

契合行业发展趋势的区域市场领导者

西部建设（002302）

价值区间：12.45~13.98 元

价值分析报告

2009 年 10 月 22 日 星期四

建筑、建材小组

刘 革

010-59707112

liuge@longone.com.cn

非金属建材/水泥制造

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

投资要点

q 公司是西部地区预拌混凝土领导企业，业务模式符合行业发展趋势。2008 年公司混凝土销量达到 250 万立方，排名全国第七，新疆市场占有率达 31.78%，是西北地区预拌混凝土产销量最大的生产企业。

q 控股股东在业务上对公司支持较大。公司控股股东建工集团主要从事建筑施工业务，是新疆地区最大的施工企业之一。建工集团及其下属建筑施工企业混凝土需求对公司销售收入贡献大致在 20%左右。

q 预拌混凝土市场发展空间大。目前我国年水泥需求量在 15~16 亿吨水平，以混凝土水泥用量占水泥总用量的 75%（砂浆 25%），商混占比 60%计算，商混潜在的市场容量达 21~24 亿立方，我国预拌混凝土市场还有较大的市场发展空间。

q 公司拥有较多实用资源综合利用技术，降本增效明显。公司在资源综合利用上积累了大量废矿石、废矿渣细磨、掺混的实用生产技术，不仅能将大量的粉煤灰、废渣等工业废弃物加以回收利用，同时还降低了公司混凝土生产的水泥单耗，单耗由 2005 年的 0.3025 吨下降到 2008 年的 0.2016 吨，从而降低了混凝土制造成本。

q 公司的管理能力在业内处于领先水平。透过多年的经营，公司积累了大量的专业人才，在搅拌、GPS 定位运输、泵送等各生产、输送环节上形成了公司特色化的综合统筹管理能力。

q 盈利预测及估值。预计 09、10 年以新股本 1.4 亿股折算的公司 EPS 分别为 0.59 元及 0.65 元，基于目前建筑建材及水泥制造行业的估值状况，我们给予公司 09 年 PE 估值区间为 21.1~23.7 倍，其价值区间为 12.45~13.98 元。

q 风险提示。目前新疆地区市场混凝土毛利率较高，随着产能的提高，市场主流需求 C30~C40 强度等级混凝土市场竞争的深化，毛利率存在下降的可能。

相关行业板块相对上证综指走势图



正文目录

1. 西部地区预拌混凝土领导企业，业务模式符合行业发展趋势	3
1.1 公司在新疆主要城市区域具有市场及品牌优势	3
1.2 主业模式符合行业发展趋势	4
2. 预拌混凝土行业主要特点	4
2.1 实行行业资质管理	4
2.2 受运输半径限制，搅拌站单站销售规模存在一定瓶颈	5
2.3 行业普遍产能利用率较低	6
2.4 未来水泥厂商有向下游延伸产业链的需求	6
3. 公司竞争力分析：一定时期仍将保持区域竞争优势	7
3.1 先入为主：公司在新疆拥有良好的市场基础	7
3.2 作为建工企业，大股东在业务上支持公司发展	7
3.3 上市后融资能力得到加强，拉开了与竞争对手的距离	8
3.4 品牌、技术、管理优势	8
3.5 募投项目实施进一步提升公司综合竞争力	9
4. 盈利预测及估值	9
5. 风险提示	11

图形目录

图 1. 最近三年公司主要区域市场占有率	3
图 2. 乌鲁木齐主要砼生产商近年产量（万立方）	3
图 3. 近年我国预拌混凝土产量及增速	4
图 4. 新疆预拌混凝土产量及增速	4
图 5. 全国预拌混凝土行业产能利用率	6
图 6. 近年大股东建工集团对公司销售贡献占比	8

表格目录

表 1. 水泥搅拌站资质基本条件要求	5
表 2. 公司预拌混凝土产能分布（截至 09 年 6 月）	7
表 3. 公司分地区混凝土业务收入、产品销量预测	10
表 4. 利润表预测	10

