

国际工程承包商，打新可以参与 ——北方转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**10月21日晚，北方国际合作股份有限公司发布公告，将于2019年10月24日发行5.7821亿元的可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为89.94元，YTM为2.50%。**北方转债期限为6年，债项评级为AA+，票面面值为100元，票面利率第一年0.50%、第二年0.80%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年1.80%、第六年2.00%，到期赎回价格为110元（含最后一期利息），按照中债6年期AA+企业债到期收益率（2019/10/21）4.3645%作为贴现率估算，债底价值为89.94元，纯债对应的YTM为2.50%，债底保护性较好。
- **平价为95.48元，下修条款稍显严格。**转股期自发行结束之日2019年10月30日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。初始转股价为8.84元/股，北方国际（000065.SZ）10月21日的收盘价为8.44元，当前转债平价为95.48元。北方转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款稍显严格。
- **预计北方转债上市首日价格在105~107元之间。**按北方国际10月21日的收盘价测算，北方转债平价为95.48元。可参照的平价可比标的为哈尔转债，其转股价值为95.34元，当前转股溢价率为11.91%，可参照的规模可比标的是博彦转债，当前转股溢价率为10.29%。考虑到北方转债AA+的评级具有一定吸引力，债底保护性较好，公司综合实力雄厚，预计上市首日的转股溢价率为10%~12%之间，对应的上市价格在105~107元区间。
- **假设配售比例为30%。**北方工业是公司的控股股东及实际控制人，直接持有北方国际43.17%的股份，并通过北方科技间接持有北方国际13.12%的股份，合计持有北方国际56.29%的股份。截止目前，暂无股东承诺参与优先配售，假设配售比例为30%。
- **预计中签率为0.05%~0.08%。**北方转债总申购金额为5.7821亿元，若配售比例为30%，则可供网上投资者申购的金额为4.05亿元，若网上申购户数为50~80万，平均单户申购金额为100万元，则中签率在0.05%~0.08%之间。
- **综合来看，北方转债债底保护性较好，目前平价水平适中，条款设置中规中矩，正股北方国际作为北方工业旗下唯一A股上市公司平台和对外工程承包窗口，在一带一路背景下有望得到集团资源支持，未来发展前景向好。因此转债具备一定配置价值，一级打新可以参与。**
- **风险提示：**股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

马航 联系人
mahang@gjzq.com.cn

10月21日晚，北方国际合作股份有限公司（以下简称“北方国际”）发布公告，将于2019年10月24日发行5.78亿元的可转债，此次募集资金将用于收购克罗地亚能源项目股份公司76%股份、增资克罗地亚能源项目股份公司用于建设“塞尼156MW风电项目”。以下我们对北方转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

1、北方转债基本要素分析

债底为89.94元，YTM为2.50%。北方转债期限为6年，债项评级为AA+，票面面值为100元，票面利率第一年0.50%、第二年0.80%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年1.80%、第六年2.00%，到期赎回价格为110元（含最后一期利息），按照中债6年期AA+企业债到期收益率（2019/10/21）4.3645%作为贴现率估算，债底价值为89.94元，纯债对应的YTM为2.50%，债底保护性较好。

平价为95.48元，下修条款稍显严格。转股期自发行结束之日起2019年10月30日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。初始转股价为8.84元/股，北方国际（000065.SZ）10月21日的收盘价为8.44元，当前转债平价为95.48元。北方转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款稍显严格。

图表 1：北方转债基本信息梳理

	具体内容
转债信息	转债名称/代码
	北方转债/127014
	发行规模
	5.7821 亿元
	发行方式
	原股东优先配售和网上向社会公众投资者发行
	票面利率
	第一年 0.50%、第二年 0.80%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%
	到期赎回价格
	债券面值的 110%（含最后一期利息）
重要条款	存续期
	自发行之日起 6 年
	转股期
	自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止
	主体/债项评级/担保
	AA+/AA+/无
	初始转股价格
	8.84 元/股
	募集资金用途
	用于收购克罗地亚能源项目股份公司 76%股份、增资克罗地亚能源项目股份公司用于建设“塞尼 156MW 风电项目”。
重要条款	主承销商
	中信建投证券股份有限公司
	下修条款
	在本可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。
重要条款	有条件赎回条款
	在转股期内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。
重要条款	有条件回售条款
	公司股票在最后两个计息年度任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为 8.50%。若按北方国际（000065.SZ）初始转股价 8.84 元/股进行转股，转债发行对总股本和流通盘的稀释度分别为 8.50%和 10.40%，摊薄压力一般。

