

西部建设 002302.SZ 0

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

西部建设新股投资价值分析

投资要点:

- 公司主营预拌混凝土的生产和销售, 2008 年在全国十大预拌混凝土行业中排名第七, 同时也是西北地区最大的预拌混凝土生产企业。2008 年, 公司在新疆市场的占有率为 31.78%, 在乌鲁木齐的占有率 47.15%, 在区域市场的占有率水平处于全国领先地位。
- 同现场搅拌混凝土相比, 预拌混凝土具有稳定性高、可靠性强、节能环保等优点。产业上游为水泥、砂石料和外加剂, 下游为建筑施工相关领域, 并具有周期性、区域性、季节性等特征。
- 我们目前预拌混凝土属于起步阶段, 未来发展空间广阔: 1、整体占比较低, 仅为 25%, 普遍低于发达国家 60% 的平均水平; 2、未来发展受益政策推动; 3、目前竞争激烈、集中度较低, 有利行业龙头进一步整合市场。
- 公司是新疆地区预拌混凝土行业龙头企业, 未来在国家关于西部地区加快开发建设的步伐推动下, 预拌混凝土需求有望获得快速提升; 公司具有资源综合利用、技术研发、规模化生产和供应能力优势, 同本地区同类企业相比具有明显的竞争优势, 但同样也存在对单一市场依赖性过大、利润结构中税收优惠比重过高等问题。
- 公司此次拟向社会公开发行 3500 万股, 募集资金将主要用于三大项目: 1、商品混凝土生产网点建设项目; 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; 3、年产 15 万吨干混砂浆生产线项目。
- 预计公司 2009 年、2010 年每股收益约为 0.57 元、0.61 元。由于公司是预拌混凝土行业国内第一家上市公司, 因此同类公司可作参考。而公司的业务主要同水泥行业紧密相关, 其下游需求影响因素也和水泥行业基本类似。因此, 我们就选取 A 股市场主要的业绩相对稳定的 10 家水泥企业的业绩和估值情况进行对比分析。我们大体上可以得出公司二级市场上的合理价格大概为 11.38 元 - 13.98 元。

财务摘要	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入(百万元)	452.92	783.20	878.35	1009.76
收入同比	10.48%	72.92%	12.15%	14.96%
净利润(百万元)	63.86	64.89	80.99	85.15
净利同比	13.45%	1.61%	24.81%	5.14%
EPS(元)	0.45	0.46	0.57	0.61
EPS 同比	11.94%	2.22%	23.91%	7.02%
PE(倍)	-	-	-	-

注: 每股收益发行后总股本摊薄后计算

数据来源: 公司公告

建筑施工

评级: 无评级

合理价格区间: 11.38-19.38

发行价格: 15.00

2009.10.27

基础数据

总市值(百万元)	2100
发行后总股本/发行规模(百万股)	140/35
资产负债率(%)	57.80
净资产收益率(%)	6.96
每股净资产(元)	3.67

解文杰

行业研究员

电话

021-32229888*3506

邮箱

xiwenjie@ajzq.com

相关报告

一、公司概况

1.1、公司基本情况

公司主营预拌混凝土的生产和销售，2008 年在全国十大预拌混凝土行业中排名第七，同时也是西北地区最大的预拌混凝土生产企业。

公司自成立以来，在新疆地区共完成混凝土施工项目 5000 余项，承担了包括乌鲁木齐国际机场项目、西北第一高楼——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和独山子千万吨炼油百万吨乙烯循环冷却塔水池项目等一系列重大的基础项目。2008 年，公司在新疆市场的占有率为 31.78%，在乌鲁木齐的占有率 47.15%，在区域市场的占有率水平处于全国领先地位。公司生产的“西建”牌混凝土是新疆预拌混凝土行业唯一的名牌产品。

1.2、发行前后股权结构变化

公司 2001 年由新疆建工集团作为主发起人，联合八一钢铁、天山股份、分众信息、新水股份、新疆建科院等五家发起人共同成立，目前前五大股东分别为建工集团、八一钢铁、天山股份、电信事业和新华水电。此次总发行不超过 3500 万股新股，发行前后公司的股本变化情况如下：

