

北方国际 (000065)

注入资产业绩超预期，一带一路/国改共振

——北方国际业绩快报点评

	韩其成 (分析师)	陈笑 (研究助理)	罗楠 (研究助理)
	021-38676162	021-38677906	021-38032026
	hanqicheng8@gtjas.com	chenxiao015813@gtjas.com	luonan@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880116010080	S0880116100010

本报告导读：

公司公告重大资产重组过渡期间损益情况，注入资产净利润大幅超出此前承诺；在手订单充裕，一带一路/国改双重利好助业绩高增长，上调目标价至 39 元，增持。

投资要点：

维持增持。考虑到注入资产业绩超预期以及公司国际工程业务收入大幅增长、业绩贡献超预期，且公司在手订单充裕，叠加一带一路/国改双重利好，我们上调预测公司 2016/17 年 EPS 至 0.97/1.38 元(原 0.67/0.99 元)，上调目标价至 39 元(23%空间)，2016/17 年 40/28 倍 PE，增持。

注入资产业绩大幅超预期。1)公司业绩快报预计 2016 年净利 4.99~5.09 亿元，同增+128%~+133%(重组前)/+55%~+58%(重组后)，业绩大幅增长因国际工程业务收入高增长及资产重组后增加非经常性损益；2)据 2017 年 3 月 1 日公司重大资产重组公告，注入资产 2015 年 10 月至 2016 年 11 月合计净利 2.02 亿元，2016 年 1-11 月净利达 1.53 亿元，大幅超过 2016-18 年净利承诺 1.15/1.35/1.55 亿元，我们粗略估计注入资产 2016 年合计净利将达约 1.67 亿元，超出承诺 45%；预计公司未来三年业绩 CAGR 高达 63%；3)资产注入将有利于公司加速拓展业务范围、打造民品国际化平台。

一带一路/国改利好共振+在手订单充裕，业绩增长空间巨大。1)公司国际业务占比高达 97%，未来受益一带一路深入推进及伊朗形势好转(在伊未生效订单约 258 亿元)，海外业务有望取得重大进展；2)公司系北方集团旗下唯一上市平台，大集团小公司特征明显(公司 2015 年营收/净利仅占 2.8%/5.3%)，考虑到两会风口期国改预期持续发酵且兵工混改预期强烈，预计公司后续更多国改事项值得期待；3)目前公司在手订单充裕(超 580 亿元，为 2015 营收 13 倍)，将保障业绩持续高增长。

核心风险：业绩增长低于预期，国改低于预期、应收账款风险等

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,024	4,286	10,220	15,175	18,560
(+/-)%	2%	42%	138%	48%	22%
经营利润 (EBIT)	194	210	761	1,235	1,472
(+/-)%	-17%	8%	263%	62%	19%
净利润	185	219	500	710	949
(+/-)%	18%	19%	129%	42%	34%
每股净收益 (元)	0.36	0.43	0.97	1.38	1.85
每股股利 (元)	0.14	0.10	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率(%)	6.4%	4.9%	7.4%	8.1%	7.9%
净资产收益率(%)	19.2%	11.3%	19.4%	22.3%	23.5%
投入资本回报率(%)	-20.4%	-24.1%	-48.8%	-50.7%	-45.1%
EV/EBITDA	24.5	20.8	12.6	6.7	4.5
市盈率	74.4	62.8	27.5	19.4	14.5
股息率 (%)	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：39.00

上次预测：32.40

当前价格：31.65

2017.03.05

交易数据

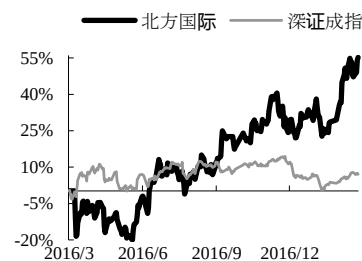
52 周内股价区间 (元)	22.70-39.40
总市值 (百万元)	16,237
总股本/流通 A 股 (百万股)	513/401
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	78%
日均成交量 (百万股)	378.76
日均成交值 (百万元)	106.32

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,080
每股净资产	4.05
市净率	7.8
净负债率	-138.76%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.06	0.14
Q2	0.17	0.39
Q3	0.08	0.19
Q4	0.20	0.26
全年	0.43	0.97

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	21%	23%	56%
相对指数	17%	28%	47%

相关报告

《国改预期/资产注入/订单充裕助业绩高增》
2017.01.12

《受益人民币贬值，国改/海外业务具想象力》
2016.10.27

《海外提速/国改可期，业绩高增长有保障》
2016.08.31

《业绩高速增长，大集团小平台国改空间大》
2016.07.08

《海外拓展加速推进，国改筑造想象空间》
2016.04.28

模型更新时间: 2017.03.05

股票研究

工业
建筑工程业

北方国际 (000065)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **39.00**

上次预测: 32.40

当前价格: 31.65

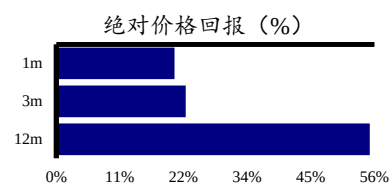
公司网址

www.norinco-intl.com

公司简介

公司是以国际、国内工程承包为主营业务、铝业与房地产开发多元发展的上市公司,具有国家建设部颁发的市政公用工程、房屋建筑工程施工总承包一级资质和建筑幕墙工程、金属门窗工程专业承包一级资质及建筑装饰装修工程专业承包二级资质。

