

上市公司调研简报

建筑工程

分享新疆快速发展成果

调研目的

公司作为新疆地区市政基础设施建设资质最高的建设单位，随西部开发发展，围绕施工核心业务发展地产、建材等，一直保持较快增长速度。此次调研主要想了解公司的各项业务发展情况、施工订单情况、经营状况和未来发展规划。

调研结论

受益于新疆建设发展

新疆作为新亚欧大陆桥西部桥头堡和连接中亚的主要窗口，构成联结中亚—东欧—祖国内陆—沿海的重要的经济枢纽和主要通道，地理位置在发展西部边境贸易方面有着不可替代的竞争优势。西部大开发中新疆成为主要的开发地，加上积极财政政策实施，基础设施建设的投入加大，新疆也迎来快速建设和发展时期。如乌鲁木齐市内公路“四纵三横”改造已经规划完成，新疆基础设施投入的快速增长，将为公司的快速发展奠定了基础。

公司施工订单充足

根据规划，新疆 09 年在基础设施投入 230 亿，其中公路投资 20 多亿。09 年公司拿到 2 亿多公路施工订单，加上其他以及 08 年未完工的施工订单 5 亿多元，在手未完工施工合同共计 8 亿多元。基础设施投资中，建设规模预计 100 多亿元，公司承接规模按 10% 计算，09 年能接的建筑工程订单在 10 亿以上。

房地产 08 年收入降低，逐步恢复

新疆城建做房地产业务优势明显，公司按阶梯状发展房地产业务，储备一批、开发一批、完工一批，整个土地储备将近 2000 多亩，且多处于乌鲁木齐很好的地段，能满足今后几年地产的发展。

08 年，公司先后开发了朗月星城、朗润天诚等楼盘，今年将开发雪莲山荒山绿化建设用、西山住宅小区等项目，公司目前在建的地产有 5 万平方米，而雪莲山项目预计开发 35 万平方米。

新疆房地产虽然也受经济危机的影响，成交量有所下降，但由于乌鲁木齐的房地产价格并不高，并未形成泡沫，因此地产市场还较稳定。预计公司地产项目 08 年结算的有 2 亿多元。09 年预计结算 3 亿元以上，目前已经成交 1 亿多元。

新疆城建（600545）

首次评级

增持

田东红

tiaandonghong@csc.com.cn
010-85130599

当前股价：6.52 元

目标价格 6 个月：7.50 元

调研日期：2009 年 03 月 24 日

分析日期：2009 年 03 月 27 日

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
29.2/15.2	68.7/40.4	-23.8/9.9
12 月最高/最低价 (元)		15.23/0
总股本 (万股)		36,637
流通 A 股 (万股)		24,673
总市值 (亿元)		23.89
流通市值 (亿元)		16.09
近 3 月日均成交量 (万)		1,330
主要股东		
乌鲁木齐国有资产经营有限公司		32.66%

股价表现



节能环保砌块项目或成新的利润增长点

国家建设与乌鲁木齐市政府分别下达了关于建筑节能管理的相关规定,从2009年元月一日开始,乌鲁木齐新建筑的节能标准将由目前的50%提高至65%。而目前采取的作法是给建筑物穿棉袄的做法,即在建筑墙体外侧加上苯板。这种外墙外保温的方法存在使用期限短、保温功能逐年下降、安全系数低等缺点,但目前尚无其它更好的替代产品。

节能保温砌块项目是“十一五环境友好型建材”的研究课题,由中国建材西安墙体材料研究院、德国凯乐公司共同设计,是目前国内先进的生产线,也是目前世界上单线生产能力较大的生产线,年生产能力可达3亿标砖,总投资约2.8亿元。该项目得到了乌鲁木齐市墙改办的大力支持,专门为项目拨付了墙改基金。

节能保温砌块顺应国家政策,以乌鲁木齐周边丰富的页岩为主料,工业废渣、废液为辅料制作而成,且与给建筑物加苯板进行保温的方法相比,具有安全系数高,隔热性能强的特点,且综合成本低于现在的外墙外体保温体系的造价。预计项目投产后实现收入1.5亿元,产生利润0.3亿元。但由于消费习惯以及节能保温砌块价格较高,推广使用中能否得到政府强力支持,是该项目能否达到预期受益的主要关键点。

图1: 节能保温砌块产品



供水和垃圾处理项目期待政府调价

公司水厂供水项目和垃圾处理项目,属于市政公共项目,主要由政府定价,目前这些项目仅能保持微利或亏损。公司水厂的设备先进,水资源很好,生产能力为40万立方,目前产能仅发挥20多万立方,随着城市化进程加快,水厂的产能利用率也会逐步提高。由于水价难提,供水项目公司目前保持微利状态。垃圾处理项目由于处理垃圾成本高于处理垃圾的收费价格,目前仍然亏损。不过,垃圾处理项目现金流仍能保持不错,且目前在公司中所占份额很小,对利润的影响非常有限。

预测和评级

我们认为公司较多的订单数量将保证公司09年收入的增长,而西部开发和积极的财政政策给新疆带来的机会为公司的成长提供了广阔的空间;乌鲁木齐去房地产市场泡沫较少且正在回暖,而公司地产开发的经验和良好的土地储备,也为公司未来几年地产业务的增长奠定基础。预计未来几年公司依然快速增长,公司08-10年的EPS(未考虑09年增发)分别为0.15元,0.26元和0.38元。基于公司09、10年净利润增长超过50%,考虑公司未来成长性良好,首次给予“增持”评级。目标价7.5元。

预测和比率

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入（百万）	1,043.31	1,008.08	1,450.04	1,971.39
主营收入增长率	78.66%	-3.38%	43.84%	35.95%
EBITDA（百万）	127.86	116.61	162.70	220.78
EBITDA 增长率	-2.90%	-8.79%	39.52%	35.70%
净利润（百万）	51.56	53.43	96.76	140.95
净利润增长率	66.14%	3.64%	81.08%	45.67%
ROE	5.40%	5.38%	9.13%	12.16%
EPS（元）	0.253	0.146	0.264	0.385
P/E	25.74	44.70	24.69	16.95
P/B	1.39	2.41	2.25	2.06
EV/EBITDA	11.52	20.47	14.98	11.12

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。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

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 建筑建材行业高级分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话: (8610) 8513-0588
传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部
中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8621) 6880-5588
传真: (8621) 6880-5010