

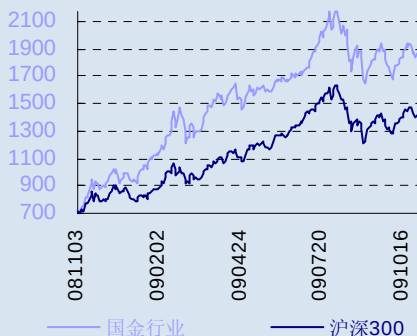
2009 年 11 月 02 日

目标价格(人民币): 13.72 元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	15.00
发行 A 股数量(百万股)	28.00
总股本(百万股)	140.00
国金其它非金属指数	1869.52
沪深 300 指数	3280.37
中小板指数	4882.35



西部建设 (002302.SZ)

——第一家纯预拌混凝土主业公司

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.751	0.608	0.618	0.588	0.686	0.691
净利润增长率	N/A	13.45%	1.60%	26.81%	16.73%	0.65%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	29.17	57.46	25.91	25.91	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.6	20.6	N/A	N/A
净资产收益率	17.19%	21.74%	18.09%	9.90%	11.29%	10.40%
每股净资产(元)	4.36	2.80	3.41	5.94	6.08	6.64
已上市流通 A 股(百万股)	N/A	N/A	N/A	28.00	28.00	28.00
总股本(百万股)	75.00	105.00	105.00	140.00	140.00	140.00

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 西部建设是西北地区最大的预拌混凝土生产企业,是全国十大预拌混凝土生产企业,2008 年排名全国第七,是集混凝土科研、生产、加工、销售于一体的区域龙头企业。
- 公司主要在乌鲁木齐、奎屯和库尔勒经营预拌混凝土。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处于全国领先地位。
- 城市化进程和政策扶持是行业发展的双引擎。随着我国城市化和工业化的进行,对于预拌混凝土需求的不断增加将为行业未来发展奠定良好基础。此外,西部大开发战略及中央对于新疆地区的加大投入有望使公司所在区域获得高于行业平均水平的增长速度。
- 我们预测 2009~2010 年,公司实现营业收入分别为 8.52、9.13、9.86 亿元,同比增长 8.8%、7.2%、8.0%。归属母公司净利润分别为 82、96、97 万元,同比增长 26.81%、16.73%、0.65%,按照发行 3500 万股本,即当前股本 1.4 亿股计算,全面摊薄后 EPS 分别为 0.588、0.686、0.691 元。
- 根据我们重点覆盖建材类公司的目标估值水平,我们给予西部建设 2010 年 20 倍 PE,则公司的合理估值为 13.72 元。

贺国文

 (8621)61038234
 hegwa@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

内容目录

西部建设 - 国内第一家纯混凝土业务上市公司	3
西部建设 - 西部最大的混凝土企业	4
公司的竞争优势与行业发展机遇	5
立足乌市，辐射全疆，主业竞争优势将继续得到突出与加强	5
城市化进程和政策扶持是行业发展的双引擎，行业面临良好外部环境	7
西部大开发战略及中央对于新疆地区的加大投入有望使公司所在区域获得高于行业平均水平的增长速度	9
盈利预测与股票估值	9
盈利预测	9
股票估值	10
风险提示	10

图表目录

图表 1: 混凝土的工艺流程	3
图表 2: 混凝土的成本结构图	3
图表 3: 混凝土的下游去向	4
图表 4: 2008 年重点商品混凝土企业销量排名	4
图表 5: 2008 年重点商品混凝土企业销售额排名	4
图表 6: 2008 年预拌混凝土、预拌砂浆销售收入构成	5
图表 7: 2008 年主要地区市场占有率（%）	5
图表 8: 2003 - 2008 年乌鲁木齐市预拌混凝土产量	6
图表 9: 公司与乌鲁木齐地区其他竞争对手 2008 年产量对比（万 m ³ ）	6
图表 10: 公司与乌鲁木齐地区其他竞争对手搅拌能力对比（万 m ³ /年）	6
图表 11: 近三年公司水泥单耗逐年下降（吨/m ³ ）	6
图表 12: 近三年公司管理费用占比逐年下降	7
图表 13: 全国预拌混凝土产量(万 m ³)及增速图	7
图表 14: 主要发达国家预拌混凝土产量占混凝土总产量的比例	8
图表 15: 人均 GDP（元）及城镇化水平持续快速提高	8
图表 16: 固定资产投资、房地产开发投资不断加快（千亿元）	8
图表 17: 行业相关鼓励政策	9
图表 18: 近 5 年水泥产量增速图	9
图表 19: 近 5 年房地产开发投资增速图	9

