

新疆振兴走向纵深，价值挖掘大有可为

——新疆区域经济及部分公司的调研综述

上海证券研究所 郭昌盛、滕文飞

（执业证书编号：S0870207120112、S08700210070004）

2010.9.21



调研活动概要

时间： 2010年8月下旬 共9天

对象： 冠农股份、新农开发、伊力特、西部牧业、新疆众和、西部建设、国投罗钾、农一师国资委、自治区办公厅与各单位主要领导进行访谈及现场考察。

内容： 调查新疆振兴规划、布局的新动态；地方政府的导向性信息和问题；有关上市公司的新动向。

目 录

- 一、对当前新疆经济振兴发展阶段的认识
- 二、地方工作的动态：规划进程与措施
- 三、兵团与自治区的关系：省中省，地位略升
- 四、开发资金的动态：近年将持续巨量投入
- 五、新疆振兴中的产业机遇
- 六、对新疆股的评估及部分重点公司

一、对当前新疆经济振兴发展阶段的认识

地方政策新动态——

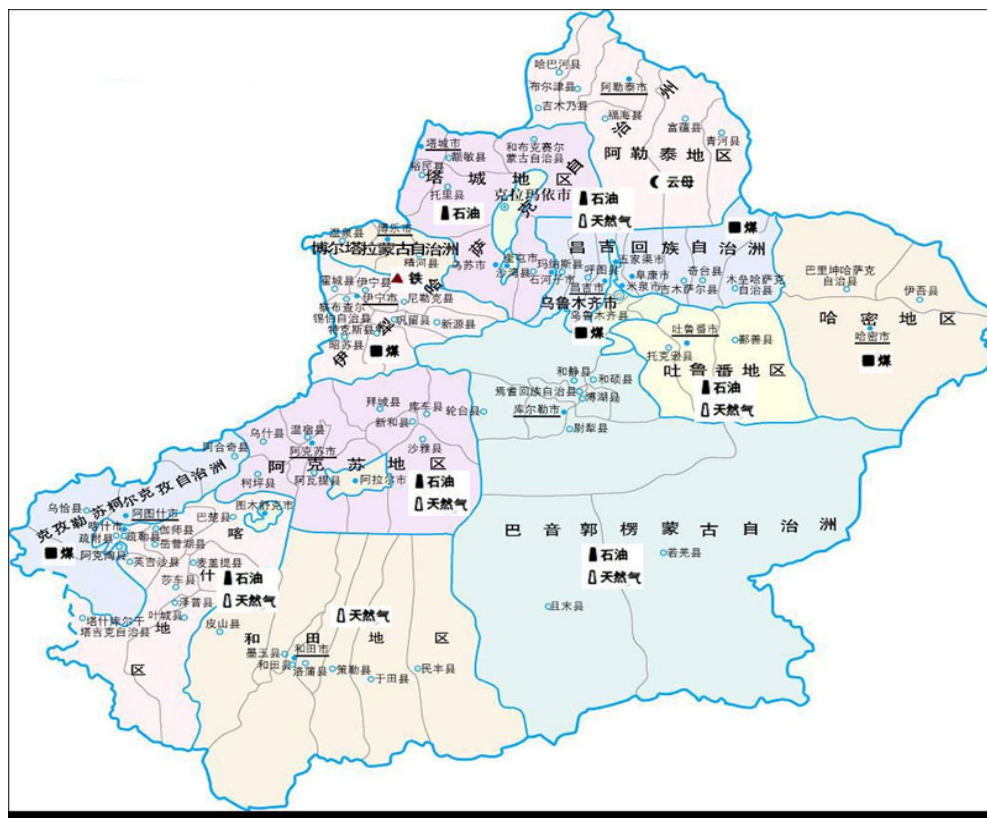
由：中央定调、内外沟通、招商公关

转向：合理引导、有序开发、适度整合——矿产资源优化利用

新疆自治区内矿产资源的分布

未来发展特征——

投资拉动高增长阶段



1-1. 新疆经济将步入快速发展轨道

过去若干年经济发展滞后——

