

北方国际 (000065.SZ) 深度报告 (二)

从电力运营、跨境物流角度再探究公司价值

- 公司的电力运营及跨境物流业务不仅紧扣当下市场热点，且具备业绩稳定兑现条件，可为公司带来稳定现金流，且跨境物流业务具备极高的成长性，与传统工程业务不同，具重估条件。本文为分部估值提供一些思路供大家参考。
- 从电力运营探讨公司价值：**公司目前有三大电力运营项目。1) 老挝南湃水电站项目：项目为公司的第一个特许经营权项目，为公司转型一体化奠定基础。项目签署了长期购电协议，对电费回收有充分的保证。若未来发电量不受宏观调控影响，营业收入约在 1.5-2.0 亿元左右浮动，贡献利润在 1000-2800 万元左右。2) 克罗地亚风电项目：项目并未签署长期购电协议，运营收入随市场浮动。今年上半年，欧洲能源危机推动克罗地亚电价高企，上半年发电均价为 0.19 欧元/度，远超项目可研估计。我们估计项目 2022 年可产生约 7 亿元营收，贡献 4 亿元净利润。2023 年以 200 欧元/MWH 的市场价格单价估计，项目将产生超过 4.5 亿元营收，贡献约 3.5 亿元人民币利润。3) 孟加拉项目：年发电量约 85.8 亿度。根据我们估算综合发电成本约在 350-400 元/MWH 左右。当项目进入稳定阶段，每年约可贡献 1.41 亿元发电利润。
- 从跨境物流角度探究公司投资价值：**公司目前有两大“市场一体化”项目。1) 蒙古一体化项目：项目主要包括四部分营收：采矿工程费、物流运输费、通关仓储收入及焦煤贸易收入，当前主要由贸易收入主导。公司的蒙古一体化项目主要通过满都拉口岸过货。预计今年公司过货量有望达到 112 万吨，贡献利润接近 1 亿元。2023 年口岸总过货量有望达到 500 万吨左右，公司约可实现焦煤贸易 250 万吨，全年贡献利润或达约 2.5 亿元以上。考虑到未来项目运输效率的提升，2024 年贡献利润有望达到 3.5 亿元以上。2) 南非跨境物流项目：公司 19 年开始开展南部非洲跨境物流运输业务。公司选取中非往南路线，主要为系统内部矿产资源运输提供保障。当前公司投运车辆约 300 辆，未来随着项目通关情况不断向好，有望提高到 1000 辆，成长性强。
- 投资建议：**电力运营方面，以克罗地亚为主，我们分别选取了国内外涉及新能源运营的五家可比公司，给予 18 倍 PE，稳态下该部分 2023 年估值达 63 亿元。跨境物流业务方面，我们对标了跟公司经营模式相似的嘉友国际，对应估值达 41 亿元。除去蒙古一体化及克罗地亚项目，公司 2023 年剩余业务估计贡献净利润约 6 亿元，选取 5 家建筑工程链条上的可比公司，给予 6 倍 PE，对应估值为 36 亿元。综上，我们给予公司 2023 年 140 亿元目标估值，对应目标价 13.97 元。维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**电价变动风险、汇率风险、通关不及预期、海外国家政治风险

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	12851	13050	17179	21675	30559
同比增长	16%	2%	32%	26%	41%
营业利润(百万元)	896	808	1276	1594	2094
同比增长	5%	-10%	58%	25%	31%
归母净利润(百万元)	751	624	960	1200	1499
同比增长	6%	-17%	54%	25%	25%
每股收益(元)	0.75	0.62	0.96	1.20	1.50
PE	14.3	17.2	11.2	8.9	7.1
PB	1.9	1.7	1.4	1.3	1.1

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

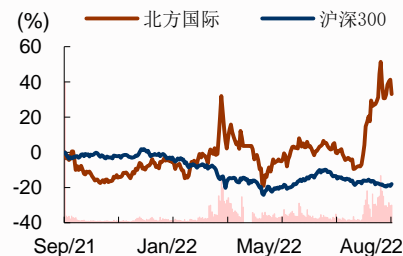
中游制造/建筑钢铁
 目标估值：13.97 元
 当前股价：10.69 元

基础数据

总股本 (万股)	100170
已上市流通股 (万股)	90528
总市值 (亿元)	107
流通市值 (亿元)	97
每股净资产 (MRQ)	7.7
ROE (TTM)	9.6
资产负债率	61.3%
主要股东	中国北方工业有限公司
主要股东持股比例	43.11%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	44	22	39
相对表现	46	25	57



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《北方国际 (000065) 一风禾尽起符合预期，一体化国际工程平台多点开花》2022-08-19
- 《北方国际 (000065) 一风禾将起，一体化国际工程平台雏形初现》2022-08-09

岳恒宇 S1090521050002
 yuehengyu@cmschina.com.cn
 唐笑 S1090521050001
 tangxiao2@cmschina.com.cn
 贾宏坤 S1090522090001
 jiahongkun@cmschina.com.cn

正文目录

一、从电力运营探讨公司价值	4
1、南洋老挝水电项目：首个特许经营权项目，奠定电力运营基础	5
2、克罗地亚风电项目：提供可观发电收入，欧洲市场开拓先手优势	6
(1) 地缘政治因素推动电价高涨，内部收益率飙升至 40%以上	6
(2) 对标海内外新能源运营公司，重估风电项目价值	7
3、孟加拉火电项目：预计 24 年投运，稳定后每年贡献约 1.5 亿元以上净利润	8
二、从跨境物流角度探究公司投资价值	9
1、蒙古一体化项目：抢占满都拉口岸先机，十四五末满都拉通关量有望突破千万吨	9
2、南非跨境物流项目：静待花开，2024 年孵化有望结束	11
3、对标嘉友国际，重估北方国际跨境物流价值	11
三、盈利预测与公司估值	12
1、盈利预测更新	12
2、公司估值	14
四、投资建议	15
五、风险提示	15

图表目录

图 1 北方国际分板块业务情况：数字为 22 年预测净利润	4
图 2 老挝水电站项目	5
图 3 PPA 协议基本机制	5
图 4 截至 6 月克罗地亚电价（月平均，MWH/欧元）	6
图 5 克罗地亚近期日前电力市场电价（MWH/欧元），（截至 9 月 8 日）	6
图 6 欧洲天然气价格（左轴，美元/百万英热单位）、欧盟 27 国 HICP 电力指数（右轴）	7
图 7 经济合作与发展组织(OECD):CPI:欧洲:当月同比	7
图 8 甘其毛都:库提价(含税):蒙古:焦煤原煤（元/吨）	9
图 9 重载公路大概路线图	9
图 10 甘其毛都口岸过货情况（万吨）	10
图 11 满都拉口岸过货量预测（万吨）	10
图 12 非洲南部跨境物流项目路径概览	11

