

北方国际 (000065)

证券研究报告

2022年10月28日

业绩基本符合预期，一体化转型效果持续显现

公司发布 22 年三季报，22q1-3 收入 91.9 亿元，yoy+18.6%，归母净利 5.0 亿元，yoy+1.3%，扣非归母净利 6.6 亿元，yoy+110.2%。22q3 单季度收入 38.0 亿元，yoy+13.4%，归母净利 1.1 亿元，yoy-49.6%，扣非归母净利 2.2 亿元，yoy+9.0%。业绩基本符合预期。

22q1-3 收入延续快增，扣非强劲，一体化转型效果持续显现

22q1-3 公司收入快增，单 22q3 收入增速较 q2 略有回升。22q1-3 公司综合毛利率 12.9%，yoy+0.1pct；单 22q3 毛利率 9.9%，yoy-2.6pct，单季度毛利率承受一定压力，推测或源于收入结构变化（如贸易收入占比增加等）。22q1-3 期间费用率 0.5%，yoy-6.8pct，费用率同比较大幅度下降，主要源于汇兑收益增加导致财务费用率 yoy-5.9pct 至-4.9%，销售费用率与管理费用率亦同比下降。22q1-3 信用减值损失 1.8 亿元，yoy+310%，计提信用减值损失大幅增加，我们判断影响偏阶段性；克罗地亚风电项目利润增加加大所得税、少数股东损益影响，22q1-3 所得税费用 yoy+63%至 1.3 亿元，少数股东损益 yoy+299%至 1.2 亿元。22q1-3 公司扣非归母净利率 7.2%，yoy+3.1pct；单 22q3 扣非归母净利率 5.7%，yoy-0.2pct。整体来看，公司业务结构或持续优化，我们推测克罗地亚风电项目增量贡献支撑公司扣非利润延续较快增长，蒙古矿山一体化项目收入贡献或亦较好提升，一体化转型逐步迎来收获。

资产负债表继续优化，两金周转加快，现金流较好改善

22q3 末公司资产负债率 61.7%，yoy-2.9pct；带息负债比率 43.7%，yoy+1.7pct。两金（存货+合同资产+应收账款）周转继续加快，22q1-3 两金周转天数 176 天，yoy-17 天。22q1-3 经营性现金流净额同比少流出 8.7 亿至净流出 1.1 亿；投资性现金流净额同比少流出 5.2 亿至净流出 4.1 亿，主因孟加拉项目增资减少。收现比 yoy+18.0pct 至 110.0%，付现比 yoy+12.0pct 至 123.7%，为煤炭贸易收付款增加导致。

重视一体化转型前景，维持“买入”评级

公司工程业务在手订单充裕（22h1 末工程业务累计未完工合同额 204 亿美元，为 21fy 收入的 11 倍），订单收入转化节奏后续或边际加快；一体化项目陆续进入收获期（克罗地亚风电项目受益欧洲能源价格高企，试运营阶段效益仍在爬坡；蒙古矿山一体化项目通关效率受疫情影响边际减弱等），重视其蕴含的利润弹性。我们暂维持前期盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 8.6/10.9/13.0 亿元，yoy 分别为 38%/27%/19%，维持目标价 11.20 元（对应 22 年 13x PE），维持“买入”评级。

风险提示：项目投产进度不及预期、汇率波动风险、电价波动风险、疫情影响超预期、测算具有一定主观性，仅供参考

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,850.66	13,050.01	15,426.11	18,082.93	21,695.31
增长率(%)	16.19	1.55	18.21	17.22	19.98
EBITDA(百万元)	969.05	1,108.08	1,553.39	1,956.86	2,428.55
净利润(百万元)	751.38	623.71	862.76	1,092.17	1,302.39
增长率(%)	6.39	(16.99)	38.33	26.59	19.25
EPS(元/股)	0.75	0.62	0.86	1.09	1.30
市盈率(P/E)	11.27	13.57	9.81	7.75	6.50
市净率(P/B)	1.51	1.36	1.04	0.93	0.82
市销率(P/S)	0.66	0.65	0.55	0.47	0.39
EV/EBITDA	4.80	4.75	4.68	3.01	2.76

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.45 元
目标价格	11.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,001.71
流通 A 股股本(百万股)	905.28
A 股总市值(百万元)	8,464.43
流通 A 股市值(百万元)	7,649.65
每股净资产(元)	7.61
资产负债率(%)	61.71
一年内最高/最低(元)	12.77/6.44