1. 西部地区预拌混凝土领导企业，业务模式符合行业发展趋势

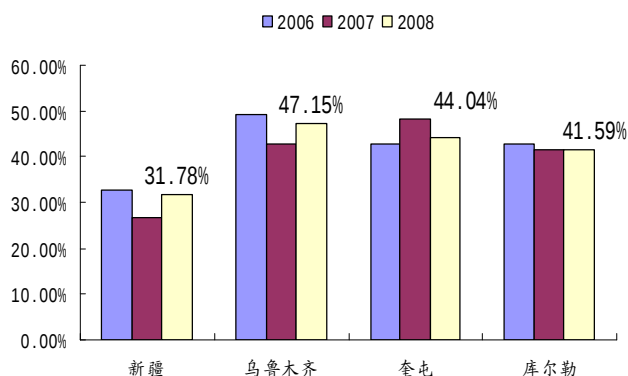
西部建设是全国十大预拌混凝土生产企业，2008年混凝土销量达到250万立方，排名全国第七，是西北地区预拌混凝土产销量最大的生产企业。

1.1 公司在新疆主要城市区域具有市场及品牌优势

公司自成立以来在新疆地区的市场占有率一直处于领先地位，经过近10年的积累，公司“西建”牌混凝土被自治区评为新疆预拌混凝土行业唯一的名牌产品。公司自成立以来，在新疆乌鲁木齐、奎屯及库尔勒地区共完成了5000余项施工项目，其中重点大型工程包括：乌鲁木齐国际机场项目、乌鲁木齐中天广场项目、乌鲁木齐市外环路项目、塔里木石油勘探指挥部综合办公楼项目、独山子千万吨炼油百万吨乙烯循环冷却塔水池项目和百万吨乙烯装置压缩机基础项目等。中天广场被誉为西北第一高楼，能够承揽这一标志性工程并圆满完成任务，这对混凝土生产施工企业无疑是最大的褒奖。由这些重大工程而获得的各项荣誉，不断提升公司产品在新疆市场的知名度及美誉度。

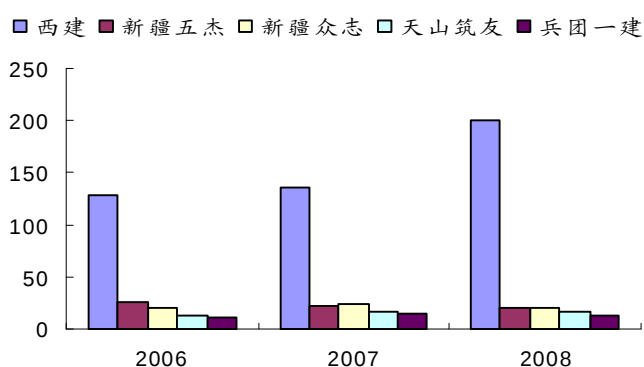
凭借品牌知名度的支持以及公司在技术、管理、资源综合利用、规模等方面的优势带来的大大优于区域竞争对手的供应优势，使得公司在乌鲁木齐、奎屯及库尔勒等地区具有明显的领先优势。

图1. 最近三年公司主要区域市场占有率



资料来源：公司公告 注：标注数为08年数据

图2. 乌鲁木齐主要砼生产商近年产量（万立方）



资料来源：公司公告 东海证券研究所

1.2 主业模式符合行业发展趋势

由于预拌混凝土能够提高混凝土质量的稳定性和可靠性，能够有效利用工业废料节约资源，并能够减少现场搅拌产生的噪音及粉尘污染，因而成为节能环保并为政府行政主管部门大力推行的业务模式，预拌混凝土是行业发展的大趋势。

从国际市场上看，欧美等主要发达国家目前预拌混凝土产量占混凝土总用量的比例在 60%以上，其中美国达到 84%，日本达到 78%，其商混工业化已达到较高的水平。相比之下，国内商混市场起步较晚，应用比例仍然较低，截止 2006 年，预拌混凝土产量占混凝土总用量比例也只达到 25%左右，但绝对数量增长较快，从 2000 年到 2006 年，国内预拌混凝土产量由 7136 万立方米增长到 48294 万立方米，年均复合增长率达到 37%。

目前我国年水泥需求量在 15~16 亿吨水平，以混凝土水泥用量占水泥总用量的 75%（砂浆 25%），商混占比 60%计算，商混潜在的市场容量达 21~24 亿立方，我国预拌混凝土市场有着相当广阔的市场空间。