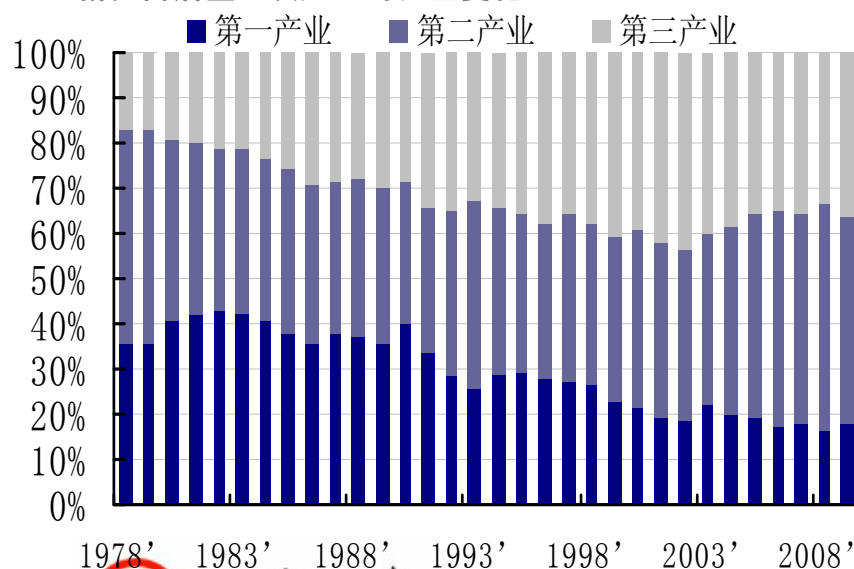
2009人均GDP为19926元，全国为25188元，尚存较大落差。

第二产业增长缓慢——

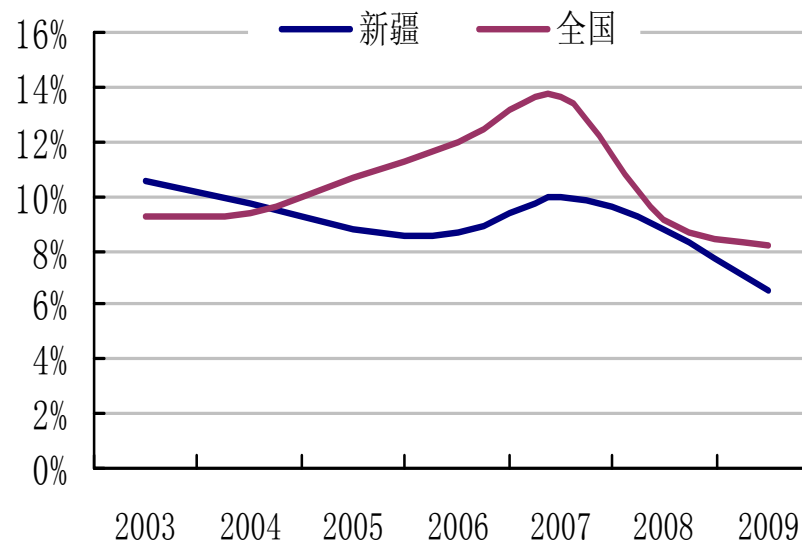
2009年第二产业增加值增速仅9.0%，工业7.0%；建筑业20.2%。

大开发、大投入必促新疆工业、建筑业加速增长

新疆自治区三次产业的比重变化（%）



新疆GDP及人均GDP（按可比价格）的增长（%）



二、地方工作的动态：规划进程与措施

- **当前工作重点：**紧锣密鼓制定“十二五”规划，重点做好民生工程、能源开发规划，重点服务于“煤炭、电力、天然气”三大通道的建设，加速放大本区资源优势，但规划文本尚未成稿。
- **当地企业支持：**自治区暂无扶持重点企业集团及上市公司的规划或计划，外地资本及央企在新疆更为强势。各类企业均可借助资金规模、专业实力在新疆投资发展，项目审批一概支持——不限制投资，注重审核过程。
- **新疆兵团：**以“农业产业化、新型工业化”为方针，未来十年实现“四个1000亿”产值目标——农牧产品深加工、棉花棉纺织产业链、煤炭及煤化工、特色矿产开发。对重大项目实行领导负责制，做到“一个项目、一名领导、一套班子、一个方案、一抓到底”。