图表 2：北方转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-10-22	T-2	刊登募集说明书摘要、《发行公告》《网上路演公告》
2019-10-23	T-1	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
2019-10-24	T	1、刊登《可转债发行提示性公告》 2、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 3、网上申购（无需缴付申购资金） 4、确定网上中签率
2019-10-25	T+1	1、刊登《网上发行中签率及优先配售结果公告》 2、进行网上申购摇号抽签
2019-10-28	T+2	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
2019-10-29	T+3	保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
2019-10-30	T+4	刊登《发行结果公告》

来源：Wind，国金证券研究所

2、投资申购建议

预计北方转债上市首日价格在 105~107 元之间。按北方国际 10 月 21 日的收盘价测算，北方转债平价为 95.48 元。可参照的平价可比标的为哈尔转债，其转股价值为 95.34 元，当前转股溢价率为 11.91%，可参照的规模可比标的是博彦转债，当前转股溢价率为 10.29%。考虑到北方转债 AA+ 的评级具有一定吸引力，债底保护性较好，公司综合实力雄厚，预计上市首日的转股溢价率为 10%~12% 之间，对应的上市价格在 105~107 元区间。

假设配售比例为 30%。北方工业是公司的控股股东及实际控制人，直接持有北方国际 43.17% 的股份，并通过北方科技间接持有北方国际 13.12% 的股份，合计持有北方国际 56.29% 的股份。截止目前，暂无股东承诺参与优先配售，假设配售比例为 30%。

预计中签率为 0.05%~0.08%。北方转债总申购金额为 5.7821 亿元，若配售比例为 30%，则可供网上投资者申购的金额为 4.05 亿元，若网上申购户数为 50~80 万，平均单户申购金额为 100 万元，则中签率在 0.05%~0.08% 之间。

综合来看，北方转债债底保护性较好，目前平价水平适中，条款设置中规中矩，正股北方国际作为北方工业旗下唯一 A 股上市公司平台和对外工程承包窗口，在一带一路背景下有望得到集团资源支持，未来发展前景向好。因此转债具备一定配置价值，一级打新可以参与。

3、正股基本面分析

北方国际的主营业务为国际工程承包、国内建筑工程、重型装备出口贸易、物流服务、物流自动化设备系统集成服务、太阳能产品贸易及新能源项目开发、金属包装容器的生产和销售。

公司的核心业务为**国际工程承包**。经过在国际工程市场上多年的稳步经营与发展，公司已经成为具有项目融资、设计、采购、施工、投资运营等全方位系统集成能力的综合性国际工程企业。北方国际作为践行国家“一带一路”倡议的主力军，多年来先后在亚洲、非洲、中东等地区建设并投资了一批具有重要政治、经济意义和国际影响的重大工程。

公司积极发挥“NORINCO”整体品牌优势，加快海外市场渠道网络建设，目前公司海外渠道已遍布全球数十个国家和地区，形成了较强的市场机会捕捉能力。公司拥有一批熟悉国际商务和海外项目管理的综合型人才，积累了丰富的国际化经营管理经验和业绩。

图表 3：北方国际 2019 年 H1 主要控股参股公司经营情况

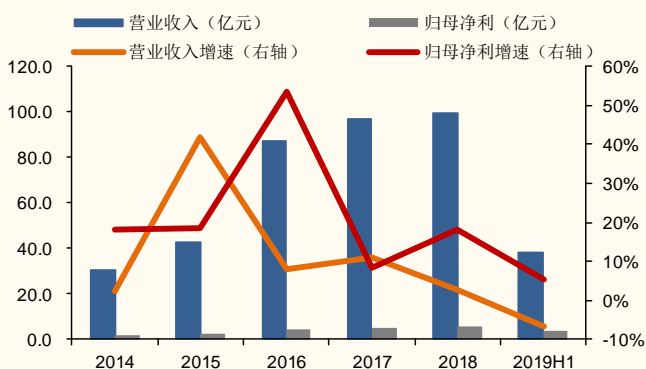
公司名称	主要经营范围	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
北方国际新能源股份有限公司	清洁能源等项目的投资,开发,建设和运营		
誉星发展有限公司	投资		
辉邦集团有限公司	投资及工程承包	48,480.83	6,370.76
北方工程刚果(金)股份有限公司	工程承包		
北方国际(缅甸)有限公司	工程承包		
中国北方车辆有限公司	重型装备出口		
深圳华特容器股份有限公司	金属制品		
北方国际萨塔电力有限公司	电力相关项目的投资,建设,运营,管理		
南湃电力有限公司	南湃电站项目开发		
EverStarIndustries(Pty)Ltd	生产销售		
Energija Projektd.d.	风力发电		
上海北方万邦物流有限公司	货代		

