

投资品 - 建材

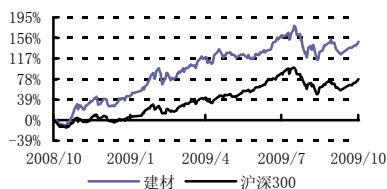
2009 年 10 月 20 日

重要资料

总股本 (百万股)	140.00
流通股 (百万股)	35.00
募集资金总额	5.25 亿元
行业 PE (X)	20
定价区间 PE (X)	25.1-27.6
第一大股东	新疆建工集团有限责任公司
公司网址	http://www.west-construction.com

财务数据	2006	2007	2008
营业收入 (百万)	410	453	783
增长率%	-	10.5%	72.9%
净利润 (百万)	56	64	65
增长率%	-	13.5%	1.6%
毛利率%	20.0%	18.7%	17.7%
净利率%	13.7%	14.1%	8.3%
ROE	17.2%	21.7%	18.1%
ROA	10.6%	11.9%	8.8%
资产负债率	35.3%	42.2%	48.2%

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
建材	1.10%	-4.90%	148.49%
沪深 300	4.05%	-5.42%	81.60%

建材小组

0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

分析师申明

建材小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了建材小组对上述行业、公司或其证券的看法。此外，建材小组薪酬的任何部分不曾与，不与，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。

新疆预拌混凝土龙头企业

—西部建设（002302）新股定价报告

申购价格： 15.00 定价区间： 15.30-16.80

预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	783	845	959	1094
净利润 (百万元)	65	85	98	106
每股收益 (元)	0.46	0.61	0.70	0.75
净利润增长率%	1.60%	31.69%	14.60%	7.92%
每股净资产 (元)	0.93	1.42	1.98	2.58
市盈率	34.63	26.30	22.95	21.26
市净率	17.20	11.29	8.10	6.21
PEG	21.59	0.83	1.57	2.69

资料来源：世纪证券研究所

- 公司是全国十大预拌混凝土生产企业，2008 年排名全国第七。公司的销售市场主要集中在新疆维吾尔自治区，08 年在新疆的市场占有率为 31.78%，是西北地区最大的预拌混凝土生产企业。
 - 预拌混凝土是国家鼓励发展的产业。对于节约资源、减少噪音污染和粉尘污染具有重要意义。2003 年随着《关于限期禁止在城市地区现场搅拌混凝土的通知》的发布，各级政府支持发展预拌混凝土的力度越来越大。
 - 预拌混凝土经营具有显著的区域性特征。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。
 - 公司近年收入和利润波动较大。08 年因产量和售价提高，销售收入同比增长为 72.9%，但由于原材料价格的上涨，以及公司改用高标号水泥，导致成本大增，净利润同比仅增长 1.60%。09 年上半年公司提高产品售价并扭转了毛利率下滑的趋势。
 - 募集资金将投资于商品混凝土生产网点、磨细粉煤灰储库和干混砂浆生产线建设。部分项目已在 08 年下半年陆续试生产，预计 2010 年全部投产。
 - 估值与评级。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.61 元、0.70 元和 0.75 元，合理估值在 15.30 元-16.8 元，对应的市盈率为 25.08 倍和 27.6 倍。上市首日若超过 17 元，建议卖出。
- 风险提示：**行业壁垒较低、关联交易处于较高水平。

公司概况

西部建设是在 2001 年由新疆建工集团联合新疆八一钢铁有限公司、天山股份、新疆公众信息、新水股份、新疆建科院发起设立。

截止 2009 年 6 月 30 日，公司的总资产为 9.39 亿元，净资产为 4.12 亿元，资产负债率为 56.11%。本次拟发行 3500 万股人民币普通股，发行后总股本为 14000 万股。

根据《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，国有法人股东建工集团、八一钢铁、电信实业分别将其持有的股份，合计 350 万股，转由全国社会保障基金理事会持有。建工集团将继续持有公司股份 7110.34 万股，占发行后股本的 50.79%，仍为公司的第一大股东。

Figure 1 本次发行前后的股本变化情况

公司股东	发行前		发行后	
	股数（万股）	比例	股数（万股）	比例
有限售条件流通股				
建工集团	7392.5	70.40%	7110.295	50.79%
八一钢铁	1109.82	10.57%	1067.435	7.62%
天山股份	887.85	8.46%	887.85	6.34%
电信实业	665.9	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%
全国社保基金理事 会	—	—	350	2.50%
无限售条件流通股				
社会公众股	—	—	3500	25.00%
合计	10500	100.00%	14000	100.00%