表 1：发行前后股本变化情况

公司股东	发行前		发行后	
	股数（万股）	比例	股数（万股）	比例
建工集团（SLS）	7392.50	70.40%	7110.295	50.79%
八一钢铁（SLS）	1109.82	10.57%	1067.435	7.62%
天山股份	887.85	8.46%	887.85	6.34%
电信事业（SLS）	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	—	—	350.00	2.50%
社会公众股	—	—	3500.00	25.00%
合计	10500.00	100.00%	14000.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书

二、行业概况

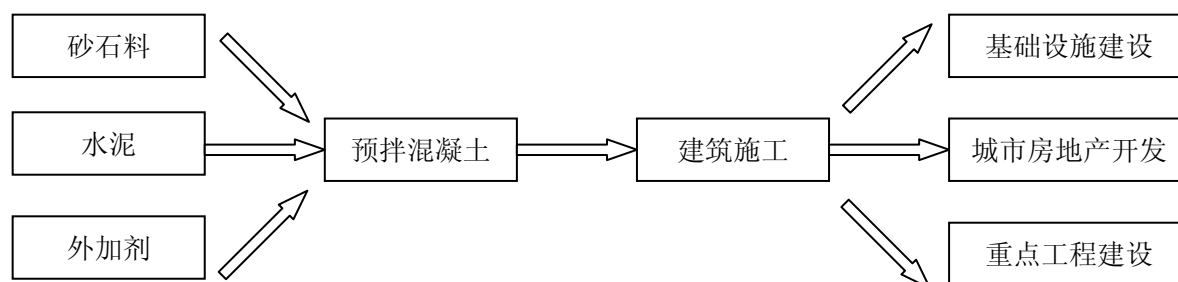
2.1、预拌混凝土行业的基本特点

预拌混凝土是与在施工现场现场搅拌的混凝土相对而言，是指由水泥、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。同现场搅拌混凝土相比，预拌混凝土具有能够提高混凝土质量的稳定性和可靠性、大大减少噪音和粉尘污染、有效节省资源的、提高混凝土强度和性能等优点。

一般来说，水泥、砂石料和添加剂是生产预拌混凝土的主要原材料，是本行业上游行业，而建筑施工、城市房地产等行业是预拌混凝土行业的主要客户，是本行业的下游行业。

图 1：预拌混凝土的上下游产业链



资料来源：公司招股说明书

预拌混凝土行业具有以下一些基本特点：

区域性特征。由于预拌混凝土在搅拌完成后必须在 2 小时内送到施工现场完成浇筑，因此预拌混凝土有明显的销售半径，一般在 50 公里以内，由此导致预拌混凝土经营具有显著的区域性特征。

季节性特征。预拌混凝土的生产须与建筑施工保持同步，由于建筑施工具有一定的季节性，在北方地区尤为明显，因此预拌混凝土行业具有较为明显的季节性特征。在北方地区，二、三季度为高峰期，四季度末和一季度为低谷期。

