

建筑材料

西部建设(002302.SZ)/20.40 元

守望高成长，估值已明显折让并存向上空间

独到见解

需求是混凝土业务的主要关注点，混凝土公司的投资逻辑是“一提一扩”，即产能利用率的提升（内生扩张），和产能扩张（外延式扩张），主要的限制条件是资金而非产能。公司“一提一扩”的投资逻辑在未来三年内是存在的，公司相对同行而言是具有明显的资金优势，未来守望高成长。公司估值水平已经达到历史低点。

投资要点

- **需求面临高增长。**发达国家商品混凝土占比约为 70%-80%，而我国目前商混占比约为 30%，按照政府的时间表，正处于由省会城市向三四线城市推广的阶段，同时，新疆“十二五”投资要翻一番多，新疆需求在爆发式增长的前期。“十二五”期间新疆固定资产投资增速至少在 20%以上，按照过去全国的经验，商品混凝土需求增速为固定资产投资的 2 倍左右，意味着“十二五”期间新疆商品混凝土行业整体将有 40%左右的增长，10 年增速高达 44%。公司作为区域龙头企业加之资金优势，增速应当不低于行业。
- **原材料引起的毛利率的下降属于递延资产，配置产业链中游的时点到。**商品混凝土行业是拥有独占性资源的加工行业，虽然混凝土行业对水泥的需求是刚性的，但是建筑企业对混凝土的需求也是刚性的，只要水泥价格不发生大幅波动，混凝土企业的毛利率将会相对稳定。水泥价格上涨带来的毛利率下降属于递延资产，配置中游的时点到。
- **估值明显折让，首次关注并给予推荐评级。**预测公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.64、1.18、1.85 元，对应动态 PE 为 30X、16X、10X，公司混凝土业务和水泥业务合理市值约为 46 亿，目前市值 42 亿，较合理市值有 10%的折让，资金和需求限制放松后估值存在较大向上空间。剔除水泥业务估值，单纯混凝土业务 11 年动态 PE 仅为 22X，达到历史低点，并已较海南瑞泽明显折让。

风险提示

宏观经济的风险。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	1365	1987	2920	3826
同比增速(%)	49%	46%	47%	31%
净利润(百万)	107	134	247	389
同比增速(%)	35%	25%	84%	58%
每股盈利(元)	0.51	0.64	1.18	1.85
市盈率(倍)	36.87	29.57	16.03	10.17

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：张弛

Tel: 010-59370823

Email: zhangchi@hczq.com

投资评级

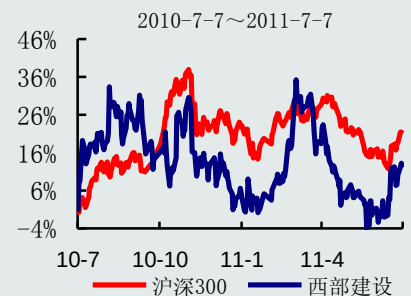
投资评级：推荐

评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	21000
流通 A 股/B 股(万股)	9745/0
资产负债率(%)	42.16
每股净资产(元)	4.55
市盈率(倍)	-131.63
市净率(倍)	4.48
12 个月内最高/最低价	26.16/17.4

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

目录

一、混凝土业务：投资逻辑是“一提一扩”	3
1. 需求面临高增长，行业整体处在加速增长阶段	3
2. 原材料引起的毛利率的下降更像是一种递延资产，配置产业链中游的时候到了	4
3. 从横截面数据看，门槛影响毛利率水平	5
二、水泥业务：基数小增速高	6
三、盈利预测和估值	7
1. 盈利预测	7
2. 估值	8
四、风险提示	9

