

北方国际 (000065.SZ)

风禾将起，一体化国际工程平台雏形初现

- 立足国际工程，背靠北方公司。** 公司为北方公司集团内唯一上市公司，营收占母公司的比例较小。公司定位为集团民品国际化的重要平台，未来集团内的其他贸易类优质资产仍有望注入公司，进一步扩大协同效应。公司主营业务可分为民品贸易物流、国内国际工程、运营收入以及其他，当前以投建营一体化及市场一体化运作业务模式为抓手，向国际工程高端价值链迈进。
- 民品贸易物流稳定性高，“一带一路”包揽大额工程订单。** 公司近年来营收中来自工程部分逐渐降低，国内营收占比逐渐增加，主因营收分类方法所致，主营结构并未发生重大调整。整体来看，公司民品贸易物流类收入稳定增长，北方机电、北方新能源及深圳华特表现优异。公司工程类营收由国际业务主导，业务主要涵盖四大领域，大型订单基本来自“一带一路”的签约国家。当前在手订单丰富，静待执行加速。此外，“一带一路”新能源基础设施发展潜力大，沿线国家交通基础设施尚有短板可补，石油矿产设施建设业务有望依托兄弟公司，继续高速增长，工程业绩未来可期。
- 敛锆韬光，转型一体化静待花开。** 公司在几年前就开始着手布局转型一体化，一方面，开展“投建营一体化”业务，通过投资帮助新兴市场业主解决资金问题，同时获得项目经营权，获得毛利可观的项目运营收入。当前公司有三个“投建营一体化”项目：克罗地亚塞尼风电项目、孟加拉 1320MW 超超临界火电站项目和老挝南湃水电站项目。另一方面，公司拓展“市场一体化”业务，在贸易和工程板块不断加强产业链协同。目前拥有蒙古矿山一体化项目和南部非洲跨境物流项目。2022年，克罗地亚项目及蒙古矿山一体化项目已基本结束孵化期，前者若当前电价持续，预计将为公司带来约 8000 万欧元发电收入，贡献超 5000 万欧元发电利润，若此后发电量达到规划规模，预计每年贡献发电收入 1 亿欧元，发电利润超 8000 万欧元；后者预计实现 100 万吨煤炭交易，带来 58.31 亿元煤炭交易收入，贡献 1.17 亿元利润，今后每年快速增长。
- 投资建议：** 公司深耕国际工程多年，以 EPC 向投建营一体化、产业链一体化转型升级扎实推动，转型项目极具战略眼光，两大一体化项目孵化期基本结束，将推动公司营收增长进入快车道。今年人民币贬值，有利于增加汇兑收益。综上，预计公司 22-24 年 EPS 为 0.91、1.16、1.49 元/股，给予公司 PE 为 10.54 倍，对应目标价约为 9.59 元/股，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：** 电价变动风险、汇率风险、通关不及预期、回款风险

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	12851	13050	17025	18171	19849
同比增长	16%	2%	30%	7%	9%
营业利润(百万元)	896	808	1208	1544	1987
同比增长	5%	-10%	50%	28%	29%
归母净利润(百万元)	751	624	911	1162	1492
同比增长	6%	-17%	46%	27%	28%
每股收益(元)	0.75	0.62	0.91	1.16	1.49
PE	9.9	11.9	8.1	6.4	5.0
PB	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

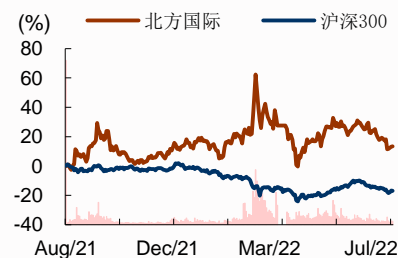
中游制造/建筑钢铁
 目标估值：9.59 元
 当前股价：7.4 元

基础数据

总股本(万股)	100170
已上市流通股(万股)	90528
总市值(亿元)	74
流通市值(亿元)	67
每股净资产(MRQ)	6.3
ROE(TTM)	10.5
资产负债率	64.1%
主要股东	中国北方工业有限公司
主要股东持股比例	43.11%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	7	13
相对表现	-5	16	29



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 岳恒宇 S1090521050002
 yuehengyu@cmschina.com.cn
- 唐笑 S1090521050001
 tangxiao2@cmschina.com.cn
- 贾宏坤 研究助理
 jjiahongkun@cmschina.com.cn

正文目录

一、立足国际工程，背靠北方公司	5
1、北方工业旗下民品国际化经营平台	5
2、股权结构稳定，未来仍有资产注入预期	5
二、民品贸易物流稳定性高，“一带一路”包揽大额工程订单	6
1、营收分类方法导致主营构成比例生变，经营情况正常	8
2、民品贸易物流经营稳定，业绩成长性较好	9
3、深耕国际工程，静候订单执行提速	10
(1) 国际工程主导，“一带一路”包揽大额订单	10
(2) 聚焦基建需求，发展前景广阔	11
(3) 新签订单逐渐恢复，静候伊朗局势缓和	11
三、敛锷韬光，转型一体化静待花开	12
1、“一带一路”新签订单同比下滑，国际承包商亟待转型脱困	12
(1) 对外承包工程贷款减少，东道国融资环境艰难	12
(2) “投建营一体化”Vs. EPC 模式	13
2、把握风口提前布局，转型“投建营一体化”风控能力强	13
(1) 大型项目奠定转型基础，相关领域经验丰富	14
(2) 国企背景，资本运作、投融资能力强	14
(3) 市场开发资源强	15
3、项目孵化即将结束，业绩增长驶入快车道	15
(1) 克罗地亚风电项目：提供可观发电收入，欧洲市场开拓先手优势	16
(2) 蒙古一体化项目：今年通关或较乐观，拉动公司营收增长	17
四、一体化项目推动全年业绩增长，配股改善资产结构	18
1、营收稳健增长，运营业务有望拉高整体毛利率	18
2、期间费用率受汇兑影响大，全年利润增长值得期待	19
3、全年现金流有望改善，配股改善资产负债率	20
五、盈利预测与公司估值	21
1、盈利预测	21
2、公司估值	23
六、投资建议	24
七、风险提示	24

图表目录

图 1 公司发展历程	5
图 2 公司主营业务重新分类	5
图 3 公司主营业务收入（亿元，左轴）、同比增长	5
图 4 公司股权架构（截至 3 月 31 日）	6
图 5 公司资产及营收占北方公司比例	6
图 6 北方公司主营业务结构	6
图 7 公司主营业务架构图	7
图 8 公司主营占比	8
图 9 公司主营占比-重新分类后	8
图 10 公司按地区划分营收情况	9
图 11 公司按地区划分营收情况 - 重新分类后	9
图 12 公司工程类营收（亿元，左轴）、增速（右轴）	10
图 13 公司合同金额按地区分类	10
图 14 累计新签合同金额（亿美元，左轴）、增速（右轴）	12
图 15 在手订单情况（亿美元，左轴）、增速（右轴）	12
图 16 中国进出口银行对外承包工程贷款（亿元，左轴）、增速（右轴）	13
图 17 “一带一路”沿线国家对外承包工程新签合同额（亿美元，左轴）、同比增长（右轴）	13
图 18 拉合尔橙线项目	15
图 19 亚吉铁路	15
图 20 克罗地亚电价（月平均，MWH/欧元）	16
图 21 欧洲天然气价格（左轴，美元/百万英热单位）、欧盟 27 国 HICP 电力指数（右轴）	16
图 22 甘其毛都焦煤精煤库提价（左轴，元/吨）、增速（右轴）	17
图 23 蒙古甘其毛都焦煤价格及国内焦炭价格情况（元/吨）	18
图 24 煤炭净进口量及澳大利亚煤炭进口量情况（万吨）	18
图 25 公司营业收入（亿元，左轴）、同比增长（右轴）	18
图 26 公司毛利（亿元，左轴）、毛利率（右轴）	18
图 27 公司分业务毛利率	19
图 28 公司细分业务毛利率	19
图 29 公司各项费用率	19

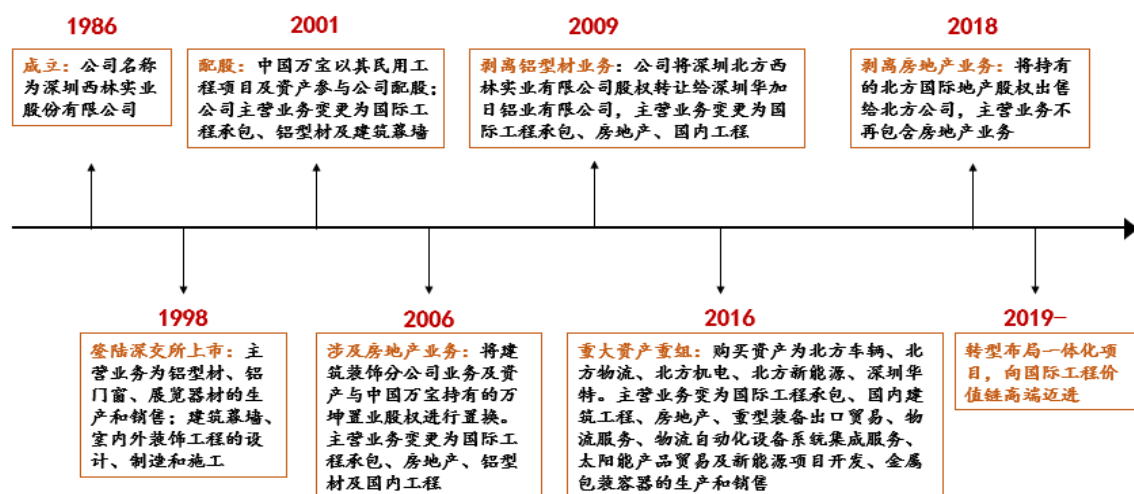
图 30 公司财务费用—汇兑损益	19
图 31 公司投资收益占营收比	20
图 32 公司归母净利润（亿元，左轴）、同比增速	20
图 33 公司收、付现比	21
图 34 公司现金流情况	21
图 35 公司及可比公司资产负债率	21
图 36 公司及可比公司带息负债率	21
表 1: 子公司及重要合营/联营企业情况	7
表 2: 公司民品贸易物流公司情况	9
表 3: 民品贸易物流公司未来发展前景	9
表 3: 覆盖领域	11
表 4: “投建营一体化”对比 EPC 模式	13
表 5: 适合“投建营一体化”模式的各领域工程的特点	14
表 6: 公司直接融资情况	14
表 7: 五大一体化项目情况	15
表 8: 敏感性分析—投资收益（万欧元）、内部收益率	17
表 9: 公司上半年外币货币性项目情况预测	19
表 10: 分业务营业收入预测	22
表 11: 费用率预测表	22
表 12: 投资收益预测表	23
表 13: 利润表预测	23
表 14: 估值对比表	23
附: 财务预测表	25

一、立足国际工程，背靠北方公司

1、北方工业旗下民品国际化经营平台

北方国际合作股份有限公司（原名“深圳西林实业股份有限公司”，以下简称“公司”），为中国北方工业公司（以下简称“北方公司”）集团内唯一上市公司。公司成立于1986年，于1998年改制登陆深交所上市，成为北方公司系统内的二级子公司，当时不涉及国际工程。2001年北方公司旗下的中国万宝以其民用工程及资产参与公司配股，公司主营开始涉及国际工程，且名称变更为北方国际合作股份有限公司。2016年公司由北方公司直接控股，升级成为集团旗下一级子公司。北方工业将下属部分民品贸易类公司与公司合并，计划将公司打造成民品国际化经营平台。2018年公司剥离房地产业务。当前，公司以投建营一体化及市场一体化运作业务模式为抓手，向国际工程高端价值链迈进。