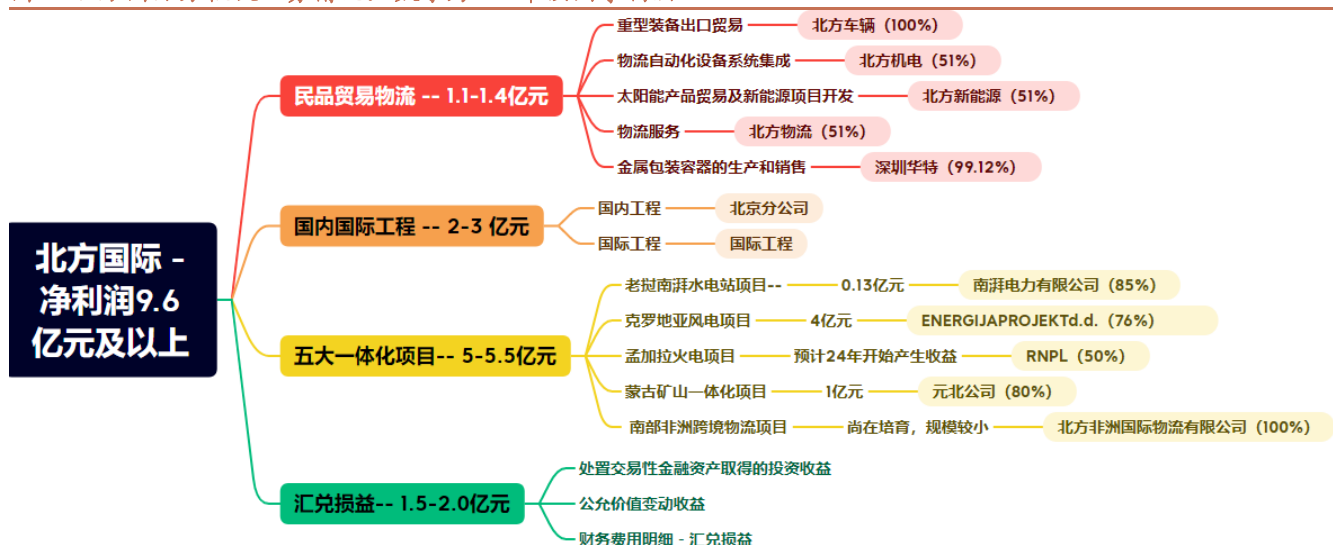
表 1: 五大一体化项目情况.....	4
表 2: 南湃水电站近年经营情况	6
表 3: 敏感性分析—投资收益（万欧元，以下数字均未考虑持股比例）、内部收益率	7
表 4: 国内外涉及新能源运营公司估值情况	8
表 5: 孟加拉项目营收情况.....	8
表 6: 孟加拉项目 2024-2026 年情况预测.....	8
表 7: 蒙古一体化项目情况.....	9
表 8: 元北利润弹性估算（亿元、考虑持股比例和物流运输、通关仓储等利润）	10
表 9: 北方工业集团沿线的矿产情况	11
表 10: 中蒙业务：公司 Vs.嘉友国际	12
表 11: 中非业务：公司 Vs.嘉友国际	12
表 12: 分业务营业收入预测.....	13
表 10: 费用率预测表.....	13
表 13: 利润表预测	14
表 14: 估值对比表	14
附：财务预测表	16

我们在8月9日发布的《北方国际深度报告：风禾将起，一体化国际工程平台雏形初现》里重点分析了公司贸易、工程业务近年来的变化，并阐述了公司如何突破国际工程承包商的困局，向投建营一体化、产业链一体化转型升级的情况。市场目前持续关注公司经营进展。我们认为，公司电力运营和跨境运输业务不仅紧扣当前市场热点，且具备业绩稳定兑现条件，可贡献高质量稳定现金流，与建筑工程行业完全不同，具备价值重估条件。因此，这篇报告我们准备着重分析公司这两块业务的详细进展，并对两块业务的分部估值提供一些思路供大家参考。

一、从电力运营探讨公司价值

北方国际合作股份有限公司（以下简称“公司”），为中国北方工业公司（以下简称“北方公司”）集团内唯一上市公司。近年来公司以工程类业务为抓手，开始布局转型一体化。当前公司有五大一体化项目，包括三大“投建营一体化”项目和两大“市场一体化”项目。前者囊括 1) 老挝南湃水电站项目、2) 克罗地亚风电项目、3) 孟加拉 1320MW 超超临界火电项目，通过投资，帮助新兴市场业主解决资金问题，同时获得项目经营权，获得毛利可观的项目运营收入。后者包含 1) 蒙古矿山一体化项目，2) 南部非洲跨境物流项目，在贸易和工程板块不断加强产业链协同，向产业链上下游拓展。

图 1 北方国际分板块业务情况：数字为 22 年预测净利润



资料来源：招商证券

表 1：五大一体化项目情况

项目情况	项目类型	项目周期	投资	收益	资金	项目进度
南湃水电站 以发电为主，兼有旅游、渔业等综合效益，总装机容量 86MW，年发电小时数 4878h	投建营一体化：BOT	28.5 年：建设期 3.5 年，运营期 25 年	2.12 亿美元	内部收益率：9.25%	增发	已于 2017 年建设完成，并产生稳定的发电收入
克罗地亚风电项目 项目总装机容量为 156MW，主要设备包括 39 台 4MW 风机，预测年平均发电量约为 3,400 小时，年发电量为 5.3 亿度	投建营一体化：BOO	25 年：建设期 2 年，运营期为 23 年	1.79 亿欧元	以 55 欧元 /MWh 测算，内部收益率：10.65%，回收期为 9.43 年	可转债	2021 年已建设完成，部分已投入运营
孟加拉火电站 项目总装机容量 1,320MW，主要安装 2 台 660MW 超超临界燃煤发电机组。按年发电 6,500 小时计算，年发电量约 85.8 亿度	投建营一体化：BOO	29 年：建设期 4 年，运营期 25 年	25.39 亿美元	内部收益率：10.05%；回收期 9.3 年	借款	截至 2022 年 6 月底项目建设形象进度完成 61.1%，计划将于 2024 年进入运营期

项目情况	项目类型	项目周期	投资	收益	资金	项目进度
<p>南非跨境物流</p> <p>为把握南部非洲以“铜钴矿带”矿业市场为牵引的物流服务业发展机遇,在南部非洲设立跨境运输物流公司,并由该公司投资跨境物流相关设施开展南部非洲跨境物流运输业务</p>	<p>市场一体化: 跨境物流</p>	--	--	--	--	运营规模逐步提升中
<p>蒙古一体化</p> <p>北山公司: 采矿服务 TTC&T 公司: 焦煤运输工作, 并利用自身公路建设资质, 作为总承包方负责建设从 TT 矿到杭吉堆场的 TK 重载公路项目 满都拉港务公司: 通关仓储服务 元北国际: 贸易公司, 从事大宗商品贸易</p>	<p>市场一体化: 集矿山开采、焦煤运输、公路建设、通关仓储、煤炭贸易一体综合运作</p>	--	--	--	--	运营规模逐步提升中

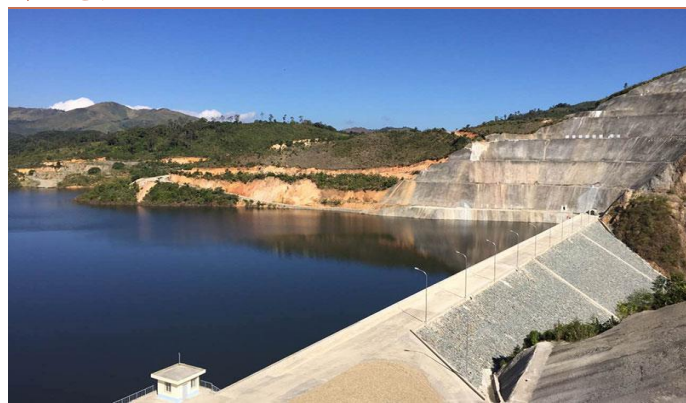
资料来源: 公司公告、招商证券

1、南湃老挝水电项目：首个特许经营权项目，奠定电力运营基础

老挝南湃 (Nam Phay) 水电站位于老挝万象省北部满普恩区, 是一个“大库容、小流量、高水头、长引水”引水式水电枢纽工程, 以发电为主, 兼有旅游、渔业等综合效益, 规划总装机容量 86MW, 年发电小时数 4878h, 设计年发电量为 4.195 亿度。该项目是公司首个特许经营权类投资项目, 自 2017 年 11 月 1 日起正式进入为期 25 年的商业运行, 内部收益率为 9.25%。项目收入主要体现在子公司南湃电力公司中, 公司持股 85%。