图表目录

图表 1 全国商品混凝土产量当月同比	3
图表 2 全国混凝土产量累计同比	3
图表 3 公司 10 年收入分地区情况	4
图表 4 2010 收入分地区占比	4
图表 5 2009 收入分地区占比	4
图表 6 单季度毛利率和单季度营业收入	5
图表 7 公司单季度报表部分财务数据，货币资金在历史高位	5
图表 8 2010 公司毛利率	6
图表 9 2009 年公司毛利率	6
图表 10 公司水泥生产线布局（包括拟建）	6
图表 11 新疆水泥价格走势	7
图表 12 2011 年预计新投产产能	7
图表 13 混凝土业务收入和毛利率预测	7
图表 14 公司水泥生产线盈利假设和测算	8
图表 15 水泥业务净利润预测	8
图表 16 混凝土可比估值	8
图表 17 西部建设动态 PE	8
图表 18 新疆水泥可比估值	9

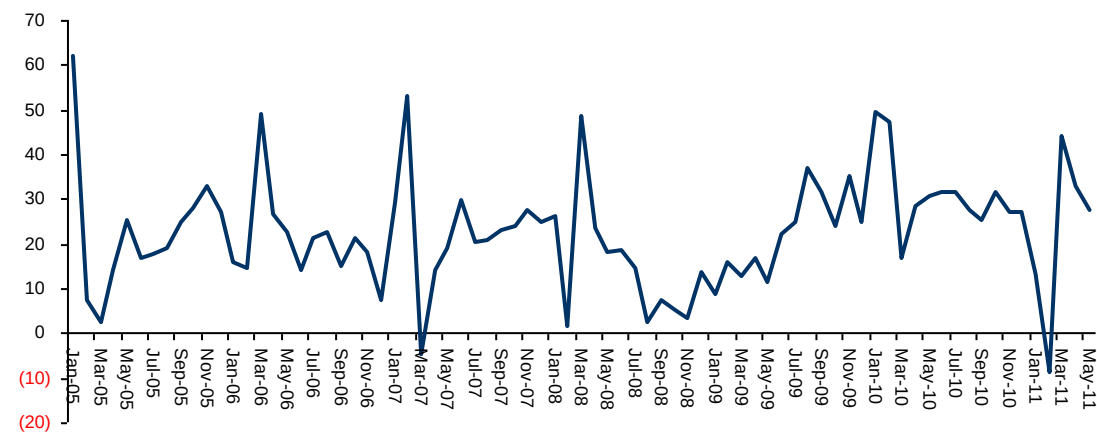
一、混凝土业务：投资逻辑是“一提一扩”

需求是混凝土业务的主要关注点，混凝土公司的投资逻辑是“一提一扩”，即产能利用率的提升（内生扩张），和产能扩张（外延式扩张），主要的限制条件是资金而非产能。我们发现公司“一提一扩”的投资逻辑在未来三年内是存在的，公司相对同行而言是具有明显的资金优势。

1. 需求面临高增长，行业整体处在加速增长阶段

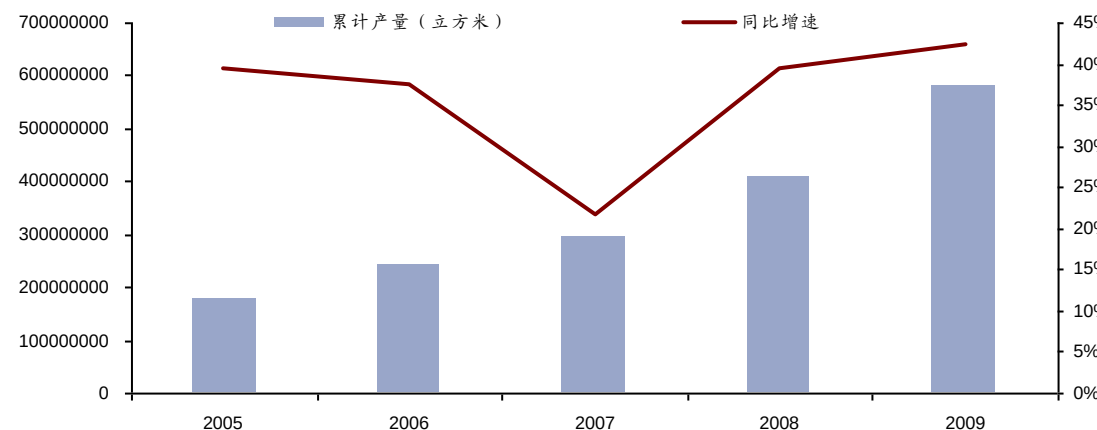
商品混凝土的当月产量同比波动十分剧烈，它具有明显的季节性特点，基本上拟合施工周期。但是如果观察累计值同比，不难发现，整个行业近年来增速保持在 35% 以上，有时接近 40%，约是固定资产投资增速的 2 倍。整个混凝土行业享受两个增速，一是固定资产投资的增速，二是商品混凝土占比提升带来的增速，发达国家商品混凝土占比约为 70%-80%，基本杜绝的存在环境问题的现场搅拌，而我国目前商混占比约为 30%，按照政府的时间表，正处于由省会城市向三四线城市推广的阶段，还有很大提升空间。

