

北方国际 (000065)

 证券研究报告
 2024年03月31日

收入利润表现亮眼，投资项目持续贡献业绩增长

收入利润增速亮眼，看好公司投建营运一体化转型

公司23年实现营收214.9亿元，同比+60.0%，归母、扣非净利润为9.2、9.1亿元，同比+44.31%、+18.2%；Q4单季营收为68.6亿元，同比+61.7%；归母、扣非净利润为2.3、2.0亿元，同比+65.8%、+84.6%，Q4增长较快一方面系低基数影响，同时财务费用同比减少0.56亿，投资净收益同比增加0.73亿以及少数股东损益同比减少0.71亿。23年全年非经常性损益为0.1亿元，同比增加1.4亿。23年公司现金分红比例为10.04%，同比提升0.04pct，对应3月29日收盘价股息率为0.8%。考虑到海外经营的不确定性，我们略微下调公司盈利预测，预计24-26年公司归母净利润为10.3、11.9、13.9亿元（前值24、25年为10.5/12.7亿），认可给予公司24年目标PE15倍，对应目标价为15.41元，维持“买入”评级。

工程承保业务收入高增长，运营业务整体向好

分业务来看，公司23年国际工程承包/国内建筑工程/货物贸易/货运代理/金属包装容器/发电业务分别收入76.3、2.5、107.8、10.2、11.0、5.3亿元，同比+200.2%、-67.9%、+53.4%、+10.8%、-1.1%、-42.2%；其中国际工程承包/货物贸易/发电业务毛利率分别为5.61%、9.5%、71.0%，分别同比-16.32pct、+7.45pct、-12.06pct，综合毛利率10.32%，同比-3.4pct，Q4单季度毛利率为10.75%，同比-4.76pct，工程承包及发电业务拖累整体毛利率。运营项目全年稳中向好，蒙古矿山一体化项目全年累计采矿量同比增长185%；焦煤贸易板块全年销售焦煤531万吨，同比+194%。发电业务，克罗地亚风电项目年发电4.6亿度，同比+17.9%；老挝南湃水电站年发电4.48亿度，同比+7.4%。

在手订单充足，海外项目持续推进

23年公司新签订单26.2亿美元（折合184.7亿元），同比+27.7%。截至23年末，公司已生效正在执行的项目合同为57.5亿美元（折合405.2亿元），约合当期收入的1.89倍。2023年10月18日公司发布了《关于签署伊拉克TQ炼厂扩建项目框架协议的公告》，积极响应国家“一带一路”倡议，投建营一体化与海外市场综合运作项目稳步推进，重大项目稳步执行。

费用率小幅上升，资产周转率加快

期间费用率小幅上行0.8pct至3.2%，销售、管理、研发、财务费用率分别为2.1%、1.6%、0.3%、-0.8%，分别同比变动-0.6pct、-0.6pct、+0.2pct、+1.8pct，财务费用较上期同比增加+50.4%，系汇兑收益减少。资产及信用减值为-4.0亿元，同比减少0.17亿元，综合影响下净利率为4.4%，同比-1.5pct。现金流来看，公司23年CFO净额为7.02亿元，同比少流入0.36亿元，收付现比分别为94.1%、97.4%，分别同比-15.6pct、-18.1pct，总资产周转率为0.94次，同比变快0.29次。

风险提示：项目投产进度不及预期、汇率波动风险、电价波动风险、海外经营风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,433.27	21,487.90	24,558.16	28,413.38	33,129.68
增长率(%)	2.94	59.96	14.29	15.70	16.60
EBITDA(百万元)	1,243.92	1,609.97	1,706.49	1,940.98	2,306.07
归属母公司净利润(百万元)	636.01	918.06	1,029.41	1,187.11	1,388.42
增长率(%)	1.97	44.35	12.13	15.32	16.96
EPS(元/股)	0.63	0.92	1.03	1.18	1.39
市盈率(P/E)	17.14	11.87	10.59	9.18	7.85
市净率(P/B)	1.41	1.29	1.06	0.96	0.86
市销率(P/S)	0.81	0.51	0.44	0.38	0.33
EV/EBITDA	5.10	5.57	4.09	3.18	2.19