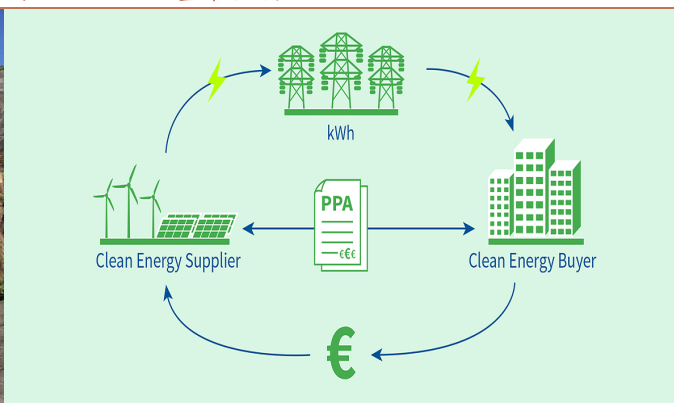
项目采用传统电力开发模式, 其电能全部出售给老挝国家电力公司, 并与购电方签署长期购电协议 (Power Purchase Agreement), 对电费回收有充分的保证。2020 年上半年, 项目受老挝国家电力调度中心对发电额度严格管控的影响, 发电量比去年同期减少 1.28 亿千瓦时, 但按照照付不议协议, 未影响到全年收入。

图 2 老挝水电站项目



资料来源: 北方工业官网、招商证券

图 3 PPA 协议基本机制



资料来源: RE-Source、招商证券

我们整理了该项目 2019-2022 年的运营情况, 除 2017 年试运营外, 公司的年发电收入在 1.5-2.0 亿元波动, 年净利润贡献在 500-3300 万元波动。2020 年因政府宏观调控, 发电量骤降, 但因照付不议协议, 公司仍实现 1.61 亿元营收及 500 万元净利润。剔除 2020 年的影响来看, 若项目发电量正常, 年发电收入应在 1.9-2.0 亿元人民币, 项目年净利润在 2500-3300 万元, 考虑持股比例贡献净利润应在 2000-2800 万元。若项目发电量受宏观调控影响, 也应产生 1.5 亿元以上营收及 500 万元以上净利润。

今年上半年, 南湃水电站累计发电 2.8 亿度, 完成全年发电目标 67%, 实现营业收入 1.32 亿元, 净利润 73.7 万元, 净利润下降或因折旧和摊销加大所致。今年全年, 以全年发电达到规划计算, 营收有望达 2 亿元, 考虑持股比例 85%, 全年贡献利润有望达 1300 万元。若未来发电量不受宏观调控影响, 营业收入约在 1.5-2.0 亿元左右浮动, 考虑持股比例, 贡献利润在 1000-2800 万元左右。

表 2: 南湃水电站近年经营情况

	2017	2018H1	2018	2019H1	2019	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1	单位
发电量	2.70	--	4.40	2.70	3.90	--	2.33	2.06	3.20	2.80	亿度
营业收入	1.12	1.00	1.75	1.16	2.00	0.68	1.61	0.88	1.90	1.32	亿元
净利润	0.52	0.27	0.13	0.32	0.33	-0.08	0.05	0.11	0.25	0.01	亿元

资料来源: 公司半年报、公司年报、招商证券

老挝南湃水电站项目不仅可以为公司带来稳定的收入,也是公司转型升级的标志性项目,是公司第一个特许经营权项目。项目采用的 PPA 模式为今后同样采用该购电模式的孟加拉火电项目积累了项目经验。此外,项目所在地电力供应能力不足且稳定性较差,特别是在老挝旱季生产高峰期,经常出现断电和电压骤变等事故,南湃水电站的建设有效地帮助当地突破了制约经济发展的电力瓶颈,项目成功入选了中国企业海外形象建设案例集。

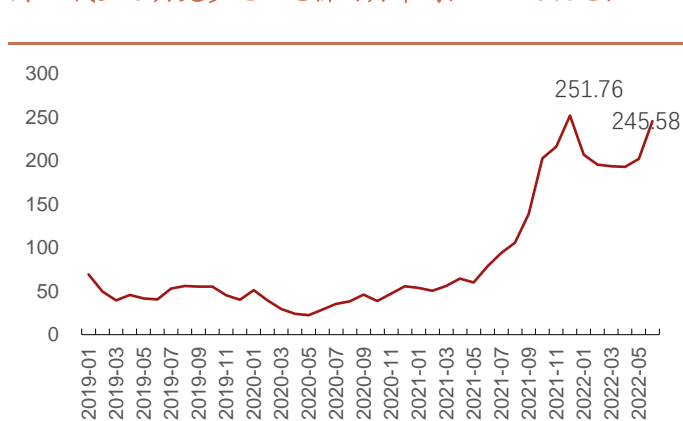
2、克罗地亚风电项目: 提供可观发电收入, 欧洲市场开拓先手优势

(1) 地缘政治因素推动电价高涨, 内部收益率飙升至 40% 以上

克罗地亚风电项目位于克罗地亚中部亚得里亚海沿海,塞尼市东北部 8 公里,风场面积为 44.8 平方公里,总装机容量为 156MW,主要设备包括 39 台 4MW 风机,预测年平均发电量为 3400 小时,年发电量为 5.3 亿度,以 55 欧元/MWH 的价格估算,该项目内部收益率为 10.65%,项目收入主要体现在子公司 ENERGIJAPROJEKTd.d.中,公司持股 76%,项目没有签署固定电价的购电协议,以市场价格售电。

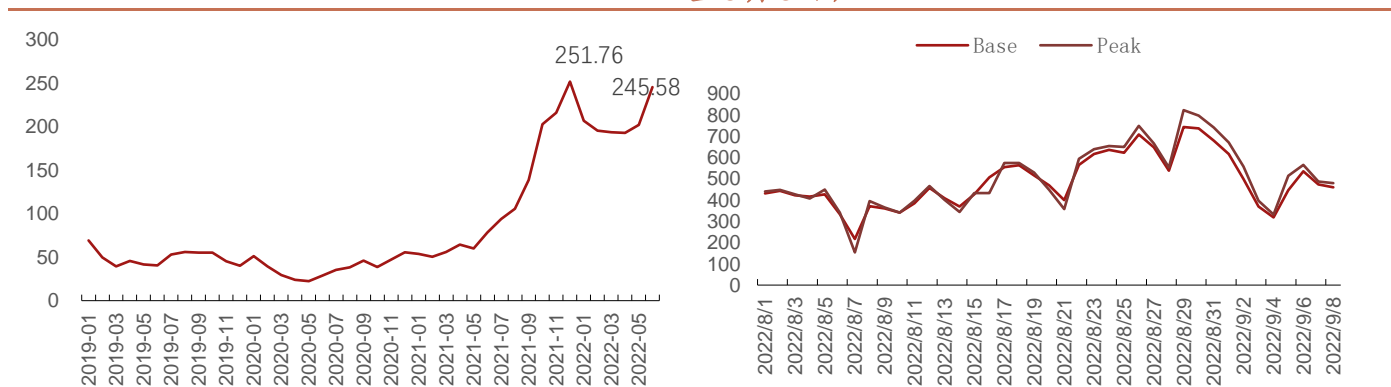
项目已于 2021 年 12 月建成,并投入运营。2021 年试运营投入 36 台风机,发电 1750 万度,销售收入 440 万欧元。以此计算,去年发电平均单价为 0.25 欧元/度,与 Statista 公布的克罗地亚去年 12 月的电价吻合。今年 3 月 39 台机组全部投入运营,上半年项目发电 1.8 亿度,实现售电收入 3400 万欧元,发电均价为 0.19 欧元/度。欧洲能源危机愈演愈烈,预计下半年平均电价将在 0.3 欧元/度。考虑到项目 10 月才结束验收阶段,正式投入运营,以实际发电量达到规划的 80%,乘以年中汇率估算,下半年或带来约 4 亿元营业收入,带来接近 3 亿元利润。全年可产生约 7 亿元营收,考虑持股比例 76%,贡献 4 亿元净利润。