2-1. 疆内的新增长极——两个新特区筹建中

根据中央新疆工作会、中央九号文件精神确立的扩大“向西开放”国家战略，自治区已成立了由白主席任组长的新疆喀什、霍尔果斯经济开发区建设领导小组。定位于中国向西开放的窗口、新疆新的增长点。总体规划制定中，年底完成。紧密依靠对口支援的广东、上海、江苏的协助支持。

- **喀什经济开发区：**重点开发特色农副产品、棉纺织以及生物制药、新能源、新材料等产业，企业所得税“两免三减半”，并设立综合保税区。建成面向中亚、南亚的物流集散地。
- **霍尔果斯经济开发区：**“一区三园”辐射延伸到伊宁市，面向中亚、西亚及东欧的商贸物流中心、会展旅游、进口资源加工地及交通枢纽。

新疆维吾尔自治区行政区域图



三、兵团与自治区的关系：省中省，地位略升

- **实质：**新疆“省中省”，“7.5”后相对地位略得到加强，主要任务仍为戍边屯垦。但政治经济地位仍难与自治区相比。
- **经济地理的比较：**兵团虽为全国最大垦区，但占新疆面积仅为4.47%，辖区多为土壤条件差、矿产资源薄（无关四大煤田），农田沙漠化严重。2009年兵团GDP仅占新疆自治区的14.29%。
- **新待遇：**中央给自治区的所有政策也给兵团，对投资项目审批一视同仁。

新疆兵团下属单位在区内的分布



四、开发资金的动态：近年持续巨量投入

- **目前总规模：**今年新批准项目的投资总额超过一万亿，根据意向预测明年会再增一万亿。
- **中央政府投入：**2010年计划拨出120亿元，集中用于民生工程——医疗、教育、棚户区改造、贫困地区的基础设施建设等。
- **对口支援资金：**今年19个对口支援省市按各地财政收入的0.3~0.6% 划拨新疆，自2011年起明年较上年增加8% 持续划拨直至2020年。目前已全部签约确认，资金投向民生工程和基础设施上。

五、新疆振兴中的产业发展机遇

新疆的市场大蛋糕将依次由下列产业分割：

- 能源开发：煤炭、天然气及深加工、新能源及设备
- 建筑施工及建材：民用建筑、铁路、公路施工，建材
- 其他矿产资源开发：铜、镍、铁等，钾盐、电石、石棉等
- 当资源垄断型农牧业：干果、果蔬制品、牛乳、棉花等
- 供水与环保（水处理）：水资源不足成为首要瓶颈因素，政府鼓励
- 物流运输业：资源及其深加工产品的物流运输服务

——但受益者（投资者）多为央企和内地资本

六、对新疆股的评估：总体高成长，部分待转型

- **区域证券化率：**全部35家公司共同实现的证券化率为75%，较整个A股的水平（80%）略低。必然趋势——注入优质资产、新公司借IPO入场或现有公司快速增值。