资料来源：公司招股说明书、世纪证券

公司主要从事预拌混凝土的生产和销售，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。销售市场主要集中在乌鲁木齐、奎屯和库尔勒等新疆省内市场，08 年在新疆的市场占有率为 31.78%。

公司所处行业背景

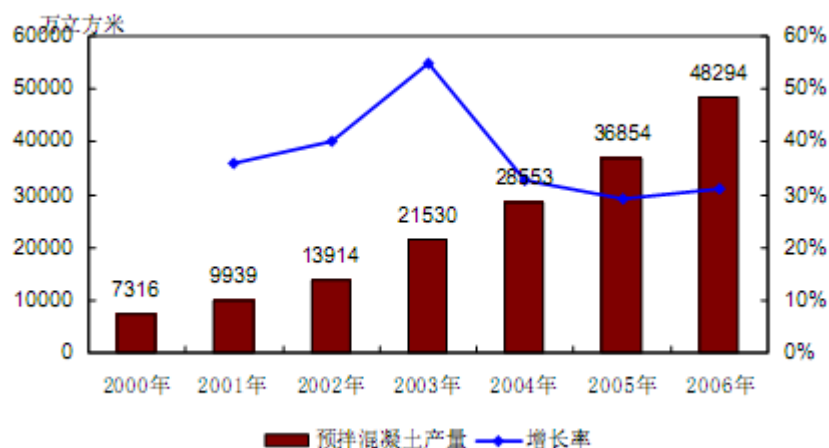
预拌混凝土是与在施工现场现场搅拌的混凝土相对而言。由水泥、骨料（主要指砂、石）、水以及根据需要掺入的外加剂、矿物掺合料等成分按一定比例，在搅拌站经计量、拌制后出售的并采用运输车，在规定时间内（通常在 2 小时以内）运至使用地点的混凝土拌合物。

预拌混凝土属于国家鼓励发展的产业。预拌混凝土是促进使用散装水泥的重要途径，对于节约资源、减少噪音污染和粉尘污染具有重要意义。预拌混凝土在国内起步较晚，在 2000 年之后国内的预拌混凝土的发展逐步加快，2003 年随着《关于限期禁止在城市地区现场搅拌混凝土的通知》的发布，各级政府支持发展预拌混凝土的力度越来越大。

国内近年预拌混凝土年均复合增长率达到 37%。2000 年至 2006 年，国内预拌混凝土企业数量由 726 家增加到 2,221 家，预拌混凝土产量由 7,316 万立方米增长到 48,294 万立方米，年均复合增长率达到 37%。但预拌混凝土产量占混凝土总用量的比例只有约 25%，与发达国家相比还有非常大的差距。

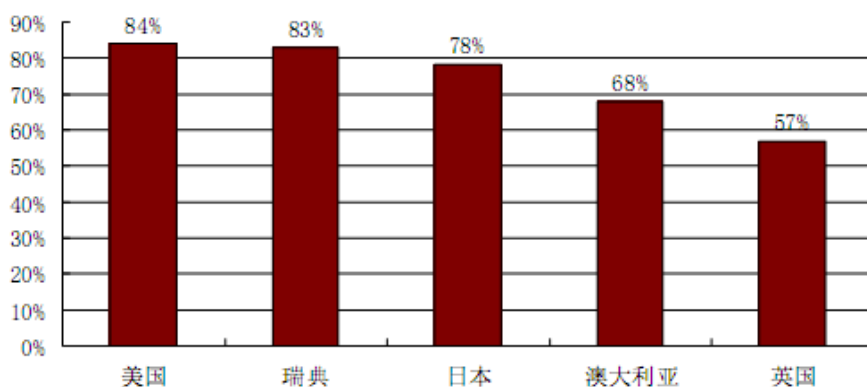
预拌混凝土经营具有显著的区域性特征，各区域市场会呈现不同的竞争格局。目前在预拌混凝土发展水平较高的地区，如江苏、广东、上海等，预拌混凝土产量占混凝土总用量的比例已接近发达国家水平，经济不发达地区，尤其中西部地区预拌混凝土发展比较落后，预拌混凝土产量处于很低水平。

