

北方国际 (000065.SZ)

风电项目助力业绩大幅增长，投建营一体转型显成效

风电项目及汇兑收益促业绩高增。2022H1 公司实现营业收入 53.9 亿元，同增 23%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比大幅增长 42%，主要系：1) 克罗地亚风电项目盈利水平大增，贡献归母净利润 1.23 亿元，项目净利率 49%；2) 上半年人民币兑美元贬值产生较多汇兑收益。扣非业绩同比大增 283%，主要因上半年对部分外币资产套保，产生外币远期锁汇交割及持有损益-0.74 亿元（去年同期为 0.66 亿元）。Q1/Q2 单季分别实现收入 24.5/29.4 亿元，同增 37%/13%；归母净利润 1.1/2.8 亿元，同增 55%/38%。**分业务看：**上半年货物贸易/货运代理业务分别实现营收 29.2/5.7 亿元，同比大幅增长 52%/76%，业务发展势头强劲；**工程承包**业务实现收入 8.8 亿元，其中国际/国内工程分别实现收入 7.8/1.0 亿元，同比变动-44%/+82%，境外工程收入下滑预计主要因项目进度受疫情影响；**发电业务**实现收入 3.8 亿元，同比大幅增长 339%，主要系上半年欧洲能源紧缺、电价上涨，克罗地亚风电项目发电量大增；**金属包装容器/运营维护/其他业务**分别实现收入 5.9/0.4/0.2 亿元，同比变动+3%/+3%/-25%。**分区域看：**上半年境内/境外分别实现营收 26.5/27.4 亿元，同比变动+133%/-16%。

发电利润大增驱动整体毛利率上行，汇兑收益大幅降低财务费用。2022H1 公司毛利率 15.09%，YoY+2.05 个 pct，其中国际工程/货物贸易/货运代理/金属包装容器/发电收入毛利率分别同比变动-7.0/+3.7/+0.9/-3.8/+6.8 个 pct，工程业务毛利率下行较多主要系上半年原材料价格、物流费、人员动迁费大幅上涨，项目执行成本有所增加。期间费用率 2.78%，YoY-6.36 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动-0.95/-0.65/-0.02/-4.74 个 pct，销售、管理费用率下降预计主要因疫情下人员流动受阻，差旅费及业务开拓费用大幅缩减；财务费用率下降较多主要因持有美元净资产产生汇兑收益 2 亿元（去年同期为亏损 0.3 亿元）。资产（含信用）减值损失较同期多计提 1.9 亿元，主要因去年同期收到较大项目回款，减值转回较多。净利率上升 0.98 个 pct 至 7.21%。2022 年上半年公司经营性现金流净流出 6.1 亿元，较去年同期少流出 3.1 亿元，预计主要系孟加拉火电站项目实现融资关闭，进入项目回款期。收现比/付现比分别为 96%/120%，YoY+7/+4 个 pct。

克罗地亚塞尼风电项目盈利超预期，全年有望继续助力业绩快速增长。2022 年上半年，因俄乌冲突造成欧洲能源紧缺，电价大幅上涨，公司克罗地亚塞尼风电项目盈利大幅超过设计预期。上半年该项目发电 1.8 亿度，实现售电收入 3400 万欧元，根据年报该项目子公司上半年实现营业收入 2.53 亿元，净利润 1.62 亿元，贡献归母净利润约 1.23 亿元，占上半年业绩的 32%。假设全年电价维持上半年水平，按项目设计全年满发 5.3 亿度计算，预计可实现收入 7.4 亿元，净利润 4.77 亿元，归母净利润 3.63 亿元，占去年归母净利润的 58%，有望推动公司全年业绩保持快速增长。

其他投建营一体项目进展顺利，推动公司转型升级加速。1) 蒙古矿山一体化项目：今年 4 月，满都拉口岸外运方式由过去单一的公路运输升级为公铁联运，大幅提高了外调能力和周转效率，各版块上半年完成营业收入 5.66 亿元；2) 孟加拉燃煤电站项目：首台锅炉钢结构吊装完成，首台机组主厂房钢结构接近完工，目前积极开展生产准备工作，完成煤炭燃烧试验、煤源和煤炭运输招标工作。项目预计 2024 年全部完工，可研披露建成后预计年收入 43 亿人民币，总投资税后内部收益率超 10%。公司各个投建营一体化项目总体进展顺利，预期建成后能获取稳定的运营利润，有望推动公司转型升级加速，利润大幅增长。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 9.0/10.0/11.3 亿元，同比增长 44%/12%/13%，对应 EPS 分别为 0.90/1.00/1.13 元，当前股价对应 PE 分别为 10.5/9.4/8.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：海外市场经营风险，汇率大幅波动风险，原材料涨价风险、投建营项目投产后盈利不达预期等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12,851	13,050	14,578	16,389	17,984
增长率 yoy (%)	16.2	1.6	11.7	12.4	9.7
归母净利润（百万元）	751	624	898	1,005	1,134
增长率 yoy (%)	6.4	-17.0	44.0	11.9	12.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.75	0.62	0.90	1.00	1.13
净资产收益率 (%)	12.6	9.9	13.5	12.8	12.7
P/E (倍)	12.6	15.2	10.5	9.4	8.4
P/B (倍)	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 18 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
8 月 18 日收盘价(元)	9.45
总市值(百万元)	9,466.10
总股本(百万股)	1,001.70
其中自由流通股(%)	90.37
30 日日均成交量(百万股)	18.65

