

北新路桥(002307)定价报告

合理定价区间

9.30-10.85 元

工业 / 建筑施工

2009 年 11 月 10 日

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的公路工程施工企业之一。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、非洲等国家。
- 公司是新疆地区 6 家拥有公路施工一级以上资质的企业之一，同时，公司依靠地缘优势，在西亚等海外业务占比高，具有一定的优势。
- 根据公路交通“十一五”发展规划及《国家高速公路网规划》，在 2020 年前国家高速公路网将处于较快的建设阶段。西部大开发也为西部地区的高等级公路建设带来了巨大的发展空间。
- 公司海外工程承揽能力强。目前公司握有大型海外工程合同初始金额合计超过 50 亿元人民币。公司正在施工的主要境外工程合同初始金额合计达到 35.56 亿元人民币。
- 从公司目前手中的合同数量看，公司现有合同数量可以维持公司未来 2 年内收入保持 20% 左右的增长。随着公司施工规模的不断增长，施工能力成为制约公司发展的瓶颈。公司此次募集资金项目主要投向增强施工能力上，有利于公司未来的发展。
- 预测公司 2009-2011 年的摊薄后的每股收益将分别达到 0.31 元、0.43 元和 0.51 元。
- 我们认为公司上市后合理定价水平应在 9.30-10.85 元之间，对应 2008 年摊薄 PE 为 42-49 倍，对应 2009 年动态 PE 为 30-35 倍。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益率 (%)
2008	164,700	31.67	4,115	-0.60	0.22			
2009E	203,600	23.64	5,922	43.92	0.31			
2010E	249,600	22.59	8,099	36.77	0.43			
2011E	293,600	17.65	9,594	18.45	0.51			

发行数据	2008 年
发行前股本 (万股)	14,195
发行数量 (万股)	4,750
发行价格 (元)	8.58
发行前 EPS (元)	0.29
发行后 EPS (元)	0.22
发行每股净资产 (元)	1.85
发行日期	2009-11-3
上市日期	2009-11-11
主承销商	光大证券

分析师: 周思立

TEL: (8621)6336 7000-285

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhousl@nesc.cn

 地址: 上海市延安东路 45 号 20F
(邮编 200002)

1、公司简介

公司的主营业务是公路工程施工，先后获得公路工程施工总承包一级、公路路面工程专业承包一级、公路路基工程专业承包一级、桥梁工程专业承包一级、预拌商品混凝土专业二级、市政公用工程施工总承包二级、对外承包工程经营等资质和资格。是新疆自治区规模最大的公路工程施工企业之一。

目前高等级公路工程施工已发展成为公司的核心业务，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、非洲等国家，主营业务突出。

图 1：发行后公司股权结构

序号	股 东 名 称	发行前		发行后	
		持股数（万股）	持股比例（%）	持股数（万股）	持股比例（%）
1	兵团建工集团	11,135.33	78.44	10,662.42	56.28
2	新中基	2,811.60	19.81	2,811.60	14.84
3	金石置业	132.31	0.93	132.31	0.70
4	新通达	66.15	0.47	66.15	0.35
5	长安大学	49.61	0.35	47.52	0.25
6	社保基金会	—	—	475.00	2.51
7	社会公众股东	—	—	4,750.00	25.07
	合 计	14,195.00	100.00	18,945.00	100.00

数据来源：公司招股说明书

2、公路施工行业分析

我国公路工程施工市场参与者众多、集中度低、市场处于充分竞争状态。根据交通部公路司公布的数据，截至 2009 年 7 月 2 日，全国拥有公路施工一级以上资质的企业有 712 家（其中大多数企业同时拥有几项一级资质）。拥有公路总承包特级资质的 28 家，公路施工总承包一级资质的 525 家。

公司是新疆地区 6 家拥有公路施工一级以上资质的企业之一，西部地区拥有公路施工一级以上资质的企业数量并不多，公司区域内的竞争不是十分激烈。同时，公司依靠地缘优势，在西亚等海外业务占比高，具有一定的优势。

根据公路交通“十一五”发展规划及《国家高速公路网规划》，在 2020 年前国家高速公路网将处于较快的建设阶段，预计 2010 年前，年均投资规模约 1400 亿元，

2010—2020 年年均投资约 1000 亿元。

西部大开发也为西部地区的高等级公路建设带来了巨大的发展空间。

陕西省 2009 年确保完成交通投资 400 亿元，力争完成 450 亿元。其中，高速公路投资 300 亿元以上。2009 年-2012 年陕西省交通建设将投入 1800 亿元，2012 年底公路总里程达到 13.5 万公里。

四川省将以加快灾后重建为重点。2008 年至 2010 年三年计划投资 1300 亿元，其中 2009 年至 2010 年两年预计超过 1000 亿元。

内蒙古自治区 2009 年起将全面加快高速公路等干线公路网和农牧区公路网建设，力争至 2013 年完成公路建设投资 2200 亿元左右。其中，2009 年公路建设投资争取完成 300 亿元左右。

