

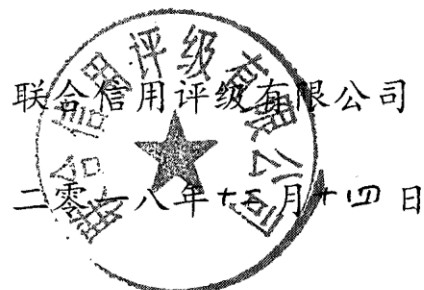
# 信用等级通知书

联合评字[2018]2142 号

北方国际合作股份有限公司：

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟公开发行的 2018 年可转换公司债券的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；贵公司拟公开发行的 2018 年可转换公司债券信用等级为 AA+。

特此通知



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 信用等级公告

联合[2018]2142 号

北方国际合作股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北方国际合作股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

**北方国际合作股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**

**北方国际合作股份有限公司拟公开发行的 2018 年可转换公司债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 北方国际合作股份有限公司 2018 年可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：5.78 亿元

债券期限：6 年

转股期：自发行结束之日起满六个月后的第一个

交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 12 月 14 日

主要财务数据：

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年<br>9 月 |
|------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 资产总额（亿元）         | 88.51  | 121.48 | 114.65 | 119.28        |
| 所有者权益（亿元）        | 30.87  | 36.61  | 41.24  | 45.31         |
| 长期债务（亿元）         | 1.43   | 2.89   | 9.75   | 9.81          |
| 全部债务（亿元）         | 8.23   | 9.89   | 15.71  | 17.06         |
| 营业收入（亿元）         | 81.05  | 87.62  | 97.30  | 65.21         |
| 净利润（亿元）          | 3.55   | 5.28   | 5.43   | 4.61          |
| EBITDA（亿元）       | 4.78   | 6.97   | 7.79   | --            |
| 经营性净现金流（亿元）      | 5.87   | 1.44   | 13.23  | -3.48         |
| 营业利润率（%）         | 9.03   | 11.76  | 13.34  | 16.12         |
| 净资产收益率（%）        | --     | 15.66  | 13.95  | --            |
| 资产负债率（%）         | 65.12  | 69.86  | 64.02  | 62.02         |
| 全部债务资本化率（%）      | 21.05  | 21.27  | 27.58  | 27.35         |
| 流动比率（倍）          | 1.31   | 1.23   | 1.46   | 1.46          |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.58   | 0.70   | 0.50   | --            |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 29.30  | 26.32  | 18.92  | --            |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.83   | 1.20   | 1.35   | --            |

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、本报告将长期应付款调整至长期债务核算；4、2018 年第三季度报表未经审计，相关指标未年化。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北方国际合作股份有限公司（以下简称“公司”或“北方国际”）的评级反映了公司作为综合性国际工程总承包商，股东背景较强，并且能够利用“NORINCO”整体品牌优势进行海外业务的开拓，具备一定的市场竞争力。随着重大资产重组的完成，公司业务较为多元化，规模显著上升。近年来，公司经营较为稳健，债务负担较轻，现金流状况良好。同时，联合评级也关注到公司国际工程承包业务合同生效比例较低、贸易业务集中度较高、金属包装容器销售业务产能利用率较低、受汇率波动影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司对海外业务的不断拓展，投资项目完工并投入运营，公司经营状况有望保持稳定，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券募集资金拟用于“收购克罗地亚能源项目股份公司 76%股份”和“增资克罗地亚能源项目股份公司，用于建设“塞尼 156MW 风电项目”。项目的顺利实施有利于提升公司的经济效益，为公司提供稳定的现金流。同时本次可转换公司债券发行条款设计偏向于转股，考虑到未来转股因素，公司的资本结构或进一步优化，偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 公司作为中央国有企业，股东背景较强，能够利用“NORINCO”整体品牌优势进行海外业务的开拓，具备一定的市场竞争力。

2. 近年来，公司通过非公开发行股票及重大资产重组，业务较为多元化，资本实力有所增强。

3. 公司经营较为稳健，债务负担较轻，现金流状况良好。

#### 关注

1. 公司业务主要集中在发展中国家，面临一定的政治风险和汇率波动风险。

2. 公司国际工程承包业务合同生效比例较低；贸易业务集中度较高，并且易受世界宏观经济形势影响，面临较大的不确定性；金属包装容器销售业务产能利用率较低。

3. 近年来，公司加大海外投资力度，投资的项目规模较大，面临一定的外部融资需求。

#### 分析师

黄旭明

电话：010-85172818

邮箱：huangxm@unitedratings.com.cn

张婧茜

电话：010-85172818

邮箱：zhangjx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.



## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



张婧茹

## 一、主体概况

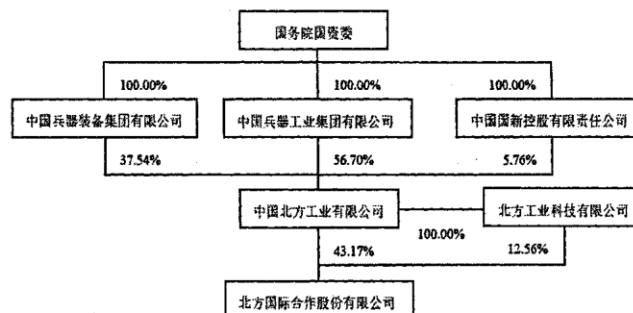
北方国际合作股份有限公司（原名“深圳西林实业股份有限公司”，2001年3月更名为北方国际合作股份有限公司，以下简称“公司”或“北方国际”），是经中国兵器工业总公司、国家国有资产管理局以及深圳市人民政府批准，由中国北方工业深圳公司和西安惠安化工厂共同发起，以募集方式设立的股份有限公司。

1998年4月，经中国证券监督管理委员会批准，公司首次发行社会公众股1,250万股，并于1998年6月5日在深圳证券交易所上市，股票代码为“000065.SZ”，简称“深圳西林”。2001年3月，公司名称变更为北方国际合作股份有限公司，股票简称变更为“北方国际”。2015年，公司非公开发行股票20,969,855股。

根据2016年7月15日召开的第三次临时股东大会决议，并经中国证券监督管理委员会证监许可[2016]2844号文核准，同意公司向北方工业科技有限公司（以下简称“北方科技”）以发行股份并支付现金的形式，分别购买其持有的中国北方车辆有限公司（以下简称“北方车辆”）58.33%股权、北方万邦物流有限公司（以下简称“北方物流”）51.00%股权、广州北方机电发展有限公司（以下简称“北方机电”）51.00%股权、广州北方新能源技术有限公司（以下简称“北方新能源”）51.00%股权、深圳华特容器股份有限公司（以下简称“深圳华特”）89.05%股权；同时向江苏悦达集团有限公司（以下简称“江苏悦达”）以发行股份形式购买其持有的北方车辆41.67%股权，向天津中辰番茄制品有限公司（以下简称“天津中辰”）以发行股份形式购买其持有的深圳华特9.95%股份。公司为募集上述重大资产重组配套资金，非公开发行股份7,738,095股。

2018年，公司资本公积转增股本，转股数量为256,501,803.00股。截至2018年9月底，公司注册资本76,950.54万元，其中中国北方工业有限公司（以下简称“北方工业”，原名为“中国北方工业公司”）持有43.17%股权，北方科技持有12.56%股权，公司实际控制人为北方工业。

图1 截至2018年9月底公司股权结构图



资料来源：2018年三季报

公司经营范围：各类型工业、能源、交通、民用工程建设项目的施工总承包；承包境外工程及境内国际招标工程；上述境外工程所需的设备、材料出口；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；自营和代理各类商品及技术的进出口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；经营进料加工和“三来一补”业务；经营对销贸易和转口贸易；铝型材、铝门窗、铝制品、建筑幕墙和室内外装饰工程设计、制作、施工、机械安装及修理。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至2018年9月底，公司下设综合管理部、战略与投资部、人力资源部等共10个职能部门（详

见附件 1)；拥有子公司共 18 家，在职员工 1,948 名。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 114.65 亿元，负债合计 73.40 亿元，所有者权益 41.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益 36.52 亿元。2017 年，公司实现营业收入 97.30 亿元，净利润 5.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.99 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.23 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.04 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 119.28 亿元，负债合计 73.97 亿元，所有者权益 45.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益 40.36 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 65.21 亿元，净利润 4.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -3.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 -4.73 亿元。

公司注册地址：北京市丰台区南四环西路 188 号 12 区 47 号楼 3 层（301、302）；公司法定代表人：原军。

## 二、本次公司债券概况及募集资金用途

### 1. 本次债券概况

本次债券为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券，拟发行规模不超过 57,821.00 万元（含），本次可转债及未来转换的 A 股股票将在深圳证券交易所上市。本次可转债每张面值为人民币 100 元，按面值发行。本次可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定，债券期限为自发行之日起 6 年。本次发行的可转债转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。

本次发行的可转债无担保。

#### （1）转股条款

##### 初始转股价格

本次发行的可转债初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价，以及公司最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。

##### 转股价格的调整方式

在本次发行之后，当公司因送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股或派发现金股利等情况使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

送红股或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派发现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

其中：P1 为调整后转股价，P0 为调整前转股价，n 为送红股或转增股本率，k 为增发新股或配股率，A 为增发新股价或配股价，D 为每股现金股利。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

#### 修正价格

在本次发行的可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

### （2）赎回条款

#### 到期赎回条款

在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

#### 有条件赎回条款

转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：

a. 在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

b. 当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B*i*t/365$ 。

IA：指当期应计利息；

B：指本次发行的可转债持有人持有的可转债票面总金额；

i：指可转债当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

### (3) 回售条款

#### 有条件回售条款

本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

#### 附加回售条款

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

总体看，公司做出了较低的转股修正条款（当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案），并制定了赎回条款，上述条款有利于鼓励投资者将持有的债券转股。

## 2. 本次债券募集资金用途

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过 57,821.00 万元，扣除发行费用后，将用于以下项目：

表1 本次可转换公司债券募投项目情况（单位：万元）

| 项目名称                               | 投资总额       | 拟使用募集资金金额 |
|------------------------------------|------------|-----------|
| 收购克罗地亚能源项目股份公司 76%股份               | 25,404.09  | 25,404.00 |
| 增资克罗地亚能源项目股份公司，用于建设“塞尼 156MW 风电项目” | 142,184.47 | 32,417.00 |
| 合计                                 | 167,588.56 | 57,821.00 |

资料来源：公司公告

克罗地亚能源项目股份公司（以下简称“项目公司”）成立于 2010 年 12 月，注册地址为克罗地亚塞尼市，经营范围为风力发电、输电、配电、供电、组织电力市场、液化天然气终端的管理、贸易和服务、石油及石油产品的储存、运输、零售、批发，能源市场贸易，计算机及相关服务，建筑设计、施工、监理，房地产经纪，客货运输，投资和管理咨询，广告宣传、市场调研和民意调查等。项目公司为开发建设克罗地亚“塞尼 156MW 风电项目”而设立，经北京天健兴业资产评估有限公司（以下简称“天健兴业”）出具的并经中国兵器工业集团有限公司备案的标的公司资产评估报告（天兴评报字（2018）第 0223 号），以 2017 年 10 月 31 日为评估基准日，项目公司股东全部权益的市场价值为 4,415.39 万欧元，按基准日汇率 1:7.7333 折算为人民币 34,145.55 万元。经交易双

方协商确定，项目公司 76% 的股份交易作价为 3,201.12 万欧元。克罗地亚“塞尼 156MW 风电项目”目前已经开工。截至本报告出具日，公司已完成对能源项目股份公司的股份收购。

“塞尼 156MW 风电项目”位于克罗地亚中部亚得里亚海沿海，塞尼市东北部 8 公里，距离首都萨格勒布 143 公里，风场面积为 44.8 平方公里，标高 500-860 米。总装机容量为 156MW，主要设备包括 39 台 4MW 风机，预测年发电量为 5.3 亿度。项目周期为 25 年，其中建设期为 2 年，运营期为 23 年。项目工程总投资 142,184.47 万元，其中 30% 由股东通过等比例增资方式向项目公司提供，其余通过自筹解决，公司拟使用募集资金 32,417.00 万元人民币以增资方式投入项目公司。本次收购完成及增资完成后，北方国际将持有项目公司 76% 股份，Ana Džombić 持有 24% 股份。经测算，本项目投资所得税后财务内部收益率为 14.24%，投资回收期为 7.79 年。若考虑北方国际支付的项目公司收购款后，本项目所得税后财务内部收益率为 10.65%，税后投资回收期为 9.43 年。