- **中报业绩：**新疆板块整体业绩优良，成长性较好。

每股收益：2010年中期0.21元，2009年0.41元

收入增长率：2010年中期32.29%，2009年12.64%

净利润增长率：2010年中期51.19%，2009年66.0%

- **平均估值：**PE静态36倍。

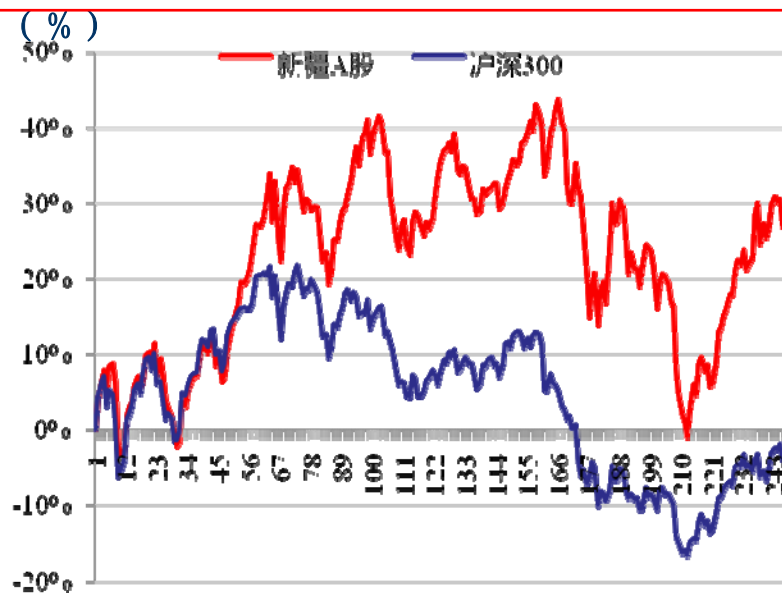
综合评价，估值适中偏低估。

- **市场机遇：**在新疆开发走向纵深之际，股票存在双重机遇，即：除一些定位清晰、与“蛋糕”高度关联的优质公司可继续深度挖掘外，也还另有10家因主业定位不清、竞争乏力而亟待转型再定位，股票酝酿重估。日前召开的“资本市场支持新疆报告会”再推疆内公司的重组、转型。

6.1 新疆指数持续超涨，当前市场估值适中偏低

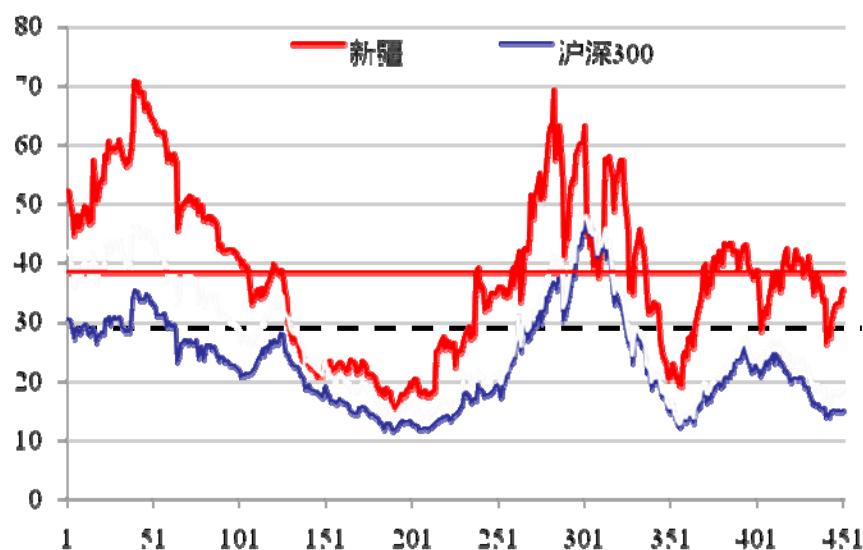
- 过去12个月，新疆A股板块的累计涨幅分别为17.43%、-0.29%，与沪深300的-18.81%分别超出36个、18个百分点以上。
- 然而新疆指数的PE估值（36倍）仍处于长期平均线（39倍）下方，相对于沪深300的PE估值（15倍）溢价也不大。

图 15 过去12各月新疆A股与市场指数涨幅



数据来源：Wind，上海证券研究所

图 16 新疆板块PE的长期走势（倍）



数据来源：Wind，上海证券研究所

6.2 新疆股票平均估值有一定的吸引力

- 新疆板块的静态、动态估值均适中或低估，公司业绩、成长性有支持。
- 但大农业公司较差，或实行脱胎换骨式转变或继续拖后腿。

表 5 新疆指数7的最新市况

指 标	新疆大农业 类A股	新疆A股	沪深300
成份股个数（个）	12	35	300
流通A股数（亿股）	36.91	153.65	11926.74
市盈率（倍）	87.43	42.22	13.39
市盈率TTM（倍）	86.94	34.27	14.75
动态市盈率（倍）	58.99	30.26	13.66
市净率（倍）	5.85	5.13	2.37
流通股换手率 (%)	91.57	98.06	23.13
流通市值涨幅 (%)	38.07	26.55	9.82