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 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究

1、《北方国际 (000065.SZ)：“一带一路”先锋，投建营一体谱写新篇章》2022-05-16

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	12593	11776	11868	13898	13523
现金	4940	3747	3519	3751	3264
应收票据及应收账款	3214	3931	3450	5338	4737
其他应收款	206	251	259	314	315
预付账款	1782	1146	2125	1552	2483
存货	667	991	805	1232	1013
其他流动资产	1784	1710	1710	1710	1710
非流动资产	5489	7567	8684	9819	11032
长期投资	147	1103	2068	3034	4150
固定资产	792	1903	2025	2168	2295
无形资产	1659	1573	1569	1553	1481
其他非流动资产	2891	2989	3021	3063	3105
资产总计	18081	19344	20552	23717	24555
流动负债	7285	7920	7717	9680	9204
短期借款	1351	644	644	644	644
应付票据及应付账款	4854	6117	5771	7713	7148
其他流动负债	1080	1159	1301	1323	1411
非流动负债	4569	4582	4758	4901	5010
长期借款	4501	4357	4533	4676	4785
其他非流动负债	69	225	225	225	225
负债合计	11854	12502	12475	14581	14214
少数股东权益	604	629	788	925	1080
股本	770	774	1002	1002	1002
资本公积	915	953	953	953	953
留存收益	3771	4319	5274	6310	7480
归属母公司股东权益	5623	6212	7289	8211	9261
负债和股东权益	18081	19344	20552	23717	24555

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-1274	1497	597	1407	674
净利润	784	677	1056	1142	1288
折旧摊销	146	144	199	219	236
财务费用	-47	160	17	14	16
投资损失	-36	-108	-10	-20	-172
营运资金变动	-2058	531	-604	133	-621
其他经营现金流	-63	94	-61	-81	-73
投资活动现金流	-796	-2144	-1244	-1253	-1204
资本支出	783	699	151	170	97
长期投资	-31	-959	-966	-966	-1116
其他投资现金流	-44	-2404	-2060	-2050	-2223
筹资活动现金流	4040	-950	419	79	43
短期借款	726	-706	0	0	0
长期借款	3167	-144	176	143	110
普通股增加	0	5	227	0	0
资本公积增加	0	38	0	0	0
其他筹资现金流	148	-143	16	-64	-66
现金净增加额	1867	-1681	-228	232	-487

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12851	13050	14578	16389	17984
营业成本	11563	11655	12629	14324	15787
营业税金及附加	14	16	22	20	23
营业费用	330	325	394	410	468
管理费用	225	270	306	361	396
研发费用	15	16	18	20	22
财务费用	-47	160	17	14	16
资产减值损失	31	-2	3	3	4
其他收益	15	5	0	0	0
公允价值变动收益	107	76	61	81	73
投资净收益	36	108	10	20	172
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	896	808	1261	1338	1515
营业外收入	10	4	4	4	6
营业外支出	3	4	3	3	3
利润总额	903	807	1261	1340	1517
所得税	119	130	205	198	229
净利润	784	677	1056	1142	1288
少数股东损益	33	53	158	137	155
归属母公司净利润	751	624	898	1005	1134
EBITDA	1280	1165	1537	1641	1843
EPS (元)	0.75	0.62	0.90	1.00	1.13

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	16.2	1.6	11.7	12.4	9.7
营业利润(%)	4.8	-9.9	56.1	6.1	13.2
归属于母公司净利润(%)	6.4	-17.0	44.0	11.9	12.8
获利能力					
毛利率(%)	10.0	10.7	13.4	12.6	12.2
净利率(%)	5.8	4.8	6.2	6.1	6.3
ROE(%)	12.6	9.9	13.5	12.8	12.7
ROIC(%)	8.4	7.4	8.8	8.8	9.1
偿债能力					
资产负债率(%)	65.6	64.6	60.7	61.5	57.9
净负债比率(%)	18.7	24.1	27.2	23.4	26.8
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.3	3.7	4.0	3.7	3.6
应付账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.62	0.90	1.00	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.27	1.49	0.60	1.40	0.67
每股净资产(最新摊薄)	5.47	6.06	6.91	7.83	8.88
估值比率					
P/E	12.6	15.2	10.5	9.4	8.4
P/B	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.6	9.8	7.8	7.4	7.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 18 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：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

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：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

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