

新股报告

技术创新打造节水灌溉品牌

北新路桥

2009 年 11 月 02 日

北新路桥（002307 SZ.）新股申购策略

投资建议：

申购

所在行业最近 52 周走势：

发行相关数据：

网上发行时间：2009 年 11 月 03 日
网上发行数量：不超过 3800 万股
网上发行价格：8.58
网上申购简称：北新路桥
网上申购代码：002307
网上申购上限：3 万股

报告作者：

研究员：惠玲 韩星南

联系方式

电话：0510-82830800-80650

Email: huil@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

- 公司的主营业务是公路工程施工，是新疆自治区规模最大、实力最强的大型公路工程施工企业之一。目前公司已发展成为以高等级公路工程施工为核心业务，业务区域扩展到我国西部地区及吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、巴基斯坦、阿尔及利亚等中亚、南亚、非洲国家的专业公路工程施工企业，主营业务突出。
- 一系列支持西部开发的政策措施出台，使西部地区在交通基础设施的投资能力和力度方面有了明显的提高，交通建设市场具备了良好的发展空间。公路建设行业，特别是西部公路施工企业在今后相当长的时间里，将得益于西部大开发政策，并保持稳定的增长。从国外需求来看，亚洲、非洲等地区的广大发展中国家对公路交通基础设施建设需求强烈。
- 公司 2004 年开始国外市场的业务开拓，至今已经积累了丰富的国外施工经验，并且已经获得国外主要市场的业主高度认可。公司在公路施工中积累了丰富的施工经验、技术经验和措施，总结出了一系列施工工艺，解决了在上述地区修筑公路经常遇到的风积沙填筑路基、沙漠土软基、冰川冻土、冻融破坏、高原缺氧等施工技术难题。
- 目前可参考的 A 股上市公司有路桥建设、科达股份、中国中铁、中国铁建。根据 09 年 10 月 30 日收盘价计算的预测市盈率分别为 34.13、69.41、19.09、18.51。我们认为根据公司未来成长性，给予公司 09 年 20~22 倍的市盈率较为合理，二级市场合理价格为 8.8~9.68 元左右。预期冻结资金 2000 亿，对应网上中签率 0.16%。

一、公司简介:

1.1 公司简介及股权结构

公司的主营业务是公路工程施工，是新疆自治区规模最大、实力最强的大型公路工程施工企业之一。先后获得“公路工程施工总承包一级”、“桥梁工程专业承包一级”、“对外承包工程经营资格”等资质和资格。

目前公司已发展成为以高等级公路工程施工为核心业务，业务区域扩展到我国西部地区及吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、巴基斯坦、阿尔及利亚等中亚、南亚、非洲国家的专业公路工程施工企业，主营业务突出。

本次IPO之前，兵团建工集团持有公司78.44%的股份，为公司实际控制人，此次公司拟发行4750万股，发行后总股本18945万股。

表1: 发行前后公司股权情况

股权类别	发行前		发行后	
	持股数量(百万股)	持股比例(%)	持股数量(百万股)	持股比例(%)
国有法人股	111.85	78.8	111.85	59.0
境内法人股	30.1	21.2	30.1	15.9
自然人	-	-	-	-
社会公众股	-	-	47.5	25.1
总股本	141.95	100%	189.45	100%

资料来源: 公司招股说明书

1.2 公司主营业务分析

公司以高等级公路工程施工为核心业务，业务区域扩展到我国西部地区及吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、巴基斯坦、阿尔及利亚等中亚、南亚、非洲国家的专业公路工程施工企业，主营业务突出。公司报告期内公路工程施工收入占营业收入总额的比例如下:

表2: 公路工程施工收入情况

年 度	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度	2006 年度
公路工程施工收入(万元)	90,633.53	163,373.57	122,576.77	73,328.91
营业收入(万元)	91,283.90	164,661.44	125,058.85	74,734.18
工程施工收入占营业收入比例	99.29%	99.22%	98.02%	98.12%
工程施工收入比上年同期增长率	32.29%	33.28%	67.16%	42.51%

资料来源: 公司招股说明书

二、公路施工行业分析

2.1 我国公路施工行业概况

由于我国地域辽阔，区域经济发展不平衡，各地区对不同等级的公路建

设具有层次性需求，各种规模、不同施工技术水平的企业在目前均可获得或多或少的市场份额，国内公路建设市场参与者高度分散，市场化程度较高，竞争比较充分。但从未来发展趋势来看，公路建设市场的竞争主体将逐步集中于专业突出、技术装备水平高、资金实力强的大型专业公路建设企业。

尽管我国公路建设取得了长足发展，但从总体来看，公路基础设施依然薄弱，公路密度依然偏低：①2007年底全国公路密度为37.33公里/百平方公里；②通行能力差、抗灾能力弱、二级以上公路仅占公路总里程的10.6%，村道公路占到了公路总里程的45.2%；③地区发展不平衡，东部地区的公路密度和等级公路所占的比例大大高于中西部地区，二级及以上公路中，东部所占比例为44.72%，中部所占比例为30.70%，西部所占比例为24.58%；④就高速公路而言，2007年底高速公路仅占全国公路总里程的1.50%，该比例远远低于发达国家。

2.2 我国公路施工行业前景分析

2008年11月下旬，交通运输部规划司副司长李兴华在交通运输部例行新闻发布会上表示，2009年交通运输部的交通基础设施建设投资规模将力争达到1万亿。投资方向不仅包括高速公路、国省干线和农村公路，同时也将包括沿海港口、内河港口航道以及交通运输枢纽等附属设施的建设。在1万亿的投资总额中，预计未来两年高速公路的投资将达到4,000亿-5,000亿元。

