

北方国际 (000065.SZ)

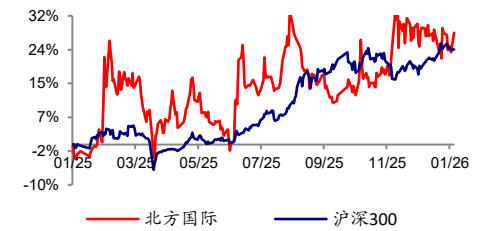
煤价上涨催化焦煤业务业绩改善，重申“电力运营+资源服务商”转型逻辑

公司评级	买入
当前价格	12.38 元
合理价值	15.75 元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-20

核心观点:

- “反内卷”大趋势下、焦煤期货价格走高，蒙煤现货价格整体步入上升通道。根据 Wind，2026 年 1 月 20 日 DCE 焦煤较 2025 年末涨幅达 3.5%。25Q4 蒙古焦煤吨平均销售价(策克口岸)1040 元/环比+13%，连续两个季度环比回升（25Q3 吨平均价为 922 元/环比+17%）。
- 前三季度公司蒙古焦煤一体化业务受焦煤价格低位&下滑压制，煤价持续提升下看好 25Q4 单季度业绩改善。25Q1-3，受焦煤价格低位影响对蒙古焦煤贸易量价压制影响（25Q1-3 销售量 376 万吨/同比-7%，24Q4 销售量 108 万吨），公司归母净利润 4.8 亿元/同比-36%，看好反内卷下焦煤价格上行带动公司 25Q4 业绩改善。当前蒙古焦煤价格整体稳定在 900-1000 元/吨左右，对公司蒙煤贸易业务起到支撑作用，2026 年如焦煤景气度保持当前水平，预计该业务盈利有望改善。
- 公司持续布局“一带一路”沿线电力投建营一体化，持续看好国际工程向“电力运营商+资源服务商”转型逻辑。25Q1-3，克罗地亚风电项目累计发电 2.89 亿度/同比+8%，截至 25Q3 末，孟加拉火电项目 EPC 工程建设形象进度完成 99.8%，其中 1 号机组于 9 月 30 日顺利通过可靠性运行试验。孟加拉火电及波黑光伏项目投运预计增厚公司利润。
- 盈利预测与投资建议：“反内卷”政策下公司焦煤业务有望量增利升，看好公司资源+电力成长。考虑到 25Q1-3 焦煤价格总体处于低位，焦煤贸易业务有所承压，预计 25-27 年公司归母净利润分别为 8.43/11.26/11.87 亿元，考虑到煤价进入上升通道，并参考可比公司最新估值情况，给予公司 26 年 15 倍 PE，对应合理价值 15.75 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：地缘政治风险、汇率波动风险、海外项目落地不及预期。

相对市场表现



分析师: 耿鹏智
SAC 执证号: S0260524010001
021-38003620
gengpengzhi@gf.com.cn

分析师: 乔钢
SAC 执证号: S0260524100001
SFC CE No. BVX103
021-38003769
qiaogang@gf.com.cn

请注意，耿鹏智并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

北方国际 (000065.SZ) :蒙煤贸易拖累营收业绩，看好火电投运+焦煤涨价预期下 25H2 业绩弹性 2025-08-24

北方国际 (000065.SZ) : “反内卷”政策推动超产煤矿减产，供给收窄、煤价上涨催化焦煤业务量增利升 2025-07-28

北方国际 (000065.SZ) :蒙古焦煤业务致 Q1 业绩承压，看好孟加拉火电投运业绩弹性 2025-04-29

联系人: 张子峻 021-38003620
zhangzijun@gf.com.cn

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,488	19,080	14,950	14,795	13,935
增长率 (%)	60.0%	-11.2%	-21.6%	-1.0%	-5.8%
EBITDA	1,646	1,875	1,445	1,612	1,649
归母净利润	906	1,050	843	1,126	1,187
增长率 (%)	41.6%	15.8%	-19.7%	33.5%	5.4%
EPS (元/股)	0.90	1.02	0.79	1.05	1.11
市盈率 (P/E)	12.4	9.6	15.7	11.8	11.2
ROE (%)	10.7%	11.1%	7.9%	9.7%	9.4%
EV/EBITDA	7.8	4.6	8.0	6.9	6.6

