

# 北方国际 (000065.SZ) 公告点评

## 整合集团国际工程板块，打造“一带一路”标杆

### 核心观点：

- 整合国际工程业务，搭建民品国际化经营平台

此次重组后，公司除原有国际工程承包业务外，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，正式成为整合集团内部国际工程和民品国际化经营业务的大平台。

- 此次重组有望提高公司业务规模，带动价值提升

根据承诺，4家标的公司整体2016年、2017年、2018年将实现的税后净利润分别不低于8,260万元、10,150万元与11,600万元，后两年同比增速为17.7%、14.3%，显示了对业绩增长的信心。

- 顺势而为，有望成为“一带一路”标杆企业

此次重组将大大提高公司海外业务承接能力，随着“一带一路”战略的推进，公司有望收获更多海外订单。而且2015年7月联合国安理会通过伊朗核协议，美欧宣布解除对伊朗经济制裁，未来伊朗订单有望逐渐生效。

- 投资建议

此次重组可以看出集团正集中资源将公司打造成国际工程和民品国际化经营业务的大平台。随着国企改革持续推进，集团旗下北京奥信、北方光电等其他民品公司也有可能注入公司，进一步扩大民品经营范围。重组后公司海外接单能力应大幅提升，有望成为“一带一路”标杆企业，我们看好公司的未来发展，预计公司2015-2017年EPS为0.79、1.03、1.24元，给予公司评级为“买入”评级。

- 风险提示

同时进行多项并购，对公司管理能力提出了较高要求；海外订单可能受区域不稳定因素影响。

### 盈利预测：

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,958.26	3,024.10	4,284.34	9,330.08	11,757.21
增长率(%)	78.17%	2.23%	41.67%	117.77%	26.01%
EBITDA(百万元)	238.69	201.41	224.93	556.04	690.75
净利润(百万元)	156.11	184.59	217.39	392.40	471.23
增长率(%)	30.40%	18.25%	17.77%	80.51%	20.09%
EPS(元/股)	0.739	0.728	0.792	1.034	1.241
市盈率(P/E)	18.14	24.89	38.53	29.54	24.60
市净率(P/B)	3.54	4.79	4.25	2.37	2.16
EV/EBITDA	4.51	13.58	24.76	13.43	10.06

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

30.53元

前次评级

报告日期

2016-03-17

### 相对市场表现



分析师：唐笑 S0260512030009



010-59136616



tangxiao@gf.com.cn

### 相关研究：

无

联系人：岳恒宇 010-59136612

yuehengyu@gf.com.cn

近日，公司发布发行股份及支付现金购买资产公告，拟以24.26元/股，发行6160.57万股及支付现金1.35亿元的方式向北方科技、江苏悦达、天津中辰3家交易对方购买5家标的公司股权：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。上述资产的预估值为16.3亿元。同时通过询价方式向符合条件的不超过10名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额为10.06亿。点评如下：

## 1、整合国际工程业务，搭建民品国际化经营平台

公司实际控制人北方公司拥有众多优质资源，2014年收入规模达1500亿元，而且其大多数业务板块都从事进出口业务。公司是集团旗下唯一A股上市公司和对外工程承包平台。

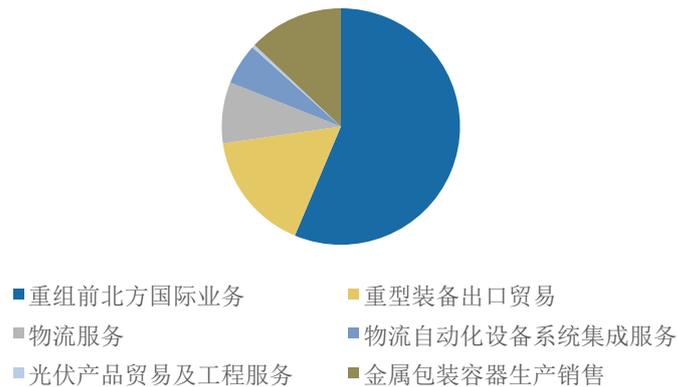
表 1：北方公司民品主要产业、经营公司及主营业务

北方公司产业	经营公司	主营业务
石油产业	振华石油	石油产业投资、海外油气勘探开发、国际石油贸易、石油炼化、油品储运。
矿产产业	万宝矿产	投资海外有色金属资源开发，同时开展矿产品和有色金属贸易。
国际工程	北方国际	以国际工程承包为核心业务，兼有部分国内建筑工程和房地产业务。
民爆产品	北京奥信	民用爆破器材与化工产品研发、进出口以及民用爆破工程服务。
民用车辆	北方车辆	商用车辆、乘用车及其零部件；铁路车辆及其零部件；工程机械、农业机械及其零部件以及石油和天然气钻探设备等产品的出口服务和乘用车国内经销。
光电产品	北方光电 昆明远达	自营和代理各类商品及进出口业务；光学、电子、机械及光机电一体化产品的生产、销售；光学、电子新材料及新产品的科研、开发、推广等。
物流	北方物流	国际间项目物流业务，在超限、超大型设备运输、工程项目物流、工厂整体搬迁、成套设备运输、危险品运输等方面具有丰富经验和专业运营优势。
房地产	北京万坤	项目开发并储备土地资源。
酒店	北京易尚	所辖酒店遍及北京、广州、深圳、成都、太原等地，占地面积共 16.76 万平方米，客房数 1086 间，物业资产总额 12.43 亿元。
国际展览	北方国际展览	国家商务部和中国贸促总会联合授权的国际组团参展单位之一，长期从事组织国内展商参加境外举办的各种专业性和综合型展览会、博览会。
物业资产管理等	北方工业深圳 投资有限公司等	物业资产管理、租赁；物资、特资的仓储；货物运输代理。
空港物流自动化系统等	北方机电	空港物流自动化系统与矿山、码头自动化装卸系统设备；摩托车消声器；户外用品；其他轻工产品等产品的出口业务。
伏产品	北方新能源	光伏产品贸易及工程服务。
马口铁包装容器	深圳华特	马口铁包装容器的生产和销售。

数据来源：公司网站、公司公告、广发证券发展研究中心

此次重组后，公司除原有国际工程承包业务外，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，正式成为整合集团内部国际工程和民品国际化经营业务的大平台。

图1：公司收购完成后公司板块组成（按2015年1-9月数据）

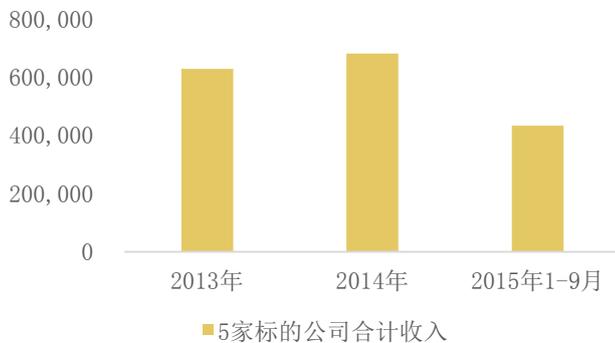


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 2、此次重组有望提高公司业务规模，带动价值提升

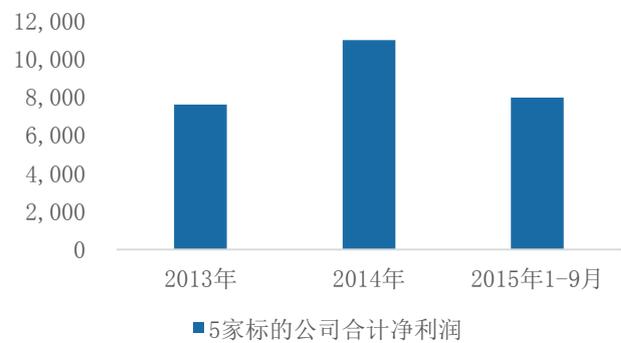
由下图可见，5家标的公司的收入、利润均呈稳步上升的趋势，有望提高公司业务规模。根据北方车辆、北方物流、北方机电、北方新能源的业绩承诺，这4家标的公司整体2016年、2017年、2018年将实现的税后净利润分别不低于8,260万元、10,150万元与11,600万元，后两年同比增速为17.7%、14.3%，显示了对业绩增长的信心。

图2：5家标的公司近年合计收入（万元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图3：5家标的公司近年合计净利润（万元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

我们以标的公司2016年的承诺净利润（深圳华特没有业绩承诺，且2015年数据缺失，故用2014年的数据计算）以及公司对这4家标的公司的PE股权定价，测算出此次重组有望为公司增加约17.6亿元的市场价值。

表 2：预计此次重组有望为公司增加约 1.76 亿元的市场价值

收购标的	PE (股权定价)	2016 年承诺利润 (万)	估算市值	收购比例	估算对公司市值贡献 (万)
北方车辆	19.52	6020	117510.4	100%	117510.4
北方物流	17.02	1100	18722	51%	9548.22
北方机电	11.77	1200	14124	51%	7203.24
北方新能源	11.15	300	3345	51%	1705.95
深圳华特	13.58	2982	40490	99%	40084.82