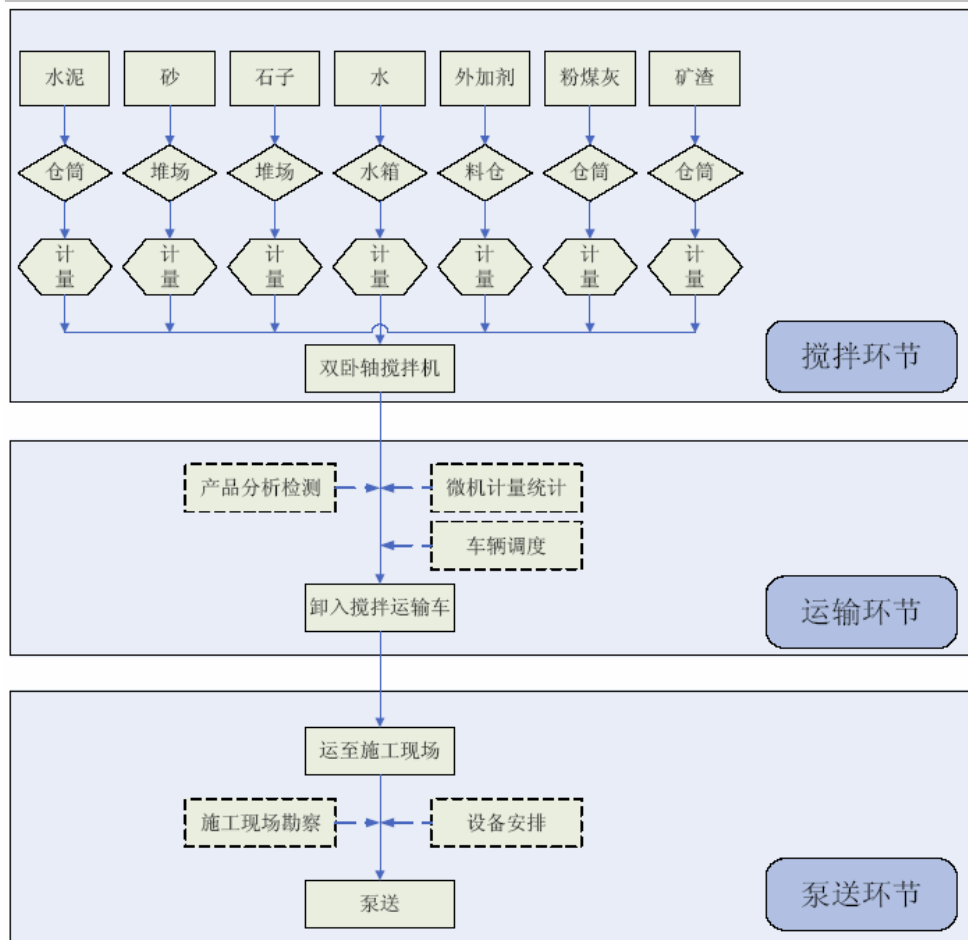
西部建设 - 国内第一家纯混凝土业务上市公司

- 西部建设作为国内第一家纯混凝土业务的上市公司，我们有必要先将混凝土的基本知识做一个简单介绍。

图表1：混凝土的工艺流程

大部分水泥是通过混凝土的形式进入到最终使用阶段的，考虑到混凝土的即产即销特点，可以视为与水泥同步运行的行业，因此，我们经常用混凝土的需求订单情况来侧面印证水泥的需求形势。

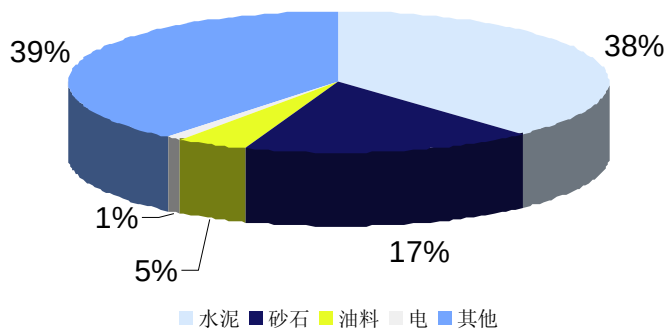
预拌混凝土业务总共分为三个环节：搅拌-运输-泵送



来源：国金证券研究所

图表2：混凝土的成本结构图

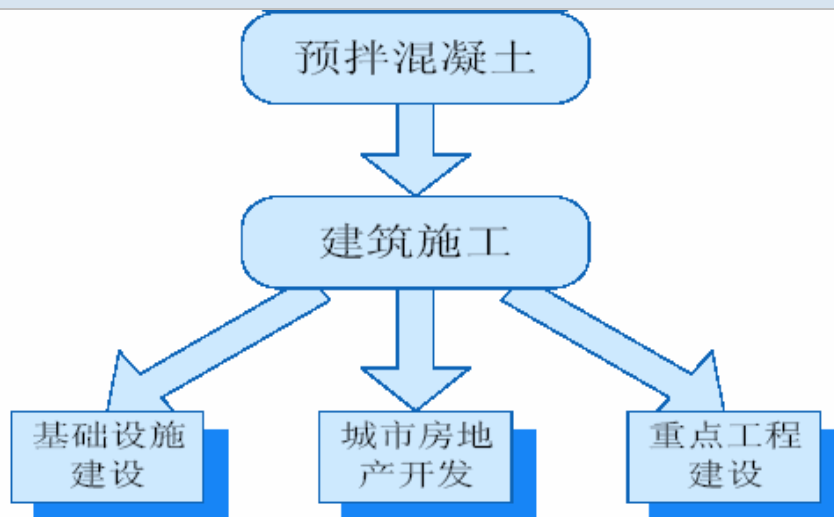
水泥和砂石是混凝土的主要原材料，其占成本的比例大约在 50%~60%，这两者的价格变动是影响行业利润的重要因素。



