

### ➤ 公司简介

1986年设立，1998年于深交所上市。作为实施国家“一带一路”战略的先锋骨干团队，近年来步实现从传统 EPC 总承包模式向能源项目投建营一体化转变。北方工业为公司开拓海外市场赋能，其矿产、石油等业务具备协同效应。

### ➤ 蒙煤一体化运营：贸易单吨利润景气

煤炭是蒙古国核心资源，是蒙古国出口核心矿产品。澳煤进口受限以来，蒙古国已成为我国焦煤进口最重要来源，2022-2023年蒙古国焦煤进口量占我国比重分别达40%、53%。蒙古国焦煤产量弹性主要源于出口，**2023年1-11月蒙古国焦煤出口量达6235万吨，同比+129%**，主因系23Q3起国内焦煤价格回暖（供给端焦煤增量相较动力煤更为短缺，需求端下游钢材2023年出口同比+34.1%，东南亚、中东进口景气），由于蒙煤进口与国内焦煤仍存在一定价差、贸易商存在一定利润空间，因此进口蒙煤需求旺盛，**中蒙口岸23H2进口量明显上升，后续跨境铁路完工后运力仍有提升空间**。公司蒙煤业务包括采矿、运输、通关仓储、贸易服务，绝大部分收入及利润由贸易贡献。

### ➤ 电力一体化运营：克罗地亚风电+待投产孟加拉煤电贡献业绩弹性

目前公司已运营的电力一体化项目为克罗地亚塞尼风电项目+老挝南湃水电站项目，孟加拉博杜煤电项目预计将于24H2投产运营。**(1) 克罗地亚风电**：2022年以来克罗地亚电价高企，主因系欧洲能源危机影响，2023年克罗地亚电价回落到较为合理水平。营业成本主要为折旧费用，因此**利润弹性主要来自于电价波动**，23H1单位净利0.37元/度。

**(2) 老挝水电**：业绩贡献占比相对较小，2022年公司老挝水电项目发电4.17亿度，净利润为1222万元；**(3) 孟加拉火电**：预计将于24H2投产运营，我们测算，平均情况下孟加拉煤电项目有望贡献归母净利润2.48亿元。

### ➤ 对标嘉友国际，转型运营+估值具备较强预期差

公司逐步实现从传统 EPC 总承包模式向能源项目投建营一体化转变，①收入及归母净利润占比方面，一体化项目运营业务已是公司业绩成长的关键动力，②单一运营业务可能存在利润波动问题，多项目运营实现有效对冲。**过往成功的一体化项目为公司其他国家获取一体化项目**（电力一体化项目在运营2家+待投产1家）+**在该国后续工程中标带来优势**（例如蒙煤项目投产后，公司在蒙古国后续又陆续中标 EPC 承包项目）。

**对比嘉友国际与北方国际的转型之路**，我们认为两者在商业模式、可复制性、业绩弹性等角度具备较强可对标性，**2022年后嘉友国际业绩逐季度超预期**，是其股价取得明显超额收益的关键因素（估值提升同样是关键因素，近3年PE-TTM从11X提升至目前的15X）。我们看待公司业绩释放过程，**中短期23Q2以来蒙煤贸易单吨利润维持高景气，中长期孟加拉火电业务2025年带来的业绩弹性以及潜在可能落地的一体化项目**。

➤ **投资建议**：我们看好公司①蒙煤贸易量、价持续景气，后续催化包括焦煤供需持续偏紧+口岸运力仍有提升空间，②孟加拉煤电项目预计于24H2投产，添厚电力一体化运营业绩弹性，③一体化项目为后续工程中标带来优势，期待模式陆续复制，④对标嘉友国际，转型运营+估值预期差。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为8.80、10.72和12.48亿元，现价对应动态PE分别为12x、10x、9x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**：焦煤贸易量及价格波动风险；克罗地亚电价波动风险；孟加拉火电项目落地不及预期；汇率波动超预期；海外 EPC 及一体化项目订单落地不及预期；应收账款风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	13,433	18,691	21,538	24,443
增长率 (%)	2.9	39.1	15.2	13.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	636	880	1,072	1,248
增长率 (%)	2.0	38.4	21.8	16.4
每股收益 (元)	0.63	0.88	1.07	1.25
PE	17	12	10	9
PB	1.4	1.3	1.2	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年2月22日收盘价）

## 推荐

首次评级

当前价格：

10.89元


**分析师 李阳**

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang\_yj@mszq.com

**研究助理 赵铭**

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming\_yj@mszq.com

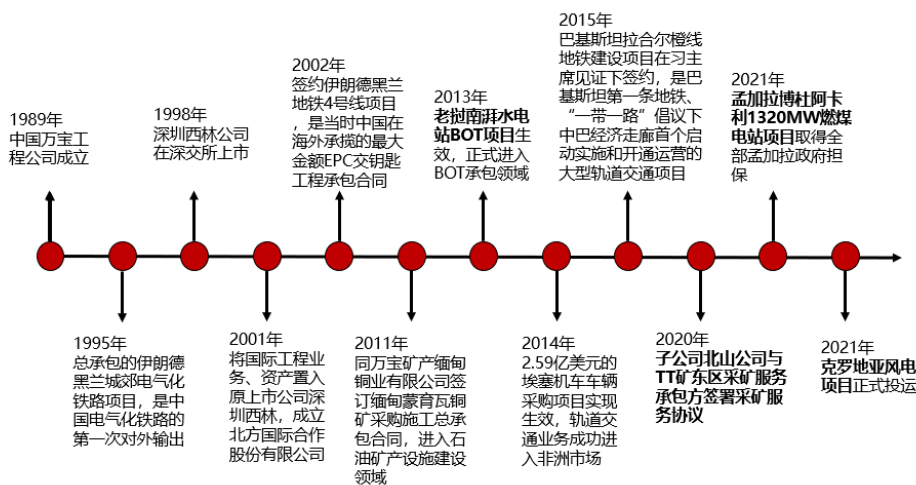
# 目录

<b>1 公司简介</b>	<b>3</b>
<b>2 蒙煤一体化运营：量、价处于景气区间</b>	<b>8</b>
2.1 煤炭是蒙古国核心资源，2023 年对我国出口高增	8
2.2 23H2 焦煤价格上涨，贸易商单吨净利修复	9
2.3 口岸 23H2 进口量明显上升，跨境铁路完工后运力仍有提升空间	14
2.4 一体化项目主要利润由贸易业务提供	16
<b>3 电力一体化运营：克罗地亚风电+待投孟加拉煤电，贡献业绩弹性</b>	<b>19</b>
3.1 克罗地亚风电：利润弹性主要来自于电价波动	19
3.2 老挝水电：业绩贡献尚且偏低	20
3.3 孟加拉火电：年发电量约 85.8 亿度，预计 24H2 投产运营	21
<b>4 对标嘉友国际，转型运营+估值预期差</b>	<b>23</b>
4.1 能源项目投建营一体化转型见效	23
4.2 一体化项目反哺 EPC 工程中标	25
4.3 对标嘉友国际，期待戴维斯双升	27
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>31</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	31
5.2 估值分析及投资建议	32
<b>6 风险提示</b>	<b>34</b>
<b>插图目录</b>	<b>36</b>
<b>表格目录</b>	<b>36</b>

## 1 公司简介

北方国际，成立于1986年，1998年于深交所上市。公司作为实施国家“一带一路”战略的先锋骨干团队以及控股公司北方工业的国际工程业务平台，专注国际市场经营。近年来逐步实现从传统EPC总承包模式向能源项目投建营一体化转变，目前在运营项目包括蒙古国焦煤+克罗地亚风电+老挝水电，孟加拉火电项目预计将于24H2投产运营。

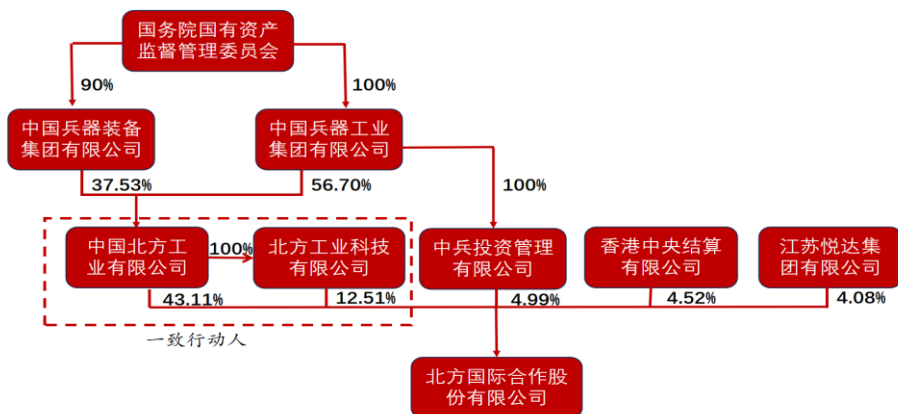
图1：北方国际历史沿革（加粗为投建营一体化项目）



资料来源：公司官网，民生证券研究院绘制

股权结构方面，截至23Q3，公司实控人为中国北方工业有限公司，北方工业直接持股43.11%，并通过北方工业科技间接持股12.51%，合计持股55.62%。北方工业实控人为国务院国资委。中国兵器工业集团、中国兵器装备集团、国新发展投资分别持股北方工业56.7%、37.53%、5.76%。

图2：北方国际股权结构（截至23Q3）



资料来源：iFind，民生证券研究院

北方工业为公司开拓海外市场赋能，其矿产、石油等业务具备协同效应。公司控股股东北方工业是我国军贸事业开拓者和领先者、推进共建“一带一路”倡议重要团队、兵器行业国际化经营主力军，2022年北方工业销售收入突破2400亿元、海外投资总额超100亿美元，海外收入、利润、资产、人员占比分别超90%、80%、70%、60%。除国际工程（北方国际主业）外，北方工业下属业务包括矿产、石油、民爆等：

- **矿产**：目前已初步建成一批大型矿产资源开发基地，例如刚果（金）卡莫亚铜钴矿、刚果（金）庞比铜矿项目等，**两大刚果（金）矿产项目均为北方国际 EPC 承包**；
- **石油**：由振华石油控股经营，主要从事油气产业投资、油气勘探开发、国际油气贸易、油品储运、石油炼化等业务，代表项目包括伊拉克艾哈代布油田、阿联酋阿布扎比陆上油田、巴基斯坦勘探项目等，**北方国际于伊拉克、阿联酋、巴基斯坦等国均有 EPC 承包项目**；
- **民爆**：依托兵器行业全产业链优势，目前已在全球 10 个国家投资运营 12 个项目，其中包括蒙古国 ETT 煤矿穿爆项目、刚果（金）卡莫亚铜钴矿穿爆项目等。

图3：北方工业矿产产业代表项目



资料来源：北方工业官网，民生证券研究院

图4：北方工业石油产业代表项目



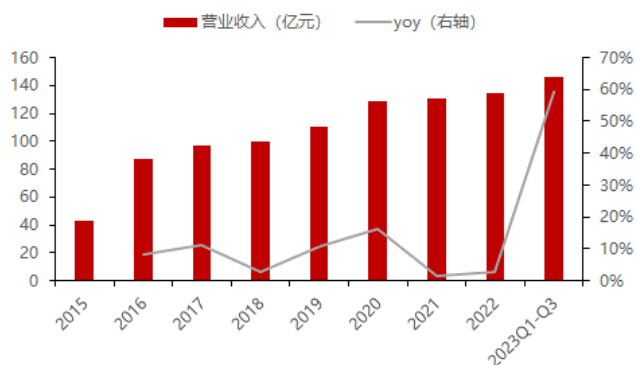
资料来源：北方工业官网，民生证券研究院

2016 年公司进行重大资产重组，整合控股股东北方工业内部多项民品优质资产，包括北方车辆、北方物流、北方机电、北方新能源、深圳华特。

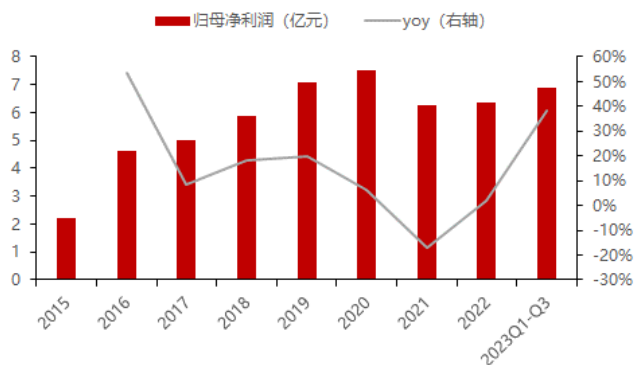
整合落地后，2016-2022 年公司营收从 87.62 亿元增至 134.33 亿元，CAGR 为 7.38%，整体保持稳健增长。**23Q1-Q3 营收实现 146.30 亿元，同比 +59.15%，主因蒙古国项目、孟加拉项目执行情况良好。**例如蒙古国承接 EPC 项目 530km 原油管线项目于 2023 年 4 月举行开工典礼，洗煤厂项目总体进度完成近 40%；孟加拉燃煤火电站项目截至 23H1 累计进度完成 75%。