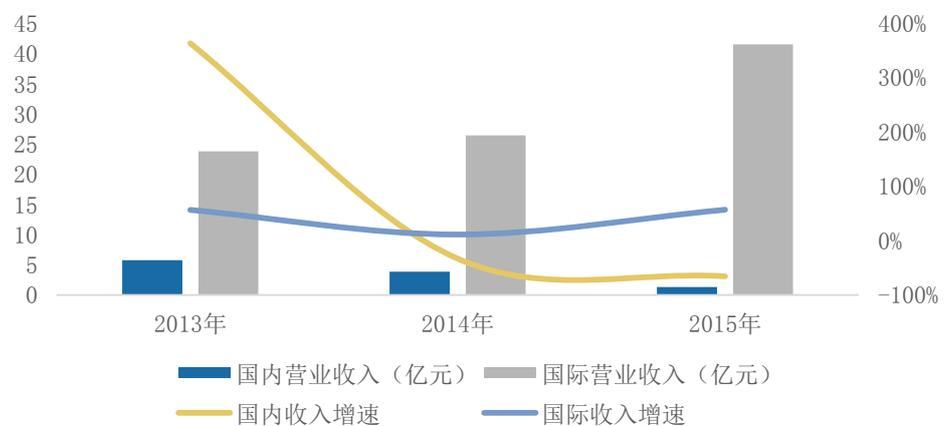
合计					176053
----	--	--	--	--	--------

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 3、顺势而为，有望成为“一带一路”标杆企业

根据业绩快报，2015年公司营业收入42.86亿元，同比增长41.71%，收入大幅增长的原因主要是国际工程承包业务收入较上年同期增长56.93%，可见公司海外业务拓展能力持续提升。2015年公司实现净利润2.17亿元，同比增长17.59%，主要是人民币贬值为公司带来较多汇兑收益使财务费用同比减少195.81%。截止2015年半年报，公司美元净资产占总资产比例为13.78%。

图4：公司境内外营业收入及同比增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司在手订单充足，近期又频签海外大单，先后与巴基斯坦、东非、伊朗、老挝签订项目合同。此次重组将大大提高公司海外业务承接能力，随着“一带一路”战略的推进，公司有望收获更多海外订单。此外，伊朗是公司传统海外市场，然而受伊朗核制裁影响，至少200亿元以上的伊朗订单尚未生效（截至2015年半年报）。2015年7月20日联合国安理会一致通过伊朗核协议，美欧宣布解除对伊朗相关经济制裁，公司直接受益，未来伊朗订单有望逐渐生效。

表3：公司2015年12月以来新签订单情况

时间	投资情况
2015年12月	公司委托北方公司作为巴基斯坦拉合尔轨道交通橙线项目的代理人，与铁总组成联合体，对外签订并履行对外合同，北方公司按本代理合同项目项下机电工程部分（9.225亿美元）的43%比例部分的0.5%收取代理费。
2015年12月	公司与北方公司在北京签订《东非营地建设项目施工总承包合同》，公司将总承包东非营地一期工程涉及的土建施工及安装工程，弱电系统、配电箱配电柜供货及安装。合同金额为人民币2967万元。
2016年1月	公司与SEPASAD工程公司、METRA咨询工程公司组成联营体，签署了高乐巴哈-马什哈德电气化铁路项目合同，合同总金额为人民币22.95亿，公司负责安排项目融资以及合同的机电部分。
2016年1月	公司与老挝电力公司签署了《老挝500KV Pakading - Mahaxai 输变电线路项目合同协议书》，公司将承担上述工程范围内的勘察、设计、建设、采购、运输、安装、测试和调试工作，合同总金额为3.43亿美元。
2016年2月	公司拟出资5157万美元设立北方国际萨塔电力有限公司，在巴基斯坦投资建设和运营巴基斯坦萨塔100MW风电投资项目，场区占地面积约10.12km <sup>2</sup> ，项目建设期1.5年，运营期为20年，总投资金额为1.91亿美元，全部投资内部收益率为12.56%，投资回收期7.6年。

## 4、投资建议

此次重组可以看出集团正集中资源将公司打造成国际工程和民品国际化经营业务的大平台。随着国企改革的持续推进,集团旗下北京奥信、北方光电等其他民品公司也有可能注入公司,进一步扩大民品经营范围。重组后公司海外接单能力应大幅提升,有望成为“一带一路”标杆企业。由于公司停牌较久,短期估值可能受到一定影响,但我们看好公司的未来发展,预计公司2015-2017年EPS为0.79、1.03、1.24元,给予公司评级为“买入”评级。