周期性特征。混凝土的需求量与固定资产投资规模密切相关，由于固定资产投资规模从长期来看受宏观经济周期性波动的影响较大，因此预拌混凝土行业也具有周期性特征。

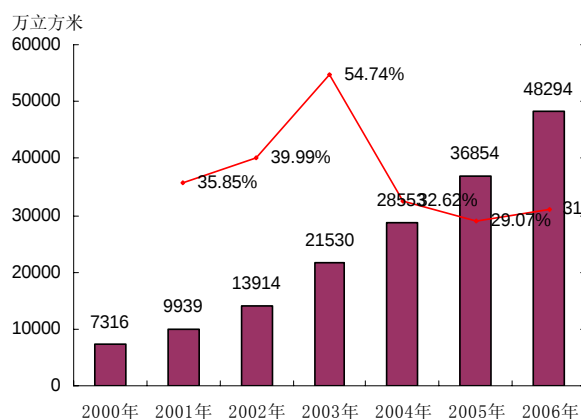
2.2、我国预拌混凝土行业目前处于起步阶段，未来发展空间广阔

2.2.1、我国的预拌混凝土比例还比较低

预拌混凝土产量占混凝土总用量的比例是衡量一个国家混凝土生产工业化水平的重要指标，目前主要发达国家该指标在 60% 以上，发达国家预拌混凝土发展已达到较高水平。

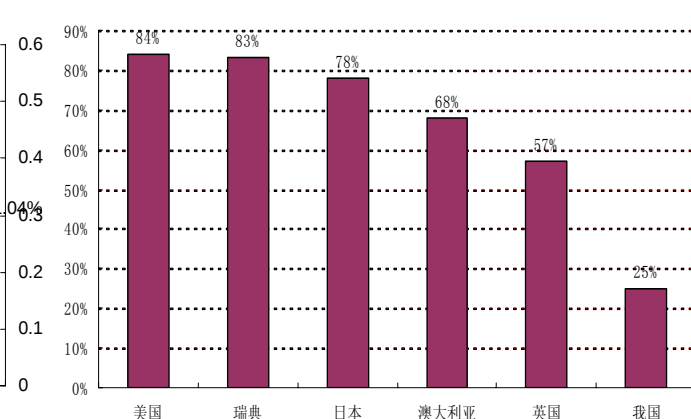
我国预拌混凝土发展起步较晚。改革开放以前，只是在大型工程和大型企业内存在少量使用预拌混凝土的情况，没有商品化的预拌混凝土。改革开放尤其是 1990 年以后，我国预拌混凝土发展速度开始加快，尤其是在华东、华南等经济发达地区。2000 年至 2006 年，预拌混凝土企业数量由 726 家增加到 2221 家，预拌混凝土产量由 7316 万平方米增长到 48294 万平方米，年均复合增长率达到 37%。

图 2：全国产量及增速



资料来源：公司招股说明书

图 3：搅拌混凝土产量占混凝土总用量比例的比较



资料来源：公司招股说明书

2.2.2、未来发展受益行业政策鼓励——政策及环保要求

预拌混凝土的产生和发展是混凝土发展历史上的一次革命，其实质就是把混凝土这种主要建筑材料从备料、拌制到运输等一系列生产环节从传统的施工系统中游离出来，成为一个独立的建筑材料加工预拌水泥行业的兴起有很多的因素。

应该说，近几年来预拌混凝土行业的快速发展与政府的支持推动和政策引导密不可分。我们认为在对节能减排和环保问题越来越重视的情况下，国家将进一步推动禁止现场搅拌混凝土工作的进行，并鼓励预拌混凝土在更大范围内发展起来。国家对于现场搅拌混凝土采取了禁止措施，各项时间表正在有条不紊的推进中：

◆ 2003 年，《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》规定“各地区应该采取措施，鼓励发展预拌混凝土和干混砂浆，将限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土纳入工作日程”；

◆ 2007 年，《关于在部分城市限期禁止现场搅拌砂浆工作的通知》规定“北京等 10 个城市从 2007 年 9 月 1 日起禁止在施工现场使用水泥搅拌砂浆（第一批）；重庆等 33 个城市从 2008 年 7 月 1 日起禁止在施工现场使用水泥搅拌砂浆（第二批）；长春等 84 个城市从 2009 年 7 月 1 日起禁止在施工现场使用水泥搅拌砂浆（第三批）。其他城市由各省级散装水泥主管部门会同相关部门根据各地具体情况提出禁止在施工现场使用水泥搅拌砂浆的具体时间表，并报商务部备案”

◆ 2009 年，《关于进一步做好城市禁止现场搅拌砂浆工作的通知》，进一步加大预拌砂浆的“禁现”工作力度。

2.2.3、竞争激烈、行业集中度较低，有利于行业龙头进一步整合市场

截至 2006 年底，全国有 2221 家预拌混凝土企业，平均产量约 22 万平方米，处于较低水平。2006 年，全国前十大预拌混凝土企业产量占全国总产量的比例为 7.84%，产业集中度低；全国预拌混凝土行业产能利用率约为 46%，产能利用率处于较低水平。以上数据表明，整体上预拌混凝土行业处于完全市场竞争状态，产业集中度低，市场竞争较为激烈。