2016-2022 年公司归母净利从 4.61 亿元增至 6.36 亿元，CAGR 为 5.51%，

其中 2017-2019 年保持稳健增长，2020-2022 年业绩有所波动，预计主要受公共卫生事件、海外项目落地周期变长等因素影响。**23Q1-Q3 公司归母净利润达 6.91 亿元，同比+38.45%，扣非后归母净利润为 7.08 亿元，同比+7.37%。**

**图5：2015-2023Q1-Q3 公司营收及 yoy**


资料来源：iFind，民生证券研究院

**图6：2015-2023Q1-Q3 公司归母净利及 yoy**


资料来源：iFind，民生证券研究院

**业务结构方面**，2022 年公司货物贸易收入占比 52%、国际工程承包 19%、金属包装容器销售 8%、货运代理 7%、发电收入 7%、国内建筑工程 5.7%。2023H1 比例分别为 56%、31%、5%、4%、3%、1%。

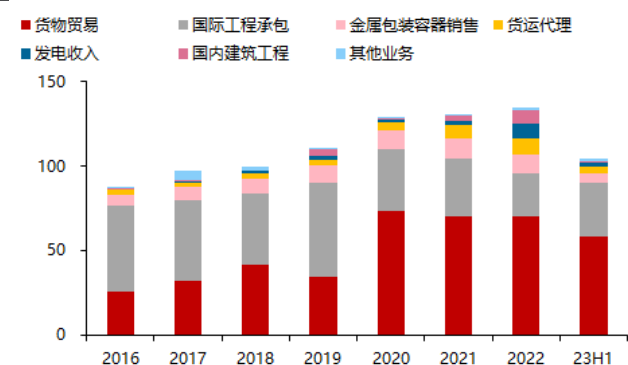
**货物贸易**：主要包括大宗商品贸易（蒙古国焦煤一体化项目的贸易环节，控股子公司元北国际负责）、重型装备出口贸易（全资子公司北方车辆负责）、物流自动化设备系统集成服务（控股子公司北方机电负责）、太阳能产品贸易及新能源项目开发（控股子公司北方新能源负责）。2016-2022 年收入 CAGR 达 18.5%，其中 **2020 年收入同比+114.2%，主因系 2020 年起蒙古国焦煤贸易开始贡献收入**。2022 年收入 70.31 亿元，同比+0.3%。货物贸易毛利率整体偏低，2022 年毛利率 8.82%，23H1 毛利率 3.76%，主因系 23Q2 蒙煤现价环比出现明显跌幅、贸易价差收窄至负数。

**国际工程承包**：公司原主要业务，2020-2022 年公司国际工程承包业务收入逐年下降，主要受公共卫生事件、海外项目落地周期变长等因素影响，2022 年收入为 25.42 亿元，同比-26.3%，23H1 公司国际工程承包业务收入 32.30 亿元，同比+313%，主因系重大投资/EPC 项目加速推进。2022 年毛利率 6.70%，23H1 毛利率 10.16%。

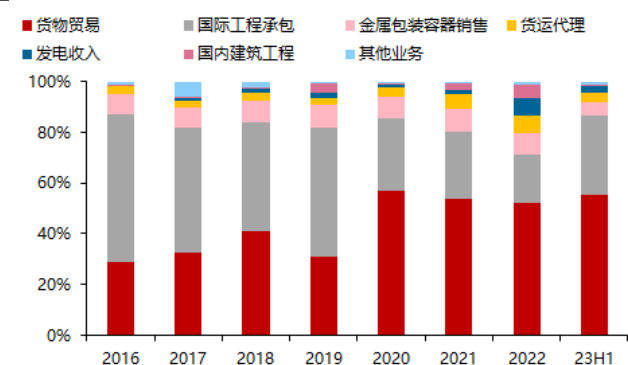
**发电**：主要包括克罗地亚塞尼风电+老挝南湃水电站的运营收入。**2022 年收入为 9.24 亿元，同比+303.9%**，主因系克罗地亚风电项目 2021 年投入试运营、2022 年贡献全年发电量，同时受益欧洲能源紧缺、电价高涨。**发电业务毛利率高**，主因系成本主要为折旧、而利润弹性主要来自电价波动，2022 年毛利率 80.78%，23H1 毛利率 73.47%。

**金属包装容器销售：**控股子公司深圳华特主要从事各类马口铁包装容器的生产和销售，产品广泛应用于食品、工业化工、日用化工等领域。2016-2022 年收入 CAGR 为 8.3%，**2022 年收入为 11.12 亿元，同比-4.4%**。金属包装容器销售业务 2022 年毛利率 10.81%，23H1 毛利率 16.02%。

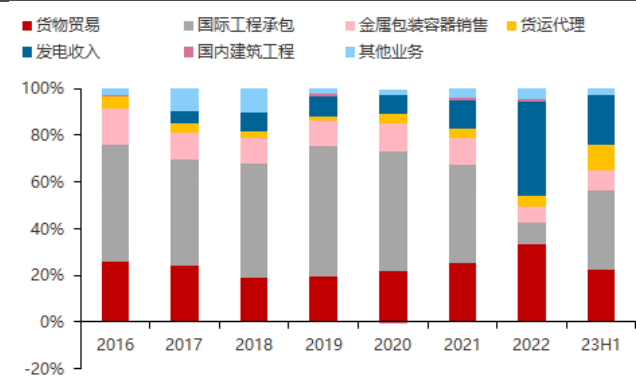
**货运代理：**控股子公司北方物流提供、以跨境综合物流为主的综合国际货运代理以及贸易物流服务。2016-2022 年收入 CAGR 达 24.3%，**2022 年收入为 9.25 亿元，同比+16.7%**。货运代理业务 2022 年毛利率 9.15%。

**图7：公司分业务营收（亿元）**


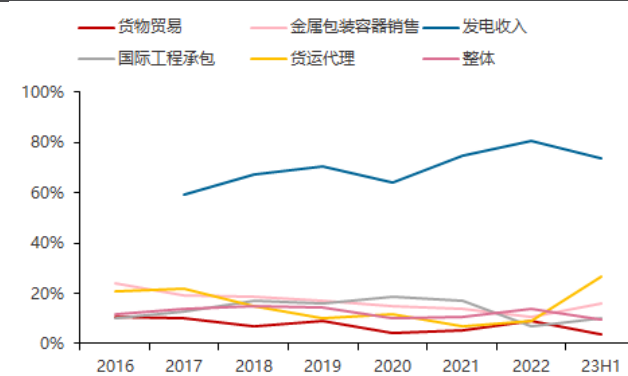
资料来源：iFind，民生证券研究院

**图8：公司分业务营收占比**


资料来源：iFind，民生证券研究院

**图9：公司分业务毛利占比**


资料来源：iFind，民生证券研究院

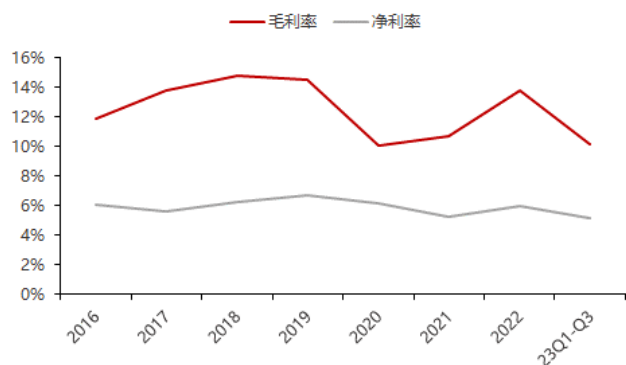
**图10：公司各业务毛利率**


资料来源：iFind，民生证券研究院

**盈利能力方面，**公司主营业务较多，导致各年度间毛利率整体略有波动。2022 年公司毛利率为 13.74%，同比+3.05pct，主因系高毛利的发电业务收入同比+303.9%，同时收入体量最大的货物贸易业务毛利率从 2021 年的 5.05% 提升至 2022 年的 8.82%。23Q1-Q3 毛利率为 10.12%；2016 年整合以来净利率整体在 5-7% 之间波动，2022 年净利率 5.98%，23Q1-Q3 净利率 5.15%。

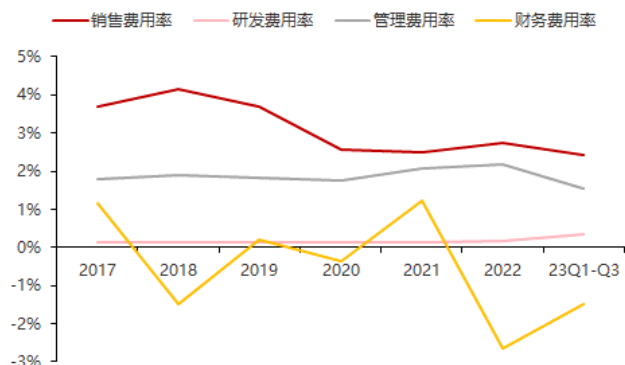
**费用率方面，**①2020 年以来公司销售费用率呈下降趋势，23Q1-Q3 销售费用率为 2.41%，②管理及研发费用率整体平稳；③财务费用率波动较大，主因系公司主要收入来自海外，外币汇率波动带来的汇兑损益影响较大。

图11: 公司毛利率、销售净利率



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图12: 公司各项费用率



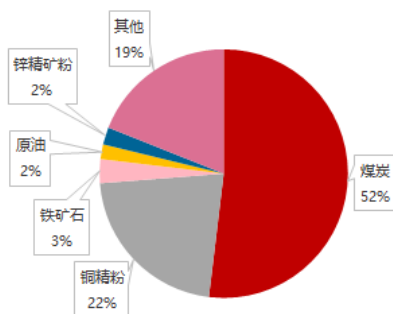
资料来源: iFind, 民生证券研究院

## 2 蒙煤一体化运营：量、价处于景气区间

### 2.1 煤炭是蒙古国核心资源，2023 年对我国出口高增

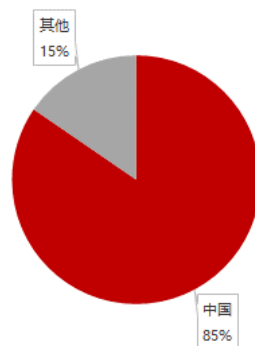
煤炭是蒙古国核心资源，是蒙古国出口核心矿产品。2022 年采矿业占蒙古国 GDP 比重达 28.1%，是蒙古国经济的最大支撑部分+外汇储备获取的主要方式。2022 年蒙古国出口总额 125 亿美元，其中煤炭出口金额 64.9 亿美元，占比达 52%。蒙古国绝大部分出口为中国，2022 年对华出口额 105.7 亿美元，占蒙古国整体出口比重达 84.6%。

图13：煤炭出口金额占蒙古国总出口额的 52%



资料来源：蒙古国家统计局，民生证券研究院

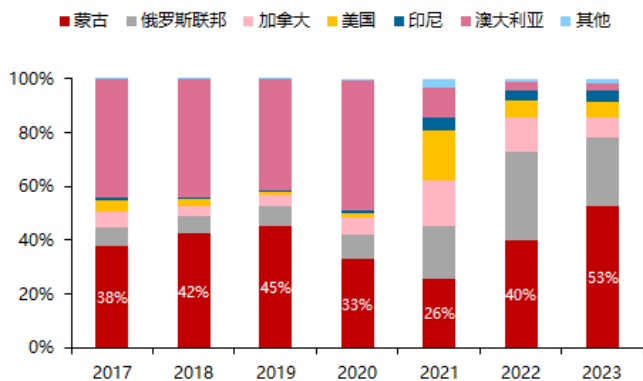
图14：中国占蒙古国整体出口比重达 84.6%



资料来源：蒙古国家统计局，民生证券研究院

在澳煤进口受限的窗口，蒙古国成为我国焦煤进口最重要来源。我国焦煤主要进口国包括蒙古国、俄罗斯联邦、加拿大、美国、印尼、澳大利亚等，2020 年及以前，澳大利亚是我国最大的焦煤进口国。2020 年 10 月澳煤进口受限后，蒙古国进口占比迅速提升，2022-2023 年蒙古国焦煤进口量占我国比重分别达 40%、53%。