新疆自治区 2009 年将投资 71 亿元用于建设国家高速公路网项目。到 2020 年新疆公路网总里程将达到 15 万公里，其中高速公路达到 5400 公里，一级公路达到 4300 公里，二级公路达到 1.23 万公里。

同时，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。

3、公司经营分析

3.1 公司海外工程承揽能力强

公司在承建中亚、南亚、非洲等地区工程施工项目上具有独特的竞争优势：

（1）地缘优势：新疆距离中亚、南亚等地区比较近，机械设备、材料等调动方便，运输成本低；

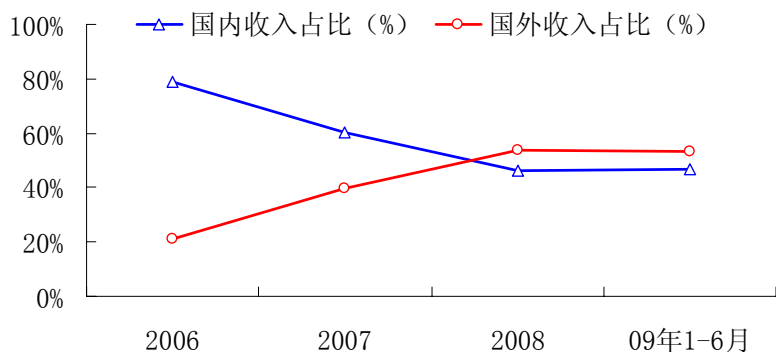
（2）人员优势：公司已培养、吸纳了一大批具有国外工程施工经验、熟悉和掌握所在国家的工程技术规范、标准的技术、管理人员；在人员组成上已具有相当数量的英语、俄语、法语等语种的专业翻译人员，所派驻人员大多已掌握至少两种语言；

（3）技术装备优势：公司已在中亚、南亚、非洲等地区投入了大量设备，有利于在这些地区继续投标其它项目；

(4) 经验优势：已经积累了在中南亚、北非地区施工的丰富经验；

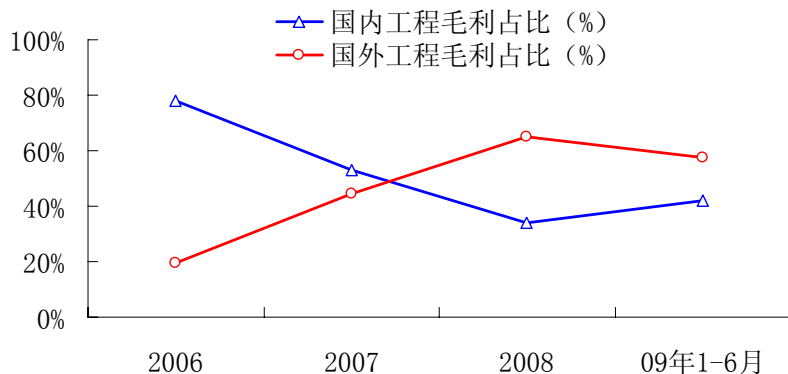
(5) 声誉优势：公司近几年在国外施工过程中取得了良好声誉，由中国路桥总承包，公司具体实施的援建吉尔吉斯比奥公路项目获得商务部“优秀援外项目”荣誉，为获得 A 级援外施工企业资质和独立承揽援外施工项目打下良好的基础。

图 2：公司国内及国外收入占比情况



数据来源：公司招股说明书

图 3：公司国内及国外工程毛利贡献情况



数据来源：公司招股说明书

2006 年以来，公司国外工程收入及毛利贡献均在逐年快速增长。公司目前握有 14 项大型海外工程合同，合计合同初始金额超过 50 亿元人民币，扣除已完工项目，剩余合同初始金额也超过 47 亿元人民币。

截止到 2009 年 7 月 31 日，公司正在施工的主要境外工程合同初始金额合计达到 35.56 亿元人民币。

3.2 公司国内业务走出新疆

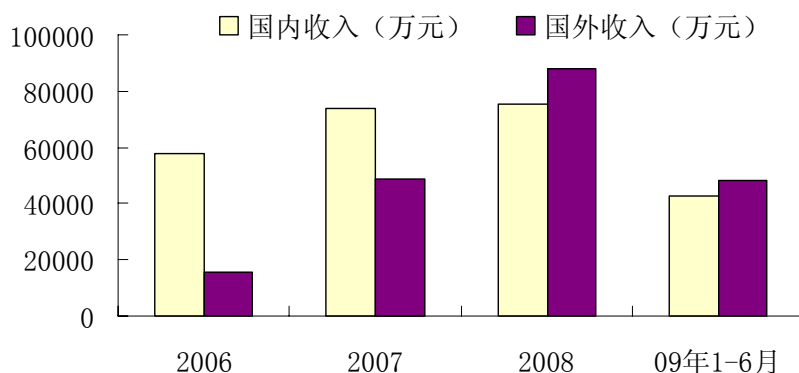
公司抓住国家对公路交通基础设施投资加大的政策机遇；抓住我国中西部地区公路交通基础设施建设持续发展的机遇；抓住国家对发展中国家援助力度加大的机遇，加强以新疆、陕西、甘肃、重庆、四川、内蒙等中西部省区为国内业务重点的市场开拓力度。

