

北方国际 (000065.SZ)

盈利能力大幅提升，投建营一体版图稳步扩张

Q4 业绩增长显著提速，盈利能力大幅提升。2024 年公司实现营业收入 191 亿，同降 11%；归母净利润 10.5 亿，同增 14.3%；扣非归母净利润同增 16.4%，营收承压态势下业绩仍实现较快增长，盈利质量较优。**分季度看：**Q1/Q2/Q3/Q4 单季营收分别同比+5%/-4%/-12%/-28%；单季归母净利润分别同比+36%/-11%/+16%/+28%，Q4 收入有所下滑，预计主要因：1) 孟加拉火电站等大型 EPC 项目确认收入较同期有所减少；2) 同期收入增长基数较高 (23Q4 收入同增 62%)；业绩环比 Q3 进一步提速，且明显优于收入，主要得益于单季毛利率大幅提升 5.26pct。**分业务看：**工程建设/资源设备供应链/电力运营/工业制造分别实现营收 83.6/89.7/4.4/12.4 亿，同比-7%/-17%/-18%/+12%，资源设备板块下滑较多，预计主要因部分贸易业务有所调整，规模有所收缩；电力运营收入下滑预计主要因克罗地亚风电项目受验收程序影响发电量有所降低。

毛利率改善驱动净利率上行，现金流持续优异。2024 年公司综合毛利率 12.82%，同比+2.5pct，其中工程建设/资源设备供应链两大核心主业盈利水平显著提升，毛利率分别同比增加 3.6/2.6pct；电力运营业务受阶段性停机影响，毛利率有所下滑，同降 9.7pct。全年期间费用率 4.27%，同比+1.05pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动+0.3/+0.5/+0.04/+0.2pct，销管费率有所提升预计主要因收入规模下行，刚性费用占比增加；财务费率增加主要因汇兑收益较同期减少 0.7 亿。资产 (含信用) 减值损失 4.68 亿，较同期多计提 0.72 亿。所得税率 11.7%，同比-2.7pct。归母净利率 5.5%，同比提升 1.23pct。全年经营性现金流净流入 6.5 亿，较同期基本持平。

在手投建一体项目稳步推进，孟加拉火电站今年起有望贡献投资收益。1) 蒙煤项目：全年焦煤销量 512 万吨，在上年高基数上维持较大体量 (2023 年焦煤销量 531 万吨，同增 194%)；持续深化与蒙古政府、ETT 公司等合作，采矿板块获三年采矿服务合同延期；物流运输板块推动查干哈达、杭吉、科布多 3 个方向运输，TTC&T 获评蒙古国综合排名第一物流运输企业。2) 克罗地亚风电项目：全年发电量 3.85 亿度，受阶段停机影响较去年有所下降，当前已顺利通过国家验收，取得能源生产牌照，实现正式商运，明年起经营有望稳步恢复。3) 孟加拉火电站：截至 2024 年底 EPC 履约进度已达 97.2%，预计将于今年投入运营。该项目为公司投资规模最大和转型升级发展的关键项目 (总投资 25 亿美元)，测算达产后每年实现净利润 1 亿美元，按 7.3 亿人民币对应投资收益 3.65 亿 (公司持股 50%)。

定增 7.2 亿投向波黑光伏项目，运营规模持续扩张。2024 年 11 月公司发布定增预案，拟合计募资 9.6 亿，其中 7.2 亿投向波黑科曼耶山光伏项目。该项目总投资 7.5 亿 (含收购奥罗拉光电 80%股权)，总装机容量 125MWp，目前已签订项目公司收购协议。项目采用 BOO 方式运作，测算税后内部收益率为 9.68%，含建设期的税后投资回收期为 8.85 年，经济效益较优。公司将投建营一体作为重点发展战略，后续将在亚太、中东欧等区域持续拓展新能源运营项目，有望带动业务版图进一步扩张，驱动商业模式优化。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.8/13.2/14.5 亿元，同比增长 13%/12%/9%，EPS 分别为 1.10/1.24/1.35 元/股，当前股价对应 PE 分别为 9.6/8.6/7.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：汇兑损失风险、煤炭价格波动风险、投建营项盈利不达预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	21,488	19,080	19,436	19,702	19,783
增长率 yoy (%)	60.0	-11.2	1.9	1.4	0.4
归母净利润 (百万元)	918	1,050	1,182	1,321	1,445
增长率 yoy (%)	44.3	14.3	12.6	11.8	9.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.86	0.98	1.10	1.24	1.35
净资产收益率 (%)	10.8	11.1	11.3	11.4	11.3
P/E (倍)	12.3	10.8	9.6	8.6	7.8
P/B (倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

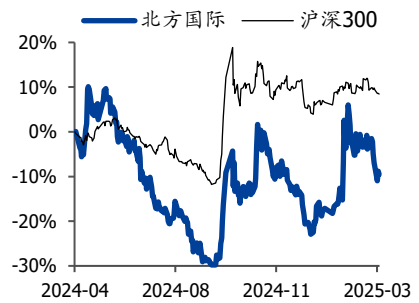
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 02 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
04 月 02 日收盘价 (元)	10.57
总市值 (百万元)	11,307.86
总股本 (百万股)	1,069.81
其中自由流通股 (%)	90.99
30 日日均成交量 (百万股)	42.18