总体看，本次债券发行主要为募投项目募集资金，项目投资收益较好，能为公司提供稳定的现金流。

### 三、行业分析

公司主营业务收入来源主要为国际工程承包收入和货物贸易收入，因此本报告的行业分析主要围绕对外承包工程行业和贸易行业进行。

#### 1. 对外承包工程行业

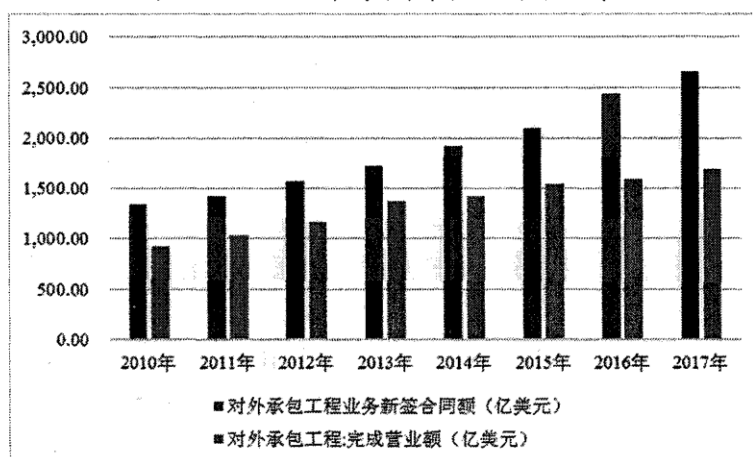
##### (1) 行业概况

对外工程承包是一种综合性的国际经济合作方式，是国际技术贸易和国际劳务合作的重要方式。在全球化进程日益加快的背景下，对外工程承包市场逐渐扩大，无论是发达国家还是发展中国家，都有越来越多的工程项目向境内外建筑施工企业开放，在更大范围内实现资源的优化配置。

近年来，中国企业已成为国际承包工程市场上的重要力量。经过 30 多年的发展，中国对外承包工程企业已遍布全球 180 多个国家和地区。目前中国对外承包工程企业主要的合同及收入来源仍集中于亚洲和非洲，在欧洲、北美等发达国家所获得的合同相对较少，主要原因在于欧美地区市场化程度较高，对承包商的综合实力要求高，主要由老牌欧美国际承包商相互渗透，中国承包商除了在劳动力数量与价格上有优势外，其他包括技术、管理、资金等方面尚处于劣势，短时期内难以大范围打开欧美市场。同时，中国对外承包工程业务领域已从单纯的交通、建筑工程扩大到石油化工、制造加工、电子通讯、水利水电、环保、矿山建设等诸多领域，由此形成多元化的市场和业务格局。2017 年，根据美国《工程新闻记录》发布的 2017 年 ENR250 家全球最大国际承包商数据显示，中国承包商在非洲、亚洲、中东保持非常明显市场的占有率和竞争优势，在北美和欧洲地区仍较其他国家有一定差距。

根据商务部对外投资和经济合作司数据显示，自 2001 年起，中国对外承包工程营业额连续多年保持高速增长，2011 年之后，对外承包施工行业进入平稳发展阶段，国有企业积极走出国门，参与并推动全球高铁、高速公路、轨道交通、港口、机场的基础设施建设项目。2017 年，我国对外承包工程业务完成营业额 1,685.9 亿美元，较上年增长 5.8%，新签合同额 2,652.8 亿美元，较上年增长 8.7%。2017 年，我国对外承包工程带动出口 153.9 亿美元，较上年增长 15.7%。整体看，我国对外承包工程市场继续保持较高的增长势头。

图2 2010~2017年我国对外承包工程收入情况



资料来源：商务部对外投资和经济合作司，联合评级整理。

近年来，国家大力推进“一带一路”建设，目前我国政府先后与数十个国家签署了推进“一带一路”和“国际产能合作”的文件，在互联互通建设和基础设施、产能合作、能源和产业园区合作等方面推动落实了一批合作项目，成为对外承包工程行业发展的重要驱动力。

根据中国对外承包工程商会统计，2017年企业参与“一带一路”沿线国家市场开拓更加活跃，我国全年新签承包工程项目合同7,217份，新签合同额1,443.2亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同总额的54.4%，较上年增长14.5%；完成营业额855.3亿美元，占同期总额的50.7%，较上年增长12.6%。

总体看，受“一带一路”战略的推进影响，我国对外承包工程的业务规模保持稳中有升的增长态势；但我国的对外承包工程主要集中在亚洲和非洲，由于技术与资金的差异较难打开欧美市场。

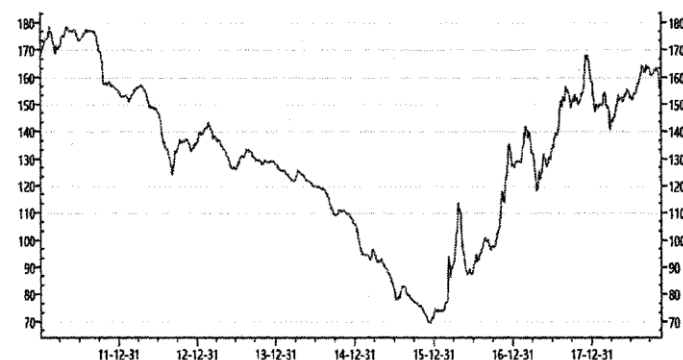
## (2) 行业上下游

国际工程承包上游行业为建筑材料、机电设备制造行业，由于承包施工的业务种类繁多，涉及的下游行业也较多，主要是水利、交通、电力开发、高速公路运营、公用事业等行业。

对外承包工程企业原材料国内采购最主要的是钢材，因此行业上游主要是受到国内钢材价格水平的影响。2014~2015年，钢材价格处于持续低迷期，产能过盛导致钢价水平不断下降；2016年，受“三去一降一补”及供给侧结构性改革的影响，大宗商品价格出现全线上涨格局，钢材价格也出现了久违的触底反弹，较年初大幅上涨72%左右，钢材市场走出了暴涨-暴跌-震荡上涨-弱势回调的态势。全年看，钢价仍较去年出现大幅上涨。2017年，钢材市场延续上年的上涨态势，除二季度有短线回调外，全年稳步增长。2018年以来，钢材市场行情先升后降，截至2018年11月13日，Myspic综合钢价指数为156.23点。



图3 2011年1月~2018年11月 Myspic 综合钢价指数走势



资料来源: Wind

对外承包工程企业的市场全部集中在海外地区。近五年来,对外承包工程企业在巩固亚洲和非洲传统市场的同时,不断加大对新市场的开发力度。在欧洲、拉丁美洲、北美洲业务增幅均超过200%,其中拉美已成长为我国第三大承包工程市场。西欧、北美、澳大利亚等发达国家市场取得突破,主要系我国企业对当地知名企业的收购、兼并所致。

总体看,受到宏观经济的影响,我国对外承包工程行业上游原材料价格波动较大;同时,我国在立足于亚洲和非洲市场,积极开拓欧洲、美洲等发达国家市场。

### (3) 行业竞争

对外工程承包企业参与国际市场竞争,除了要有良好的技术水平和施工能力,还要具备承包工程的经验和履约能力,符合国际市场的竞争规则和相应技术规范,对企业的综合要求较高。建筑服务的国际规范构成了市场准入的技术壁垒,ISO9000、ISO14000、ISO8000和国际工程管理规范认证,是目前国际市场准入的通行证。

在国际招投标项目中,欧美日大型承包企业凭借雄厚的资金、技术实力和根植多年的行业经验,占据了大部分利润较高的高端市场。鉴于管理水平和技术能力限制,中国承包企业长期以来只承包设计、采购、施工阶段,而欧美日一些大型承包企业标的包括融资、前期规划、设计、采购、施工及相关咨询服务。另外,区域和国别市场的特殊规范和运行机制,也构成中国企业的进入障碍。整体上,中国承包企业在国际工程承包高端市场中竞争实力较弱,在中端市场中竞争实力较强。

对外援助和优惠贷款建设项目是中国政府加强同第三世界国家联系、争取国际支持的重要方式,政治色彩较浓,长期以来由国家统一计划安排。上世纪80年代起,中国外交战略出现调整,经济因素在对外援助中的作用增大,对外援助与经济建设呈现出相互促进的关系。在中国政府对外援助项目和优惠贷款建设项目实施过程中,国内承包企业之间存在有限竞争。商务部定期对相关企业资格实施核验,具备资质的企业能够参加商务部的工程招标。国内达到对外援助施工任务项目成套资格核验的企业超过100家,包括大型央企和各省优秀工程承包企业。央企凭借较强的综合实力和股东背景,在对外援助和优惠贷款项目中占有一定竞争优势;而一些地方优秀承包企业,借助灵活的市场应变能力和过硬的施工质量,在特定项目中也具备比较竞争优势。

表2 2017年我国对外承包工程业务完成营业额前5强(单位:万美元)

| 企业名称             | 完成营业额     |
|------------------|-----------|
| 华为技术有限公司         | 1,360,797 |
| 中国建筑工程总公司        | 1,217,501 |
| 中国水电建设集团国际工程有限公司 | 562,308   |



|              |         |
|--------------|---------|
| 中国交通建设股份有限公司 | 534,154 |
| 中国港湾工程有限责任公司 | 489,923 |

资料来源：商务部对外投资和经济合作司，联合评级整理。

总体看，我国在国际承包业务高端市场中竞争力相对不足，央企、国企或者地方政府企业在对外援助和优惠贷款建设项目中有一定的优势。

#### (4) 行业政策

国家在对外承包工程行业准入、经营等方面都制定了一系列的法律、法规，以加强对行业的监管。近年来，我国实施的“走出去”以及“一带一路”等相关政策，有效的引导了我国对外承包工程企业的发展方向和发展重点。我国将在沿线国家发展能源在外、资源在外、市场在外的“三头在外”产业，进而带动产品、设备和劳务输出。这不仅会有效实现我国产能的向外投放，也会促进国外新兴市场的快速发展。

表 3 2015 年至今对外承包工程行业主要政策

| 政策名称                             | 颁布单位        | 主要内容                                                                                          | 实施时间   |
|----------------------------------|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| 《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》 | 发改委、外交部、商务部 | 指出基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域。                                                                     | 2015.3 |
| 《对外承包工程业务统计制度》、《对外劳务合作业务统计制度》    | 商务部         | 规范对外承包工程和劳务合作业务标准                                                                             | 2017.1 |
| 《国务院关于修改和废止部分行政法规的决定》            | 国务院         | 施行近 10 年的对外承包工程资格制度宣告废止                                                                       | 2017.3 |
| 《国际服务外包产业发展“十三五”规划》              | 商务部等 5 部门   | 到 2020 年，我国企业承接离岸服务外包合同执行金额超过 1,000 亿美元，年均增长 10%以上，提升高技术含量、高附加值服务外包比重，培育一批具有国际先进水平的骨干企业和知名品牌。 | 2017.4 |

资料来源：联合评级搜集整理

另外，2015年6月，第六届国际基础设施投资与建设高峰论坛提出对外工程承包转型升级，大力推行PPP项目的融资模式。此后，国内各对外承包工程论坛也多次提出在基础设施互联互通，在产能合作的大背景下，PPP也迎来了未来难得的这样一种发展机遇。但是PPP项目对企业投融资的能力要求较高，为企业发展带来了新的考验。

2017年3月，国务院废止了对外承包工程资格制度，中小企业特别是民营企业将不再受资质要求或门槛的限制开拓国际工程市场，有助于我国企业占领更多的国际工程市场份额，同时也会加剧对外承包工程市场竞争。

总体看，对外承包工程行业在资质、生产、质量等各个方面都受到国家相关部门的管理；并且，“一带一路”和“走出去”的国家政策对于行业有一定的引导作用，但对外承包工程向PPP模式的转变及对外承包工程资质的取消给公司的发展带来了新的考验。

#### (5) 行业关注

##### 竞争日趋激烈，部分市场面临瓶颈

由于国内劳动力成本提高、人民币升值等因素造成中国企业的成本优势进一步丧失，发达国家承包商也加入了低价竞争的行列。同时，其他国家也通过提供贷款、补贴、退税等各种方式支持本国企业参与竞争。我国对外承包工程业务发展较好的部分国别市场，其容量接近极限，如在坦桑尼亚市场业务占比高达70%以上，肯尼亚市场占比近六成，赞比亚市场占比也过半等。