图 4 截至 6 月克罗地亚电价 (月平均, MWH/欧元)



资料来源: Statista、招商证券

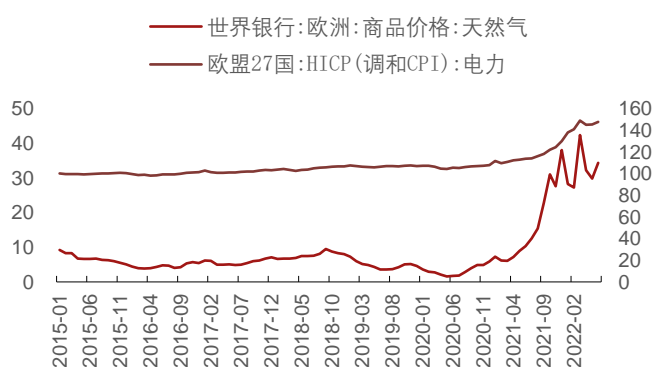
图 5 克罗地亚近期日前电力市场电价 (MWH/欧元), (截至 9 月 8 日)



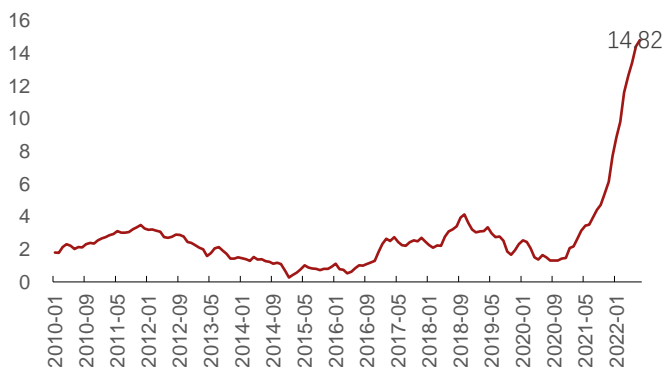
资料来源: Croupex、招商证券

天然气和煤炭是欧盟主要的发电来源之一,约占 2021 年发电量的 1/3。欧洲天然气价格与电价关联度高,欧洲天然气价格与欧盟 27 国 HICP 电价指数关系系数达 90%。去年欧洲能源危机爆发,欧洲天然气价格猛增。俄乌冲突后,欧洲能源短缺程度更胜于过去。根据观察者网报道,9 月 2 日,七国集团和欧盟接连表态,决定对俄罗斯的石油和天然气产品实施限价;随后,俄罗斯天然气工业股份公司以“技术故障”为由,宣布“完全停止”“北溪 1 号”管道天然气运输,且未提及恢复供应时间。欧洲能源危机愈演愈烈,欧洲地区也达到前所未有的高通胀水平。

图 6 欧洲天然气价格（左轴，美元/百万英热单位）、欧盟 27 国 HICP 电力指数（右轴） 图 7 经济合作与发展组织(OECD):CPI:欧洲:当月同比



资料来源：Wind、招商证券



资料来源：iFinD、招商证券

为遏制电价飙升，欧盟正商讨措施，拟实施手段包括 1) 电力市场改革，将电价与天然气成本脱钩、2) 设置天然气价格上限、3) 对非天然气发电商超过 200 欧元/MWH 的市场价格的发电收入征税。但根据我们分析，第一项举措将需要很长的前期商讨时间，在短期内难以实现；第二项举措或将引起俄罗斯直接断供，已遭到包括波兰、希腊和意大利在内的一些国家极力反对；第三项政策涉及税收立法，需要所有成员国的同意，而这将损害风能和太阳能发电大国西班牙的利益。据《金融时报》报告，西班牙已表示强烈反对。因此，在短时间内，欧盟推出所有成员国一致同意的较为激进的限制能源价格的法案的可能性较小，但不排除单国推出相关法案，建议保持谨慎乐观态度。

即使假设征税法案通过，2023 年以 200 欧元/MWH 的市场价格单价估计，若克罗地亚项目的发电量达到规划的 80%，项目利润可达 6747 万欧元，考虑持股比例，可贡献约 5000 万欧元利润，假设欧元兑人民币为 7，可贡献约 3.5 亿元人民币利润。

表 3: 敏感性分析—投资收益（万欧元，以下数字均未考虑持股比例）、内部收益率

售电量（万千瓦时）/单瓦 电价（欧元）	0.055	0.100	0.150	0.200	0.250	0.300
31824（60%）	11	1,443	3,035	4,626	6,217	7,808
37128（70%）	303	1,974	3,830	5,687	7,543	9,399
42432（80%）	595	2,504	4,626	6,747	8,869	10,991
47736（90%）	887	3,035	5,421	7,808	10,195	12,582
53040（100%）	1,178	3,565	6,217	8,869	11,521	14,173
以 53040 估算内部收益率	10.66%	26.13%	37.53%	46.48%	54.01%	60.58%

资料来源：公司公告、招商证券

除了将为公司带来可观发电收入外，该项目是中国企业在克罗地亚投资建设的第一个大型项目，并且是克罗地亚近年来实施的规模最大的电力项目。风电项目的成功为公司积累了客户渠道和商誉。在欧洲减碳大力发展新能源的背景下，对比其他公司，公司在欧洲特别是东欧国家的新能源项目开拓上有先手优势，有望通过其持续开拓其他欧洲市场或其他种类的新能源项目。

（2）对标海内外新能源运营公司，重估风电项目价值

我们认为，公司电力运营不仅紧扣当前市场热点，且具备业绩稳定兑现条件，可贡献高质量稳定现金流，与建筑工程行业完全不同，具备价值重估条件。

我们分别选取了国内外涉及新能源运营业务的五家公司作为可比公司。从行业中位数来看，国内涉及新能源运营公司当前的滚动市盈率是 23.69 倍；国外涉及新能源运营公司当前的滚动市盈率是 21.23 倍。以谨慎性原则，采用 18 倍 PE，以前文估算出的 3.5 亿元净利润估算，克罗地亚风电项目的估值应达到 63 亿元。

表 4: 国内外涉及新能源运营公司估值情况

国内新能源运营公司	PE, TTM	国外新能源运营公司	PE, TTM
银星能源	86.9693	NextEra Energy	68.4627
三峡能源	24.8854	Duke Energy Corporation	22.2116
新天绿能	23.6892	Avangrid, Inc.	21.2344
中闽能源	17.7498	Firstenergy Corp	17.3763
嘉泽新能	12.9135	Brookfield Renewable Corporation	16.5650
中位数	23.6892	中位数	21.2344

资料来源: iFinD、招商证券

3、孟加拉火电项目：预计 24 年投运，稳定后每年贡献约 1.5 亿元以上净利润

孟加拉博杜阿卡利 1320MW 超超临界火电站项目位于孟加拉南部博里萨尔区的博杜阿卡利县，总占地 916 英亩，装机容量 1320MW，安装 2 台 660MW 超超临界燃煤发电机组。项目运营后，按年发电 6500 小时计算，年发电量约 8,580GWh -- 85.8 亿度。