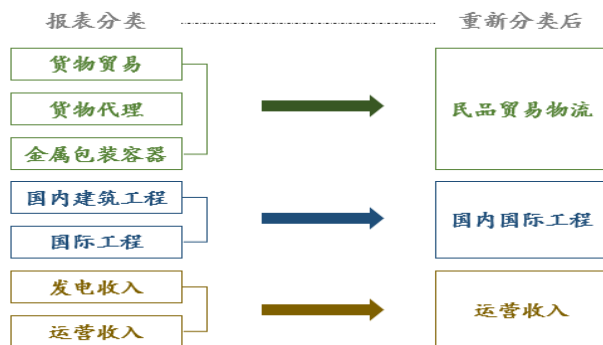
图1 公司发展历程



资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

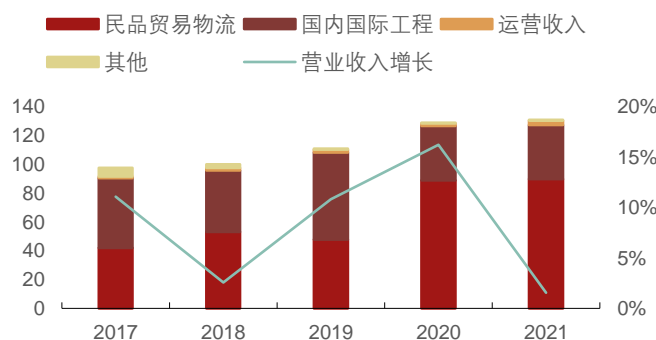
按照公司报表，将公司营收按业务类型划分，公司当前的主营业务可分为贸易类-民品贸易物流、工程类-国内国际工程、运营类-运营收入以及其他。其中，民品贸易物流包括货物贸易、货物代理、金属包装容器。2020年公司民品贸易物流类营收大幅增长，主因开展蒙古矿山一体化项目，涉足大宗商品贸易。2021年民品贸易物流实现营收89.62亿元，基本与上年持平。国内国际工程包括国内建筑工程及国际工程承包，2021年国内国际工程实现37.51亿元，基本与上年持平。运营收入包括发电收入及运营维护收入，2021年总体实现3.02亿元，同增67.8%。

图2 公司主营业务重新分类



资料来源：iFinD、招商证券

图3 公司主营业务收入（亿元，左轴）、同比增长



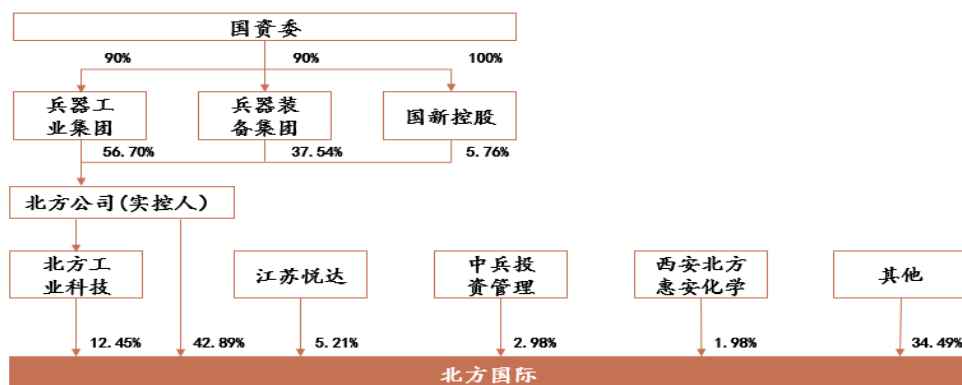
资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

2、股权结构稳定，未来仍有资产注入预期

北方公司为公司实际控制人，持股55.34%（直接持股42.89%，通过子公司北方工业科技持股12.45%）。北方公司

成立于 1981 年，是兵器行业国际化经营主力军，由兵器工业集团控股，持股 56.70%；第二大股东为兵器装备集团，持股 37.54%；国新控股持股 5.76%。

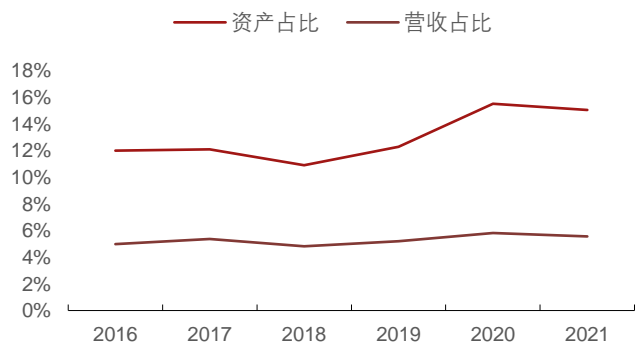
图 4 公司股权架构（截至 3 月 31 日）



资料来源：iFinD、招商证券

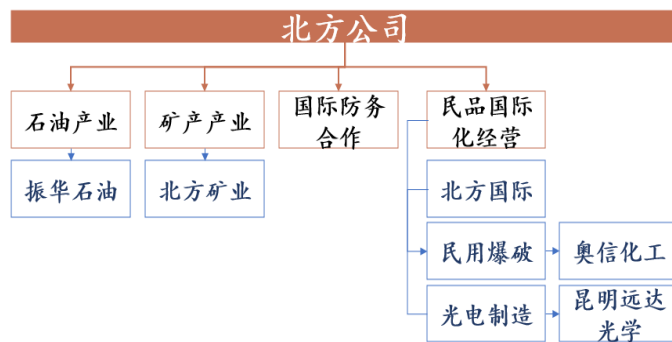
大集团小企业，未来仍有资产注入预期。截至 2021 年，公司营收仅占母公司的 5.56%，总资产占 15.05%。北方公司主要从事石油、矿产、国际防务合作及民品国际化经营等业务。公司定位为集团民品国际化的重要平台，2016 年获得集团民品贸易类资产注入（北方车辆 100%股权、北方物流 51%股权、北方机电 51%股权、北方新能源 51%股权、深圳华特 99%股份）。虽然近五年来公司营收和总资产占母公司的比重整体逐渐增长，但整体仍较小。另外，北方公司尚有民用爆破、光电产品等民品业务，有望继续作为优质资产注入公司，进一步整合资源，扩大协同效应。

图 5 公司资产及营收占北方公司比例



资料来源：iFinD、招商证券

图 6 北方公司主营业务结构

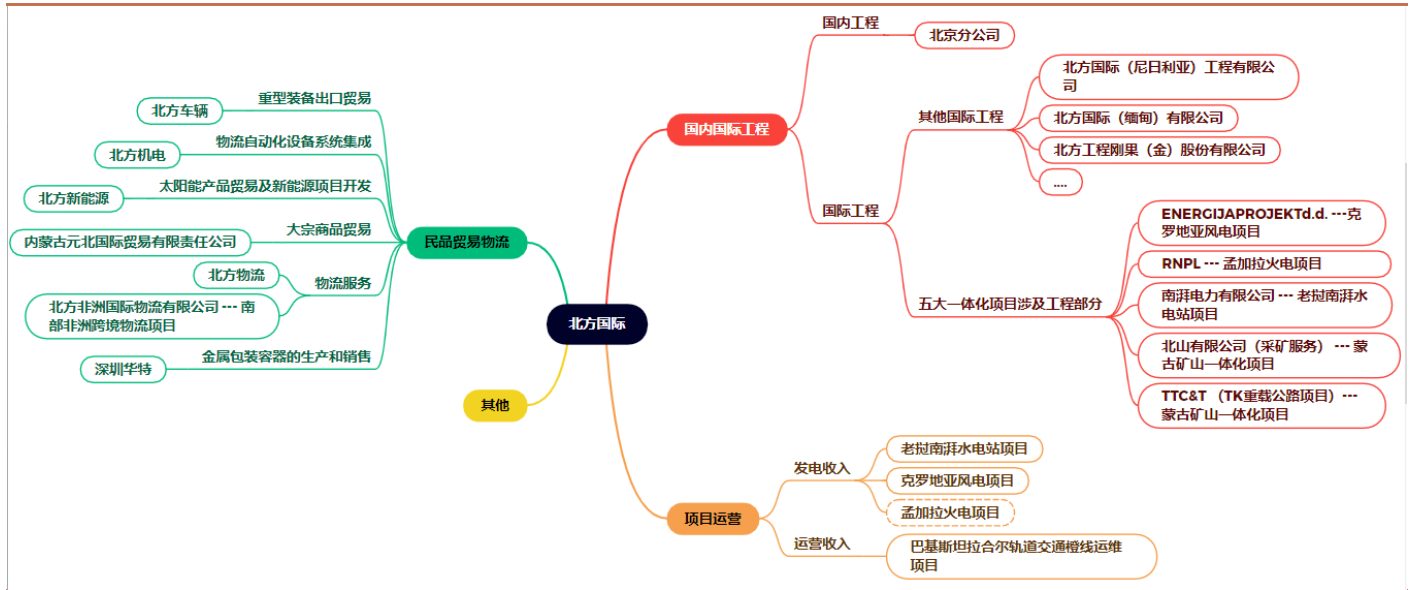


资料来源：iFinD、北方公司官网、招商证券
注：并未完全展示所有承接公司不同主营的子公司

二、民品贸易物流稳定性高，“一带一路”包揽大额工程订单

公司民品贸易物流可细分为六大板块：营收主要体现在北方车辆、北方机电、北方新能源、内蒙古元北国际贸易有限责任公司、北方物流以及深圳华特这六个子公司中。**国内国际工程中：**国内工程主由北京分公司承办；国际工程中较为大型的项目收入主要体现在为项目设立的子公司或公司在项目所在地成立的当地公司中。此外，公司国际工程传统业务正在向投建营一体化、产业链一体化转型升级，当前有五大一体化项目，营收基本体现在为项目设立的子公司或合营、联营企业中。**项目运营中：**发电收入从 2017 年南湃电站投入运营后开始产生，2021 年底克罗地亚风电项目投入运营，并开始产生发电收入。

图 7 公司主营业务架构图



资料来源：公司年报、公司公告、招商证券
注：据不完全统计；虚线框表示将来预计将会产生的收入

表 1：子公司及重要合营/联营企业情况

	子公司/合营/联营企业名称	业务性质	主要经营地	持股比	备注
五大主要项目	北山有限公司	采矿服务	蒙古	100.00%	
	TTC&TLLC	煤炭贸易	蒙古	80.00%	北方国际蒙古矿山一体化项目
	内蒙古元北国际贸易	煤炭贸易	包头	80.00%	
	内蒙古满都拉港务商贸	仓储物流	包头	60.00%	
	ENERGIJAPROJEKTd.d.	风力发电	克罗地亚塞尼	76.00%	克罗地亚一体化项目
	RPCL-NORINCOIntiPower Limited(RNPL)	火力发电	孟加拉	50.00%	孟加拉 1320MW 超超临界火电站项目
	南湃电力有限公司	南湃电站项目开发	老挝万象	85.00%	老挝南湃水电站 BOT 项目
	北方非洲国际物流有限公司	物流运输	南非	100.00%	南部非洲跨境物流项目
其他国际工程业务	北方国际（尼日利亚）工程有限公司	工程承包	尼日利亚	100.00%	2019 年设立--尼日利亚市场矿建项目
	北方国际（缅甸）有限公司	工程承包	缅甸曼德勒	100.00%	2012 年设立，服务于公司在缅甸工程项目的顺利实施
	北方工程刚果（金）股份有限公司	工程承包	刚果（金）	100.00%	2014 年设立，为拓宽刚果市场
	北方国际萨塔电力有限公司	电力项目投资、建设、运营、管理	巴基斯坦卡拉奇	90.00%	2016 年设立--巴基斯坦萨塔 100MW 风电投资项目
	北方国际新能源	清洁能源等项目的投资、开发、建设和运营	伊朗德黑兰	100.00%	2018 年设立，从事伊朗清洁能源等项目的投资、开发、建设和运营
民品贸易物流	北方万邦物流有限公司	国际货物运输代理	北京	51.00%	北方物流及下属企业
	上海北方万邦物流有限公司	货代	上海	37.80%	
	深圳华特容器股份有限公司	金属制品	深圳	99.12%	--
	广州北方新能源技术有限公司	出口贸易	广州	51.00%	--
	广州北方机电发展有限公司	出口贸易	广州	51.00%	--
	中国北方车辆有限公司	重型装备出口	北京	100.00%	北方车辆及下属企业 (注：2020 年公司收购北奔重汽集团进出口，由北方车辆持股)
	SUPERPOWER HOLDING LTD	投资管理	非洲	38.78%	
	EVER STAR INDUSTRIES(PTY)LTD	生产销售	非洲	30.35%	
	北奔重汽集团进出口有限公司	重型装备出口	包头	100.00%	

