

# 北方国际 (000065.SZ) 年报及一季报点评

## 毛利率明显提升，内生外延共同驱动业绩高增长

### 核心观点：

- 16年剔除合并追溯调整后收入明显提速，毛利率大幅提升

若不对2015年数据进行追溯调整，且2016年剔除体量较大的北方车辆收入后，公司2016年自身收入增长为80.89%，明显提速。公司毛利率较上年提升2.73个百分点，大幅提升，可能主要是受汇率变动影响。

- 16年费用率、资产减值损失上升，净利率小幅提升

若不对2015年数据进行追溯调整，且2016年剔除5家合并公司相应净利润后，公司2016年自身净利润增长为47.95%，公司自身增速也十分亮眼。

- 16年付现比增幅高于收现比，经营性现金流下降

- 17年一季度收入稳步提升，净利润、现金流大幅增长

- 在手订单保障系数高，生效订单转化顺利

公司目前在手重大订单约554.99亿元，约为2016年收入的6.33倍，其中未生效订单287.44亿元，生效在执行267.55亿元。未生效订单中伊朗订单占到了234.95亿元。

- 投资建议

公司深耕国际市场，频签订单，且不断推进项目生效执行，2016年业绩情况符合预期，今年一季度业绩保持较高增长。集团对公司进行重新定位，公司未来有望迎来快速发展，近期伊朗环境呈现积极变化，经济情况不断好转，有利于公司伊朗订单生效执行。公司是建筑行业难得的持续景气向上的公司，我们看好公司未来发展，预计2017-2019年EPS为1.26、1.65和2.04元，维持“买入”评级。

- 风险提示

海外订单未能生效的风险；民品国际化业务不达预期的风险。

### 盈利预测 (15、16年为未追溯调整数据)：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,285.57	8,761.92	12,393.25	16,725.96	21,488.58
增长率(%)	41.71%	104.45%	41.44%	34.96%	28.47%
EBITDA(百万元)	217.77	584.07	816.78	1,071.94	1,377.87
净利润(百万元)	218.85	461.05	646.80	844.31	1,045.73
增长率(%)	18.56%	110.67%	40.29%	30.54%	23.86%
EPS(元/股)	0.427	0.899	1.261	1.646	2.038
市盈率(P/E)	71.56	30.15	24.29	18.61	15.03
市净率(P/B)	4.31	4.35	4.09	3.35	2.74
EV/EBITDA	58.96	18.33	13.59	8.60	5.12

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

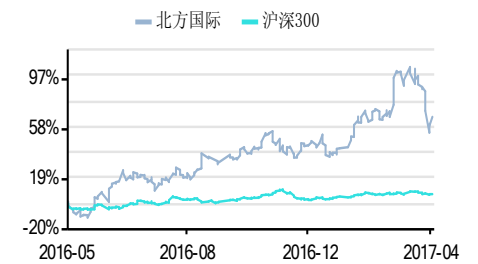
### 公司评级

当前价格 30.63元

前次评级 买入

报告日期 2017-05-01

### 相对市场表现



分析师：郭鹏 S0260514030003

021-60750631

guopeng@gf.com.cn

### 相关研究：

北方国际(000065.SZ)公告 2017-01-25  
 点评：利润增速超预期，生效订单支撑未来高增长

北方国际(000065.SZ)跟踪 2016-12-23  
 报告：资产重组基本完成，注入资产利润有望超预期

北方国际(000065.SZ)跟踪 2016-09-28  
 报告：海外项目进展顺利，增发重组稳步推进

联系人：张欣劼 010-59136612

zhangxinjie@gf.com.cn

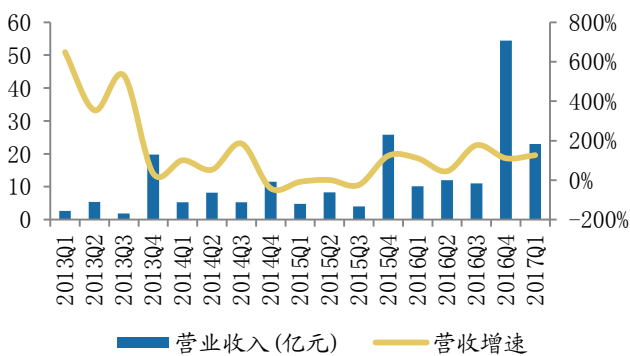
公司近日发布2016年年报以及2017年一季度报，2016年实现营业收入87.62亿元，同比增长8.10%（均为资产注入后追溯调整数据，下同）；全年实现归母净利润4.61亿元，同比增加53.54%。2017年一季度公司实现营业收入23.03亿元，同比增长19.79%，实现归母净利润6994万元，同比增长43.38%，点评如下：