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

吴红艳 联系人
wuhongyan@tfzq.com

股价走势



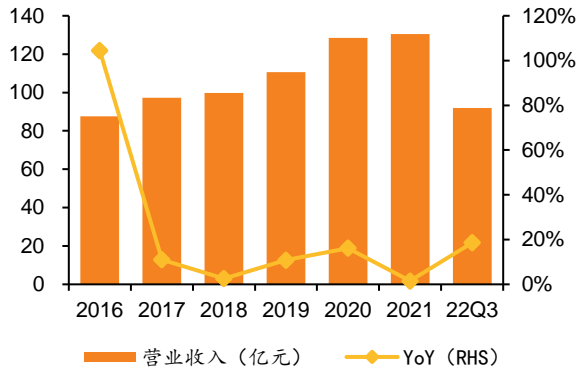
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《北方国际-首次覆盖报告:国际工程王牌有变化，主要一体化项目进入收获期》 2022-10-25
- 《北方国际-公司点评:海外市场再下一城，多点开花分散经营风险》 2017-11-29
- 《北方国际-季报点评:毛利率有所提升，项目回款状况转好显著对冲汇兑损失》 2017-10-17

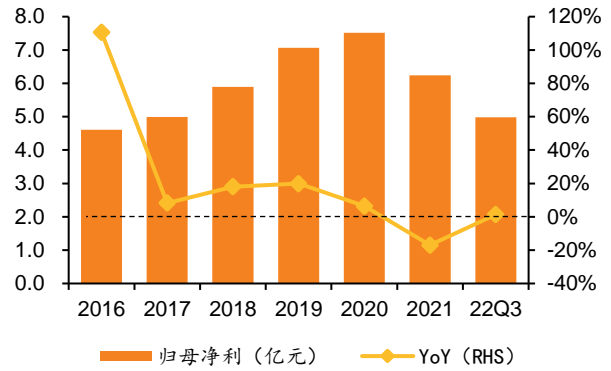
1. 公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 亿元	收盘价 元/股	EPS (元/股)				P/E			
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E
600970.SH	中材国际	202.8	8.95	0.50	0.80	0.93	1.12	17.9	11.2	9.6	8.0
000928.SZ	中钢国际	69.7	5.44	0.47	0.51	n/a	n/a	11.6	10.7	n/a	n/a
002051.SZ	中工国际	99.2	8.02	-0.07	0.23	0.32	0.37	-118.4	35.1	25.4	21.9
601669.SH	中国电建	1,166.2	7.70	0.53	0.57	0.72	0.83	14.6	13.5	10.7	9.3
	平均值							-18.6	17.6	15.3	13.0
	中位数							13.1	12.4	10.7	9.3
000065.SZ	北方国际	84.6	8.45	0.75	0.62	0.86	1.09	11.3	13.6	9.8	7.8

注：股价时间 2022/10/27；除北方国际外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,939.99	3,747.06	3,842.48	5,275.31	4,644.72
应收票据及应收账款	3,213.51	3,931.42	4,085.93	4,809.94	5,260.38
预付账款	1,782.40	1,145.77	2,225.08	1,692.36	2,926.71
存货	666.50	991.33	917.13	1,300.79	1,314.37
其他	1,299.91	1,521.65	2,373.64	2,346.97	2,988.49
流动资产合计	11,902.31	11,337.23	13,444.25	15,425.36	17,134.66
长期股权投资	146.64	1,102.52	1,102.52	1,102.52	1,102.52
固定资产	791.65	1,902.99	2,975.00	3,977.46	4,912.15
在建工程	1,029.30	587.26	549.81	519.85	495.88
无形资产	1,659.17	1,573.19	1,518.74	1,464.29	1,409.85
其他	1,861.98	2,401.41	2,395.88	2,390.36	2,389.58
非流动资产合计	5,488.75	7,567.37	8,541.95	9,454.47	10,309.98
资产总计	18,081.39	19,343.81	21,986.20	24,879.83	27,444.64
短期借款	1,350.86	644.48	644.48	644.48	644.48
应付票据及应付账款	4,854.02	6,117.13	6,512.64	8,165.06	9,141.46
其他	605.11	566.32	1,320.42	1,440.32	1,698.78
流动负债合计	6,809.99	7,327.92	8,477.53	10,249.86	11,484.71
长期借款	4,044.60	3,906.95	3,943.80	3,943.80	3,943.80
应付债券	456.02	449.64	452.83	452.83	451.77
其他	68.70	224.93	224.93	224.93	224.93
非流动负债合计	4,569.32	4,581.52	4,621.55	4,621.55	4,620.49
负债合计	11,854.10	12,501.90	13,099.08	14,871.41	16,105.20
少数股东权益	604.02	629.49	730.10	868.44	1,027.32
股本	769.52	774.48	1,001.71	1,001.71	1,001.71
资本公积	914.96	952.93	1,893.82	1,893.82	1,893.82
留存收益	3,770.51	4,318.80	5,095.29	6,078.24	7,250.39
其他	168.29	166.20	166.20	166.20	166.20
股东权益合计	6,227.29	6,841.91	8,887.12	10,008.41	11,339.44
负债和股东权益总计	18,081.39	19,343.81	21,986.20	24,879.83	27,444.64