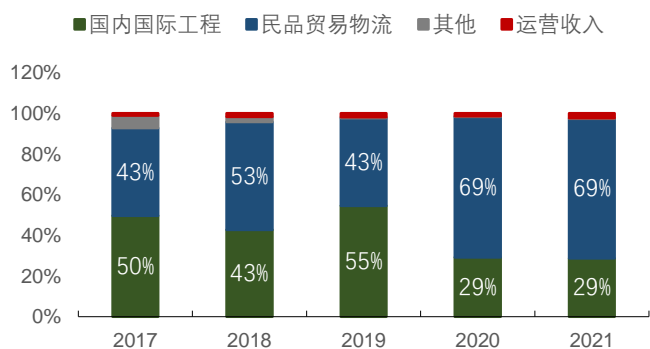
子公司/合营/联营企业名称	业务性质	主要经营地	持股比	备注
誉星发展	投资	中国香港	100.00%	--
新加坡星帆国际	投资	新加坡	100.00%	--
辉邦集团	投资及工程承包	中国香港	100.00%	对外合同执行主体

资料来源：公司公告、公司年报、招商证券

1、营收分类方法导致主营构成比例生变，经营情况正常

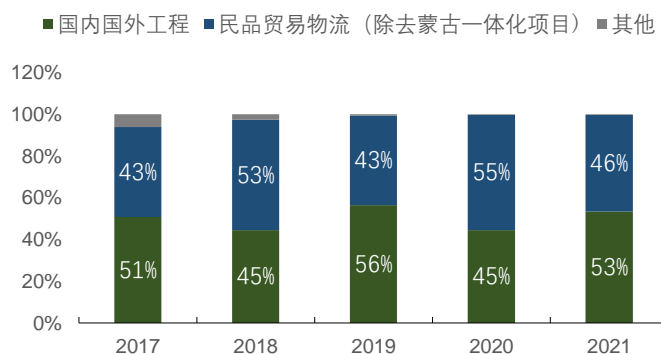
工程业务占比并没有大幅萎缩。观察近年的主营占比情况发现，2020 年开始，公司国内国际工程内业务的营收占比快速下滑，从 55% 骤降到 29%；而相对来说，公司民品贸易物流类业务的营收占比有较大幅度的增长，从 43% 猛增到 69%。但具体来看，这和公司的营收划分有关。公司将蒙古一体化项目的煤炭贸易收入并入了民品贸易物流类收入，而非工程类收入。同时，公司的运营类收入¹，是公司工程类项目转入运营期收入的体现。因此，若将蒙古一体化项目中元北公司和满都拉港务商贸的营收重新划分，且将运营类收入划入工程下，2021 年公司国内国际工程占比为 53%，并未大幅萎缩。

图 8 公司主营占比



资料来源：iFinD、公司年报、招商证券
注：这里的主营业务按照我们前文的类型划分

图 9 公司主营占比-重新分类后

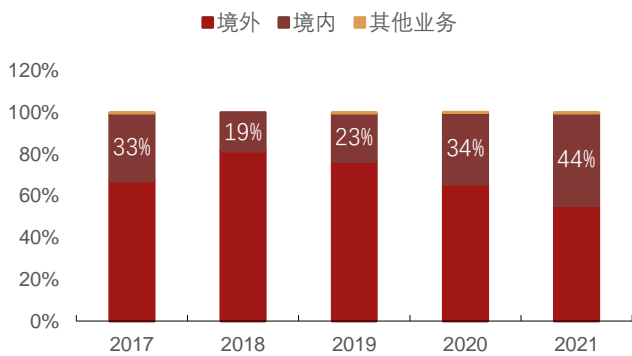


资料来源：iFinD、公司年报、招商证券
注：蒙古营收计算囊括元北国际和内蒙古满都拉港务商贸

海外工程业务并未大幅减小。观察公司近年来按地区划分营收占比变化情况发现，公司从 2020 年开始，境外业务占比开始下滑，从 2019 年的 77%，下滑到 66%。具体来看，公司国内工程业务似乎并未大幅增长。我们推测，2020 年开始的比例增长或跟公司蒙古一体化项目相关。蒙古一体化项目主将蒙古的煤炭进口国内进行销售，收入产生的地区主要在国内。若将蒙古一体化相关收入划入境外后可以看到，2019-2021 年的境内、境外营收占比基本保持稳定。

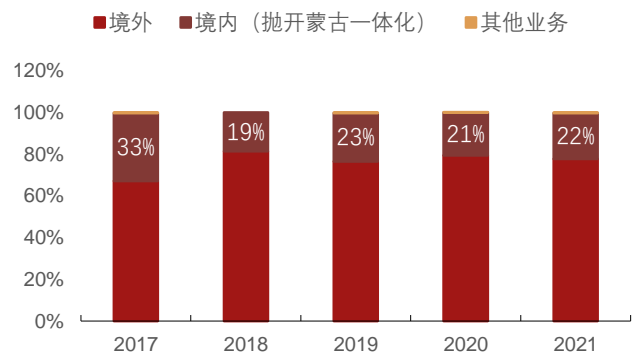
¹ 此处的运营类，代指前文分类中的运营类收入，包括发电和项目运营。

图 10 公司按地区划分营收情况



资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

图 11 公司按地区划分营收情况 - 重新分类后



资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

注：蒙古营收=元北国际贸易+内蒙古满都拉港务商贸

2、民品贸易物流经营稳定，业绩成长性较好

近年来，除去由蒙古一体化项目带来的大宗商品贸易的影响，整体来看，公司民品贸易物流类收入稳定增长。其中，北方机电、北方新能源及深圳华特表现优异，营业收入及净利润稳定增长，净利率在合理区间波动。

表 2：公司民品贸易物流公司情况

持股比例			2016	2017	2018	2019	2020	2021	
北方车辆	100%	营业收入 (亿元)	10.09	11.96	14.56	18.21			
		净利润 (亿元)	0.92	0.79	0.66	0.75			↓
		净利率	9.1%	6.6%	4.5%	4.1%			
北方物流	51%	营业收入 (亿元)	3.64	3.70	5.08	6.09	7.52	8.05	
		净利润 (亿元)	0.18	0.16	0.04	0.09	0.09	0.09	↓
		净利率	4.9%	4.3%	0.8%	1.5%	1.2%	1.1%	
北方机电	51%	营业收入 (亿元)	10.22	11.51	13.52	16.36	16.58	17.55	
		净利润 (亿元)	0.17	0.14	0.15	0.21	0.25	0.28	↑
		净利率	1.6%	1.2%	1.1%	1.3%	1.5%	1.6%	
北方新能源	51%	营业收入 (亿元)	5.50	8.33	7.14	7.47	8.87	9.62	
		净利润 (亿元)	0.07	0.07	0.07	0.12	0.13	0.16	↑
		净利率	1.2%	0.8%	1.0%	1.5%	1.5%	1.7%	
深圳华特	99.12%	营业收入 (亿元)	7.06	8.03	9.57	10.37	10.69	11.91	
		净利润 (亿元)	0.30	0.33	0.45	0.26	0.29	0.51	↑
		净利率	4.3%	4.1%	4.7%	2.5%	2.8%	4.3%	
合计	-	营业收入 (亿元)	36.50	43.53	49.87	58.50	43.67	47.13	
		净利润 (亿元)	1.64	1.49	1.37	1.42	0.77	1.05	↑
		净利率	4.5%	3.4%	2.7%	2.4%	1.8%	2.2%	

资料来源：公司年报、iFinD、招商证券

注：由于从 2020 年开始全资子公司北方车辆的净利润对公司影响未达 10% 以上，未公布其营收及净利润情况

具体来看，北方车辆的利润贡献或因公司开展大宗商品贸易带来的较大业绩增长而相对减弱，因此从 2020 年开始不再公布具体数据。但整体来看，北方车辆与国内大型供应商建立了稳定的合作关系，在主要的出口国家有价格和质量优势。同时，北方车辆在南非开展直接投资组装分销模式，成长性值得期待。北方物流业绩与北方公司协同性强，外部开拓能力强。北方机电空港物流自动化系统与矿山自动化装卸系统设备与北方公司矿山工程协同，码头装卸设备有望乘物流市场快速发展东风，传统出口贸易稳定向好。北方新能源的太阳能灯具业务在全球整体可持续发展背景下有望稳定增长；深圳华特的马口铁产品销售，随着全球疫情常态化的发展，有望持续向好。

表 3：民品贸易物流公司未来发展前景

主营业务	发展前景
------	------

主营业务		发展前景
北方车辆	专注于从事重型装备出口业务，不直接从事生产业务	主要的出口贸易国家为南非、缅甸、委内瑞拉、伊朗及埃塞俄比亚等，这些国家既对产品的质量有一定要求，又对商品的价格比较敏感。与发达国家相比，中国的产品在质量和价格上都有一定优势，且中国与上述主要国家政府、大型企业建立了良好的关系。未来疫情对一带一路国家经济的影响将逐步减弱，利好北方车辆，业绩增长值得期待。
北方物流	主要从事国际货代业务和贸易物流业务	北方物流依托北方公司系统内带来的业务起家，2014-2016 年来自北方公司系统内的收入占比在 60% 以上。未来北方物流与北方公司内部市场协同效应有望加强；同时，21 年外部市场营收首次超过内部市场，公司开拓外部市场的能力逐渐体现。
北方机电	以外贸出口为主，主要产品为空港物流自动化系统与矿山、码头自动化装卸系统设备、摩托车消音器和户外产品，公司自身不从事生产	21 年公司物流自动化业务销售收入达 4 亿元，创历史新高。传统出口贸易同增近 30%。未来公司物流自动化业务销售收入值得期待。当前全球集装箱船力稳定增长，21 年我国民航机场完成货邮吞吐量同增 11%；港口完成集装箱吞吐量同增 7%。物流自动化业务成长性好，传统出口贸易有望持续增长。
北方新能源	以太阳能灯具、太阳能光伏、新能源应用、铝合金型材等产品出口为主，不从事生产	21 年，北方新能源全年太阳能灯具出口超 1 亿美元，连续 5 年保持同类产品出口第一；随着可持续发展在全球范围内的不断推进，太阳能灯具销售有望带动北方新能源业绩增长。
深圳华特	主要从事以马口铁（又称镀锡铁）为主要材料的奶粉罐、喷雾罐、化工罐、杂品罐和印花铁的生产及销售，业务收入包括内销和外销	马口铁被广泛应用在防疫用品的包装上。受疫情影响，国外供应链断裂以及防疫用品包装需求增加，21 年华特营收创历史新高。未来，随着疫情常态化发展，防疫用品需求或将持续保持高位。

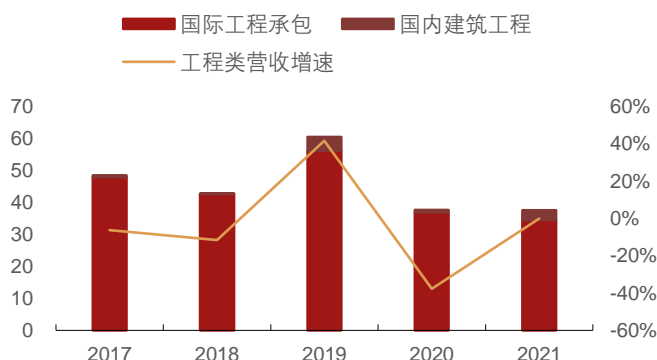
资料来源：《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》、iFinD、公司年报、招商证券

3、深耕国际工程，静候订单执行提速

(1) 国际工程主导，“一带一路”包揽大额订单

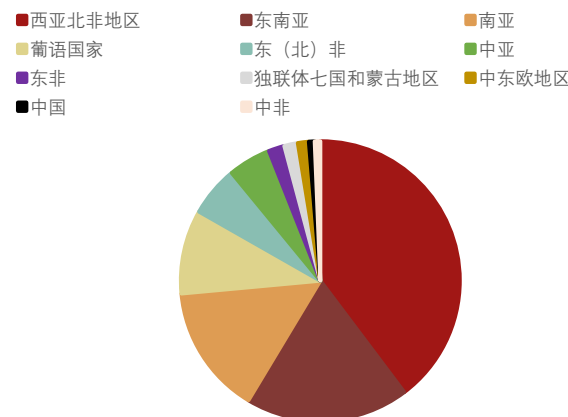
公司工程类营收由国际业务主导。北方公司前身是兵器部的外事局，深耕海外市场多年。公司作为北方公司国际工程的主要承接平台，国内建筑工程业务不多，占比较小，国际工程业务占主导地位。2021 年公司国内工程业务实现营业收入 3 亿元，国际工程 2021 年实现营收 34.51 亿元，国内工程仅占工程类整体营收的 8.0%。截至今年 7 月，公司累计已签约境外国际工程项目 64 个²，项目金额共计 194.96 亿美元。