图15：我国焦煤进口按国别拆分



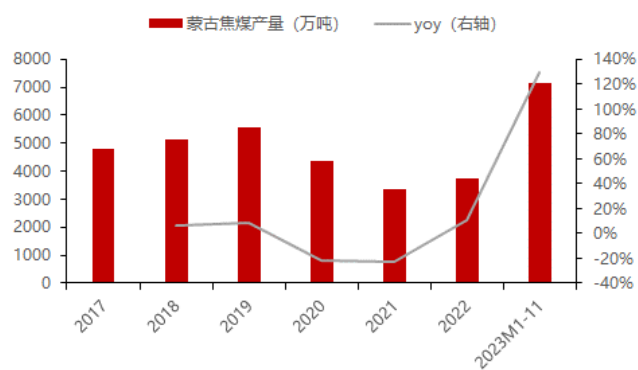
资料来源：iFind，民生证券研究院



### 蒙古国焦煤产量弹性主要取决于出口：

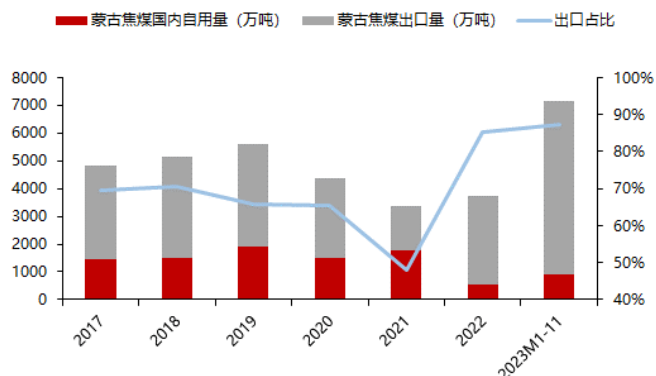
- 2017-2019 年蒙古国焦煤自用量维持在 1500-2000 万吨，出口量分别为 3340、3627、3660 万吨，保持稳中有升；
- 公共卫生事件等因素影响，2020-2021 年蒙古国焦煤出口出现较大幅度下降，出口量分别为 2868、1612 万吨，同比降幅分别为 22%、44%；2020 年 10 月起澳煤进口受限、2023 年初解除，但 2023 年澳煤进口占比仅为 3%（2020 年为 48%），部分进口需求转向蒙古国；
- 随着通关口岸逐步放开，2022 年蒙古国焦煤出口量为 3181 万吨，同比 +97%，恢复至 2019 年出口量的 87%。
- **2023 年 1-11 月蒙古国焦煤出口量达 6235 万吨，同比+129%，判断主因系：**①23Q3 起国内焦煤价格回暖，蒙古国焦煤成本具备明显优势，由于蒙煤进口与国内焦煤仍存在一定价差、贸易商存在一定利润空间，因此我国进口蒙煤需求旺盛；②随着公共卫生事件等因素消除，中蒙通关口岸过货能力和效率明显提升，尤其是 23H2 蒙古国炼焦煤进口量明显上升；③部分取代澳煤。

图16：2023 年 1-11 月蒙古国焦煤产量同比+87%



资料来源：Mysteel，蒙古国统计局，民生证券研究院

图17：蒙古焦煤产量弹性主要来源于出口



资料来源：Mysteel，蒙古国统计局，民生证券研究院

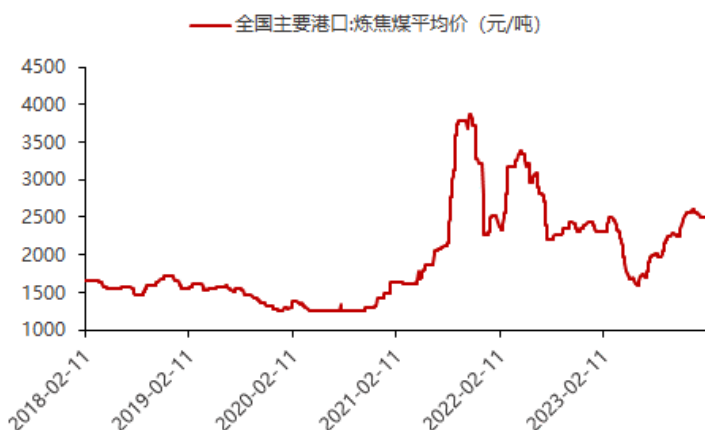
## 2.2 23H2 焦煤价格上涨，贸易商单吨净利修复

复盘 2023 年焦煤价格，全年价格呈现“V 型”趋势：

- 受焦煤进口冲击+下游焦炭需求回落的影响，23Q2 焦煤价格明显下滑，23Q2 全国主要港口炼焦煤均价 1817 元/吨，同比-42.6%、环比-23.9%；
- 23H2 焦煤价格呈现“V 型反转”，23Q3-Q4 全国主要港口炼焦煤平均

价分别为 1982、2427 元/吨，价格环比分别为+9%、+22.5%。

图18：我国主要港口炼焦煤平均价

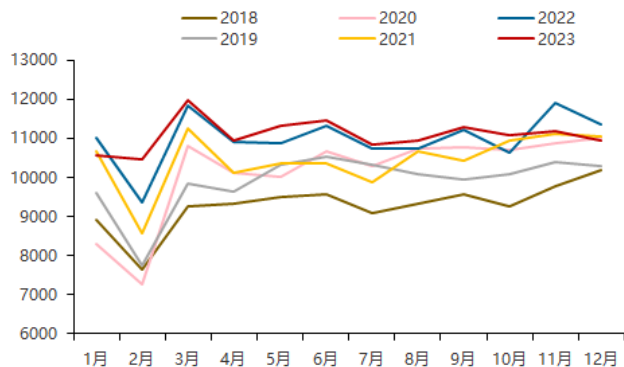


资料来源：iFind，民生证券研究院

**供给端：**2023 年我国炼焦煤产量 13.3 亿吨，同比+0.9%，同期我国原煤产量同比+2.9%，即**炼焦煤供给增量偏少，动力煤新增产能更多。**

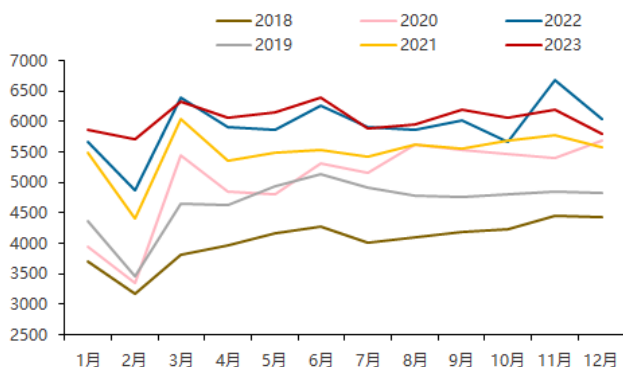
- 煤炭保供主要针对电力能源的动力煤，炼焦煤新增产能有限。根据 2022 年 6 月应急管理部、国家矿山安监局、国家发改委、国家能源局共同出台的《关于加强煤炭先进产能核定工作的通知》，要求核增产能煤矿要积极承担电煤增产保供责任，核增产能形成的新增产能必须全部按国家政策签订电煤中长期合同，即新能源发电存在消纳、不稳定等问题的背景下，国家重启煤电资本开支，**但本轮煤炭增产保供政策主要针对发电侧的动力煤而非焦煤。**例如根据中国煤炭资源网数据，2021-2022 年全国煤炭净新增产能共 6.43 亿吨，其中炼焦煤净新增产能 0.73 亿吨，占比仅为 11.4%，也远低于炼焦煤储量占比（2022 年我国已探明炼焦煤储量仅占煤炭总储量的 20-25%）和产量占比（2023 年产量占比为 28.5%）；
- 炼焦煤主产区山西，安全生产事故频发，增产难度大。2023 年山西炼焦煤产量 7.26 亿吨，占全国比例达 54.6%。2023 年截至 11 月 18 日，山西省共发生矿山生产安全事故 103 起、遇难 119 人。2023 年 11 月出台《国务院安委会办公室对山西省矿山安全生产帮扶指导工作方案》，预计安全监管会持续加强，也会持续带来停产压力、减产压力。2023 年山西炼焦煤产量同比+2.1%。

图19: 2023 年我国炼焦烟煤产量月度数据 (万吨)



资料来源: 国家统计局, 煤炭资源网, 民生证券研究院

图20: 2023 年山西省炼焦烟煤产量月度数据 (万吨)

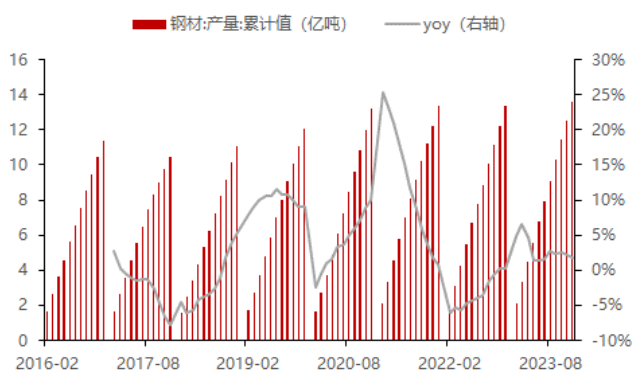


资料来源: 国家统计局, 煤炭资源网, 民生证券研究院

**需求端:** 焦煤下游为钢铁产业链 (焦煤——>焦炭——>生铁——>钢坯——>钢材), 其中, 生产 1 吨焦炭约消耗炼焦煤 1.4 吨, 冶炼 1 吨铁水约消耗 1.6 吨铁精矿+0.5 吨焦炭。

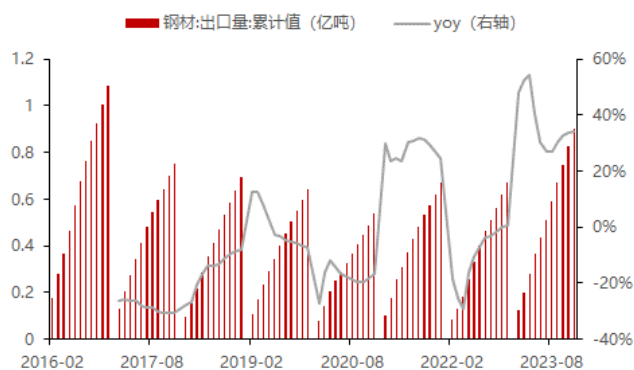
钢材下游需求集中在建筑 (占比 54%, 其中地产: 基建用钢量约为 2:1)、机械 (占比 21%)、电力 (占比 11%)、汽车 (占比 7%) 等领域, 在房地产新开工面积大幅下滑的背景下, 根据 2022、2023 年产量分别为 13.4、13.6 亿吨测算, 2023 年同比增速约 1.67%。除基建用钢部分对冲地产下行, 和新能源汽车、船舶等拉动外, 建议重点关注钢材出口对冲国内市场压力, 2023 年我国钢材出口量 (9026 万吨) 同比+34.1%, 主要出口国家为东南亚 (越南、泰国、菲律宾、印尼、印度、马来西亚)、中东 (阿联酋、沙特)。

图21: 2023 年我国钢材产量 13.63 亿吨, 同比+5.2%



资料来源: 国家统计局, iFind, 民生证券研究院

图22: 2023 年我国钢材出口量 9026 万吨, 同比+34.1%



资料来源: 海关总署, iFind, 民生证券研究院

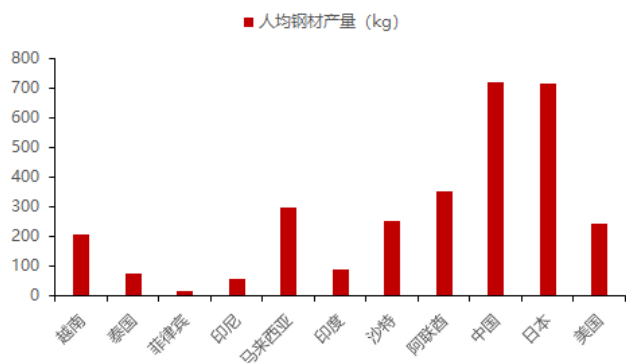
**表1: 2023年1-11月中国钢材目的市场出口量及同比增速**

排名	国家	出口量 (万吨)	同比增速
1	越南	837.42	63.5%
2	韩国	777.04	32.1%
3	泰国	436.47	25.4%
4	菲律宾	399.24	8.4%
5	土耳其	370.74	69.2%
6	阿联酋	340.85	87.2%
7	印尼	336.60	30.1%
8	沙特	302.89	47.8%
9	印度	252.34	85.0%
10	马来西亚	193.08	43.0%

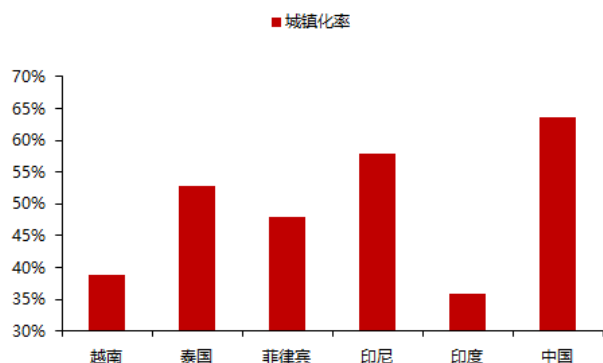
资料来源: Mysteel, 民生证券研究院

东南亚各国除马来西亚外, **人均钢材产量均明显低于世界平均水平** (2022年为230kg), 例如2022年越南人均钢材产量为204kg、印度为88kg、泰国为74kg、印尼为57kg、菲律宾为13kg。人均粗钢消费量与各国工业化程度、基础设施建设、经济结构等多种因素相关, **当前东南亚各国城镇化率普遍低于我国及发达国家**, 人均钢材消费量增长潜力较大。

以印度为例,《国家钢铁政策2017》中提出,到2030年印度将实现粗钢产能3亿吨、粗钢产量2.55亿吨、人均粗钢消费量达160kg。2023年印度粗钢产量为1.37亿吨,假设2030年印度实现其2.55亿吨粗钢产量目标,则**2023-2030年印度粗钢产量CAGR将达9.3%**。