来源：国金证券研究所

图表3：混凝土的下游去向

预拌混凝土的下游去向和水泥很相似，也是集中在房地产、基础设施和重点工程领域。

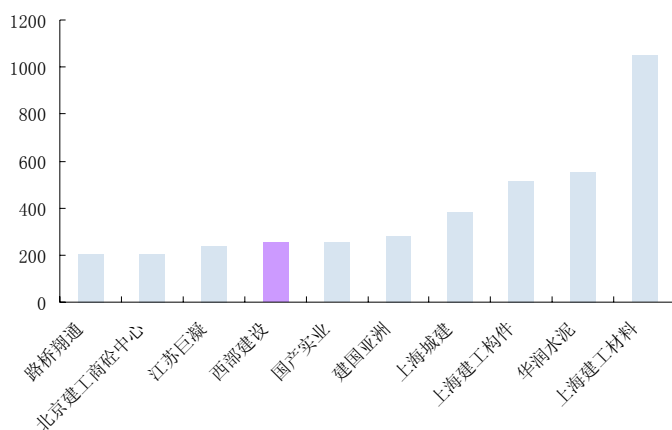


来源：国金证券研究所

西部建设 - 西部最大的混凝土企业

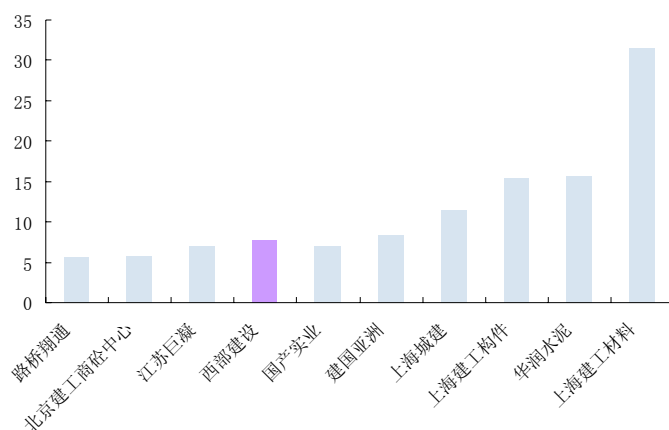
- 西部建设是西北地区最大的预拌混凝土生产企业，是全国十大预拌混凝土生产企业，2008 年排名全国第七，是集混凝土科研、生产、加工、销售于一体的区域龙头企业。

图表4：2008 年重点商品混凝土企业销量排名
(万 m³)



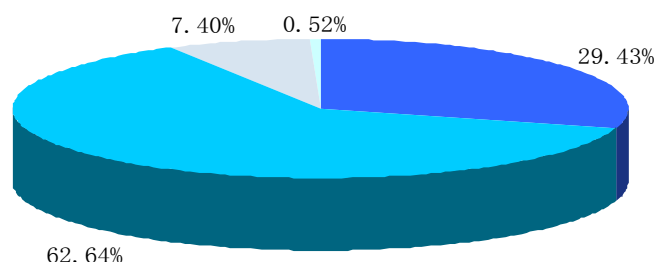
来源：国金证券研究所

图表5：2008 年重点商品混凝土企业销售额排名
(亿元)



- 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。
- 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处于全国领先地位。

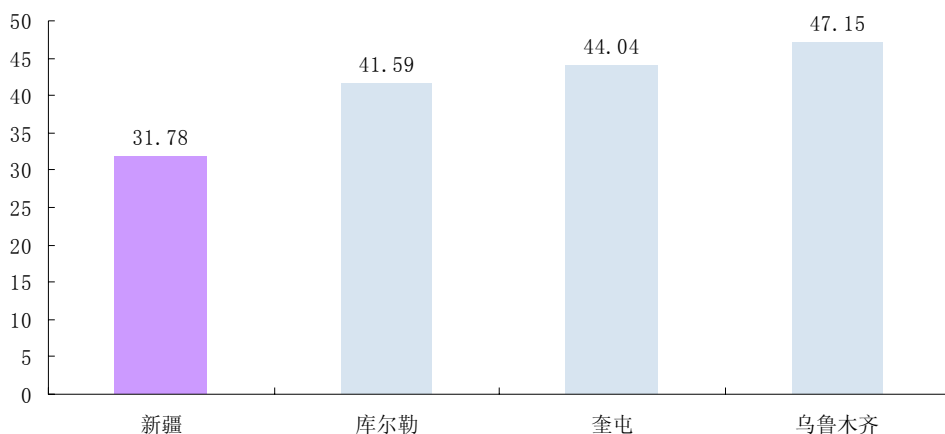
图表6：2008年预拌混凝土、预拌砂浆销售收入构成



■ 低标号混凝土 ■ 中标号混凝土 ■ 高标号混凝土 ■ 预拌砂浆

来源：国金证券研究所

图表7：2008年主要地区市场占有率 (%)