图 12 公司工程类营收（亿元，左轴）、增速（右轴）



资料来源：iFinD、招商证券

图 13 公司合同金额按地区分类



资料来源：公司公告、招商证券

我们统计 2010 年以来公司披露的大型订单情况，发现这些订单基本都来自“一带一路”的签约国家。结合联合国区域划分标准，发现公司披露的大型订单中西亚北非地区订单金额最大，约占整体金额的 40%；其次为东南亚地区国家订单，约占整体金额的 19%；南亚地区和葡语地区订单金额为别占总金额的 15%、10%。披露的大型订单中，来自

² 2021 年年报数据为 63 个，今年 6 月签约东帝汶供水项目

中国的订单金额占比不到 1%。

(2) 聚焦基建需求，发展前景广阔

公司的工程业务聚焦基础设施建设相关需求。主要涵盖四大领域：电力工程总承包：水电、火电、风电、光伏、输变电建设；轨道交通建设总承包业务：涵盖电气化铁路和地铁总承包、铁路与地铁车辆本地化生产与供货等轨道交通的主要业务领域；石油矿产设施建设业务：石油、矿山设施建设；市政房建公路桥梁：基础设施、市政房建、工业农业、公路桥梁等领域。此外，公司有望依托兵器工业集团，进一步拓展军事工程类业务，提高营收。

表 3：覆盖领域

	涵盖领域	代表项目	未来发展预期
电力建设业务	水电站、火电站、风力发电、光伏电站、输变电等领域	克罗地亚塞尼风电项目 老挝水电站项目	在碳中和、碳达峰成为各国共识背景下，全球能源电力结构正在经历深度调整。2020 年，新冠疫情导致各国电力总体需求萎缩，但可再生能源需求逆势上涨，发电量较 2019 年增加 7%，据 Fitch Solutions 项目数据库显示，2020 年全球光伏、水电项目数量同比增速均超过 100%， “一带一路” 新能源基础设施发展潜力巨大
轨道交通业务	电气化铁路、地铁总承包、铁路与地铁车辆本地化生产与供货等轨道交通主要业务领域	巴基斯坦拉合尔轨道交通橙线项目 亚吉铁路	交通行业是国际基础设施合作的重点领域。2019 年，交通行业项目数量占全球总量的 46.9%。 “一带一路” 沿线国家交通基础设施建设市场广阔
石油矿产设施建设业务	大型石油、矿产设施项目	尼日利亚金矿项目	与北方公司下属的北方矿业和振华石油有协同效应；同时，公司正逐步加强独立拓展业务能力。尼日利亚金矿项目使公司实现了从矿建 EPC 向采矿服务的延伸。尼日利亚石油、天然气及黄金储备丰富，未来公司有望通过此项目继续拓宽当地市场
市政房建业务	涵盖项目类型较杂，涉及基础设施、市政房建、工业农业、公路桥梁等领域，包含部分援助性项目	中国援老挝中老铁路搬迁安居村项目	受政府协议推动
军事工程	依托兵器工业集团	老挝国防部军贸配套基础设施项目	未来有望依托北方公司母公司兵器工业集团，进一步拓展军事工程相关项目

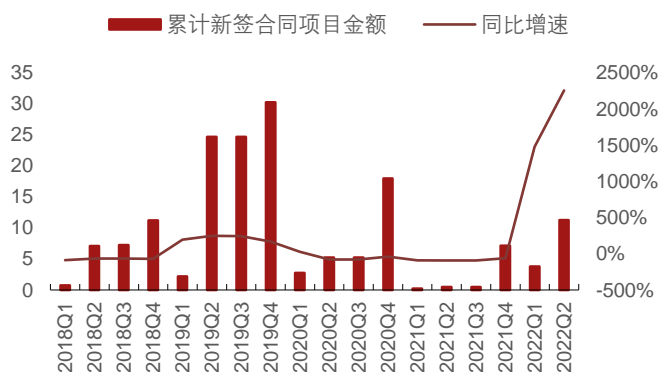
资料来源：北方工业官网、公司年报、招商证券

公司工程业务市场前景依旧广阔。电力建设方面，根据可再生能源署数据显示，为实现全球控温目标，2050 年新能源装机容量将超过 160 亿千瓦。随着需求的增加和发电组件成本的下降，“一带一路” 新能源基础设施发展潜力大。轨道交通业务方面，2019 年，交通行业项目数量占全球总量的 46.9%， “一带一路” 沿线国家交通基础设施尚有短板可补，市场前景广阔。石油矿产设施建设业务方面，依托北方公司下属的北方矿业和振华石油，公司有渠道优势；同时，公司正逐渐加强独立拓展业务能力。尼日利亚金矿项目使公司实现了从矿建 EPC 向采矿服务的延伸。尼日利亚石油、天然气及黄金储备丰富，公司未来有望通过此项目继续拓宽当地市场。

(3) 新签订单逐渐恢复，静候伊朗局势缓和

2020 年开始，公司新签订单同比下降，或因受疫情影响，一带一路沿线国家支付能力下降。但从今年一季度开始，公司新签订单情况边际改善。二季度受益蒙古一体化项目影响，公司新签一个蒙古原油类订单和一个蒙古 ETT 输煤与选煤厂项目。此外，或因公司订单认定流程，6 月签约的价值 6.27 亿美元东帝汶供水项目并未算入公司二季度新签订单中。若算入东帝汶订单，整体来看，公司 2022 年上半年的新签订单金额已基本达到 2018 年全年水平。未来随着海外疫情对经济不利影响的减弱，叠加公司大型一体化订单的带动能力，公司新签订单有望持续增长。

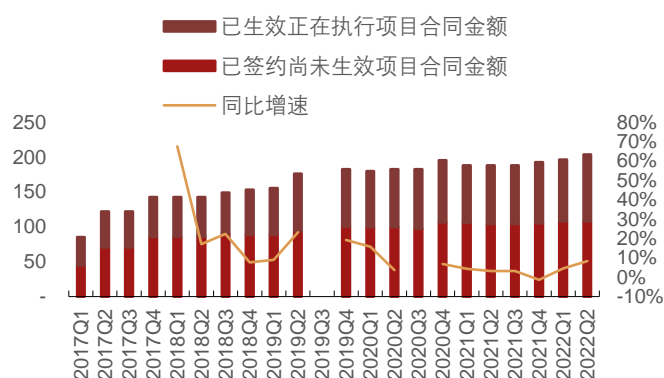
图 14 累计新签合同金额（亿美元，左轴）、增速（右轴）



资料来源：公司公告、招商证券

注：2019 年第三季度并未披露工程业务经营情况

图 15 在手订单情况（亿美元，左轴）、增速（右轴）



资料来源：公司公告、招商证券

注：2019 年第三季度并未披露工程业务经营情况

公司在手订单丰富，静待执行加速。截至今年二季度，公司在手订单 203.73 亿美元，其中正在执行订单 95.85 亿美元，未生效订单 107.88 亿美元。其中，根据公司重大项目披露，未生效的伊朗订单按近期汇率计算，共计 43.44 亿美元，占未生效订单的 40%。未来，随着伊核问题的相关谈判推进，伊朗国际制裁得到缓解，公司在手订单有望加快生效。

表 4: 伊朗未生效大订单

项目名称	项目金额	换算成美元 (亿)	业务模式	完工情况
伊朗德黑兰 1008 辆碳钢地铁车供货合同重大合同	112.17 亿人民币	17	采购供货	未生效
伊朗格什姆天然气转聚丙烯化工厂 EPCF 项目	101.3 亿人民币	15	EPC	未生效
伊朗内政部 406 辆地铁车采购项目合同	4.95 亿欧元	5	采购供货	未生效
伊朗阿瓦士轻轨一号线项目合同	4.76 亿美元	5	EPC	未生效
德黑兰地铁六号线项目合同	3.48 亿欧元	4	EPC	未生效
高乐巴哈-马什哈德电气化铁路项目合同	22.94 亿人民币	3	EPC	未生效
合计		48		未生效

资料来源：公司年报、招商证券

三、敛锷韬光，转型一体化静待花开

公司近年来开始布局转型一体化，这部分业务将为公司创造出稳定的高收益。在一方面，公司开展“投建营一体化”业务，通过投资，帮助新兴市场业主解决资金问题，同时获得项目经营权，获得毛利可观的项目运营收入。当前，公司有三个“投建营一体化”项目：1) 克罗地亚塞尼风电项目，2) 孟加拉 1320MW 超超临界火电站项目，3) 老挝南湃水电站项目。在另一方面，公司拓展“市场一体化”业务，在贸易和工程板块不断加强产业链协同。当前拥有两个“市场一体化”项目：1) 蒙古矿山一体化项目，2) 南部非洲跨境物流项目。今年克罗地亚风电项目和蒙古矿山一体化业务预计有望推动业绩，使其驶入增长快车道。

1、“一带一路”新签订单同比下滑，国际承包商亟待转型脱困

(1) 对外承包工程贷款减少，东道国融资环境艰难

2013 年我国提出“一带一路”倡议，其带来的政策红利及沿线巨大的基建需求为我国对外承包工程业务提供了新一轮的发展机遇。我国对外承包工程行业凭借技术、成本、资金的优势，在“一带一路”沿线国家实现了业务规模与效益的同步增长。但从 2015 年开始，我国进出口银行对外承包工程贷款金额增速整体呈下行趋势；同时，从 2016 年开始我国“一带一路”沿线国家的对外承包工程的新签合同额增速，除 2019 年外，整体也呈下降趋势。今年 5 月，累计新签合同金额为 380 亿美元，同降 18%。

图 16 中国进出口银行对外承包工程贷款 (亿元, 左轴)、增速 (右轴)

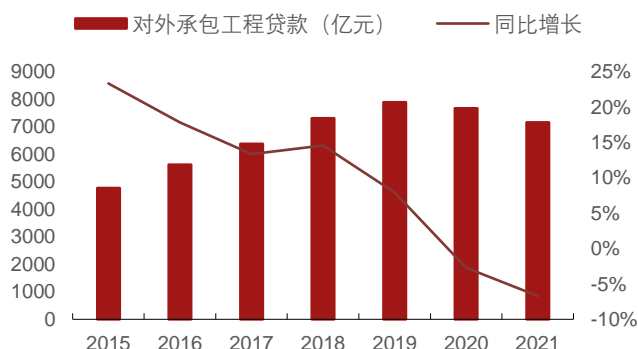
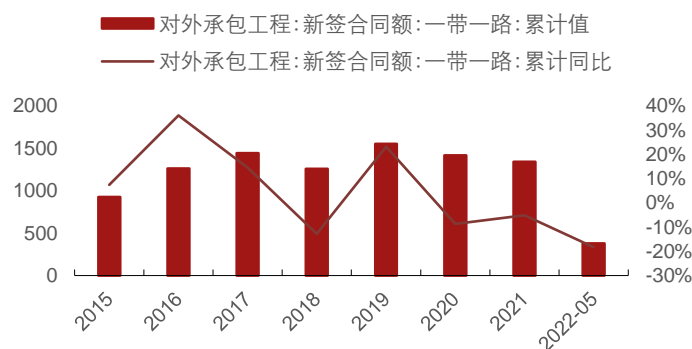


图 17 “一带一路” 沿线国家对外承包工程新签合同额 (亿美元, 左轴)、同比增长 (右轴)



资料来源: iFinD、招商证券

资料来源: iFinD、招商证券

注: 2021 年对外进出口银行年报中披露的对外承包工程贷款数与同比增速及绝对值增减无法对应。观察往年数据规律, 文章采用年报中公布的同比增速计算出 21 年的对外承包工程贷款金额

