

新股报告

区域优势明显的预拌混凝土生产企业

建筑材料

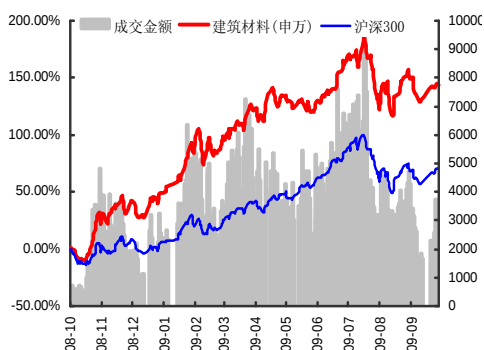
2009年10月19日

西部建设（002302 S.Z.）新股报告

投资建议：

申购

所在行业最近52周走势：



发行相关数据：

网上发行数量：**不超过2,800万股**

网上发行价格：**15.00元**

网上申购简称：**西部建设**

网上申购代码：**002302**

网上申购上限：**2万股**

报告作者：

行业研究员：滕亚兰 韩星南

联系方式

电话：0510-82832380

Email: tengyl@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：

- 公司是由建工集团作为主发起人，联合八一钢铁、天山股份、公众信息、新水股份、新疆建科院等五家发起人，共同发起设立的股份有限公司。公司是全国十大预拌混凝土生产企业，2008年排名全国第七，是西北地区最大的预拌混凝土生产企业。
- 行业分析：我国当前的工业化和城市化的中期阶段决定了预拌混凝土需求在较长时期内仍具有较大的增长潜力。另一方面，预拌混凝土需求还受到禁止现场搅拌政策执行力度的影响，在目前对环保和节能减排日益重视的情况下，禁止现场搅拌的地区将会越来越多，要求会越来越严格，这样预拌混凝土的市场将越来越大，市场前景将逐渐明朗。
- 公司拥有区域市场优势、技术研发水平优势、税收优惠政策优势以及供应优势等多方面竞争优势，公司未来业绩增长能有一定的保证。
- 公司此次发行募集资金将按轻重缓急的分别投入商品混凝土生产网点建设、新建中心搅拌站磨细粉煤灰储库项目、新建燕尔窝搅拌站磨细粉煤灰储库项目和干混砂浆生产线项目建设等四个个方面。
- A股可比公司估值：14.28~16.83元。目前可参考的A股上市公司包括海螺水泥、冀东水泥、国统股份等水泥股。根据09年10月16日收盘价计算的预测市盈率分别为22倍、21倍、16倍和27倍。我们预测西部建设09年、10年的EPS分别为0.60元和0.66元，参照可比公司09年估值水平，及考虑公司未来预拌混凝土在新疆地区的快速发展和盈利能力，给予公司09年28-33倍的市盈率较为合理，二级市场合理价格为14.28~16.83元左右。
- 两只新股申购上限共需动用资金106.8万，中等资金量可以申购全部两只新股。通过实际中签率的比较（考虑价格和申购上限的影响），资金量较小的投资者选择美盈森的中签概率更高。

一、公司简介:

公司是由建工集团作为主发起人,联合八一钢铁、天山股份、公众信息、新水股份、新疆建科院等五家发起人,共同发起设立的股份有限公司。公司是全国十大预拌混凝土生产企业,2008 年排名全国第七,是西北地区最大的预拌混凝土生产企业。公司自成立以来,在新疆乌鲁木齐、奎屯和库尔勒地区共完成混凝土施工项目5,000余项,承担了多项重点大型工程预拌混凝土的供应任务。2008年,公司在新疆市场的占有率为31.78%,在乌鲁木齐市场的占有率为47.15%,在区域市场的占有率水平处于全国领先地位。

公司前身是新疆地区预拌混凝土发展的先驱,经过多年的积累,公司在技术、品牌及管理等方面形成了一定的竞争优势。公司生产的预拌混凝土和预拌砂浆因被认定为资源综合利用产品而享受免征增值税政策,在资源综合利用方面走在行业前列。

图1: 公司生产网点分布



资料来源: 公司招股说明书

公司发行前的股本为 1.05 亿股,新疆建工集团的持股比例为70.4%;此次发行完成后公司股本将扩大为1.4 亿股,新疆建工集团的持股比例下降为50.79%,仍保持对公司的实际控制地位。

