

斩获新市场新项目，持续拓展“一带一路”市场国际工程承包业务

■**事项：**公司近日公告签署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，约合人民币 30.28 亿元人民币，合同工期为 28 个月。

■**斩获新市场新项目，持续拓展“一带一路”市场国际工程承包业务：**公司此次中标的伊拉克库尔德贾贝尔巴赞水泥厂 EPCC 项目范围包括水泥厂生产线的设计、采购、土建工作、安装及试运行工作，以及配套的行政办公楼、宿舍、餐厅、原材料采集机械、道路、绿化等，合同总价约 30.28 亿元。项目预付款为 15%，过程付款按照 10%（施工图完成）、70%（采购、施工完成）、5%（尾款）支付。合同生效条件为：1) 双方签署合同；2) 中国金融机构接受还款信用担保；3) 业主与中国金融机构签订贷款融资协议；4) 公司收到预付款。此水泥厂项目为公司近期在伊拉克市场中标的第一个项目，也是公司近期中标的为数不多的工业 EPCC 总承包项目，对于公司开拓海外新市场、新工程业务类型具有积极意义。

■**2016 及 2017Q1 业绩实现较快增长，盈利能力显著提升：**根据公司 2016 年报及 2017 年一季报，2016 年公司实现营收 87.62 亿元（同比+8.10%），实现归母净利润 4.61 亿元（同比+53.54%）；2017 年 Q1 实现营收 23.03 亿元（同比+19.79%），实现归母净利润 0.70 亿元（同比+43.38%），业绩均实现了较快增长。尽管重组完成后公司主业变更为国际工程承包、国内建筑工程、货物贸易、货运代理、金属包装容器销售等，国际工程承包仍是公司业绩增长的主要动力。2016 年公司综合毛利率达到 11.87%，同比提升了 2.73 个 pct（调整口径后）；销售净利率达到 6.03%，同比提升了 1.65 个 pct（调整口径后）；加权净资产收益率为 16.79%，同比提升了 2.12 个 pct，盈利能力得到显著提升。

■**在手“一带一路”项目订单充裕，仍剩余较大比例尚未执行：**根据公司 2017 年一季报，正在执行的重大项目包括巴基斯坦拉合尔轨道交通橙线项目、缅甸蒙育瓦莱比塘铜矿项目采购施工总承包项目合同、埃塞俄比亚亚吉铁路车辆采购项目代理合同、老挝 Xebangfai 河流域灌溉和防洪管理项目合同等，总金额达到 31.58 亿美元（约合 208.43 亿元人民币，按美元兑人民币汇率 1:6.6 计算），截止 2017Q1 累计确认收入 53.50 亿元人民币，占合同总金额的 25.67%，仍剩余较大比例尚未执行。公司海外项目主要分布在巴基斯坦、缅甸、老挝、埃塞俄比亚、

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**38.10 元**
股价 (2017-06-08) **23.83 元**

交易数据

总市值 (百万元)	12,414.69
流通市值 (百万元)	9,692.36
总股本 (百万股)	513.00
流通股本 (百万股)	400.51
12 个月价格区间	22.00/38.00 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.46	-11.03	27.83
绝对收益	-5.65	-19.95	23.97

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

王鑫

报告联系人

wangxin4@essence.com.cn

相关报告

- 北方国际：业绩快速增长，盈利能力全面提升，民品国际化大平台潜力可期/苏多永 2017-05-14
- 北方国际：拟变更募集资金助力埃塞项目融资，在“一带一路”市场持续发力/苏多永 2017-03-31
- 北方国际：再签伊朗轨交车辆供货项目，看好公司在伊项目履约实现突破/张龙 2017-03-21
- 北方国际：内生外延共助业绩快速增长，一带一路战略下充分受益/张龙 2017-03-16

伊朗等“一带一路”沿线重点国家，我们根据公司公告统计已签约项目（包括在执行及未执行）合计金额超过 500 亿元，相当于公司 2016 年营业收入 87.62 亿元的 5.7 倍，为公司可持续发展奠定良好基础。

■北方公司旗下唯一上市平台，整合集团民品业务资源，未来存有较大提升空间：公司控股股东中国北方工业公司（“北方公司”）在防务产品、石油、矿产、国际经济技术合作、民品专业化经营等五大领域实力强劲。公司与北方公司之间是典型的“大集团、小公司”结构，公司作为北方公司旗下唯一的上市平台及民品国际化经营的整合者，未来存有较大提升空间。2016 年 9 月 6 日兵器工业集团与兵器装备集团、中国国新公司在京签署了《中国北方工业公司改制组建之出资协议》，促进北方公司实现股权多元化、国际化业务等的发展，推动国有资本更好向主业聚焦，做强做优北方公司。我们认为随着北方公司定位及股权结构的进一步明晰，公司作为北方公司民品“走出去”的平台将获得更大的发展机遇和集团支持。

■投资建议：我们看好公司作为北方工业旗下民品国际化经营平台，海外业务有望直接受益于“一带一路”战略实现高速增长，预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 36.9%、34.2%、34.1%，净利润增速分别为 41.7%、33.1%、32.6%，对应 EPS 分别为 1.27、1.70、2.25 元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 38.1 元，相当于 2017 年 30 倍的动态市盈率。

