

2016 年 03 月 11 日

北方国际 (000065.SZ)

集团支持打造国际工程及民品国际化大平台

■**事项:** 公司公告拟以 24.26 元/股, 发行 6160.57 万股及支付现金 1.35 亿元向北方科技、江苏悦达、天津中辰 3 家公司购买北方车辆 100.00% 股权、北方物流 51.00% 股权、北方机电 51.00% 股权、北方新能源 51.00% 股权、深圳华特 99.00% 股份, 合计作价 16.30 亿元 (对应 2016 年 PE15X)。同时拟募集配套资金 10.60 亿元。此次交易北方车辆、北方物流、北方机电及北方新能源承诺 2016-2018 年净利润合计为 0.86/1.02/1.16 亿元。

■**集团全力支持打造国际工程及民品国际化经营平台, 重组后 EPS 增厚明显。**此次交易后除原有国际工程承包业务外, 上市公司的业务范围还将包含重型装备出口贸易、物流服务、物流自动化设备系统集成服务、光伏产品贸易及工程服务、金属包装容器的生产和销售等业务, 成为整合北方公司内部国际工程和民品国际化经营业务的大平台, 全面提升为客户提供一揽子解决方案的能力, 更有利于公司加快国际市场开拓步伐。根据业绩承诺及我们测算, 预计公司 2016 年归母净利润为 3.94 亿元 (收购标的贡献约 1.1 亿元), 增发摊薄 EPS 为 1.04 元, 同比增长 32%, 增厚明显。

■**在手订单规模庞大, 伊核解禁最受受益标的。**当前公司在手订单约 527 亿元人民币, 为 2015 年收入的 12.5 倍 (其中 388 亿未生效, 139 亿生效待执行), 巨额在手订单为公司未来持续增长奠定坚实基础。今年 1 月 16 日, 伊朗核协议开始执行, 对伊所有国际和单边制裁基本解除。公司在伊超 200 亿项目面临大范围生效, 增长预期将瞬间显著提升, 为伊核问题解决 A 股最受益标的。

■**具有“大集团、小公司、唯一平台”特征, 十三五期间集团将全力支持打造一带一路标杆企业。**公司实际控制人北方工业 2014 年收入接近 1500 亿元, 利润接近 40 亿元, 而北方国际 2015 年收入仅 42 亿元, 利润 2.1 亿元, 是其旗下唯一 A 股上市公司平台和对外工程承包窗口, 具有典型的“大集团、小公司、唯一平台”特征, 在一带一路国家战略背景下必将得到集团全力支持。公司此前公告控股股东变为北方公司, 在集团内层级提升, 利于提升管理效率, 优化资源配置, 提高以公司为平台进行资本运作的便利性, 此次重组也看出集团集中资源将公司打造为一带一路标杆性企业的决心。

■**投资建议:** 我们预测公司 2015-2017 年归母净利润为 2.17/3.94/4.83 亿元, 对应 EPS 为 0.79/1.04/1.27 (增发摊薄后), 当前股价对应 PE 分别为 39/29/24 倍。给予公司目标价 35 元, 增持-A 评级。

■**风险提示:** 海外业务经营风险, 资产整合风险

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	2,958.3	3,024.1	4,285.5	9,385.1	11,356.0
净利润	156.1	184.6	217.3	393.8	483.3
每股收益(元)	0.57	0.67	0.79	1.04	1.27
每股净资产(元)	2.92	3.50	7.03	13.11	14.26

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	53.7	45.4	38.6	29.4	24.0
市净率(倍)	10.5	8.7	4.3	2.3	2.1
净利润率	5.3%	6.1%	5.1%	4.2%	4.3%
净资产收益率	19.5%	19.2%	11.3%	7.9%	8.9%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
ROIC	-72.1%	-23.8%	-28.7%	-59.3%	-42.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **增持-A**