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	14,190	13,756	14,201	14,384	14,216
货币资金	4,092	4,600	5,400	5,400	5,400
应收及预付	6,545	6,462	6,246	6,271	6,032
存货	1,363	1,564	1,446	1,605	1,678
其他	2,190	1,129	1,108	1,108	1,106
非流动资产总额	9,570	10,696	10,983	11,246	11,488
长期股权投资	1,705	1,945	1,945	1,945	1,945
固定资产	2,909	3,313	3,585	3,830	4,050
在建工程	12	13	18	23	28
使用权资产	52	31	33	35	37
无形资产	1,548	1,486	1,504	1,524	1,549
其他	3,343	3,908	3,899	3,889	3,880
资产总额	23,760	24,451	25,184	25,631	25,704
流动负债总额	9,502	11,876	11,427	11,093	10,234
短期借款	904	970	1,486	1,306	1,058
应付及预收	8,122	7,479	6,513	6,359	5,748
其他	477	3,427	3,428	3,428	3,428
非流动负债总额	4,963	2,357	2,320	2,120	2,020
长期借款	4,311	2,235	2,200	2,000	1,900
应付债券	497	0	0	0	0
其他	155	122	120	120	120
负债总额	14,465	14,233	13,747	13,213	12,254
股本	1,002	1,025	1,071	1,071	1,071
其他	7,463	8,434	9,589	10,546	11,555
归母权益合计	8,465	9,459	10,661	11,618	12,627
少数股东权益	829	759	777	800	824
负债和股东权益	23,760	24,451	25,184	25,631	25,704

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,488	19,080	14,950	14,795	13,935
营业成本	19,270	16,634	13,016	12,844	12,080
营业税金及附加	22	20	16	16	15
销售费用	457	470	413	350	288
管理费用	345	397	356	293	248
研发费用	66	67	53	52	49
财务费用	-177	-119	-40	-15	-7
资产信用减值损失	-395	-468	-230	-236	-242
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0
投资收益	-35	-3	45	260	330
营业利润	1,105	1,157	972	1,300	1,370
营业外收支	-3	5	6	6	6
利润总额	1,102	1,162	978	1,306	1,376
所得税费用	160	136	117	157	165
合并净利润	942	1,026	860	1,149	1,211
少数股东损益	36	-24	17	23	24
归母净利润	906	1,050	843	1,126	1,187
EPS (元/股)	0.90	1.02	0.79	1.05	1.11

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	702	653	647	1,019	916
合并净利润	942	1,026	860	1,149	1,211
折旧摊销	291	365	328	352	373
营运资金变动	-867	-1,189	-841	-573	-685
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-797	-167	-426	-356	-286
资本性开支	-186	-183	-625	-625	-625
投资	-419	-294	10	10	10
其他	-191	311	189	260	330
融资活动现金流净额	-536	90	723	-664	-630
股本融资	0	0	46	0	0
债权融资	-228	448	479	-379	-348
股利分配与偿付利息	-284	-334	-241	-284	-282
其他	-24	-24	439	0	0
现金净增加额	-644	578	944	0	0
期初现金余额	4,522	3,878	4,456	5,400	5,400
期末现金余额	3,878	4,456	5,400	5,400	5,400

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	60.0%	-11.2%	-21.6%	-1.0%	-5.8%
营业利润增长率	15.3%	4.7%	-16.0%	33.7%	5.4%
归母净利增长率	41.6%	15.8%	-19.7%	33.5%	5.4%
获利能力					
毛利率	10.3%	12.8%	12.9%	13.2%	13.3%
净利率	4.4%	5.4%	5.8%	7.8%	8.7%
ROE	10.7%	11.1%	7.9%	9.7%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	60.9%	58.2%	54.6%	51.6%	47.7%
有息负债率	24.0%	13.1%	14.6%	12.9%	11.5%
流动比率	1.5	1.2	1.2	1.3	1.4
利息保障倍数	5.9	6.7	9.7	10.9	12.3
营运能力					
应收账款周转率	5.9	5.1	4.0	3.9	3.8
存货周转率	14.1	10.6	9.0	8.0	7.2
应付账款周转率	4.1	3.7	3.4	3.5	3.7
每股指标					
每股收益	0.90	1.02	0.79	1.05	1.11
每股净资产	8.45	9.23	9.95	10.84	11.79
每股经营现金流	0.70	0.64	0.60	0.95	0.85
估值比率					
PE	12.4	9.6	15.7	11.8	11.2
PB	1.3	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.8	4.6	8.0	6.9	6.6

广发建筑行业研究小组

耿 鹏 智：首席分析师，东南大学工学硕士，一级建造师、注册咨询工程师（投资），2024 年加入广发证券发展研究中心。
尉 凯 旋：资深分析师，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
乔 钢：资深分析师，华威大学金融与经济学硕士，武汉大学经济学学士，2024 年加入广发证券发展研究中心。
张 子 峻：高级研究员，香港中文大学（深圳）会计学硕士，北京理工大学会计学学士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。