表 2：2008 年度国内主要预拌混凝土生产企业

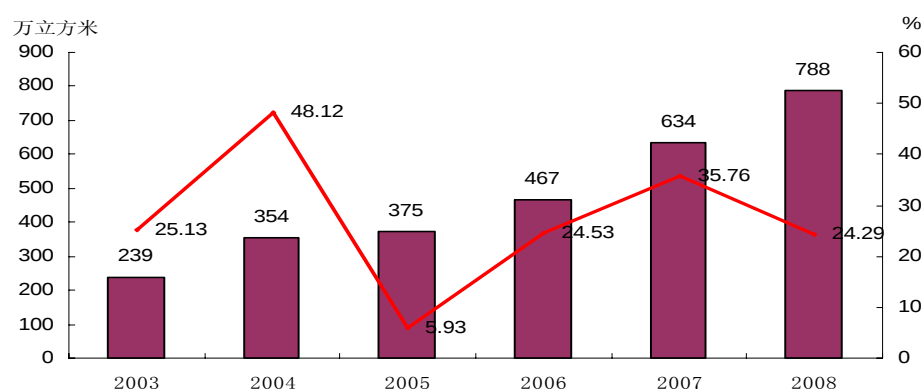
企业名称	经营区域	销量（万 m ³ ）	销售额（亿元）	搅拌机数（台）	泵车数量（台）	搅拌机数量（台）
上海建工材料	上海	1050.00	31.50	43	40	553
华新水泥	广东、广西	554.66	15.67	45	37	441
上海建工构件	上海	513.25	15.39	22	20	276
上海城建	上海	383.00	11.49	29	22	430
建国亚洲	上海、江苏	283.00	8.34	15	39	175
国产实业	江苏	254.00	7.10	8	24	130
西部建设	新疆	250.00	7.82	16	27	154
江苏巨凝	江苏	240.00	7.05	11	20	120
北京建工	北京	205.00	5.80	11	7	180
商砼中心						
路桥翔通	福建	203.88	5.68	6	25	120

资料来源：公司招股说明书

2.3、公司是新疆预拌混凝土行业龙头，未来新疆混凝土将保持较快增长需求

新疆预拌混凝土发展较晚，起步于 90 年代，2003 年《关于禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》发布后，新疆预拌混凝土行业出现快速发展，预拌混凝土企业迅速增加，预拌混凝土产量出现跨越式增长。目前新疆主要地级市均有预拌混凝土生产企业，全疆预拌混凝土企业家数已达 40 余家，预拌混凝土行业已呈现全面发展的态势。

图 4：新疆地区预拌混凝土产量及增速



资料来源：公司招股说明书

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。

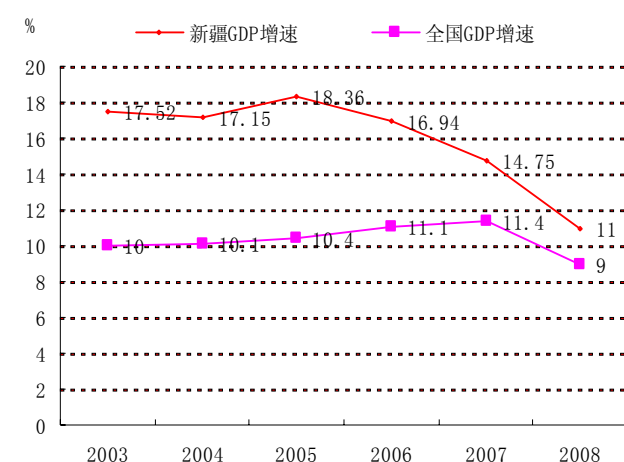
表 3：近三年市场占有率情况

地区	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
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