建工集团主要经营建筑施工业务,是新疆地区最大的施工企业之一。建工集团是国有独资企业,因而公司的实际控制人是新疆维吾尔自治区国有资产监督管理委员会。

表1: 发行前后公司股权情况

公司股东	发行前	发行后
------	-----	-----

	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万 股)	持股比例 (%)
有限售条件流通股				
建工集团 (SLS)	7,392.50	70.40%	7110.295	50.79%
八一钢铁 (SLS)	1,109.82	10.57%	1,067.435	7.62%
天山股份	887.85	8.46%	887.85	6.34%
电信实业	665.90	6.34%	640.49	4.57%
新华水电	332.95	3.17%	332.95	2.38%
姚军	110.98	1.06%	110.98	0.79%
全国社会保障基金理 事会			350	2.50%
无限售条件流通股				
社会公众股	-	-	3500.00	25.00%
合计	10,500.00	100%	14,000.00	100%

资料来源：公司招股说明书

二、预拌混凝土市场需求分析

预拌混凝土需求受房地产投资及其他固定资产投资规模的影响较大,宏观经济状况和国家宏观调控措施均可能对固定资产投资规模和增长水平产生影响。由于我国目前处于工业化和城市化的中期阶段,总体上,预拌混凝土需求在较长时期内仍具有较大的增长潜力。另一方面,预拌混凝土需求还受到禁止现场搅拌政策执行力度的影响,在目前对环保和节能减排日益重视的情况下,禁止现场搅拌的地区将会越来越多,要求会越来越严格。

总体上,我国预拌混凝土行业处于发展中前期,还没有形成稳定的市场竞争格局,市场竞争状况处于变化过程中。公司目前在乌鲁木齐、库尔勒和奎屯等三个地区经营预拌混凝土,市场占有率均超过40%,市场地位总体比较稳定。由于产能制约和竞争压力加大,公司在乌鲁木齐市场占有率存在下降压力,近两年毛利率存在下降趋势。如果未来市场竞争加剧,影响到公司的市场占有率和产品销售价格,公司的盈利能力稳定性将会受到影响。

针对乌鲁木齐地区市场竞争压力逐渐加大的情况,公司将采取两个方面的措施来降低市场竞争压力加大对公司盈利的影响。一是进一步巩固公司的竞争优势,通过搅拌站网点建设提高公司搅拌能力、完善网点布局,进一步巩固供应能力优势;通过提高服务水平和加强质量管理进一步提升公司品牌影响力;通过进一步加强新产品的研发提升公司技术优势。二是充分发挥预拌混凝土行业协会的职能,规范市场竞争秩序,减少发生恶性竞争的情况。

同时,为降低公司对乌鲁木齐市场的依赖程度,公司将积极向市场前景广阔、竞争对手较少的中小城市发展。根据公司在库尔勒和奎屯地区的经营情况来看,中小城市的市场竞争格局比较稳定,市场竞争压力较小,在市场

前景较好的情况下，盈利能力能够保持在较高水平。公司将利用本次募集资金进入哈密和伊宁市场，未来公司根据情况将会陆续向其他城市发展。

三、公司核心竞争优势

3.1 区域市场优势

公司是新疆地区最大的预拌混凝土生产企业，公司自成立以来在新疆地区的市场占有率一直处于第一位，并且远远领先于竞争对手；与区域内的竞争对手相比，公司在管理、规模、技术等方面具有明显的领先优势。公司主要在乌鲁木齐、奎屯和库尔勒经营预拌混凝土，主要业务量来源于乌鲁木齐市场。

表2：西部建设在新疆市场占有率

地区	2009年1-6月	2008年度	2007年度	2006年度
新疆)	27.79%	31.78%	26.50%	32.76%
其中：乌鲁木齐	44.30%	47.15%	42.69%	49.05%
奎屯	-	44.04%	48.34%	42.82%
库尔勒	42.24%	41.59%	41.61%	42.73%

资料来源：公司招股说明书

3.2 技术研发水平优势

混凝土产品不同于一般的建材产品具有产品差异化的特征，因此对混凝土产品的开发成为混凝土公司的核心竞争力之一。而公司对于研发的投入在同市场区域的混凝土行业中是遥遥领先的。

在新疆地区，公司目前在高强度混凝土、特殊性能混凝土、矿物掺合料生产及使用技术等方面与竞争对手相比具有显著的优势。一方面，在高强度混凝土和特殊性能混凝土生产技术方面的领先优势有利于公司保持市场地位稳定；另一方面，矿物掺合料的使用给公司带来显著的成本领先优势。