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	784.14	677.05	862.76	1,092.17	1,302.39
折旧摊销	146.23	144.00	231.23	293.29	355.06
财务费用	(33.34)	315.87	169.23	188.33	321.78
投资损失	(36.13)	(108.40)	(128.14)	(128.29)	(128.45)
营运资金变动	(2,418.91)	82.78	(1,141.36)	1,324.69	(1,123.68)
其它	284.32	386.13	111.45	153.71	176.53
经营活动现金流	(1,273.68)	1,497.43	105.16	2,923.91	903.64
资本支出	1,162.16	1,519.84	1,211.34	1,211.34	1,211.34
长期投资	34.65	955.87	0.00	0.00	0.00
其他	(1,992.99)	(4,619.65)	(2,162.55)	(2,389.50)	(2,274.82)
投资活动现金流	(796.17)	(2,143.93)	(951.21)	(1,178.16)	(1,063.49)
债权融资	4,183.68	(1,012.28)	(129.19)	(188.33)	(322.85)
股权融资	(60.59)	(21.52)	1,070.66	(124.59)	(147.89)
其他	(82.79)	83.83	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	4,040.30	(949.98)	941.46	(312.92)	(470.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,970.44	(1,596.47)	95.42	1,432.83	(630.59)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,850.66	13,050.01	15,426.11	18,082.93	21,695.31
营业成本	11,563.00	11,654.64	13,416.58	15,592.11	18,384.71
营业税金及附加	14.19	15.69	18.55	21.75	26.09
营业费用	330.31	324.67	460.92	540.30	756.72
管理费用	225.20	270.17	319.36	374.37	557.63
研发费用	14.94	16.08	19.00	22.28	28.90
财务费用	(46.99)	160.32	169.23	188.33	321.78
资产减值损失	(12.64)	10.24	12.10	13.68	15.62
公允价值变动收益	107.48	75.69	(0.35)	0.00	0.00
投资净收益	36.13	108.40	128.14	128.29	128.45
其他	(277.14)	(393.63)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	896.17	807.73	1,162.35	1,485.77	1,763.54
营业外收入	10.12	3.61	3.61	3.61	3.61
营业外支出	3.22	4.29	4.29	4.29	4.29
利润总额	903.07	807.04	1,161.66	1,485.08	1,762.86
所得税	118.93	129.99	187.10	239.20	283.94
净利润	784.14	677.05	974.56	1,245.88	1,478.92
少数股东损益	32.76	53.35	111.80	153.71	176.53
归属于母公司净利润	751.38	623.71	862.76	1,092.17	1,302.39
每股收益(元)	0.75	0.62	0.86	1.09	1.30

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	16.19%	1.55%	18.21%	17.22%	19.98%
营业利润	4.76%	-9.87%	43.90%	27.82%	18.70%
归属于母公司净利润	6.39%	-16.99%	38.33%	26.59%	19.25%
获利能力					
毛利率	10.02%	10.69%	13.03%	13.77%	15.26%
净利率	5.85%	4.78%	5.59%	6.04%	6.00%
ROE	13.36%	10.04%	10.58%	11.95%	12.63%
ROIC	30.38%	17.90%	23.12%	20.18%	26.68%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	65.56%	64.63%	59.58%	59.77%	58.68%
净负债率	18.57%	21.88%	16.22%	0.09%	5.63%
流动比率	1.73	1.49	1.59	1.50	1.49
速动比率	1.64	1.36	1.48	1.38	1.38
营运能力					
应收账款周转率	3.32	3.65	3.85	4.07	4.31
存货周转率	20.98	15.74	16.17	16.31	16.59
总资产周转率	0.78	0.70	0.75	0.77	0.83
每股指标(元)					
每股收益	0.75	0.62	0.86	1.09	1.30
每股经营现金流	-1.27	1.49	0.10	2.92	0.90
每股净资产	5.61	6.20	8.14	9.12	10.29
估值比率					
市盈率	11.27	13.57	9.81	7.75	6.50
市净率	1.51	1.36	1.04	0.93	0.82
EV/EBITDA	4.80	4.75	4.68	3.01	2.76
EV/EBIT	5.60	5.42	5.50	3.54	3.23

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com