### 融资能力弱，资本金相对短缺

金融机构对“走出去”企业的支持力度直接影响中国企业在国际工程承包市场的竞争力。当前，对外承包工程企业在投融资方面面临的主要困难有：一是融资面窄；二是融资额度受限；三是融资成本高。在国际市场项目大型化的过程中，中国企业的发展易受到抑制。

### 政治波动风险

对外承包工程企业所从事的能源、基础设施（港口、道路和水利项目等）等项目，东道国政府对外来资本的态度较为谨慎。在欧美发达国家，中国企业面临的主要政治风险是投资项目的安全审查；在东南亚、南亚和拉美等新兴经济体的一些国家，中国企业中标或实施的个别项目被无故终止。

总体看，我国对外承包工程面临日趋激烈的市场竞争，且对于投融资能力提出了更高的要求；同时，项目所在国的安全审查风险也是无可避免的。

### （6）行业发展

#### “一带一路”沿线承包工程力度增强

“一带一路”沿线国家61个，大多是新兴经济体和发展中国家，总人口约44亿，经济总量约为21万亿美元，占全球人口和经济总量的比例分别为63%和29%。在国家政策支持和鼓励下，“一带一路”相关的对外承包工程从新签合同额和营业额两方面都实现了大幅增长，增速高于我国对外承包工程市场的总体增长水平，在我国整个对外承包工程市场中占有举足轻重的地位。

#### 坚持“走出去”的国家政策，积极开拓欧美市场

中国对外承包工程已连续多年高速增长，项目遍及各洲，但是在国际市场中所占比重不大，仍有较大发展空间。近年欧盟出台了260亿欧元的“欧洲交通网络”规划；同时非洲、拉美和亚太地区，城市化进程和落后基础设施的矛盾激发了大规模的基建需求，跨国跨地区的项目越来越多，中国企业迎来了“走出去”的大好机遇，市场前景看好。

#### 并购重组成为新的发展趋势

国际工程承包商重组及结构调整浪潮不断，使其得以集中技术、资金和管理抢占和瓜分市场，国际工程承包行业面临更加激烈的竞争和变革。通过并购不仅可以获得超强的竞争力，还可以成功地拓展发达国家的市场。

#### 国际工程项目大型化带来的承包方式变革

国际承包商为增强自身国际竞争力，都在大力推动产融结合，从传统的EPC已经发展到BOO、BOT、BOOT和PPP特许经营，并进行海外股权投资、兼并收购等投资业务。

#### 对外投资与承包工程共同发展

对外投资与承包工程的结合和互动更为明显。中国对外直接投资仍会维持快速增长势头，中国真正步入净资本输出国的行列。境外的投资将带动很多能源、地产等基建项目的实施，而工程企业延伸产业链至投资领域更是承包商转型升级的重要途径。

总体看，全行业将继续保持增长的发展态势。伴随着“一带一路”政策的深入落实，未来对外承包工程行业将继续在相关的60个国家挖掘市场；随着业务模式的转变、并购重组的实现以及技术水平的提高等，我国也将致力于进军欧美市场。

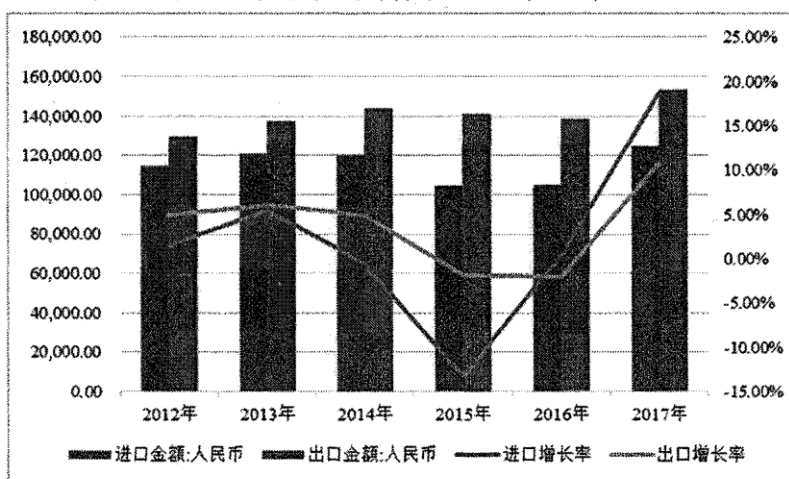
## 2. 贸易行业

### （1）行业概况

进出口贸易方面，自2010年开始，我国进出口贸易增速明显放缓，2012年则达到相对低位，进入2013年，我国大宗商品进口量的增加；同时，美国、日本、德国等主要经济体逐步走出危机实

现增长，促进外贸发展的积极因素开始增多，对外贸易增速趋稳并略有回升。2016年以来，随着我国促进外贸回稳向好政策措施效果的逐步显现，三四季度实现正增长，总体来看，2016年我国货物贸易进出口总值24.33万亿元人民币，较2015年下降0.9%。2017年，我国货物贸易进出口总值27.79万亿元人民币，较上年增长14.2%，扭转了此前连续两年下降的局面。其中，出口15.33万亿元，较上年增长10.8%；进口12.46万亿元，较上年增长18.7%；贸易顺差2.87万亿元，收窄14.2%。

图4 2012~2017年度我国对外贸易进出口情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、联合评级整理。

近年来，世界经济温和复苏，国内经济稳中向好，推动2017年我国外贸进出口持续增长。2017年，我国进出口值逐季提升，分别为6.17万亿元、6.91万亿元、7.17万亿元和7.54万亿元，分别增长21.3%、17.2%、11.9%和8.6%。2017年，我国一般贸易进出口15.66万亿元，增长16.8%，占我国进出口总值的56.4%，比2016年提升1.3个百分点，贸易方式结构有所优化。

对前三大贸易伙伴进出口同步增长，与部分“一带一路”沿线国家进出口增势较好。2017年，我国对欧盟、美国和东盟进出口分别增长15.5%、15.2%和16.6%，三者合计占我国进出口总值的41.8%。同期，我国对俄罗斯、波兰和哈萨克斯坦等国进出口分别增长23.9%、23.4%和40.7%，均高于总体增幅。此外，民营企业进出口增长，比重提升。机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力。2017年，我国机电产品出口8.95万亿元，增长12.1%，占我国出口总值的58.4%。其中，汽车出口增长27.2%，计算机出口增长16.6%，手机出口增长11.3%。同期，传统劳动密集型产品合计出口3.08万亿元，增长6.9%，占出口总值的20.1%。

总体看，我国外贸回稳向好的基础不断巩固，发展潜力正逐步得到释放。

## （2）行业竞争

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，部分产业供过于求矛盾凸显，传统制造业产能普遍过剩，行业利润大幅下滑，中小企业普遍经营困难，对进出口增长产生一定抑制；同时，人民群众生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场正常秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

目前，我国面对东南亚等新兴市场的低成本竞争时已不具备成本优势，人民币升值不断削弱我

国商品出口的竞争力，劳动力、土地等要素成本价也处于上升阶段，这会对我国外贸行业未来发展造成较大影响。其次，目前我国企业普遍存在劳动力缺口、工人工作效率较低、随意性强、人员流动性大等问题，增加了企业的管理成本。

### （3）行业政策

“十三五”规划中提到，要加快实施自由贸易区战略，逐步构筑高标准自由贸易区网络。积极同“一带一路”沿线国家和地区商建自由贸易区，加快区域全面经济伙伴关系协定、中国—海合会、中日韩自贸区等谈判，推动与以色列、加拿大、欧亚经济联盟和欧盟等建立自贸关系以及亚太自贸区相关工作。全面落实中韩、中澳等自由贸易协定和中国—东盟自贸区升级议定书，继续推进中美、中欧投资协定谈判。

2016年5月9日，国务院发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，从财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构和进一步改善外贸环境等5个方面推出14条政策措施，内容涉及产业、贸易、关税、财政、金融和保险等方面。

2017年1月，商务部印发《对外贸易发展“十三五”规划》（以下简称“《规划》”）。《规划》明确了“十三五”时期我国外贸发展的总体思路、目标任务和保障措施，是指导各级外贸主管部门工作的行动指南，为外贸企业开展经营活动提供参考。《规划》提出外贸工作八大任务。加快培育外贸竞争新优势；推动出口迈向中高端；提升外贸企业跨国经营能力；提升与“一带一路”沿线国家贸易合作水平；促进加工贸易和边境贸易创新发展；积极发展外贸新业态；实行积极的进口政策；扎实推进外贸转型升级基地、贸易平台、国际营销网络“三项建设”。

总体看，国家逐步采用筑高自贸区网络标准，并从金融、竞争以及环境等方面促进外贸进一步发展，提升与“一带一路”沿线国家贸易合作水平等有利措施。

### （4）行业关注

#### 国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长有所趋缓。另外，居民生活水平显著提高，消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

#### 人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。自2015年8月以来，随着世界经济的动荡，人民币贬值幅度巨大。尽管人民币贬值有利于企业增加出口收入，但对外贸企业的锁定汇率和远期结汇带来了巨大的风险。

#### 外部贸易环境日趋复杂

据国家商务部统计，2016年，共有27个经济体对华启动119起贸易救济调查，涉案金额143.4亿美元，案件数量和涉案金额较上年分别上升36.8%、76%。2018年7月，美国正式开始对340亿美元的中国产品加征25%的关税，这是迄今为止经济史上规模最大的贸易战，国际贸易摩擦达到了历史高点。随着2016年我国WTO保护期满，但美国与欧洲各国对华态度强硬，对华“双反”政策持续，未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

### （5）行业发展

内贸方面，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和

总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

对外贸易方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

总体看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、日趋复杂的国际外贸环境都将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司为北方工业实际控制的中央国有企业，业务多元化程度较高，涵盖国际工程承包、货物贸易、金属包装容器销售、房地产等业务。截至 2018 年 9 月底，公司资产规模为 119.28 亿元，所有者权益规模为 45.31 亿元。

公司的核心业务为国际工程承包，具有住房和城乡建设部颁发的建筑工程、市政公用工程施工总承包一级资质、建筑幕墙工程专业承包一级资质。经过在国际工程市场上几十年的稳步经营与发展，公司已经成为具有项目融资、设计、采购、施工、投资运营等全方位系统集成能力的综合性国际工程总承包商。公司积极发挥“NORINCO”整体品牌优势，加大海外市场渠道建设，形成较强的市场开发能力，业务专注于国际市场轨道交通、电力、石油与矿产设施建设、工业、农业、市政等专业领域，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、中东等地区建设并投资了一批有重要经济政治意义和国际影响力的大中型工程项目。2017 年，公司位列国际承包商（ENR）排行榜第 103 位，相比 2016 年上升 9 位，在中国上榜企业中位列第 24 位。2016 年 12 月，公司完成重大资产重组，新增货物贸易、金属包装容器销售、货运代理业务，收入规模明显上升。

总体看，公司作为综合性国际工程总承包商，资质和规模尚可；公司利用“NORINCO”整体品牌优势进行业务的开拓，具备一定的竞争力。

##### 2. 人员素质

截至 2018 年 9 月底，公司现任董事 9 人，现任监事 3 人，高级管理人员 6 人。

公司董事长王一彤先生，1964 年生，中共党员。毕业于吉林工学院金属材料专业，获工学学士学位；美国密西根州立大学材料科学专业，获硕士学位，研究员级高级工程师。历任吉林进出口商品检验局干部，尼克国际贸易公司业务经理、董事、副总经理、董事长，振华石油控股有限公司副董事长，北方国际五届、六届董事会董事长。现任中国万宝工程有限公司副董事长，公司董事长。

公司董事、总经理原军先生，1970 年生，中共党员，北京理工大学光学成像专业，工学学士，南京理工大学工业外贸专业，经济学学士，高级经济师。历任中国燕兴总公司外贸五处业务员，中国北方工业有限公司第一地区部职员、副总经理，驻科威特代表处代表，市场推广部主任兼军贸办主任，振华石油控股有限公司党委书记、副总经理、纪委书记、总经理、党委副书记、董事。现任

公司董事、总经理。

截至 2018 年 9 月底，公司在职工(含主要子公司)1,948 人。按岗位划分，销售人员占 26.39%、技术人员占 58.47%、财务人员占 3.75%、管理人员占 11.40%。按学历划分，研究生及以上学历占 11.24%；大学本科学历占 29.11%；大专学历占 12.32%；中专、高中及以下学历占 47.33%。按年龄划分，30 岁以下占 23.10%、30~50 岁占 68.17%、50 以上占 8.73%。