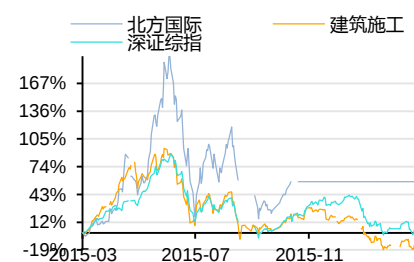
调低评级

6 个月目标价: **35 元**
 股价 (2016-03-07) **30.53 元**

交易数据

总市值 (百万元)	8,376.57
流通市值 (百万元)	7,736.36
总股本 (百万股)	274.37
流通股本 (百万股)	253.40
12 个月价格区间	18.73/57.74 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	0.52	22.01	48.53
绝对收益	0.0	0.0	61.46

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050002
 yangt@essence.com.cn
 021-68765859

夏天

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514110001
 xiatian@essence.com.cn
 021-68763692

相关报告

北方国际: 国际工程驱动中期业绩大幅增长	2015-08-12
北方国际: 伊核问题达成协议, 公司将显著受益	2015-07-15
北方国际: 充分受益“一带一路”, 集团支持促加速成长	2015-06-30

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,958.3	3,024.1	4,285.5	9,385.1	11,356.0	成长性					
减:营业成本	2,543.9	2,679.6	3,814.1	8,221.4	9,936.5	营业收入增长率	78.2%	2.2%	41.7%	119.0%	21.0%
营业税费	80.1	52.4	85.7	211.2	249.8	营业利润增长率	102.4%	-1.7%	21.0%	130.9%	22.7%
销售费用	44.8	38.6	77.1	161.4	198.7	净利润增长率	30.4%	18.2%	17.7%	81.3%	22.7%
管理费用	57.0	59.7	85.7	168.9	227.1	EBITDA 增长率	113.7%	9.5%	10.4%	145.3%	19.5%
财务费用	-50.0	-25.8	-55.5	-78.9	-116.2	EBIT 增长率	111.8%	9.1%	10.6%	149.8%	19.8%
资产减值损失	20.7	-38.4	25.0	42.0	33.0	NOPLAT 增长率	43.0%	27.3%	8.2%	123.0%	19.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	285.8%	-10.4%	8.0%	66.3%	14.8%
投资和汇兑收益	4.0	3.2	62.5	70.0	68.0	净资产增长率	24.0%	22.5%	86.0%	145.5%	11.5%
营业利润	265.6	261.1	315.8	729.1	895.0	利润率					
加:营业外净收支	0.4	-0.0	-0.0	0.1	0.0	毛利率	14.0%	11.4%	11.0%	12.4%	12.5%
利润总额	266.1	261.0	315.8	729.3	895.0	营业利润率	9.0%	8.6%	7.4%	7.8%	7.9%
减:所得税	70.1	36.7	50.5	182.3	223.8	净利率	5.3%	6.1%	5.1%	4.2%	4.3%
净利润	156.1	184.6	217.3	393.8	483.3	EBITDA/营业收入	7.5%	8.0%	6.3%	7.0%	6.9%
						EBIT/营业收入	7.3%	7.8%	6.1%	6.9%	6.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	10	17	11	5	4
						流动资产周转天数	-101	-140	-109	-78	-90
						流动营业资本周转天数	391	475	454	445	480
						流动资产周转天数	95	90	90	100	96
						应收账款周转天数	63	55	53	78	74
						存货周转天数	436	530	504	484	527
						总资产周转天数	-65	-96	-67	-42	-47
						投资资本周转天数					
						投资回报率					
						ROE	19.5%	19.2%	11.3%	7.9%	8.9%
						ROA	4.9%	4.6%	3.7%	3.0%	4.5%
						ROIC	-72.1%	-23.8%	-28.7%	-59.3%	-42.7%
						费用率					
						销售费用率	1.5%	1.3%	1.8%	1.7%	1.8%
						管理费用率	1.9%	2.0%	2.0%	1.8%	2.0%
						财务费用率	-1.7%	-0.9%	-1.3%	-0.8%	-1.0%
						三费/营业收入	1.8%	2.4%	2.5%	2.7%	2.7%
						偿债能力					
						资产负债率	75.8%	76.0%	69.0%	70.3%	60.0%
						负债权益比	313.1%	316.4%	222.3%	236.9%	150.2%
						流动比率	1.24	1.17	1.36	1.31	1.51
						速动比率	1.05	1.07	1.17	1.06	1.34
						利息保障倍数	-4.31	-9.12	-4.69	-8.24	-6.70
						分红指标					
						DPS(元)	0.06	0.07	0.08	0.11	0.13
