

北方国际 (000065.SZ) 三季度报点评

毛利率阶段性承压，汇兑收益大增

- 营业收入稳定增长，毛利率阶段性承压。**公司前三季度实现营业收入 91.93 亿元，同增 18.59%。毛利率为 12.93%，同增 0.12 个百分点，但环降 2.16 个百分点。分季度来看，公司 Q1-Q3 的毛利率分别为 14.55%、15.54%、9.87%。我们猜测，三季度毛利率较大幅度下滑或主因 1) 疫情扰动下，施工毛利率下降；2) 煤炭价格 5 月以来持续下行，公司煤炭贸易出现阶段性价格倒挂；3) 虽然克罗地亚三季度平均日前电力市场电价超过 0.4€/MWh，但发电效率仍处爬坡阶段。展望四季度，欧盟于 10 月初通过限价法案（价格上限：0.18€/MWh）。当前克罗地亚日前电力市场电价约 0.17€/MWh，仍高于项目可研。预计公司四季度电价将在 0.15-0.18 的区间运行，发电效率有望攀升。
- 汇兑收益降低财务费用，远期锁汇影响扣非净利润。**公司前三季度期间费用率为 0.53%，同降 5.87 个百分点。其中销售费用率为 3.08%，管理费用率为 2.21%，分别同降 0.46、0.47 个百分点，或因房租水电差旅费下降；研发费用率为 0.16%，小幅同增 0.01 个百分点；财务费用率为 -4.92%，同降 5.87 个百分点，主要受益于美元指数走强，汇兑收益增多。前三季度，公司计提减值损失 1.77 亿，较去年同期多计提了 2.65 亿，主因应收账款、长期应收款计提坏账增加。公司前三季度有效税率为 17.76%，同增 4.17 个百分点，主因克罗地亚项利润增加所致。综上，前三季度公司实现归母净利润 4.99 亿元，小幅同增 1.33%。此外，公司前三季度扣非归母净利润为 6.59 亿元，同增 109.87%，主因外币远期锁汇损失 2.06 亿元，上年同期获得收益 8806 万元。考虑汇兑收益和锁汇工具，预计今年整体汇兑损益约 2-2.5 亿元，较去年约增加 2 亿元左右。
- 现金流持续向好，资产负债结构改善。**公司前三季度收现比为 1.0995、付现比为 1.2375，分别同增 18.10、12.04 个百分点，皆主受煤炭贸易增多影响。经营活动产生的现金净流出 1.13 亿元，较上年同期少流出 8.67 亿元；投资活动产生的现金净流出 4.14 亿元，较上年同期少流出 5.16 亿元，主因孟加拉项目增资减少。公司前三季度资产负债率为 61.71%，同降 4.58 个百分点，主因今年三月配股改善资产负债结构。
- 投资建议：**公司向一体化转型升级扎实推动。欧洲限价措施出台，煤炭贸易阶段性承压致业绩低于预期。我们调低 2022-24 年公司 EPS 至 0.85、1.04、1.34 元/股，对应 PE11.0、9.0、7.0 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：**欧洲电价变动风险、蒙古通关不及预期、汇率风险、回款风险

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	16348	21675	30559
同比增长	16%	2%	25%	33%	41%
营业利润(百万元)	896	808	1138	1384	1880
同比增长	5%	-10%	41%	22%	36%
归母净利润(百万元)	751	624	856	1042	1346
同比增长	6%	-17%	37%	22%	29%
每股收益(元)	0.75	0.62	0.85	1.04	1.34
PE	12.5	15.1	11.0	9.0	7.0
PB	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

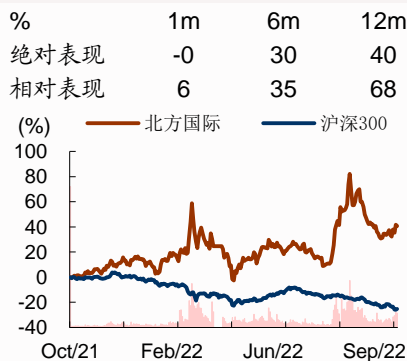
强烈推荐 (维持)

中游制造/建筑钢铁
当前股价：9.39 元

基础数据

总股本 (万股)	100171
已上市流通股 (万股)	90528
总市值 (亿元)	94
流通市值 (亿元)	85
每股净资产 (MRQ)	7.8
ROE (TTM)	8.1
资产负债率	61.7%
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