图表 1 全国商品混凝土产量当月同比



资料来源：Wind

图表 2 全国混凝土产量累计同比



资料来源：Wind

新疆工作座谈会要求到2015年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平，城乡居民收入和人均基本公共服务能力达到西部地区平均水平，基础设施条件明显改善。“十二五”投资较“十一五”要翻一番多。2011年自治区初步安排252项重点建设项目，计划投资1500亿元以上，涉及基础设施建设、水利水电等。

站在公司的角度看，按照2010年新疆固定资产投资3028亿为基数计算，要达到翻一番多的目标，“十二五”期间新疆固定资产投资增速至少在20%以上，按照过去全国的经验，商品混凝土需求增速为固定资产投资的2倍左右，意味着“十二五”期间新疆商品混凝土行业整体将有40%左右的增长。公司作为区域龙头企业加之资金优势，我们判断增速应当不低于行业。

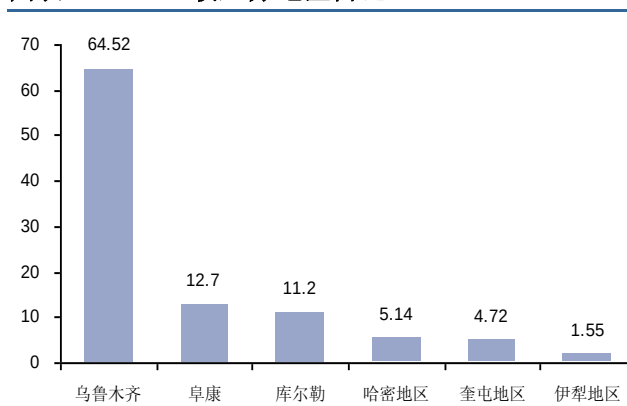
从10年的情况来看，公司主要收入仍然集中在乌鲁木齐地区，并且在乌鲁木齐地区依旧实现了高增长，阜康、哈密等新进入地区收入增速都超过100%。收入情况吻合行业情况，即商品混凝土正在向三四线城市快速推广，同时新疆需求在爆发式增长的前期。

图表3 公司10年收入分地区情况

	2010	YOY	2009	YOY
乌鲁木齐地区(元)	880,400,994	35.5%	649,561,850	4.52%
阜康地区(元)	173,372,003	229.6%	52,608,038	-
库尔勒地区(元)	152,959,419	10.4%	138,577,848	15.48%
哈密地区(元)	70,271,264	125.3%	31,195,097	-
奎屯地区(元)	64,515,006	63.0%	39,569,599	-2.79%
伊犁地区(元)	21,234,104	-		