总体看，公司管理人员具有较丰富行业运营管理经验，员工配置合理，能够满足公司目前生产经营的需要。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司自上市以来，按照中国证监会发布的有关上市公司治理的规范性文件要求，以《公司法》、《证券法》等法律法规及规范性文件为依据，不断完善公司法人治理结构和内控制度，股东大会、董事会、监事会和经理层形成规范、科学的经营决策机制，使公司的组织机构运转有效。

股东大会是公司的权利机构，董事会是公司经营决策机构，对股东大会负责。公司董事会由 9 名董事组成，其中 3 名独立董事，设董事长 1 人，董事会不设由职工代表担任的董事。公司设有监事会，监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人；职工监事 1 人，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司设总经理 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善。

### 2. 管理体制

公司作为上市公司，根据相关法律、法规的要求并结合公司实际工作的需要，制定了相关制度，包括《关联交易决策制度》、《募集资金使用管理制度》、《信息披露管理制度》、《财务会计制度》、《安全检查制度》以及《对外担保管理办法》等，建立了完善的内部控制制度，保障了公司内部流程的规范性。

总体看，公司管理制度完善，实际执行效果良好。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营业务包括国际工程承包、货物贸易、金属包装容器销售、房地产等，2015~2017 年，公司分别实现营业收入 81.05 亿元、87.62 亿元和 97.30 亿元，其中主营业务收入占比分别为 99.66%、99.69%和 99.75%，主营业务突出。

从营业收入的构成看，2015~2017 年，公司国际工程承包业务收入有所波动，主要系国际工程承包业务按工程进度确认收入，不同年度施工量有所波动所致；货物贸易业务收入波动上升，其中 2017 年较 2016 年增长 24.49%，主要系北方新能源点灯照明装置及新能源车销售收入增加所致；金属包装容器销售收入持续增长，主要系深圳华特新客户增加，订单相应增加所致；房地产销售业务未实现滚动开发，不同年度收入波动较大；货运代理业务收入呈下降趋势，主要系公司优化业务结构，集中力量在公司具有比较优势的海陆联运业务及境外内陆运输代理业务上所致。



表4 2015~2017年公司主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

| 项目       | 2015年 |        |       | 2016年 |        |       | 2017年 |        |       |
|----------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|
|          | 收入    | 占比     | 毛利率   | 收入    | 占比     | 毛利率   | 收入    | 占比     | 毛利率   |
| 国际工程承包   | 41.61 | 51.51  | 6.90  | 50.96 | 58.34  | 10.12 | 47.86 | 49.31  | 12.69 |
| 货物贸易     | 27.02 | 33.45  | 7.12  | 25.35 | 29.03  | 10.42 | 31.56 | 32.52  | 10.12 |
| 金属包装容器销售 | 6.46  | 7.99   | 20.89 | 6.88  | 7.88   | 23.82 | 7.88  | 8.12   | 19.15 |
| 房地产销售收入  | 0.55  | 0.69   | 81.74 | 0.47  | 0.53   | 56.87 | 5.15  | 5.30   | 24.34 |
| 货运代理     | 3.90  | 4.82   | 16.19 | 2.51  | 2.88   | 20.83 | 2.49  | 2.57   | 22.04 |
| 国内建筑工程   | 0.68  | 0.84   | 4.57  | 0.72  | 0.82   | 9.10  | 0.51  | 0.52   | 7.70  |
| 发电收入     | --    | --     | --    | --    | --     | --    | 1.12  | 1.15   | 59.22 |
| 其他       | 0.56  | 0.70   | 4.14  | 0.46  | 0.52   | 2.58  | 0.50  | 0.51   | 2.73  |
| 合计       | 81.78 | 100.00 | 9.01  | 87.34 | 100.00 | 11.80 | 97.06 | 100.00 | 13.70 |

资料来源:公司年报

注:2015年的数据为追溯调整后的数据。

从毛利率来看,2015~2017年,公司国际工程承包业务毛利率持续上升,主要系部分新执行项目毛利率较高所致;货物贸易业务毛利率波动上升,其中2016年较2015年上升主要系2016年北方车辆执行的委内瑞拉钻井营房设备项目收入规模较大,毛利率较高所致;房地产业务销售毛利率逐年下降主要系近三年确认收入的主要产品类型有所差别,分别为车位、商铺、住宅,2015年确认收入的车位在2012年已计提减值准备,同时商铺毛利率较住宅较高所致;金属包装容器销售毛利率波动下降,主要系主要原材料马口铁的价格波动上升所致;货运代理业务毛利率呈上升趋势,主要系公司优化业务结构,集中在优势项目上,提升毛利所致。2015~2017年,公司主营业务毛利率分别为9.01%、11.80%和13.70%。

2018年1~9月,公司实现营业收入65.21亿元,较上年同期下降3.03%;净利润4.61亿元,较上年同期增长29.14%,主要系营业成本下降以及汇率波动产生汇兑收益所致。

整体看,公司业务多元化程度较高,各项业务稳步发展,经营较为稳健,主营收入规模和毛利率逐年上升。

## 2. 国际工程承包

业务模式方面,公司国际工程业务目前采用的经营模式以EPC工程总承包模式为主,即公司受业主委托,按照合同约定负责对工程项目的设计、采购、施工等全过程的管理与建设。

公司通过各种途径获取项目信息,然后对项目进行跟踪,现场调研并编制项目技术建议书和项目商务建议书,经过招投标后,进行技术谈判和商务谈判,最后签约。合同生效的一般条件:(1)双方签署合同文本;(2)业主方提供国内相关金融机构认可的还款担保;(3)业主与国内相关金融机构签订贷款协议;(4)公司收到合同金额的预付款。

结算方式方面,一般为业主在收到公司提交的发票、预付款保函及履约保函后,支付给公司合同价格一定比例的预付款;项目建设过程中,业主根据完工进度向公司支付工程进度款;业主颁发移交证书,公司完成工程缺陷修复后,业主支付给公司剩余工程款项。

2015~2017年,公司新签合同金额分别为31.60亿美元、21.21亿美元和38.40亿美元,新签合同金额波动上升。同期,公司国际工程承包业务生效合同金额分别为19.04亿美元、6.96亿美元和8.17亿美元,生效的合同金额占新签合同金额的比重分别为60.27%、32.80%和21.28%,合同生效比例不高。从区域分布来看,公司新签项目主要位于巴基斯坦、伊朗、老挝、埃塞俄比亚、哈萨克斯坦、伊拉克、肯尼亚、刚果金等亚非国家,面临一定的政治风险及汇率波动风险。2018年1~9月,公司新签合

同金额为7.27亿美元，生效的合同金额为2.97亿美元。

表 5 2015~2018 年 1~9 月公司合同情况（单位：万美元）

| 项目       | 2015 年  | 2016 年  | 2017 年  | 2018 年 1~9 月 |
|----------|---------|---------|---------|--------------|
| 当年新签合同金额 | 315,975 | 212,111 | 384,000 | 72,693       |
| 当年生效合同金额 | 190,440 | 69,579  | 81,700  | 29,720       |

资料来源：公司提供

截至2018年9月，公司已签订的重大国际工程承包合同如下表所示，在执行的项目有3个，剩余的均未执行，已签订重大项目大部分都未生效。

表 6 截至 2018 年 9 月底公司已签订的重大国际工程承包合同进展情况

| 项目名称                                    | 项目金额        | 业务模式 | 定价机制 | 累计确认收入（亿元） |
|-----------------------------------------|-------------|------|------|------------|
| <b>在执行项目</b>                            |             |      |      |            |
| 建造老挝Xebangfai河流域灌溉和防洪管理项目合同             | 15亿美元       | EPC  | 招投标  | 1.91       |
| 缅甸蒙育瓦莱比塘铜矿项目采购施工总承包项目合同                 | 7亿美元        | EPC  | 招投标  | 35.79      |
| 巴基斯坦拉合尔轨道交通橙线项目                         | 16.26亿美元    | EPC  | 招投标  | 36.61      |
| <b>未生效项目</b>                            |             |      |      |            |
| 伊朗阿瓦士轻轨一号线项目合同                          | 4.76亿美元     | EPC  | 招投标  | --         |
| 德黑兰地铁六号线项目合同                            | 3.48亿欧元     | EPC  | 招投标  | --         |
| 伊朗德黑兰1008辆碳钢地铁车供货合同重大合同暨日常关联交易合同        | 112.17亿元人民币 | EPC  | 招投标  | --         |
| 高乐巴哈-马什哈德电气化铁路项目合同                      | 22.94亿元人民币  | EPC  | 招投标  | --         |
| 几内亚比绍Saltinho水电站项目EPC总承包合同              | 2.87亿美元     | EPC  | 招投标  | --         |
| 几内亚比绍Saltinho-比绍-塔纳府输变电线路与变电站项目EPC总承包合同 | 1.98亿美元     | EPC  | 招投标  | --         |
| 老挝500KV Viengthong-Mahaxay输变电线路项目合同     | 3.42亿美元     | EPC  | 招投标  | --         |
| 伊拉克贾贝尔巴赞水泥厂EPCC项目                       | 4.45亿美元     | EPC  | 招投标  | --         |
| 哈萨克斯坦阔克布拉克铁矿石选矿厂建设项目                    | 7.1亿美元      | EPC  | 招投标  | --         |
| 伊朗格什姆天然气转聚丙烯化工厂EPCF项目                   | 101.3亿元人民币  | EPC  | 招投标  | --         |

资料来源：公司 2018 年第三季度报告

随着公司转型升级，公司加大海外投资力度，大力推进BOT、PPP等特许经营权业务。老挝南湃水电站项目以BOT模式投资、建设、运营，是公司业务模式上的重要突破。公司将进一步通过海外投资、兼并收购和战略联盟等新模式拓展海外市场。

老挝南湃水电站位于老挝万象省北部满普恩区，将建成“大库容、小流量、高水头、长引水”引水式水电枢纽工程，以发电为主，兼有旅游、渔业等综合效益，预计建成之后，南湃水电站总装机容量86MW，年发电小时数4,878h。公司以全资子公司誉星发展有限公司（以下简称“誉星发展”）与老挝电力公司在老挝共同组建南湃电力有限公司（誉星发展拥有85%权益），用于该项目的投资、建设、运营、维护及特许经营期结束后的移交，项目总投资2.12亿美元，建设总工期42个月，特许经营期25年（不含建设期）。项目于2017年投产后，当年实现发电收入11,155.86万元，发电利润5,196.50万元。

总体看，公司工程承包业务新签合同金额规模较大，但实际生效的合同金额占比较低，项目主要位于亚非发展中国家，面临一定的政治风险及汇率波动风险。随着公司转型升级，公司加大海外投资力度，或将面临一定的资金压力。



### 3. 货物贸易

公司货物贸易业务主要由下属子公司北方车辆、北方机电和北方新能源负责运营。

#### (1) 北方车辆

北方车辆主要出口市场分布于非洲、拉丁美洲、中东、东南亚、南亚、中亚等地区，主要经营出口的产品领域包括商用车及零配件、石油装备、工程机械等，根据北方车辆在重点市场及重点产品领域获取的贸易信息，北方车辆参与下游客户的投标或直接采购，中标之后根据下游客户产品需求，为其设计设备选型、产品配套等方案，其后北方车辆主要在国内重型装备生产商中进行选择、采购，重点倾向于建立长期合作关系的供应商。供应商提供货物后，由北方车辆组织报关、发运，最终出口至下游客户。

国际直接投资业务方面，北方车辆向南非及南部非洲地区的重型卡车出口业务采取 SKD（半散装件）业务模式，北方车辆在国内采购重型卡车散件（如发动机、驾驶室、底盘）、半成品、零配件等，出口销售至北方车辆在南非间接控制的子公司 ESI，由 ESI 的装配车间自行组装形成整车，并通过 ESI 公司在当地建立的分销网络进行终端销售、技术支持、备件供应及其他售后服务。

国际技术合作方面，北方车辆通过与国内重型卡车、大客车合作伙伴对外技术输出，帮助缅甸、埃塞俄比亚、伊朗等国家客户建设汽车组装生产线，并出口相关组装生产线设备。北方车辆采取 SKD 业务模式出口重型卡车及大客车散件，并由当地国客户组装后进行属地分销。