## 1、16年剔除合并追溯调整后收入明显提速，毛利率大幅提升

公司2016年实现营业收入87.62亿元，同比增长8.10%，较上年同期的20.45%有所下滑，主要是受5家公司同一控制下合并追溯调整影响。若不对2015年数据进行追溯调整，且2016年剔除体量较大的北方车辆收入后，公司2016年自身收入增长为80.89%，明显提速。

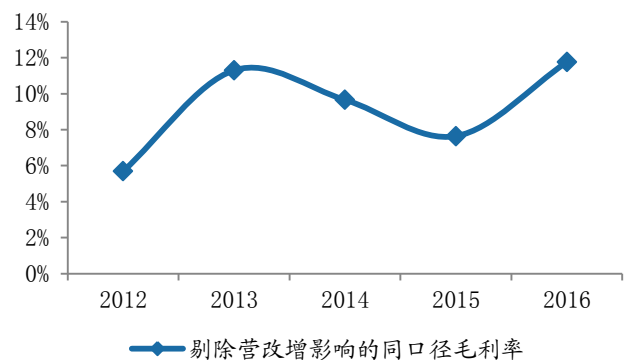
2016年公司毛利率为11.87%，较上年提升2.73个百分点，公司国内外业务毛利率均有提升，可能主要是受汇率变动影响。

图1：公司单季收入增速（未进行合并追溯调整）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：16年毛利率大幅提升（未进行合并追溯调整）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

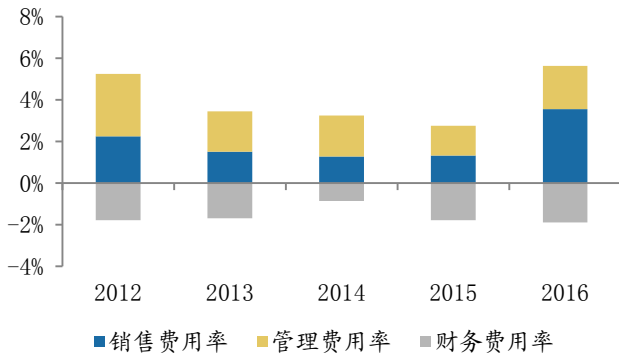
## 2、16年费用率、资产减值损失上升，净利率小幅提升

费用方面，公司2016年期间费用率为3.74%，较上年增加2.77个百分点。其中占比最大的销售费用率较上年增加2.22个百分点，销售费用同比增加29.74%，主要是公司加大市场开发力度所致；管理费用率较上年增加0.66个百分点，管理费用同比增长10.45%，主要由于职工薪酬增加；财务费用率为-1.89%，较上年减少0.11个百分点，财务费用同比减少-79.64%，主要由于人民币贬值导致汇兑收益增加5897万元。2016年公司资产减值损失为8750万元，同比增长383.43%，可能是受应收账款增加影响（2016年应收账款增速为100%，2015年为20.8%）。

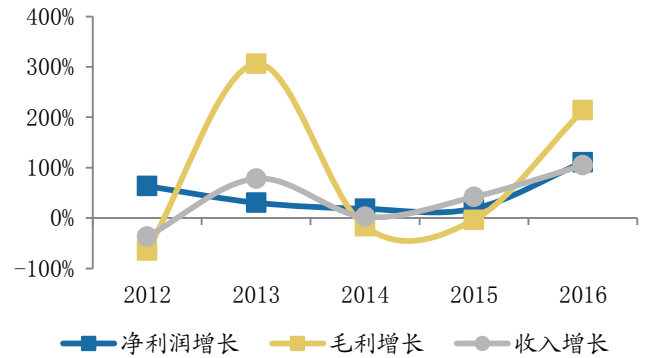
整体来看，2016年公司归母净利润为4.61亿元，同比增长53.54%，净利率为5.26%，较上年增加0.15个百分点。若不对2015年数据进行追溯调整，且2016年剔除5家合并公司相应净利润后，公司2016年自身净利润增长为47.95%，可见公司自身净利润增长也十分亮眼。