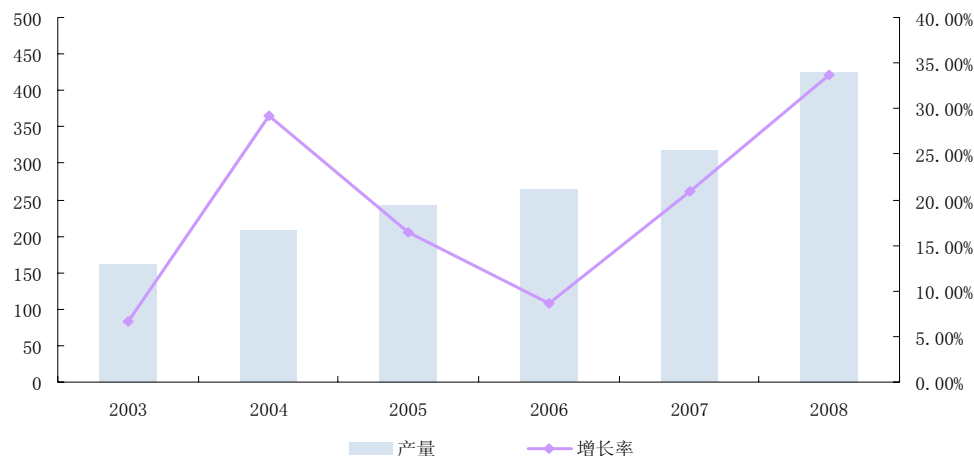
来源：国金证券研究所

公司的竞争优势与行业发展机遇

立足乌市，辐射全疆，主业竞争优势将继续得到突出与加强

- 从预拌混凝土的使用情况看，乌鲁木齐市是新疆首批禁止现场搅拌的城市，预拌混凝土发展水平较高，该地区用量占新疆市场总量的比例在 60% 左右，近几年一直保持稳定增长态势。

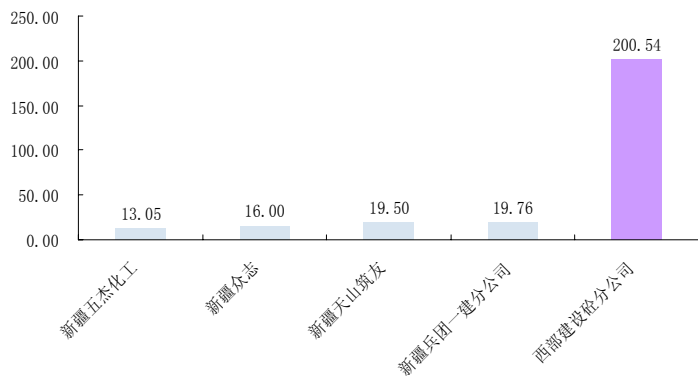
图表8：2003 - 2008 年乌鲁木齐市预拌混凝土产量



来源：国金证券研究所

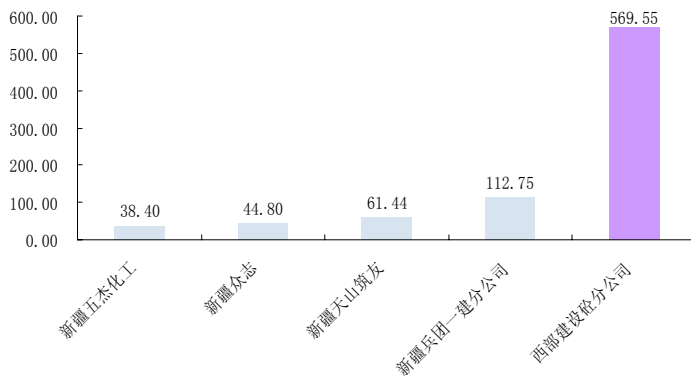
- 公司在乌鲁木齐地区的市场占有率保持在 40% 以上，居于主导地位，本次募集资金运用将会在乌鲁木齐新建两个站点，公司搅拌站点布局将会更加完善，公司的市场覆盖能力和供应能力将会得到进一步增强。

图表9：公司与乌鲁木齐地区其他竞争对手 2008 年产量对比 (万 m³)