图3. 近年我国预拌混凝土产量及增速

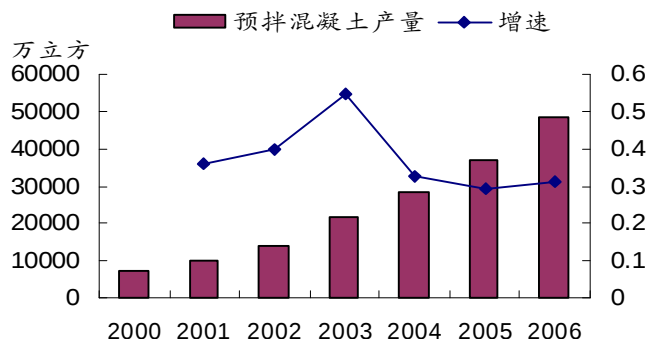
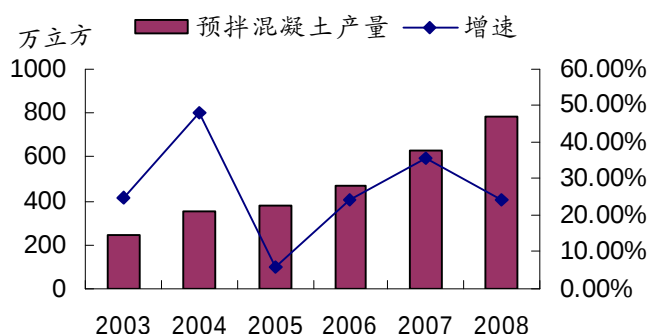


图4. 新疆预拌混凝土产量及增速



资料来源：公司公告 东海证券研究所

资料来源：公司公告 东海证券研究所

2. 预拌混凝土行业主要特点

2.1 实行行业资质管理

我国水泥搅拌行业基本以搅拌站为单位，由商务部商业改革发展司下设的散装水泥办公室实施生产资质认证管理，搅拌站资质分为 2 级和 3 级，二级可生产各种强度等级的混凝土和特种混凝土，三级仅能生产强度等级 C60 及以下的混

凝土。

表1. 水泥搅拌站资质基本条件要求

资质等级	二级	三级
商品砼年产量	10 万 m ³ , 质量合格	5 万 m ³ , 质量合格
企业经理	5 年工程管理工作经历或中级职称	3 年工程管理工作经历
技术负责人、试验室负责人	5 年以上砼生产工作经历并具有相关专业中级以上职称、专人专职	3 年以上砼生产工作经历并具有相关专业中级以上职称、专人专职
财务负责人	中级以上会计职称	初级以上会计职称
企业有职称的工程技术和经营管理人员	不少于 15 人, 其中工程技术人员不少于 10 人, 具有中级以上职称的人员不少于 5 人	不少于 8 人, 其中工程技术人员不少于 5 人, 具有中级以上职称的人员不少于 2 人
注册资金	2000 万元以上	1000 万元以上
净资产	2500 万元以上	1200 万元以上
近三年最高年工程结算收入	3000 万元以上	1500 万元以上
搅拌系统	2 台, 55m ³ /h 以上	1 台, 30m ³ /h 以上
搅拌运输车	10 台	5 台
输送泵	2 台	1 台
试验室	有合格的混凝土专项试验室、且配有 3 年以上材料试验的技术试验员	有合格的混凝土专项试验室

资料来源: 东海证券研究所整理

从行业资质等级的条件标准来看, 进入混凝土行业的门槛不高, 这与不同区域市场竞争的状况大致相吻合, 即由于门槛不高, 新产能建设灵活快速, 混凝土需求量成长快的区域市场竞争也趋于激烈。