图3：期间费用率

图4：毛利增速高于净利润、收入增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

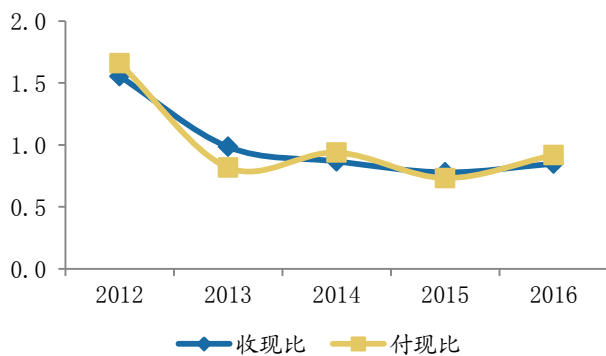


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 3、16 年付现比增幅高于收现比，经营性现金流下降

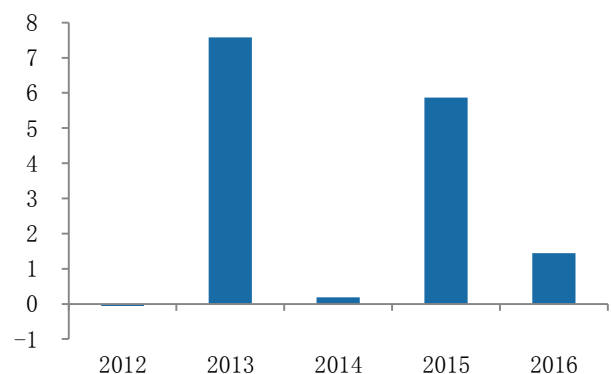
2016年公司收现比和付现比较去年同期分别上升6.96和18.61个百分点，付现比增幅高于收现比增幅。公司经营活动产生的现金流量净额为1.44亿元，同比上年减少75.46%。

图5: 年度收付现比情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图6: 经营活动产生的现金流量净额(亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

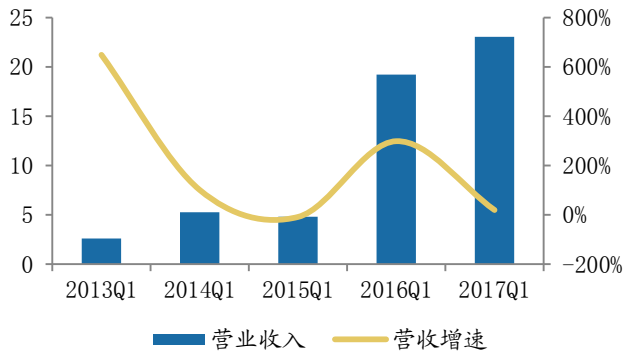
### 4、17 年一季度收入稳步提升，净利润、现金流大幅增长

公司2017年一季度实现营业收入23.03亿元，同比增长19.79%（已经过同一控制下合并追溯调整后），增势良好。2017年一季度毛利率较上年同期增加0.36个百分点。费用方面，期间费用率为4.59%，较上年同期上涨2.27个百分点。其中，销售费用率较上年增加2.32个百分点，主要是新市场开发费等增加所致；管理费用率增加0.43个百分点；财务费用率为-0.25%，减少0.48个百分点，主要是汇兑损失较上年同期减少以及利息收入增加所致。2017年一季度公司资产减值损失为3766万元，同比减少5.64%。整体来看，2017年一季度公司归母净利润同比增长43.38%，净利率为3.04%，较上年同期小幅下降0.08个百分点。