Figure 2 我国混凝土产业的发展近况



资料来源：公司招股说明书、世纪证券

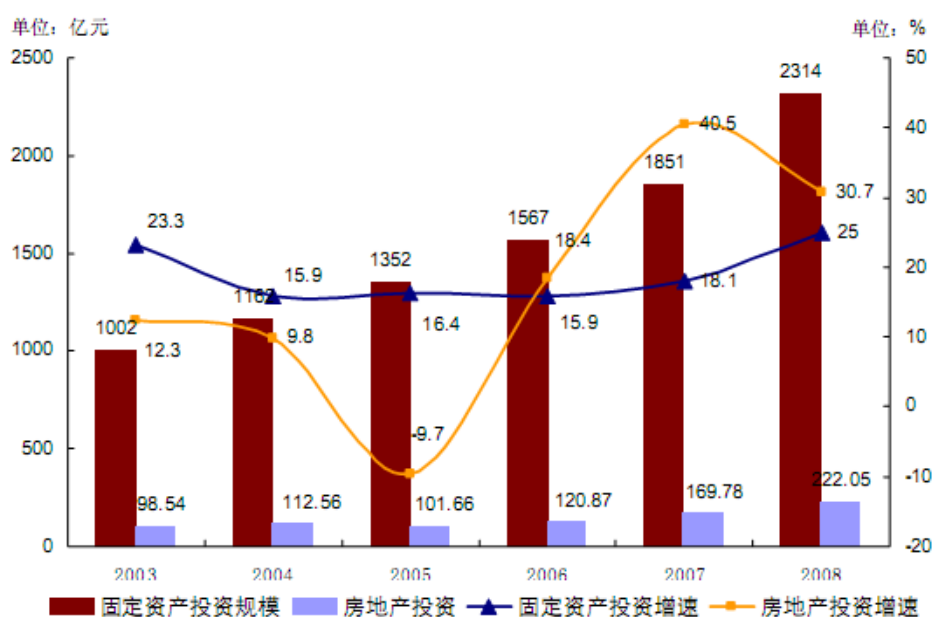
Figure 3 主要国家预拌混凝土占混凝土总量的比例



资料来源：公司招股说明书、世纪证券

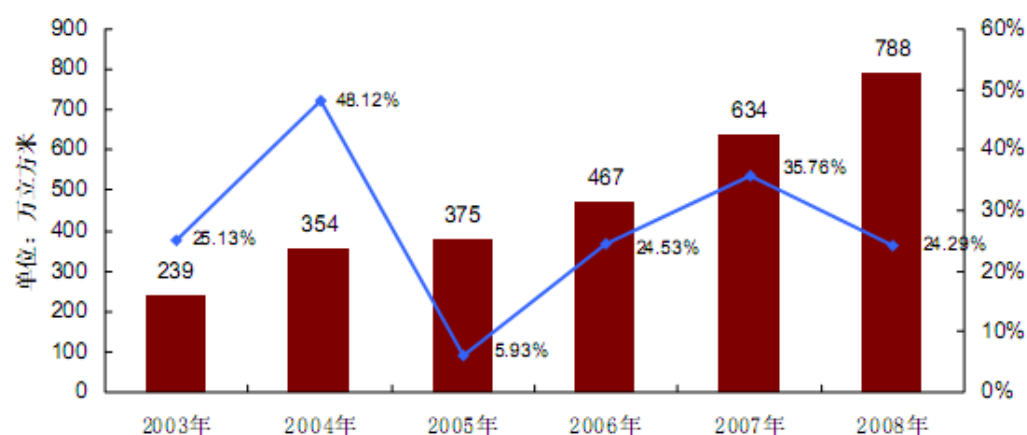
新疆预拌混凝土产量仍处于快速发展过程中。2006 年、2007 年和 2008 年增长率分别为 25%、36%和 24%，全疆预拌混凝土企业家数已达 40 余家。2007 年国务院发布了《关于进一步促进新疆经济社会发展若干问题的意见》，预计未来新疆地区国内生产总值、固定资产投资规模等将会保持较快的增长速度，新疆地区的工业化和城市化进程将会加快。预拌混凝土将会保持快速增长。