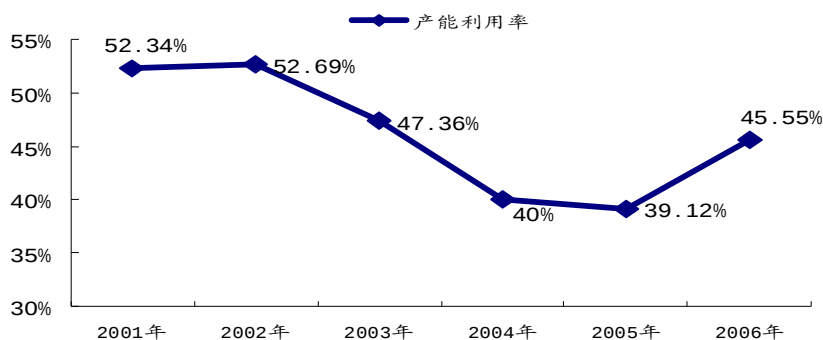
2.2 受运输半径限制, 搅拌站单站销售规模存在一定瓶颈

由于预拌混凝土在搅拌完成后, 必须在 2 小时以内送施工现场完成浇筑, 使得预拌混凝土产业存在明显的销售半径, 一般在 50 公里以内, 这使得单个搅拌站覆盖区域较受限制, 销售规模存在一定瓶颈。2006 年底, 全国有 2221 家预拌混凝土企业, 平均产量为 22 万立方米, 平均销售收入大致在 6000~7000 万左右, 单个搅拌站的平均销售规模自然还要低; 2006 年美国在运营的预拌混凝土厂商 2300 家左右, 当年平均每家企业销售收入 1639 万美元, 搅拌站 6000 座左右, 平均销售收入在 628 万美元上下, 与国内单站规模不大的状况基本相似。

2.3 行业普遍产能利用率较低

由于搅拌站搅拌设备投资成本较低，进入壁垒不高，加上预拌混凝土企业为满足旺季的波峰需求，往往考虑富余一些产能，这就使得预拌混凝土行业存在普遍产能利用率较低的状态。产能的富余，潜在相对过剩供应能力使预拌混凝土企业始终面临较大的竞争压力。

图5. 全国预拌混凝土行业产能利用率



资料来源：公司招股意向书 东海证券研究所

2.4 未来水泥厂商有向下游延伸产业链的需求

水泥生产企业向下游混凝土市场进行产业链延伸是发展的一种趋势。从国际混凝土市场发展的轨迹来看，水泥企业进军混凝土市场具有复合优势：其一，具有矿山资源优势，可在水泥和骨料等混凝土原料上实现自产自销从而降低成本提高竞争优势；其二，水泥、混凝土拥有相同的客户群体，有利于缩短产需环节；其三，相较于纯粹的混凝土生产企业具有资本优势。2006年世界前五大预拌混凝土企业西麦斯（Cemex）、拉法基（Lafarge）、霍尔希姆（Holcim）、海德堡水泥（Heidelbergcement）、瑞科尔（Rinker）混凝土产量分别为7400、4400、4420、3110、2120万立方米，这五家企业同样是全球顶尖的跨国水泥生产集团。从目前国内水泥投资的情况来看，区域市场供大于求的局面正在形成，水泥生产企业也不得不选择向上下游做产业链延伸，这将增加行业竞争的格局，混凝土行业也将经历激烈竞争优胜劣汰的过程。

3. 公司竞争力分析：一定时期仍将保持区域竞争优势

3.1 先入为主：公司在新疆拥有良好的市场基础

公司由新疆建工（集团）整合旗下一建、二建、三建、四建所属的混凝土经营性资产，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，是新疆地区预拌混凝土行业成立时间最早的生产企业。新疆三建 1992 年底就建成对内服务的搅拌站，1995 年又建成混凝土微机自动化搅拌站，可谓新疆预拌混凝土行业的先驱企业。西部建设自 2001 年成立以来，经过 8 年的营销积累，已成为新疆地区预拌混凝土行业的区域龙头企业。公司目前拥有预拌混凝土生产线 19 条，产能分布如表 2：

表2. 公司预拌混凝土产能分布（截至 09 年 6 月）

站点	搅拌能力（万立方）
乌鲁木齐中心站	92.16
乌鲁木齐八家户站	46.08
乌鲁木齐燕儿窝站	46.08
乌鲁木齐加工厂站	23.04
乌鲁木齐八钢站	19.20
乌鲁木齐开发区站	122.88
乌鲁木齐市（乌昌地区）合计	349.44
昌吉站	92.16
阜康站	69.12
奎屯市	46.08
库尔勒市	61.44
哈密市	61.44
公司产能合计	679.68

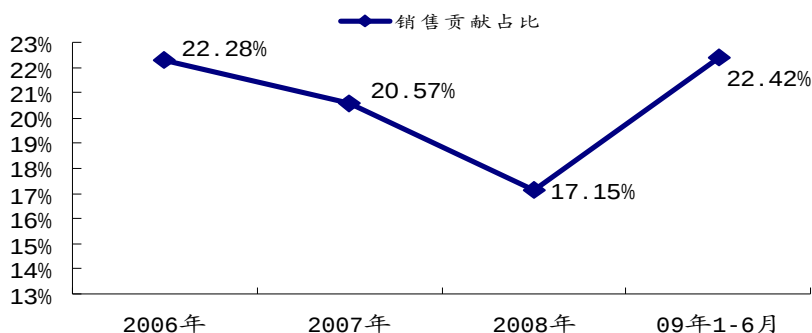
资料来源：公司招股意向书 东海证券研究所

公司在乌鲁木齐的搅拌站点已初步形成网络优势，加上 GPS 综合调度系统的应用，实现运输设备和泵送设备的高效调度，有利于提高产能利用效率，这也为公司在乌鲁木齐持续获得较高的市场份额奠定良好基础。