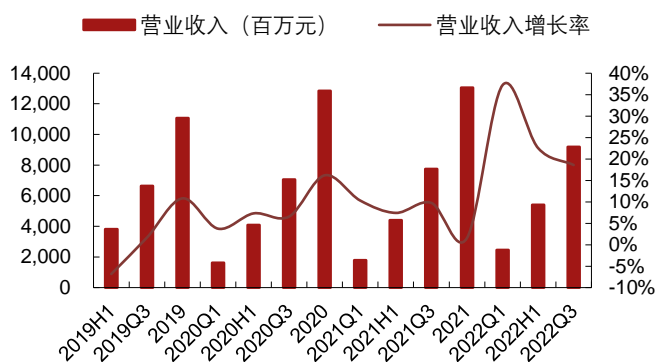


相关报告

- 《北方国际 (000065) — 从电力运营、跨境物流角度再探究公司价值》2022-09-13
- 《北方国际 (000065) — 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) — 风禾将起，一体化国际工程平台雏形初现》2022-08-09

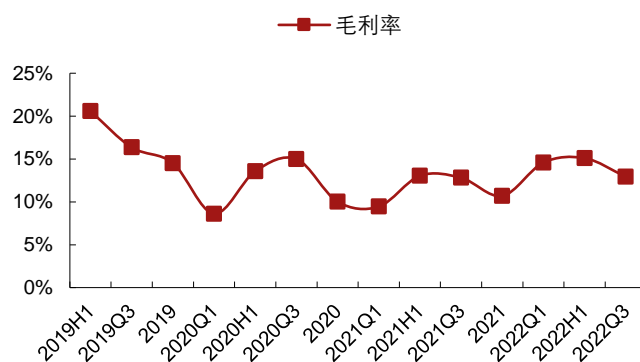
岳恒宇 S1090521050002
 yuehengyu@cmschina.com.cn
 唐笑 S1090521050001
 tangxiaoxiao2@cmschina.com.cn
 贾宏坤 S1090522090001
 jiahongkun@cmschina.com.cn