**图23: 东南亚各国人均钢材产量远低于中国、日本**


资料来源: 国家统计局, iFind, 民生证券研究院

**图24: 东南亚各国城镇化率仍有提升空间**


资料来源: 海关总署, iFind, 民生证券研究院

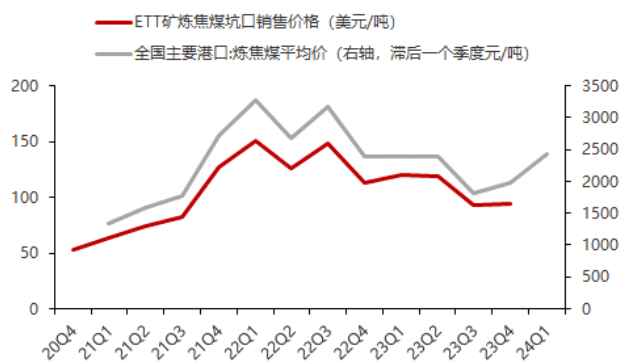
2023年1-11月蒙古国焦煤出口量达6235万吨, 同比+129%, 其中23H2国内焦煤价格呈现“V型”趋势, 由于国内焦煤价格上涨, 蒙煤进口与国内焦煤

存在一定价差，贸易商存在一定利润空间：

目前蒙古国进口焦煤的中国贸易商主要为北方国际、中国铝业、易大宗、嘉友国际等企业，通过预付煤款、煤矿基础设施建设、公路建设等投资，与蒙古国相关煤矿企业签订长协合同。由于①蒙煤绝大部分出口至中国，②蒙煤与我国贸易商主要采用坑口长协、季度定价的模式，因此**蒙煤（如 ETT 矿）炼焦煤坑口销售价格与国内焦煤价格滞后一个季度的相关性较强。**

注：本文所采用的坑口长协价为 Mysteel 统计国内主流蒙煤贸易企业（如北方国际、中国铝业、易大宗、嘉友国际等）的平均价格，而各家蒙煤贸易企业实际坑口长协价存在出入，因此本文坑口长协价并不代表北方国际实际拿货价格

图25：ETT 矿炼焦煤坑口销售价格与国内焦煤价格



资料来源：Mysteel, iFind, 民生证券研究院

由于蒙煤与我国贸易商主要采用坑口长协、季度定价的模式，**导致中国贸易商各季度间单吨净利润波动较大**，以北方国际为例：

- ETT 矿炼焦煤坑口销售价格于 23Q2 环比尚未调整（因国内炼焦煤价格 23Q1 环比保持稳定），但受焦煤进口冲击+下游焦炭需求回落的影响，23Q2 我国主要港口炼焦煤平均价为 1817 元/吨，环比-23.9%。贸易价差收窄至负数，因此 23H1 北方国际贸易业务净利润为-6192 万元；
- ETT 矿炼焦煤坑口销售价格于 23Q3-Q4 环比保持平稳，而 23H2 国内焦煤价格呈现“V 型”趋势、甘其毛都进口蒙煤价格上涨，我们测算，扣除运费及其他费用后，**23Q3-Q4 北方国际蒙煤贸易单吨净利润预计可达 200-300 元，保持较高利润。**

表2：我们测算 23Q3-Q4 北方国际蒙煤贸易单吨净利润达 200-300 元

	23Q3	23Q4
坑口长协价 (美元/吨)	92.83	94
汇率均值	7.17	7.14
坑口长协价 (元/吨)	666	671
中盘运费 (元/吨)	80	80

短盘运费 (元/吨)	170	320
增值税	13%	13%
其他费用	60	60
<b>贸易商进口蒙煤完全成本 (元/吨)</b>	<b>1095</b>	<b>1271</b>
<b>甘其毛都进口蒙煤价格 (元/吨)</b>	<b>1300</b>	<b>1570</b>
<b>贸易商利润 (元/吨)</b>	<b>205</b>	<b>299</b>

资料来源: Mysteel, iFind, 民生证券研究院测算

注: 其他费用包含仓储、通关等费用, 为假设值

## 2.3 口岸 23H2 进口量明显上升, 跨境铁路完工后运力仍有提升空间

中蒙现存口岸共 18 个, 除二连浩特为公路、铁路双用口岸外, 其余均为陆路口岸。我国主要进口蒙煤的口岸有甘其毛都、满都拉以及策克, 其中甘其毛都口岸是中蒙原煤贸易最大的公路口岸。**我们预计短期内中蒙煤炭贸易仍将以公路运输为主:**

- **公路:** 截至 2021 年末, 蒙古国公路总里程约 11.9 万公里, 其中铺装公路 1.1 万公里, 公路运输存在运输成本高、效率低、运量受限等问题;
- **铁路:** 蒙古国境内现有铁路均使用俄罗斯标准的 1520mm 宽轨铁路, 不能直接同中国境内的 1435mm 标轨铁路对接, 致使货物运输到两国边境后需进行车厢换装, 贸易成本及运输时间增加, 大规模铁路贸易需等待中蒙铁轨对接工程完成。

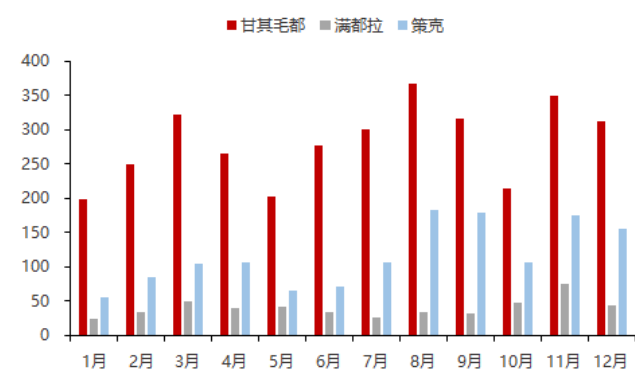
**表3: 蒙古国煤矿产能、煤种及对应口岸数据**

煤矿	公司	年产能	坑口洗煤厂	对应中方口岸	距离	主采煤种
塔本陶勒盖	ETT	3000 万吨	无	甘其毛都	270km	5#、1/3
	ER	1000 万吨	1500 万吨			3#
	小 TT	500 万吨	无			4#、8#
敖包特陶勒盖	南戈壁资源 (乌海天宇集团)	400 万吨	200 万吨	策克	60km	动力煤、1/3 焦煤
那林苏海图	马克	1300 万吨	100 万吨	策克	60km	动力煤、1/3 焦煤为主
欧斯克	欧斯克	400 万吨	无		70km	动力煤、1/3 焦煤为主
泰拉	泰拉	110 万吨	无		100km	主焦原煤
尔勒巴音矿	尔勒巴音矿	150 万吨	150 万吨	满都拉	180km	主焦精煤
臊勒高毕	臊勒高毕	120 万吨	无		180km	气原煤

资料来源: Mysteel, 民生证券研究院

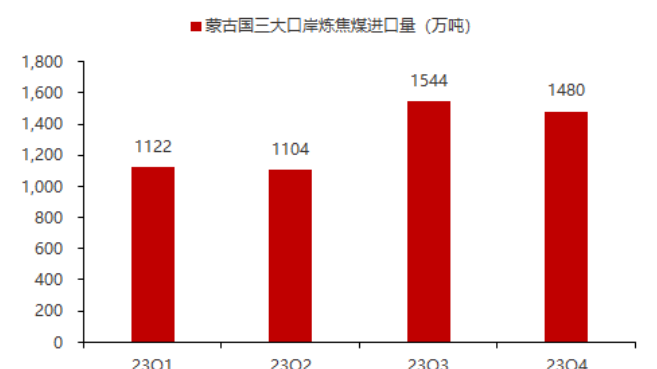
随着公共卫生事件等因素消除，2023 年以来中蒙双方签署多项双边合作文件、两国关系深化推动蒙煤进口量，同时中蒙通关口岸过货能力和效率均得以提升。2024 年 1 月《中蒙边境口岸及其管理制度协定》执行情况第九轮司局级会晤在北京举行，双方对当前中蒙边境口岸全面开放、客货两通，多个口岸过货量屡创新高感到满意。根据 Mysteel 数据，**2023 年全年甘其毛都+满都拉+策克口岸炼焦煤通关量将达 5250 万吨，同比+105%**。其中，**23H2 蒙古国炼焦煤进口量明显上升**，23Q1-Q4 蒙古国甘其毛都+满都拉+策克口岸炼焦煤进口量分别为 1122、1104、1544、1480 万吨。

图26: 2023 年蒙古国口岸各月份炼焦煤进口量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 民生证券研究院

图27: 23H2 炼焦煤进口量明显上升



资料来源: Mysteel, 民生证券研究院

随着中蒙跨境铁路建设完工，我们预计蒙古国焦煤运力仍有提升空间。以蒙古国最大的焦煤矿塔本陶勒盖（TT 矿）为例，目前 TT 矿焦煤出口中国主要有 3 条路径：

- **甘其毛都**为公路口岸，蒙古国对应口岸为嘎舒苏海图，2023 年共通关 3378 万吨炼焦煤。①TT 矿至嘎舒苏海图口岸 233.6 公里铁路线 3000 万吨运输能力，于 2022 年 9 月建成通车，②噶顺苏海图至甘其毛都跨境部分目前只能通过汽车转运，蒙古国总理于 2024 年第 01 号正式任务指示，**要求在今年 4 月 30 日启动噶顺苏海图-甘其毛都口岸跨境铁路建设**；
- **满都拉**为公路口岸，蒙古国对应口岸为杭吉，2023 年共通关 479 万吨炼焦煤。①TT 矿至宗巴彦 416.1 公里铁路线 1500 万吨增量货物运输能力，于 2022 年 10 月完工，②宗巴彦至杭吉 226.9 公里铁路线 2500 万吨增量货物运输能力，于 2022 年 11 月完工，③满都拉至杭吉跨境跨境部分目前只能通过汽车转运；
- **二连浩特**为铁路/公路口岸，蒙古国对应口岸为扎门乌德。①TT 矿至乔伊尔 460 公里公路运输，②乔伊尔至二连浩特 467 公里铁路运输。

图28: TT 矿焦煤出口我国主要通过甘其毛都、满都拉、二连浩特 3 个口岸



资料来源: Mysteel, 民生证券研究院

## 2.4 一体化项目主要利润由贸易业务提供

公司蒙古国矿山一体化项目精准把握蒙古国资源丰富但缺乏全产业链配套的痛点, 开展“**矿山开采、焦煤运输、公路建设、通关仓储、煤炭贸易**”一体化综合运作, 项目由北山公司、TTC&T 公司、满都拉港务公司和元北国际公司构成, 分别负责采矿、运输、通关仓储、贸易服务, 绝大部分收入及利润由元北国际公司(贸易服务)贡献。

### (1) 北山公司负责采矿服务:

- **采矿收费模式**, 根据挖采量和综合单价进行结算, 挖采量根据业主和公司现场的实际勘测计量所得;
- **持股比例**: 100%;
- **相关内容**, 2020 年 3 月辉邦集团(公司全资子公司)与 ETT 签订煤炭购销协议, 约定辉邦集团向其采购 1500 万吨焦煤。2021 年 11 月北山公司与 TTJV、中铁十九局组成的联营体成功签约 ETT 公司采矿服务项目, 合同期 3 年、合同总额 7.8 亿美元。

(2) **TTC&T 公司负责焦煤运输工作**, 并利用自身公路建设资质, 作为总包方负责建设从 TT 矿到杭吉堆场的 TK 重载公路项目:

- **运输收费模式**按单吨结算, 由于运输环节属于一体化链条的一部分, 定



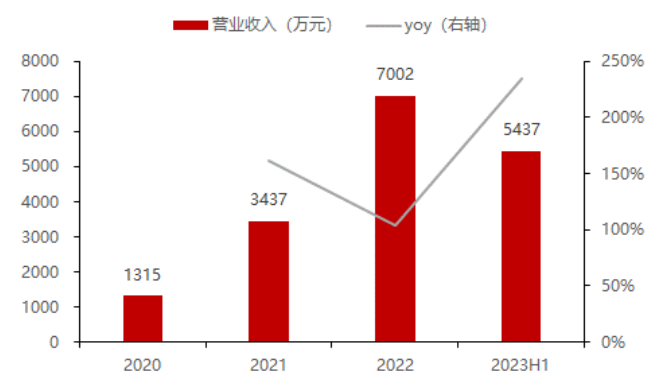
价参考市场运输商收费模式和标准执行;

- 持股比例: 80%。

**(3) 满都拉港务公司负责通关仓储服务**, 满都拉口岸是除甘其毛都口岸外, 距 TT 矿最便捷的口岸:

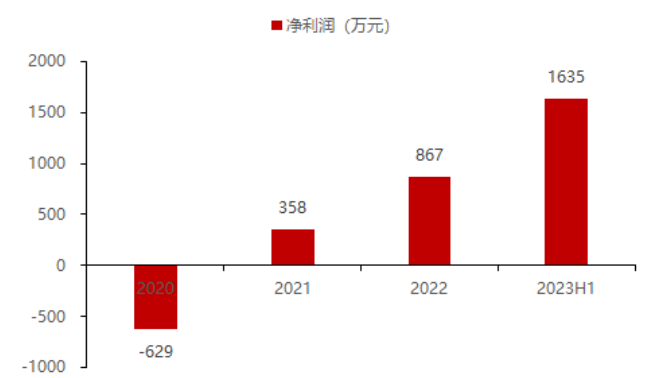
- 通关仓储费用按照发改委统一定价按吨缴纳;
- 持股比例: 60%;
- 经营数据: 2022 年满都拉港务公司营收 7002 万元, 同比+104%, 净利润 867 万元, 同比+143%。23H1 满都拉港务公司营收 5437 万元, 净利润 1635 万元。

