

资金困境待解决，长期发展可期待 增持 评级

投资要点:

我们于8月24日前往新疆城建调研，与公司管理层进行了深入交流。我们认为尽管援疆活动带来的输入性竞争短期内加剧的新疆地区建筑施工行业的竞争，但并不改变新疆地区长期向好的局面。公司依托建筑施工业务，通过房地产业务改善资金状况，并大力发展新型建材业务，在走出资金紧张困境后将迎来较快发展。

报告摘要:

输入性竞争带来建筑施工业务短期困难，资金紧张成为当前最大问题。 基建工程是公司起家 and 主营业务。从中长期来看，在国家给予的大量政策支持下，新疆市场发展前景非常好；但短期来说，援疆活动也将各省及央企背景的施工企业引入新疆，给本土企业带来了输入性的竞争。公司当前面临的主要是资金较为短缺，主要原因是一、政府财政困难，垫资项目较多；二、业务涉房导致公司不能在二级市场融资；三、前几年项目布局和拿地占用资金较多。

房地产项目重新启动缓解资金压力，经营性现金流有望明年转正。 公司前两年一直没有开发自己的商业房产项目，以销售尾房为主，在土地没能变现带来收入。但今年公司几个大型商业房产项目已经陆续启动，其中喀什东路100万平米住宅小区项目和安徽舒城商业房产项目有望年内完工。今年年底和到明年年初，这些项目快发完成并实现销售和预售后，公司资金情况将得到明显好转，明年的经营性现金流有望为正。

大力发展新型建材，保温砌块最具潜力。 公司新型建材产品包括特种沥青、阿科太克墙板、混凝土排水管和保温砌块，由于产品技术领先，质量过硬，获得市场好评。尤其是保温砌块产品，凭借其超长使用寿命和防火特性，将对传统苯板保温实现替代，且原材主要为页岩，价格低廉，无风尘污染，符合国家政策导向，有望在达产后迅速给公司带来盈利。

预计公司2012、2013年净利润分别为1.76和2.93亿元，折合EPS分别为0.26和0.43元，对应当前股价的PE为20.2和12.1倍，给予“增持”评级。

建材行业研究组

分析师:

邓海清 (S1180512070001)

电话: 010-88085151

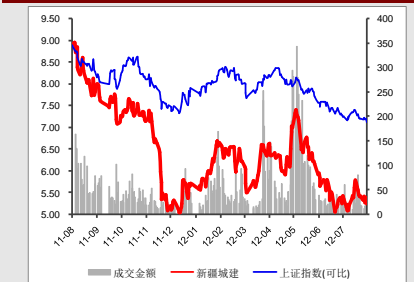
Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话: 010-88085901

Email: shenrong@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20120630	125,441	5,387 股
20120331	131,315	5,146 股
20111231	130,430	5,181 股

数据来源: 港澳资讯

时间：2012年8月24日

参会人员：董事会秘书李若帆

一、基本情况：依靠基建和房地产业务，寄希望于新型建材

公司包括四项主要业务

1、施工基建业务，包括道路和房建工程，占公司收入的75%以上

2、房地产开发，占20%左右；

3、源水业务，公司几个水厂生产出来的水供给乌鲁木齐水业集团，再由水业集团给乌市供水。这块业务比较稳定，每年1000多万净利润。这块业务大的增长基本没有，保持平稳的增长。

4、新型建材：包括特种沥青、内墙隔板、引进德国技术的混凝土水管、引进德国科勒公司的保温砌块。目前在正常运行。

公司业绩季节性非常明显，以前新疆地区10月份就开始下雪不能施工了，现在气候变化，推迟到11月。每年11月中旬到第二年4月中旬，将近五个月的时间不能施工。所以公司每年一季度基本都是亏损，因为1-3月完全不能施工，如果有例外，就是因为房地产项目在一季度实现比较大的销售。二季度微盈，因为新接的工程进度再快一半也要到三、四季度才能结算，还有些是跨年工程。所以公司主要利润集中在三、四季度。

公司未来发展主线，还是把市政业务做大；房地产业务保持稳定；寄希望于新型建材。公司希望在十二五末，收入突破50亿，利润突破3个亿。

二、施工基建业务：输入性竞争带来短期困难

基建工程是公司起家业务和主营业务。长期和中期来看，国家给了新疆很多政策，新疆市场发展前景非常好。但短期来说，也给本土企业带来了**输入性的竞争**。援疆省份把资金、管理和技术人员带进疆的同时，相应的他们的队伍也进来了，所以新疆这两年国字号企业包括各省的建筑企业加入竞争的很多，加剧新疆市场的竞争。政府方面受制于资金限制，**近两年的项目需要垫资比较多，加重了企业的财务成本。**

从公司层面来讲，发展是好的，比较大的问题是资金比较紧缺，包括BT项目、棚户区改造项目和公租房建设项目，都需要大量垫资。同时由于公司有房地产业务，现在无法进行二级市场融资，主要依靠银行贷款，能发短融和企业债，公司债发不了。但长期来看，走出资金困境以后，公司未来的市场和发展前景还是很大的。同时项目的结款不会拖很久，一般建成了就能结款。