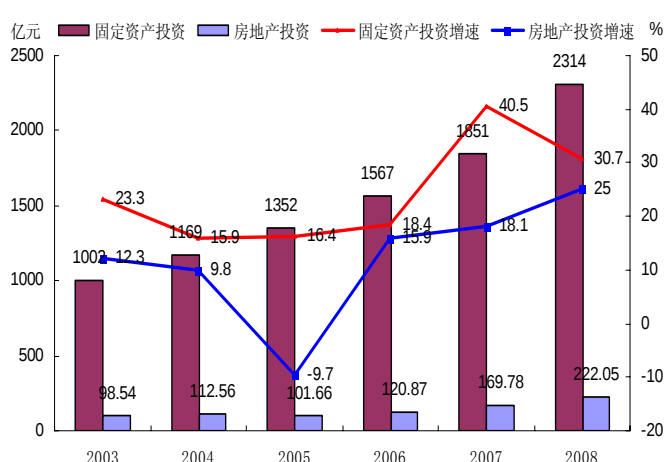
近年来，新疆地区全社会固定资产投资规模保持较快增长，而房地产投资在经历了 2005 年的下滑后，2006-2008 年保持着较快地增长；2008 年，新疆地区房地产投资达到 222.05 亿元。固定资产投资的增长，特别是房地产投资的快速增长，将使混凝土等基础建筑材料需求保持增长。我们认为在国家西部开发的战略政策指引下，特别是在国务院 32 号文件《国务院关于进一步促进新疆经济社会发展的若干意见》出台后，新疆地区社会、经济发展的步伐将加快，并将持续推动新疆地区混凝土行业的蓬勃发展。

图 5：2003-2008 新疆和全国 GDP 增速比较



资料来源：公司招股说明书

图 6：2003-2008 年新疆地区固定资产投资及房地产投资情况



资料来源：公司招股说明书

三、公司竞争优势及经营中存在的问题分析

3.1、公司竞争优势

3.1.1、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。

请务必阅读正文之后的重要声明

3.1.2、技术优势

公司一直非常重视技术开发投入，设立有专门从事新产品开发和检测的公司——西建科研，该公司是新疆唯一一家专门从事混凝土研究和检测的公司，2006 年曾获得建设部颁发的“‘十五’全国建设科技进步先进集体”称号。与区内企业相比，公司的技术优势具体体现在以下方面：1、公司掌握了磨细粉煤灰、磨细矿渣的生产和使用技术，在国内外处于领先水平，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；2、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、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。

3.1.3、规模优势

公司是中国前十大预拌混凝土生产企业和新疆地区最大的预拌混凝土生产企业，公司的产能、产量和资产规模与区域内的竞争对手相比具有显著的优势。2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年上半年公司在主要经营区域乌鲁木齐地区的产销量分别为 128.52 万 m³、135.57 万 m³、200.54 万 m³ 和 72.84 万 m³，市场占有率分别为 49.05%、42.69%、47.15%和 44.30%。随着公司预拌混凝土生产网点项目的投产，公司规模优势将进一步扩大。

3.1.4、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。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。

3.2、经营中存在的问题分析

3.2.1、对单一市场依赖过高

从公司 2006 年至 2009 年 1-6 月的经营状况来看，公司的乌鲁木齐地区的收入来源占到公司整体收入的比重分别为 82.50%、78.34%、79.45%和 73.91%。尽管收入比重近年来不断下降，但是还是在 70%以上，占比依然过大，说明公司的盈利对单一市场的依赖性过高。

表 4：乌鲁木齐地区占公司收入比重

地区	2009 年 1-6 月		2008 年		2007 年		2006 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
乌鲁木齐地区	21348.03	73.91%	62150.07	79.45%	35418.97	78.34%	33807.45	82.50%

资料来源：公司招股说明书

3.2.2、目前公司盈利中税收优惠影响过大

公司 2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年 1-6 月，公司因所生产产品被认定为资源综合利用产品而免缴增值税金额分别为 2240.84 万元、2315.37 万元、4196.47 万元和 1340.78 万元，对归属母公司股东净利