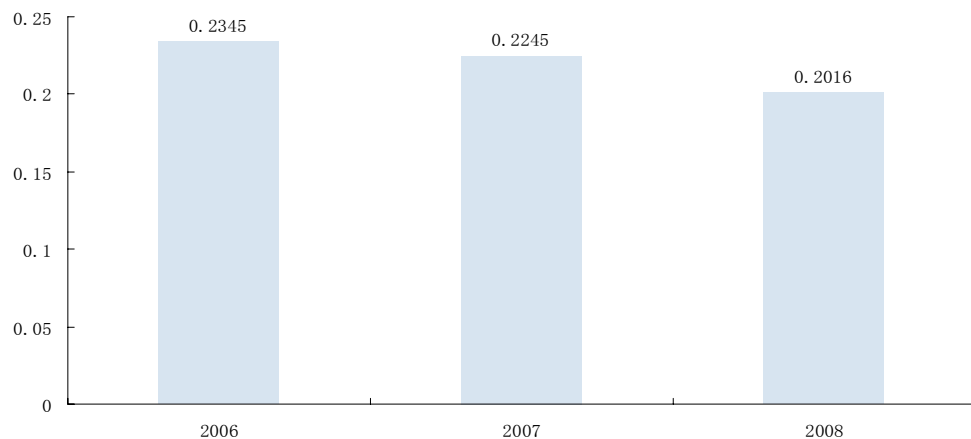
来源：国金证券研究所

图表10：公司与乌鲁木齐地区其他竞争对手搅拌能力对比 (万 m³/年)



- 公司大量使用粉煤灰、矿渣等废弃物和废矿石，公司近两年在混凝土生产过程中的水泥单耗大幅下降，公司在成本方面的优势将更加明显。

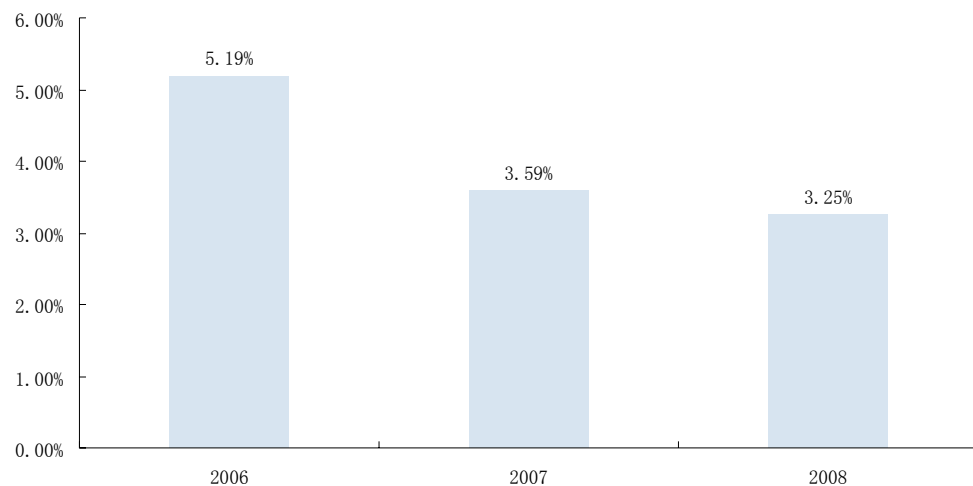
图表11：近三年公司水泥单耗逐年下降 (吨/m³)



来源：国金证券研究所

- 混凝土的生产、销售与建筑施工需要同步进行的行业特点，对企业的生产管理能力和移动设备的调度管理能力都提出了很高的要求，西部建设已经形成了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，公司管理能力在行业内处于领先水平；公司主要管理人员具有建筑施工企业的管理经验，使预拌混凝土的生产与施工企业的浇注施工衔接紧密。

图表12：近三年公司管理费用占比逐年下降

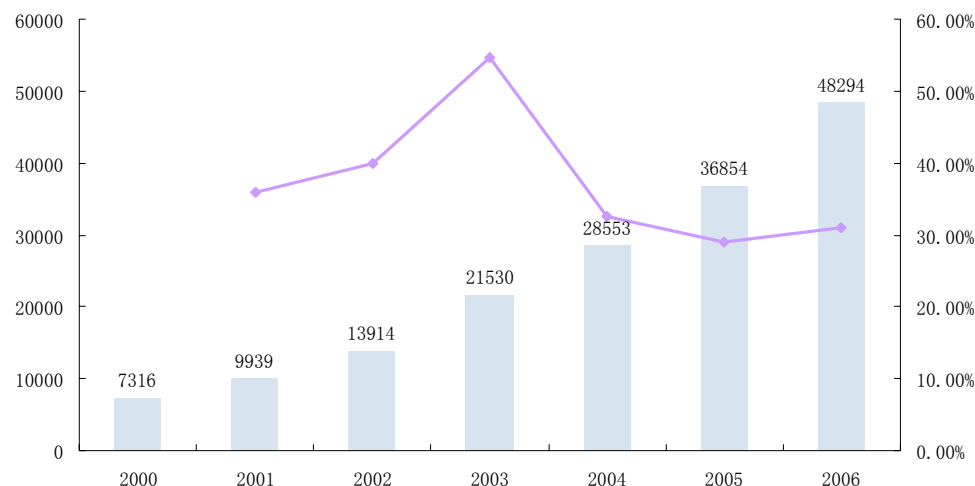


来源：国金证券研究所

城市化进程和政策扶持是行业发展的双引擎，行业面临良好外部环境

- 公司预拌混凝土产品主要用于基建和民用设施建设中，重大合同由三类项目构成：1，房地产；2，工业项目；3，城市公共设施建设，这其中房地产需求占比约为 50%，余下一半用来满足工业项目和城市建设项目需求。
- 近年来，我国对于预拌混凝土的需求在逐渐增加。