## 5、风险提示

同时进行多项并购,对公司管理能力提出了较高要求;海外订单可能受区域不稳定因素影响。

**资产负债表**

单位：百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	3663	4311	5716	13562	16528
货币资金	1805	2207	2853	4169	4685
应收及预付	1268	1738	2228	6676	8418
存货	569	360	627	2708	3417
其他流动资产	21	7	8	8	8
<b>非流动资产</b>	319	606	913	1098	1126
长期股权投资	120	83	83	83	83
固定资产	141	138	126	311	339
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	1	302	617	617	617
其他长期资产	58	84	87	87	87
<b>资产总计</b>	3983	4918	6629	14660	17654
<b>流动负债</b>	2950	3677	4370	9460	11931
短期借款	0	305	0	0	0
应付及预收	2950	3372	4370	9460	11931
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	68	60	57	57	57
长期借款	50	44	44	44	44
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	16	13	13	13
<b>负债合计</b>	3018	3737	4427	9518	11988
股本	211	253	274	380	380
资本公积	144	144	915	3337	3337
留存收益	445	562	780	1172	1643
归属母公司股东权	800	960	1969	4889	5360
少数股东权益	164	221	233	253	306
<b>负债和股东权益</b>	3983	4918	6629	14660	17654

**现金流量表**

单位：百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	758	170	480	-1011	566
净利润	196	224	229	413	524
折旧摊销	6	8	10	15	22
营运资金变动	554	-33	226	-1512	-35
其它	2	-29	16	72	55
<b>投资活动现金流</b>	85	-19	-312	-200	-50
资本支出	-24	-21	-313	-200	-50
投资变动	110	1	1	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-33	-8	477	2528	0
银行借款	0	359	-305	0	0
债券融资	-6	-61	-2	0	0
股权融资	0	1	792	2528	0
其他	-27	-307	-8	0	0
<b>现金净增加额</b>	811	143	645	1317	516
<b>期初现金余额</b>	994	1805	2207	2853	4169
<b>期末现金余额</b>	1805	1948	2853	4169	4685

**主要财务比率**

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	78.2	2.2	41.7	117.8	26.0
营业利润增长	102.4	-1.7	2.7	81.2	26.8
归属母公司净利润增长	30.4	18.2	17.8	80.5	20.1
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	14.0	11.4	10.9	11.7	11.6
净利率	6.6	7.4	5.3	4.4	4.5
ROE	19.5	19.2	11.0	8.0	8.8
ROIC	-	-	-	-	-
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	75.8	76.0	66.8	64.9	67.9
净负债比率	-1.8	-1.6	-1.3	-0.8	-0.8
流动比率	1.24	1.17	1.31	1.43	1.39
速动比率	0.89	0.80	0.90	0.80	0.75
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.82	0.68	0.74	0.88	0.73
应收账款周转率	4.07	4.44	4.56	3.04	3.04
存货周转率	4.94	5.77	6.08	3.04	3.04
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.74	0.73	0.79	1.03	1.24
每股经营现金流	3.59	0.67	1.75	-2.66	1.49
每股净资产	3.79	3.79	7.18	12.88	14.12
<b>估值比率</b>					
P/E	18.1	24.9	38.5	29.5	24.6
P/B	3.5	4.8	4.3	2.4	2.2
EV/EBITDA	4.5	13.6	24.8	13.4	10.1

**利润表**

单位：百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	2958	3024	4284	9330	11757
营业成本	2544	2680	3816	8238	10394
营业税金及附加	80	52	74	162	204
销售费用	45	39	94	205	259
管理费用	57	60	85	184	232
财务费用	-50	-26	-65	-18	-2
资产减值损失	21	-38	13	72	55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	3	1	0	0
<b>营业利润</b>	266	261	268	486	616
营业外收入	1	0	1	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	266	261	269	486	616
所得税	70	37	40	73	92
<b>净利润</b>	196	224	229	413	524
少数股东损益	40	40	11	21	52
<b>归属母公司净利润</b>	156	185	217	392	471
EBITDA	239	201	225	556	691
EPS(元)	0.74	0.73	0.79	1.03	1.24

## 广发建筑行业研究小组

- 唐笑：首席分析师，北京大学光华管理学院金融硕士，具备多年建筑行业研究经验，2012年2月进入广发证券发展研究中心。2013年和2015年分别荣获新财富最佳分析师建筑与工程行业第三名、第二名。
- 岳恒宇：研究助理，CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，2015年加入广发证券发展研究中心，2015年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名团队成员。

## 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。
- 谨慎增持：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
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。