项目采用 BOO（建造、拥有和运营）模式，建设期 48 个月，特许经营期 25 年，项目处于前期建设阶段，截至 2022 年 6 月底项目建设形象进度完成计划的 61.1%。按照项目建设期及当前进度，预计于 2024 年年中开始试运营。根据孟加拉项目可行性研究报告，以项目经营期平均不含税上网电价 501.26 元/MWh 测算，项目全部投资税前内部收益率为 10.16%，税后内部收益率为 10.05%，静态回收期 9.30 年，公司持股 50%。

表 5: 孟加拉项目营收情况

基本情况		单位
装机容量	2*660	MW
年发电小时	6,500	H
年发电量	8,580,000	MWH
发电单价	501.26	元/MWH
达到规划-- 营收	43.01	亿元
90%规划-- 营收	38.71	亿元
80%规划-- 营收	34.41	亿元
70%规划-- 营收	30.11	亿元
60%规划-- 营收	25.80	亿元
50%规划-- 营收	21.50	亿元
15%规划-- 营收	6.45	亿元
10%规划-- 营收	4.30	亿元

资料来源: 公司公告、招商证券

以 6.5 美元兑人民币汇率，结合项目资本投入、折旧等一系列指标估算，若需要税前内部收益率接近 10.16%，我们估算单位综合发电成本约在 350-400 元/MWH 左右。当项目进入稳定发电期，每年考虑持股比例 50%，每年约可为公司贡献 1.41 亿元发电净利润。假设 2024 年先投入一台 660MW 发电机组进入运营，考虑到设备调试等对发电量不利影响的一系列因素，2024 年或达到预计发电量的 15%，产生约 6.45 亿元营收，贡献约 7400 万人民币净利润（假设折旧、还款从 2025 年正式投入运营开始）。

表 6: 孟加拉项目 2024-2026 年情况预测

	2024E	2025E	2026E
产能利用率	15%	60%	100%
营业收入 (万美元)	9,925	39,700	66,166
贡献利润 (万美元)	2,262	3,308	9,341

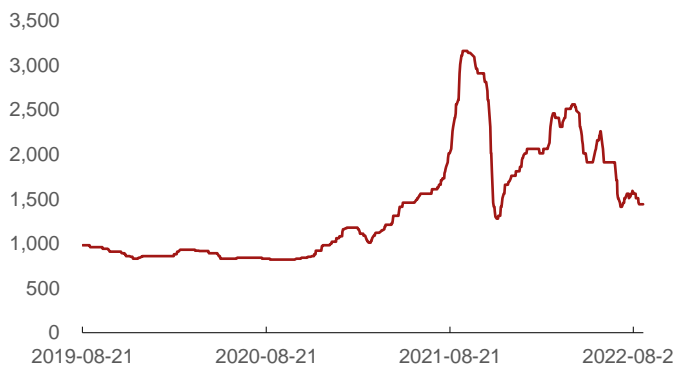
资料来源: 招商证券

二、从跨境物流角度探究公司投资价值

1、蒙古一体化项目：抢占满都拉口岸先机，十四五末满都拉通关量有望突破千万吨

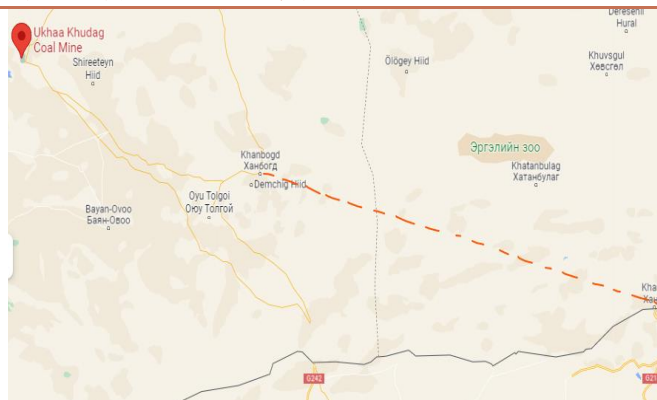
蒙古矿山一体化项目是围绕 TT 矿（世界最大的焦煤矿）开展的综合一体化项目，包括“采矿服务—物流运输—通关仓储—焦煤贸易”等环节。2020 年 3 月，公司子公司辉邦集团与 ETT 签署煤炭 1500 万吨采购协议，并于同年投资设立了元北贸易公司，负责管理焦煤进口及国内销售环节，开展大宗商品贸易业务。

图 8 甘其毛都:库提价(含税):蒙古:焦煤原煤 (元/吨)



资料来源：iFinD、招商证券

图 9 重载公路大概路线图



资料来源：谷歌地图、招商证券

公司蒙古项目营业收入主要分为四部分：

- 1) 采矿服务费：主要由北山公司体现（公司持股 100%）。公司 21 年签署采矿合同，合同有效期 3 年，合同总额约 4.5 亿美元，按照作业量收取服务费，预计每年可产生约 1.5 亿美元的国际工程收入；
- 2) 物流运输费用：主要由 TTC&T 公司体现（公司持股 80%）。当前公司车队约在 200 辆左右，因当前 TT 矿到满都拉口岸部分路段为草原路，单车运力仅约 70 吨/车。公司承建了 TK 重载公路，预计将于 2024 年建成，预计将大大提高单车运力。此外，由于当前蒙古国内通胀较高，柴油价格飙升，物流运输暂时未产生丰厚收入；
- 3) 通关仓储收入：主要由满都拉商贸公司体现（公司持股 60%）。2021 年，满都拉商贸公司约产生 3437 万元收入、358 万元利润，考虑持股比例约贡献利润 215 万元；
- 4) 焦煤贸易收入：主要由元北公司体现（公司持股 80%）。2020 年，公司与 ETT 签署煤炭 1500 万吨采购协议，就公司的坑口煤炭采购权作出了约定，成本相对稳定，每季度签订协议价，销售价格可用甘其毛都焦煤原煤价格追踪。受定价模式影响，当销售价格超预期下行，可能会出现短时间内的倒挂情况；但若销售价格进入高点时，也会出现短时间利润激增的情况。

表 7：蒙古一体化项目情况

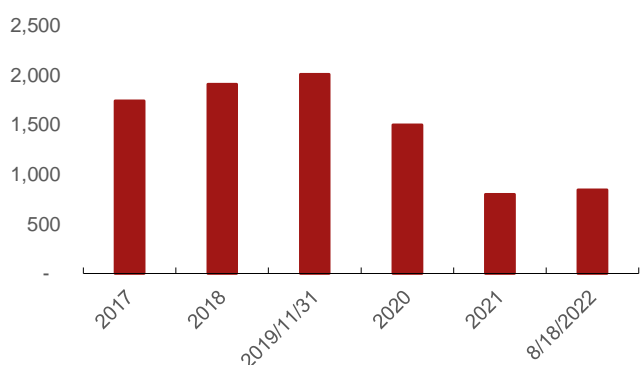
	持股比例	主要收入	相关信息
北山公司	100%	采矿服务费	2021 年 11 月，北山公司与 TTJV、中铁十九局有限公司组成联营体与 ETT 续签采矿服务合同，合同有效期 3 年，合同总额约 4.5 亿美元，按照作业量（立方米）收取采矿作业费和运输作业费。
TTC&T LLC	80%	物流运输	2020 年，公司以增资方式取得 TTC&T 公司 80% 股权。同时，为解决 TT 矿焦煤运输公路单一的问题，公司承建了“Tavantolgoi-Manlai-Khangai”重载公路，以开拓新的运输通道，保证焦煤运输稳定进行，预计 2024 年建成。当前公司车队约在 200 辆左右，单车运力约为 70 吨/车。
内蒙古满都拉港务商贸公司	60%	通关仓储	满都拉口岸是除甘其毛都口岸外，距 TT 矿最便捷的口岸。2019 年，公司以自有资金收购内蒙古满都拉 60% 股权，主要实施通关仓储业务。