3.3 税收优惠政策优势

公司掌握了大掺量混凝土生产技术和磨细粉煤灰、磨细矿渣生产使用技术，近两年由于规模化使用这两项技术，公司不仅将大量废弃物（粉煤灰、矿渣）回收利用，而且还节省了大量水泥，近两年公司水泥单耗大幅下降，2007年较2005年节省水泥约10万吨。此外，公司还大量使用废矿石。通过资源综合利用，不仅能够有效地降低产品生产成本，给企业带来良好的经济效益，而且在一定程度上解决了工业废弃物对环境造成的影响，具有良好的社会效益，并且被认定为国家鼓励的资源综合利用项目，因此近三年公司享受了免征增值税优惠政策。同时公司是新疆地区唯一能够生产C60以上高强度混凝土的企业，公司在高强度混凝土市场处于垄断地位。

3.4 供应优势显著

公司在乌鲁木齐目前有7个搅拌站、11条搅拌生产线，已初步形成网络化布局；公司拥有GPS定位系统，能够对车辆实行集中调度和动态监控。乌鲁木齐市场的其它企业基本上只有一个搅拌站，运输和泵送车辆也相对较少，在市场覆盖区域、搅拌能力、运输和泵送能力方面公司具有明显的优势。多站点布局和集中调度管理使公司具有在短时间内供应大量预拌混凝土的能力，能够满足大型单体工程对预拌混凝土连续浇注的需要，公司在获取大型工程项目方面优势显著。本次募集资金运用将会在乌鲁木齐新建两个站点，公司搅拌站点布局将会更加完善，公司的市场覆盖能力和供应能力优势将会得到进一步增强。

四、募集资金项目分析

按照公司招股说明书中的计划，此次发行募集资金按轻重缓急的分别投入商品混凝土生产网点建设、新建中心搅拌站磨细粉煤灰储库项目、新建燕尔窝搅拌站磨细粉煤灰储库项目和干混砂浆生产线项目建设等四个个方面。

商品混凝土生产网点建设项目将在乌鲁木齐地区增加两个搅拌站，公司在乌鲁木齐地区的生产能力将会较大幅度的提高。同时公司还将分别在昌吉、伊宁和哈密等三个地方新建搅拌站，进入三个新的区域市场。

细粉煤灰是公司生产预拌混凝土中的主要掺合料之一，具有降低生产成本、提高资源使用效率、提高产品质量的优点。公司中心搅拌站及燕尔窝搅拌站磨细粉煤灰储库项目已于2008年年初完工并投入使用。项目的建成投产对于公司降低粉煤灰采购成本和保证旺季粉煤灰供应起到了重要作用。

募投干混砂浆项目的拟建规模为年产普通干混砂浆12万吨，特种干混砂浆3万吨，在乌鲁木齐市于2009年7月1日后须禁止现场搅拌砂浆的政策推动背景下，预计该项目具有良好的市场前景。

表4：公司募集资金投资项目（万元）

序号	项目名称	募集资金投入时间进度				累计投入募集资金总额
		2007年	2008年	2009年	2010年	
1	商品混凝土生产网点建设项目	-	8,316.76	2,382.40	5,884.43	16,583.65
	其中：开发区搅拌站	-	4,614.90	-	-	4,614.90
	米东区搅拌站	-	-	-	3,410.46	3,410.46
	昌吉搅拌站	-	3,701.86	-	-	3,701.86
	伊宁搅拌站	-	-	-	2,474.03	2,474.03
	哈密搅拌站	-	-	2,382.40	-	2,382.40
2	新建中心搅拌站磨细粉煤灰储库项目、新建燕尔窝搅拌站磨细粉煤灰储库项目	1,453.79	1,046.21	-	-	2,500.00
3	年产15万吨干混砂浆生产线项目	-	-	2,033.00	1,016.49	3,049.49
	合计	1,453.79	9,362.97	4,415.40	6,900.92	22,133.14

资料来源：公司招股说明书

五、投资风险分析

1、原材料市场价格波动风险。原材料成本所占预拌混凝土生产成本的比重一般在70%以上。尤其是水泥价格的上涨将明显提升公司生产成本。

2、依赖单一市场的风险。2008 年和2009 年1-6 月，公司在乌鲁木齐市市场的预拌混凝土销售收入占预拌混凝土销售收入总额的比例分别为79.45%和73.91%。如果乌鲁木齐市市场预拌混凝土需求出现萎缩或增长速度放慢的情形，将会对公司产生不利影响。

3、税收优惠政策变化的风险。公司生产的预拌混凝土、砂浆和KM 砂浆掺合料，被认定为资源综合利用产品的，可享受免缴增值税政策。2008 年和2009年1-6 月，公司免缴增值税金额分别为4,196.47 万元和1,340.78 万元，占当期归属母公司股东净利润的比例分别为51.86%和41.01%。如果上述产品不能被继续认定为资源综合利用产品，公司经营业绩将会受到较大的不利影响。目前公司及分、子公司所享受的减按15%的税率征收企业所得税的税收优惠政策将在2010 年到期，2010 年后如果不能享受所得税税收优惠政策，将会对公司的经营业绩产生负面影响。