现金流方面，2017年一季度公司收现比和付现比较去年同期分别上升69.04和

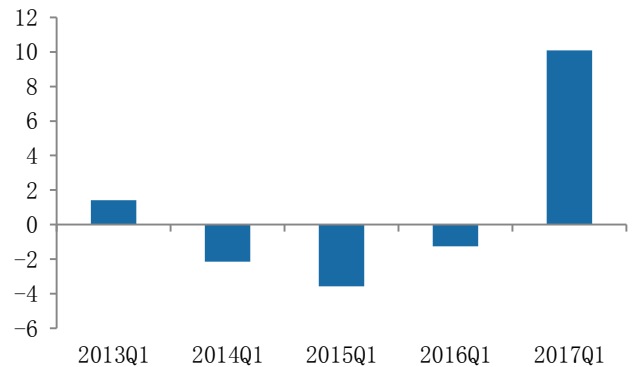
6.13个百分点，收现比增幅远高于付现比增幅，经营性现金流大幅好转，为10.08亿元。

图7：公司一季度收入（亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：经营活动产生的现金流量净额(亿元)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 5、在手订单保障系数高，生效订单转化顺利

截至2017年3月31日，公司目前在手重大订单约554.99亿元，约为2016年收入的6.33倍，其中未生效订单287.44亿元，生效在执行267.55亿元。未生效订单中伊朗订单占到了234.95亿元，近期伊朗制裁的解除非常利于公司在伊朗的订单生效执行。

同时，公司2016年、2017年一季度预付账款与预收账款均较上年同期明显提升，可见公司新项目开展活跃，生效订单转化较快。

表 1：北方国际在手重大订单执行状况

签署日期	合同名称	合同金额	执行状态	截至2017年3月31日累计确认收入(亿元)	所在国家
2015/12/24	巴基斯坦拉合尔轨道交通橙线项目	16.26 亿美元	生效执行	10.96	巴基斯坦
2011/9/28	缅甸蒙育瓦莱比塘铜矿项目采购施工总承包项目合同	7 亿美元	生效执行	26.54	缅甸
2013/10/29	埃塞俄比亚 Addis Ababa-Djibouti 铁路车辆采购项目代理合同	2.59 亿美元	生效执行	14.09	埃塞
2010/8/21	老挝 Xebangfai 河流域灌溉和防洪管理项目合同	15 亿美元	生效执行	1.91	老挝
2011/4/28	伊朗阿瓦士轻轨一号线项目合同	38.49 亿人民币	尚未生效	0	伊朗
2013/11/8	几内亚比绍 Saltinho 水电站项目 EPC 总承包合同	2.87 亿美元	尚未生效	0	几内亚
2014/4/26	几内亚比绍 Saltinho-比绍-塔纳府输变电线路与变电站项目 EPC 总承包合同	1.99 亿美元	尚未生效	0	几内亚
2015/3/4	伊朗德黑兰 1008 辆碳钢地铁车供货合同重大合同暨日常关联交易合同	112.17 亿人民币	尚未生效	0	伊朗
2016/1/28	老挝 500KV Pakading - Mahaxai 输变电线路项目合同	3.43 亿美元	尚未生效	0	老挝
2016/1/28	高乐巴哈-马什哈德电气化铁路项目合同	22.95 亿人民币	尚未生效	0	伊朗

		币			
2017/1/20	德黑兰地铁六号线项目合同	3.48 亿欧元	尚未生效	0	伊朗
2017/1/20	伊朗内政部 406 辆地铁车采购项目合同	4.95 亿欧元	尚未生效	0	伊朗

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 6、投资建议

公司深耕国际市场，频签订单，且不断推进项目生效执行，2016年业绩情况符合预期，今年一季度业绩保持较高增长。集团对公司进行重新定位，公司未来有望迎来快速发展，近期伊朗环境呈现积极变化，经济情况不断好转，有利于公司伊朗订单生效执行。公司是建筑行业难得的持续景气向上的公司，我们看好公司未来发展，预计2017-2019年EPS为1.26、1.65和2.04元，维持“买入”评级。

## 风险提示

海外订单未能生效的风险；民品国际化业务不达预期的风险。



**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	5577	10057	12333	16781	21768
货币资金	3241	3688	4892	6771	8940
应收及预付	1934	5450	6366	8653	11080
存货	388	843	965	1247	1638
其他流动资产	14	76	111	111	111
<b>非流动资产</b>	1040	2091	2396	2465	2481
长期股权投资	12	87	87	87	87
固定资产	124	382	404	473	489
在建工程	0	63	63	63	63
无形资产	816	1329	1635	1635	1635
其他长期资产	89	230	207	207	207
<b>资产总计</b>	6618	12148	14729	19246	24249
<b>流动负债</b>	4310	8178	10045	13624	17465
短期借款	288	215	0	0	0
应付及预收	4022	7963	10045	13624	17465
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	143	309	304	304	304
长期借款	130	277	277	277	277
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	31	27	27	27
<b>负债合计</b>	4454	8487	10349	13928	17769
股本	274	513	513	513	513
资本公积	914	1170	1170	1170	1170
留存收益	754	1516	2163	3007	4053
归属母公司股东权	1943	3199	3846	4690	5736
少数股东权益	220	472	544	638	754
<b>负债和股东权益</b>	6618	12148	14729	19246	24249

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	379	144	1737	1949	2179
净利润	230	528	719	938	1162
折旧摊销	8	48	29	31	33
营运资金变动	166	-433	975	990	990
其它	-25	1	15	-10	-6
<b>投资活动现金流</b>	-187	-463	-297	-56	4
资本支出	-249	-378	-311	-86	-36
投资变动	71	-100	13	30	40
其他	-10	15	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	561	430	-237	-14	-14
银行借款	410	414	-215	0	0
债券融资	-360	-532	-2	0	0
股权融资	797	185	0	0	0
其他	-286	363	-19	-14	-14
<b>现金净增加额</b>	753	111	1203	1879	2169
<b>期初现金余额</b>	2207	3241	3688	4892	6771
<b>期末现金余额</b>	2961	3352	4892	6771	8940

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	41.7	104.5	41.4	35.0	28.5
营业利润增长	4.2	130.9	36.8	31.0	24.1
归属母公司净利润增长	18.6	110.7	40.3	30.5	23.9
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	7.7	11.9	10.7	10.6	10.6
净利率	5.4	6.0	5.8	5.6	5.4
ROE	11.3	14.4	16.8	18.0	18.2
ROIC	-	-	-	-	-
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	67.3	69.8	70.2	72.3	73.2
净负债比率	-1.3	-0.9	-1.1	-1.2	-1.3
流动比率	1.29	1.23	1.23	1.23	1.25
速动比率	0.97	0.88	0.85	0.85	0.87
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.74	0.93	0.92	0.98	0.99
应收账款周转率	6.15	5.36	5.62	5.62	5.62
存货周转率	10.58	12.55	11.48	11.99	11.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.43	0.90	1.26	1.65	2.04
每股经营现金流	0.74	0.28	3.39	3.80	4.25
每股净资产	7.08	6.24	7.50	9.14	11.18
<b>估值比率</b>					
P/E	71.6	30.2	24.3	18.6	15.0
P/B	4.3	4.3	4.1	3.4	2.7
EV/EBITDA	59.0	18.3	13.6	8.6	5.1

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4286	8762	12393	16726	21489
营业成本	3954	7722	11071	14947	19208
营业税金及附加	4	10	14	19	24
销售费用	57	311	302	418	531
管理费用	61	183	217	301	382
财务费用	-76	-166	-92	-75	-47
资产减值损失	16	88	34	20	34
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	13	13	30	40
<b>营业利润</b>	272	628	859	1126	1398
营业外收入	1	18	18	18	18
营业外支出	0	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	273	642	873	1140	1411
所得税	42	113	154	201	250
<b>净利润</b>	230	528	719	938	1162
少数股东损益	12	67	72	94	116
<b>归属母公司净利润</b>	219	461	647	844	1046
EBITDA	218	584	817	1072	1378
EPS(元)	0.43	0.90	1.26	1.65	2.04

## 广发公用事业行业研究小组

郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。  
张欣劼：联系人，俄亥俄州立大学金融硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。