						分红比率	10.8%	11.0%	10.0%	10.6%	10.5%
						股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
资产负债表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,805.2	2,207.4	3,052.0	6,690.7	7,510.5	EPS(元)	0.57	0.67	0.79	1.04	1.27
交易性金融资产	-	-	-	-	-	BVPS(元)	2.92	3.50	7.03	13.11	14.26
应收账款	788.4	724.2	1,418.5	3,795.4	2,261.1	PE(X)	53.7	45.4	38.6	29.4	24.0
应收票据	0.1	-	0.9	0.5	0.9	PB(X)	10.5	8.7	4.3	2.3	2.1
预付账款	479.6	1,013.5	1,105.5	3,041.1	2,315.1	P/FCF	10.7	21.2	289.2	13.8	16.9
存货	568.7	359.8	911.6	3,153.4	1,483.6	P/S	2.8	2.8	2.0	1.2	1.0
其他流动资产	21.3	6.6	9.4	12.5	9.5	EV/EBITDA	5.3	11.8	21.0	8.0	5.9
可供出售金融资产	-	38.4	12.8	17.1	22.8	CAGR(%)	40.8%	44.1%	22.8%	40.8%	44.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	1.3	1.0	1.7	0.7	0.5
长期股权投资	119.7	82.7	82.7	82.7	82.7	ROIC/WACC	-6.9	-2.3	-2.8	-5.7	-4.1
投资性房地产	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	REP	0.2	1.6	2.5	0.7	0.7
固定资产	140.5	138.0	130.5	122.9	115.4						
在建工程	-	-	-	-	-						
无形资产	0.7	301.7	301.3	300.9	300.5						
其他非流动资产	57.1	44.7	53.1	951.6	949.8						
资产总额	3,982.5	4,918.0	7,079.1	18,169.8	15,052.8						
短期债务	-	304.8	-	-	-						
应付账款	2,010.7	2,204.1	2,939.2	8,413.7	5,836.4						
应付票据	-	-	-	-	-						
其他流动负债	939.6	1,168.1	1,825.0	4,345.5	3,184.2						
长期借款	50.0	44.3	100.0	-	-						
其他非流动负债	18.2	15.6	18.2	17.3	17.0						
负债总额	3,018.5	3,736.8	4,882.4	12,776.6	9,037.6						
少数股东权益	164.2	221.3	266.9	417.5	601.3						
股本	211.2	253.4	274.4	379.7	379.7						
留存收益	588.7	706.4	1,655.4	4,596.0	5,034.2						
股东权益	964.1	1,181.2	2,196.7	5,393.2	6,015.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	196.0	224.3	217.3	393.8	483.3	EPS(元)	0.57	0.67	0.79	1.04	1.27
加:折旧和摊销	6.3	7.7	7.9	7.9	7.9	BVPS(元)	2.92	3.50	7.03	13.11	14.26
资产减值准备	20.7	-38.4	-	-	-	PE(X)	53.7	45.4	38.6	29.4	24.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.5	8.7	4.3	2.3	2.1
财务费用	-12.9	2.8	-55.5	-78.9	-116.2	P/FCF	10.7	21.2	289.2	13.8	16.9
投资损失	-4.0	-3.2	-20.5	-30.0	-25.0	P/S	2.8	2.8	2.0	1.2	1.0
少数股东损益	39.9	39.7	48.0	153.1	188.0	EV/EBITDA	5.3	11.8	21.0	8.0	5.9
营运资金的变动	626.5	-30.9	44.5	1,438.5	195.6	CAGR(%)	40.8%	44.1%	22.8%	40.8%	44.1%
经营活动产生现金流量	758.0	170.0	241.7	1,884.5	733.7	PEG	1.3	1.0	1.7	0.7	0.5
投资活动产生现金流量	85.5	-19.2	46.1	-874.3	19.3	ROIC/WACC	-6.9	-2.3	-2.8	-5.7	-4.1
融资活动产生现金流量	-19.9	10.4	556.7	2,628.5	66.8	REP	0.2	1.6	2.5	0.7	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

杨涛、夏天声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳		panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮 编： 200123

北京市

地 址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮 编： 100034