■风险提示：宏观经济大幅波动风险，业绩承诺无法实现风险，一带一路战略推进不达预期风险，海外工程项目承揽实施风险，集团战略变化风险，回款风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,285.6	8,761.9	11,995.1	16,097.4	21,586.6
净利润	218.9	461.0	653.3	869.7	1,153.6
每股收益(元)	0.43	0.90	1.27	1.70	2.25
每股净资产(元)	3.79	6.22	7.38	8.91	10.93

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	64.9	30.8	21.7	16.3	12.3
市净率(倍)	7.3	4.5	3.8	3.1	2.5
净利润率	5.1%	5.3%	5.4%	5.4%	5.3%
净资产收益率	11.3%	14.5%	17.3%	19.0%	20.6%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.5%	0.6%	0.8%
ROIC	-21.7%	-50.9%	292.7%	-74.7%	-104.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,285.6	8,761.9	11,995.1	16,097.4	21,586.6	成长性					
减:营业成本	3,954.0	7,721.9	10,561.7	14,181.8	19,017.8	营业收入增长率	41.7%	104.5%	36.9%	34.2%	34.1%
营业税费	4.0	9.8	12.4	16.6	22.9	营业利润增长率	4.2%	130.9%	40.1%	31.5%	34.8%
销售费用	56.9	311.0	395.8	531.2	712.4	净利润增长率	18.6%	110.7%	41.7%	33.1%	32.6%
管理费用	61.0	182.6	227.9	305.9	410.1	EBITDA 增长率	-16.1%	148.6%	62.7%	30.4%	33.9%
财务费用	-76.3	-165.9	-79.4	-106.1	-145.4	EBIT 增长率	-16.8%	136.2%	73.2%	31.3%	34.6%
资产减值损失	15.6	87.5	10.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	-18.2%	130.2%	73.5%	31.3%	34.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.7%	-130.2%	-614.7%	-4.0%	204.9%
投资和汇兑收益	1.8	13.3	13.3	9.5	12.1	净资产增长率	83.2%	69.2%	18.4%	20.1%	22.6%
营业利润	272.1	628.2	880.0	1,157.5	1,560.8	利润率					
加:营业外净收支	0.8	13.6	4.8	6.4	8.2	毛利率	7.7%	11.9%	12.0%	11.9%	11.9%
利润总额	272.9	641.8	884.7	1,163.8	1,569.0	营业利润率	6.3%	7.2%	7.3%	7.2%	7.2%
减:所得税	42.4	113.5	154.8	203.7	274.6	净利润率	5.1%	5.3%	5.4%	5.4%	5.3%
净利润	218.9	461.0	653.3	869.7	1,153.6	EBITDA/营业收入	4.8%	5.8%	6.9%	6.7%	6.7%
						EBIT/营业收入	4.6%	5.3%	6.7%	6.5%	6.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	11	10	11	8	6
						流动资产周转天数	-124	-67	-69	-66	-67
						流动营业资本周转天数	415	321	334	312	315
						应收账款周转天数	70	76	79	75	76
						存货周转天数	31	25	29	28	28
						总资产周转天数	485	386	395	356	348
						投资资本周转天数	-63	-11	-14	-25	-38
						投资回报率					
						ROE	11.3%	14.5%	17.3%	19.0%	20.6%
						ROA	3.5%	4.3%	5.1%	5.4%	5.4%
						ROIC	-21.7%	-50.9%	292.7%	-74.7%	-104.7%
						费用率					
						销售费用率	1.3%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%
						管理费用率	1.4%	2.1%	1.9%	1.9%	1.9%
						财务费用率	-1.8%	-1.9%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
						三费/营业收入	1.0%	3.7%	4.5%	4.5%	4.5%
						偿债能力					
						资产负债率	67.3%	69.9%	69.5%	70.5%	73.5%
						负债权益比	205.8%	231.8%	227.4%	238.6%	277.2%
						流动比率	1.29	1.23	1.24	1.26	1.25
						速动比率	1.20	1.13	1.13	1.15	1.14
						利息保障倍数	-2.56	-2.79	-10.09	-9.91	-9.73
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	-	0.13	0.17	0.22
						分红比率	10.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
						股息收益率	0.2%	0.0%	0.5%	0.6%	0.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	230.4	528.3	653.3	869.7	1,153.6	EPS(元)	0.43	0.90	1.27	1.70	2.25
加:折旧和摊销	8.2	47.5	23.7	23.7	23.7	BVPS(元)	3.79	6.22	7.38	8.91	10.93
资产减值准备	15.6	87.5	-	-	-	PE(X)	64.9	30.8	21.7	16.3	12.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.3	4.5	3.8	3.1	2.5
财务费用	-42.2	-54.6	-79.4	-106.1	-145.4	P/FCF	51.8	-32.4	9.2	17.2	4.1
投资损失	-1.8	-13.3	-13.3	-9.5	-12.1	P/S	3.3	1.6	1.2	0.9	0.7
少数股东损益	11.6	67.3	76.6	90.5	140.9	EV/EBITDA	27.9	21.6	11.2	7.9	3.6
营运资金的变动	130.2	-517.7	1,449.9	-79.0	2,244.5	CAGR(%)	60.9%	34.8%	48.2%	60.9%	34.8%
经营活动产生现金流量	379.3	144.1	2,110.8	789.3	3,405.2	PEG	1.1	0.9	0.5	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-187.5	-463.0	13.3	9.5	12.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	518.9	368.5	-468.1	19.1	30.1	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034