图29: 2020-2023H1 满都拉港务公司营收及 yoy



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图30: 2020-2023H1 满都拉港务公司净利润及 yoy

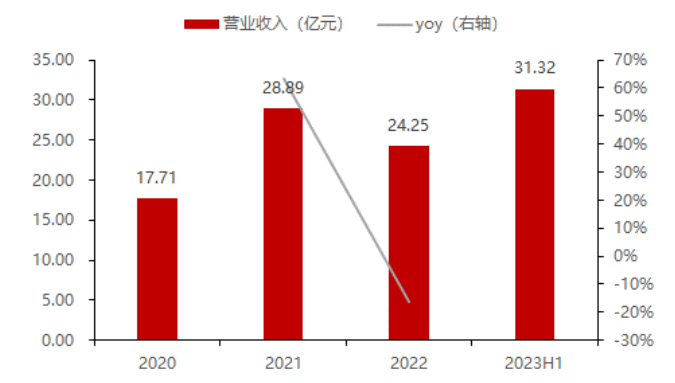


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**(4) 元北国际作为贸易公司**, 实现煤炭贸易的价值链闭环:

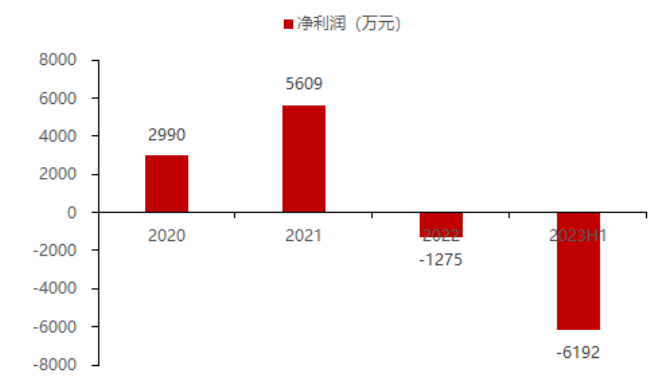
- 持股比例: 80%;
- 经营数据: 2022 年元北国际营收 24.25 亿元, 同比-16%, 净利润-1275 万元。23H1 元北国际营收 31.32 万元, 净利润-6192 万元;
- 北方国际主要通过满都拉口岸进行蒙煤贸易, **根据公司 2022 年 8 月 31 日投资者调研活动信息, 公司贸易量在满都拉口岸占比达 40%以上 (通关总量占比存在变化)。2023 年满都拉口岸进出口货运量达 528.4 万吨, 同比+80.2%, 创口岸开关以来年度货运量新高, 后续满都拉口岸将加强规划建设, 优化口岸功能布局, 力争到 2025 年口岸进出口货物总量达 1500 万吨。**

图31: 2020-2023H1 元北国际营收及 yoy



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图32: 2020-2023H1 元北国际净利润及 yoy



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### 3 电力一体化运营：克罗地亚风电+待投孟加拉煤电，贡献业绩弹性

公司从传统 EPC 总承包模式向投建营一体化转变，成功实施多个海外电力一体化运营项目。目前公司已运营的电力一体化项目为克罗地亚塞尼风电项目+老挝南湃水电站项目，孟加拉博杜煤电项目预计将于 24H2 投产运营。

#### 3.1 克罗地亚风电：利润弹性主要来自于电价波动

公司于 2017 年 11 月以 3201.12 万欧元收购克罗地亚能源工程股份公司 (Energija Projekt d.d.) 76%的股权，**2021 年投入试运营。**

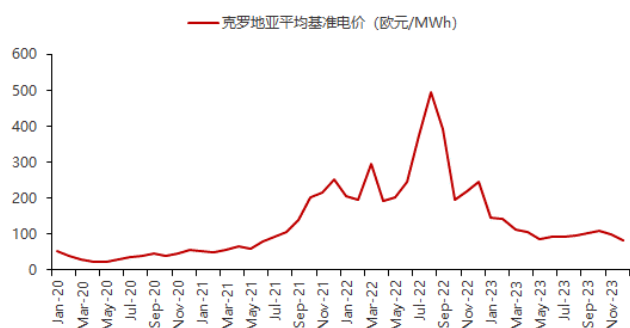
- **项目地点及发电量：**位于克罗地亚中部亚得里亚海沿海，塞尼市东北部 8 公里，风场面积 44.8 平方公里。总装机容量 156MW，主要设备 49 台 4MW 风机，预测年平均发电 3400 小时、年发电量 5.3 亿度。
- **运营模式：**BOO (Build-Own-Operate, 建设-拥有-运营) 方式，项目周期 25 年，其中建设期 2 年、运营期 23 年。
- **售电模式：**通过克罗地亚电力交易所市场化售电，未签订固定价格购电协议。

##### 电价：

- **2022 年以来克罗地亚电价高企**，根据 cropex 数据，2022 年克罗地亚全年基准电价为 0.2724 欧元/度，同比+137.5%，主因系欧洲能源危机和季节性用电高峰影响；
- **2023 年克罗地亚电价回落到较为合理的水平**，克罗地亚 2023 年 12 月全月基准电价为 0.0815 欧元/度，主因系①能源危机影响下，欧洲各国家囤积大量天然气，2023 年处于天然气消纳期，对风电价格产生一定影响，②其他清洁能源替代、导致风电价格回落，23H1 克罗地亚雨水充沛，水电站基本处于饱和满发状态，③2022 年过高电价对克罗地亚及欧洲其他国家经济产生较大负面影响，各方采取措施推动电价平稳回落。

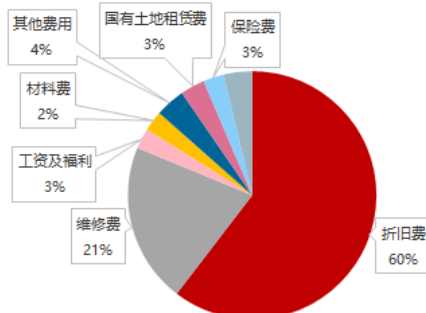
**营业成本主要为折旧费用。**根据公司成本测算，进入稳定运营期后，折旧费占主营业务成本 60%、维修费占 21%，营业成本预计较稳定、整体波动不大。

图33：克罗地亚电价已回落到较为合理水平



资料来源：cropex 官网，民生证券研究院

图34：折旧、维修费分别占克罗地亚项目主营业务成本的60%、21%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**利润弹性主要来自电价波动：**

- 2022 年克罗地亚电价高企，公司克罗地亚风电项目发电 3.9 亿度，单价 1.89 元/度、单位净利 1.21 元/度；
- 23H1 电价回落，公司项目发电 2.18 亿度，单价 0.81 元/度、单位净利 0.37 元/度。

表4：公司克罗地亚风电项目运营财务数据

	2020	2021	2022	2023H1
营业收入 (万元)	245.56	3886.97	73698.78	17626.31
净利润 (万元)		2610.00	47280.96	8094.89
发电度数 (亿度)		0.18	3.90	2.18
发电单价 (元/度)		2.22	1.89	0.81
发电单位净利 (元/度)		1.49	1.21	0.37

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**3.2 老挝水电：业绩贡献尚且偏低**

公司于2013年投资2.12亿美元建设老挝南湃水电站项目，持股85%，2017年5月实现竣工、**11月正式商业运营。**

- **项目地点及发电量：**位于老挝万象省北部满普恩区，将建成“大库容、小流量、高水头、长引水”引水式水电枢纽工程，以发电为主，兼有旅游、渔业等综合效益，总装机容量 86MW，发电小时数 4878 小时/年。
- **运营模式：**BOT（投资-建设-运营-维护）模式，其中建设期 3.5 年、特

许经营期 25 年（不含建设期）。

2022 年公司老挝水电项目发电 4.17 亿度，单价 0.45 元/度，净利润 1222 万元，贡献归母净利 1039 万元，在公司整体占比为 1.63%。

**表5：公司老挝水电项目运营财务数据**

	2019	2020	2021	2022	2023H1
营业收入 (万元)	20020.22	16078.45	18998.11	18728.45	11306.78
净利润 (万元)	3330.13	549.66	2494.90	1221.78	221.37
发电度数 (亿度)	3.9	2.3	3.2	4.17	2.25
发电单价 (元/度)	0.51	0.70	0.59	0.45	0.50
发电单位净利 (元/度)	0.0854	0.0239	0.0780	0.0293	0.0098

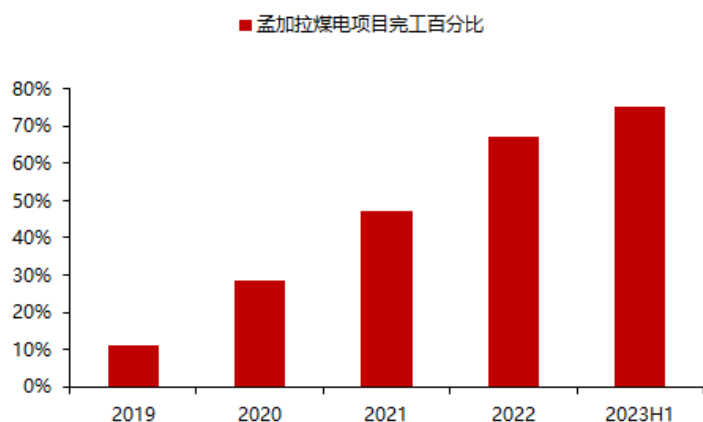
资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.3 孟加拉火电：年发电量约 85.8 亿度，预计 24H2 投产运营

公司 2017 年 1 月投资建设孟加拉博杜阿卡利 1320MW 超超临界火电站项目，工程建设有序推进，截至 23H1，孟加拉煤电项目完工百分比达 75%，**预计将于 24H2 投产运营。**

- **项目地点及发电量：**位于孟加拉南部博里萨尔区的博杜阿卡利县，总占地 916 英亩，装机容量 1320MW，安装 2 台 660MW 超超临界燃煤发电机组。项目运营后，按年发电 6500 小时计算，年发电量约 8580GWh (85.8 亿度)。
- **运营模式：**BOO (建造、拥有、运营) 模式，建设期 48 个月，特许经营期 25 年。
- **售电模式：**公司与孟加拉电力发展委员会签署购电协议 PPA，电站建成发电后，孟加拉电力发展委员会将依照 PPA 及电站运行情况，按月向项目公司支付购电电费，电费支付由孟加拉政府提供主权担保。项目电价由容量电价和电量电价组成，电价确定机制为成本加成两段式电价。

图35：公司孟加拉煤电项目完工百分比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

我们测算，平均情况下**孟加拉煤电项目有望贡献归母净利润 2.48 亿元。**

- **发电度数：**项目运营后按年发电 6500 小时算，年发电量约 85.8 亿度；
- **发电单价：**我们考虑 2 种情形，①根据公司项目可研预测，项目经营期平均上网电价为 0.5013 元/度，②根据 global petrol prices 数据，截至 23H1，孟加拉家庭电价为 0.059 美元/度，折合 0.4192 元/度；
- **净利率：**孟加拉和巴基斯坦距离 2000km，历史渊源深厚。根据 global petrol prices 数据，截至 23H1，巴基斯坦家庭电价为 0.057 美元/度，我们预计孟加拉电站运营项目与巴基斯坦有一定相似性，据此参考华能国际巴基斯坦萨希瓦尔燃煤电站项目，2021 年华能国际巴基斯坦项目净利率为 14.65%、2022 年为 10.47%；
- 考虑表 6 中的 4 种假设情形，我们测算，中性情况下孟加拉煤电项目有望贡献收入 39.49 亿元（不并表）、净利润 4.96 亿元、归母净利润 2.48 亿元。

表6：公司孟加拉煤电项目净利润测算

	情形 1	情形 2	情形 3	情形 4	平均值
营业收入 (亿元)	35.96	35.96	43.01	43.01	39.49
净利润 (亿元)	3.77	5.27	4.50	6.30	4.96
归母净利 (亿元)	1.88	2.64	2.25	3.15	<b>2.48</b>
发电度数 (亿度)	85.8	85.8	85.8	85.8	
发电单价 (元/度)	0.4192	0.4192	0.5013	0.5013	
净利率	10.47%	14.65%	10.47%	14.65%	12.56%