	持股比例	主要收入	相关信息
元北公司	80%	焦煤贸易	2020年，公司与蒙古合作方共同投资设立了元北公司，根据国内外市场情况统一运作焦煤等大宗商品贸易业务。2020年3月，公司子公司辉邦集团有限公司与ETT签署煤炭1500万吨采购协议，就公司的坑口煤炭采购权作出了约定。

资料来源：中国煤炭资源网、公司公告、腾讯网、招商证券

公司的蒙古一体化项目主要通过满都拉口岸过货。满都拉口岸位于达茂旗，与蒙古国东戈壁省杭吉口岸相对，是内蒙古18个陆路口岸之一，是除甘其毛都口岸外，距离TT矿最便捷的口岸。今年截至8月，满都拉口岸总通关量为147.03万吨，8月单月过货量约为43.5万吨，通关量不断提升。采用8月过货量估算，全年过货量可达321万吨。根据包头市人民政府办公室8月8日估计，全年过货量有望达到280万吨。遵循谨慎性原则，采用280万吨估算，乘以公司的当前约占整体过货量40%的比例，公司全年过货量有望达到112万吨，采用100元/吨的吨利润，考虑持股比例估算，预计全年贡献利润接近1亿元。

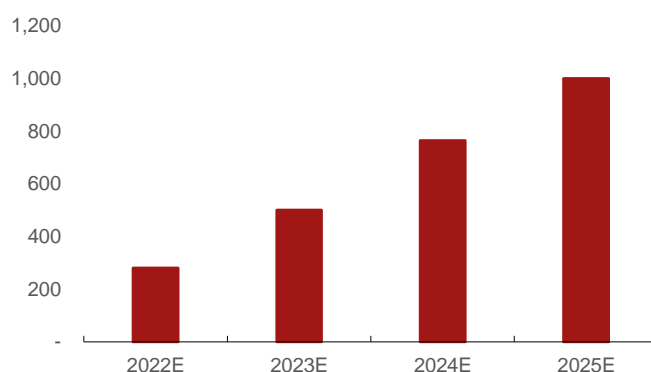
图 10 甘其毛都口岸过货情况 (万吨)



资料来源：内蒙古边检、中国新闻网、人民网、招商证券

注：2019 年仅找到截至 11 月的通关数据

图 11 满都拉口岸过货量预测 (万吨)



资料来源：包头边检、内蒙古日报、招商证券

根据内蒙古自治区招商引资官网披露，在十四五末，满都拉口岸年过货预计可突破1000万吨。预计2023年口岸总过货量有望达到500万吨左右，按50%的占比估算，公司约可实现焦煤贸易250万吨，若吨利润达到100元/吨，加之考虑物流运输、通关仓储、煤炭贸易以及持股比例，全年贡献利润约2.5亿元以上。考虑到未来重载公路建成通车，叠加满都拉口岸基础设施稳步提升，单车承重和过货量将持续增加，2024年单车利润有望达到125元/吨，考虑持股比例，全年贡献利润有望达到3.5亿元以上。

表 8: 元北利润弹性估算 (亿元、考虑持股比例和物流运输、通关仓储等利润)

过货量 (万吨) / 吨利润 (元/吨)	50	75	100	125	150
100	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50
150	0.75	1.13	1.50	1.88	2.25
200	1.00	1.50	2.00	2.50	3.00
250	1.25	1.88	2.50	3.13	3.75
300	1.50	2.25	3.00	3.75	4.50
350	1.75	2.63	3.50	4.38	5.25
400	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00

资料来源：公司公告、招商证券

长期来看，焦煤是焦炭生产中不可或缺的基础原料，而焦炭是炼钢的重要材料。蒙古自身运输条件有限，主要通过陆路运输，其中出口到中国的体量占其煤炭总出口量的95%以上，因此价格受国内市场价格的影响较大。我国优质的炼焦煤较为稀缺，且需求量一直处于高位，常常供不应求，因此依赖优质进口炼焦煤对国内炼焦煤供应的补充将长期存在。同时，相较于澳大利亚，蒙古地缘政治风险较小，且今年7月蒙古重工业部部长表示将努力需要向中国证明，能够增加煤炭产量，可以成为可靠的供应商。“双碳”战略下，中国未来或将更加依赖煤炭进口，蒙古一体化项目有望

长期受益。

2、南非跨境物流项目：静待花开，2024 年孵化有望结束

南部非洲“铜钴矿带”作为世界最重要的铜钴矿产地吸引了世界矿业企业，特别是中国企业的大量投资。该地区物流市场需求猛增，供求差距巨大。公司 2019 年投资设立北方非洲国际物流有限公司，持股 100%，开展南部非洲跨境物流运输业务。项目横跨南非、津巴布韦、赞比亚和刚果金四国，公司选取中非往南路线，主要为系统内部矿产资源运输提供保障。但公司在南非拥有子公司 ESI，持股 30.35%，从事重型卡车的组装与分销业务，叠加公司在南非强大的国际物流能力，可以根据业主需要铺设到其他的港口，不断变更或扩充物流路线。

表 9：北方工业集团沿线的矿产情况

北方工业沿线的矿产情况	
刚果金卡莫亚铜钴矿项目	项目位于刚果金加丹加省利卡西市，面积约为 9.35 平方公里。目前保有资源量铜 194 万吨、钴 41.2 万吨。一期工程于 2014 年底开工建设，2016 年达产，年产铜钴精矿 5.5 万吨。二期工程于 2018 年底启动建设，计划于 2020 年氧化矿投产，2023 年硫化矿投产，设计产能为铜金属 4 万吨/年、钴金属 8300 吨/年。
刚果金庞比铜钴矿项目	位于刚果金卢阿巴拉 (Lualaba) 省省会科卢韦齐 (Kolwezi) 市以东约 70 千米，矿区面积约为 27.2 平方公里，资源量铜金属 76.3 万吨、钴金属 13.6 万吨。项目于 2018 年底启动建设，预计 2020 年初投产试车，达产年平均生产阴极铜 3.4 万吨，氢氧化钴含钴 4800 吨。
津巴布韦铂钯矿项目	津巴布韦铂钯矿项目位于津巴布韦大岩墙中部，矿区面积 86 平方公里，铂金属资源量 1213 吨，是中资企业海外铂族贵金属矿山资源量最大项目，对我国海外贵金属资源的战略储备具有重要意义。

资料来源：北方工业官网、招商证券

当前，受制于海外疫情反复，跨境通关效率不及预期。2021 年全年共投入运营车辆 300 台；运输货物 9.61 万吨，同比增加 33%，目前项目稳步推进中。预计到 2024 年，随着全球疫情情况逐步得到缓解，国家通关效率提升，项目培育期逐渐结束，全年投入运营车辆有望达到 1000 辆。

图 12 非洲南部跨境物流项目路径概览



资料来源：谷歌地图、招商证券

3、对标嘉友国际，重估北方国际跨境物流价值

我们认为，公司跨境物流项目紧抓蒙煤进口这一热点，且具备业绩稳定兑现条件，可贡献高质量稳定现金流，与建筑工程行业完全不同，具备价值重估条件。

我们选取了跟公司跨境物流板块运营模式相似的嘉友国际作为可比公司。嘉友国际的业务以蒙古、中亚、非洲等具有

国际陆路口岸跨境运输特点的地区和国家为主，主要提供跨境综合物流代理服务，形成长期可持续性发展的国际跨境多式联运物流系统。嘉友国际在蒙古及非洲的运营模式与公司具有可比之处。

中蒙业务方面，公司与 ETT 签署 1,500 万吨主焦煤采购协议，嘉友国际分别与蒙古博迪国际有限责任公司和 ETT 公司签署四年内采购主焦煤 600 万吨和五年内采购 1,500 万吨主焦煤合同，负责自 TT 矿提货至中国终端用户的中蒙跨境综合物流服务；公司主从满都拉口岸通关，嘉友国际主从甘其毛都口岸通关；公司的大宗商品贸易主要由元北公司承担，根据嘉友国际年报披露，其大宗商品贸易应主要由嘉宸国际、万利贸易承担。

表 10: 中蒙业务: 公司 Vs. 嘉友国际

	嘉友国际	北方国际
采购协议	ETT: 1,500 万吨主焦煤 蒙古博迪国际:600 万吨主焦煤	ETT: 1,500 万吨主焦煤
主要通关口岸	甘其毛都	满都拉
大宗商品销售	嘉宸国际、万利贸易	元北公司

资料来源:《嘉友国际 2021 年年报》、公司公告、招商证券

2021 年，考虑到嘉友国际的经营模式，其吨煤利润的计算或需要涉及包括物流、仓储等多个环节，根据我们对嘉友国际各个子公司主营利润的拆解，嘉友国际吨煤利润预计在 300 元/吨左右；公司当前吨煤利润在 100 元/吨左右，但随着重载公路通车，满都拉口岸基础设施持续建设，运量上升，而单位固定成本下降，公司吨煤利润将逐步向嘉友国际靠齐。

表 11: 中非业务: 公司 Vs. 嘉友国际

	嘉友国际	北方国际
主要经过矿产	刚果金卡莫阿-卡库拉铜矿	刚果金卡莫亚铜钴矿项目 刚果金鹿比铜钴矿项目 津巴布韦铂钨矿项目
主要经过矿产项目业主	紫金矿业（现公司第二大股东）	集团内兄弟公司
主要路线	中非向西路线: 以刚果金卡松巴 莱萨-萨卡尼亚道路为主	中非向南路线: 跨南非、津巴布 韦、赞比亚和刚果金四国

资料来源:《嘉友国际 2021 年年报》、公司公告、公司手册、招商证券

中非业务方面，嘉友国际于 2018 年开始在非洲内陆国家复制中蒙模式，于当年 7 月收购上海枫悦国际物流有限公司 100% 股权，并于 2019 年与刚果金政府签署《特许经营协议》，进行萨卡尼亚陆港和莫坎博边境口岸建设提供优质高效的通关服务。根据嘉友国际半年报披露，提供中非跨境多式联运服务的子公司嘉荣悦达（持股 100%）上半年实现 2.54 亿元营收，约 800 万元净利润，净利率约为 3.2%。未来，随着非洲疫情环节，跨境通关效率提升，公司中非业务相关营收及净利有望向嘉友国际靠拢。

根据 iFinD 一致预期，嘉友国际 2023 年 PE 约为 16.13 倍。公司蒙古项目 2023 年预计贡献利润 2.5 亿元，对应估值约为 41 亿元。虽没有电力运营分部估值高，但该分部业务未来成长性值得期待，估值有望持续提升。

三、盈利预测与公司估值

1、盈利预测更新

我们对公司的营业收入及毛利率情况预测更新如下：

- 1) 销售收入预测：除去前文对五大一体化项目的预测，我们预测 2023 年公司国内国际工程、除蒙古一体化项目外的货物代理营收基本持平，金属容器相关营收以 10% 的增速增长；考虑到 2024 年蒙古重载公路、孟加拉项目等一系列国际工程投入运营，2024 年国际工程业务以 10% 的增速增长。综上，2022-2024 年营业收入分别为 171.79、216.75 和 305.59 亿元，分别同增 32%、26%、41%。

2) 毛利率预测: 我们预测公司 2022 年的综合毛利率有 1.9 个百分点的提升, 主受克罗地亚风电项目带动。货物贸易方面, 考虑到未来疫情下, 通关效率不断提升, 成本有望下降, 蒙古一体化项目的煤炭贸易毛利率将小幅提升。2024 年, 考虑到孟加拉项目的毛利率不及克罗地亚项目, 将小幅拖累整体毛利率。综上, 我们预测公司 2022-2024 年的综合毛利率分别为 12.6%、12.6%和 12.3%。

表 12: 分业务营业收入预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
货物贸易						
销售收入	7,338	7,007	9,949	14,118	21,618	22,699
YoY	114%	-5%	42%	42%	53%	5%
毛利率	4.0%	5.1%	5.1%	8.1%	9.0%	9.0%
国际工程承包						
销售收入	3,685	3,451	3,451	3,451	3,796	3,986
YoY	-34%	-6%	0%	0%	10%	5%
毛利率	18.4%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
金属包装容器						
销售收入	1,043	1,162	1,279	1,406	1,547	1,702
YoY	3%	11%	10%	10%	10%	10%
毛利率	15.0%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
货运代理						
销售收入	490	793	1,189	1,486	1,784	2,141
YoY	55%	62%	50%	25%	20%	20%
毛利率	11.5%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
国内建筑工程						
销售收入	75	300	300	300	300	300
YoY	-82%	299%	0%	0%	0%	0%
毛利率	-3.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
发电收入						
销售收入	161	229	898	794	1,389	3,325
YoY	-20%	42%	292%	-12%	75%	139%
毛利率	64.1%	75.0%	82.0%	80.0%	55.0%	35.0%
其他						
销售收入	59	107	113	118	124	131
YoY	-8%	82%	5%	5%	5%	5%
毛利率	7.7%	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%
合计						
销售收入	12,851	13,050	17,179	21,675	30,559	34,283
YoY	16%	2%	32%	26%	41%	12%
综合毛利率	10.0%	10.7%	12.6%	12.6%	12.3%	12.7%

资料来源: iFinD、招商证券

3) 费用率预测: 预计疫情反复下, 公司开展海外业务成本有所增长, 销售费用率及管理费用率上涨。公司财务费用率方面, 由于公司上半年配股融资, 实际募集资金 11.66 亿元, 计划用于补充流动资金及偿还借款, 假设全部用于偿还贷款, 公司期末长期贷款余额预计为 23.50 亿元, ¹2022 年财务费用率有望降低 1 个百分点。研发费用率方面, 随着公司发展新能源项目, 研发投入力度或将加大, 研发费用率小幅上升。

表 10: 费用率预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.6%	2.5%	3.0%	2.6%	2.6%
管理费用率	1.8%	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%
财务费用率	-0.4%	1.2%	0.2%	0.6%	0.4%

¹ 假设长期贷款余额中 10%转一年内长期贷款

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
研发费用率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

资料来源：iFinD、招商证券

综上，我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司净利润分别为 960、1200、1499 亿元，分别增长 54%、25%、25%，EPS 分别为 0.96、1.20、1.50 元/股。

表 13: 利润表预测

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12851	13050	17179	21675	30559
营业成本	11563	11655	15023	18939	26790
营业税金及附加	14	16	21	26	37
营业费用	330	325	515	564	795
管理费用	225	270	397	477	685
研发费用	15	16	38	48	89
财务费用	(47)	160	37	140	117
资产减值损失	(12)	10	10	8	9
公允价值变动收益	107	76	61	30	10
其他收益	15	5	3	10	8
投资收益	36	108	54	65	20
营业利润	896	808	1276	1594	2094
营业外收入	10	4	1	1	1
营业外支出	3	4	5	5	6
利润总额	903	807	1271	1590	2089
所得税	119	130	226	284	385
少数股东损益	33	53	85	106	204
归属于母公司净利润	751	624	960	1200	1499
EPS (元)	0.75	0.62	0.96	1.20	1.50

资料来源：iFinD、招商证券

2、公司估值

根据我们上文的重估，2023 年克罗地亚风电项目对应市值应为 63 亿元；以蒙古一体化项目为主的跨境物流项目对应市值应为 41 亿元。剔除这两个项目产生的净利润，2023 年其他部分贡献的净利润约为 6 亿元。

我们选取主营业务较为相似的 5 家公司作为可比公司。从行业中位数来看，2023 年的 PE 为 6.20 倍，按 6 倍估值算，其余部分市值为 36 亿元。综上，公司 2023 年对应市值为 140 亿元。当前公司总股本为 10.02 亿股，2023 年对应股价应为 13.97 元/股。

表 14: 估值对比表

公司名称	PE		
	2022E	2023E	2024E
中国中铁	4.60	4.14	3.67
中国交建	6.42	5.70	5.20
中国中冶	7.09	6.20	5.44
中材国际	10.53	8.94	7.68
中钢国际	10.44	9.22	8.43
中位数	7.09	6.20	5.44

资料来源：iFinD、招商证券

注：同行业公司 PE 预测取自 iFinD 一致预期

四、投资建议

我们认为公司的电力运营及跨境物流板块紧扣当下市场热点，不仅可为公司带来稳定现金流，且具备极高的成长性，与传统工程业务不同，具重估价值。电力运营方面，以克罗地亚为主，我们分别选取了国内外涉及新能源运营的五家可比公司，采用谨慎性原则，给予 18 倍 PE。稳态下该部分 2023 年估值达 63 亿元。跨境物流业务方面，我们对标了跟公司经营模式相似的嘉友国际，给予 2023 年 16 倍 PE，对应估值达 41 亿元。除去蒙古一体化及克罗地亚项目，公司 2023 年剩余业务估计贡献净利润约 6 亿元，选取 5 家建筑工程链条上的可比公司，给予 6 倍 PE，对应估值为 36 亿元。综上，我们给予公司 2023 年 140 亿元目标估值，对应目标价 13.97 元。维持“强烈推荐”评级。

五、风险提示

- 1、电价变动风险：**未来若欧洲能源危机缓解，克罗地亚的售电价格或无法维持高位，影响项目运营收入。
- 2、汇率风险：**公司三大运营类项目皆在海外，且运营周期普遍超过 20 年，且项目运行后收入将以当地货币结算，存在一定的汇率风险。
- 3、通关不及预期：**蒙古一体化项目的大宗商品贸易收入高度依赖于满都拉口岸的通关情况。疫情反复下，焦煤通关能力或持续无法恢复疫情前水平，影响公司的盈利情况。
- 4、回款风险：**公司有较多对外业务开展于新兴市场，疫情下，许多国家债务危机加重，或影响其支付能力，从而影响公司项目回款。
- 5、海外国家政治风险：**公司收入基本来自海外，若海外的国家出现政治和政策的变化，对公司的业务开展会有影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	12593	11776	14231	15773	21384
现金	4940	3747	4072	3988	4835
交易性投资	202	344	200	200	200
应收票据	60	132	174	220	310
应收款项	3153	3799	4971	5386	7594
其它应收款	206	251	331	325	458
存货	667	991	1263	1592	2251
其他	3365	2511	3220	4061	5735
非流动资产	5489	7567	6854	7639	8384
长期股权投资	147	1103	1103	1103	1103
固定资产	792	1903	2972	3978	4923
无形资产商誉	1673	1587	1429	1286	1157
其他	2877	2975	1350	1274	1201
资产总计	18081	19344	21085	23412	29767
流动负债	7285	7920	10085	11630	16853
短期借款	1351	644	250	238	226
应付账款	4854	6117	8263	9896	14735
预收账款	475	592	901	966	1366
其他	605	566	671	531	527
长期负债	4569	4582	2885	2650	2438
长期借款	4045	3907	2350	2115	1903
其他	525	675	536	535	535
负债合计	11854	12502	12971	14280	19291
股本	770	774	1002	1002	1002
资本公积金	1064	1091	1091	1091	1091
留存收益	3790	4347	5307	6219	7358
少数股东权益	604	629	715	821	1026
归属于母公司所有者权益	5623	6212	7399	8311	9451
负债及权益合计	18081	19344	21085	23412	29767

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(1274)	1497	1386	1760	2654
净利润	784	677	1045	1306	1704
折旧摊销	146	144	275	323	368
财务费用	(33)	316	37	140	117
投资收益	(36)	(108)	(118)	(105)	(38)
营运资金变动	(2153)	454	121	81	473
其它	18	15	27	15	30
投资活动现金流	(796)	(2144)	692	(1012)	(1083)
资本支出	(783)	(699)	(1192)	(1192)	(1192)
其他投资	(14)	(1445)	1884	180	109
筹资活动现金流	4040	(950)	(1753)	(831)	(724)
借款变动	3968	(960)	(1804)	(403)	(247)
普通股增加	0	5	227	0	0
资本公积增加	0	27	0	0	0
股利分配	0	0	0	(288)	(360)
其他	73	(22)	(176)	(140)	(118)
现金净增加额	1970	(1596)	325	(84)	846

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12851	13050	17179	21675	30559
营业成本	11563	11655	15023	18939	26790
营业税金及附加	14	16	21	26	37
营业费用	330	325	515	564	795
管理费用	225	270	397	477	685
研发费用	15	16	38	48	89
财务费用	(47)	160	37	140	117
资产减值损失	(12)	10	10	8	9
公允价值变动收益	107	76	61	30	10
其他收益	15	5	3	10	8
投资收益	36	108	54	65	20
营业利润	896	808	1276	1594	2094
营业外收入	10	4	1	1	1
营业外支出	3	4	5	5	6
利润总额	903	807	1271	1590	2089
所得税	119	130	226	284	385
少数股东损益	33	53	85	106	204
归属于母公司净利润	751	624	960	1200	1499

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	16%	2%	32%	26%	41%
营业利润	5%	-10%	58%	25%	31%
归母净利润	6%	-17%	54%	25%	25%
获利能力					
毛利率	10.0%	10.7%	12.6%	12.6%	12.3%
净利率	5.8%	4.8%	5.6%	5.5%	4.9%
ROE	14.2%	10.5%	14.1%	15.3%	16.9%
ROIC	7.8%	6.7%	9.4%	12.4%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	65.6%	64.6%	61.5%	61.0%	64.8%
净负债比率	31.2%	24.8%	14.2%	11.1%	7.9%
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.4	1.3
速动比率	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	1.0	1.1
存货周转率	18.9	14.1	13.3	13.3	13.9
应收账款周转率	3.3	3.7	3.8	4.0	4.5
应付账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2
每股资料(元)					
EPS	0.75	0.62	0.96	1.20	1.50
每股经营净现金	-1.27	1.49	1.38	1.76	2.65
每股净资产	5.61	6.20	7.39	8.30	9.43
每股股利	0.00	0.00	0.29	0.36	0.45
估值比率					
PE	14.3	17.2	11.2	8.9	7.1
PB	1.9	1.7	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	21.8	19.4	12.8	9.9	7.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

唐笑：12年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021年加入招商证券，现为建筑和钢铁首席分析师。

岳恒宇：CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7年建筑工程行业研究经验，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

贾宏坤：CFA，FRM，同济大学工学硕士，曾就职于天风证券，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。