Figure 4 新疆地区固定资产和房地产投资规模



资料来源：公司招股说明书、世纪证券

Figure 5 新疆地区预拌混凝土产量及增长率



资料来源：公司招股说明书、世纪证券

公司主营业务的竞争优势

公司是新疆地区最大的预拌混凝土生产企业，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。

市场地位稳定，在区域市场据主导地位。近三年公司在新疆地区平均保持 30% 的市场占有率，在乌鲁木齐、奎屯和库尔勒地区的市占率都在 40% 以上。乌鲁木齐市场的预拌混凝土用量占新疆地区市场总量的 60% 左右，公司在乌鲁木齐市场销售收入占比约 80% 左右。

Figure 6 公司在主要市场的市场占有率

地区	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
新疆	27.79%	31.78%	26.50%	32.67%
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、世纪证券

资源综合利用优势。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，而且还节省水泥，大大降低了公司的生产成本，增强了公司应对水泥价格变动的能力。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。公司部分项目被新疆维吾尔自治区资源综合利用认定委员会认定为国家鼓励的资源综合利用项目，近三年享受免征增值税优惠政策。

技术优势。下属子公司是新疆唯一一家专门从事混凝土研究和检测的公司。与区域内的企业相比，技术优势明显，具体体现在以下几个方面：

☆ 公司掌握了磨细粉煤灰、磨细矿渣的生产和使用技术，在国内处于领先水平，2006 年公司开始大量使用磨细粉煤灰和磨细矿渣替代水泥，水泥单耗由 2005 年的 0.3025 吨下降到 2008 年的 0.2016 吨，下降幅度达到 33.35%，年节约水泥量约 20.18 万吨，对于降低生产成本、缓解水泥价格上涨的影响起到重要作用；

☆ 新疆地区唯一能够生产 C60 以上高强度混凝土的企业，在高强度混凝土市场处于垄断地位；

☆ 公司掌握了大体积混凝土、高程泵送混凝土、耐酸防腐混凝土、自密实混凝土等特种混凝土的规模化生产技术。

供应能力优势。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。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。

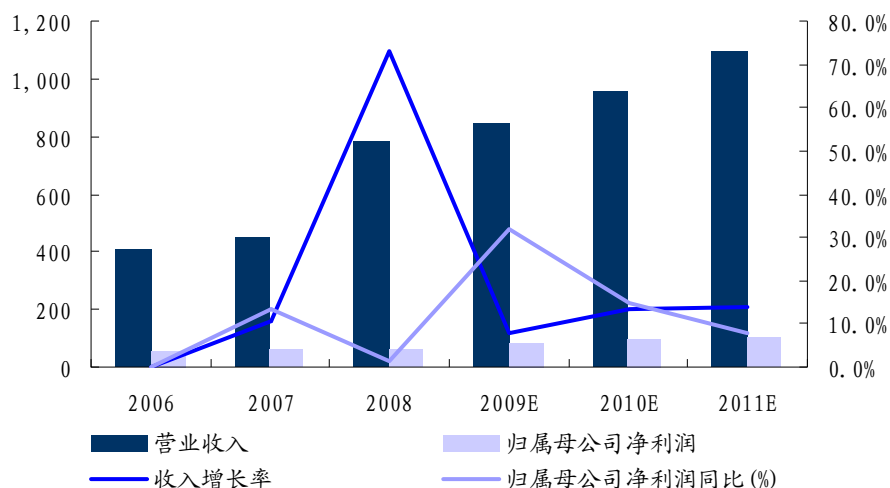
经验和管理优势。预拌混凝土的生产经营包括搅拌、运输和泵送多个环节，涉及大量移动设备的调配，要求企业具有较高的生产管理能力和移动设备的调度管理能力。公司已形成一套具有较高效率的管理体系，在移动设备管理方面还配备了 GPS 定位系统，管理能力在行业内处于领先水平另外，公司脱胎于建筑施工企业，主要管理人员具有建筑施工企业的管理经验，相对于行业的新进入者，在这一方面公司具有明显的优势。

收入 and 利润波动较大

2008 年、2007 年销售收入增长率分别为 72.9%、10.5%，净利润同期增长 1.6%和 13.46%。销售收入的增长主要来源于销量的增长。2008 年在