资料来源：公司公告，华能国际公告，global petrol prices，民生证券研究院测算

注：汇率取 1 月 25 日数据，1 美元兑换 7.0144 元 RMB

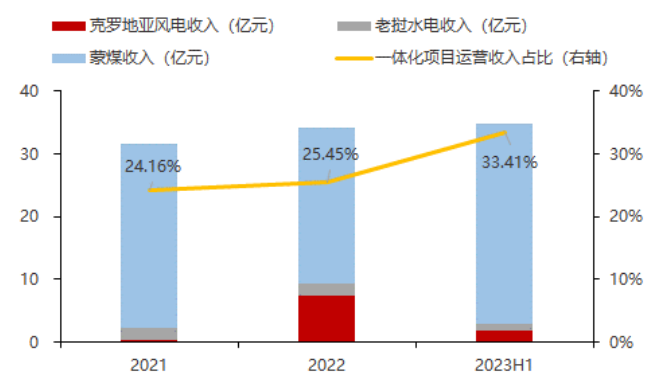
## 4 对标嘉友国际，转型运营+估值预期差

### 4.1 能源项目投建营一体化转型见效

公司逐步实现从传统 EPC 总承包向能源项目投建营一体化转变：

- **收入及归母净利的绝对、相对角度**，一体化项目运营业务均已是公司业绩成长的关键动力；
- **单一运营业务可能存在利润波动问题，多项目运营实现有效对冲**。例如 2022 年克罗地亚电价受益欧洲能源危机高景气，而蒙煤贸易仍受制于通关受限等因素。2023 年克罗地亚电价明显回落，而 23H2 蒙煤贸易量、价均处于景气阶段。
- **收入角度**，2022 年公司一体化项目（蒙煤+克罗地亚风电+老挝水电，此处蒙煤项目收入仅包括元北国际贸易+满都拉港务通关仓储业务，下同）运营业务合计收入达 34.19 亿元，**占公司整体收入的 25.5%**，其中蒙煤收入 24.95 亿元，克罗地亚风电 7.37 亿元。23H1 一体化项目运营业务收入达 34.75 亿元，**占公司整体收入的 33.4%**，其中蒙煤收入 31.86 亿元（满都拉口岸贸易通关量大幅增加），克罗地亚风电 1.76 亿元（2023 年克罗地亚电价回落到较为合理水平）；
- **归母净利角度**，2022 年公司一体化项目运营业务合计归母净利达 3.65 亿元，**占公司整体归母净利的 57.3%**，其中蒙煤-0.05 亿元，克罗地亚风电 3.59 亿元。23H1 一体化项目运营业务归母净利为 0.24 亿元，下降幅度较大，其中蒙煤-0.4 亿元（23Q2 焦煤现价环比出现明显跌幅、贸易价差收窄至负数），克罗地亚风电 0.62 亿元。

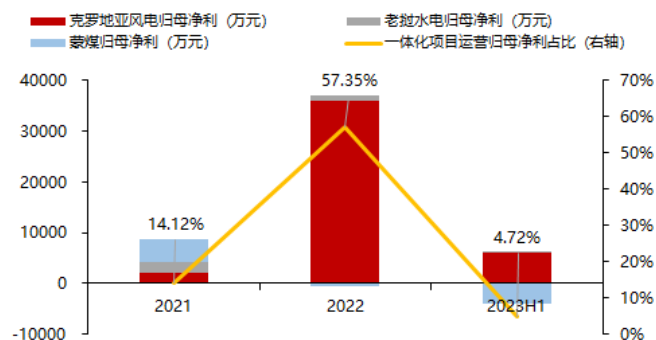
图36：公司一体化项目运营收入占比逐年提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：蒙煤项目收入仅包括元北国际贸易+满都拉港务通关仓储业务

图37：2022 年一体化项目运营归母净利占比达 57%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：蒙煤项目归母净利仅包括元北国际贸易+满都拉港务通关仓储业务

我们测算，2023 年公司一体化项目合计贡献归母净利或达 4.6 亿元：

(1) 蒙煤项目 (公司绝大部分利润贡献来自于贸易业务, 故此处测算仅考虑贸易业务), 我们预计公司焦煤贸易量达 417 万吨, 其中满都拉口岸贸易量 317 万吨 (假设为 2023 年满都拉口岸过货量\*60%) + 甘其毛都口岸贸易量 100 万吨 (预计值, 公司蒙煤贸易大部分通过满都拉口岸, 甘其毛都口岸较少)。预计单吨焦煤贸易净利润 100 元, 则对应归母净利润约 3.34 亿元;

(2) 克罗地亚风电项目, 我们预计发电度数 4.36 亿度 (23H1 为 2.18 亿度)、单位净利 0.37 元/度 (23H1 为 0.37 元/度), 则对应归母净利润约 1.23 亿元;

(3) 老挝水电项目, 我们预计发电度数 4.5 亿度 (23H1 为 2.25 亿度)、单位净利 0.0098 元/度 (23H1 为 0.0098 元/度), 则对应归母净利润约 0.03 亿元。

**表7: 我们测算 2023 年公司一体化项目合计贡献归母净利或达 4.6 亿元**

2023 年公司一体化项目贡献归母净利测算	
<b>(1) 蒙煤项目</b>	
满都拉口岸过货量 (万吨)	528.4
公司占比	60%
公司满都拉口岸焦煤贸易过货量 (万吨)	317.04
公司甘其毛都口岸焦煤贸易过货量 (万吨)	100
<b>公司整体焦煤贸易过货量 (万吨)</b>	<b>417.04</b>
<b>单吨焦煤贸易净利润 (元)</b>	<b>100</b>
公司焦煤贸易净利润 (亿元)	4.17
<b>公司焦煤贸易归母净利 (亿元)</b>	<b>3.34</b>
<b>(2) 克罗地亚风电项目</b>	
发电度数 (亿度)	4.36
单位净利 (元/度)	0.37
公司克罗地亚风电运营净利润 (亿元)	1.62
<b>公司克罗地亚风电运营归母净利 (亿元)</b>	<b>1.23</b>
<b>(3) 老挝水电项目</b>	
发电度数 (亿度)	4.5
单位净利 (元/度)	0.01
公司克罗地亚风电运营净利润 (亿元)	0.04
公司克罗地亚风电运营归母净利 (亿元)	0.03
<b>(4) 整体</b>	
<b>一体化项目运营合计归母净利 (亿元)</b>	<b>4.60</b>

资料来源: Mysteel, iFind, 公司公告, 民生证券研究院测算



## 4.2 一体化项目反哺 EPC 工程中标

从传统 EPC 总承包模式向能源项目投建营一体化转变过程中，**过往成功的投建营一体化/传统 EPC 承包项目为公司后续中标带来优势**，例如**蒙古国 TKT 重载公路项目**（开工日期为 2021 年 4 月）、**蒙古国 530km 原油管线项目**（开工日期为 2022 年 7 月）、**老挝丰沙里平安城市建设项目**（开工日期为 2018 年 3 月）。

表8：公司未完工项目一览（截至 2022 年末）

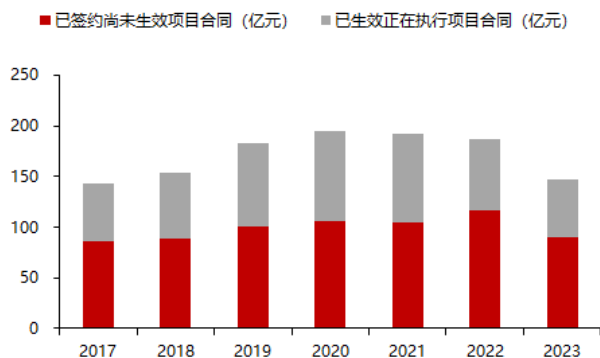
项目名称	金额	业务模式	开工日期	工期	履约进度	累积确认收入
孟加拉博杜阿卡利 1320MW 燃煤电站项目	15.99 亿美元	EPC	2019.8	46 个月	67%	54.15 亿元
<b>蒙古国 TKT 重载公路项目</b>	3.66 亿美元	EPC	<b>2021.4</b>	合同约定 28 个月，预计 2023 年底	61.1%	6.32 亿元
尼日利亚金矿项目	6752 万美元	EPC	2020.3	18 个月	100%	6.73 亿元
连云港瀛洲幸福里和安康里项目	9.03 亿人民币	EPC	2019.1	幸福里 960 天；安康里 640 天	80%	5.39 亿元
刚果（金）庞比铜矿项目	2.30 亿美元	EPC	2019.3	12 个月	100%	18.13 亿元
刚果（金）卡莫亚铜钴矿项目二期	1.65 亿美元	EPC	2019.4	10 个月	100%	11.92 亿元
刚果（金）卡莫亚二期扩能与氧化焙烧项目	5859 万美元	EPC	2022.1	15 个月	80%	2.40 亿元
阿布扎比智轨项目	1594 万美元	EPC	2022.7	26 周	100%	1.13 亿元
伊拉克东巴格达油田建设项目集	约 1 亿美元	EPC	2018	项目集平均工期约为 1 年	90%	7.82 亿元
巴基斯坦拉合尔轨道交通橙线运维项目	2.6 亿美元	运营维护	2020.11	8 年	30%	1.59 亿元
<b>蒙古国 530km 原油管线项目</b>	3.88 亿美元	EPC	<b>2022.7</b>	32 个月	7.95%	0.70 亿元
庞比铜钴矿尾渣库二期工程项目	2289 万美元	EPC	2022.5	14 个月	60%	0.63 亿元
巴基斯坦拉合尔轨道交通橙线项目	16.26 亿美元	EPC	2016.6	27 个月	100%	40.51 亿元
埃塞俄比亚 Addis Ababa-Djibouti 铁路车辆采购项目代理合同	2.67 亿美元	采购供货	2014.12	18 个月	99%	17.05 亿元
<b>老挝丰沙里平安城市建设项目</b>	1.03 亿美元	EPC	<b>2018.3</b>	36 个月	100%	6.76 亿元
尼日利亚金矿采矿项目	1.51 亿美元	EPC	2021.8	56 个月	37.5%	2.59 亿元

资料来源：公司公告，民生证券研究院

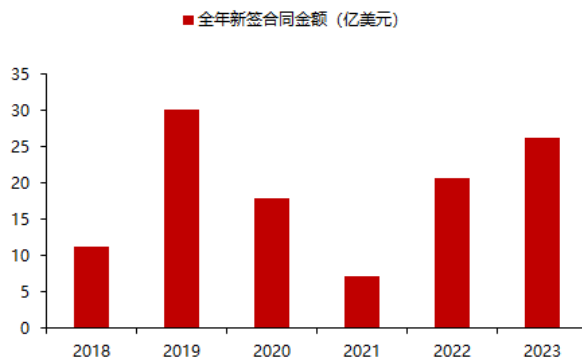
截至 2023 年末，公司累计已签约未完工项目合同金额约 147.37 亿元，同比下降 21.2%，下降主因系公共卫生事件后海外在手执行加速。**2023 年公司新签合同金额 26.2 亿美元，同比+27.1%**，随着公司能源项目投建营一体化转型见效，后续模式有望陆续复制：

- **过往成功的一体化项目为公司在其他国家获取一体化项目带来优势；**

- 过往成功的一体化项目为公司在该国的后续工程中标带来优势，例如蒙煤项目投产后，公司在蒙古国后续又陆续中标 EPC 承包项目。

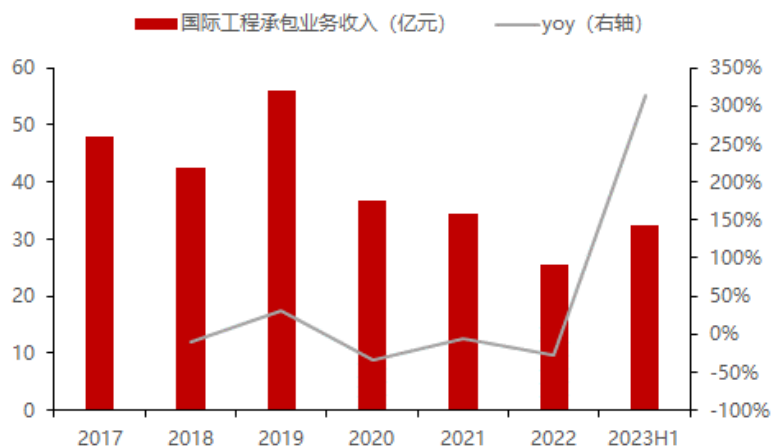
**图38：2017-2023 年公司累计已签约未完工项目合同**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图39：2018-2023 年公司全年新签合同金额**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2020-2022 年公司国际工程承包业务收入呈现逐年下降趋势，主要受公共卫生事件、海外项目落地周期变长等因素影响。**23H1 公司国际工程承包业务收入 32.3 亿元，同比+313%，重大投资/EPC 项目加速推进**，例如①截至 23H1 孟加拉燃煤电站项目累计进度完成 75% (2022 年末为 67%)；②刚果(金)庞比尾矿库二期完成库区清表、坝体填筑及库区防渗系统施工，卡莫亚铜钴矿二期扩能部分已全部完成并移交业主、选矿厂项目已完成主要设备材料采购；③尼日利亚金矿 EPC 项目竣工移交；④蒙古国市场 530km 原油管线项目于 2023 年 4 月举行开工典礼，洗煤厂项目总体进度完成近 40%。

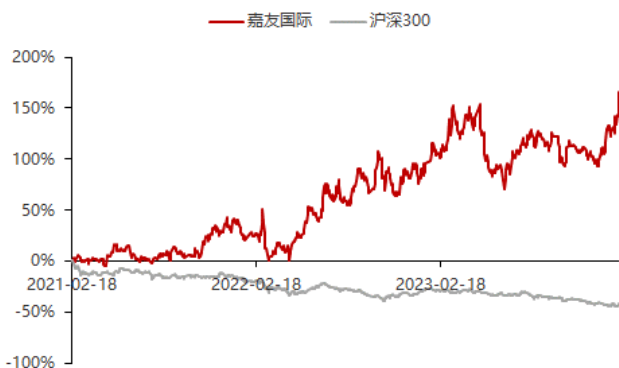
**图40：23H1 公司国际工程承包业务收入 32.3 亿元，同比+313%**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 4.3 对标嘉友国际，期待戴维斯双升