润的影响分别为 1859.34 万元、1872.84 万元、3364.92 万元和 1100.24 万元，占当期比例分别为 33.03%、29.33%、51.86%和 41.04%。

另外，公司目前按 15%的企业所得税优惠税率进行缴纳，但 2010 年开始公司所得税比率将调升为 25%。如果按照 25%计算，2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年 1-6 月因享受减按 15%的税率征收企业所得税的税收优惠政策而减免的所得税对归属母公司股东净利润的影响分别为 453.14 万元、638.24 万元、967.46 万元和 275.39 万元，占当期比例分别为 8.05%、9.99%、14.91%和 10.26%。

两项合计，2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年 1-6 月的税收优惠占到当期归属于母公司所有者的净利润的比例为 41.08%、39.32%、66.77%和 51.30%，我们可以发现税收优惠对于公司利润的贡献超过 40%，未来假如优惠政策发生改变，对公司利润产生的影响将是巨大的。

四、募集资金投向项目

公司此次拟向社会公开发行人 3500 万股，募集资金将主要用于三大项目（见表）：1、商品混凝土生产网点建设项目；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；3、年产 15 万吨干混砂浆生产线项目。

表 5：公司发行募集资金投入项目及投入时间进度表

序号	项目名称	募投资金投入时间进度				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	—	8316.76	2382.40	5884.43	16583.65
	其中：开发区搅拌站	—	4614.90	—	—	4614.90
	米东区搅拌站	—	—	—	3410.46	3410.46
	昌吉搅拌站	—	3701.86	—	—	3701.86
	伊宁搅拌站	—	—	—	2474.03	2474.03
	哈密搅拌站	—	—	2382.40	—	2382.40
2	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	1453.79	1046.21	—	—	2500.00
3	年产 15 万吨干混砂浆生产线项目	—	—	2033.00	1016.49	3049.49
	合计	1453.79	9362.97	4415.40	6900.92	22133.14