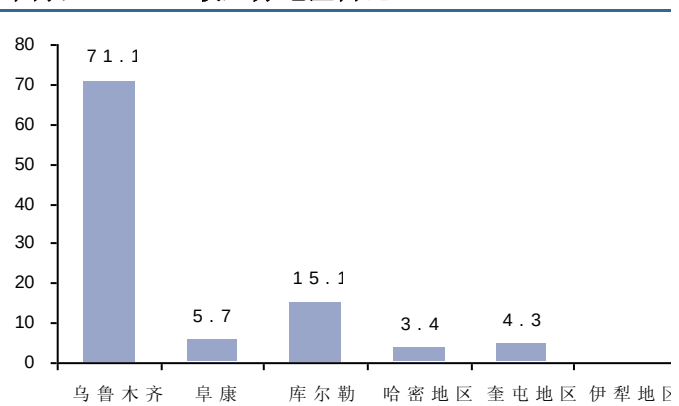
资料来源：公司年报

图表4 2010收入分地区占比



资料来源：公司年报，华创证券

图表5 2009收入分地区占比



资料来源：公司年报，华创证券

产能并不是公司的一个主要限制，混凝土搅拌站的建设周期非常短，最短2个月即可建成。但是业务的扩大通常伴随着应收账款，同时搅拌站投建也需要资金，因此资金的限制更为紧要。公司09年底上市时仅有19条线，但是到目前在建和建成的生产线已达到48条，是市场当初远未预料到的。产能的迅速扩张更多是地理上的考虑，而混凝土行业产能利用率通常只有50%，公司目前产能利用率不到50%，即使产能不扩张，只要运输半径内的需求增加、产能利用率提升依旧可以支撑可观的增长。因此，在对公司未来混凝土业务收入的预期中，我们并不主要考虑产能的因素，主要考虑的是需求。

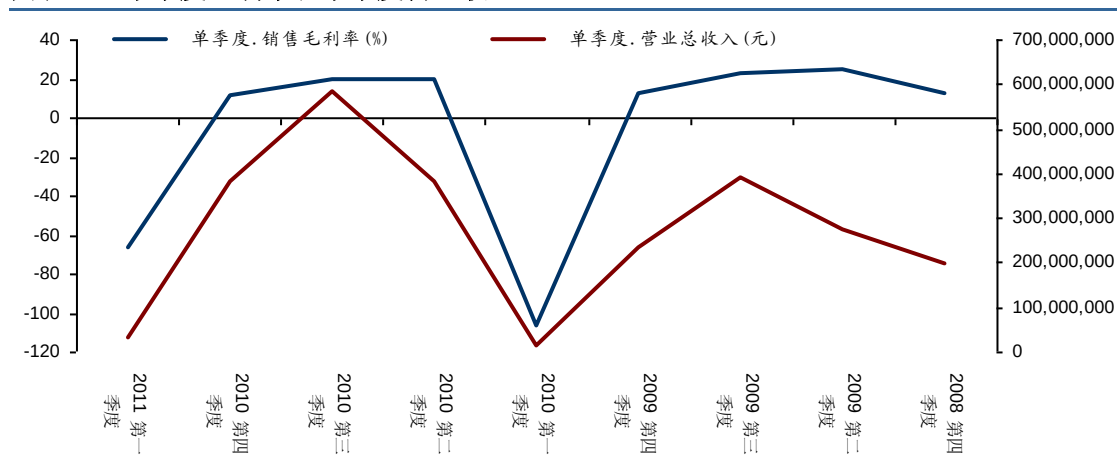
2、原材料引起的毛利率的下降更像是一种递延资产，配置产业链中游的时候到了

从时间序列上看，销量和原材料价格主导毛利率水平

公司一个财务年度之内不同季度间毛利率波动非常大，一季度通常为负数，但是一季度通常没有销量，混凝土行业固定资产规模相对较大，导致库存和折旧使毛利率失真。

商品混凝土行业是拥有独占性资源的加工行业，虽然混凝土行业对水泥的需求是刚性的，但是建筑企业对混凝土的需求也是刚性的，从过去的经验看，水泥价格绝对值的高低对混凝土企业毛利率影响是可控的，只要水泥价格不发生大幅波动，混凝土企业的毛利率将会相对稳定。2011 年二季度受累水泥价格的快速上涨，公司毛利率将会有所走低，事实上，我们认为仅由原材料因素引起的毛利率下降更像是一种递延资产，因为只要行业内竞争没有恶化，水泥价格走平的时候公司毛利率将会恢复，当水泥价格走低的时候，就会补偿此前水泥价格上涨而损失的应有利润。我们判断目前新疆水泥价格很难再出现明显的上涨，配置中游环节的时刻已经到来。