一系列支持西部开发的政策措施出台，使西部地区在交通基础设施的投资能力和力度方面有了明显的提高，交通建设市场具备了良好的发展空间。公路建设行业，特别是西部公路施工企业在今后相当长的时间里，将得益于西部大开发政策，并保持稳定的增长。

目前，亚洲、非洲等地区的广大发展中国家对公路交通基础设施建设需求强烈，特别是塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、巴基斯坦、阿尔及利亚等国家，一方面因国内现有公路交通设施建设年份较早，急需重建；另一方面，由于交通基础设施较差，现有的交通网络难以满足日益增长的交通需求。随着这些国家经济的快速发展，对公路交通基础设施的投资和建设力度逐年加大。

三、公司竞争优势分析

公司2004年开始国外市场的业务开拓，至今已经积累了丰富的国外施工经验，并且已经获得国外主要市场的业主高度认可。

公司地处西北地区，长期在沙漠、半干旱、盐渍土、高原、高寒等复杂地质和恶劣气候特点的地区从事路桥施工业务，在该地区公路施工中积累了丰富的施工经验、技术经验和措施，总结出了一系列施工工艺，解决了在上

述地区修筑公路经常遇到的风积沙填筑路基、沙漠土软基、冰川冻土、冻融破坏、高原缺氧等施工技术难题。

新疆位于我国西部边陲，地理位置特殊，与蒙古国、俄罗斯联邦、哈萨克斯坦共和国、吉尔吉斯共和国、塔吉克斯坦共和国、阿富汗共和国、巴基斯坦伊斯兰共和国、印度八国接壤，是我国在西部地区内引外连的主渠道和对外开放的重要窗口，公司注册地和办公地均在新疆，熟悉这些国家的宗教、风俗、习惯，气候、地缘和人文环境，在与周边国家的区域经济合作中具有得天独厚的地缘优势、口岸优势、资源优势、交通优势和人文优势。

四、申购简况：

股票简称	北新路桥	发行数量	不超过 4750 万股
发行价格	8.58	发行市盈率	40.11 倍
申购上限	30000	申购下限	
网下配售数量	950 万股	占本次发行比例	20%
网上发行	3800 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2009 年 11 月 03 日	申购代码	002307
发行方式	网下配售+网上定价发行	申购简称	北新路桥
最近三年	2008	2007	2006
每股收益（摊薄）	0.29 元	0.29 元	0.19 元

五、盈利预测

主要假设条件：

（1）我们对于营业收入的预测，建立在公司的竞争地位、西部大开发政策基础上，结合行业特点以及 09 年中报的营业收入值，预计 09 年收入增幅在 25% 左右；随着行业竞争的加剧，本着谨慎的原则，预计 10 年收入增幅在 22% 左右。

（2）假设公司销售费用及管理费用率基本保持稳定。

（3）由于公司募集资金将改善公司财务状况，预计 10 年财务费用有所下降。

图1：公司盈利预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入(百万元)	1250.59	1646.61	2058.26	2511.08
同比增速		31.7%	25.0%	22.0%
二、营业总成本(百万元)	1,203.65	1,591.43	1978.44	2414.70
营业成本(百万元)	1,080.61	1,448.04	1810.05	2208.26

营业税金及附加(百万元)	25.54	25.67	30.00	36.60
销售费用(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用(百万元)	69.2	87.65	100.80	123.98
财务费用(百万元)	18.12	18.22	22.78	27.79
资产减值损失(百万元)	10.19	11.85	14.81	18.07
三、其他经营收益(百万元)				
公允价值变动净收益(百万元)	-0.06	0	0.00	0.00
投资净收益(百万元)	0.25	0.58	0.78	0.96
汇兑净收益(百万元)	-1.95	-8.73	-7.00	-8.40
四、营业利润(百万元)	45.18	47.03	73.61	88.94
加：营业外收入(百万元)	3.25	1.21	0.00	0.00
减：营业外支出(百万元)	1.13	1.04	0.00	0.00
五、利润总额(百万元)	47.3	47.2	73.61	88.94
减：所得税(百万元)	6.24	6.05	11.04	13.34
六、净利润(百万元)	41.06	41.15	62.57	75.60
减：少数股东损益(百万元)	-0.33	0	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	41.39	41.15	62.57	75.60
七、基本每股收益(元)：	0.2916	0.2899	0.44	0.53

资料来源：国联证券研究所

六、估值

目前可参考的A股上市公司有路桥建设、科达股份、中国中铁、中国铁建。根据09年10月30日收盘价计算的预测市盈率分别为34.13、69.41、19.09、18.51。我们认为根据公司未来成长性，给予公司09年20~22倍的市盈率较为合理，二级市场合理价格为8.8~9.68元左右。

图2：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率		
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
600263	路桥建设	10.79	0.24	0.32	0.47	44.55	34.13	22.76
600986	科达股份	6.42	0.06	0.09	0.33	101.42	69.41	19.75
601390	中国中铁	5.89	0.05	0.31	0.39	112.40	19.09	15.21
601186	中国铁建	8.71	0.30	0.47	0.63	29.50	18.51	13.77

资料来源：Wind 资讯， 国联证券研究所

七、申购建议：

本只新股相比同时发行的湘鄂情来说，特色较少，但绝对价格相对较低，预期冻结资金2000亿，对应网上中签率0.16%。。以近期中小板新股上市涨幅预计，首日涨幅在40%左右，对应中签收益率0.07%。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。