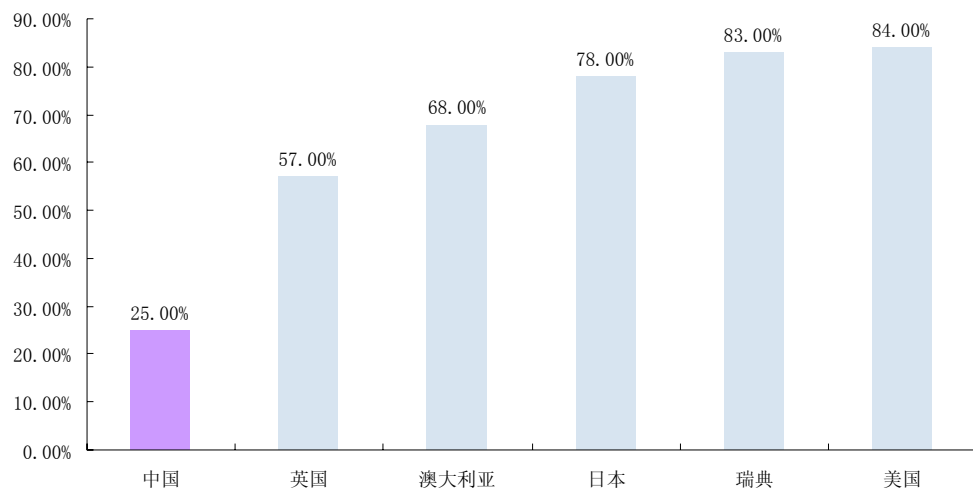
图表13：全国预拌混凝土产量(万 m³)及增速图



来源：国金证券研究所

- 目前我国预拌混凝土的使用水平与主要发达国家相比还有巨大差异，这为未来预拌混凝土行业发展预留了充足的空间。

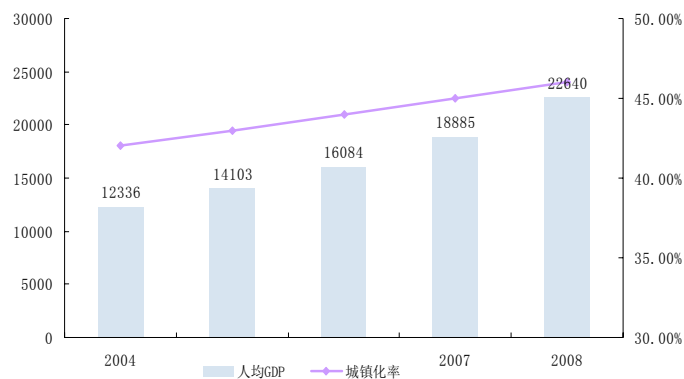
图表14：主要发达国家预拌混凝土产量占混凝土总产量的比例



来源：国金证券研究所

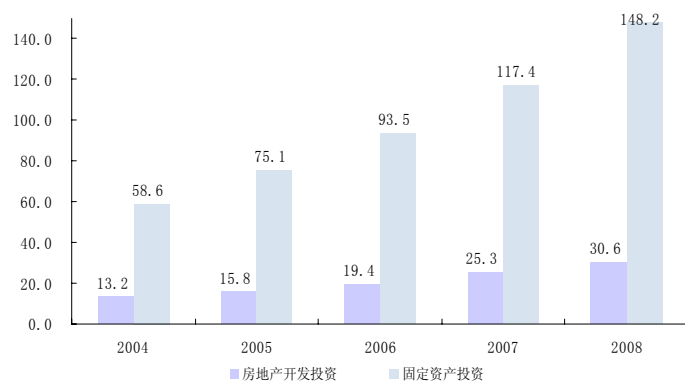
- 随着我国城市化和工业化的进行，城镇化率将逐步提高，固定资产及房地产投资增速将持续加快，对于预拌混凝土需求的不断增加将为行业未来发展奠定良好基础。

图表15：人均GDP（元）及城镇化水平持续快速提高



来源：国金证券研究所

图表16：固定资产投资、房地产开发投资不断加快（千亿元）



- 发展预拌混凝土和干混砂浆是发展散装水泥的重要途径，这对于节能环保具有重要意义，所以无论从国外历史经验看还是从国内政策导向看，预拌混凝土行业都将得到国家的大力支持，进而拓宽行业的发展空间并提高行业的进入门槛。