对外承包工程贷款增速及新签合同额的下行在新冠疫情和美国量化宽松政策的退出的冲击下预计将会持续。受这些外部因素的影响, “一带一路” 沿线国家区域经济下行压力较大。例如, 阿尔及利亚经济陷入深度衰退, 纳米比亚偿债率大幅上升, 以及突尼斯经济增长失速且财政压力大增。当业主国家主权信用风险上升, 债务达到上限, 就无法提供主权担保, 传统 EPC+F 融资模式难以为继, 导致基础设施投资计划的融资问题无法解决, 项目无法立项, 或让已签约项目无法生效。面对东道主国家更加艰难的融资环境, 中国对外工程承包商亟需转型突破困境。

(2) “投建营一体化” Vs. EPC 模式

“投建营一体化” 在具体实施层面没有完全固定的模式, 是指同一个企业主体参与项目投资、建设、运营过程中的 2-3 个环节, 具有承担责任多、更受业主国家青睐以及高风险的特征。在该模式下, 企业全程参与项目管理决策, 具有较高话语权, 可以在产业链多个环节获取收益。在东道国缺乏资金, 项目开发运营环境恶劣、基础设施建设落后、缺乏运营维护能力的情况下, 转型“投建营一体化”, 能够帮助东道主国家解决更多的问题, 从而更受“一带一路” 沿线国家青睐。据不完全统计, 2008-2018 年, 中国企业实施境外“投建营一体化” 项目共 272 个, 总投资额共计 518.2 亿美元, 增速自 2015 年起明显加快。

表 5: “投建营一体化” 对比 EPC 模式

特征	EPC	投建营一体化
承包商的职责	企业承担较为单一的建造职责: 一般不直接作为投资者; 即使在 EPC+F 的模式下, 企业也一般不承担运营商和直接投资方职责	承担角色多: 常需要直接作为投资者出现
业主国家青睐程度	青睐度中等: 一般需要经过国际公开招标程序,	更受青睐: 企业可以跟东道国政府或业主单位以议标、投标等方式签订项目合同, 一般不需要通过国际公开招标程序; 在部分需要进行国际公开招标的项目中, 如果投标企业能够提供“投建营一体化”的解决方案, 通常会在同等条件下优先获得项目的运营权
风险情况	整体风险较小: 在整个流程中扮演的角色少, 风险一般集中在项目建设阶段	整体风险大: 扮演的角色多, 且项目投资周期长, 导致风险被倍数放大; 同时具有投资风险: 更关注运营活动的质量和项目能否产生持续稳定的现金流按时还款

资料来源: 《中国企业境外“投建营一体化” 模式的主要风险及对策研究》、招商证券

2、把握风口提前布局, 转型“投建营一体化” 风控能力强

结合上文, 转型“投建营一体化” 的承包商需要承担更多责任, 面临项目整体的高风险。公司具有丰富的项目经验和

投融资优势，有能力在项目中承担运营、投资的责任；同时，公司具有渠道优势，过往项目大多都有政府预算或主权担保，项目回款有优势。综上，公司的这些优势与“投建营一体化”所需的能力匹配度高，可以帮助公司进行转型，并控制整体项目风险。

(1) 大型项目奠定转型基础，相关领域经验丰富

由于“投建营一体化”模式对项目的盈利及抗风险能力要求更高，因此主要适用于 1) 在建设期内产生良好的上下游协同效应的能源、资源开发项目；2) 建成后能产生稳定现金流的各类工程项目。具体来看，第一种类型的项目，如石油工程：上游油气开采、中游管道运输以及炼化生产、下游销售服务之间关联性较强，开展“投建营一体化”有利于降低综合成本，避免环节之间配合衔接问题，提升全产业链运营效率。第二种类型的项目，如电站，一般由政府支持，或有类似照付不议 (Take or Pay) 性质的协议作为保障，开展“投建营一体化”能够减小整体风险。

表 6: 适合“投建营一体化”模式的各领域工程的特点

	项目特点	核心能力	收益特点	此领域的项目个数
电力建设	项目总投资规模大、资金需求量大，项目对专业技术、核心设备和后期综合运营能力要求高	投资，专业技术，运营经验	稳定的现金流；良好的上下游协同效应	11
轨道交通	项目总投资规模大、资金需求量大，对后期综合运营能力要求高	投资，运营经验	稳定的现金流	11
石油矿产设施建设	项目总投资规模大、资金需求量大，勘探开发风险高，对专业技术、核心设备要求高	投资，专业技术，运营经验	良好的上下游协同效应	9
市政房建	公路桥梁类项目投资规模大、资金需求量大，但运营简单；园区等项目对综合运营能力要求较高	投资	较为稳定的现金流	5

资料来源：《中国企业境外“投建营一体化”模式的主要风险及对策研究》、公司公告、招商证券

注：此领域项目的个数由我们根据公司重大项目披露而跟踪的 37 个项目中总结得出

将公司当前主要覆盖领域与上述标准进行对照可以发现，公司主要项目类型与此标准适配度高。在公司披露的大型项目中，电力建设项目、轨道交通项目分别为 11 个，石油矿产设施建设项目 9 个，市政房建建设项目 5 个。公司相关经验丰富，未来有望依托 EPC，逐步向产业链上下游拓宽，成功实现一体化转型。

(2) 国企背景，资本运作、投融资能力强

公司国企背景，背靠北方公司及兵器工业集团的大平台，与国内多家银行建立稳定良好的合作关系，可以提供买方信贷、卖方信贷和政府优惠贷款等融资解决方案。同时，公司为上市公司，可在资本市场融资，实施资本运作和资产重组，形成较强的资本运作和投融资能力。

公司上市至今，总共发起六次大型融资。除 2000 年配股转换主营外，2015 至今进行过三次增发、一次可转债融资及一次配股融资，总直接融资金额达 42.56 亿元，融资能力强。截至今年一季度，公司融资总额为 90.33 亿元，其中直接融资金额为 45.00 亿元，占 49.82%；间接融资总额为 45.33 亿元，占 50.18%。公司较强的融资能力使其能够较好的转型投资需求强的一体化项目。未来随着公司一体化项目进入运营期，运营收入步入正轨，公司有望依托这些项目带来的资金开拓更多的优质一体化项目，形成良性循环。

表 7: 公司直接融资情况

融资类别	融资年度	发行价格 (元)	融资金额 (亿元)
配股	2022	5.16	11.72
可转债	2019	100	5.78
增发	2016	25.2	1.95
增发	2016	16.12	15.11
增发	2015	38.15	8.00

融资类别	融资年度	发行价格(元)	融资金额(亿元)
配股	2000	9	1.94
IPO	1998	3.98	0.50

资料来源: iFinD、招商证券

(3) 市场开发资源强

除了丰富的项目经验可以帮助公司控制项目整体的风险外,公司的渠道优势也能帮助公司降低风险。依托 NORINCO 品牌优势,依靠北方公司数十家海外代表处及公司在海外的多家经理部,公司承揽了多个标志性大型工程。其中,公司参与承建的巴基斯坦拉合尔轨道交通橙线项目是“一带一路”和中巴经济走廊框架下首个正式启动的示范性大型轨道交通项目;参与建设的亚吉铁路项目,是非洲第一条现代电气化铁路。这些标志性大型工程大多都有政府预算或主权担保,项目回款能够得到保证。同时,公司经营多年同业主建立了长期良好合作关系,积累了丰富的客户和代理资源。公司转型“投建营一体化”后,渠道优势将继续保持,有望在与中国双边关系更为融洽,地缘政治风险更低的国家,拿到内部收益率更高,运营期现金流更为稳定的优质项目,控制整体项目风险。

图 18 拉合尔橙线项目



资料来源: 丝路通、招商证券

图 19 亚吉铁路



资料来源: 中国青年网、招商证券

3、项目孵化即将结束, 业绩增长驶入快车道

从项目类型上来看,公司在转型项目上的挑选具备较好的战略眼光。可再生能源是未来的风口,市场空间大。虽然市场新兴技术频出,行业壁垒不高,但运营经验是获单的重要前提。公司超前布局,通过南湃水电站项目在新兴市场站稳脚跟,克罗地亚使其成功开拓欧洲市场,未来有望凭借项目成功的建设运营经验,继续拓宽市场。同时,双碳战略下,中国未来可能会更加依赖煤炭的进口,蒙古一体化项目将会长期受益。

我们整理了公司当前的五大一体化项目的相关情况。通过我们的测算,预计今年克罗地亚风电项目的发电收入及蒙古一体化项目的大宗商品贸易收入将推动公司营收快速增长。

表 8: 五大一体化项目情况

项目情况	项目类型	项目周期	投资金额	收益	主要资金	项目进度
南湃水电站 以发电为主,兼有旅游、渔业等综合效益,总装机容量 86MW,年发电小时数 4878h	投建营一体化: BOT	28.5 年: 建设期 3.5 年,运营期 25 年	2.12 亿美元	内部收益率: 9.25%	增发	已于 2017 年建设完成,已产生稳定的发电收入
克罗地亚风电项目 项目总装机容量为 156MW,主要设备包括 39 台 4MW 风机,预测年平均发电量约为 3,400 小时,年发电量为 5.3 亿度	投建营一体化: BOO	25 年: 建设期 2 年,运营期为 23 年	1.79 亿欧元	以 55 欧元/MWh 测算,内部收益率: 10.65%,回收期为 9.43 年	可转债	2021 年已建设完成,部分已投入运营

项目情况	项目类型	项目周期	投资金额	收益	主要资金	项目进度
孟加拉水电站 项目总装机容量 1,320MW，主要安装 2 台 660MW 超超临界燃煤发电机组。按年发电 6,500 小时计算，年发电量约 85.8 亿度	投建营一体化：BOO	29 年：建设期 4 年，运营期 25 年	25.39 亿美元	内部收益率：10.05%；回收期 9.3 年	借款	截至 2022 年 6 月底项目建设形象进度完成 61.1%，计划将于 2024 年进入运营期
南非跨境物流 为把握南部非洲以“铜钴矿带”矿业市场为牵引的物流服务业发展机遇，在南部非洲设立跨境运输物流公司，并由该公司投资跨境物流相关设施开展南部非洲跨境物流运输业务	市场一体化：跨境物流	--	--	--	--	运营规模逐步提升中
蒙古一体化 北山公司：采矿服务 TTC&T 公司：焦煤运输工作，并利用自身公路建设资质，作为总承包方负责建设从 TT 矿到杭吉堆场的 TK 重载公路项目 满都拉港务公司：通关仓储服务 元北国际：贸易公司，从事大宗商品贸易	市场一体化：集矿山开采、焦煤运输、公路建设、通关仓储、煤炭贸易一体综合运作	--	--	--	--	运营规模逐步提升中

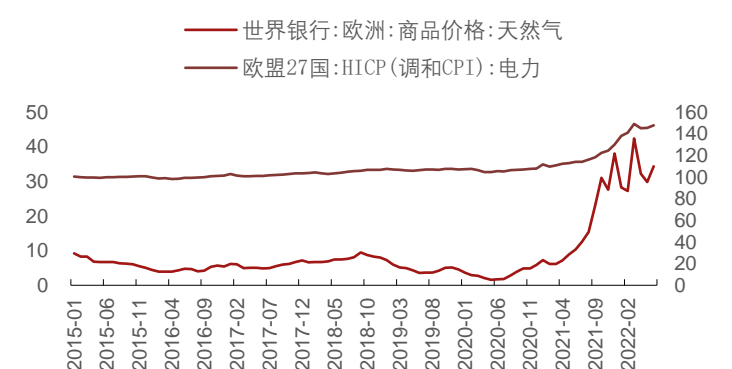
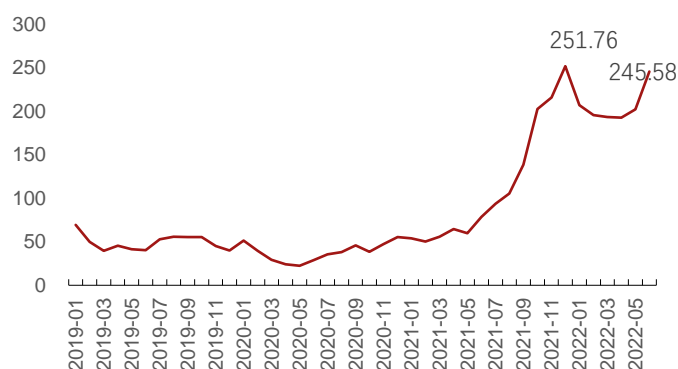
资料来源：公司公告、招商证券