图表 6 单季度毛利率和单季度营业收入



资料来源: Wind

图表 7 公司单季度报表部分财务数据，货币资金在历史高位

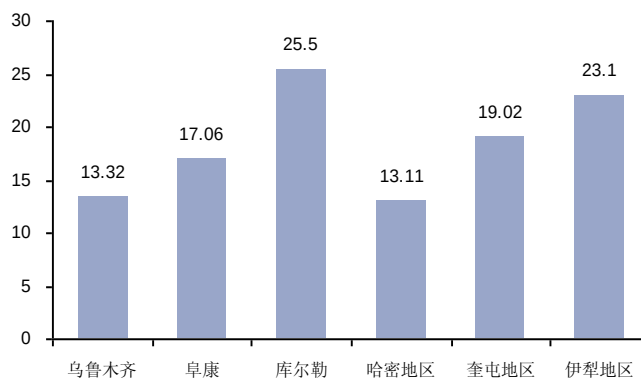
单位元	2011 一季报	2010 年报	2010 三季报	2010 中报	2010 一季报	2008 年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
货币资金(元)	568,489,376	479,592,521	485,750,780	466,756,441	557,831,511	120,653,695
应收账款(元)	232,170,294	311,135,513	506,392,813	436,106,910	216,147,524	214,487,282
固定资产(元)	565,363,518	533,664,569	491,291,521	475,255,731	383,875,696	292,596,951
应付账款(元)	112,931,095	118,892,720	273,019,601	276,925,263	76,635,254	88,981,570

资料来源: Wind

3. 从横截面数据看，门槛影响毛利率水平

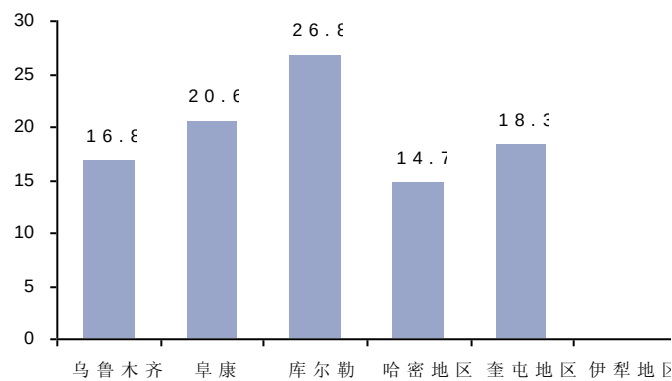
地方政府主管部门，通常是散装水泥办等机构，会对该地区的商品混凝土站布局进行规划，一个城市在一定发展时期商混站的规划数量相对稳定，但是随着经济发展，政府就会考虑增加规划数量。公司主要市场中乌鲁木齐的毛利率明显偏低，因为乌鲁木齐是成熟市场，据不完全统计，在过去的 5 年，乌鲁木齐的商混站数量翻了 3-4 倍，竞争已经处于充分的状态。但是长期看，商混站属于政府管控行业，地理位置属于独占性资源，不存在无限复制性，仅考虑门槛的因素毛利率将在充分竞争情况下维持稳定。公司 80%左右的业务集中在毛利率最低的乌鲁木齐市场，公司正在积极开拓中小城市市场，并采取“固定+移动”的策略，这也就意味这如果不考虑原材料价格因素，未来毛利率将会提升，虽然库尔勒等毛利率过高的地区会向均值回归，但在相当长一段时间内仍会高于乌鲁木齐水平。

图表 8 2010 年公司毛利率



资料来源：公司年报，华创证券

图表 9 2009 年公司毛利率



资料来源：公司年报，华创证券

二、水泥业务：基数小增速高

公司目前在建一条 3000t/d 新干法水泥生产线，预计 2012 年中达产。同时规划了另一条 3000t/d 生产线，全资子公司吉木萨尔县天宇华鑫水泥开发有限公司为实施主体，中材国际承担 EPC 总承包。公司另外还玛纳斯县拟建一条 5000t/d 水泥生产线，相关手续还在申报中。主要目标市场仍然是乌昌区域。