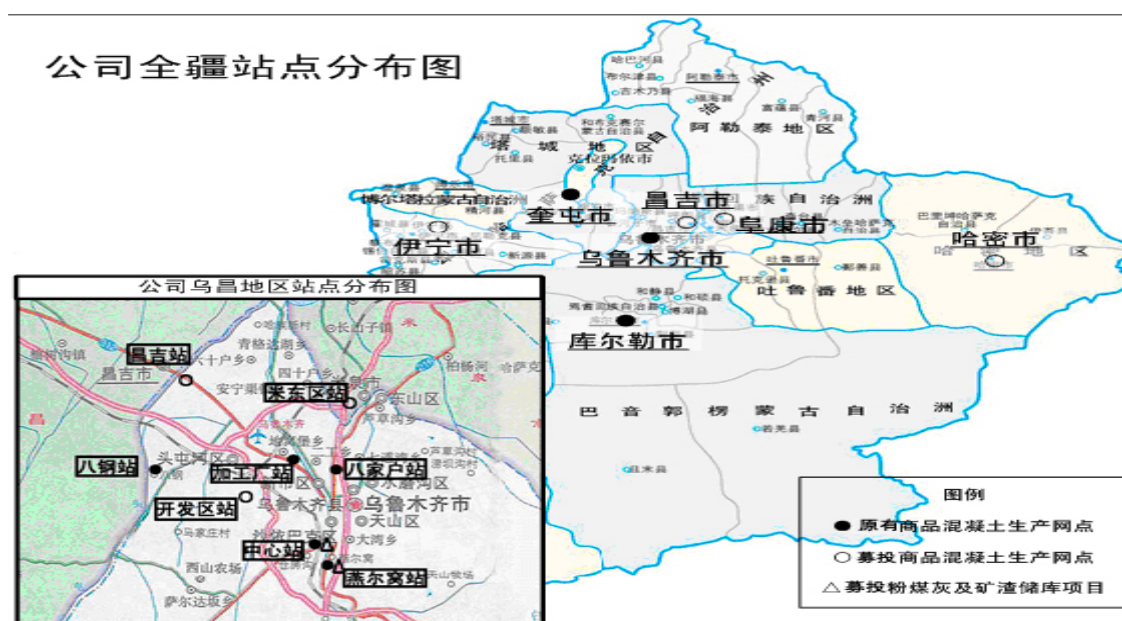
资料来源：公司招股说明书

此次募投项目将对公司产生以下方面影响：

1、网点布局更加全面。公司原先布局在乌鲁木齐、奎屯和库尔勒，此次新建项目集中在开发区、米东、昌吉、伊宁和哈密地区，布局更加完善，更加能够充分享受新疆各地区基建建设和房地产建设带来的好处；

2、增加产能和收入。此次募集资金项目建成投产后，将新增预拌混凝土生产网点 5 处，预拌混凝土生产能力 100 万 m³/平方米，磨细粉煤灰储存能力 6.7 万吨/年，干混砂浆生产能力 15 万吨/年。

图 7：公司已有和募集生产网点一览



资料来源：公司招股说明书

五、盈利预测及估值

5.1、盈利预测

表 6：西部建设盈利预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	409.96	452.92	783.20	878.35	1009.76
减：营业成本	327.80	368.34	644.95	713.31	820.02
营业税金及附加	0.62	0.60	0.51	0.57	0.66
营业费用	4.28	6.23	12.69	14.23	16.36
管理费用	21.28	-0.17	25.43	28.52	32.79
财务费用	3.18	5.09	9.07	9.40	7.45
资产减值损失	2.28	-2.58	6.99	7.00	7.00
加：投资收益	0.20	3.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	50.85	79.15	83.55	105.31	125.48
加：其他非经营损益	1.10	0.63	0.63	0.00	0.00
利润总额	51.95	79.78	84.18	105.31	125.48
减：所得税	-6.61	12.01	12.46	15.80	31.37
净利润	58.55	67.77	71.71	89.51	94.11
减：少数股东损益	2.26	3.91	6.83	8.52	8.96
归属母公司股东净利润	56.29	63.86	64.89	80.99	85.15

资料来源：爱建证券研究总部

5.2、估值

根据上面盈利预测给出的业绩预测，公司 2008 年、2009 年、2010 年每股收益（按此次发行后总股本摊薄计算）约为 0.46 元、0.57 元、0.61 元。由于公司是预拌混凝土行业国内第一家上市公司，因此并没有业务上完全类似的公司可以作为参考。而公司的业务主要同水泥行业紧密相关，其下游需求影响因素也和水泥行业基本类似。因此，我们就选取 A 股市场主要的业绩相对稳定的 10 家水泥企业的业绩和估值情况进行对比分析。

按照公司 08 年、09 年的业绩以及相关水泥类上市公司 08 年、09 年的估值情况，我们大体上可以得出公司二级市场上的合理价格大概为 11.38 元- 13.98 元。

表 7：水泥板块同类企业盈利及估值

证券代码	证券名称	股价	2008A	2009E	2010E	2008PE	2009PE	2010PE
000401	冀东水泥	14.75	0.41	0.72	1.01	35.98	20.47	14.57
000789	江西水泥	6.74	0.12	0.24	0.38	54.49	27.81	17.89
000877	天山股份	15.55	0.62	0.97	1.23	25.08	15.98	12.69
002233	塔牌集团	15.13	0.54	0.67	0.95	28.02	22.69	15.98
600425	青松建化	11.71	0.33	0.56	0.79	35.48	20.81	14.80
600449	赛马实业	27.65	1.57	1.84	2.27	17.61	15.05	12.16
600585	海螺水泥	43.19	1.55	2.01	2.57	27.86	21.50	16.81
600720	祁连山	13.32	0.45	0.73	0.94	29.87	18.18	14.16
600801	华新水泥	20.86	1.18	1.40	1.84	17.68	14.90	11.33
600881	亚泰集团	8.27	0.26	0.37	0.47	31.81	22.33	17.75
平均						30.39	19.97	14.81

资料来源：爱建证券研究总部

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

● 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

