

2010年8月6日

新疆城建

受益新疆高景气，然而输入性竞争加剧

A
未有评级

600545.SS- 人民币 11.89

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	43	14	(10)	82
相对新华富时A50指数(%)	67	6	(3)	112

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	675.8
流通股(%)	73.4
流通股市值(人民币 百万)	5,901
3个月日均交易额(人民币 百万)	380
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
乌鲁木齐国有资产经营公司	26.6

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

新疆城建目前业务主要涉及市政领域、房地产开发、自来水供应、新型建筑材料等四个方面，近年业务以市政基础设施建设和房地产开发为主线。一季度由于原材料涨价和规模扩大等因素导致季报业绩不太理想，二季度已经好转。公司施工方面虽具备一定优势但面临更大的外来竞争压力，房地产项目的进展仍取决于政府调控。未来的关注点可能在于公司进军全国的战略、雪莲山及烧结砖项目的进展、毛利率的可持续性。

主要发现：

- **公司传统施工业务存在优势，但竞争压力加大。**公司是乌鲁木齐仅有的两家有经适房 廉租房承建资质的承建商之一，在项目招标等方面具备一定的优势。但是随着新疆基建景气度和援疆力度加大，外省市施工企业的大举进入导致公司未来毛利率存在较大的压力。
- **地产业务受地方政府绿地政策影响。**雪莲山荒山绿地项目 30%可以用于地产开发，但是目前荒山绿地因乌鲁木齐市调控进入整治阶段而受到影响，公司原本2010年上半年开工的雪莲山项目也暂时搁置下来。
- **烧结砖（新型建材）短期对业绩贡献小。**烧结砖项目属低碳环保产品，目前处于内部试用阶段。烧结砖一般用于高端，价格较高。公司可能于乌鲁木齐近郊拿一块地用于此项目，但我们预计两到三年后烧结砖才会推向市场。
- **未来战略方向。**为解决本地业务施工期过短的不利影响，预计公司将启动进军全国的战略，可能与中字号企业建立战略合作，如成功迈出此步后公司基础建设和房产开发业务将会有多年保障。公司刚拿到公路一级资质，可能受益下半年公路建设项目的加速推出。

图表 1. 投资摘要（市场一致预期）

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	975	1,611	2,070	2,757	3,320
增长率(%)	(7)	65	29	33	20
归属母公司股东净利润(百万元)	43	155	206	261	353
增长率(%)	(16)	259	32	27	35
摊薄每股收益(元)	0.12	0.23	0.30	0.39	0.52
市盈率(倍)	101	52	39	31	23
每股经营现金流量(元)	(0.26)	(0.12)	--	--	--

资料来源：公司数据及万得资讯

业绩展望。由于原材料涨价，规模扩大，前期费用高，公司今年一季报业绩不太理想，但二季度存在好转，且预计三季度大幅改观。此外，2009年一季报公司有地产收入，而2010年一季度没有地产收入。综合来看，公司盈利质量未出现实质性变化。公司08年地产净利润在总利润中的占比接近51%。公司09年的净利润构成比例大致如下：材料10%，水务10%，地产10%，施工70%。预计2010年全年各业务线收入规模20亿，其中施工收入占三分之二。今年业绩的变数来自施工和地产，如结算50%，2010年地产收入可能在2.5亿左右。总的来看，未来毛利率和净利率并不乐观。

公司传统施工业务。与乌鲁木齐房屋集团公司一起，公司是乌鲁木齐仅有的两家有资质的经适房、廉租房承建商。一方面，公司代建了乌鲁木齐的公务员小区。另一方面，今年刚刚启动的乌鲁木齐棚户区改造（总额可能涉及十几个亿），公司启动了一个亿左右的前期工程，预计两年完工。棚户区改造的拆迁由政府负责，企业不负责，涉及的往往是少数民族聚居区。拆迁可能影响进度，预计乌鲁木齐今年保障性住房仅能完成一到两亿。2009年末结转合同10亿，预计今年以来新签4-5亿。过去新疆市场规范，恶性竞标少，且公司的项目是政府的项目，政府对国有上市公司比较支持，对于招投标也是理性一些；此外公司内部管理上是比较严格的。综合因素下，过去几年公司施工业务毛利率17%以上，大大高于内地施工企业。随着新疆基建景气度和援疆力度加大，外省市的施工企业蜂拥进入新疆市场，预计公司未来几年毛利率存在较大的压力。