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.88元
目标价格	15.41元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,002.02
流通A股股本(百万股)	905.59
A股总市值(百万元)	10,901.96
流通A股市值(百万元)	9,852.87
每股净资产(元)	8.31
资产负债率(%)	60.88
一年内最高/最低(元)	20.75/8.51

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	baorongfu@tfzq.com
王涛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001	wangtao@tfzq.com
王雯	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005	wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《北方国际-季报点评:Q3毛利率同比提升，收入维持高速增长》2023-10-31
- 《北方国际-公司点评:新签20亿美元框架协议，重视“一带一路”订单高弹性》2023-10-18
- 《北方国际-半年报点评:收入利润强劲增长，关注一体化项目运营前景》2023-09-01

图 1：可比公司估值表

股票代码	公司名称	市值 亿元	收盘价 元/股	EPS (元/股)				P/E			
				22A	23A/E	24E	25E	22A	23A/E	24E	25E
600970.SH	中材国际	297	11.24	0.83	1.04	1.25	1.44	13.5	10.9	9.0	7.8
000928.SZ	中钢国际	88	6.13	0.44	0.56	0.64	0.73	13.9	11.0	9.6	8.4
002051.SZ	中工国际	92	7.46	0.27	0.35	0.43	0.52	27.6	21.6	17.3	14.2
601669.SH	中国电建	856	4.97	0.66	0.76	0.88	1.02	7.5	6.6	5.6	4.9
	平均值							15.6	12.5	10.4	8.8
	中位数							13.7	10.9	9.3	8.1
000065.SZ	北方国际	109	10.88	0.63	0.92	1.03	1.18	17.1	11.9	10.6	9.2