(1) 克罗地亚风电项目：提供可观发电收入，欧洲市场开拓先手优势

克罗地亚风电项目位于克罗地亚中部亚得里亚海沿海，塞尼市东北部 8 公里，风场面积为 44.8 平方公里，总装机容量为 156MW，主要设备包括 39 台 4MW 风机，预测年平均发电量为 3400 小时，年发电量为 5.3 亿度，以 55 欧元/MWH（0.055 欧元/瓦）的价格估算，该项目内部收益率为 10.65%。项目已于 2021 年 12 月建成，并投入试运营。2021 年试运营发电 1750 万度，销售收入 440 万欧元。以此计算，去年发电平均单价为 0.25 欧元/度，与 Statista 公布的克罗地亚去年 12 月的电价吻合。今年 6 月，根据 Statista 数据，克罗地亚电价仍保持高位为 245.58 欧元/MWH。

图 20 克罗地亚电价（月平均，MWH/欧元）

图 21 欧洲天然气价格（左轴，美元/百万英热单位）、欧盟 27 国 HICP 电力指数（右轴）



资料来源：Statista、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

天然气和煤炭是欧盟主要的发电来源之一，约占 2021 年发电量的 1/3。欧洲天然气价格与电价关联度高，欧洲天然气价格与欧盟 27 国 HICP 电价指数关联系数达 90%。去年欧洲能源危机爆发，欧洲天然气价格猛增。俄乌冲突后，欧洲能源短缺程度更胜于过去，而上月 25 日，俄罗斯国有能源生产商 Gazprom 公司更是表示，要将使北溪 1 号欧的天然气管道运输量由此前的 40%降至 20%，这项举措将进一步减少俄罗斯对欧洲的天然气供应，欧洲的电价预计将维持高位。以 200 欧元/MWH 的单价估计，若项目每年的发电量达到规划，该项目每年有望提供 1.06 亿欧元的发电收入，每年利润可达 8869 万欧元，估算内部收益率约 46.48%，假设今年能达到规划发电量的 80%，以同样单价估算，预计今年项目发电收入可达到 8486 万欧元发电收入，贡献发电利润 6747 万欧元发电利润。

表 9: 敏感性分析—投资收益 (万欧元)、内部收益率

售电量(万千瓦时)/单瓦电价(欧元)	0.055	0.100	0.150	0.200	0.250
31824 (60%)	11	1,443	3,035	4,626	6,217
37128 (70%)	303	1,974	3,830	5,687	7,543
42432 (80%)	595	2,504	4,626	6,747	8,869
47736 (90%)	887	3,035	5,421	7,808	10,195
53040 (100%)	1,178	3,565	6,217	8,869	11,521
以 53040 估算 内部收益率	10.66%	26.13%	37.53%	46.48%	54.01%

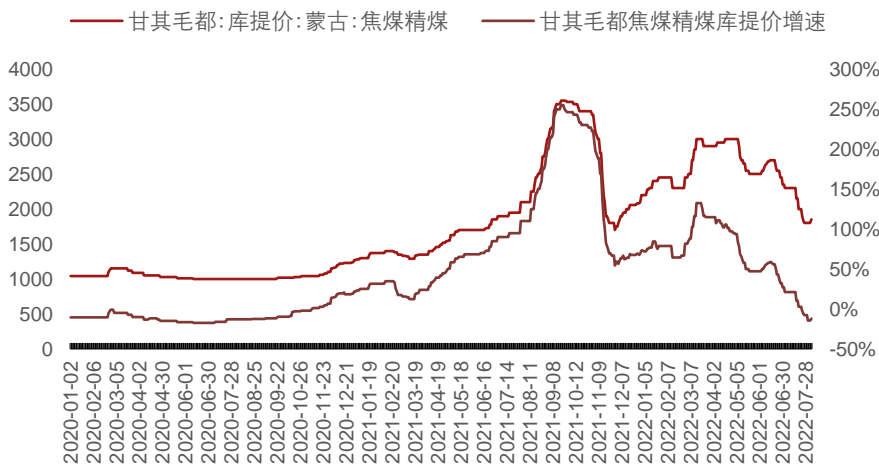
资料来源: 公司公告、招商证券

除了将为公司带来可观发电收入外, 该项目是中国企业在克罗地亚投资建设的第一个大型项目, 并且是克罗地亚近年来实施的规模最大的电力项目。风电项目的成功为公司积累了客户渠道和商誉。在欧洲减碳大力发展新能源的背景下, 对比其他公司, 公司在欧洲特别是东欧国家的新能源项目开拓上有先手优势, 有望通过其持续开拓其他欧洲市场或其他种类的新能源项目。

(2) 蒙古一体化项目: 今年通关或较乐观, 拉动公司营收增长

蒙古矿山一体化项目是围绕 TT 矿 (世界最大的焦煤矿) 开展的综合一体化项目, 包括“采矿服务—物流运输—通关仓储—焦煤贸易”等环节。2020 年 3 月, 公司子公司辉邦集团与 ETT 签署煤炭 1500 万吨采购协议, 并于同年投资设立了元北贸易公司, 负责管理焦煤进口及国内销售环节, 开展大宗商品贸易业务, 主要通过满都拉口岸过货。

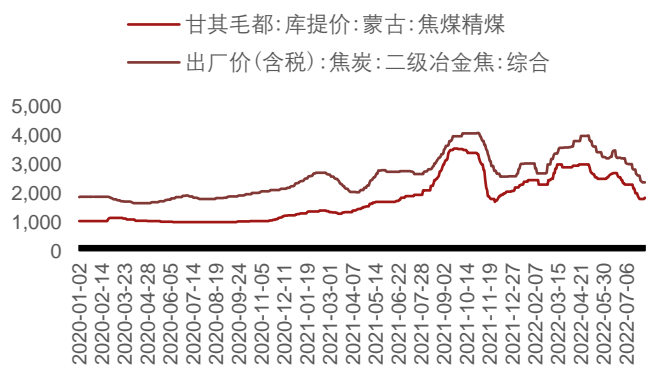
图 22 甘其毛都焦煤精煤库提价 (左轴, 元/吨)、增速 (右轴)



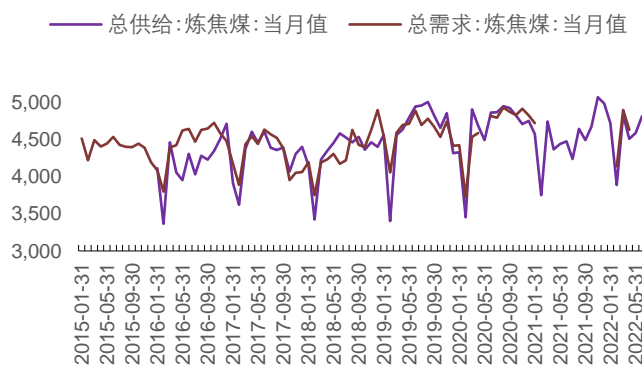
资料来源: iFinD、招商证券

2021 年采矿板块因受疫情冲击、运输受阻等因素影响, 公司完成焦煤贸易 54.5 万吨, 同比增长 110%, 整体未达预期。今年上半年满都拉口岸正式启用集装箱吊装模式, 提高通关效率。今年 7 月满都拉口岸单日过货量达到 2.17 万吨, 是满都拉口岸自 2009 年临时开放以来单日最高过货纪录。去年公司完成焦煤交易 54.5 万吨 (28.89 亿元营收, 利润), 预计今年有望达到 100 万吨。价格方面, 今年上半年煤炭价格较去年有较大幅度的上涨。综上, 焦煤价格上涨叠加相对较高的通关效率, 预计今年有望带来约 58.31 亿元的煤炭交易收入, 较去年同增 102%; 去年净利润率为 1.9%, 假设今年净利润率达到 2.0%, 估计可实现 1.17 亿元煤炭利润。蒙古一体化项目共签订 1500 万吨采购协议, 随着通关效率不断变好, 未来每年将快速增长。

图 23 蒙古甘其毛都焦煤价格及国内焦炭价格情况 (元/吨) 图 24 煤炭净进口量及澳大利亚煤炭进口量情况 (万吨)



资料来源: iFinD、招商证券



资料来源: iFinD、招商证券

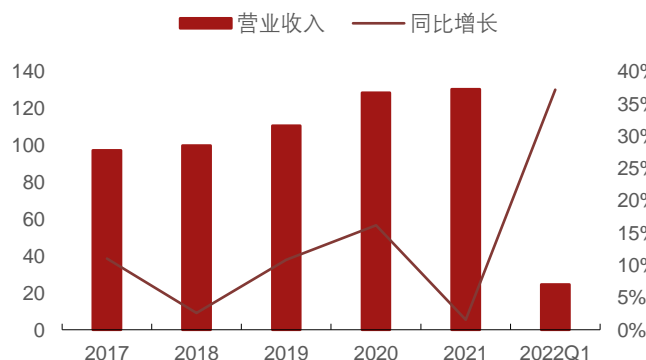
长期来看,焦煤是焦炭生产中不可或缺的基础原料,而焦炭是炼钢的重要材料。蒙古自身运输条件有限,主要通过陆路运输,其中出口到中国的体量占其煤炭总出口量的 95%以上,因此价格受国内市场价格的影响较大。观察 2017 年至今蒙古甘其毛都口岸的焦煤价格走势与我国综合冶金焦出场价格变化情况发现,两者高度正相关,走势基本一致。我国优质的炼焦煤较为稀缺,且需求量一直处于高位,常常供不应求,因此依赖优质进口炼焦煤对国内炼焦煤供应的补充将长期存在。同时,相较于澳大利亚,蒙古地缘政治风险较小,且今年 7 月蒙古重工业部部长表示将努力需要向中国证明,能够增加煤炭产量,可以成为可靠的供应商。“双碳”战略下,中国未来或将更加依赖煤炭进口,蒙古一体化项目有望长期受益。

四、一体化项目推动全年业绩增长,配股改善资产结构

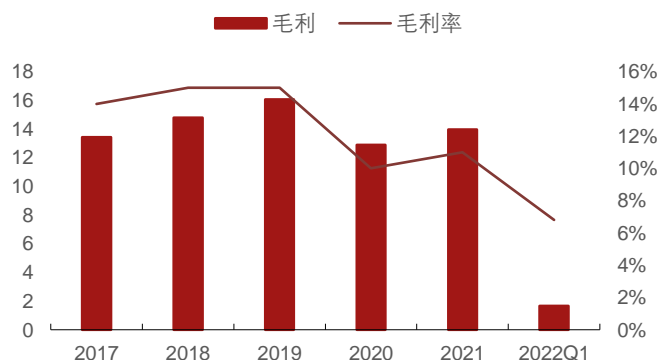
1、营收稳健增长,运营业务有望拉高整体毛利率

近年来,公司营收稳健增长,经营情况稳定。2021 年实现营业收入 130.50 亿元,小幅同增 1.55%,增速有所放缓,或因项目推进受疫情反复影响。2022 年第一季度,公司实现营业收入 24.53 亿元,同比增长 37.20%,增速大幅上升,主因克罗地亚项目建成投入运营,发电收入增长。2022 年,克罗地亚电价整体位于近年来的高位;满都拉口岸通关效率变好,加上上半年焦煤价格增幅较大,预计全年营收有较大增长。

图 25 公司营业收入 (亿元,左轴)、同比增长 (右轴) 图 26 公司毛利 (亿元,左轴)、毛利率 (右轴)



资料来源: iFinD、招商证券



资料来源: iFinD、招商证券

毛利方面,2021 年公司实现毛利 13.95 亿元,同比增长 8.31%;同期,毛利率为 10.69%,较 2020 年提升 0.67 个百分点。整体来看,近年来国际工程竞争压力加大,再加上疫情反复带来的不利影响,公司毛利率阶段性承压。