以前公司在乌鲁木齐市市政工程领域一家独大，但市场容量也不大。现在市场容量大了很多，竞争企业也多了。现在市政项目的总量达到几百亿，公司所有营业收入也才20多亿，市场份额的占比较小了。

乌鲁木齐周边业务占公司基建业务的比例也有所下降。主要因为公司现在接了很多公路建设业务，分布在包括南北疆的新疆各地。但公司承建的市政业务还是集中在乌鲁木齐。公路项目利润比市政要低一些，其中BT项目毛利率是最高的。

正在施工的乌市“田”字路高架不是公司在做。因为外地企业进入新疆市场后，需要找一些标志性工程打响知名度，打开新疆市场。尤其对于一些大型的央企，投标价格很低，一个标段亏个1000-2000万都能承受，因为他们每年收入都是几百上千亿。而对于公司来说承受不了一个项目亏一两千万。

本地的一些要求比较高、或者赶工期的项目，业主还是希望交给本土企业来做，并且已经出现了外地企业在中标后，还是分包给本地企业来做的现象。一方面是因为有些外地企业做完一个项目后就离开了，以后工程出现质量问题找不到负责人；另一方面，外地企业的施工设施和队伍调进新疆来也很麻烦。因此像**欧亚博览会等一些主要的道路还是像公司这样的企业在做**，别的一些不是很关键的工程外地企业也在参与。

今年还有个特点就是**房建工程增长比较大**，主要是保障房和经适房的建设。保障房的销售是政府主导，我们只负责施工，一般只上浮几个点销售，利润率很低，这块收入计入市政工程。

三、房地产业务：停滞两年后重新启动

新疆房地产相对于内地企业发展潜力比较大。房地产调控对新疆也有影响，但新疆房地产市场上涨起步比较晚，07年才起来，涨了两三年就受到调控政策，又下来了。再结合新疆大发展的规划，人口、上规模城市、规划经济区域的目标，**新疆房产需求还是以刚需为主**。所以公司房地产业务一直在坚持做。

最近房地产市场确实放缓很明显，但这种现象很正常，因为国家政策对各地都在调控，对于老百姓的购买预期也有一定影响。从大的角度来讲，新疆地区投资性需求较少，还是以刚性需求为主，再结合新疆大的发展背景，政府规划的新建区域，房地产发展空间还是很大。南北疆区域比较富裕的人，包括将退休的公务员，改善性需求的第一选择还是乌鲁木齐。乌鲁木齐这几年的气候也在变好，雨水多了，夏天也没那么热了。

前两年公司房地产这块一直以销售尾房为主，这两年一直没有开发自己的商业房产项目，主要承担政府的保障房和经适房项目，目前尾房已经基本售完了。但今年公司几个大型商业房产项目目前正在建设当中，乌鲁木齐市区内有两个正在建设的大型项目：一个是**喀什东路的100多万平方米的小区**，今年可能开盘一部分，另一个是**C级旅游区的高档房产项目**，目前正在做前期工作，今年将开始基础性动工。同时在**安徽舒城的房产项目**今年会交工。**这些房地产项目的竣工和预售将使公司的资金紧张的局面得到缓解**，因为这些项目之前都是铺垫已久，有3、4年时间了，前期投入了大量资金。

在手土地主要有两块。西山那块地，被定义为工业用地，还没有明确作为商业开发。雪莲山那块地，正在做基础设计，本来要开发的，结果市政规划的二环线变更设计要从那穿过，对公司来说有利有弊。好处在于交通更便利，坏处在于原先设计要做修改。现在也算开始动工了，主要在做把山坡挖平，地面压实的准备工作。

公司房地产售价：喀什东路项目的均价在6000元/平米以上，雪莲山项目属于高档的，售价能达到10000元/平米。

四、源水业务：稳定发展，增长有限

现在源水业务每天的产量35-36万方，公司的总产能在40万方，基本上满产了。公司卖给水业集团的价格是0.8元/方（含税），卖到居民手里1.5元，因为包括污水处理的费用。

这块业务的增长有限，因为民族问题比较敏感，稳定为主，提价可能不大。公司供水量占整个乌市的40-50%，剩下是水业集团自己的水厂，就我们两家在做。曾经说要让某个法国企业做污水处理，现在也不提了，这种民生工程交给外企还是不放心。