图表 10 公司水泥生产线布局（包括拟建）



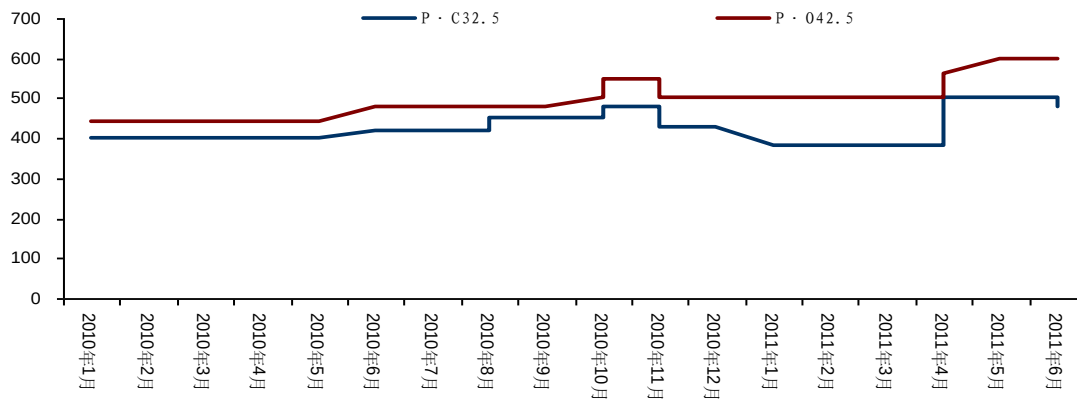
资料来源：华创证券研究所

水泥供给方面，截止 2010 年底，新疆区统计规模以上的水泥企业 62 家，2010 年新疆区水泥总产量为 2374.12 万 t。新型干法熟料产能 2461.40 万 t，新型干法生产线共有 41 条。2010 年新增新型干法熟料产能 936.20 万 t，新增新型干法生产线共有 13 条，其中规模 2000(含 2000)t/d 以上~2500(含 2500)t/d 以下的有 11 条，3000t/d 的有 1 条，1200t/d 的有 1 条。

水泥需求方面，新疆工作座谈会要求到 2015 年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平，“十二五”投资较“十一五”要翻一番多。2011 年自治区重点工程包括兰新铁路第二双线、昌吉新热电厂、哈密—额济纳铁路、乌鲁木齐绕城高速等 40 个项目。

目前新疆水泥价格维持在高位，虽然 7 月将进入开工旺季，但是下半年新投产产能也相当可观。

图表 11 新疆水泥价格走势



资料来源：数字水泥，华创证券研究所

图表 12 2011 年预计新投产产能

企业名称	熟料规模 t/d	所在地区	建成时间
图木舒克市前海水泥有限公司	2500	喀什（图木舒克）	2011.01
莎车隆基水泥有限公司	2500	喀什（莎车）	2011.05
喀什飞龙水泥有限公司	2000	喀什（市）	2011.04
喀什疏勒新森水泥有限公司	2500	喀什（疏勒）	2011.05
喀什红旗水泥有限公司	2500	喀什	2011.08
阿克苏天山多浪水泥有限公司喀什	4000	喀什	2011.1
阿克苏天山多浪水泥有限公司叶城	4000	喀什	

资料来源：华创证券研究所

三、盈利预测和估值

1. 盈利预测

混凝土业务

我们判断“十二五”期间新疆商品混凝土行业整体将有年均40%左右的增长（两倍于固定资产投资）。公司作为区域龙头企业加之资金优势，我们判断增速应当不低于行业。

假设：考虑到每个地区水泥价格和混凝土销售价格均有差别，且波动频繁，假设产品和原材料价格会相当繁琐并且失真，我们直接假设毛利率水平，根据过去经验，毛利率能够直接反应产品和原材料价格的相对变动趋势，毛利率超过 20%的地区将会逐渐回归。