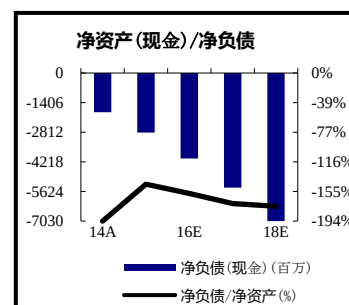
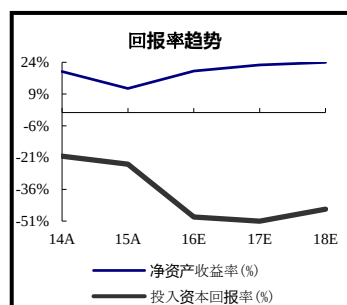
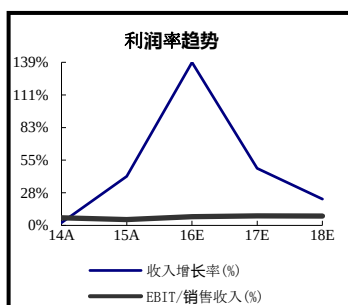
公司的工程总承包业务专注于国际市场轨道交通、电力建设、石油矿产设施建设、工农业、市政房建等专业领域,同世界许多国家和地区建立了广泛的经济技术合作和贸易往来关系,先后在亚洲、非洲、欧洲等地区,通过国际竞



52 周价格范围 22.70-39.40
市值 (百万) 16,237

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	3,024	4,286	10,220	15,175	18,560
营业成本	2,680	3,954	9,137	13,430	16,446
税金及附加	52	4	4	9	11
销售费用	39	57	153	243	316
管理费用	60	61	164	258	316
EBIT	194	210	761	1,235	1,472
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	2	2	2	2
财务费用	-26	-76	-42	-63	-82
营业利润	261	272	624	887	1,188
所得税	37	42	100	142	190
少数股东损益	40	12	27	38	51
净利润	185	219	500	710	949
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,207	3,241	4,276	5,740	7,415
其他流动资产	7	14	14	14	14
长期投资	137	75	76	78	81
固定资产合计	138	124	104	86	71
无形及其他资产	302	816	1,016	1,216	1,416
资产合计	4,918	6,618	12,192	17,055	21,262
流动负债	3,677	4,310	9,375	13,508	16,732
非流动负债	60	143	228	313	398
股东权益	960	1,943	2,579	3,187	4,033
投入资本(IC)	-814	-735	-1,311	-2,048	-2,743
现金流量表					
NOPLAT	166	177	639	1,037	1,236
折旧与摊销	8	8	7	6	6
流动资金增量	107	382	711	507	512
资本支出	-21	-249	-184	-186	-187
自由现金流	261	318	1,174	1,364	1,567
经营现金流	170	379	1,436	1,681	1,897
投资现金流	-19	-187	-183	-186	-188
融资现金流	10	519	-217	-30	-34
现金流净增加额	161	711	1,035	1,464	1,675
财务指标					
成长性					
收入增长率	2.2%	41.7%	138.5%	48.5%	22.3%
EBIT 增长率	-16.6%	8.2%	263.2%	62.2%	19.2%
净利润增长率	18.2%	18.6%	128.5%	41.9%	33.8%
利润率					
毛利率	11.4%	7.7%	10.6%	11.5%	11.4%
EBIT 率	6.4%	4.9%	7.4%	8.1%	7.9%
净利润率	6.1%	5.1%	4.9%	4.7%	5.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	19.2%	11.3%	19.4%	22.3%	23.5%
总资产收益率(ROA)	3.8%	3.3%	4.1%	4.2%	4.5%
投入资本回报率(ROIC)	-20.4%	-24.1%	-48.8%	-50.7%	-45.1%
运营能力					
存货周转天数	63	35	26	31	34
应收账款周转天数	79	57	65	90	100
总资产周转天数	537	491	336	352	377
净利润现金含量	0.92	1.73	2.87	2.37	2.00
资本支出/收入	1%	6%	2%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	76.0%	67.3%	78.8%	81.0%	80.6%
净负债率	-193.6%	-145.3%	-157.4%	-170.7%	-174.3%
估值比率					
PE	74.4	62.8	27.5	19.4	14.5
PB	7.1	3.8	5.3	4.3	3.4
EV/EBITDA	24.5	20.8	12.6	6.7	4.5
P/S	2.2	1.7	1.3	0.9	0.7
股息率	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		