团有限公司	27	东北工业集团有限公司
4	北方智能微机电集团有限公司	16	北方凌云工业集团有限公司	28	北方华安工业集团有限公司
5	北方特种能源集团有限公司	17	北京北方车辆集团有限公司	29	江南工业集团有限公司
6	北方材料科学与工程研究院有限公司	18	江麓机电集团有限公司	30	山东特种工业集团有限公司
7	北方光电集团有限公司	19	重庆铁马工业集团有限公司	31	北方华锦化学工业集团有限公司
8	北方信息控制集团有限公司	20	湖北江山重工有限责任公司	32	中国五洲工程设计集团有限公司
9	北方导航控制技术股份有限公司	21	武汉重型机床集团有限公司	33	北方工程设计研究院有限公司
10	北方夜视科技集团有限公司	22	晋西工业集团有限责任公司	34	北方置业管理集团
11	北方激光科技集团有限公司	23	豫西工业集团有限公司	35	北京北方节能环保有限公司
12	北方通用电子集团有限公司	24	辽沈工业集团有限公司		

资料来源：兵器集团，中国银河证券研究部整理

表 4：兵器集团目前拥有 9 家直管单位

序号	直管单位	序号	直管单位	序号	直管单位
1	中国兵器科学研究院	4	中国兵器工业规划研究院	7	兵器人才学院
2	中国北方工业公司	5	中国兵器工业信息中心	8	中国兵工学会
3	兵工财务有限责任公司	6	中国兵器工业试验测试研究院	9	北方发展投资有限公司

资料来源：兵器集团，中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王华君、陈显帆，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

A 股：北方创业（600967.SH）、海特高新（002023.SZ）、威海广泰（002111.SZ）、中鼎股份（000887.SZ）、中航电子（600372.SH）、洪都航空（600316.SH）、隆华节能（300263.SH）、南风股份（300004.SZ）、航空动力（600893.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、新天科技（300259.SZ）、林州重机（002534.SZ）、潍柴重机（000880.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn