

上市公司动态报告

建筑工程

看点在矿业及工程资产注入预期

公司主营业务：工程承包与房地产双主业

公司主营业务为工程承包与房地产。国内工程业务并无优势，国际工程业务主要来源于中国万宝工程与北方公司承揽的国际合同，核心竞争优势是依托军工出口建立的网络渠道，目前手中持有约 85 亿元的生效合同足以保证未来几年的快速发展，但盈利情况取决于控制人向公司收取的国际工程代理费水平。

公司房地产业务平台主要是 06 年资产置换注入的股比 80% 的北方万坤置业。源于资质、资金实力制约，公司房地产业务发展缓慢，目前在建项目只有南沙境界 4 期。因该项目将于 2010 年底竣工并确认收入，09 年 5 月又新增规划建筑面积为 8.51 万平米的北京鲁谷银河商务区 F 地块商业金融项目的土地储备，预计公司房地产业务在 2010 年步入快速发展；

公司未来发展：矿业及工程相关业务资产注入强烈预期

北方工业公司矿业资产有**振华石油**，中国万宝工程公司旗下有**刚果（金）富利矿业、万宝矿产**等资产，另外北方工业公司旗下有北方爆破工程等建筑工程相关资产。公司作为集团工程与房地产业务平台，形成了矿业相关知识积累和当地化优势，具有上述矿产、建筑工程相关资产注入的强烈预期。

盈利预测与投资评级

预计公司 09、10 年 EPS 为 0.38、0.43 元，当前股价对应 PE 分别是 47 倍和 42 倍，估值明显高于建筑行业平均水平。不过考虑到具有控股股东及实际控制人矿业与建筑工程相关业务资产注入的强烈预期，以及注入范围、时点具有的较大不确定性，我们对公司暂不给予评级，后期将重点跟踪相关进展。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	1,105.03	1,598.67	2,270.60	3,012.34
主营收入增长率	5.60%	44.67%	42.03%	32.67%
EBITDA（百万）	49.07	82.38	109.31	151.04
EBITDA 增长率	-292.97%	67.90%	32.69%	38.17%
净利润（百万）	36.08	61.56	69.34	96.71
净利润增长率	-147.10%	70.63%	12.63%	39.48%
ROE	8.96%	8.58%	8.89%	11.16%
EPS（元）	0.220	0.379	0.427	0.595
P/E	81.27	47.18	41.89	30.03
P/B	7.21	10.51	9.67	8.70

北方国际（000065）

评级

暂不评级

田东红

tiandonghong@csc.com.cn
010-85130599

郑军

zhengjun@csc.com.cn
010-85130772

韩梅

hanmei@csc.com.cn
010-85130212

分析日期：2009 年 09 月 01 日

当前股价：18.76 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
7.1/-5.0	31.2/-8.6	322.9/299.3
12 月最高/最低价（元）		28.40/4.20
总股本（万股）		16,244
流通 A 股（万股）		16,244
总市值（亿元）		43.42
流通市值（亿元）		43.42
近 3 月日均成交量（万）		153
主要股东		
中国万宝工程公司		57.17%

股价表现



相关研究报告

动态信息评述

公司概况——中国万宝与北方工业的工程与房地产业务平台

公司控股股东为中国万宝工程公司（持股 57.17%），主要从事国际工程承包、海外矿产资源开发。实际控制人为中国北方工业公司，主要经营武器装备产品、火炸药及爆破器材、民用枪支弹药、光电产品、车辆和机械产品、稀有矿产等，同时从事石油开发、生产与销售、国际工程承包、物流、酒店、旅游等业务，其年均营业额 200 亿元。北方工业（NORINCO）已成为国际知名品牌，并连续多年进入全球 225 家最大国际承包商前列。

公司前身为 1998 年上市的深圳西林公司，其主业为建筑铝型材和幕墙门窗的设计、制造与安装。2001 年更名为北方国际，主营业务范围扩大至国内外工程承包；2002 年公司合资成立北方华宸房地产，股比 85%，公司主营业务延伸至房地产领域，在 06 年与控股股东中国万宝进行资产置换，注入北方万坤置业公司，该公司主要开发北方公司已有的土地资源；因铝材业务自 06 年开始的连续亏损（主体为深圳北方西林，08 年亏损 129 万元），09 年 4 月公司将其转让剥离（对 09 年贡献投资收益 2000 多万元）。北方国际已经成为集项目开发功能、项目管理功能、项目投融资功能和一定的跨国经营功能为一体的国际化工程公司，形成了以工程服务业为主营业务，房地产投资与铝加工业务多元化发展的经营格局。

公司主营业务：工程承包与房地产双主业

09 年 4 月剥离铝业制造业务后，公司主营业务集中于工程承包和房地产领域，1H09 工程承包和房地产业务收入贡献占比分别为 88.3%和 6.36%。

国际工程业务：背靠大树好乘凉

公司工程业务分布在国内及国际市场，在国内工程市场业务主要是建筑装饰，以往的发展思路是依托上游铝幕墙/门窗等制造和资质优势（房建/市政工程施工总承包一级资质、建筑幕墙工程/金属门窗专业承包一级资质、建筑幕墙工程设计专项甲等），打造设计、制造、施工总承包产业链一体化，但因国内铝幕墙/门窗等建材、建筑装饰市场竞争激烈，公司铝业制造业务从 06 年持续三年陷入亏损，其国内建筑装饰业务毛利率在 07-08 年出现了大幅下滑，收入在工程承包业务中的比重也下滑至 15%左右（04 年最高时为 39.6%）。1H09 公司已将国内建筑装饰业务上游的铝业制造业务（深圳西林公司）剥离出去，其工程承包业务重心向更具竞争优势的国际市场进行战略转移。

在国际工程承包市场上，公司限于自身规模、对外经营资质限制，本身在承揽国际工程承包业务上并无明显竞争优势，但公司是控股股东万宝工程公司及实际控制人北方工业的国际工程业务平台，其国际工程主要来自于北方工业公司承接的国际承包工程，这块业务的未来发展也取决于其国际市场开拓。而北方工业已连续多年进入全球 225 家最大国际承包商前列，其核心竞争优势是依托军工出口建立的网络渠道，以及与大量发展中国家建立的良好业务合作关系。

公司在国际工程市场的重点工程包括伊朗德黑兰地铁项目、埃塞俄比亚 HVS Lot1 等多个变电站项目、老挝 XESET 2 水电站项目、刚果（金）铜钴冶炼厂项目等项目，业务范围涵盖铁路、公路桥梁、民用建筑、市政设施、石油、电站、工业制造和环保等行业领域，重点分布在伊朗、埃塞、老挝、刚果（金）等亚非拉发展中国家。目前公司在建项目包括伊朗德黑兰地铁四号线项目一期工程、伊朗德黑兰合资公司地铁车辆/铁路双层客车