来源：Wind，国金证券研究所

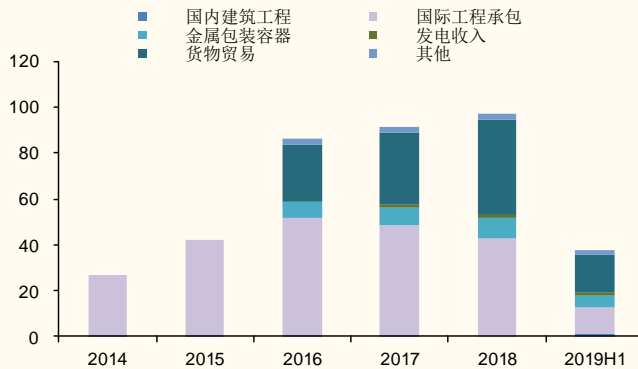
国际工程承包业务收入下滑。北方国际 2016、2017、2018、2019H1 营业收入分别为 87.62、97.30、99.81、38.18 亿元，同比增速分别为 8.10%、11.05%、2.58%、-6.8%。分业务来看，公司营收主要来源于国际工程承包业务和货物贸易。国际工程承包业务 2019 上半年实现营收 11.88 亿，同比下降 30.73%，占总营收比重达 31.22%，成为公司营收增速下滑的主要因素，因受不同类型工程项目进度影响收入略有下降。货物贸易 2019 上半年营业收入为 16.94 亿元，同比增长 12.71%，占总营收比重达 41.17%。

分区域来看，公司经营重心仍在海外，大陆地区营收增速上涨。国外地区 2016、2017、2018 和 2019H1 营收分别为 63.42、65.39、81.23、28.35 亿元，营收占比为 72.38%、67.20%、81.39%、74.24%；中国大陆业务 2019H1 实现营收 9.71 亿元，同比增长 36.32%，占总营收比重为 25.42%。

归母净利润增速有所下降。北方国际 2016、2017、2018、2019H1 分别实现归母净利润 4.61、4.99、5.89、3.61 亿元，同比增速分别为 53.54%、8.29%、18.01%、5.44%，在经历了 2016 年的利润爆发期后，2017-2018 年净利增速减慢，2019 上半年归母净利率同比增速为近五年的最低。

图表 4：北方国际营收及归母净利情况


来源：Wind，国金证券研究所

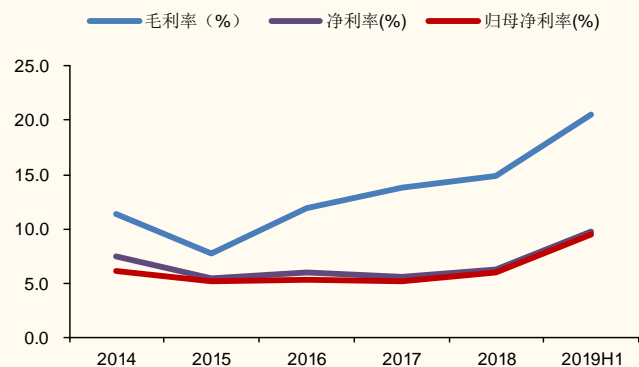
图表 5：北方国际各业务营收情况 (单位：亿元)


来源：Wind，国金证券研究所

盈利能力持续改善。2016、2017、2018、2019H1 公司净利率分别为 6.03%、5.58%、6.19%、9.79%，呈逐年上升趋势。2016、2017、2018、2019H1 年公司毛利率分别为 11.87%、13.79%、14.81%、20.58%，2019 上半年毛利率同比上升 1.81pct，其中营收占比较大的国外业务毛利率同比上升 15.56%。

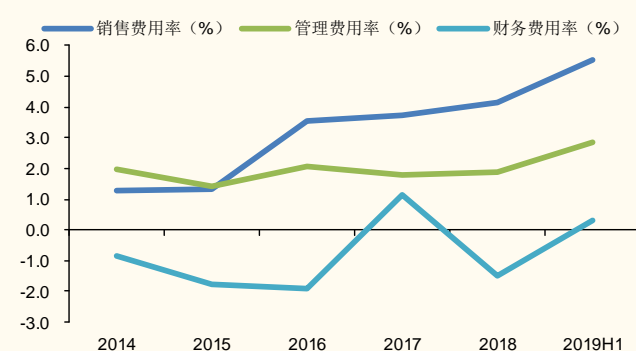
从三费率来看，公司成本控制能力有所减弱。2016、2017、2018、2019H1 年公司销售费率为 3.55%、3.71%、4.16%、5.52%，管理费率为 2.08%、1.80%、1.89%、2.83%，财务费率为-1.89%、1.14%、-1.48%、0.31%。2019 上半年财务费用率上涨系汇率波动所致。