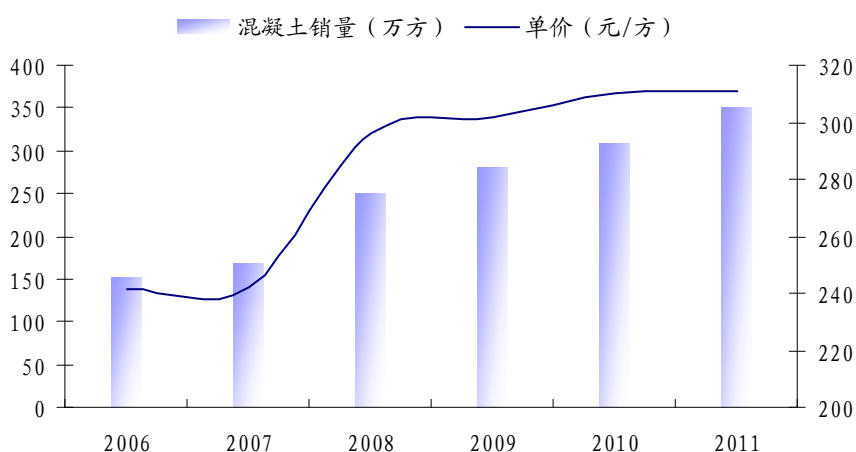
销量增长速度提高的同时，销售价格也有一定幅度的增长，由此导致 2008 年销售收入增长速度加快，达到 72.9%。但由于原材料价格的上涨，以及公司改用高标号水泥，导致成本大增，净利润同比仅增长 1.60%。2009 年上半年，公司实现净利润为 2008 年的 41.35%，按照往年季节性特征，上半年利润为全年的三分之一，因此，可以推断，2009 年将实现净利润的增长态势。

Figure 7 公司近年收入和净利润增长率波动较大



资料来源：公司招股说明书、世纪证券

Figure 8 近年公司混凝土销售量和单价

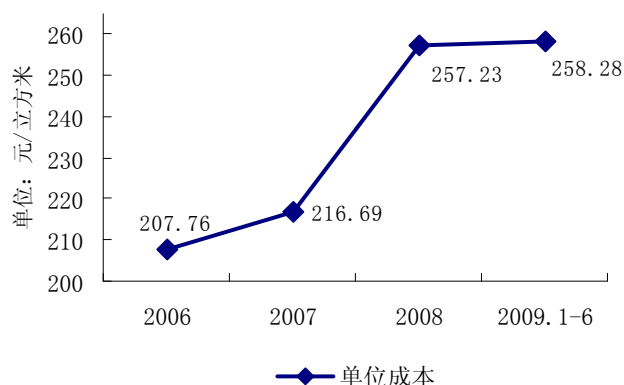


资料来源：公司招股说明书、世纪证券

水泥价格的波动对预拌混凝土成本影响较大。预拌混凝土的主要原料为水泥、砂石、外加剂，合计占预拌混凝土总成本的 77%，其中水泥占总成本比重最高，为 38%。因此，水泥价格的波动对预拌混凝土成本影响

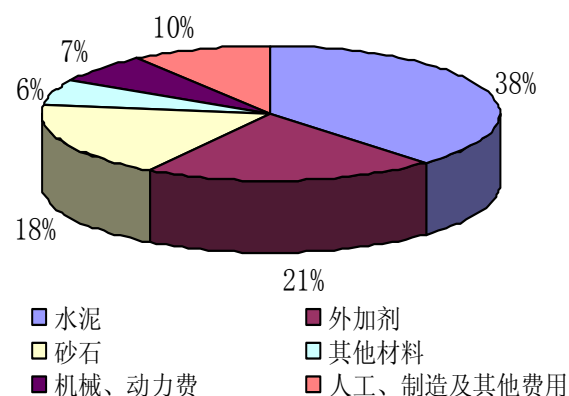
较大。公司主要水泥供应商西同物资为乌鲁木齐市文光水泥厂销售商，由于文光水泥未参加水泥协会，供应价格低于水泥协会约定的价格，因此公司采购的水泥价格要低于地区均价。但公司 2008 年下半年开始，公司执行新的《通用硅酸盐水泥》标准，混凝土生产采用 42.5#水泥取代 32.5#水泥，使混凝土成本出现大幅度上升。