图 27 公司分业务毛利率

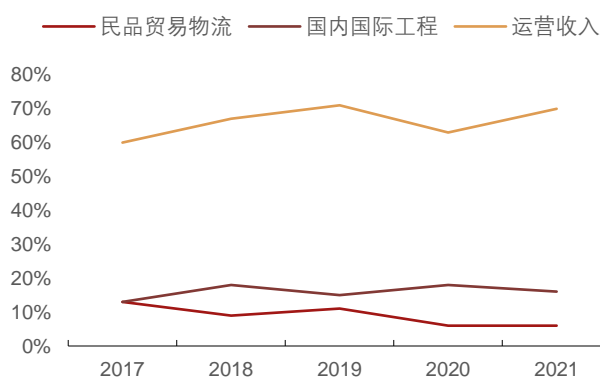
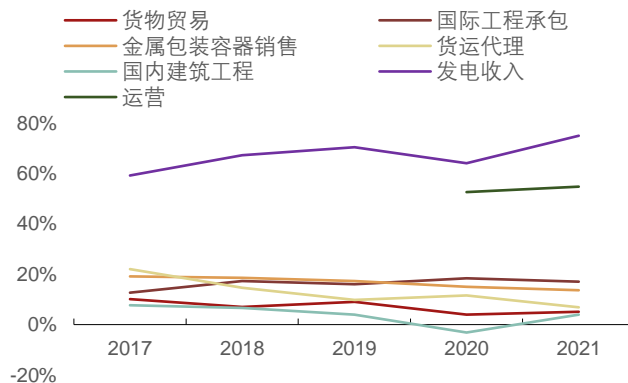


图 28 公司细分业务毛利率



资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

分业务来看，公司民品贸易物流方面的毛利率下降。具体来看，货物贸易毛利率整体或因受海外市场日益激烈的竞争环境影响而下降；货运代理业务或因车船飞机运输费用以及港口物流等成本的上升而有所下降；金属包装容器毛利率或受原材料镀锡板卷价格上升影响。国内国际工程业务毛利率整体在较为合理的区间小幅波动，国际工程整体毛利率要大幅高于国内建筑工程。运营方面整体毛利率较高，发电业务毛利率在 60%-75%之间波动，运营业务毛利率整体高于 50%。**2022 年，以发电业务为主的运营收入有望拉高整体毛利率。**

2、期间费用率受汇兑影响大，全年利润增长值得期待

公司期间费用率波动主受财务费用率因汇率变化的影响。2021 年销售费用率与前期基本持平；管理费用率因薪酬和固定资产折旧增加，以及新增办公楼租金而较前期 0.32 个百分点；财务费用率大幅上升 1.59 个百分点，主因美元汇率下降，外币资产汇率重估形成汇兑损失以及新增借款利息费用增加；研发费用率基本持平。今年一季度，或因公司进一步进行成本控制，销售费用率、管理费用率和研发费用率分别下降 1.46、0.70 和 0.02 个百分点。财务费用率因汇率损失同增 3.56 个百分点。今年美联储加息，美元汇率持续走高，且公司积极调整资产结构，预计公司财务费用率将有所下降。

图 29 公司各项费用率

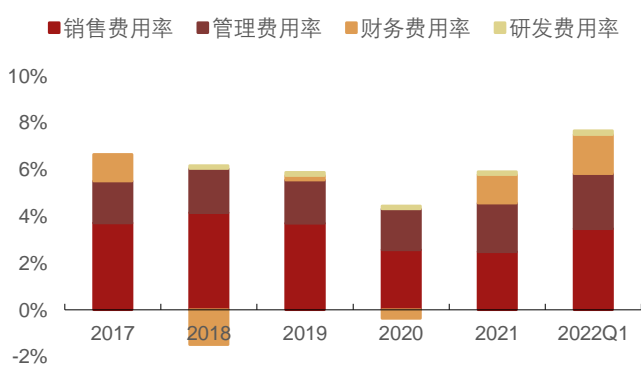
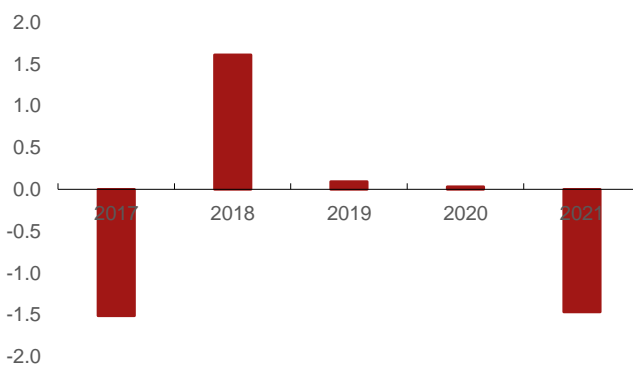


图 30 公司财务费用—汇兑损益



资料来源：iFinD、公司年报、招商证券

资料来源：iFinD、招商证券

公司投资收益主受远期锁汇交割以及对长期股权投资影响。2021 年公司实现投资收益 1.08 亿元，占营收比例为 0.83%，较上年同期增加 0.55 个百分点；2022 年第一季度实现投资收益约 900 万元，占营收比例为 0.37%，同增 0.41 个百分点，皆因远期锁汇交割产生收益增长所致。

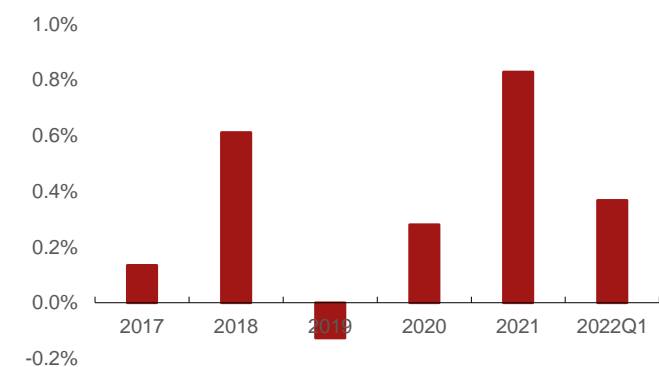
表 10：公司上半年外币货币性项目情况预测

项目	6 月 30 日汇率折算	12 月 31 日即期汇率折算
货币资金		
其中：美元	11.30	10.76

项目	6月30日汇率折算	12月31日即期汇率折算
欧元	1.26	1.30
应收账款		
其中：美元	30.32	28.87
欧元	1.22	1.26
长期借款		
其中：美元	22.65	21.56
欧元	9.08	9.38
短期借款		
其中：美元	1.08	0.99
应付账款		
其中：美元	13.61	12.95
欧元	0.26	0.27
其他应收款		
其中：美元	1.02	0.97
其他应付款		
其中：美元	0.17	0.16

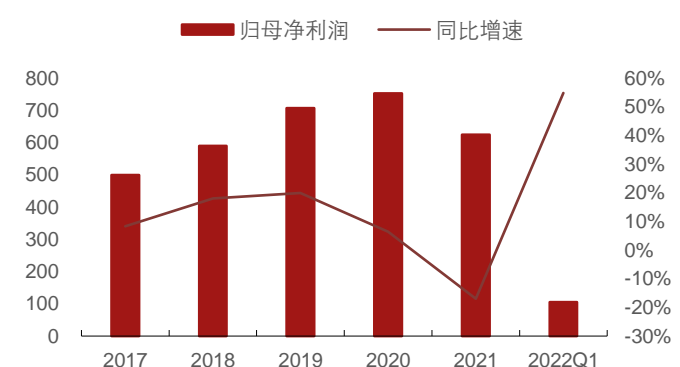
资料来源：公司年报、iFinD、招商证券
注：用2021年外币货币性项目情况预测

图 31 公司投资收益占营收比



资料来源：iFinD、公司季报、招商证券

图 32 公司归母净利润（亿元，左轴）、同比增速



资料来源：iFinD、招商证券

综上，2021年公司实现归母净利润623.71亿元，同降17%。2022年一季度实现归母净利润104.90亿元，同增55%。由于公司克罗地亚电站项目全面投入运营，叠加美元走强带来的利好，全年归母净利润增长值得期待。

3、全年现金流有望改善，配股改善资产负债率

近年来，公司整体收现比有所改善，付现比小幅增加或因业主国家支付能力受疫情拖累，公司垫资增多。2022年一季度公司收现比0.7460，同减32.39个百分点，付现比1.2228，有所改善，同减15.88个百分点。2021年，公司经营产生的现金流净流入14.97亿元，较上年增加217.57%，主因孟加拉燃煤电站项目收款所致；投资活动产生的现金流净流出21.44亿元，较上年数减少169.28%，主由为孟加拉项目新增注资所致；筹资活动产生的现金流净流出9.5亿元，较上年数减少123.51%，主因2020年为蒙古一体化项目长期借款增加较多。整体来看，公司22年蒙古一体化项目有望产生较多经营活动现金流流入，克罗地亚一体化项目将产生较多投资现金流流入。

图 33 公司收、付现比

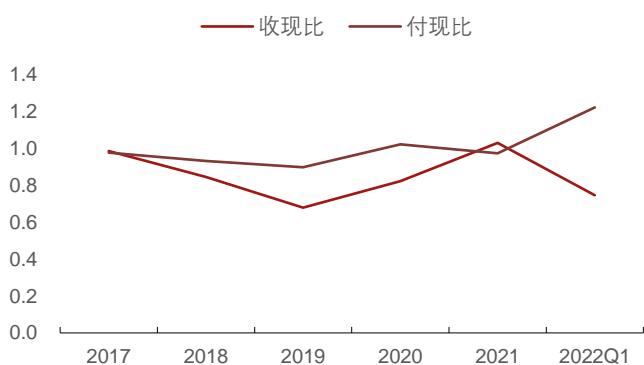
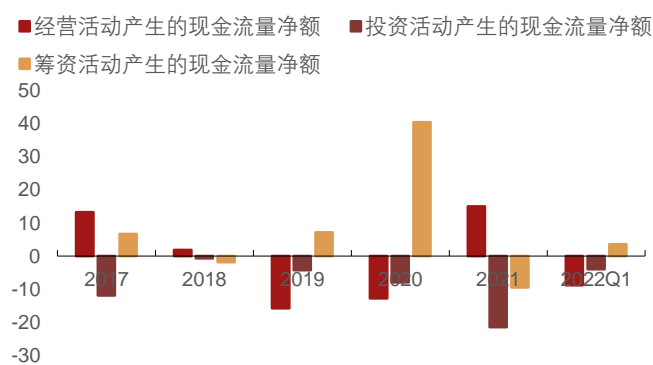


图 34 公司现金流情况

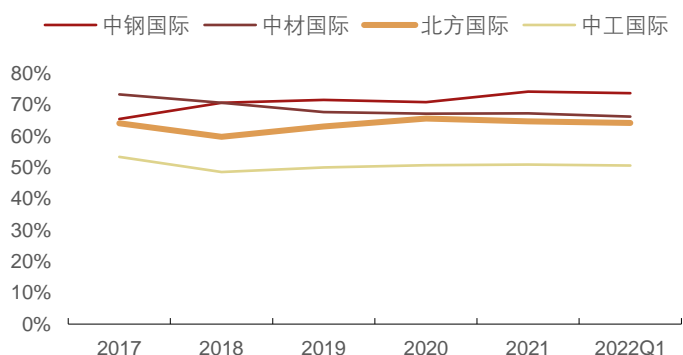


资料来源：iFinD、招商证券

资料来源：iFinD、招商证券

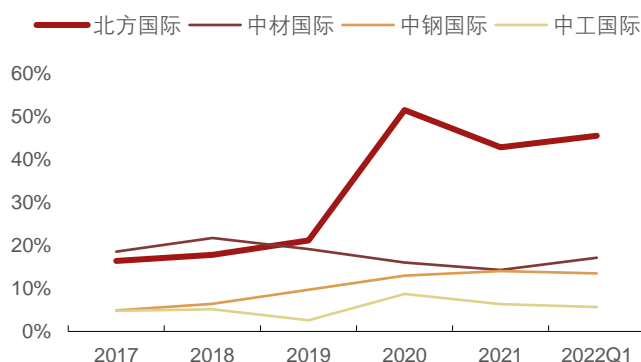
公司资产负债率处于行业中间水平。2020 年，为执行蒙古一体化项目，公司长期借款大幅增加，当年带息负债率从 2019 年的 21.17%，大幅同增 30.28 个百分点，到 51.45%，超过行业可比公司。2022 年一季度，公司资产负债率为 64.14%，同降 1.42 个百分点；带息负债率 45.50%，同降 5.88 个百分点，有所改善。由于公司五大一体化项目的资金需求较大，且运营时间较长，以高负债填补资金缺口不利于降低经营成本，今年 4 月公司配股发行 2.27 亿股，发行价格为 5.16 元/股，预计将降低资产负债率约 2-3 个百分点。随着配股资金进入，未来公司或将进一步减少债务资金，持续优化资产负债结构，同时利用注入资本金进一步激发发展潜力。