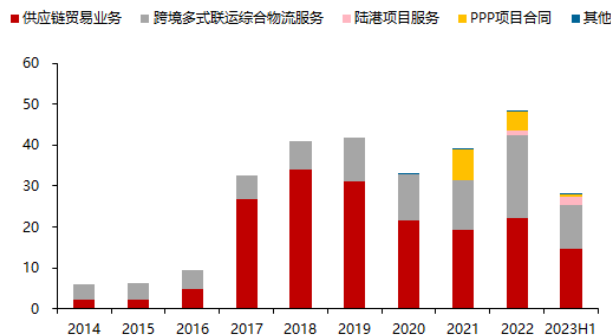
嘉友国际主要业务包括供应链贸易服务、跨境多式联运综合物流服务，2022年供应链贸易服务收入占比46%、跨境多式联运综合物流服务42%。围绕陆港资源、切入跨境供应链贸易，相关贸易产品包括蒙古国焦煤、非洲铜矿等。**近3年(截至2024年2月8日)股价上涨165.94%，具备明显超额收益。**

图41：近3年嘉友国际股价上涨165.94%



资料来源：iFind，民生证券研究院

图42：嘉友国际收入结构拆分（单位：亿元）



资料来源：iFind，民生证券研究院

**(1) 跨境多式联运综合物流服务**，主要包括跨境多式联运、大宗矿产品物流、智能仓储等业务。其中综合物流的收费模式为货运业务量（车/箱/计费吨）×运输单价+仓储费用+装卸费用+港口费用+代理报关报检费+其他附加项目费用；仓储的收费模式为单位仓储价格（元/吨）×实际仓储量（吨）+其他附加费用，即跨境多式联运综合物流业务收入主要由物流/仓储的量、价决定。

**秉承“以内陆锁定国家和地区的陆港资产投资为核心”的发展战略，复制中蒙区域可持续发展，目前核心业务包括蒙古国、中亚、非洲：**

- **中蒙：**嘉友国际在陆锁国家开展跨境综合物流业务的发源地，类似北方国际，2020-2021年受其他因素干扰，随着公共卫生事件等因素消除，2023年以来中蒙通关口岸过货能力和效率均明显提升；
- **中亚：**2022年1月，嘉友国际与新疆建设兵团合资建设的新疆嘉友恒信海关监管场所通过验收并正式投入运营，完成在中亚桥头堡霍尔果斯口岸的物流节点布局。目前以世界最大的陆锁国哈萨克斯坦为代表的中亚区域对跨境综合物流业务需求旺盛，如2022年哈萨克斯坦对我国贸易额241.5亿美元、同比+34.1%，23H1中国与中亚五国进出口总值2750.64亿元、同比+34.22%；

- 中非：**在刚果（金）投资 2.29 亿美元用于升级改造卡松巴莱萨至萨卡尼亚道路、萨卡尼亚陆港及莫坎博边境口岸，其中卡松巴莱萨至萨卡尼亚公路全线通车于 2022 年 1 月转入收费试运营阶段，萨卡尼亚陆港和莫坎博边境口岸于 2022 年 7 月进入试运营阶段，成为嘉友国际新的业绩增长点，同时为打造刚果（金）铜矿带到东南非港口的物流新模式做好准备。

2014-2021 年嘉友国际跨境多式联运综合物流服务收入从 3.73 亿元增长至 12.04 亿元，CAGR 为 18.2%。**2022 年收入 20.4 亿元，同比+69%**，高增原因主因系：①**前期布局的中亚、中非开始贡献收入、利润**，②2022 年蒙古国焦煤通关量有所回升。

**图43：2022 年嘉友国际跨境多式联运综合物流服务收入 20.4 亿元，同比+69%**



资料来源：iFind，民生证券研究院

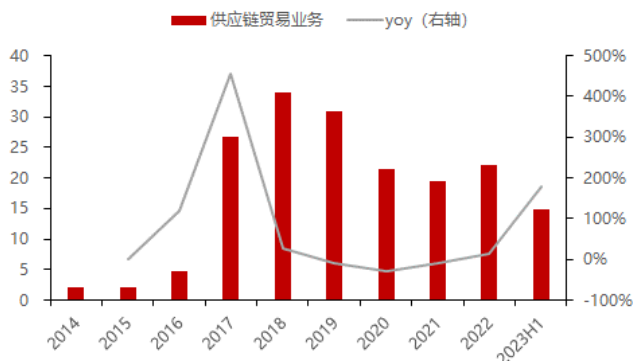
**(2) 供应链贸易服务**，以跨境多式联运综合物流服务为基础，根据供应商要求，向其提供公开市场交易信息、价格反馈、物流方案、仓储、配送、结算等全供应链服务过程，公司以自身名义进口商品，然后将商品销售给境内用户，与北方国际一体化项目运营、贸易环节具有较高相似度。

**2014-2022 年嘉友国际供应链贸易服务收入从 2.22 亿元增长至 22.09 亿元，CAGR 为 33.4%**。其中，2017 年收入为 26.75 亿元、同比+455%，主因系 2016 年后蒙煤进口景气、同时 2017 年起公司与 Energy Resources LLC 签订采购大单；2020-2021 年受公共卫生事件等因素影响，蒙煤进口出现较大幅度下降；2023 年以来中蒙通关口岸过货能力和效率均明显提升。

非洲项目投产前，嘉友国际供应链贸易服务主要产品为蒙煤，随着中非项目推进，非洲铜精矿贸易业务将成为嘉友国际业绩重要增量，**2022 年铜精矿已占**

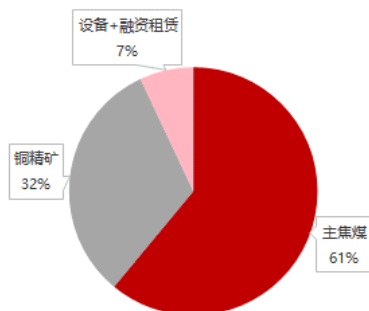
嘉友国际供应链贸易业务收入的 32%。

图44：2014-2023H1 嘉友国际供应链贸易业务收入



资料来源：iFind，民生证券研究院

图45：2022 年嘉友国际供应链贸易业务收入拆分



资料来源：iFind，民生证券研究院

**对比嘉友国际与北方国际的转型之路，我们认为具备较强对标性：**

**(1) 商业模式**

- 嘉友国际：通过核心业务跨境多式联运，以内陆锁定国家和地区的陆港资产投资为核心，拓展当地资源贸易（蒙煤+非洲铜精矿）业务；
- 北方国际：通过传统 EPC 业务，拓展一体化投运营项目，拓展当地能源贸易（蒙煤+克罗地亚风电+老挝水电）业务。

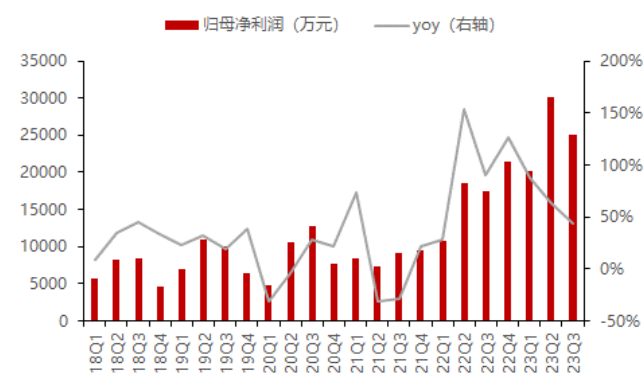
**(2) 可复制性**

- 嘉友国际：**复制中蒙模式**，拓展中亚、非洲业务；
- 北方国际：过往成功的一体化项目为公司在其他国家获取一体化项目带来优势（**电力一体化项目在运营 2 家+待投产 1 家**）+在该国的后续工程中标带来优势（例如蒙煤项目投产后，公司在蒙古国后续又陆续中标 EPC 承包项目）。

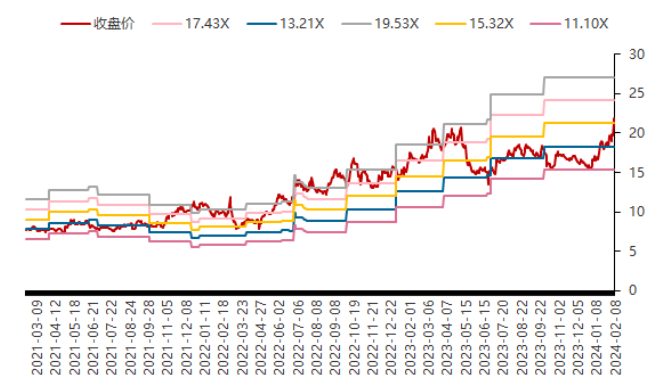
**(3) 业绩弹性**

- 嘉友国际：目前蒙煤贸易单吨利润维持高景气状态，而前期布局的中亚、非洲跨境多式联运综合物流业务已进入利润快速释放期，同时非洲铜精矿逐步成为供应链贸易的重要增量；
- 北方国际：目前蒙煤贸易单吨利润维持高景气状态，克罗地亚风电项目有望维持稳定、老挝水电业绩贡献较小，而前期布局的孟加拉火电业务预计将于 24H2 投产运营，整体而言业绩弹性可能在 2025 年及以后逐步释放。

**2022 年后嘉友国际业绩逐季度超预期（得益于商业模式自洽以及其可复制性，中非、中亚项目落地+蒙煤贸易逐步恢复），是其股价取得明显超额收益的关键因素（估值提升同样是关键因素，近 3 年 PE-TTM 从 11X 提升至目前的 15X）。**我们同样期待北方国际业绩释放的过程，**中短期期待 23Q2 以来蒙煤贸易单吨利润维持高景气，中长期期待孟加拉火电业务 2025 年带来的业绩弹性以及潜在可能落地的一体化项目。**

**图46：2022 年以来嘉友国际业绩逐季释放**


资料来源：iFind，民生证券研究院

**图47：近 3 年嘉友国际 PE-Band**


资料来源：iFind，民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 关键假设:

**货物贸易:** 23H1 公司货物贸易业务收入 57.82 亿元, 同比+98%。23H2 蒙煤贸易业务量价齐升, 我们预计 2023-2025 年公司货物贸易业务收入分别为 102.00、117.30、131.38 亿元, 同比增速分别为 45%、15%、12%。考虑到蒙煤贸易单吨利润维持景气, 预计 2023-2025 年毛利率分别为 7.6%、9.0%、9.6%。

**国际工程承包:** 23H1 公司国际工程承包业务收入 32.3 亿元, 同比+313%。2023 年公司新签合同金额 26.2 亿美元, 同比+27.1%, 我们期待随着公司能源项目投建营一体化转型见成效, 后续模式有望陆续复制, 因此预计 2023-2025 年公司国际工程承包业务收入分别为 56.56、67.87、80.09 亿元, 同比增速分别为 122%、20%、18%。考虑到公共卫生事件后公司国际工程承包业务毛利率有所修复 (例如 23H1 毛利率修复至 10.16%), 预计 2023-2025 年毛利率分别为 9.5%、10.0%、10.4%。

**发电:** 23H1 公司发电业务收入 2.75 亿元, 同比-29%, 考虑到目前公司发电业务收入来源于克罗地亚塞尼风电+老挝南湃水电站的运营, 目前两大电站已进入平稳运营期, 因此我们预计 2023-2025 年公司发电业务收入分别为 5.6、6.0、6.0 亿元, 同比增速分别为-39%、7%、0%。考虑到后续克罗地亚电价有望保持平稳, 我们预计 2023-2025 年毛利率维持在 73%。孟加拉火电项目年发电量约 85.8 亿度, 预计将于 24H2 投产运营, 前文我们测算, 平均情况下 (电站满发) 孟加拉煤电项目有望贡献收入 39.49 亿元 (不并表)、净利润 4.96 亿元, 持股比例 50%、预计 2025 年起贡献投资收益。

**金属包装容器销售:** 23H1 公司金属包装容器销售业务收入 5.34 亿元, 同比-10%, 我们预计 2023 年公司金属包装容器销售业务收入为 11 亿元, 同比-1%。后续预计业务整体保持稳健增长, 2024-2025 年公司金属包装容器销售业务收入分别为 11.66、12.36 亿元, 同比增速均为 6%。考虑到 23H1 金属包装容器销售业务有所恢复, 我们预计 2023-2025 年毛利率分别为 15%、14%、14%。

**货运代理:** 23H1 公司货运代理业务收入 3.99 亿元, 同比-30%。我们预计 2023-2025 年公司运代理业务收入分别为 8.00、8.80、9.68 亿元, 同比增速分别为-14%、10%、10%。考虑到 23H1 货运代理业务有所恢复, 预计 2023-2025 年毛利率维持在 11%。