Figure 9 公司预拌混凝土单位成本



资料来源：公司招股说明书、世纪证券

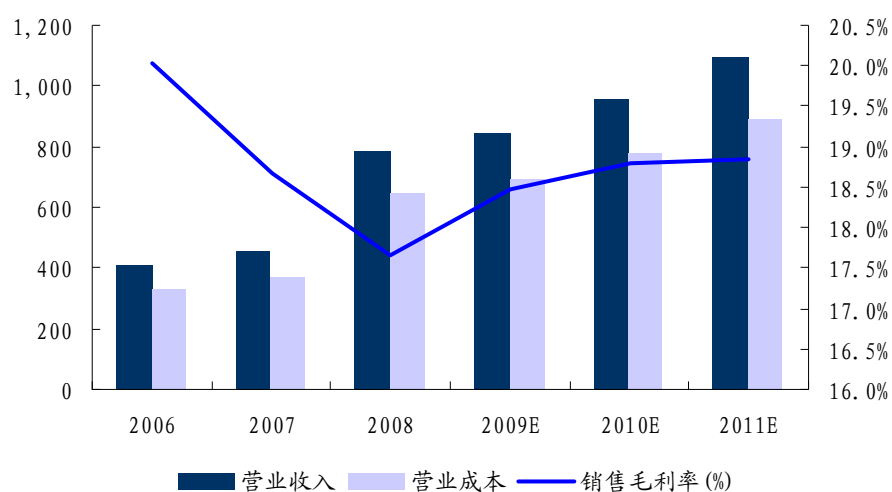
Figure 10 公司预拌混凝土成本构成



资料来源：公司招股说明书、世纪证券

毛利率下滑趋势得到改善。2006 年至 2008 年预拌混凝土业务的毛利率由 20.0%下滑到 17.7%，主要原因是期间原材料价格和人工成本上涨，在市场竞争压力加大的情况下，公司未能通过销售价格上涨消化成本，导致业务量占比最大的乌鲁木齐地区毛利率出现下降。2009 年上半年，公司提高了预拌混凝土的销售价格，毛利率回升到 19.1%。

Figure 11 毛利率下滑得到改善



资料来源：公司招股说明书、世纪证券

募集资金投向分析

公司募集资金将投资于商品混凝土生产网点、磨细粉煤灰储库和干混砂浆生产线建设。

其中，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；商品混凝土生产网点建设项目中的开发区搅拌站和昌吉搅拌站在 2008 年下半年已开始试生产，哈密搅拌站于 2009 年上半年开始试生产。其余项目预计在 2010 年建成投产。

Figure 12 募集项目基本情况

序号	项目名称	拟投入募集资金	已投入资金	2010 投入资金
1.00	商品混凝土生产网点建设项目	16583.65	10699.16	5884.49
	其中：开发区搅拌站	4614.90	4614.90	—
	米东区搅拌站	3410.46	—	3410.46
	昌吉区搅拌站	3701.86	3701.86	—
	伊宁搅拌站	2474.03	—	2474.03
	哈密搅拌站	2382.40	2382.40	—
2.00	中心搅拌站磨洗粉煤灰储库项目	1200.00	2500.00	—
3.00	燕尔窝搅拌站磨细粉煤灰储库项目	1300.00	—	—
4.00	年产 15 万吨干混砂浆生产项目	3049.49	2033.00	1016.49
	合计	22133.14	15232.16	6900.92

资料来源：公司招股说明书、世纪证券

盈利预测

主要假设：

- 1、销售收入和毛利率：按照各区域的网点布局时间，2009 年阜康和哈密地区将有新增产能逐步投入生产，产销量快速上升。综合毛利率维持稳中有升的态势。

2、所得税率：公司及分、子公司所享受的按 15%税率征收企业所得税的税收优惠政策将在 2010 年到期，2009 年、2010 年和 2011 年的所得税率分别按 15%、17%、22%计算。

经过测算，预计公司 09-11 年摊薄后对应的 EPS 分别为 0.61 元、0.70 元和 0.75 元，归属于母公司的净利润分别较上年增长 31.7%、14.6%和 7.9%。