五、新型建材：发展空间大，保温砌块最具潜力

沥青就是用于铺路，那个工厂也做人行道的花砖，不过这块收入很小。

阿科太克墙板主要用于内墙隔板，防火、隔音、占地面积小。

混泥土水管，主要用于下水道排水管。从德国引进，技术比较先进，但目前没有承压管，不能做供水管。现在生产跟不上订单要求，准备扩大生产。

保温砌块项目，一种外墙保温砖。目前外墙一般采用苯板保温，它有两个缺陷，一个是危险性高，易燃，北京上海都发生过火灾，有巨大安全隐患；另一个是使用寿命较短，尤其是寒冷地区，夏天晒冬天冻，只能用7-8年，楼的寿命都是几十上百年。公司保温砌块的原材料是页岩，在全国都大量分布，新疆和东北尤其多，本身没有其他任何用途，而且没有风尘污染，符合国家环保政策。产品中间有20多层空隙，从而实现保温效果；同时通过特种添加料伴烧成小颗粒，增加保温系数。产品本身硬度也很高。从德国引进的生产线实现了全自动化生产，还可以生产墙砖、地砖等各种产品。今年才正式投产，公司想先做些示范性工程出来，首先就是自己的喀什东路小区，正式达产和产生效益要到明后年。

从近期和中期来看，公司业务主要还是靠房产和市政。从增长速度来看，新型建材要快一些，未来希望把这些好的产品推广到其他领域。另一方面，现在主要的生产设备都是进口的，未来希望通过国产设备替代一部

分，降低成本。

六、财务情况：继续享有税率优惠，现金流明年有望转正

公司**所得税**继续沿用西部大开发政策，15%的税率，今年到期，但经过申请将继续享有。以前基本所有新疆上市公司享受，今年开始有变化了。公司的享有条件条件是市政业务达到70%以上，所以如果公司房地产业务增长，市政业务也要跟上。

管理费用率上升较多主要是因为员工工资上涨，目前正式员工年薪达到5-6万元。

公司从07年开始，**经营性现金流**一直为负的主要原因是：一、政府没钱，拿项目必须垫资。二、由于公司涉房，二级市场不能融资。三、前几年资金比较宽裕的时候，布局很多项目、拿地也较多。今年年底和到明年年初，这些项目快发完了以后，实现销售和预售，资金情况将得到明显好转。今年年内经营性现金流转正有难度，明年基本上可以。

公司跟银行关系还可以，拿贷款没问题，贷款利率都是基准利率。

附表：公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2177	2394	3112	4046	流动资产	4230	4330	4494	5196
营业成本	1739	1891	2428	3156	现金	413	200	203	250
营业税金及附加	78	86	112	146	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	23	25	33	43	应收票据	1	2	2	3
管理费用	102	108	140	182	应收款项	602	660	858	1115
财务费用	60	116	98	98	其它应收款	264	290	377	490
资产减值损失	24	0	0	0	存货	2822	3070	2913	3156
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	128	109	140	182
投资收益	30	30	30	30	非流动资产	1109	1086	1040	1007
营业利润	180	197	331	451	长期股权投资	46	46	46	46
营业外收入	13	13	13	13	固定资产	786	850	816	793
营业外支出	9	9	9	9	无形资产	118	106	95	86
利润总额	183	200	335	455	其他	159	83	83	82
所得税	28	30	51	69	资产总计	5339	5416	5534	6203
净利润	155	170	284	386	流动负债	2645	2588	2451	2775
少数股东损益	(5)	(6)	(9)	(13)	短期借款	997	1372	997	997
归属于母公司净利润	161	176	293	398	应付账款	289	314	403	524
EPS (元)	0.24	0.26	0.43	0.59	预收账款	87	57	73	95
年成长率					其他	1273	845	978	1159
营业收入	8%	10%	30%	30%	长期负债	855	837	837	837
营业利润	4%	10%	68%	36%	长期借款	837	837	837	837
净利润	-11%	9%	67%	36%	其他	18	0	0	0
获利能力					负债合计	3500	3425	3288	3611
毛利率	20.1%	21.0%	22.0%	22.0%	股本	676	676	676	676
净利率	7.4%	7.3%	9.4%	9.8%	资本公积金	612	612	612	612
ROE	8.6%	8.7%	12.8%	15.1%	留存收益	574	732	996	1354
偿债能力					少数股东权益	24	18	9	(4)
资产负债率	65.6%	63.2%	59.4%	58.2%	归属于母公司所有者权益	1862	2020	2284	2642
净负债比率	42.0%	40.8%	33.1%	29.6%	负债及权益合计	5386	5463	5580	6250
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9	计	5386	5463	5580	6250

速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	现金流量表				
营运能力					项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.7	经营活动现金流				
存货周转率	0.7	0.6	0.8	1.0	流	(1072)	(19)	526	205
应收帐款周转率	4.7	3.8	4.1	4.1	投资活动现金流				
应付帐款周转率	6.4	6.3	6.8	6.8	流	(95)	(36)	(50)	(50)
每股资料 (元)					筹资活动现金流				
每股收益	0.24	0.26	0.43	0.59	流	1,007	(158)	(473)	(108)
每股经营现金	-1.59	-0.03	0.78	0.30	现金净增加额	(160)	(213)	3	47
每股净资产	2.76	2.99	3.38	3.91					
每股股利	0.00	0.03	0.04	0.06					

分析师简介:

邓海清: 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。