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：时间截止于 2024/3/29，除北方国际外其余均为 Wind 一致预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,980.95	4,092.04	5,885.01	6,803.45	8,062.88	营业收入	13,433.27	21,487.90	24,558.16	28,413.38	33,129.68
应收票据及应收账款	3,689.95	3,717.54	4,468.52	4,213.35	6,093.66	营业成本	11,587.11	19,270.19	22,056.64	25,513.59	29,705.98
预付账款	1,984.02	1,867.19	2,540.91	2,558.08	3,378.77	营业税金及附加	17.43	21.95	25.09	42.62	49.69
存货	937.55	1,362.93	1,087.80	1,747.04	1,553.63	销售费用	367.27	456.51	521.74	610.89	712.29
其他	1,732.54	2,189.64	2,807.72	3,627.76	3,382.83	管理费用	293.35	344.90	394.18	426.20	483.69
流动资产合计	13,325.01	13,229.34	16,789.95	18,949.68	22,471.77	研发费用	20.23	66.40	75.89	87.80	102.37
长期股权投资	1,315.59	1,705.15	1,977.85	2,168.74	2,302.36	财务费用	(357.01)	(177.12)	(193.92)	(201.55)	(98.04)
固定资产	2,775.34	2,909.30	2,886.81	2,871.27	2,858.93	资产/信用减值损失	(377.82)	(395.29)	(349.29)	(385.07)	(385.04)
在建工程	34.92	11.69	89.35	151.48	201.18	公允价值变动收益	(87.27)	0.44	(0.03)	(0.16)	(0.10)
无形资产	1,606.64	1,548.37	1,467.64	1,386.92	1,306.19	投资净收益	(90.91)	(34.67)	(40.00)	(62.00)	(50.00)
其他	2,562.91	3,395.30	3,051.71	2,791.27	2,591.56	其他	1,106.52	817.73	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	8,295.40	9,569.81	9,473.36	9,369.67	9,260.22	营业利润	954.39	1,116.88	1,289.23	1,486.60	1,738.55
资产总计	22,080.48	23,759.54	26,263.31	28,319.35	31,731.99	营业外收入	15.26	8.35	8.35	8.35	8.35
短期借款	754.41	903.73	903.73	903.73	903.73	营业外支出	4.12	11.20	9.20	9.20	9.20
应付票据及应付账款	5,874.60	6,626.35	7,220.32	7,662.61	9,665.88	利润总额	965.53	1,114.03	1,288.38	1,485.76	1,737.71
其他	769.79	476.54	1,980.20	2,506.58	2,623.80	所得税	162.18	160.34	219.03	252.58	295.41
流动负债合计	7,398.79	8,006.62	10,104.24	11,072.91	13,193.41	净利润	803.35	953.69	1,069.36	1,233.18	1,442.30
长期借款	4,358.35	4,311.20	4,322.77	4,322.77	4,322.77	少数股东损益	167.34	35.63	39.95	46.07	53.88
应付债券	476.25	496.72	486.49	467.03	464.08	归属于母公司净利润	636.01	918.06	1,029.41	1,187.11	1,388.42
其他	164.52	154.73	151.64	148.61	145.63	每股收益(元)	0.63	0.92	1.03	1.18	1.39
非流动负债合计	4,999.12	4,962.65	4,960.90	4,938.40	4,932.48	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	13,522.11	14,464.70	15,065.14	16,011.32	18,125.89	成长能力					
少数股东权益	803.56	829.41	865.37	906.83	955.32	营业收入	2.94%	59.96%	14.29%	15.70%	16.60%
股本	1,001.71	1,001.99	1,002.02	1,002.02	1,002.02	营业利润	18.16%	17.03%	15.43%	15.31%	16.95%
资本公积	1,892.36	1,894.27	2,835.15	2,835.15	2,835.15	归属于母公司净利润	1.97%	44.35%	12.13%	15.32%	16.96%
留存收益	4,892.48	5,746.80	6,673.27	7,741.66	8,991.24	获利能力					
其他	(31.74)	(177.63)	(177.63)	(177.63)	(177.63)	毛利率	13.74%	10.32%	10.19%	10.21%	10.33%
股东权益合计	8,558.37	9,294.84	11,198.18	12,308.04	13,606.11	净利率	4.73%	4.27%	4.19%	4.18%	4.19%
负债和股东权益总计	22,080.48	23,759.54	26,263.31	28,319.35	31,731.99	ROE	8.20%	10.84%	9.96%	10.41%	10.97%
						ROIC	10.29%	13.80%	14.67%	16.65%	20.41%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	61.24%	60.88%	57.36%	56.54%	57.12%
净利润	803.35	953.69	1,029.41	1,187.11	1,388.42	净负债率	10.33%	17.62%	-1.35%	-8.88%	-17.36%
折旧摊销	240.95	253.65	259.51	268.10	277.31	流动比率	1.62	1.49	1.66	1.71	1.70
财务费用	(212.16)	8.21	(193.92)	(201.55)	(98.04)	速动比率	1.51	1.35	1.55	1.55	1.59
投资损失	90.91	34.67	40.00	62.00	50.00	营运能力					
营运资金变动	(761.59)	(1,748.84)	(166.36)	(228.84)	(99.20)	应收账款周转率	3.53	5.80	6.00	6.55	6.43
其它	576.57	1,200.68	39.92	45.91	53.78	存货周转率	13.93	18.68	20.04	20.05	20.07
经营活动现金流	738.03	702.06	1,008.57	1,132.74	1,572.27	总资产周转率	0.65	0.94	0.98	1.04	1.10
资本支出	861.64	701.09	237.05	236.99	236.93	每股指标(元)					
长期投资	213.07	389.56	272.70	190.89	133.62	每股收益	0.63	0.92	1.03	1.18	1.39
其他	(1,662.63)	(1,887.18)	(756.58)	(696.93)	(628.26)	每股经营现金流	0.74	0.70	1.01	1.13	1.57
投资活动现金流	(587.91)	(796.52)	(246.83)	(269.05)	(257.71)	每股净资产	7.74	8.45	10.31	11.38	12.63
债权融资	977.86	42.17	197.25	178.09	89.09	估值比率					
股权融资	905.12	(143.70)	833.98	(123.32)	(144.23)	市盈率	17.14	11.87	10.59	9.18	7.85
其他	(588.13)	(434.75)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.41	1.29	1.06	0.96	0.86
筹资活动现金流	1,294.85	(536.28)	1,031.23	54.77	(55.14)	EV/EBITDA	5.10	5.57	4.09	3.18	2.19
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	6.28	6.59	4.82	3.69	2.49
现金净增加额	1,444.97	(630.75)	1,792.96	918.45	1,259.42						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com