3.2 作为建工企业，大股东在业务上支持公司发展

公司控股股东建工集团主要从事建筑施工业务，是新疆地区最大的施工企业之一。建工集团及其下属建筑施工企业在工程施工过程中所需混凝土，则基本由公司提供，对公司销售收入贡献大致在 20% 左右。

图6. 近年大股东建工集团对公司销售贡献占比



资料来源：公司招股意向书 东海证券研究所

3.3 上市后融资能力得到加强，拉开了与竞争对手的距离

公司上市后资产规模、融资能力都得到增强。公司上市后，能够根据发展需要，较便捷的通过银行贷款、公开增发、定向增发、发行债券的多种方式筹借资金，公司将能充分利用由政策推动的在各大城市限制取缔混凝土现场搅拌而出现的发展机会，通过直投、并购等方式推动经营规模稳步扩大，使公司的区域行业地位不断得到巩固及加强。这对企业规模普遍小而散的混凝土行业状况来说，融资平台的建成，将能够为公司超常规发展提供畅通的资金渠道支持，公司拉开了与竞争对手的距离。

3.4 品牌、技术、管理优势

在混凝土行业尚未完全产品同质化阶段，在预拌混凝土强度、质量不能事先检验的情况下，品牌优势仍将是业务承揽成功的一个重要砝码。公司“西建”品牌是在新疆乌鲁木齐、奎屯、库尔勒经过 5000 多个包括多项重点大型工程在内的大小混凝土施工项目的严格考验，品牌的优异表现无疑为未来新施工项目的争取给予了强有力的支持。

此外，公司在资源综合利用上积累了大量废矿石、废矿渣细磨、掺混的实用生产技术，不仅能将大量的粉煤灰、废渣等工业废弃物加以回收利用，同时还降低了公司混凝土生产的水泥单耗，单耗由 2005 年的 0.3025 吨下降到 2008 年的 0.2016 吨，技术的应用不仅降低了生产成本，而且为可持续发展的环境友好型社会，为环保事业做出了较大贡献。同时，公司在 C60 以上高强度混凝土生产技术上，以及在大体积混凝土、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上，与区域内同业相比，皆具有明显的优势。

在管理水平上，透过多年的经营，公司积累了大量的专业人才，在搅拌、GPS 定位运输、泵送等各生产、输送环节上形成了公司特色化的综合统筹管理能力，

公司的管理能力在业内处于领先水平。

3.5 募投项目实施进一步提升公司综合竞争力

公司股票发行上市 3500 万股，募集资金 5.25 亿元，募集资金主要投入到预拌混凝土网点建设，粉煤灰储备库项目建设及干混砂浆生产线项目建设上。

在预拌混凝土网点建设项目上，公司将在乌鲁木齐、昌吉、伊宁及哈密增设 5 座搅拌站。目前公司已利用自筹资金基本先行建设完成开发区搅拌站、昌吉搅拌站和哈密搅拌站，开发区搅拌站 2008 年已投产，当年共生产预拌混凝土 42.25 万立方，而昌吉搅拌站、哈密搅拌站也于 09 年上半年正式投产。新增搅拌站点有利于公司混凝土生产网点布局的进一步完善，公司全疆混凝土供应能力及市场地位将进一步增强。

在粉煤灰储备库项目上，公司将配套建设 11 座粉煤灰细粉储备库，其中在中心搅拌站建 5 座，在燕儿窝搅拌站建 6 座，共增加粉储能力 6.7 万吨。项目将能够解决粉煤灰旺季短缺问题，提高旺季混凝土生产原料供应能力。

干混砂浆生产线项目方面，公司计划在乌鲁木齐市建一条年产 15 万吨的生产线，主要以生产新型墙材配套砂浆为主。09 年 7 月 1 日后，乌鲁木齐市已禁止现场搅拌砂浆。随着行业政策的推进，干混砂浆将成为现场砂浆搅拌的替代，未来乌鲁木齐市 200 万吨以上的市场容量，将给公司新业务带来良好的发展契机。