截止到 2009 年 7 月 31 日，公司正在施工的主要国内工程合同初始金额合计达到 15.91 亿元，其中新疆以外的工程占到 10.42 亿元。

3.2 施工能力成为制约公司发展的瓶颈

公司 2008 年工程施工营业收入为 16.34 亿元；2009 年上半年工程施工营业收入为 9.06 亿元，预计 2009 年全年工程施工营业收入可达到 20 亿元的规模，收入同比增幅在 25% 左右。

图 4：公司近 3 年 1 期营业收入变化



数据来源：公司招股说明书

建筑企业的最大生产能力受制于公司资产规模和施工业务的经济性。虽然公司可以利用大量租赁设备来增加产能，但是租赁设备的比例过高将导致施工成本上升，无法保证企业的合理利润。假设公司保持自有设备 50% 比例的租赁设备可以保证公司合理的盈利空间，公司目前最大施工能力的理论值约为 22 亿元左右。根据现有项目的合同金额，公司 2009 年的产能的利用达到饱和。

从公司目前手中的合同数量看，公司现有合同数量可以维持公司未来 2 年内收入保持 20% 左右的增长。随着公司施工规模的不断增长，施工能力成为制约公司

发展的瓶颈，包括在施工机械设备、人员、资金、设计技术能力等多方面。公司此次募集资金项目主要投向增强施工能力上，有利于公司未来的发展。

4、募集资金项目

公司本次计划公开发行人 4750 万股，募集资金拟投入购置施工机械设备、补充公路工程施工业务运营资本等 2 个项目。项目计划总投资 4.878 亿元，计划投入募集资金 2.3269 亿元。

公司作为传统的施工企业，资金实力、人才、自有施工机械和质量检测设备成为公司核心竞争力的集中体现。随着公路工程项目经营模式由施工总承包向设计施工总承包、工程总承包的转变，资金、技术和人才将成为公司最核心的生产要素。本次募集资金的使用，一方面将进一步巩固公司在公路工程施工业务方面的优势，另一方面将为公司实力的提升提供资金支持，对公司实现发展战略目标具有关键作用。

表 1：公司募集资金投向

单位：万元

序号	项 目	项目总投资	募集资金投入额	募集资金使用计划	
				第一年	第二年
1	购置施工机械设备项目	38,780.00	27,659.00	13,269.00	14,390.00
2	补充公路工程施工业务运营资金项目	10,000.00	10,000.00	10,000.00	-
	合 计	48,780.00	37,659.00	23,269.00	14,390.00

数据来源：公司招股说明书

5、盈利预测与估值

预测公司 2009-2011 年的摊薄后的每股收益将分别达到 0.31 元、0.43 元和 0.51 元，3 年平均营业收入增速达到 21.3%，归属母公司净利润平均增速为 32.6%。

选取工程施工行业上市公司作为参照公司，其 2009 年动态 PE 均值为 29 倍左右。考虑到公司在地域上的独特性，以及未来 2 年的成长性优良，我们认为公司上市后合理定价水平应在 9.30-10.85 元之间，对应 2008 年摊薄 PE 为 42-49 倍，对应 2009 年动态 PE 为 30-35 倍。

表 2 工程施工行业公司估值比较

证券代码	证券简称	2008PE	2009PE
600545.SH	新疆城建	92.17	39.32
601668.SH	中国建筑	56.38	30.93
600970.SH	中材国际	49.82	21.57
600263.SH	路桥建设	44.55	34.13
002116.SZ	中国海诚	41.47	36.98
600284.SH	浦东建设	40.79	28.00
600528.SH	中铁二局	40.05	25.21
600820.SH	隧道股份	34.46	24.96
002051.SZ	中工国际	27.38	21.45
	均值	47.45	29.17
	中值	41.47	28.00

数据来源：东北证券金融与产业研究所

表 3：公司利润预测表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,647	2,036	2,496	2,936
营业成本	1,448	1,783	2,186	2,580
营业税金及附加	26	42	50	56
销售费用	0	0	0	0
管理费用	88	108	132	147
财务费用	18	36	35	41
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资收益	1	0	1	1
营业利润	47	67	93	112
营业外收支净额	-6	1	1	1
利润总额	41	68	94	113
净利润	41.15	59.22	80.99	95.94
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司净利润	41.15	59.22	80.99	95.94
每股收益（元）	0.22	0.31	0.43	0.51

数据来源：公司投资价值分析报告

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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或征价。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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209