图表17：行业相关鼓励政策

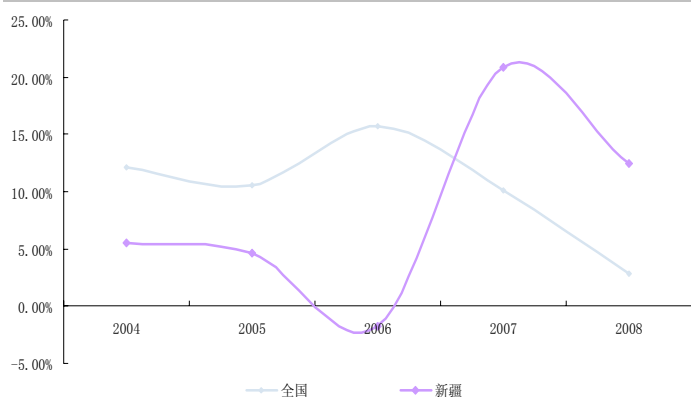
《产业结构调整指导目录》	将“商品混凝土、商品砂浆及其施工技术开发”列为鼓励发展类产品。
《散装水泥管理办法》	县级以上地方人民政府有关部门应当鼓励发展预拌混凝土和预拌砂浆。
《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》	对 124 个城市和省辖市的禁现时间作了明确规定：“各地区应当采取措施，鼓励发展预拌混凝土和干混砂浆，将限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土纳入工作日程”。
《关于“十一五”期间加快散装水泥发展的指导意见》	县级以上地方人民政府有关部门应当鼓励发展预拌混凝土和预拌砂浆，根据实际情况限期禁止城市市区现场搅拌混凝土。
《关于在部分城市限期禁止现场搅拌砂浆工作的通知》	对 127 个城市分三批确定了禁止现场搅拌砂浆的时间表，并要求其他城市根据情况制定禁止现场搅拌砂浆的时间表。

来源：国金证券研究所

西部大开发战略及中央对于新疆地区的加大投入有望使公司所在区域获得高于行业平均水平的增长速度

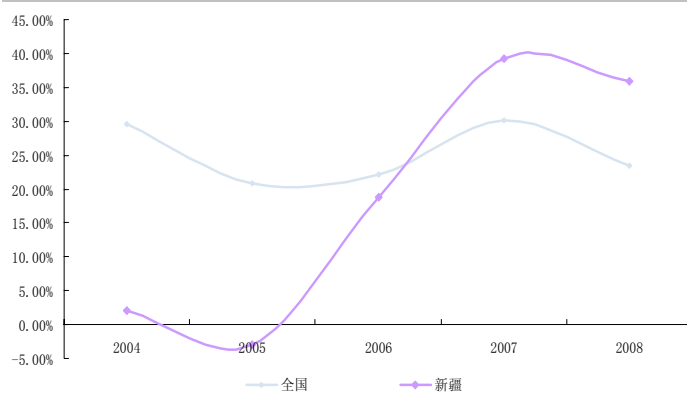
- 根据西部大开发的战略规划，新疆是实施西部大开发战略的重要区域之一。2007 年国务院又发布了《关于进一步促进新疆经济社会发展若干问题的意见》，将促进新疆经济社会发展提升到了国家发展战略的高度，在此背景下，新疆地区未来工业化和城市化进程将会加快，预拌混凝土行业发展与地区经济社会发展息息相关，预计也将保持快速增长。
- 由于水泥绝大部分是应用于混凝土（含混凝土预制件）产品的生产，因此，水泥产量的增加可以间接反映出该地区混凝土市场的增长。2006 年~2007 年间，新疆地区水泥产量增速和房地产开发投资增速双双超越各自行业平均水平，这也预示着新疆预拌混凝土行业将以高于行业平均水平的速度增长。

图表18：近 5 年水泥产量增速图



来源：国金证券研究所

图表19：近 5 年房地产开发投资增速图



盈利预测与股票估值

盈利预测

- 我们对西部建设的盈利预测摘要如下：

- ◆ 我们预测 2009~2010 年，公司实现营业收入分别为 8.52、9.13、9.86 亿元，同比增长 8.8%、7.2%、8.0%。
- ◆ 2009~2011 年，归属母公司净利润分别为 82、96、97 万元，同比增长 26.81%、16.73%、0.65%，按照发行 3500 万股本，即当前股本 1.4 亿股计算，全面摊薄后 EPS 分别为 0.588、0.686、0.691 元。