图表 6：北方国际归母净利率和毛利率状况



来源：Wind，国金证券研究所

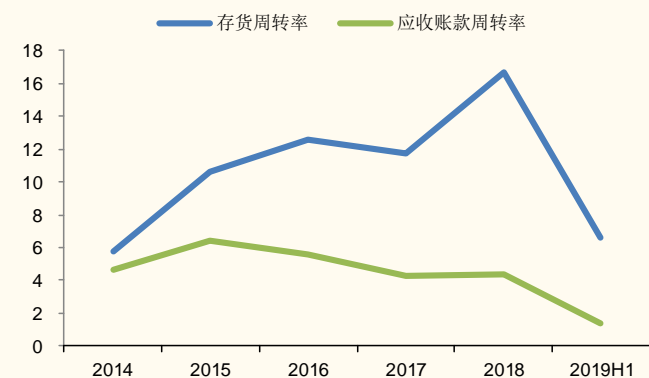
图表 7：北方国际期间费用率状况



来源：Wind，国金证券研究所

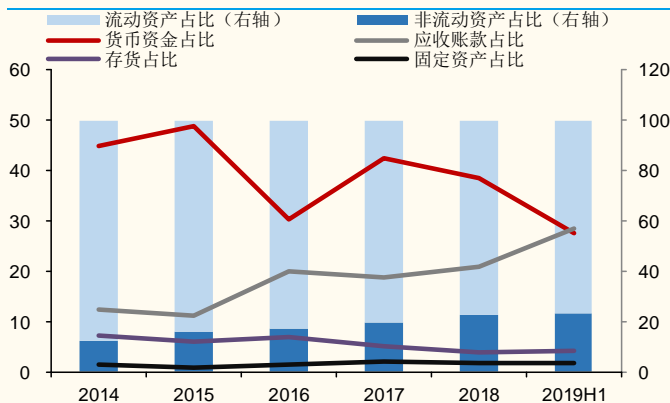
公司营运能力略有弱化，资产流动性下降。公司 2016、2017、2018、2019H1 年存货周转率分别为 12.55、11.70、16.65、6.61，应收账款周转率分别为 5.56、4.26、4.41、1.34，营运能力有所下滑。从资产构成来看，流动资产占比有下降趋势，非流动资产占比缓慢上升。但就流动资产构成来看，流动性较强的货币资金占总资产比例在近年持续下滑，2019 上半年降低 10.97pct，而流动性偏差的存货、应收账款占比分别提升 0.42pct、7.84pct。整体而言公司资产的流动性在下降。

图表 8：北方国际各类资产周转率



来源：Wind，国金证券研究所

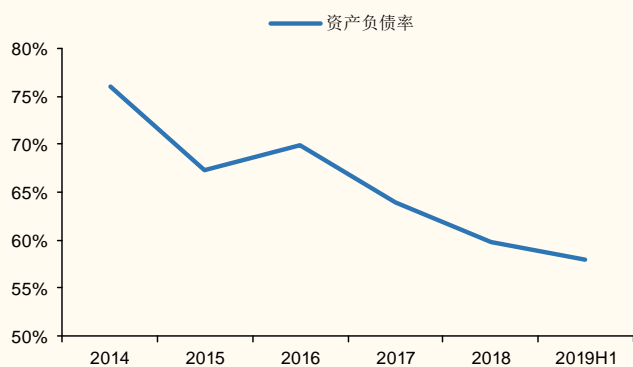
图表 9：北方国际各类资产占总资产比例 (单位：%)



来源：Wind，国金证券研究所

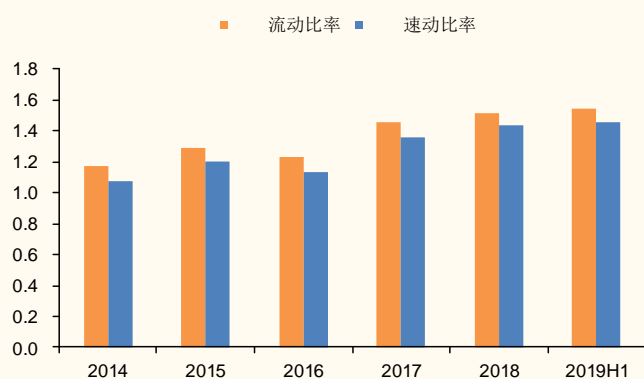
公司资产负债率下降，偿债能力有所上升。公司 2016、2017、2018、2019H1 资产负债率分别为 69.86%、64.02%、59.74%、57.97%，保持逐年下降。从偿债指标来看，2016、2017、2018、2019H1 流动比率分别为 1.23、1.46、1.51、1.54，速动比率为 1.13、1.36、1.44、1.46，偿债能力有所上升。

图表 10：北方国际资产负债率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：北方国际偿债能力指标



来源：Wind，国金证券研究所

4、风险提示

股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH