

股票投资评级

买入 | 上调

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	8.47
总股本/流通股本(亿股)	12.62 / 12.62
总市值/流通市值(亿元)	107 / 107
52周内最高/最低价	9.54 / 6.66
资产负债率(%)	68.7%
市盈率	20.38
第一大股东	中建新疆建工(集团)有限公司
持股比例(%)	31.4%

研究所

分析师: 丁士涛
 SAC 登记编号: S1340522090005
 Email: dingshitao@cnpsec.com
 研究助理: 刘依然
 SAC 登记编号: S1340122090020
 Email: liuyiran@cnpsec.com

西部建设(002302)

需求下滑致业绩承压，商混签约量逆势增长

● 事件：

公司发布 2022 年度报告，2022 年实现营业收入 248.56 亿元，同比下降 7.69%；归母净利润 5.51 亿元，同比下降 34.82%；扣非归母净利润 4.79 亿元，同比下降 36.20%。

2022 Q4 单季度实现营业收入 66.52 亿元，同比下降 11.72%；归母净利润 0.28 亿元，同比下降 109.61%；扣非归母净利润-0.41 亿元，同比下降 118.49%。

● 需求下滑致业绩承压，商混签约量逆势增长

2022 年，公司商品混凝土销售量为 5601.93 万方，同比下降 8.24%；分季度来看，2022Q1-Q4 商混销售量分别为 998.42/1632.60/1491.84/1472.18 万方，分别同比下降 11.13%/4.76%/10.51%/8.03%。公司业绩下滑主要由于 2022 年房地产基本面筑底致新开工面积下滑叠加疫情影响基建工程项目施工，房建与基建端商混需求双弱。2022 年，公司商混签约量为 1.28 亿方，同比增长 7.30%；新签合同额为 582.70 亿元，同比增长 9.39%。2022 Q4，公司商混签约量为 3173.91 万方，同比增长 103.45%；其中，重大项目（商混签约量 10 万方以上）签约量为 1021.99 万方，占签约总量的 32.20%。客户结构方面，公司第一大客户为实际控制人中国建筑集团有限公司及所属企业，2022 年公司对其销售金额为 122.64 亿元，占销售总额的 49.34%。

2023 年来看，基建投资延续高增、重大项目开复工提速；房地产销售回暖、提振市场信心，房地产新开工改善可期；商混需求有望逐渐修复。2023 年 1-2 月，中国建筑新签合同额为 5676 亿元，同比增长 30.2%；其中，房屋建筑/基础设施/勘测设计新签合同额分别为 4268/1389/19 亿元，分别同比增长 20.4%/55.1%/3.7%。中国建筑新签合同高增，印证下游工程项目旺盛，公司业绩有望获得支撑。

● 毛利率保持稳健，收现比有所提升

2022 年，公司销售毛利率/净利率分别为 10.51%/2.88%，分别同比 +0.07/-0.77 pct。单方指标来看，公司 2022 年商混销售均价为 433.26 元/方，同比增加 3.72 元/方；单方成本为 388.37 元/方，同比增加 3.31 元/方；其中，单方直接材料/直接人工/机械、动力/制造费用/其他分别为 291.15/8.64/61.10/19.60/7.88 元/方，分别同比 -2.90/+0.71/+1.71/+0.80/+2.99 元/方；单方毛利为 44.89 元/方，同比增加 0.40 元/方。在行业需求疲软、营收下滑的压力期，公司盈利水平保持稳健，韧性凸显；后续公司与拟引入的战略投资者海螺水泥在原材料采购等方面展开合作，将有望提振公司盈利水平。2022 年，

公司经营性现金净流量为 3.09 亿元，同比减少 0.95 亿元；收现比为 66.73%，同比提高 6.32 pct。2022 Q4，公司经营性现金净流量为 27.38 亿元，同比增加 5.78 亿元；收现比为 118.97%，同比提高 0.24 pct。费用率方面，2022 年，公司期间费用率为 5.74%，同比提高 0.62 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.90%/2.06%/2.43%/0.35%，分别同比提高 0.07/0.26/0.15/0.14 pct。2022 年，公司资产负债率为 68.68%，同比提高 6.85 pct。2023/4/8，公司公告拟向中建财务公司申请 130 亿元融资总额授信，有望缓解公司资金压力，优化财务费用。