图表 13 混凝土业务收入和毛利率预测

主营收入 千元	2010	毛利率%	2011	毛利率%	2012	毛利率%	2013	毛利率%
乌鲁木齐	880,401	13.32%	1,232,561	12.00%	1,602,330	14.00%	2,083,029	14.00%
阜康	173,372	17.06%	260,058	16.00%	364,081	18.00%	437,306	18.00%
库尔勒	152,959	25.50%	229,439	23.00%	321,214	22.00%	417,578	21.00%
哈密	70,271	13.10%	105,407	12.00%	147,569	15.00%	206,597	15.00%
奎屯	64,515	19.20%	96,773	19.00%	135,482	19.00%	189,674	19.00%
伊犁	21,234	23.10%	31,851	22%	44,591	21%	62,428	20%
喀什	-	-	31,000	17%	43,400	17%	60,760	17%
合计	1,362,752		1,987,088		2,658,667		3,493,371	

资料来源：华创证券研究所

水泥业务

假设：公司水泥生产线达产后吨净利 70 元。产能利用率在按 300 天计算的基础上打 8 折，则吉木萨尔一线投产后每年可增加公司净利 6700 万元左右。

图表 14 公司水泥生产线盈利假设和测算

	设计产能	年产能(万吨/年)	产能利用率	吨净利假设(元)	达产后年净利(万)
吉木萨尔一线	3000t/d	120	80%	70	6720
吉木萨尔二线	3000t/d	120	80%	70	6720
玛纳斯县	5000t/d	200	80%	70	11200

资料来源：华创证券研究所

图表 15 水泥业务净利润预测

净利润 亿元	2010	2011	2012	2013
吉木萨尔一线	0	0	4500	6700
吉木萨尔二线	0	0	0	0
玛纳斯县	0	0	0	0

资料来源：华创证券研究所

2. 估值

混凝土业务

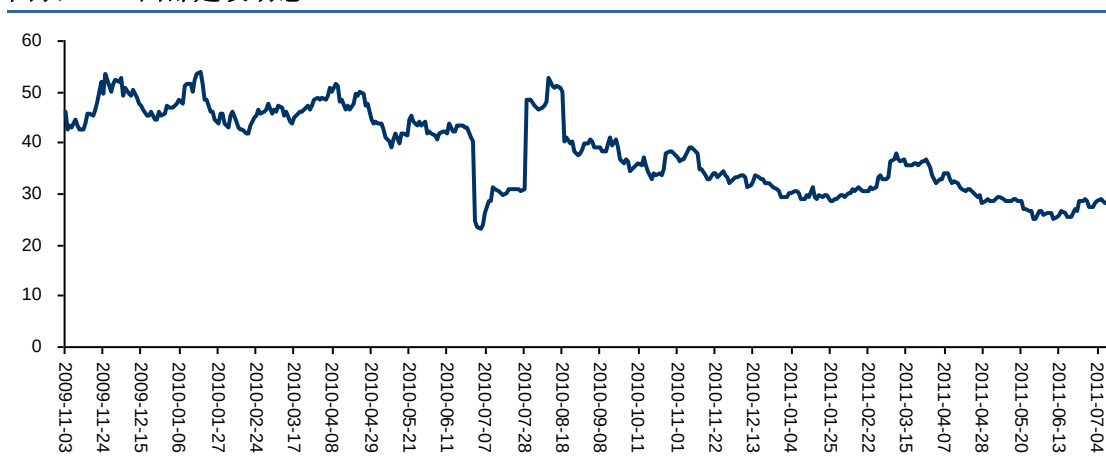
目前混凝土为主业的可比公司是海南瑞泽，海南瑞泽 11 年动态 PE32X。西部建设历史动态 PE 区间是 25X-55X。

图表 16 混凝土可比估值

		收盘价	2011E	2012E	2013E	2011	2012	2013
002596.SZ	海南瑞泽	24.43	0.77	1.04	1.29	32	23	19

资料来源：Wind

图表 17 西部建设动态 PE



资料来源：Wind

考虑到混凝土行业的增长，我们认为公司混凝土业务合理估值是 25X，预计 11 年公司净利润为 1.45 亿，11 年全部利润均为混凝土业务贡献，25 倍估值对应公司混凝土业务合理市值为 36 亿。在资金和需求的限制放松后，公司将迎来增速的拐点，估值未来存在提升的空间。