Figure 13 分区域销售收入和毛利率预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
乌鲁木齐地区						
销售数量（万方）	128.52	135.57	200.54	200.00	210.00	230.00
销售均价（元/方）	254.91	259.90	309.80	299.00	309.00	309.00
销售收入（万元）	32761	35235	62127	59800	64890	71070
毛利率（%）	19.21	16.70	15.80	17.51	17.60	17.60
库尔勒地区						
销售数量（万方）	14.35	19.24	35.35	40.00	45.00	50.00
销售均价（元/方）	286.62	293.96	339.47	320.00	330.00	335.00
销售收入（万元）	4113	5656	12000	12800	14850	16750
阜康地区						
销售数量（万方）				20.00	23.00	32.00
销售均价（元/方）				290.00	290.00	290.00
销售收入（万元）				5800	6670	9280
奎屯地区						
销售数量（万方）	9.72	14.04	14.56	11.20	15.00	15.00
销售均价（元/方）	279.33	281.96	279.57	302.00	302.00	302.00
销售收入（万元）	2715	3959	4071	3382	4530	4530
哈密地区						
销售数量（万方）				9.00	16.00	25.00
销售均价（元/方）				304.00	310.00	310.00
销售收入（万元）				2736	4960	7750
销售总量（万方）	152.59	168.85	250.45	280.20	309.00	352.00
均价（元/方）	241.65	242.17	295.98	301.64	310.36	310.74
销售总收入（万元）	36874	40890	74128	84518	95900	109380
平均毛利率（%）	17.94	18.29	17.60	18.46	18.80	18.85

资料来源：公司招股说明书、世纪证券

Figure 14 盈利预测

项目(单位: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业利润					
营业收入	453	783	845	959	1,094
减: 营业成本	368	645	689	779	888
减: 营业税金及附加	1	1	1	1	1
减: 营业费用	6	13	14	16	18
减: 管理费用	0	25	22	25	28
减: 财务费用	5	9	10	10	10
加: 投资净收益	4	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
营业利润	79	84	109	129	149
二、利润总额					
加: 营业外收入	1	1	1	1	1
减: 营业外支出	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
利润总额	80	84	110	130	150
三、净利润					
减: 所得税	12	12	17	22	33
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
净利润	68	72	94	107	117
四、归属于母公司所有者净利润					
减: 少数股东损益	4	7	8	10	11
加: 其他	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	64	65	85	98	106
五、股利分配					
总股本	105	105	140	140	140
EPS (摊薄、元)	0.46	0.46	0.61	0.70	0.75
EPS (元)	0.61	0.62	0.61	0.70	0.75

资料来源: 公司招股说明书、世纪证券

风险因素分析

行业进入壁垒较低, 存在新进入者加入加剧行业竞争风险。

销售区域集中风险。公司预拌混凝土销售集中在新疆地区, 乌鲁木齐等地区若因动荡等非市场因素导致需求萎缩或增长速度放慢, 将会对公司产生不利影响。

公司关联交易处于较高水平。公司对控制人新疆建工集团的混凝土销售量较大, 天山股份为公司的水泥供应商之一。

估值及投资评级

国内主要预拌混凝土企业均为非上市公司，上市公司中仅有深天地 A 的主营业务与公司类似，考虑到深天地股价隐含较多房地产隐性价值，不具有参考意义。

预计公司合理的市场估值在 15.30 元-16.80 元，对应的市盈率为 25.08 倍和 27.6 倍。选取已上市的西北地区及中小板具有正常盈利水平的水泥及建材企业作为可比公司。上述公司 09 年和 10 年的平均市盈率为 19.98 倍和 13.20 倍。其中中小板建材类上市公司国统股份和塔牌集团 09 年的平均市盈率为 25.08 倍，公司的成长性低于上述两家公司。预计公司合理的市场估值在 15.30 元-16.8 元，对应的市盈率为 25.08 倍和 27.6 倍。上市首日若超过 17 元，建议卖出。

Figure 15 可比上市公司估值水平

代码	公司	EPS		PE		股价
		2009	2010	2009	2010	
002205	国统股份	0.58	0.71	27.08	22.20	15.76
002233	塔牌集团	0.67	0.97	23.03	15.91	15.43
000877	天山股份	0.96	1.22	15.71	12.36	15.08
600425	青松建化	0.56	0.79	20.64	14.61	11.54
600449	赛马实业	1.84	2.28	14.73	11.88	27.08
600720	祁连山	0.71	0.93	18.66	14.25	13.25
平均				19.98	15.20	
002302	西部建设	0.61	0.70			

资料来源：公司招股说明书、世纪证券

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.