数据来源：Wind，上海证券研究所，数据截至2010年8月31日



表 6 新疆板块与沪深300公司2010年中报指标的比较

指 标	新疆大农业 类A股	新疆A股	沪深300
销售毛利率(%)	22.49	20.89	20.25
销售净利率(%)	-1.38	8.20	11.66
净资产收益率-摊薄(%)	-0.52	6.28	8.79
扣除非经常损益后(%)	-0.86	6.02	8.61
流动比率(倍)	1.15	1.17	1.11
速动比率(倍)	0.56	0.76	0.71
资产负债率(%)	57.31	60.76	88.41
存货周转率(次)	0.60	1.50	2.32
应收账款周转率(次)	3.62	4.29	8.10
总资产周转率(次)	0.22	0.29	0.09
营业收入同比增长率(%)	6.82	32.29	44.02
公司股东净利同比增长率(%)	-134.48	51.92	38.64
每股收益-摊薄(元)	-0.02	0.21	0.29
每股经营活动净现金流(元)	0.05	-0.11	0.67

数据来源：Wind，上海证券研究所

6.3 深度挖掘：抗通胀、矿产开发、业务转型类股

- **策略：**在常规路径（自上而下）与非常规路径（转型重组）下，侧重后者。

常规路径重点：广汇、众和、八钢、友好、特变电、青松、天山股份等

非常规路径重点：冠农股份、百花村、天山纺织、西部建设、新农开发等

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
冠农股份	600251	23.75	0.08	0.41	1.08	313.32	54.88	22.63	10.48	跑赢大市
新农开发	600359	17.68	0.19	0.32	0.40	93.74	55.25	46.91	5.51	跑赢大市
伊力特	600197	17.58	0.25	0.44	0.63	70.97	50.52	35.25	7.84	跑赢大市
西部牧业	300106	24.84	0.26	0.40	0.66	94.97	74.25	56.56	5.84	跑赢大市
西部建设	002302	24.71	0.38	0.49	0.66	65.44	50.88	37.33	6.03	跑赢大市
新疆众和	600888	18.74	0.52	0.73	0.90	36.18	25.64	20.82	3.31	跑赢大市
青松建化	600425	19.86	0.43	0.60	0.87	45.95	32.88	22.71	4.21	跑赢大市
ST百花村	600721	13.20	0.12	0.23	0.45	109.63	57.39	29.33	6.78	跑赢大市
广汇股份	600256	31.60	0.43	0.54	1.15	72.83	58.74	27.46	11.17	跑赢大市

数据来源：Wind资讯，上海证券研究所数据库；股价以9月16日收盘价计

6.4 重点公司：冠农股份（600251.SH） 跑赢大市

- 钾肥进入新景气周期，罗钾的订单近期暴涨，以提价应对，目前车板价2950元/吨。所得税率获得下调，可额外获1亿元利润。前7月已产53万吨，利润4亿元。明年钾肥继续量增价涨，冠农的投资收益可观。
- “开都河水电”进入稳定回报期，2010年净利润可超7200万元。
- 公司致力于成为新疆干果市场的龙头，核心主业将走向良性循环。
- 风险因素：钾肥价格剧烈波动。

- 罗钾销量：今年82万吨
明年至少130万吨

- 均价：今年2450元/吨
明年3000元/吨

- 成本：1900→1200元/吨

- 净利：500→1500元/吨

附表1 业绩预测与相对估值

至12月31日（¥.百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	560.64	533.69	628.25	736.77
年增长率（%）	8.24	-4.81	17.72	17.27
归属于母公司的净利润	28.25	27.46	155.72	390.13
年增长率（%）	103.97	-4.49	467.02	150.70
每股收益（元）	0.078	0.076	0.431	1.081
PER（X）	308.59	313.32	54.88	21.99

注：每股指标按最新总股本362.10百万股、收盘价按9月16日计算



6.4 重点公司：伊力特（600197.SZ）

跑赢大市

- 疆内白酒市场份额第一，有望由20%的高水平再提升
- 品牌的地域特征明显，产品结构优化存在空间
- 煤化工项目一期年内完工，达产后将增厚业绩
- 风险因素：疆内白酒市场波动会影响业绩预期

附表2 业绩预测与相对估值

至12月31日（¥.百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	731	871	1112	1950
年增长率（%）	14.58	19.15	27.67	75.36
归属于母公司所有者的净利润	123	109	194	278
年增长率（%）	14.95	-11.38	77.98	43.30
每股收益（元）	0.28	0.25	0.44	0.63
PER（X）	63.24	70.97	50.52	35.25