水泥业务

考虑到公司后续还将有较多水泥产能投放，我们按照吉木萨尔一线盈利完全释放情况下给予 15 倍估值，水泥业务市值约为 10 亿。

图表 18 新疆水泥可比估值

		收盘价	EPS			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011	2012	2013
000877.SZ	天山股份	35.54	2.87	3.77	4.22	12	9	8
600425.SH	青松建化	20.82	1.44	2.01	2.58	14	10	8

资料来源：华创证券研究所

综合判断，公司混凝土业务和水泥业务合理市值约为 46 亿，目前市值 42 亿，较合理市值有 10% 的折让，资金和需求限制放松后估值存在向上修复空间。剔除混凝土业务后，单纯混凝土业务 11 年动态 PE 仅为 22X，新疆混凝土行业“十二五”将保持 35%-40% 的增长，同时，公司目前已经较行业内唯一可比上市公司海南瑞泽明显折价，我们首次关注并给予推荐评级。

四、风险提示

宏观经济的风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	878	1018	1128	1302
现金	480	400	400	400
应收账款	311	540	650	815
其它应收款	3	2	3	2
预付账款	15	12	9	13
存货	29	25	27	33
其他	40	39	39	39
非流动资产	670	1279	1872	2544
长期投资	0	0	0	0
固定资产	534	654	748	911
无形资产	71	109	147	185
其他	66	516	977	1448
资产总计	1549	2297	3000	3846
流动负债	329	835	1229	1622
短期借款	100	601	963	1325
应付账款	119	126	141	151
其他	111	109	125	146
非流动负债	162	260	311	360
长期借款	155	255	305	355
其他	7	5	6	5
负债合计	491	1095	1540	1982
少数股东权益	69	80	92	106
股本	210	210	210	210
资本公积金	400	400	400	400
留存收益	378	512	759	1148
归属母公司股东权益	988	1122	1369	1758
负债和股东权益	1549	2297	3000	3846

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	81	50	346	484
净利润	117	145	259	403
折旧摊销	61	82	108	140
财务费用	11	25	58	85
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-112	-198	-79	-142
其它	4	-3	-1	-3
投资活动现金流	-277	-689	-700	-810
资本支出	264	650	660	770
长期投资	0	-1	-1	-1
其他	-13	-40	-40	-40
筹资活动现金流	-21	560	353	326
短期借款	-85	501	362	361
长期借款	75	100	50	50
普通股增加	70	0	0	0
资本公积增加	-70	0	0	0
其他	-11	-41	-59	-85
现金净增加额	-216	-80	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1365	1987	2920	3826
营业成本	1151	1697	2424	3099
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	25	36	53	69
管理费用	38	52	73	92
财务费用	11	25	58	85
资产减值损失	5	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	131	168	303	471
营业外收入	3	4	5	6
营业外支出	1	2	3	2
利润总额	132	170	305	475
所得税	15	26	46	71
净利润	117	145	259	403
少数股东损益	10	11	12	14
归属母公司净利润	107	134	247	389
EBITDA	203	275	469	696
EPS（元）	0.51	0.64	1.18	1.85

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	49.5%	45.6%	47.0%	31.0%
营业利润	28.3%	28.0%	80.1%	55.6%
归属母公司净利润	35.5%	24.7%	84.4%	57.7%
获利能力				
毛利率	15.6%	14.6%	17.0%	19.0%
净利率	7.9%	6.7%	8.5%	10.2%
ROE	10.9%	11.9%	18.0%	22.1%
ROIC	15.2%	10.0%	13.3%	15.2%
偿债能力				
资产负债率	31.7%	47.7%	51.3%	51.5%
净负债比率	55.95%	78.13%	82.37%	84.74%
流动比率	2.67	1.22	0.92	0.80
速动比率	2.58	1.19	0.90	0.78
营运能力				
总资产周转率	0.91	1.03	1.10	1.12
应收帐款周转率	5	5	5	5
应付帐款周转率	10.28	13.86	18.16	21.23
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.64	1.18	1.85
每股经营现金	0.39	0.24	1.65	2.30
每股净资产	4.70	5.34	6.52	8.37
估值比率				
P/E	36.87	29.57	16.03	10.17
P/B	4.01	3.53	2.89	2.25
EV/EBITDA	19	14	8	5

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801