北方车辆产品的销售价格根据市场价格来确定，结算方式为即期电汇付款方式及信用证等，结算周期根据合同而定。2015~2017 年，北方车辆分别实现销售收入 12.93 亿元、10.09 亿元和 11.96 亿元；毛利率分别为 10.55%、18.18%和 17.88%。从收入构成来看，2015~2017 年，北方车辆营业收入中来自商用车及零配件的比重分别为 73.98%、70.58%和 73.74%，来自石油装备的比重分别为 20.50%、24.14%和 13.28%，来自工程机械及其他的比重分别为 5.52%、5.28%和 12.97%，北方车辆营业收入主要来源于商用车及零配件。2015~2017 年，北方车辆前五大客户销售金额占其营业收入的比例分别为 72.86%、68.88%和 61.41%，前五大供应商采购金额占其总采购金额的比重分别为 74.86%、69.21%和 68.55%，北方车辆前五大客户和供应商集中度都较高。

#### (2) 北方机电

2015~2017 年，北方机电分别实现营业收入 11.50 亿元、10.22 亿元和 11.51 亿元，毛利率分别为 4.03%、5.07%和 5.31%，经营较为稳定。

在空港物流自动化系统与矿山、码头自动化装卸系统设备产品领域，北方机电与德国西门子股份公司、蒂森克虏伯股份公司等多家行业龙头公司建立了长期合作关系。上述客户作为总承包商，在中标后向北方机电采购设备或要求北方机电提供集成、总装服务，北方机电在合作厂商完成生产后向客户销售设备或提供服务。在摩托车消音器和户外用品领域，北方机电作为客户长期合作伙伴，应客户订单要求与合作厂商共同设计生产，在合作厂商完成生产后向客户销售。销售价格采取市场定价的方式，综合考虑采购、运输、人力等成本以及人民币汇率因素，加上一定的利润空间向客户初步报价，经协商后最后确定双方接受的价格。结算方式主要为电汇和信用证，周期即期到 180 天。2015~2017 年，北方机电前五大客户销售金额占其营业收入的比例分别为 57.82%、59.23%和 52.28%，客户集中度较高。

空港物流自动化系统的主要供应商为北方机电的联营企业广东顺德德力机械设备有限公司，北方机电在取得客户订单后，协助广东顺德德力机械设备有限公司根据客户需求进行设计、生产。北方机电其他产品主要通过与其他主要供应商签署合作协议等方式向其下达订单或直接采购成品。结算方式为电汇和银行承兑汇票，周期为即期到 180 天。2015~2017 年，北方机电前五大供应商采购金额

占总采购金额的比例分别为 64.88%、66.91%和 62.71%，供应商集中度较高。

### (3) 北方新能源

2015~2017 年，北方新能源分别实现营业收入 3.14 亿元、5.50 亿元和 8.33 亿元，收入逐年增长主要系点灯照明装置及新能源车销售收入增加所致；毛利率分别为 4.62%、5.48%和 5.89%。

北方新能源目前的主要产品为太阳能草坪灯、太阳能庭院灯和工作灯等，主要销售区域为欧美、澳洲、日本等发达国家及地区，销售模式为通过国外进口商或直接销售给大型连锁零售商和家居建材超市。北方新能源近几年来逐步探索直销模式，减少中间环节，控制销售渠道风险，了解客户的真实需求，并及时向研发人员及合作工厂反馈，不断进行产品结构调整和推出满足消费者需求的新产品。

北方新能源开展业务所需要的各类电灯及照明装置主要向中山、广州、佛山等地区专业设备生产商采购，并与主要供应商签署长期合作协议。北方新能源根据客户的需求，辅以自身的产品设计，向合作工厂提出样品的生产要求，样品通过客户测试后，北方新能源按照客户订单需求编制采购计划，向合作厂商直接采购成品。

北方新能源自 2016 年开始从事新能源车的销售，为国外客户 SUNLONG(THAILAND)CO.,LTD 通过北方新能源采购申龙牌客车销售给泰国旅行社及其他车辆运营商，北方新能源向上海申龙客车有限公司采购车辆零配件及整车。由于申龙牌客车进入泰国市场较早，市场口碑良好，因此北方新能源新能源车的销售情况较好。2016~2017 年，北方新能源销售新能源车获得的收入分别为 2.17 亿元和 3.17 亿元。

2015~2017 年，北方新能源前五大客户销售金额占其营业收入的比例分别为 59.01%、74.98%和 88.34%，前五大供应商采购金额占其总采购额的比例分别为 67.79%、74.44%和 88.38%，客户及供应商集中度较高。

总体看，公司贸易业务主要为向海外出口商品，客户集中度和供应商集中度较高，同时出口业务易受世界宏观经济形势的影响，面临较大的不确定性。

### 4. 金属包装容器销售

公司金属包装容器销售业务由下属子公司深圳华特容器股份有限公司（以下简称“深圳华特”）负责运营，产品主要包括奶粉罐、喷雾罐、化工罐、杂品罐和印花铁等。2015~2017 年，深圳华特实现分别实现营业收入 6.46 亿元、6.88 亿元和 7.88 亿元，毛利率分别为 20.89%、23.82%和 19.15%。

原材料采购方面，深圳华特设置供应部，负责生产经营所需的原材料及各项物资的采购。供应部根据市场部门编制的月度生产经营计划及对应的物料需求，同时结合采购物资的特性及库存情况编制采购计划。供应部通常实行比质比价等方式进行采购。物资送达后，供应部负责组织入库验收，将合格品及时移交入库，并根据生产需求组织发放配送。马口铁是深圳华特的主要原材料，2015~2017 年，马口铁采购金额分别占深圳华特总采购金额的 67.04%、74.63%和 71.56%，平均采购价格分别为 0.44 万元/吨、0.42 万元/吨和 0.48 万元/吨，马口铁价格的波动加大了深圳华特对生产成本的控制和管理难度。同期，深圳华特前五大供应商采购金额占其全部采购金额的比例分别为 41.84%、43.10%和 46.44%，供应商集中度一般。

针对马口铁价格波动，深圳华特与国内主要马口铁供应商均建立了长期稳定合作关系，能够享受较一般客户更为优惠的采购价格。并且深圳华特一般会与客户约定合理的成本转移机制。同时，深圳华特制定了科学的采购管理办法，在市场供求分析的基础上，执行滚动采购管理制度，根据对远期、中期和近期马口铁市场情况分析，完成采购计划滚动管理，较好地控制了马口铁的采购价格，

同时在预测和把握马口铁市场价格波动上积累了丰富的经验。最后，深圳华特加大罐身减薄设备投入，以适应材料减薄化趋势。深圳华特计划投资罐身减薄二次冷轧铁喷雾罐组合机改造，以实现罐身剪薄、减少马口铁使用量。

生产模式方面，深圳华特设置生产部，负责公司总体生产计划、工作安排、生产任务组织与协调。深圳华特主要采取“以销定产”的生产模式，主要根据客户订单编制生产计划并组织实施，确保按时交货。产能利用率方面，2017年深圳华特主要产品奶粉罐、喷雾罐、化工罐和杂品罐的产能利用率分别为33.95%、34.18%、17.93%和9.44%，产能利用率较低。

销售模式方面，深圳华特的产品主要采取直销模式（国内），国外部分产品销售给贸易商。产品的销售由市场部负责组织合同签订、年度销售计划的制定与考核、市场推广和客户关系管理、组织产品的售后服务工作。深圳华特对产品定价时，也是在测算成本后保持一定的毛利率水平基础上确定。结算模式方面，国外客户账期较短，一般采取预收或月结（30~90天）；国内客户多为月结（30~120天）。2015~2017年，深圳华特前五大客户销售金额占营业收入的比例分别为26.41%、24.00%和22.97%，客户集中度一般。

总体看，近三年深圳华特业务规模逐年上升，但随着主要原材料马口铁价格的波动上升，毛利率波动下降，同时深圳华特产能利用率较低。

#### 5. 货运代理

公司货运代理业务主要由下属子公司北方万邦物流有限公司（以下简称“北方物流”）负责运营。北方物流客户主要为北方工业及其下属子公司，2015~2017年，北方物流营业收入中来自北方工业及其子公司的占比分别为63.45%、54.93%和49.74%，占比逐年降低。

北方物流主要项目均通过投标或市场竞价方式获得。凭借多年的国际货运代理业务经验，北方物流向客户提供个性化物流设计方案，提供流程优化、成本合理和运行稳定的一站式门到门跨境综合物流产品和服务，为客户提供制定方案、联系承运人、港口中转报关、设备安装等全程服务。运输方式不同结算周期不同，一般情况下，海运结算周期约为三个月，空运和陆运结算周期为一个月。近年来，公司不断优化业务结构，集中力量在公司具有比较优势的海陆联运业务及境外内陆运输代理业务。

北方物流根据业务量大小，将供应商划分为I级、II级、III级，其中：I级供应商主要包括船东及其指定代理、航空公司及其指定代理，此类供应商具备直接签发船公司及航空公司运输单据的能力。II级供应商主要为货运代理及经纪人，该类供应商应具备较好的信誉，能够在特定航线提供优惠的运价及舱位保证。III级供应商主要为与物流相关的服务类公司，该类供应商主要提供口岸操作如报关、报检、汽运、包装等，以及保险、检验鉴定等服务。在确定选用供应商时，北方物流本着减少中间环节，有效控制成本和风险，并保证优质服务的原则，优先采用I级供应商；如I级供应商无法满足业务价格及服务要求，且II级供应商能够弥补上述缺陷，或在部分特定航线拥有独特优势，能够提供优于I级供应商水平的价格及服务，方可选用II级供应商；III级供应商的选择结合所需服务地域、时间、风险控制及成本需求，在同等服务水平下优先选择成本低的供应商作为服务提供者。在供应商完成运输后，供应商根据合同约定与北方物流确认费用，并开具发票，北方物流按照合同约定支付运费。2015~2017年，北方物流前五大供应商采购金额占其全部采购金额的比例分别为53.44%、35.00%和26.99%，供应商集中度下降。

总体看，公司货运代理业务对关联方依赖程度较高。

## 6. 关联交易

2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司向关联方销售商品、提供劳务的金额分别为 18.47 亿元、17.61 亿元、25.17 亿元和 17.70 亿元，占营业收入的比例分别为 22.80%、20.08%、25.87%和 27.14%。其中，公司关联销售主要包括向北方工业、万宝矿产有限公司等公司销售车类设备等；向关联方提供劳务包括提供劳务、代理物流服务等。同期，公司向关联方采购商品、接受劳务的金额分别为 8.49 亿元、7.14 亿元、6.34 亿元和 4.22 亿元，占营业成本的比例分别为 11.53%、9.25%、7.56%和 7.75%。公司关联采购主要为采购实际控制人北方工业及其下属企业以及其他关联方的劳务与商品，包括向北奔重型汽车集团有限公司、北奔重汽集团进出口有限公司、内蒙古北方重型汽车股份有限公司等公司采购重卡备件等商品；接受北方工业等公司的劳务等。

## 7. 重大事项

### (1) 重大资产重组

2016 年 12 月，公司完成向北方科技、江苏悦达集团有限公司、天津中辰番茄制品有限公司 3 家交易对手采取发行股份及支付现金方式，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%股权及深圳华特 99.00%股权的重大资产重组事项。本次交易，标的资产的交易作价为 164,557.09 万元，其中现金支付 13,500.00 万元，其余的按照 16.12 元/股的发行价格通过发行股份方式支付，本次向交易对方发行股份的数量为 93,707,869 股。

### (2) 发行股票

2015 年，公司非公开发行股票 20,969,855 股，发行价格为 38.15 元/股，募集资金总额 80,000.00 万元，募集资金净额 79,127.90 万元。本次募集资金中 56,000.00 万元用于老挝南湃水电站 BOT 项目，剩余资金用于补充流动资金。根据公司整体发展规划，为进一步优化公司内部资源配置，提高募集资金使用效率，公司将尚未投入使用的、以股东借款方式向老挝 BOT 公司投入用于工程建设资金 24,000.00 万元募集资金投入到埃塞 GDYW-2 输电线路项目中。

2016 年，公司为募集上述重大资产重组配套资金，非公开发行股份 7,738,095 股，发行价格均为 25.20 元/股，募集资金为 19,500.00 万元，其中 6,000.00 万元用于深圳华特生产基地土地厂房购置项目、13,500.00 万元用于支付现金对价。