注：每股指标按最新总股本441.00百万股、收盘价按9月16日计算

6.5 重点公司：西部牧业（300106.SZ）

跑赢大市

- 短缺推动原奶涨价：短缺令价格由上年2.38元/公斤涨至3.02元/公斤
- 自产奶牛数量激增：自产奶销量三年依次3、10、15万吨，毛利率35%
- 肉牛、肉羊业务腾飞：优质红安格斯肉牛以及多个品种肉羊的产销放量
- 风险：畜牧产品市场波动

附表3 业绩预测与相对估值

至12月31日（¥.百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	248.14	350.21	389.28	729.59
年增长率（%）	263.88	13.41	11.16	87.42
归属于母公司所有者的净利润	23.52	30.44	46.80	77.22
年增长率（%）	140.32	29.45	53.75	65.00
每股收益（元）	0.20	0.26	0.40	0.66
PER（X）	124.20	95.54	62.10	37.64

注：每股指标按最新总股本117.00百万股、收盘价按9月16日计算

6.5 重点公司：西部建设（002302.SZ）

- 资产注入预期：中建入主，兑现优质（地产、矿产等）资产注入的承诺
- 大市场的需求拉动：新疆基础设施建设对公司产品的拉动
- 成长空间大、后劲足：现有资产与业务规模尚小，业绩基数低
- 风险因素：重组转型的具体进程不定

附表4 业绩预测与相对估值

至12月31日（¥.百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	783.20	912.75	/	/
年增长率（%）	72.93	16.54	/	/
归属于母公司所有者的净利润	64.89	79.30	101.00	138.00
年增长率（%）	1.60	22.19	27.36	36.63
每股收益（元）	0.31	0.38	0.49	0.66
PER（X）	79.71	65.44	50.88	37.33

注：每股指标按最新总股本210.00百万股、收盘价按9月16日计算

6.5 重点公司：新疆众和（600888.SH）

- 新材料产能持续放大：电子铝箔、高纯铝等产销前景良好
- 一体化尽显资源优势：掌控铝资源到精加工材料的全流程，并大力研发
- 市场估值不合理偏低：不仅PE低，且预测PEG为0.63、0.89、0.66
- 风险因素：下游领域的电子、飞机、高铁制造等行业景气波动

附表5 业绩预测与相对估值

至12月31日（¥.百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	973.83	1059.38	/	/
年增长率（%）	-7.93	8.78	/	/
归属于母公司所有者的净利润	100.19	182.34	257.01	316.82
年增长率（%）	-16.74	81.99	40.95	23.27
每股收益（元）	0.28	0.52	0.73	0.90
PER（X）	66.93	36.18	25.64	20.82

注：每股指标按最新总股本352.06百万股、收盘价按9月16日计算

6.5 重点公司：广汇股份（600256.SH）

- 煤炭及煤化工产能大释放：东疆煤炭成功外运，煤制油量销前景好
- 天然气业务：车用LNG需求放量，哈萨公司量产，东输的沿线建站扩销
- 重卡改装车：2010年可望改成3000辆
- 业绩将加速增长：2010~2012年净利润依次增24%、67%、44%
- 风险因素：能源价格波动；民企参与开发的政策变动，再融资的瓶颈

附表6 业绩预测与相对估值

至12月31日（¥.百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2037.72	3100.81	/	/
年增长率（%）	6.72	52.17	/	/
归属于母公司所有者的净利润	463.15	537.40	666.30	1114.50
年增长率（%）	18.69	16.03	23.99	67.27
每股收益（元）	0.37	0.43	0.54	1.15
PER（X）	85.41	72.83	58.74	27.46



风险因素

- 国家对矿产资源开发的税收政策更加收紧。
- 各地对口支援新疆的资金规模或方式改变。
- 东突势力在疆内制造恐怖事件所导致的风险。

新疆振兴走向纵深，价值挖掘大有可为

谢 谢

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大势	Underperform	股价表现将弱于基准指数10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数5%
中 性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨 慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数5%

声明与承诺

分析师承诺

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。