**表9：公司营收拆分-假设表**

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>货物贸易</b>					
收入 (亿元)	70.07	70.31	102.00	117.30	132.55
YoY	-5%	0%	45%	15%	13%
毛利率	5.05%	8.82%	7.60%	9.00%	9.60%
<b>国际工程承包</b>					
收入 (亿元)	34.51	25.42	56.56	67.87	80.09
YoY	-6%	-26%	122%	20%	18%
毛利率	17.04%	6.70%	9.50%	10.00%	10.40%
<b>发电收入</b>					
收入 (亿元)	2.29	9.24	5.60	6.00	6.00
YoY	42%	304%	-39%	7%	0%
毛利率	75.01%	80.78%	73.00%	73.00%	73.00%
<b>金属包装容器销售</b>					
收入 (亿元)	11.62	11.12	11.00	11.66	12.36
YoY	11%	-4%	-1%	6%	6%
毛利率	13.65%	10.81%	15.00%	14.00%	14.00%
<b>货运代理</b>					
收入 (亿元)	7.93	9.25	8.00	8.80	9.68
YoY	62%	17%	-14%	10%	10%
毛利率	6.87%	9.15%	11.00%	11.00%	11.00%
<b>整体</b>					
收入 (亿元)	130.50	134.33	186.91	215.38	244.43
YoY	2%	3%	39%	15%	13%
毛利率	10.69%	13.74%	10.81%	11.51%	11.74%
<b>业绩</b>					
归母净利润 (亿元)	6.24	6.36	8.80	10.72	12.48
YoY	-17%	2%	38%	22%	16%
归母净利润/收入	4.78%	4.73%	4.71%	4.98%	5.10%

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测

根据以上假设, 我们预计 2023-2025 年公司整体营收分别为 186.91、215.38、244.43 亿元, 同比增速分别为 39%、15%、13%, 2023-2025 年归母净利润分别为 8.80、10.72 和 12.48 亿元, 同比增速分别为 38%、22%、16%。

## 5.2 估值分析及投资建议

公司作为实施国家“一带一路”战略的先锋骨干团队以及控股公司北方工业的国际工程业务平台, 主营业务为海外市场建筑公司 EPC 总承包, 同时逐步实现向能源项目投建营一体化转变, 因此我们选取可比上市公司时参考 2 条标准, ①主营海外市场建筑 EPC 承包业务, ②具备由传统建设业务向投建营一体化业务转变的模式。



同行业可比上市公司包括中材国际（主营业务为海外水泥建筑工程 EPC）、中钢国际（主营业务为海外钢铁建筑工程 EPC）、中工国际（主营业务为海外工程 EPC，业务范围较多）、嘉友国际（围绕陆港资源、切入跨境供应链贸易，相关贸易产品包括蒙古国焦煤、非洲铜矿等）。A 股可比公司股价对应 2023-2025 年平均 PE 分别为 16x、14x、12x，**公司目前股价对应 2023-2025 年 PE 在 12x、10x、9x，与中材国际、中钢国际基本相仿，相较嘉友国际估值有一定提升空间。**

**表10: 可比公司 PE 对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600970.SH	中材国际	11.33	1.10	1.30	1.52	10	9	7
000928.SZ	中钢国际	6.49	0.60	0.70	0.78	11	9	8
002051.SZ	中工国际	7.92	0.29	0.33	0.37	27	24	21
603871.SH	嘉友国际	24.39	1.48	1.82	2.16	16	13	11
	<b>平均</b>					<b>16</b>	<b>14</b>	<b>12</b>
000065.SZ	<b>北方国际</b>	10.89	<b>0.88</b>	<b>1.07</b>	<b>1.25</b>	12	10	9

资料来源: iFind, 民生证券研究院

注: 中材国际、中钢国际为民生建筑建材组预测, 中工国际、嘉友国际数据采用 iFind 一致预期 (90 天), 股价时间为 2024 年 2 月 22 日

**投资建议:** 我们看好公司①蒙煤贸易量、价持续景气, 后续催化包括焦煤供需持续偏紧+口岸运力仍有提升空间, ②孟加拉煤电项目预计于 24H2 投产, 添厚电力一体化运营业绩弹性, ③一体化项目为后续工程中标带来优势, 期待模式陆续复制, ④对标嘉友国际, 转型运营+估值预期差。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.80、10.72 和 12.48 亿元, 现价对应动态 PE 分别为 12x、10x、9x, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

**1) 焦煤贸易量及价格波动风险。**蒙煤绝大部分出口至中国，与我国贸易商主要采用坑口长协、季度定价的模式，因此蒙古国炼焦煤坑口销售价格与国内焦煤价格滞后一个季度的相关性较强。焦煤价格波动会对公司单季度蒙煤贸易业务净利润产生较大影响。

**2) 克罗地亚电价波动风险。**2022 年受欧洲能源危机影响、克罗地亚电价高企，2023 年克罗地亚电价回落到较为合理水平。公司克罗地亚风电运营项目营业成本主要为折旧费用，利润弹性主要来自于电价波动。

**3) 孟加拉火电项目落地不及预期。**孟加拉火电年发电量约 85.8 亿度，预计将于 24H2 投产运营，我们测算，中性情况下孟加拉煤电项目有望贡献归母净利润 2.48 亿元。如果孟加拉火电项目落地不及预期，可能导致 2025 年及以后公司收入及利润释放节奏不及预期。

**4) 汇率波动超预期。**公司国外收入占比较高，大部分项目以外币结算，汇率大幅波动可能会对部分项目的收益产生较大影响。

**5) 海外 EPC 及一体化项目订单落地不及预期。**公司主要业绩贡献来自于海外 EPC 及一体化项目订单，同时一体化项目订单会带来后续运营业务收入。若海外 EPC 及一体化项目订单落地不及预期，可能导致后续公司收入及利润释放节奏不及预期。

**6) 应收账款风险。**受国际宏观环境、各国政治经济环境等因素影响，公司 2022 年应收账款计提比例较大，后续可能仍存在应收账款减值风险。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,433	18,691	21,538	24,443
营业成本	11,587	16,671	19,060	21,574
营业税金及附加	17	26	22	24
销售费用	367	489	520	587
管理费用	293	299	323	428
研发费用	20	65	75	147
EBIT	778	848	1,481	1,627
财务费用	-357	-353	104	107
资产减值损失	-19	0	0	0
投资收益	-91	-56	-22	200
营业利润	954	1,147	1,357	1,723
营业外收支	11	5	6	6
利润总额	966	1,152	1,363	1,729
所得税	162	184	198	294
净利润	803	967	1,165	1,435
归属于母公司净利润	636	880	1,072	1,248
EBITDA	1,034	1,114	1,783	1,971

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,981	4,802	4,878	5,539
应收账款及票据	3,690	4,386	5,334	6,062
预付款项	1,984	1,667	1,906	2,157
存货	938	1,370	1,567	1,773
其他流动资产	2,193	2,022	2,118	2,216
流动资产合计	13,785	14,247	15,803	17,748
长期股权投资	1,316	1,260	1,238	1,438
固定资产	2,775	2,780	2,965	3,138
无形资产	1,607	1,603	1,597	1,592
非流动资产合计	8,295	8,919	9,161	9,520
资产合计	22,080	23,165	24,964	27,268
短期借款	754	1,504	1,504	1,504
应付账款及票据	5,875	5,709	6,266	7,093
其他流动负债	1,894	1,643	1,858	2,088
流动负债合计	8,523	8,856	9,629	10,685
长期借款	4,358	4,326	4,326	4,326
其他长期负债	641	638	638	638
非流动负债合计	4,999	4,964	4,964	4,964
负债合计	13,522	13,821	14,593	15,649
股本	1,002	1,002	1,002	1,002
少数股东权益	804	891	984	1,170
股东权益合计	8,558	9,345	10,371	11,619
负债和股东权益合计	22,080	23,165	24,964	27,268

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	2.94	39.14	15.23	13.49
EBIT 增长率	-0.89	8.87	74.75	9.87
净利润增长率	1.97	38.40	21.80	16.44
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	13.74	10.81	11.51	11.74
净利润率	4.73	4.71	4.98	5.11
总资产收益率 ROA	2.88	3.80	4.29	4.58
净资产收益率 ROE	8.20	10.41	11.42	11.95
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.62	1.61	1.64	1.66
速动比率	1.07	1.07	1.10	1.12
现金比率	0.58	0.54	0.51	0.52
资产负债率 (%)	61.24	59.66	58.46	57.39
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	98.66	90.00	90.00	90.00
存货周转天数	29.53	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	0.65	0.83	0.90	0.94
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.63	0.88	1.07	1.25
每股净资产	7.74	8.44	9.37	10.43
每股经营现金流	0.74	0.70	1.02	1.59
每股股利	0.06	0.09	0.14	0.19
<b>估值分析</b>				
PE	17	12	10	9
PB	1.4	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.89	11.03	6.89	6.24
股息收益率 (%)	0.58	0.81	1.28	1.72

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	803	967	1,165	1,435
折旧和摊销	255	266	302	344
营运资金变动	-604	-1,107	-773	-293
经营活动现金流	738	704	1,022	1,595
资本开支	-318	-334	-545	-481
投资	-338	-612	0	0
投资活动现金流	-588	-897	-545	-481
股权募资	1,168	0	0	0
债务募资	388	423	0	0
筹资活动现金流	1,295	14	-401	-454
现金净流量	1,422	-179	76	661

## 插图目录

图 1: 北方国际历史沿革 (加粗为投建营一体化项目)	3
图 2: 北方国际股权结构 (截至 23Q3)	3
图 3: 北方工业矿产产业代表项目	4
图 4: 北方工业石油产业代表项目	4
图 5: 2015-2023Q1-Q3 公司营收及 yoy	5
图 6: 2015-2023Q1-Q3 公司归母净利及 yoy	5
图 7: 公司分业务营收 (亿元)	6
图 8: 公司分业务营收占比	6
图 9: 公司分业务毛利占比	6
图 10: 公司各业务毛利率	6
图 11: 公司毛利率、销售净利率	7
图 12: 公司各项费用率	7
图 13: 煤炭出口金额占蒙古国总出口额的 52%	8
图 14: 中国占蒙古国整体出口比重达 84.6%	8
图 15: 我国焦煤进口按国别拆分	8
图 16: 2023 年 1-11 月蒙古国焦煤产量同比+87%	9
图 17: 蒙古焦煤产量弹性主要来源于出口	9
图 18: 我国主要港口炼焦煤均价	10
图 19: 2023 年我国炼焦烟煤产量月度数据 (万吨)	11
图 20: 2023 年山西省炼焦烟煤产量月度数据 (万吨)	11
图 21: 2023 年我国钢材产量 13.63 亿吨, 同比+5.2%	11
图 22: 2023 年我国钢材出口量 9026 万吨, 同比+34.1%	11
图 23: 东南亚各国人均钢材产量远低于中国、日本	12
图 24: 东南亚各国城镇化率仍有提升空间	12
图 25: ETT 矿炼焦煤坑口销售价格与国内焦煤价格	13
图 26: 2023 年蒙古国口岸各月份炼焦煤进口量 (万吨)	15
图 27: 23H2 炼焦煤进口量明显上升	15
图 28: TT 矿焦煤出口我国主要通过甘其毛都、满都拉、二连浩特 3 个口岸	16
图 29: 2020-2023H1 满都拉港务公司营收及 yoy	17
图 30: 2020-2023H1 满都拉港务公司净利润及 yoy	17
图 31: 2020-2023H1 元北国际营收及 yoy	18
图 32: 2020-2023H1 元北国际净利润及 yoy	18
图 33: 克罗地亚电价已回落到较为合理水平	20
图 34: 折旧、维修费分别占克罗地亚项目主营业务成本的 60%、21%	20
图 35: 公司孟加拉煤电项目完工百分比	22
图 36: 公司一体化项目运营收入占比逐年提升	23
图 37: 2022 年一体化项目运营归母净利占比达 57%	23
图 38: 2017-2023 年公司累计已签约未完工项目合同	26
图 39: 2018-2023 年公司全年新签合同金额	26
图 40: 23H1 公司国际工程承包业务收入 32.3 亿元, 同比+313%	26
图 41: 近 3 年嘉友国际股价上涨 165.94%	27
图 42: 嘉友国际收入结构拆分 (单位: 亿元)	27
图 43: 2022 年嘉友国际跨境多式联运综合物流服务收入 20.4 亿元, 同比+69%	28
图 44: 2014-2023H1 嘉友国际供应链贸易业务收入	29
图 45: 2022 年嘉友国际供应链贸易业务收入拆分	29
图 46: 2022 年以来嘉友国际业绩逐季释放	30
图 47: 近 3 年嘉友国际 PE-Band	30

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 2023 年 1-11 月中国钢材目的市场出口量及同比增速 .....	12
表 2: 我们测算 23Q3-Q4 北方国际蒙煤贸易单吨净利润达 200-300 元 .....	13
表 3: 蒙古国煤矿产能、煤种及对应口岸数据 .....	14
表 4: 公司克罗地亚风电项目运营财务数据 .....	20
表 5: 公司老挝水电项目运营财务数据 .....	21
表 6: 公司孟加拉煤电项目净利润测算 .....	22
表 7: 我们测算 2023 年公司一体化项目合计贡献归母净利或达 4.6 亿元 .....	24
表 8: 公司未完工项目一览 (截至 2022 年末) .....	25
表 9: 公司营收拆分-假设表 .....	32
表 10: 可比公司 PE 对比 .....	33
公司财务报表数据预测汇总 .....	35

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026