### (3) 股权转让

2018 年 11 月 16 日，公司与北方工业签署了《关于北方国际地产有限公司之股权转让协议》，公司向北方工业转让其持有的北方国际地产有限公司（以下简称“北方国际地产”）全部 80.00%股权，转让价格为 52,500.26 万元，支付方式为协议生效后 10 个工作日付款。截至本报告出具日，公司已收到上述股权转让款项。

总体看，经过重大资产重组，公司业务多元化程度明显增加，并且通过发行股份，提升了公司的资本实力。随着北方国际地产的股权转让，公司退出房地产领域，可能不利于公司规模的增长。

## 8. 经营关注

### (1) 工程总承包业务竞争激烈，合同生效比例不高

2015~2017 年，公司国际工程承包业务生效合同金额分别为 19.04 亿美元、6.96 亿美元和 8.17 亿美元，生效的合同金额占新签合同金额的比重分别为 60.27%、32.80%和 21.28%，合同生效比例不高。

### (2) 贸易业务集中度较高，并且易受世界宏观经济形势影响

公司贸易业务主要为对外出口商品，客户和供应商集中度较高，同时易受世界宏观经济形势的

影响，面临较大的不确定性。

(3) 金属包装容器销售业务主要原材料价格波动上升，产能过剩严重

公司金属包装容器销售业务主要原材料马口铁价格波动上升，毛利率波动下降，同时深圳华特产能利用率较低，产能过剩严重。

(4) 公司转让北方国际地产股权，退出房地产领域

房地产业务作为公司营业收入和利润的有益补充，随着公司正式退出房地产领域，公司的规模增长可能会受到一定的负面影响。

(5) 政治风险和汇率波动风险

公司业务主要集中在发展中国家，面临一定的政治风险和汇率波动风险。

## 9. 未来发展

公司制定的战略目标是：在“十三五”末期，将北方国际打造成为具有国际竞争力的跨国公司。为实现这一目标，公司坚持以市场为中心，积极发挥“NORINCO”整体品牌优势，以“转型升级和实现跨越式发展”为主线，做好以下工作：(1) 以市场为中心，做好市场开发和深耕工作。积极发挥公司市场开发和渠道优势，重点跟踪“一带一路”市场；巩固北方国际现有专业基础，强化国际经济技术合作业务的发展定位和专业化方向等。(2) 发挥内外部协同优势，打造“国际经济技术合作的共赢平台”。积极整合系统内外资源，实现从“抱团出海”到“造船出海”的转型升级；紧密围绕工程总承包核心业务，通过发展合作伙伴，积极扩展上下游产业链，逐步从单一的“工程承包商”向集咨询、投融资、工程承包、运营为一体的“国际工程综合服务商”转变；充分发挥与产业链上下游合作伙伴的协同效应和资产重组带来的协同效应，形成整体竞争优势。(3) 发挥上市公司优势，积极开展资本运作。(4) 倡导变革创新，激发公司转型升级和跨越式发展新活力。形成闭环式战略运营管理模式，优化市场和决策机制；针对重组公司，探索创新管控模式和公司治理机制；大力推进属地化经营机制；在各业务领域研究并逐步实施项目经理负责制等。(5) 推进精益管理战略，提升精益管理水平。

总体看，公司战略目标明确，路径较为清晰，但是战略目标的实现难度较大，具体实现情况有待观察。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2015 年度财务报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计报告；2016 年度和 2017 年度的财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年 1~9 月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定进行编制。

合并范围方面，截至 2016 年底，公司纳入合并范围的子公司共 18 家，较年初增加 10 家，其中北方车辆、深圳华特、北方机电、北方物流以及北方新能源 5 家子公司为重大资产重组方式取得，北方国际萨塔电力有限公司为公司于 2016 年 2 月在巴基斯坦投资设立，Superpower Holding Ltd（非洲）、Ever Star Industries (Pty)Ltd（非洲）、上海北方万邦物流有限公司和天津北方伊势湾国际运输有限公司（以下简称“北方国际运输”）为公司通过同一控制下企业合并方式取得。公司在编制比较报表时对 2015 年的财务数据进行了追溯调整，本报告 2015 年财务数据采用 2016 年财务报表中期初数。

截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 17 家，较年初减少 1 家，为公司之子公司北方国际地产收购少数股东持有的子公司番禺富门花园房地产有限公司（以下简称“番禺富门公司”）25% 股权，番禺富门公司成为北方国际地产的全资子公司，后由北方国际地产全资子公司北方国际地产（佛山顺德）有限公司吸收合并番禺富门公司，承接其全部资产和负债，番禺富门公司注销，因此番禺富门公司不再纳入合并范围。截至 2018 年 9 月底，公司纳入合并范围的子公司共 18 家，较年初增加 1 家，其中子公司北方国际运输办理了工商注销；子公司北方国际伊朗新能源公司为公司与北方车辆共同设立，公司持股 99%，北方车辆持股 1%；新增项目公司。

会计政策方面，2016 年，根据《增值税会计处理规定》（财会〔2016〕22 号）的规定，公司于 2016 年 5 月 1 日之后发生的与增值税相关交易，影响资产、负债等金额的，按该规定调整。公司利润表中的“营业税金及附加”项目调整为“税金及附加”项目，房产税、土地使用税、车船使用税、印花税等原计入“管理费用”的相关税费，自 2016 年 5 月 1 日起调整计入“税金及附加”；受影响的报表项目包括“税金及附加”及“管理费用”，影响金额 141.26 万元。2017 年，公司执行《企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》关于持有待售的非流动资产或处置组的分类、计量和列报，以及终止经营的列报等规定，并采用未来适用法进行处理。公司执行《企业会计准则第 16 号—政府补助》（2017）的相关规定，对与日常活动相关的政府补助，在计入利润表时，按照经济业务实质，由原计入“营业外收入”改为计入“其他收益”或冲减相关成本费用；对于财政将贴息资金直接拨付给企业的，将对应的贴息资金从“营业外收入”调整冲减相关借款费用；受影响的报表项目及金额：其他业务成本-278.33 万元，营业外收入-308.95 万元，财务费用-30.62 万元。此外，公司执行《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的相关规定，在利润表中新增“资产处置收益”项目，反映企业出售划分为持有待售的非流动资产（金融工具、长期股权投资和投资性房地产除外）或处置组时确认的处置利得或损失等相关规定，并对比较报表的列报进行了相应调整；受影响的报表项目及金额：资产处置收益 65.12 万元，营业外收入-65.12 万元，营业外支出无影响。2018 年 1~9 月，公司会计政策未发生变化。

总体看，公司合并范围变动较大，但公司对可比财务数据进行了追溯调整，会计政策变更对财务报表整体影响较小，财务数据可比性较强。

## 2. 资产质量

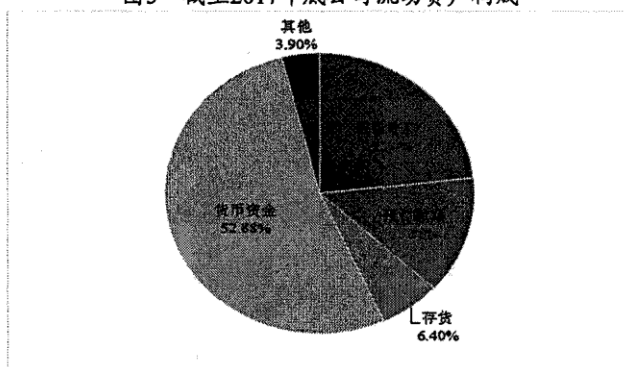
2015~2017 年，公司资产规模呈波动增长趋势，年均复合增长 13.81%。截至 2017 年底，公司合并资产总额 114.65 亿元，较年初下降 5.63%，主要系流动资产减少所致；其中流动资产占 80.61%，以流动资产为主。

### 流动资产

2015~2017 年，公司流动资产呈波动增长趋势，年均复合增长 12.13%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 92.41 亿元，较年初下降 8.11%，主要系应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货减少所致；公司流动资产构成见下图。



图5 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2015~2017年，公司货币资金呈波动增长趋势，年均复合增长11.97%。截至2017年底，公司货币资金48.86亿元，较年初增长32.48%，主要系本年度收到国际工程项目进度款较多以及子公司南湃电力公司取得南湃水电站项目长期借款增加所致；其中使用权受到限制的货币资金7.35亿元，占全部货币资金的15.03%，主要为保证金等，受限比例一般。

2015~2017年，公司应收账款呈波动增长趋势，年均复合增长33.23%。截至2017年底，公司应收账款账面价值21.48亿元，较年初下降11.23%，主要系部分国际工程项目款项回收所致；其中，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为23.59亿元，占全部应收账款余额的比重为99.87%，账龄在1年以内占72.36%，1至2年的占18.03%，2至3年的占5.81%，3年以上的占3.80%；公司应收账款余额前五名单位占比为54.74%。截至2017年底，公司对应收账款计提坏账准备2.14亿元，计提比例为9.07%。

表7 截至2017年底公司应收账款前五名情况（单位：亿元、%）

| 单位名称                         | 应收账款余额 | 占应收账款期末余额合计数的比例 | 坏账准备期末余额 |
|------------------------------|--------|-----------------|----------|
| Punjab Masstransit Authority | 4.93   | 20.89           | 0.27     |
| 埃塞电力公司                       | 2.77   | 11.71           | 0.32     |
| 埃塞俄比亚铁路公司                    | 2.25   | 9.53            | 0.22     |
| 老挝国家电力公司                     | 1.85   | 7.84            | 0.09     |
| 万宝矿产(香港)铜业有限公司               | 1.13   | 4.77            | 0.20     |
| 合计                           | 12.93  | 54.74           | 1.09     |

资料来源：公司年报

2015~2017年，公司预付款项呈波动下降趋势，年均复合下降1.15%。截至2017年底，公司预付款项12.55亿元，较年初下降39.02%，主要系部分预付款项结算所致。账龄方面，公司预付款项账龄在1年以内的占62.81%，1至2年的占25.34%，2至3年的占2.53%，3年以上的占9.32%，主要集中在1年以内，账龄超过1年且金额重要的预付款项主要为预付的分包合同款。

2015~2017年，公司存货呈波动下降趋势，年均复合下降1.21%。截至2017年底，公司存货价值5.92亿元，较年初下降29.81%，主要系“紫悦台花园”项目竣工并实现交付所致；公司存货主要由开发产品（占26.94%）、原材料（占27.99%）、库存商品（占12.22%）和工程施工（占17.98%）构成；公司对存货计提跌价准备0.23亿元。

#### 非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长21.69%。截至2017年底，公司

非流动资产合计 22.24 亿元，较年初增长 6.33%，主要系固定资产和无形资产增长所致。截至 2017 年底，公司非流动资产主要由固定资产（占 20.45%）和无形资产（占 63.93%）构成。

2015~2017 年，公司固定资产呈波动增长趋势，年均复合增长 8.50%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 4.55 亿元，较年初增长 18.88%，主要系子公司深圳华特在建厂房竣工决算，由在建工程转入固定资产，以及出于生产需要外购大型设备较多所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 63.04%）和机器设备（28.21%）构成，累计计提折旧 3.30 亿元，成新率为 57.31%，成新度一般。

2015~2017 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 30.58%。截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 14.21 亿元，较年初增长 7.73%，主要系是老挝南湃水电站 BOT 项目发生的建设投资增加所致；公司无形资产主要为南湃 BOT 项目，占无形资产账面价值的比重为 97.69%。截至 2017 年底，公司无形资产累计摊销金额为 0.50 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额为 119.28 亿元，较年初增长 4.04%，主要系非流动资产增加所致；其中流动资产占 78.20%，非流动资产占 21.80%，资产结构较年初变动不大。

截至 2018 年 9 月底，公司受限资产情况如下表所致，受限资产占总资产的比例为 8.23%，受限比例较低。

表8 截至2018年9月底公司受限资产情况（单位：万元）

| 项目     | 账面价值      | 受限原因          |
|--------|-----------|---------------|
| 货币资金   | 43,335.64 | 保证金及存单质押      |
| 长期股权投资 | 36,729.17 | 为长期借款提供股权质押担保 |
| 固定资产   | 10,347.77 | 取得短期借款的抵押物    |
| 无形资产   | 2,775.39  | 取得短期借款的抵押物    |
| 应收账款   | 4,985.83  | 取得短期借款的质押物    |
| 合计     | 98,173.80 | --            |