图 35 公司及可比公司资产负债率



资料来源：iFinD、招商证券

图 36 公司及可比公司带息负债率



资料来源：iFinD、招商证券

五、盈利预测与公司估值

1、盈利预测

我们对公司的营业收入及毛利率情况预测如下：

- 1) 销售收入预测：2022 年满都拉口岸通关情况有望改善，叠加焦煤价格高企，我们预测将带动公司货物贸易类收入的增长。同时，公司克罗地亚风电项目投入运营，假设全年能达到规划发电规模的 80%，且克罗地亚电价受欧洲能源危机及俄乌冲突的影响而持续保持高位，我们预计将为公司带来约 5.8 亿元的发电收入。此外，金属包装容器的销售有望保持去年的增速，货物代理保持前两年或由蒙古一体化项目运输带来的高增速。我们预计国际工程和国际工程业务保持之前的规模。综上，公司 2022 年营业收入有望迎来较好的增长；我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 170.25、181.71 和 198.49 亿元，分别同增 30%、7%、9%。
- 2) 毛利率预测：我们预测公司 2022 年的综合毛利率有 1.0 个百分点的提升，主受克罗地亚风电项目带动。货物贸易方面，虽然蒙古一体化项目的焦煤贸易毛利较好，但考虑到疫情下运输成本整体高企，保守预测维持去年水平。

综上，我们预测公司 200-2024 年的综合毛利率分别为 11.7%、13.2%和 14.4%。

表 11: 分业务营业收入预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
货物贸易						
销售收入	7338	7007	9949	10479	11527	12104
YoY	114%	-5%	42%	5%	10%	5%
毛利率	4.0%	5.1%	5.1%	7.0%	9.0%	9.0%
国际工程承包						
销售收入	3,685	3,451	3451	3451	3451	3451
YoY	-34%	-6%	0%	0%	0%	0%
毛利率	18.4%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
金属包装容器						
销售收入	1043	1162	1279	1406	1547	1702
YoY	3%	11%	10%	10%	10%	10%
毛利率	15.0%	13.7%	13.7%	13.0%	12.5%	12.0%
货运代理						
销售收入	490	793	1189	1486	1784	2141
YoY	55%	62%	50%	25%	20%	20%
毛利率	11.5%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
国内建筑工程						
销售收入	75	300	300	300	300	300
YoY	-82%	299%	0%	0%	0%	0%
毛利率	-3.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
发电收入						
销售收入	161	229	743	929	1115	2007
YoY	-20%	42%	225%	25%	20%	80%
毛利率	64.1%	75.0%	76.2%	76.7%	75.0%	70.0%
其他						
销售收入	59	107	113	118	124	131
YoY	-8%	82%	5%	5%	5%	5%
毛利率	7.7%	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%
合计						
销售收入	12851	13050	17025	18171	19849	21835
YoY	16%	2%	30%	7%	9%	10%
综合毛利率	10.0%	10.7%	11.7%	13.2%	14.4%	16.1%

资料来源: iFinD、招商证券

3) 费用率预测: 预计疫情反复下, 公司开展海外业务成本有所增长, 销售费用率及管理费用率上涨。公司财务费用率方面, 由于公司上半年配股融资, 实际募集资金 11.66 亿元, 计划用于补充流动资金及偿还借款, 假设全部用于偿还贷款, 公司期末长期贷款余额预计为 23.50 亿元,³2022 年财务费用率有望降低 1 个百分点。研发费用率方面, 随着公司发展新能源项目, 研发投入力度或将加大, 研发费用率小幅上升。

表 12: 费用率预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.6%	2.5%	3.0%	2.9%	2.9%
管理费用率	1.8%	2.1%	2.3%	2.3%	2.1%
财务费用率	-0.4%	1.2%	0.2%	0.2%	0.1%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

资料来源: iFinD、招商证券

4) 投资收益预测: 公司 2021 年投资收益大增主因处置交易性金融资产取得的投资收益增长。公司作为出口型企业

³ 假设长期贷款余额中 10%转一年内长期贷款

通过汇率管理在近两年均实现外汇净收益,假设公司处置交易性金融资产取得的投资收益以 5%的增速增长,2022 年公司有望实现 1.18 亿元投资收益。

表 13: 投资收益预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
投资收益	36	108	118	129	143
处置交易性金融资产取得的投资收益	25	94	98	103	108

资料来源: iFinD、公司年报、招商证券

综上,我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司净利润分别为 911、1162、1492 亿元,分别增长 46%、27%、28%,EPS 分别为 0.91、1.16、1.49 元/股。

表 14: 利润表预测

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12851	13050	17025	18171	19849
营业成本	11563	11655	15038	15777	16993
营业税金及附加	14	16	20	22	24
营业费用	330	325	511	518	566
管理费用	225	270	393	420	417
研发费用	15	16	38	45	54
财务费用	(47)	160	37	39	18
资产减值损失	(12)	10	10	11	12
公允价值变动收益	107	76	90	50	50
其他收益	15	5	3	3	3
投资收益	36	108	118	129	143
营业利润	896	808	1208	1544	1987
营业外收入	10	4	1	1	1
营业外支出	3	4	5	6	6
利润总额	903	807	1204	1539	1981
所得税	119	130	202	262	342
少数股东损益	33	53	90	115	148
归属于母公司净利润	751	624	911	1162	1492
EPS (元)	0.75	0.62	0.91	1.16	1.49

资料来源: iFinD、招商证券

2、公司估值

我们选取对外工程产业链上的两家企业,及参与海外新能源建设的中国电建、中国核建和中国能建,及建筑产业链上几家主营业务较为相似的共 7 家公司作为可比公司。从行业中位数来看,2022-2024 年的 PE 分别为 10.54、9.13、7.97 倍,对应 2022 年目标价约为 9.59 元/股。

表 15: 估值对比表

公司名称	PE		
	2022E	2023E	2024E
中钢国际	9.36	8.27	7.56
中材国际	9.73	8.37	7.21
中国电建	10.00	8.66	7.48
中国能建	11.07	9.60	8.45
中国核建	11.69	9.87	8.24
粤水电	23.44	19.49	14.80
中位数	10.54	9.13	7.97

资料来源: iFinD、招商证券

注：同行业公司 PE 预测取自 iFinD 一致预期

六、投资建议

公司深耕国际工程多年，以 EPC 向投建营一体化、产业链一体化转型升级扎实推动，转型项目极具战略眼光，两大一体化项目孵化期基本结束，将推动公司营收增长进入快车道。今年美联储加息，美元升值，人民币贬值，有利于增加公司汇兑收益。综上，预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.91、1.16、1.49 元/股，给予公司 PE 为 10.54 倍，对应目标价约为 9.59 元/股，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

七、风险提示

- 1、电价变动风险：**未来若俄罗斯加大对欧洲的天然气供应，欧洲能源危机缓解，克罗地亚的售电价格或无法维持高位，影响项目运营收入。
- 2、汇率风险：**公司三大运营类项目皆在海外，且运营周期普遍超过 20 年，且项目运行后收入将以当地货币结算，存在一定的汇率风险。
- 3、通关不及预期：**蒙古一体化项目的大宗商品贸易收入高度依赖于满都拉口岸的通关情况。疫情反复下，焦煤通关能力或持续无法恢复疫情前水平，影响公司的盈利情况。
- 4、回款风险：**公司有较多对外业务开展于新兴市场，疫情下，许多国家债务危机加重，或影响其支付能力，从而影响公司项目回款。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	12593	11776	14200	13906	15388
现金	4940	3747	4104	4013	4644
交易性投资	202	344	200	200	200
应收票据	60	132	173	184	201
应收款项	3153	3799	4926	4516	4932
其它应收款	206	251	328	273	298
存货	667	991	1264	1326	1428
其他	3365	2511	3206	3395	3684
非流动资产	5489	7567	6850	7626	8355
长期股权投资	147	1103	1103	1103	1103
固定资产	792	1903	2969	3964	4895
无形资产商誉	1673	1587	1429	1286	1157
其他	2877	2975	1350	1274	1201
资产总计	18081	19344	21051	21533	23743
流动负债	7285	7920	10094	9809	10941
短期借款	1351	644	250	238	226
应付账款	4854	6117	8271	8244	9346
预收账款	475	592	902	805	867
其他	605	566	671	523	502
长期负债	4569	4582	2885	2650	2438
长期借款	4045	3907	2350	2115	1903
其他	525	675	536	535	535
负债合计	11854	12502	12980	12459	13379
股本	770	774	1002	1002	1002
资本公积金	1064	1091	1091	1091	1091
留存收益	3790	4347	5259	6147	7290
少数股东权益	604	629	720	835	982
归属于母公司所有者权益	5623	6212	7351	8239	9383
负债及权益合计	18081	19344	21051	21533	23743

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(1274)	1497	1333	1569	2178
净利润	784	677	1002	1277	1639
折旧摊销	146	152	287	341	392
财务费用	(33)	316	37	39	18
投资收益	(36)	(108)	(211)	(182)	(196)
营运资金变动	(2153)	445	192	88	313
其它	18	15	26	7	12
投资活动现金流	(796)	(2144)	776	(943)	(933)
资本支出	(783)	(699)	(1201)	(1201)	(1201)
其他投资	(14)	(1445)	1977	257	268
筹资活动现金流	4040	(950)	(1752)	(716)	(614)
借款变动	3968	(960)	(1804)	(403)	(247)
普通股增加	0	5	227	0	0
资本公积增加	0	27	0	0	0
股利分配	0	0	0	(273)	(349)
其他	73	(22)	(176)	(40)	(18)
现金净增加额	1970	(1596)	357	(90)	631

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12851	13050	17025	18171	19849
营业成本	11563	11655	15038	15777	16993
营业税金及附加	14	16	20	22	24
营业费用	330	325	511	518	566
管理费用	225	270	393	420	417
研发费用	15	16	38	45	54
财务费用	(47)	160	37	39	18
资产减值损失	(12)	10	10	11	12
公允价值变动收益	107	76	90	50	50
其他收益	15	5	3	3	3
投资收益	36	108	118	129	143
营业利润	896	808	1208	1544	1987
营业外收入	10	4	1	1	1
营业外支出	3	4	5	6	6
利润总额	903	807	1204	1539	1981
所得税	119	130	202	262	342
少数股东损益	33	53	90	115	148
归属于母公司净利润	751	624	911	1162	1492

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	16%	2%	30%	7%	9%
营业利润	5%	-10%	50%	28%	29%
归母净利润	6%	-17%	46%	27%	28%
获利能力					
毛利率	10.0%	10.7%	11.7%	13.2%	14.4%
净利率	5.8%	4.8%	5.4%	6.4%	7.5%
ROE	14.2%	10.5%	13.4%	14.9%	16.9%
ROIC	7.8%	6.7%	8.9%	11.3%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	65.6%	64.6%	61.7%	57.9%	56.3%
净负债比率	31.2%	24.8%	14.2%	12.0%	9.9%
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	18.9	14.1	13.3	12.2	12.3
应收账款周转率	3.3	3.7	3.8	3.7	4.0
应付账款周转率	2.0	2.1	2.1	1.9	1.9
每股资料(元)					
EPS	0.75	0.62	0.91	1.16	1.49
每股经营净现金	-1.27	1.49	1.33	1.57	2.17
每股净资产	5.61	6.20	7.34	8.23	9.37
每股股利	0.00	0.00	0.27	0.35	0.45
估值比率					
PE	9.9	11.9	8.1	6.4	5.0
PB	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	18.2	16.1	11.1	8.8	7.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

唐笑：12年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021年加入招商证券，现为建筑和钢铁首席分析师。

岳恒宇：CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7年建筑工程行业研究经验，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

贾宏坤：CFA，FRM，同济大学工学硕士，曾就职于天风证券，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。