图 1 公司收入（左轴）及收入增速（右轴）



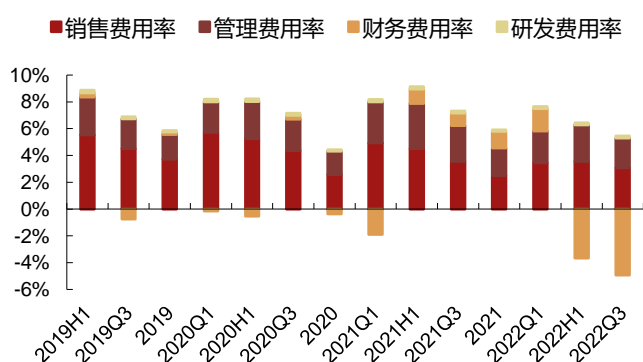
资料来源：iFind、招商证券

图 2 公司毛利率情况



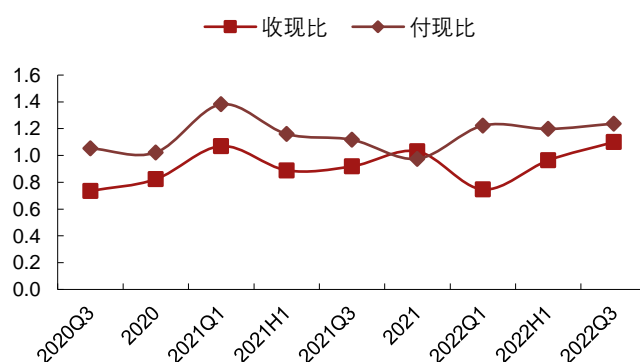
资料来源：iFind、招商证券

图 3 公司四项费用率



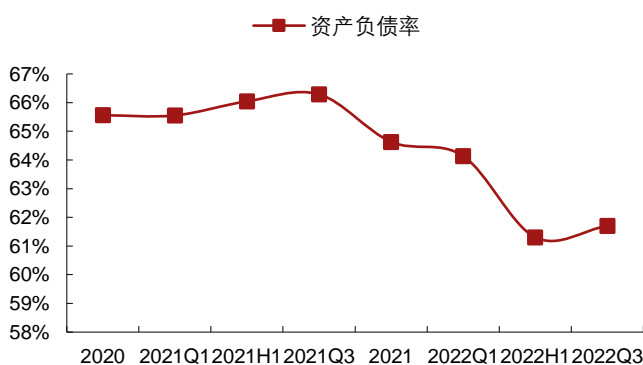
资料来源：iFind、招商证券

图 4 公司收付现比



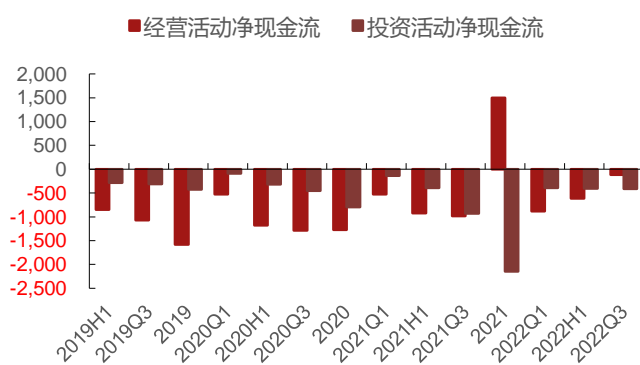
资料来源：iFind、招商证券

图 5 公司资产负债率



资料来源：iFind、招商证券

图 6 公司经营活动和投资活动净现金流（百万元）



资料来源：iFind、招商证券

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	13710	15530	21004
现金	4940	3747	4022	3742	4455
交易性投资	202	344	200	200	200
应收票据	60	132	166	220	310
应收款项	3153	3799	4731	5386	7594
其它应收款	206	251	315	325	458
存货	667	991	1206	1593	2251
其他	3365	2511	3070	4063	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	20564	23169	29388
流动负债	7285	7920	9677	11640	16853
短期借款	1351	644	250	238	226
应付账款	4854	6117	7896	9905	14735
预收账款	475	592	861	967	1366
其他	605	566	669	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	12562	14290	19291
股本	770	774	1002	1002	1002
资本公积金	1064	1091	1091	1091	1091
留存收益	3790	4347	5204	5989	7023
少数股东权益	604	629	705	798	982
归属于母公司所有者权益	5623	6212	7296	8082	9115
负债及权益合计	18081	19344	20564	23169	29388

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(1274)	1497	1117	1534	2476
净利润	784	677	932	1135	1530
折旧摊销	146	144	275	323	368
财务费用	(33)	316	(493)	141	120
投资收益	(36)	(108)	193	(105)	(38)
营运资金变动	(2153)	454	185	23	466
其它	18	15	25	17	30
投资活动现金流	(796)	(2144)	381	(1012)	(1083)
资本支出	(783)	(699)	(1192)	(1192)	(1192)
其他投资	(14)	(1445)	1573	180	109
筹资活动现金流	4040	(950)	(1223)	(801)	(680)
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	(257)	(313)
其他	73	(22)	354	(141)	(120)
现金净增加额	1970	(1596)	275	(280)	713

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12851	13050	16348	21675	30559
营业成本	11563	11655	14356	18956	26790
营业税金及附加	14	16	20	26	37
营业费用	330	325	490	564	795
管理费用	225	270	378	477	685
研发费用	15	16	36	48	89
财务费用	(47)	160	(493)	141	120
资产减值损失	(12)	10	(230)	(184)	(202)
公允价值变动收益	107	76	(250)	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	1138	1384	1880
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	1133	1380	1875
所得税	119	130	201	245	345
少数股东损益	33	53	76	92	184
归属于母公司净利润	751	624	856	1042	1346

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	16%	2%	25%	33%	41%
营业利润	5%	-10%	41%	22%	36%
归母净利润	6%	-17%	37%	22%	29%
获利能力					
毛利率	10.0%	10.7%	12.2%	12.5%	12.3%
净利率	5.8%	4.8%	5.2%	4.8%	4.4%
ROE	14.2%	10.5%	12.7%	13.6%	15.7%
ROIC	7.8%	6.7%	4.6%	11.1%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	65.6%	64.6%	61.1%	61.7%	65.6%
净负债比率	31.2%	24.8%	14.5%	11.2%	8.0%
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
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	1.2
存货周转率	18.9	14.1	13.1	13.5	13.9
应收账款周转率	3.3	3.7	3.7	4.1	4.5
应付账款周转率	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2
每股资料(元)					
EPS	0.75	0.62	0.85	1.04	1.34
每股经营净现金	-1.27	1.49	1.11	1.53	2.47
每股净资产	5.61	6.20	7.28	8.07	9.10
每股股利	0.00	0.00	0.26	0.31	0.40
估值比率					
PE	12.5	15.1	11.0	9.0	7.0
PB	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	20.0	17.8	20.3	10.1	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。