● 盈利预测与投资评级

公司是中建集团旗下唯一商混平台，商混产能世界第二。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.76/7.76/8.66 亿元，分别同比增长 22.79%/14.81%/11.59%；EPS 分别为 0.54/0.61/0.69 元。短期看需求修复提振公司业绩；中长期看需求端背靠中建集团，拟引入战略投资者海螺水泥在资源端与资金端全方位助力提升，公司发展潜力强劲，上调至“买入”评级。

● 风险提示

基建、房地产投资增速大幅下降风险；混凝土商品化率提升不及预期；应收账款坏账风险；与拟引进的战略投资者合作进展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24856	25888	26633	27281
增长率(%)	-7.69	4.15	2.88	2.43
EBITDA(百万元)	1769.50	1991.73	2112.85	2246.93
归属母公司净利润(百万元)	550.57	676.06	776.16	866.13
增长率(%)	-34.82	22.79	14.81	11.59
EPS(元/股)	0.44	0.54	0.61	0.69
市盈率(P/E)	19.42	15.82	13.78	12.34
市净率(P/B)	1.12	1.07	1.01	0.95
EV/EBITDA	4.62	4.66	4.03	3.42

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	24856	25888	26633	27281	营业收入	-7.7%	4.2%	2.9%	2.4%
营业成本	22243	23142	23773	24310	营业利润	-25.0%	21.8%	14.7%	11.8%
税金及附加	149	150	146	150	归属于母公司净利润	-34.8%	22.8%	14.8%	11.6%
销售费用	225	228	232	235	获利能力				
管理费用	512	518	519	518	毛利率	10.5%	10.6%	10.7%	10.9%
研发费用	603	570	559	546	净利率	2.2%	2.6%	2.9%	3.2%
财务费用	86	84	65	40	ROE	5.8%	6.8%	7.3%	7.7%
资产减值损失	-1	-2	-2	-2	ROIC	5.8%	8.0%	8.4%	8.7%
营业利润	865	1053	1208	1351	偿债能力				
营业外收入	38	30	35	35	资产负债率	68.7%	66.9%	65.1%	63.2%
营业外支出	17	10	15	15	流动比率	1.38	1.42	1.46	1.51
利润总额	886	1073	1228	1371	营运能力				
所得税	171	207	233	260	应收账款周转率	1.27	1.21	1.22	1.22
净利润	715	867	995	1110	存货周转率	67.62	65.15	61.51	58.92
归母净利润	551	676	776	866	总资产周转率	0.79	0.78	0.79	0.79
每股收益(元)	0.44	0.54	0.61	0.69	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.44	0.54	0.61	0.69
货币资金	4642	4782	5138	5576	每股净资产	7.57	7.91	8.38	8.92
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	21535	21714	22290	22871	PE	19.42	15.82	13.78	12.34
预付款项	44	45	47	48	PB	1.12	1.07	1.01	0.95
存货	377	418	448	478	现金流量表				
流动资产合计	28292	28687	29701	30801	净利润	715	867	995	1110
固定资产	2154	2236	2308	2371	折旧和摊销	762	563	578	593
在建工程	187	195	194	192	营运资本变动	-1279	-641	-551	-579
无形资产	514	530	542	547	其他	111	300	269	250
非流动资产合计	5011	4665	4295	3909	经营活动现金流净额	309	1088	1290	1374
资产总计	33304	33352	33995	34710	资本开支	-169	-200	-190	-190
短期借款	856	806	706	606	其他	-14	-36	-37	-38
应付票据及应付账款	17420	17280	17520	17740	投资活动现金流净额	-183	-236	-227	-228
其他流动负债	2211	2091	2070	2044	股权融资	66	0	0	0
流动负债合计	20488	20177	20296	20390	债务融资	1270	-300	-400	-400
其他	2385	2135	1835	1535	其他	-2145	-303	-307	-308
非流动负债合计	2385	2135	1835	1535	筹资活动现金流净额	-809	-603	-707	-708
负债合计	22872	22312	22130	21925	现金及现金等价物净增加额	-682	250	356	438
股本	1262	1262	1262	1262					
资本公积金	2806	2806	2806	2806					
未分配利润	4644	4961	5450	5996					
少数股东权益	870	1061	1280	1524					
其他	849	950	1066	1196					
所有者权益合计	10431	11040	11865	12785					
负债和所有者权益总计	33304	33352	33995	34710					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048