/电力机车及相应的零备件采购项目、老挝 XESET2 水电站项目等项目，公司在建和已签协议但尚未生效的有关项目情况如表 1 所示。

表 1：公司主要工程项目一览表

项目	合同金额	2008 年确认收入	累计确认收入	进度	备注
伊朗德黑兰地铁四号线项目	6.8 亿美元	2442.9 万欧元	2720.4 万欧元	合同整体尚未生效	分期实施
其中：一期工程	1004 万欧元	599.2 万欧元	876.7 万欧元		项目项下工程物资的发运和收汇工作基本完成
二期工程	3646 万欧元	1843.70 万欧元	1843.70 万欧元		除车站电扶梯和信号系统外的工程物资发运工作已基本完成，
伊朗德黑兰城郊铁路延长线项目	9830 万美元			合同尚未生效	
伊朗阿瓦士轻轨一号线项目	7.91 亿美元			合同尚未生效	
伊朗德黑兰地铁 1 号线、郊铁 5 号线车辆及备件采购合同	1.56 亿美元	521.1 万美元	1.56 亿美元	合同基本执行完毕	项下的全部货物发运和收汇工作已完毕，机车车辆已进入质量保证期，现场售后服务及验收工作正在进行
伊朗德黑兰合资公司地铁车辆、铁路双层客车、电力机车及相应的零备件采购合同	4.245 亿欧元	744.8 万欧元	744.8 万欧元	在建	公司收到该合同项下的两笔累计 2122.5 万欧元的预付金，发运了该项目下 14 辆双层客车
俄罗斯玻璃工厂 EPC 项目合同	1.23 亿美元	25.06 万美元	25.06 万美元	主合同尚未正式生效	收到业主支付的项目报批设计部分的设计费
老挝 XESET2 水电站项目	1.35 亿美元	3149.6 万美元	10219.2 万美元	计划在 2009 年完工	
厄立特里亚农业工程项目	1.23 亿欧元			尚未生效	

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

目前公司在手合同额约 213 亿元人民币，其中生效合同约 85 亿元，未生效合同高达 128 亿元。考虑到公司的国际工程业务主要集中于亚非拉发展中国家，其项目运作流程往往是从自上而下的谈判、达成初步协议、推动双边政府合作争取项目资金、项目正式启动与实施，未生效合同项目步入正式实施具有较大的不确定性（公司也多次出现协议签署 2-4 年后项目仍未启动的情况）。即使对已生效合同，工期跨度较长，一般在 2-4 年，面临较大的汇率和原材料等成本波动、政治风险，这也是多年来公司国际工程板块收入、毛利率变动较大的原因。但 08、1H09 公司国际工程毛利率相比 07 年出现了明显上升，主要原因是工程带动设备出口模式项目占比提高（伊朗轨道交通建设项目带动机车出口），而这也是公司未来在国际工程市场重点开拓的方向。

未来几年国际工程收入快速增长有保障：仅考虑公司目前在手约 85 亿元的生效合同，剔除截至 08 年已结算金额 21 亿元，目前在建合同总金额 64 亿元，如果按照平均工期 3 年计算，基本能保障未来 3 年在国际承包业务收入约 21 亿元/年，相比 08 年国际工程承包业务收入增幅超过 150%，公司未来几年收入快速增长还是比较有保障的。

国际工程业务盈利能力取决于控股股东与实际控制人：控股股东与实际控制人将承接的国际工程交由上市公司实施，但收取一定的代理费。从目前的合同看，代理费收取从 0.5%——1.5%不等，这也反映实际控制人并

不愿意向上市公司输送利益，而收取的代理费的高低直接会决定上市公司的利润水平。从历史来看，公司的国际工程业务正常情况下销售净利率在 2-3% 之间（略高于中国中铁/铁建盈利水平，这与国际工程盈利能力略高于国内工程市场基本相符），按照年均收入 21 亿元计算，每年能贡献净利在 4000-6000 万元左右，对应每股收益 0.25-0.37 元之间。

房地产业务：优势缺乏，发展缓慢

公司房地产业务平台主要是 06 年资产置换注入的持股比例为 80% 的北方万坤置业公司（北方华宸房地产是为早已完工的北京境界项目而成立的项目公司）。该公司通过旗下的番禺富门花园房地产公司（上市公司合计股比 75%）开发位于广东番禺的“南沙境界”项目，另外通过与中惠熙元房地产集团按照 50: 50 比例共同投资成立北京北方中惠房地产开发公司，共同开发北京市石景山区鲁谷银河商务区 F 地块项目，这两个项目是公司目前在建和储备的仅有的两个房地产项目，项目情况如下表所示：

公司从 2002 年开始涉足房地产领域，但截至目前开发项目仅 3 个，08 年房地产业务收入与 04 年基本持平，1H09 更是出现了收入与毛利的同比大幅下降，主要原因是南沙境界项目资金链紧绷、4 期项目开发进度滞后以及 2H08 房地产行业调整的滞后影响。房地产业务 08 年在总收入和毛利贡献占比仅 4.5% 和 11.5%，多年来发展非常缓慢，主要原因是公司在房地产领域并无明显的竞争优势：北方万坤 08 年 12 月 29 日增资前注册资本仅 2 亿元（增资后为 4.6 亿元），而资质也仅为 2 级，资本金和资质较低；此外公司多年来现金流紧张和资产负债率持续高位制约了房地产业务开发投入。

预计公司房地产业务 2010 年起开始加速发展：（1）08 年 12 月北方万坤注册资本增加 2.6 亿后南沙境界项目进程将加快，第 4 期预计在 2010 年底竣工并确认收入；（2）公司 09 年 5 月新增规划建筑面积为 8.51 万平米的鲁谷银河商务区 F 地块商业金融项目的土地储备，该项目是北京市石景山区打造首都 CRD 战略目标的重点项目，该项目发展前景看好；

表 2：北方国际房地产项目情况

项目名称	位置	土地面积（万平方米）	规划建筑面积（万平方米）	项目用途	土地成本（万元/亩）	销售均价（万元/平米）	项目进展
南沙境界	广州南沙区黄阁镇市南公路 290 号（地铁四号线黄阁站南 750 米）	21.33	23.00	别墅公寓	—	10000（联排别墅）；6500（叠院别墅）	正在进行项目四期规划设计方案的论证工作，预计 10 年 11 月竣工
鲁谷银河商务区 F 地块项目	北京市石景山区鲁谷银河商务功能区内	1.89	8.51	商业金融用地	895.58	—	09 年 5 月招牌挂拿地

资料来源：公司公告，焦点房地产网，广州房产网，中信建投证券研究发展部

公司未来发展：矿业及工程相关业务资产注入强烈预期

我们前期的报告中已重点阐明“项目换资源”模式带动中国建筑企业海外市场快速发展，这些项目包括当地一般基础设施项目以及资源开采配套基建项目（如中国中铁刚果铜矿项目）；对于公司实际控制人来说，可以形成军工出口换取矿产资源开采权或采购权、承揽当地一般基础设施项目以及矿产开采配套基建项目等一揽子双边合作方式。该模式已在刚果（金）铜钴冶炼厂项目得到充分应用，冶炼厂由公司承建，矿业开采由中国万宝工程公司和当地合作进行，形成共赢。在厂矿及相关配套建设中，公司通过与专业矿产勘探、矿产设备制造等企业的合作，形成了矿产开采相关知识积累和当地化优势。

目前，北方工业公司矿业资产有**振华石油公司**，中国万宝工程公司旗下有**刚果（金）富利矿业有限公司**、**万宝矿产有限公司**、万宝资源（香港）有限公司等资产，另外北方工业公司旗下有北方爆破工程有限责任公司、北方勘察设计研究院、中兵勘察设计研究院、北方设计研究院等建筑工程相关资产（无法从公开资料中获取上述资产详细信息）。在兵器工业集团通过集中资源、资产重组来重点发展优势主业的战略指导思想下，公司作为集团工程与房地产业务平台，形成了矿产相关知识积累和当地化优势，具有中国万宝工程公司和北方工业公司矿产、建筑工程相关业务（爆破、勘察设计等）资产注入的强烈预期。

图 1：公司分板块主营业务收入构成

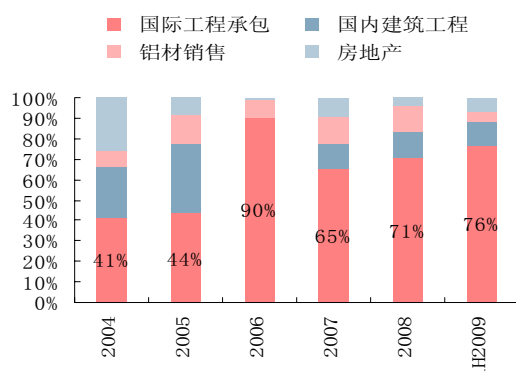
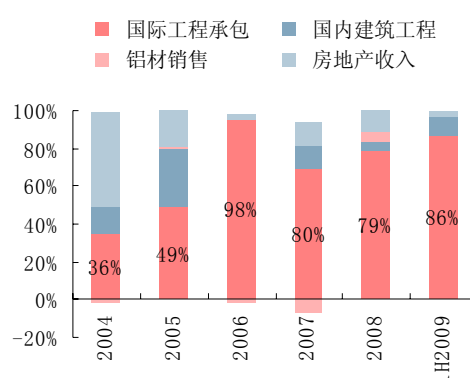


图 2：公司分板块主营业务毛利构成



资料来源：聚源数据，中信建投证券研究发展部

图 3：公司分板块毛利率情况

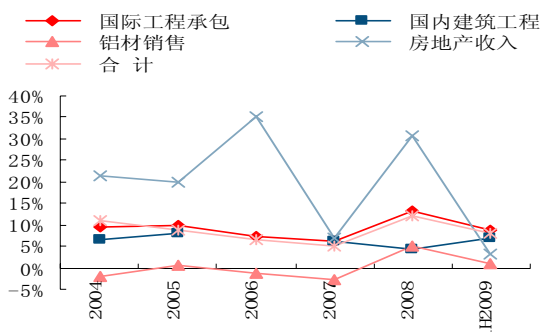
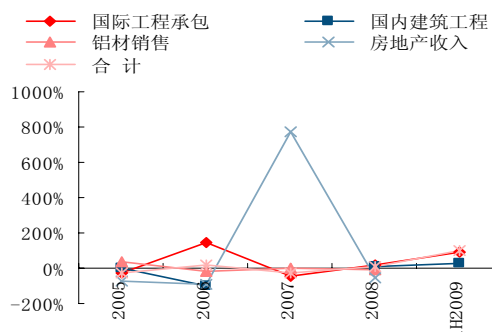


图 4：公司分板块收入同比增速



资料来源：聚源数据，中信建投证券研究发展部

图 5：公司分区域营业收入同比增速

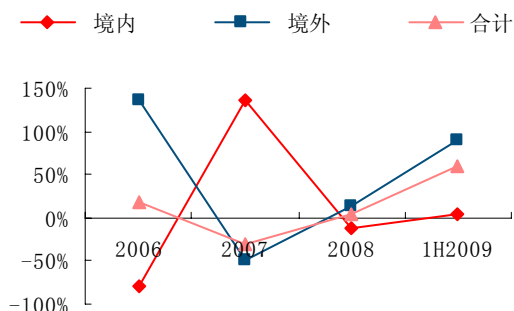
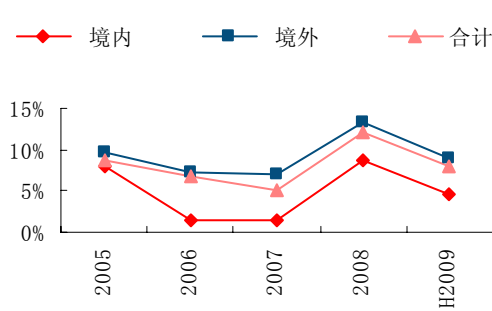


图 6：公司分区域毛利率情况



资料来源：聚源数据，中信建投证券研究发展部

盈利预测和评级

在不考虑资产注入下，按现有的业务量合理推算，预测公司 09—10 年 EPS 为 0.38、0.43 元，当前股价对应 PE 分别是 47 倍和 42 倍，估值明显高于建筑行业平均水平。不过考虑到具有控股股东及实际控制人矿业与建筑工程相关业务资产注入的强烈预期，以及注入范围、时点具有的较大不确定性，我们对公司暂不给予评级，后期将重点跟踪相关进展。

报表预测

	2007A	2008A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（万元）								
主营业务收入	1,046.39	1,105.03	1,598.67	44.67%	2,200.42	37.64%	2,917.60	32.59%
主营业务利润	989.13	970.78	1,418.63	46.13%	1,927.99	35.91%	2,555.61	32.55%
其他业务利润	31.88	28.72	43.16	50.27%	58.31	35.09%	75.86	30.09%
营业费用	47.97	41.70	62.35	49.51%	84.72	35.88%	110.87	30.87%
管理费用	29.38	(9.09)	(5.00)	N/A	10.00	N/A	15.00	50.00%
财务费用	0.20	0.26	25.00	9374.97%	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	(67.19)	47.29	76.75	62.29%	84.80	10.49%	119.93	41.42%
投资收益	(64.24)	45.84	76.75	67.43%	84.80	10.49%	119.93	41.42%
利润总额	(0.57)	14.17	19.19	35.44%	21.20	10.49%	29.98	41.42%
净利润	(63.67)	31.67	57.56	81.73%	63.60	10.49%	89.95	41.42%
NOPLAT	(52.38)	36.08	61.56	70.63%	66.60	8.19%	92.95	39.56%
资产负债表（万元）								
流动资产	156.30	259.00	749.36	189.32%	697.17	-6.96%	677.65	-2.80%
货币资金	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
短期投资	118.02	265.32	306.59	15.56%	422.00	37.64%	559.54	32.59%
应收帐款	88.87	421.86	450.24	6.73%	488.80	8.56%	539.91	10.46%
其他应收款	326.98	466.37	583.00	25.01%	792.32	35.91%	1,050.25	32.55%
存货	718.57	1,438.50	2,126.65	47.84%	2,451.85	15.29%	2,895.73	18.10%
长期投资	631.53	769.28	737.45	-4.14%	750.58	1.78%	763.50	1.72%
固定资产	1,350.10	2,207.78	2,864.10	29.73%	3,202.44	11.81%	3,659.22	14.26%
无形资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
总资产	346.64	684.52	855.06	24.91%	1,162.07	35.91%	1,540.37	32.55%
无息负债	185.35	495.43	543.39	9.68%	609.41	12.15%	696.94	14.36%
有息负债	639.86	1,334.48	1,580.78	18.46%	1,912.17	20.96%	2,388.31	24.90%
少数股东权益	293.17	424.56	523.81	23.38%	473.81	-9.55%	373.81	-21.11%
股东权益	50.58	46.18	42.18	-8.66%	39.18	-7.11%	36.18	-7.66%
净营运资本	366.49	402.57	717.33	78.19%	777.27	8.36%	860.92	10.76%
投入资本 IC	78.71	104.02	545.87	424.77%	539.68	-1.14%	507.42	-5.98%
现金流量表（万元）								
净利润	(63.67)	31.67	57.56	81.73%	63.60	10.49%	89.95	41.42%
折旧摊销	12.39	10.87	0.00	N/A	10.86	N/A	11.09	2.05%
净营运资金增加	(403.54)	25.31	441.85	1645.94%	(6.20)	N/A	(32.26)	N/A
经营活动产生现金流	510.38	538.21	102.71	-80.92%	105.47	2.69%	145.78	38.22%
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	31.07	N/A	(41.00)	N/A	(41.00)	N/A
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	356.58	1214.32%	(116.66)	N/A	(124.29)	N/A
现金净增（减）	124.03	281.64	490.35	74.11%	(52.19)	N/A	(19.51)	N/A

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

田东红：建筑建材行业首席分析师；郑军：建筑建材行业分析师；韩梅：建筑建材行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010