公司地产业务。公司目前剩下朗润天诚项目五栋楼（建筑面积10万平方米左右）未完工，预计2010年底完工。09年内完成预售20%，2010年迄今预售进度为60-70%。朗润天诚项目目前售价每平方米5,000-6,000元（乌鲁木齐市区普遍每平方米5,000元以上），土地成本不太高，系工业用地转换。公司目前筹备开发雪莲山荒山绿地项目，总占地面积350亩地，规划建筑面积30万平方米，预计分三年开发，每年开发10万平方米，预计未来售价6,000元以上。根据政策，荒山绿地项目30%可以用于地产开发，但是目前荒山绿地市场存在乱象，乌鲁木齐市进入整治阶段，公司原本2010年上半年开工的雪莲山项目也暂时停下来。雪莲山项目离市区10公里左右，定位高端公寓。预期新疆买房以自住和改善为主，未来降价空间不大。

烧结砖（新型建材）项目进展。由于德国专家把关严格，烧结砖项目两到三年才会推向市场。烧结砖项目涉及十九种产品，目前公司生产了两到三种，处于内部试用阶段。烧结砖一般用于高端，比普通砖要贵一些。世界上，德国、捷克、意大利有类似生产线，目前该生产线在国内尚属首例。该砖的原料是页岩，页岩在地表层，在新疆资源丰富。目前公司在乌鲁木齐近郊拟拿一块500-1,000亩的地块，全部是页岩区，用于烧结砖原料。该地块位于乌鲁木齐开发区，距离市区仅半小时至四十五分钟车程。烧结砖项目完毕后，该地块可以用于钢结构厂房。该项目属低碳环保产品，产能3亿块，达产后年利润在2,000-3,000万。

未来战略方向。公司今年准备在内地启动项目，我们预计可能与中央大型国企谈战略合作框架方案。如果战略合作能够实现，公司基础建设和房产开发业务将有多年保障。新疆城建启动进军全国的战略，核心是解决本地业务施工期过短（受到气候条件制约，一年内有四到五个月无法施工）的不利影响。道路项目同期比较没有去年上半年多，援疆规划出台后，下半年项目推出可能加速。预计新疆公路建设将大幅度加快，上周公司刚刚拿到公路一级资质，而且正在申请总承包特级资质。乌鲁木齐计划投资500亿改造外环，新的重点项目计划额达到823亿，其中200多亿系政府出资。此外，未来工业园区项目将大量涌现。

图表 2.业绩摘要

(人民币, 百万)	09年1季度	10年1季度	同比变化%
营业收入	87	85	(3.1)
营业成本	(44)	(62)	42.0
营业税金及附加	(4)	(4)	(1.6)
销售费用	(2)	(4)	46.7
管理费用	(11)	(15)	35.0
财务费用	(9)	(8)	(6.1)
资产减值损失	(1)	0	(181.7)
公允价值变动	0	0	NM
投资收益	0	1	NM
汇兑净收益	0	0	NM
营业利润	16	(7)	(143.9)
营业外收入	0	1	177.3
营业外支出	0	(0)	NM
利润总额	16	(7)	(140.1)
所得税费用	(3)	0	(100.0)
净利润	13	(7)	(149.1)
少数股东损益	2	1	(7.9)
归属于母公司所有者的净利润	15	(5)	(134.6)

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的1%的财务权益；(ii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iii)他们与有关上市法团之间在过去12个月内不存在投资银行业务关系。中银国际集团涉及以下上市法团证券的做市活动：中国人寿。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照2010年8月4日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2) 因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371