

北方国际(000065)/专业工程

斩获伊拉克大单, 新市场布局显成效

评级: 买入(维持)

市场价格: 23.8

目标价格: 36

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

分析师: 杨涛

执业证书编号: S0740516080005

Email: yangtao@r.qlzq.com.cn

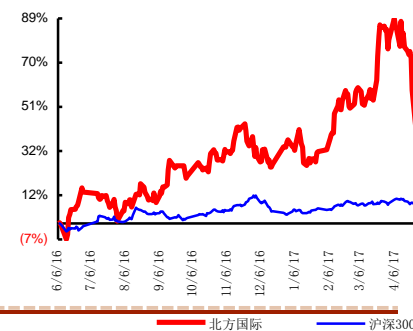
联系人: 程龙戈

Email: chenglg@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	513
流通股本(百万股)	401
市价(元)	23.8
市值(百万元)	12,209
流通市值(百万元)	9,532

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 北方国际: 业绩持续高增长, 注入资产业绩贡献超预期
- 2 北方国际: 内生增长强劲驱动业绩超预期, 集团支持开启高成长之路

公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,285.6	8,761.9	10,190.4	12,407.3	14,516.6
增长率 yoy%	41.7%	104.5%	16.3%	21.8%	17.0%
净利润	218.9	461.0	617.7	860.3	1,143.4
增长率 yoy%	18.6%	110.7%	34.0%	39.3%	32.9%
每股收益(元)	0.43	0.90	1.20	1.68	2.23
每股现金流量	1.4	0.3	8.0	-4.5	9.6
净资产收益率	11.3%	14.5%	16.4%	18.8%	20.1%
P/E	55.8	26.5	19.8	14.2	10.7
PEG	0.9	0.8	0.4	0.2	0.3
P/B	6.3	3.8	3.2	2.7	2.1

备注:

投资要点

- **事项:** 公司公告与贾贝尔巴赞有限公司在伊拉克签署了《伊拉克贾贝尔巴赞水泥厂 EPCC 项目》合同, 合同总价 4.45 亿美元, 合计人民币 30.28 亿元, 占公司 2016 年度营业收入的 34.56%。合同工期 28 个月。合同尚未生效。
 - **新市场取得突破, 订单趋势强劲。** 截止至目前公司今年公告新签大额订单合计约人民币 73.82 亿元, 同比增长 62.42%, 趋势强劲。本订单也是公司首次在伊拉克市场承接项目, 标志着新国别市场开拓取得重要突破。根据年报披露, 公司借助集团海外丰富客户资源和完善网络, 积极发挥 NORINCO 整体品牌优势, 加大海外市场开拓力度, 2016 年海外项目已涉及 9 个国家, 并成立巴基斯坦、伊拉克等分公司加速新市场开发, 减少对伊朗等少数几个市场的依赖, 未来订单地域分布结构有望不断优化。
 - **未来业务模式升级以及与集团协调增强有望促订单加速增长, 精细化管理将促毛利率提升。** 公司公告积极开展海外投资业务, 借助一带一路战略机遇探索海外 PPP 项目, 以投资带动施工升级业务模式。此外将加强与集团资源协同, 集团有望带来大量项目信息, 我们判断目前还未完全体现, 未来有望带动订单加速增长。公司当前毛利率明显低于行业平均水平, 通过加强采购、招投标等环节的精细化管理, 优化订单结构, 未来毛利率有较大提升空间。
- 公司已经进入快速成长期, 当前在手订单饱满、可执行订单充足。公司 2016 年业绩同比增长 53.5%, 今年一季度业绩同比增长 43.4%, 已进入快速成长期, 同时注入资产业绩贡献也显著超预期。公司目前在手重大合同约 598 亿元, 约为 2016 年收入的 6.82 倍, 是国际工程收入的 12 倍, 生效待执行订单 220 亿元, 未生效订单 378 亿元, 充足订单保障业绩持续高增长。未生效订单中 78% 位于伊朗, 当前伊朗局势好转, 订单有望大规模生效, 如若生效有望上调未来盈利预测。