资料来源：公司提供

注：长期股权投资受限主要系公司全资子公司誉兴发展有限公司以其持有的南湃电力有限公司 85%的股权，为长期借款提供股权质押担保。

总体看，公司资产规模呈上升趋势，以流动资产为主，流动资产中货币资金占比较高，应收账款账龄合理，资产受限比例较低，资产流动性较好。

### 3. 负债和所有者权益

#### 负债

2015~2017 年，公司负债呈波动增长趋势，年均复合增长 12.85%。截至 2017 年底，公司负债合计 73.40 亿元，较年初下降 13.52%；其中流动负债占 86.48%，非流动负债占 13.52%，以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债呈波动增长趋势，年均复合增长 6.48%。截至 2017 年底，公司流动负债 63.47 亿元，较年初下降 22.39%，主要系应付账款和预收款项减少所致；流动负债主要由应付票据（占 5.80%）、应付账款（占 68.70%）和预收款项（占 18.80%）构成。

2015~2017 年，公司应付票据呈波动增长趋势，年均复合增长 28.47%。截至 2017 年底，公司应付票据 3.68 亿元，较年初下降 24.10%，主要系部分应付票据到期兑付所致。

2015~2017 年，公司应付账款呈波动增长趋势，年均复合增长 6.94%。截至 2017 年底，公司应付账款 43.61 亿元，较年初下降 12.62%，主要系公司支付部分分包合同款项所致。



2015~2017年，公司预收款项呈波动增长趋势，年均复合增长12.66%。截至2017年底，公司预收款项11.93亿元，较年初大幅下降47.26%，主要系部分预收款项达到结算条件，进行结算所致。公司预收款项主要为预收的工程款、保证金等。

2015~2017年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长145.37%。截至2017年底，公司非流动负债9.93亿元，较年初增长221.54%；公司非流动负债主要由长期借款（占97.42%）构成。

2015~2017年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长172.88%。截至2017年底，公司长期借款9.67亿元，较年初增长248.52%，主要系老挝南湃水电站BOT项目长期借款增加所致。

2015~2017年，公司债务规模持续增长，年均复合增长38.14%。截至2017年底，公司全部债务为15.71亿元，较年初增长58.85%；其中短期债务占37.95%，长期债务占62.05%，以长期债务为主。从债务指标看，截至2017年底，公司的资产负债率由年初的69.86%下降至64.02%，全部债务资本化比率由年初的21.27%上升至27.58%，长期债务资本化比率由年初的7.31%上升至19.12%，公司整体负债水平和债务负担处于合理水平。

截至2018年9月底，公司负债合计73.97亿元，较年初保持稳定；其中流动负债和非流动负债分别占比分别为86.55%和13.45%，负债结构较年初变动不大。公司全部债务17.06亿元，较年初增长8.58%；其中短期债务和长期债务占比分别为42.51%和57.49%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为62.02%、27.35%和17.79%，较年初分别下降2.01个百分点、0.23个百分点和1.33个百分点，较年初变化不大。

总体看，公司负债以流动负债为主，整体负债水平不高；债务规模不大，债务负担较轻。

#### 所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长15.58%。截至2017年底，公司所有者权益合计41.24亿元，较年初增长12.66%，主要系未分配利润增长所致；其中归属于母公司所有者权益36.52亿元，归属于母公司所有者权益中股本占14.05%，资本公积占32.05%，盈余公积占3.87%，未分配利润占50.50%。

截至2018年9月底，公司所有者权益为45.31亿元，较年初增长9.85%，主要系未分配利润增加所致；其中归属于母公司所有者权益40.36亿元，归属于母公司所有者权益中股本占19.06%，资本公积占22.64%，盈余公积占3.50%，未分配利润占55.10%，股本和资本公积占比较年初变动较大主要系资本公积转增股本所致。

总体看，公司所有者权益中盈余公积和未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入持续增长，年均复合增长9.57%。2017年，公司实现营业收入97.30亿元，较上年增长11.05%，主要系房地产销售收入及贸易收入较上年有所增长所致。2017年公司实现利润总额6.72亿元，较上年增长4.77%；实现净利润5.43亿元，较上年增长2.81%，其中归属于母公司所有者的净利润为4.99亿元，较上年增长8.29%。

2015~2017年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长43.78%。2017年，公司期间费用总额为6.46亿元，较上年增长97.23%，主要系当年产生汇兑损失1.51亿元，带动财务费用上升所致；公司期间费用由销售费用（占55.83%）、管理费用（占27.05%）和财务费用（占17.12%）构成。2015~2017年，公司费用收入比分别为3.86%、3.74%和6.64%，费用控制能力尚可。

2015~2017年，公司资产减值损失分别为0.18亿元、0.88亿元和-0.01亿元，主要为对应收账款计提的坏账损失；投资收益分别为0.18亿元、0.13亿元和0.13亿元，主要为北京北方新兴投资控股

发展有限公司按权益法核算的长期股权投资收益；公司营业外收入分别为 0.14 亿元、0.18 亿元和 0.03 亿元，主要为政府补助等。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 9.03%、11.76%和 13.34%，营业利润率逐年上升；2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.83%、5.84%和 13.95%，较上年分别下降 1.68 个百分点、0.34 个百分点和 1.70 个百分点，盈利能力有所下滑。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 65.21 亿元，较上年同期下降 3.03%；净利润 4.61 亿元，较上年同期增长 29.14%，主要系营业成本下降以及汇率波动产生汇兑收益所致。

总体看，近三年公司营业收入持续增长，费用控制能力尚可，整体盈利能力较强，但汇率波动对公司盈利能力影响较大。

## 5. 现金流

从经营活动看，2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 73.77 亿元、98.23 亿元和 118.10 亿元，其中 2016 年较 2015 年增长 33.15%，主要系公司收到国际工程项目进度款、房屋预售款，收到出口退税款，以及代收项目融资管理费所致；2017 年较 2016 年增长 20.23%，主要系公司收到国际工程项目进度款较多所致。同期，公司经营活动产生的现金流出总额分别为 67.90 亿元、96.79 亿元和 104.87 亿元，其中 2016 年较 2015 年增长 42.54%，主要系为公司支付国际工程项目预付款、进度款，子公司北方国际地产拿地保证金，以及代付项目融资管理费所致；2017 年较 2016 年同比增长 8.35%，变动较小。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 5.87 亿元、1.44 亿元和 13.23 亿元。从收入实现质量看，近三年现金收入比分别为 82.96%、84.86%和 98.70%，公司收入实现质量逐年提升。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 0.77 亿元、0.61 亿元和 0.13 亿元，投资活动现金流入规模较小。同期，公司投资活动现金流出分别为 2.99 亿元、5.24 亿元和 12.06 亿元，其中 2016 年较 2015 年同比增长 75.08%，主要系公司之子公司深圳华特天津厂房改造，以及重大资产重组购买股权现金支付 1.35 亿元所致；2017 年较 2016 年同比增长 130.06%，主要系公司老挝南湃水电站 BOT 项目支付建设投资款以及受限货币资金增加所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流净额分别为-2.22 亿元、-4.63 亿元和-11.93 亿元。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 17.17 亿元、9.65 亿元和 12.27 亿元，其中 2016 年较 2015 年同比下降 43.84%，主要系公司本年度重大资产重组募集配套资金少于上年度非公开发行普通股募集资金所致；2017 年较 2016 年同比增长 27.17%，主要系子公司南湃电力公司取得南湃水电站项目长期借款增加所致。同期，公司筹资活动现金流出分别为 12.15 亿元、5.96 亿元和 5.58 亿元，其中 2016 年较 2015 年同比下降 50.94%，主要系本年度受限货币资金减少所致；2017 年较 2016 年同比下降 6.31%，变动较小。近三年筹资活动产生的现金流净额分别为 5.03 亿元、3.69 亿元和 6.68 亿元。

2018 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额为-3.48 亿元，投资活动现金流量净额为-0.36 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-2.11 亿元。

总体看，公司经营活动持续保持净流入，基本能满足投资活动的资金需求，但随着公司对外投资规模的扩大，对外部资金存在一定的依赖。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.31 倍、1.23 倍和 1.46 倍，速动

比率分别为 1.20 倍、1.13 倍和 1.36 倍，现金短期债务比分别为 5.76 倍、6.20 倍和 8.23 倍，公司现金类资产对短期债务覆盖能力较好。截至 2018 年 9 月底，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比分别为 1.46 倍、1.36 倍和 5.73 倍，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司的 EBITDA 分别为 4.78 亿元、6.97 亿元和 7.79 亿元，其中 2017 年 EBITDA 中折旧占比为 5.68%，摊销占比为 5.82%，计入财务费用的利息支出占比为 2.17%，利润总额占比为 86.33%。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 29.30 倍、26.32 倍和 18.92 倍，公司的 EBITDA 全部债务比为 0.58 倍、0.70 倍和 0.50 倍，公司 EBITDA 对利息和全部债务的保障程度较好。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2018 年 9 月底，公司共获得银行授信额度 106.50 亿元，其中未使用授信额度 92.14 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为上市公司，具备一定的直接融资能力。

截至 2018 年 9 月底，公司对外担保金额为 16,386.71 万元，主要为下属子公司为业主购房向银行提供的连带责任保证担保。随着地产业务的剥离，公司对外担保事项将不复存在。

根据公司提供的中国人民银行征信中心开具的企业信用报告，截至 2018 年 11 月 13 日，公司无未结清的关注类或不良信贷信息记录，已结清的信贷信息中存在 7 笔不良和关注类贸易融资，主要系公司于 2011 年至 2012 年执行伊朗车辆综合采购项目期间，在中信银行办理福费廷业务，业务内容为一年期延付信用证，在有中国出口信用保险公司保险的条件下，中信银行买断公司与业主之间 80% 的应收账款，无追索权。2012 年，业务到期时，业主方面无法正常按时议付。中国出口信用保险公司启动赔付手续，并于 2013 年 4 月将款项赔付给中信银行。

总体看，公司货币资金较为充足，融资渠道畅通，债务压力不大，运营情况良好，公司偿债能力很强。

## 八、本次债券偿债能力分析

### 1. 本次债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 9 月底，公司全部债务为 17.06 亿元，本次拟发行可转换债券额度为不超过 5.78 亿元，总发债额度相对于公司全部债务规模较大。

以 2018 年 9 月底财务数据为基础，本次可转换债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别提高 1.76 个百分点、6.16 个百分点和 7.81 个百分点至 63.77%、33.52% 和 25.60%，债务负担有所上升。考虑到可转换债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换债券将转换为公司权益，将有利于公司资产负债率的下降和减轻公司的长期债务负担。

### 2. 本次债券偿债能力分析

以 2017 年底相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 7.79 亿元和 118.10 亿元，为本次可转换债券发行额度（5.78 亿元）的 1.35 倍和 20.43 倍，EBITDA 和经营活动现金流入量对本次可转换债券的覆盖程度高。公司 2017 年经营活动现金流量净额为 13.23 亿元，为本次可转换债券发行额度（5.78 亿元）的 2.29 倍，经营活动现金流量净额对本次可转换债券的覆盖程度高。

### 3. 本次可转换公司债券交易条款分析

公司本次债券募集资金拟用于“收购克罗地亚能源项目股份公司 76%股份”和“增资克罗地亚能源项目股份公司，用于建设“塞尼 156MW 风电项目”。项目的顺利实施有利于提升公司的经济效益，为公司提供稳定的现金流。联合评级认为，公司为本次发行可转换公司债而设置的转股价格调整及转股价格向下修正的条款，一方面能够根据公司送股、派息等情况自然调整转股价格，同时，能够预防由于预期之外的事件导致公司股票在二级市场大幅下跌，致使转股不能顺利进行。设定的赎回条款可以有效促进债券持有人在市场行情高涨时进行转股。从条款中可以看出公司促成债券转股的意图明显，因而本次可转换债券在转股期内，投资者转股的可能性较大。