4. 盈利预测及估值

除混凝土生产销售业务外，公司还有部分租赁收入，租赁收入对公司总收入结构影响不大，此处不作单独列示。

对于混凝土业务，公司业务主要销售市场为新疆，其中乌鲁木齐市场的预拌混凝土用量占新疆市场的 60% 左右。1998 年乌鲁木齐预拌混凝土市场开始进入快速发展期，1999 年产量 50 万立方，2000、2001 年分别达到 100 万立方及 150 万立方，市场需求快速增长，2002 年增长放缓，同比增幅在 10% 左右；2004 年，由于乌鲁木齐市政府下文开始禁止现场搅拌混凝土，市场需求再度释放，达到 200 万立方，而当年乌鲁木齐市共有 9 家企业，搅拌能力在 350 万方左右。而 2008 年混凝土产量在 442.25 万立方，混凝土生产企业 17 家，与 2004 年比较，销量翻番，企业数也同步较快增长，预计未来竞争会逐步增强。另外考虑到新疆地区的商混市场与其他地区比较，毛利率水平较高，也存在一定下降的压力。

我们对公司分地区混凝土业务销量、收入及毛利率变化预测如下：

表3. 公司分地区混凝土业务收入、产品销量预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
乌鲁木齐地区				
销量（万立方）	135.57	200.54	203	233
单价（元/立方）	259.9	309.82	305	302
销售收入(万元)	35,235.83	62,131.92	61915	70366
毛利率	16.7%	15.80%	18%	17.5%
奎屯地区				
销量（万立方）	14.04	14.56	12.2	14.6
单价（元/立方）	281.96	279.75	300	295
销售收入(万元)	3,959.37	4,070.47	3660	4307
毛利率	15.97%	16.60%	17%	17%
库尔勒地区				
销量（万立方）	19.24	35.35	38.0	40.0
单价（元/立方）	293.96	339.47	340.5	320
销售收入(万元)	5,654.76	12,000.27	12939	12800
毛利率	30.84%	26.67%	23.5%	22.5%
阜康地区				
销量（万立方）			15.0	18.0
单价（元/立方）			287.91	286.0
销售收入(万元)			4318.65	5148
毛利率			23.3%	21%
哈密地区				
销量（万立方）			3.0	6.0
单价（元/立方）			315.5	308.5
销售收入(万元)			946.5	1851
毛利率			16.7%	16.7%
合计				
总销量（万立方）	168.85	250.45	271.2	290.1
平均单价（元/立方）	265.62	312.25	308.92	298.1
销售总收入(万元)	44,850	78,203	83779.15	94472
平均毛利率	18.48%	17.62%	19.06%	18.33%

表4. 利润表预测

单位：百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	409.96	452.92	783.72	839.16	946.64
减：营业成本	327.8	368.34	644.95	679.48	772.71
营业税金及附加	0.62	0.60	0.51	0.86	0.97

销售费用	4.28	6.23	12.69	13.59	15.33
管理费用	21.82	-0.17	25.43	27.69	33.13
财务费用	3.18	5.09	9.07	9.40	4.73
资产减值损失	2.28	-2.58	6.99	0.0	0.0
加：投资净收益	0.20	3.72	0.0	-0.37	0.0
公允价值变动净收益	0.13	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	50.85	79.19	83.55	107.80	119.77
加：其他非经营净收益	1.10	0.63	0.63	0.72	0.72
利润总额	51.95	79.78	84.18	108.53	120.48
减：所得税	-6.61	12.01	12.46	17.36	19.28
净利润	58.55	67.77	71.71	91.18	101.1
减：少数股东损益	2.26	3.91	6.83	8.67	9.61
归属于母公司所有者的净利润	56.29	63.86	64.89	82.51	91.49
每股收益（摊薄）：	0.4	0.46	0.46	0.59	0.65

预计 2009、2010 年以新股本 1.4 亿股折算的公司 EPS 分别为 0.59 元及 0.65 元，基于目前建筑建材及水泥制造行业的估值状况，我们给予公司 2009 年 PE 估值区间为 21.1~23.7 倍，其价值区间为 12.45~13.98 元。

5. 风险提示

目前新疆地区市场混凝土毛利率较高，未来随着区域市场产能的提高，市场竞争程度存在加大的可能，这主要是因为市场主流需求 C30~C40 强度等级混凝土各级搅拌站都能生产，而且基本同质化，因而毛利率存在下降的可能。

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122