- **集团公司支持有望促十三五期间跨越发展。** 北方国际是实际控制人北方工业旗下唯一 A 股上市公司平台和对外工程承包窗口, 具有“大集团、小公司、唯一平台”特征, 十三五期间有望成为集团新的增长级, 在一带一路国家战略背景下有望得到集团全力支持, 有望进入跨越式发展阶段。依靠集团强大品牌实力背书, 未来集团军贸业务的政商客户和渠道有望为公司带来大量海外项目资源, 此外集团预计也将对公司业绩增加考核要求。
- **投资建议:** 预测公司 2017-2019 年归母净利润分别为 6.2/8.6/11.4 亿元, 2016-2019 年 CAGR 为 35%, EPS 分别为 1.20/1.68/2.23 元, 当前股价对应 PE 分别为 20/14/11 倍, 目标价 36 元(对应 2017 年 30 倍 PE), 买入评级。
- **风险提示:** 注入资产整合风险, 海外经营风险, 汇率大幅波动风险。

图表 1: 公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,285.6	8,761.9	10,190.4	12,407.3	14,516.6	成长性					
减: 营业成本	3,954.0	7,721.9	8,926.0	10,800.7	12,549.7	营业收入增长率	41.7%	104.5%	16.3%	21.8%	17.0%
营业税费	4.0	9.8	10.2	12.7	15.2	营业利润增长率	4.2%	130.9%	31.7%	34.6%	33.2%
销售费用	56.9	311.0	315.9	347.4	348.4	净利润增长率	18.6%	110.7%	34.0%	39.3%	32.9%
管理费用	61.0	182.6	203.8	227.8	246.8	EBITDA增长率	-16.1%	148.6%	48.6%	35.8%	33.6%
财务费用	-76.3	-165.9	-98.0	-115.2	-141.1	EBIT增长率	-16.8%	136.2%	57.8%	36.9%	34.4%
资产减值损失	15.6	87.5	20.0	30.0	34.0	NOPLAT增长率	-18.2%	130.2%	59.1%	38.6%	34.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.7%	-130.2%	-1516.4%	-97.7%	5284.1%
投资和汇兑收益	1.8	13.3	15.0	10.0	20.0	净资产增长率	83.2%	69.2%	18.1%	20.7%	23.2%
营业利润	272.1	628.2	827.5	1,114.0	1,483.6	利润率					
加: 营业外净收支	0.8	13.6	16.6	10.3	15.6	毛利率	7.7%	11.9%	12.4%	12.9%	13.5%
利润总额	272.9	641.8	844.0	1,124.3	1,499.2	营业利润率	6.3%	7.2%	8.1%	9.0%	10.2%
减: 所得税	42.4	113.5	143.5	179.9	239.9	净利润率	5.1%	5.3%	6.1%	6.9%	7.9%
净利润	218.9	461.0	617.7	860.3	1,143.4	EBITDA/营业收入	4.8%	5.8%	7.4%	8.2%	9.4%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	4.6%	5.3%	7.2%	8.0%	9.2%
货币资金	3,240.9	3,688.5	7,367.8	5,129.2	10,174.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	11	10	13	10	8
应收账款	943.6	2,741.1	1,504.9	3,567.0	2,462.1	流动营业资本周转天数	-124	-67	-117	-100	-94
应收票据	-	650.6	126.1	283.3	355.5	流动资产周转天数	415	321	389	361	369
预付账款	990.5	2,058.5	2,282.1	2,714.9	2,906.5	应收账款周转天数	70	76	75	74	75
存货	388.0	842.8	644.9	1,209.8	872.5	存货周转天数	31	25	26	27	26
其他流动资产	14.2	75.7	32.2	40.7	49.5	总资产周转天数	485	386	461	419	418
可供出售金融资产	38.4	38.4	38.4	38.4	38.4	投资资本周转天数	-63	-11	-52	-47	-50
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	11.9	86.7	86.7	86.7	86.7	ROE	11.3%	14.5%	16.4%	18.8%	20.1%
投资性房地产	10.7	29.2	29.2	29.2	29.2	ROA	3.5%	4.3%	5.0%	6.3%	6.7%
固定资产	123.8	382.4	362.0	341.7	321.3	ROIC	-21.7%	-50.9%	268.3%	-26.2%	-1545.6%
在建工程	-	63.3	63.3	63.3	63.3	费用率					
无形资产	815.7	1,319.5	1,316.2	1,312.9	1,309.6	销售费用率	1.3%	3.5%	3.1%	2.8%	2.4%
其他非流动资产	39.9	171.5	85.3	94.7	113.0	管理费用率	1.4%	2.1%	2.0%	1.8%	1.7%
资产总额	6,617.6	12,148.2	13,939.1	14,911.7	18,782.2	财务费用率	-1.8%	-1.9%	-1.0%	-0.9%	-1.0%
短期债务	287.9	214.9	-	-	-	三费/营业收入	1.0%	3.7%	4.1%	3.7%	3.1%
应付账款	3,282.5	5,091.0	6,944.0	6,809.9	8,693.5	偿债能力					
应付票据	-	484.7	93.4	207.9	258.9	资产负债率	67.3%	69.9%	69.0%	65.0%	65.8%
其他流动负债	739.8	2,388.0	2,557.3	2,653.8	3,378.6	负债权益比	205.8%	231.8%	222.3%	185.8%	192.2%
长期借款	129.9	277.5	-	-	-	流动比率	1.29	1.23	1.25	1.34	1.36
其他非流动负债	13.5	31.2	20.1	21.6	24.3	速动比率	1.20	1.13	1.18	1.21	1.29
负债总额	4,453.5	8,487.3	9,614.8	9,693.3	12,355.3	利息保障倍数	-2.56	-2.79	-7.44	-8.67	-9.52
少数股东权益	219.9	472.3	551.0	633.6	746.9	分红指标					
股本	274.4	513.0	513.0	513.0	513.0	DPS(元)	0.04	-	0.08	0.10	0.09
留存收益	1,668.8	2,685.9	3,260.3	4,071.8	5,166.9	分红比率	10.0%	0.0%	7.0%	5.7%	4.2%
股东权益	2,164.0	3,660.9	4,324.3	5,218.4	6,426.8	股息收益率	0.2%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	230.4	528.3	617.7	860.3	1,143.4	EPS(元)	0.43	0.90	1.20	1.68	2.23
加: 折旧和摊销	8.2	47.5	23.7	23.7	23.7	BVPS(元)	3.79	6.22	7.36	8.94	11.07
资产减值准备	15.6	87.5	-	-	-	PE(X)	55.8	26.5	19.8	14.2	10.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.3	3.8	3.2	2.7	2.1
财务费用	-42.2	-54.6	-98.0	-115.2	-141.1	P/FCF	44.5	-27.9	3.4	-5.4	2.4
投资收益	-1.8	-13.3	-15.0	-10.0	-20.0	P/S	2.8	1.4	1.2	1.0	0.8
少数股东损益	11.6	67.3	82.8	84.1	115.9	EV/EBITDA	27.9	21.6	7.0	7.4	1.9
营运资金的变动	130.2	-517.7	3,484.6	-3,156.4	3,813.3	CAGR(%)	60.0%	33.6%	46.2%	60.0%	33.6%
经营活动产生现金	379.3	144.1	4,095.8	-2,313.6	4,935.2	PEG	0.9	0.8	0.4	0.2	0.3
投资活动产生现金	-187.5	-463.0	15.0	10.0	20.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金	518.9	368.5	-431.6	65.0	90.2	REP					

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。