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 李枫婷

执业证书编号: S0680524060001

邮箱: lifengting3@gszq.com

相关研究

- 1、《北方国际 (000065.SZ): 焦煤贸易及汇兑收益驱动业绩高增，运营利润有望持续放量》 2024-04-25
- 2、《北方国际 (000065.SZ): 海外工程与焦煤贸易驱动高增，电力运营持续扩张》 2024-03-31
- 3、《北方国际 (000065.SZ): 扣非业绩持续高增，投建营一体化项目贡献加大》 2023-04-25

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14190	13756	14467	15573	16538
现金	4092	4600	4531	5226	5878
应收票据及应收账款	3718	3866	4128	4486	4581
其他应收款	597	563	578	586	588
预付账款	1867	1635	1705	2071	2244
存货	1363	1564	1658	1773	1870
其他流动资产	2553	1527	1867	1432	1376
非流动资产	9570	10696	11171	11618	12036
长期投资	1705	1945	2145	2345	2545
固定资产	2909	3313	3371	3400	3401
无形资产	1548	1486	1404	1322	1241
其他非流动资产	3407	3952	4251	4550	4850
资产总计	23760	24451	25638	27191	28574
流动负债	9502	11876	12022	11883	11414
短期借款	904	970	1070	1170	1270
应付票据及应付账款	6626	6083	6110	5944	5467
其他流动负债	1972	4823	4842	4769	4677
非流动负债	4963	2357	2357	2857	3357
长期借款	4311	2235	2235	2735	3235
其他非流动负债	651	122	122	122	122
负债合计	14465	14233	14379	14740	14771
少数股东权益	829	759	796	865	991
股本	1002	1025	1025	1025	1025
资本公积	1894	2046	2046	2046	2046
留存收益	5747	6704	7709	8831	10058
归属母公司股东权益	8465	9459	10464	11585	12812
负债和股东权益	23760	24451	25638	27191	28574

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	702	653	759	895	848
净利润	954	1026	1218	1391	1570
折旧摊销	291	365	325	353	382
财务费用	8	78	93	103	120
投资损失	35	3	-136	-296	-336
营运资金变动	-867	-1189	-1045	-960	-1141
其他经营现金流	282	371	305	304	253
投资活动现金流	-797	-167	-659	-499	-457
资本支出	-186	-183	-295	-294	-293
长期投资	-419	-294	-500	-500	-500
其他投资现金流	-191	311	136	296	336
筹资活动现金流	-536	90	-171	298	262
短期借款	149	67	100	100	100
长期借款	-47	-2076	0	500	500
普通股增加	0	23	0	0	0
资本公积增加	2	152	0	0	0
其他筹资现金流	-641	1924	-271	-302	-338
现金净增加额	-644	578	-69	694	652

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21488	19080	19436	19702	19783
营业成本	19270	16634	17051	17256	17263
营业税金及附加	22	20	21	22	22
营业费用	456	470	476	483	485
管理费用	345	397	408	394	396
研发费用	66	67	68	69	69
财务费用	-177	-119	-131	-100	-143
资产减值损失	-1	-88	-60	-60	-60
其他收益	28	18	19	20	20
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0
投资净收益	-35	-3	136	296	336
资产处置收益	2	0	0	0	0
营业利润	1117	1157	1387	1584	1788
营业外收入	8	7	8	9	10
营业外支出	11	3	3	3	3
利润总额	1114	1162	1392	1590	1795
所得税	160	136	174	199	224
净利润	954	1026	1218	1391	1570
少数股东损益	36	-24	37	70	126
归属母公司净利润	918	1050	1182	1321	1445
EBITDA	1252	1448	1586	1843	2033
EPS (元/股)	0.86	0.98	1.10	1.24	1.35

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	60.0	-11.2	1.9	1.4	0.4
营业利润(%)	17.0	3.6	19.9	14.2	12.9
归属母公司净利润(%)	44.3	14.3	12.6	11.8	9.3
获利能力					
毛利率(%)	10.3	12.8	12.3	12.4	12.7
净利率(%)	4.3	5.5	6.1	6.7	7.3
ROE(%)	10.8	11.1	11.3	11.4	11.3
ROIC(%)	5.5	5.9	6.3	6.8	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	60.9	58.2	56.1	54.2	51.7
净负债比率(%)	17.8	14.5	14.7	12.5	10.9
流动比率	1.5	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	5.9	5.1	4.9	4.6	4.4
应付账款周转率	4.2	3.6	3.8	3.9	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.98	1.10	1.24	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.61	0.71	0.84	0.79
每股净资产(最新摊薄)	7.91	8.84	9.78	10.83	11.98
估值比率					
P/E	12.3	10.8	9.6	8.6	7.8
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.3	7.9	8.2	7.0	6.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 02 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com