4、禁现政策的执行仍有不确定性。根据国家规定乌鲁木齐市在2009 年7 月1 日后禁止现场搅拌砂浆，但该政策的实际执行已经被延迟至2010年10 月。届时的执行还存在较大不确定性，如果执行效果不好，市场需求将会低于预期，公司的产品将会面临销售风险。

六、申购简况：

股票简称	西部建设	发行数量	不超过 3,500 万股
发行价格	15.00 元/股	发行市盈率	32.61 倍（发行后总股本）
申购上限	2 万股	申购下限	500 股，超过 500 股的必须是 500 股的整数倍
网下配售数量	700 万股	占本次发行比例	20%
网上发行	2,800 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2009 年 10 月 20 日	申购代码	002302
发行方式	网下配售+网上定价发行	申购简称	西部建设
最近三年	2008	2007	2006
每股收益（摊薄）	0.62 元	0.61 元	0.54 元

七、盈利预测

主要假设条件：

1、公司所处的预拌混凝土行业和相关产品市场处于正常发展状态，没有

出现重大的市场异常变化;

2、本次股票发行能够顺利完成并募集预期的资金,目前的生产线建设、技术开发及本次募股资金投资项目可以有效地实施;

3、在当前需求及竞争环境下,预计公司综合毛利率水平基本稳定在20%左右。

根据公司成本及收入增速假设,综合考虑公司未来成本、费用变动状况,我们对公司未来两年的财务报表进行了预测。

表5: 公司盈利预测

单位: 万元	2008A	2009E	2010E
营业收入	78,319.59	90,067.53	100,875.63
营业成本	64,495.11	72,954.70	81,709.26
营业税金及附加	51.14	108.08	161.40
销售费用	1,269.22	1,531.15	1,916.64
管理费用	2,543.14	2,702.03	3,026.27
财务费用	907.42	1,080.81	1,210.51
营业利润	73.04	120.36	114.61
加: 营业外收入	82.72	-	-
减: 营业外支出	20.03	-	-
利润总额	8,417.60	10,880.16	12,145.43
减: 所得税费用	1,246.13	1,632.02	1,821.81
归属于母公司所有者的净利润	6,488.87	8,415.80	9,291.25
每股收益(元)	0.62	0.60	0.66

资料来源: 国联证券研究所

八、 估值

A股可比公司估值: 14.28~16.83元

我们认为混凝土类企业与其上游水泥行业属性较为类似,目前可参考的A股上市公司包括海螺水泥、冀东水泥、国统股份等水泥股。受益四万亿投资,基建规模的不断释放,混凝土企业在盈利波动方面略小于水泥企业,但其合理估值应该与水泥行业更为接近,海螺水泥、冀东水泥、天山股份和国统股份根据09年10月16日收盘价计算的预测市盈率分别为22倍、21倍、16倍和27倍。我们预测公司09年、10年的EPS分别为0.60元和0.66元,参照可比公司09年估值水平,及考虑公司未来预拌混凝土在新疆地区的快速发展和盈利能力,给予公司09年28-33倍的市盈率较为合理,二级市场合理价格为14.28~16.83元左右。

表6: A股可比公司估值

证券代码	证券简称	预测 PE
600585.SH	海螺水泥	22
000410.SZ	冀东水泥	21
000877.SZ	天山股份	16

002205.SZ

国统股份

27

数据来源：WIND 资讯 2009 年 10 月 16 日收盘价格

九、 申购策略

根据IPO重启以来中小板新股冻结资金情况，并考虑到20日当天有创业板新股申购资金解冻，我们预计当天参与新股申购的资金在6500亿左右。美盈森与西部建设两只新股预计中签率分别为0.23%和0.17%，上市首日涨幅预计分别为50%和40%。

两只新股申购上限共需动用资金106.8万，中等资金量可以申购全部两只新股。通过实际中签率的比较（考虑价格和申购上限的影响），资金量较小的投资者选择美盈森的中签概率更高。

表7：中签率及收益预测

名称	发行价格	网上发行 (万股)	网上申购 上限(股)	网上冻结资金 (亿元)	预测中签率	预测首日涨幅	中签收益率
美盈森	25.36	3600	30000	4000	0.23%	50%	0.11%
西部建设	15.00	2800	20000	2500	0.17%	40%	0.07%

数据来源：国联证券

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。