综上，公司作为综合性国际工程承包商，运营状况和现金流状况良好，并考虑到本次可转换公司债券的条款设置有利于债券转股，联合评级认为，公司对本次可转债的偿还能力很强。

## 九、综合评价

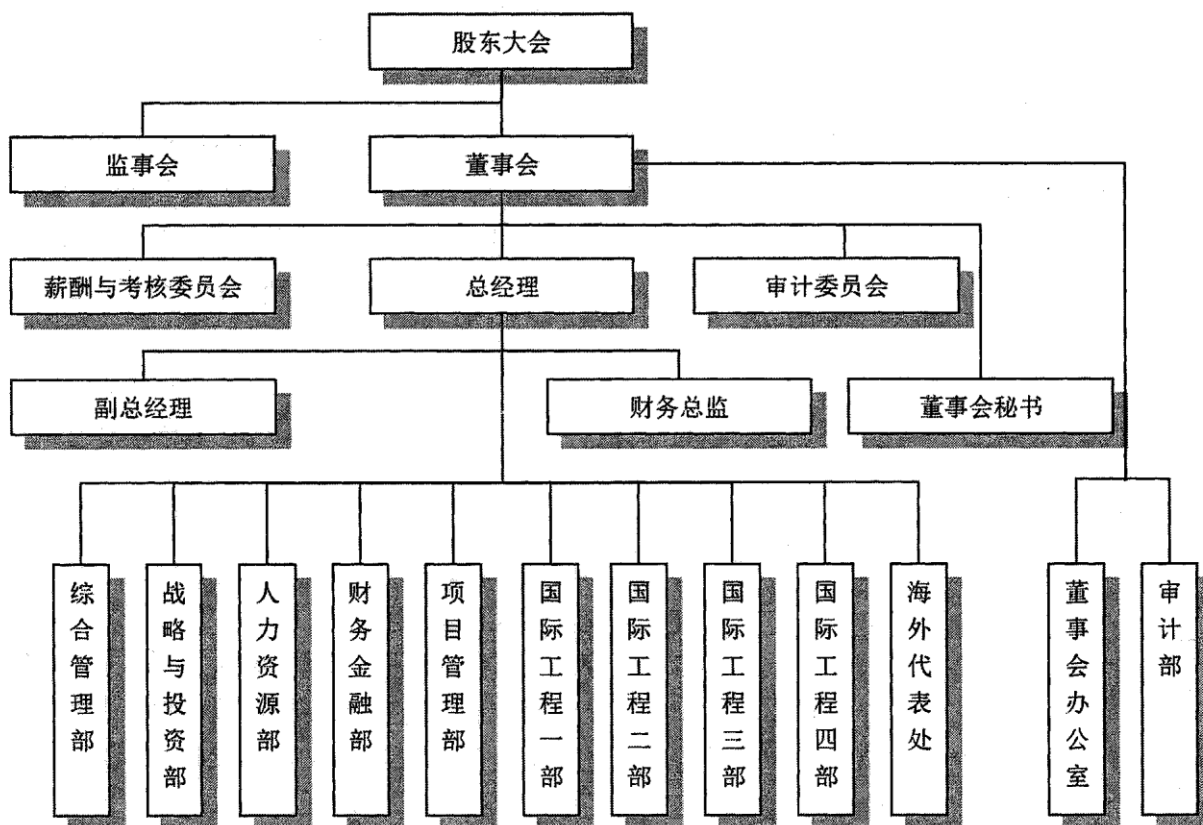
公司作为综合性国际工程总承包商，股东背景较强，并且能够利用“NORINCO”整体品牌优势进行海外业务的开拓，具备一定的市场竞争力。随着重大资产重组的完成，公司业务较为多元化，规模显著上升。近年来，公司经营较为稳健，债务负担较轻，现金流状况良好。同时，联合评级也关注到公司国际工程承包业务合同生效比例较低、贸易业务集中度较高、金属包装容器销售业务产能利用率较低、受汇率波动影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司对海外业务的不断拓展，投资项目完工并投入运营，公司经营状况有望保持稳定，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券募集资金拟用于“收购克罗地亚能源项目股份公司 76%股份”和“增资克罗地亚能源项目股份公司，用于建设“塞尼 156MW 风电项目”。项目的顺利实施有利于提升公司的经济效益，为公司提供稳定的现金流。同时本次可转换公司债券发行条款设计偏向于转股，考虑到未来转股因素，公司的资本结构或进一步优化，偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件1 北方国际合作股份有限公司  
组织架构图



## 附件2 北方国际合作股份有限公司 主要计算指标

| 项目                | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 9 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元)         | 88.51  | 121.48 | 114.65 | 119.28     |
| 所有者权益 (亿元)        | 30.87  | 36.61  | 41.24  | 45.31      |
| 短期债务 (亿元)         | 6.80   | 7.00   | 5.96   | 7.25       |
| 长期债务 (亿元)         | 1.43   | 2.89   | 9.75   | 9.81       |
| 全部债务 (亿元)         | 8.23   | 9.89   | 15.71  | 17.06      |
| 营业收入 (亿元)         | 81.05  | 87.62  | 97.30  | 65.21      |
| 净利润 (亿元)          | 3.55   | 5.28   | 5.43   | 4.61       |
| EBITDA (亿元)       | 4.78   | 6.97   | 7.79   | --         |
| 经营性净现金流 (亿元)      | 5.87   | 1.44   | 13.23  | -3.48      |
| 应收账款周转次数 (次)      | --     | 4.44   | 3.90   | --         |
| 存货周转次数 (次)        | --     | 10.18  | 11.26  | --         |
| 总资产周转次数 (次)       | --     | 0.83   | 0.82   | --         |
| 现金收入比率 (%)        | 82.96  | 84.86  | 98.70  | 76.06      |
| 总资本收益率 (%)        | --     | 12.51  | 10.83  | --         |
| 总资产报酬率 (%)        | --     | 6.18   | 5.84   | --         |
| 净资产收益率 (%)        | --     | 15.66  | 13.95  | --         |
| 营业利润率 (%)         | 9.03   | 11.76  | 13.34  | 16.12      |
| 费用收入比 (%)         | 3.86   | 3.74   | 6.64   | 3.45       |
| 资产负债率 (%)         | 65.12  | 69.86  | 64.02  | 62.02      |
| 全部债务资本化比率 (%)     | 21.05  | 21.27  | 27.58  | 27.35      |
| 长期债务资本化比率 (%)     | 4.44   | 7.31   | 19.12  | 17.79      |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | 29.30  | 26.32  | 18.92  | --         |
| EBITDA 全部债务比 (倍)  | 0.58   | 0.70   | 0.50   | --         |
| 流动比率 (倍)          | 1.31   | 1.23   | 1.46   | 1.46       |
| 速动比率 (倍)          | 1.20   | 1.13   | 1.36   | 1.36       |
| 现金短期债务比 (倍)       | 5.76   | 6.20   | 8.23   | 5.73       |
| 经营现金流动负债比率 (%)    | 10.48  | 1.76   | 20.84  | -5.43      |
| EBITDA/本次发债额度 (倍) | 0.83   | 1.20   | 1.35   | --         |

### 附件3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                        |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                             |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                             |
| 应收账款周转率           | 营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]                                                              |
| 存货周转率             | 营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]                                                                  |
| 总资产周转率            | 营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]                                                                    |
| 现金收入比率            | 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%                                                                  |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                             |
| 总资本收益率            | (净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%                              |
| 总资产报酬率            | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%                                              |
| 净资产收益率            | 净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%                                                          |
| 主营业务毛利率           | (主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%                                                               |
| 营业利润率             | (营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%                                                             |
| 费用收入比             | (管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%                                                                |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                             |
| 资产负债率             | 负债总额 / 资产总计×100%                                                                            |
| 全部债务资本化比率         | 全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%                                                              |
| 长期债务资本化比率         | 长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%                                                                   |
| 担保比率              | 担保余额 / 所有者权益×100%                                                                           |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                             |
| EBITDA 利息倍数       | EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)                                                                |
| EBITDA 全部债务比      | EBITDA / 全部债务                                                                               |
| 经营现金债务保护倍数        | 经营活动现金流量净额 / 全部债务                                                                           |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额 / 全部债务                                                                          |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                             |
| 流动比率              | 流动资产合计 / 流动负债合计                                                                             |
| 速动比率              | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计                                                                        |
| 现金短期债务比           | 现金类资产 / 短期债务                                                                                |
| 经营现金流动负债比率        | 经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%                                                                    |
| 经营现金利息偿还能力        | 经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)                                                            |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)                                                           |
| <b>本次公司债券偿债能力</b> |                                                                                             |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA / 本次公司债券到期偿还额                                                                        |
| 经营活动现金流入量偿债倍数     | 经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额                                                                  |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额                                                                    |

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+其他流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益



## 附件4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 北方国际合作股份有限公司 2018年可转换公司债券的跟踪评级安排

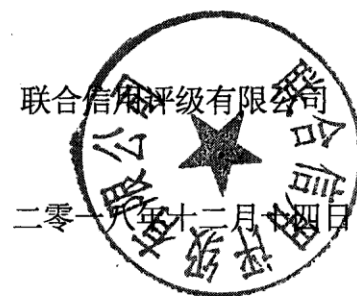
根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年北方国际合作股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北方国际合作股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北方国际合作股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北方国际合作股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现北方国际合作股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如北方国际合作股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北方国际合作股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送北方国际合作股份有限公司、监管部门等。





# 营业执照

(副本)  
统一社会信用代码 91120104738471845H



名称 联合信用评级有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

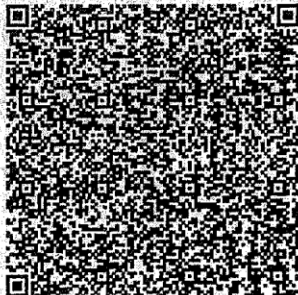
住所 天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508

法定代表人 万华伟  
注册资本 叁仟万元人民币

成立日期 二00二年五月十日

营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



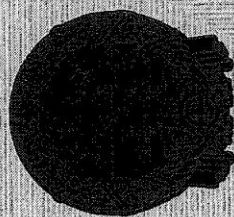
登记机关



2018 年 07 月 09 日

每年1月1日至6月30日,应登录公示系统报送年度报告,  
逾期列入经营异常名录





中华人民共和国

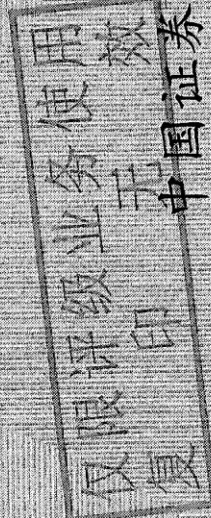
# 证券市场资信评级业务许可证



公司名称：联合信用评级有限公司  
业务许可种类：证券市场资信评级  
法定代表人：万华楠

注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508

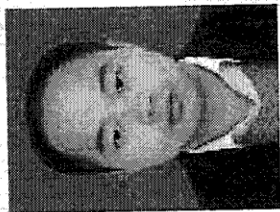
编号：ZPJ005



2012年8月20日

# 中国证券业执业证书

执业注册记录

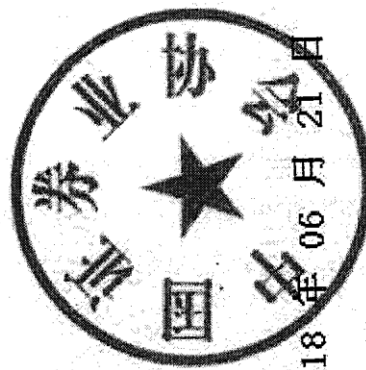


证书取得日期 2018-04-30 证书有效截止日期 2020-12-31

姓名: 黄旭明  
性别: 男  
执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)  
执业机构: 联储证券股份有限公司



仅限评级业务使用  
复印无效



2018年06月21日

编号: R0040218040012

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。



# 中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 张靖茜

性别: 女

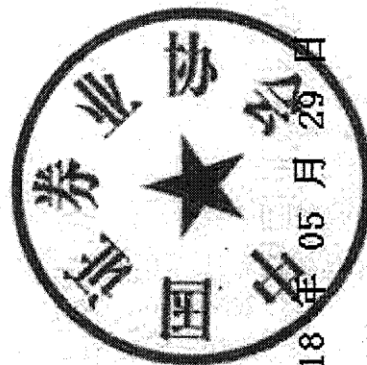
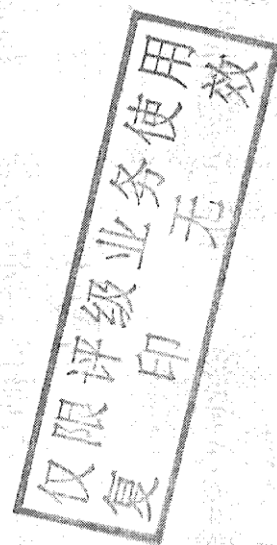
执业岗位: 证券投资咨询(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040218040014

证书取得日期 2018-04-30

证书有效截止日期 2020-12-31



2018年05月29日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。