股票估值

- 根据我们重点覆盖建材类公司的目标估值水平，我们给予西部建设 2010 年 20 倍 PE，则公司的合理估值为 13.72 元，

风险提示

- 原材料成本所占预拌混凝土生产成本的比例一般在 70%以上，未来原材料尤其水泥价格的变动将对公司的经营业绩和财务状况产生重大影响。
- 产品过于依赖单一市场，如果未来乌鲁木齐等主要销售区域因竞争加剧或需求下降而使行业景气发生变化，将对公司业务造成不良影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	410	453	783	852	913	986
增长率		10.5%	72.9%	8.8%	7.2%	8.0%
主营业务成本	-328	-368	-645	-700	-742	-800
% 销售收入	80.0%	81.3%	82.3%	82.2%	81.3%	81.1%
毛利	82	85	138	152	171	186
% 销售收入	20.0%	18.7%	17.7%	17.8%	18.7%	18.9%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-1	-1
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-4	-6	-13	-14	-16	-19
% 销售收入	1.0%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%
管理费用	-21	0	-25	-26	-27	-30
% 销售收入	5.2%	0.0%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	56	78	100	111	126	136
% 销售收入	13.7%	17.2%	12.7%	13.0%	13.8%	13.8%
财务费用	-3	-5	-9	-3	-2	-6
% 销售收入	0.8%	1.1%	1.2%	0.4%	0.2%	0.7%
资产减值损失	-2	3	-7	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	0	0	0	0
% 税前利润	0.4%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	51	79	84	106	124	130
营业利润率	12.4%	17.5%	10.7%	12.4%	13.5%	13.2%
营业外收支	1	1	1	1	1	1
税前利润	52	80	84	107	124	130
利润率	12.7%	17.6%	10.7%	12.5%	13.6%	13.2%
所得税	7	-12	-12	-16	-19	-23
所得税率	-12.7%	15.1%	14.8%	15.0%	15.0%	17.3%
净利润	59	68	72	91	106	108
少数股东损益	2	4	7	8	10	11
归属于母公司的净利	56	64	65	82	96	97
净利率	13.7%	14.1%	8.3%	9.7%	10.5%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	59	68	72	91	106	108
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	27	25	41	61	98	130
非经营收益	3	2	7	10	7	11
营运资金变动	-38	44	-77	27	-11	-12
经营活动现金净流	51	139	42	188	199	236
资本开支	-53	-51	-118	-287	-293	-164
投资	3	2	3	-1	0	0
其他	-4	-3	0	0	0	0
投资活动现金净流	-53	-52	-115	-288	-293	-164
股权募资	0	0	0	408	-58	0
债权募资	2	30	75	-160	172	-42
其他	-24	-104	-10	-13	-26	-30
筹资活动现金净流	-22	-74	65	235	89	-72
现金净流量	-24	14	-8	135	-6	0

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	108	125	121	256	250	250
应收款项	186	163	247	214	230	249
存货	5	7	13	11	11	12
其他流动资产	46	18	13	23	28	34
流动资产	345	313	394	503	519	545
% 总资产	64.8%	58.1%	53.3%	47.0%	40.5%	40.5%
长期投资	3	24	24	25	24	24
固定资产	173	190	293	505	688	710
% 总资产	32.5%	35.3%	39.6%	47.2%	53.6%	52.8%
无形资产	7	7	21	36	50	64
非流动资产	187	225	345	568	764	799
% 总资产	35.2%	41.9%	46.7%	53.0%	59.5%	59.5%
资产总计	533	538	739	1,071	1,283	1,344
短期借款	70	100	160	0	172	130
应付款项	69	81	117	116	123	132
其他流动负债	39	34	52	67	70	74
流动负债	178	214	329	182	365	336
长期贷款	10	10	25	25	25	25
其他长期负债	0	3	2	0	0	0
负债	188	227	356	207	390	361
普通股股东权益	327	294	359	831	851	930
少数股东权益	17	17	24	32	42	53
负债股东权益合计	533	538	739	1,071	1,283	1,344

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.536	0.608	0.618	0.588	0.686	0.691
每股净资产	4.364	2.797	3.415	5.936	6.080	6.640
每股经营现金净流	0.680	1.350	0.397	1.344	1.421	1.689
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	17.20%	21.75%	18.10%	9.90%	11.29%	10.40%
总资产收益率	10.56%	11.87%	8.78%	7.68%	7.49%	7.19%
投入资本收益率	14.86%	15.63%	14.89%	10.60%	9.81%	9.93%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	10.48%	72.92%	8.77%	7.16%	7.96%
EBIT增长率	N/A	39.21%	27.83%	11.28%	13.56%	8.42%
净利润增长率	N/A	13.46%	1.60%	26.81%	16.73%	0.65%
总资产增长率	N/A	0.95%	37.35%	44.93%	19.78%	4.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.7	115.6	79.3	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	2.9	6.0	5.8	5.5	5.5	5.5
应付账款周转天数	25.8	52.9	42.3	42.0	42.0	42.0
固定资产周转天数	154.1	141.3	136.4	207.4	274.8	262.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.17%	-4.68%	16.82%	-26.72%	-5.92%	-9.67%
EBIT利息保障倍数	17.6	15.3	11.0	35.8	58.4	21.1
资产负债率	35.35%	42.21%	48.22%	19.37%	30.38%	26.86%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
 目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
 询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化平均市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。