

002302.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 8.19

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 西部建设 2022 年业绩预告点评

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	9.8	13.0	18.7	3.3
相对深圳成指	0.7	2.8	7.2	12.3

发行股数 (百万)	1,262.35
流通股 (百万)	1,262.35
总市值 (人民币 百万)	10,338.68
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	100.60
主要股东	
中建新疆建工(集团)有限公司	31.43

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 2 月 2 日收市价为标准

相关研究报告

- 《西部建设》20221023
- 《西部建设》20221017

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 水泥
证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

西部建设

Q4 净利降幅较大, 签约方量稳步提升

公司发布 2022 年业绩预告, 预计全年归母净利润 5.1-6.4 亿元, 同减 23.9%-39.2%; 扣非归母净利润 4.4-5.6 亿元, 同减 24.8%-42.0%。2022 年混凝土需求不振、成本高企使公司业绩承压。但公司商混签约量稳步增长、引入海螺水泥作为战投、持续推进区域层进战略有望提升盈利能力。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 全年净利有所下滑, Q4 降幅较大。公司预计 2022 年归母净利润 5.1-6.4 亿元, 同减 23.9%-39.2%; 扣非归母净利润 4.4-5.6 亿元, 同减 24.8%-42.0%。按中值测算, 2022Q4 归母净利润 0.001 亿元, 同减 99.96%。
- 混凝土需求下滑, 煤炭成本维持高位。2022 年地产新开工面积合计 12.1 亿平, 同减 39.4%; 基建投资完成额同比增速为 11.5%, 明显高于 2018-2021 年水平, 但 2022 年我国水泥产量同减 10.8%, 一定程度上表明基建实物工作量落地情况不及预期, 对水泥及混凝土的需求下降。2022 年公司混凝土销售方量合计 5,595.0 万方, 同减 8.6%。此外, 2022 年煤炭价格整体处于高位, 导致混凝土企业承受了较大的成本压力。
- 商混签约量稳步增长, 地产复苏、基建落地有望提振需求。公司是中建集团旗下唯一商混平台, 为中建集团提供的商砼占其所需商砼总量的比重目前较低。2022 年公司商混签约方量 12,780.9 万方, 同增 7.3%。签约方量稳步提升为业绩提升打下基础。2023 年房企融资压力逐步减轻, 地产销售及开工有望好转; 基建积压项目也有望开工, 进一步提振商混需求。
- 公司盈利能力有望稳步攀升。公司引入海螺水泥作为战略投资者。双方合作将使公司获得水泥采购优惠, 助力公司拓展市场。公司持续推进区域层进战略, 新区域业务规模扩大有望发挥规模效应, 进一步提升盈利能力。

估值

- 考虑公司盈利能力有望随着商混需求好转、与海螺战略合作、新区域业务规模持续扩大而稳步提升, 目前业绩阶段性承压, 我们部分下调盈利预测。预计 2022-2024 年公司营收为 242.3、290.8、325.7 亿元; 归母净利润为 6.3、9.3、12.0 亿元; EPS 为 0.50、0.74、0.95 元, 维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 基建落地不及预期, 业务扩张效果不及预期, 战略合作效果不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入(人民币 百万)	23,423	26,926	24,234	29,080	32,570
增长率(%)	2.3	15.0	(10.0)	20.0	12.0
EBITDA(人民币 百万)	1,541	1,846	1,854	2,461	3,041
归母净利润(人民币 百万)	784	845	633	932	1,196
增长率(%)	18.7	7.7	(25.1)	47.3	28.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.62	0.67	0.50	0.74	0.95
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.73	0.93	1.22
调整幅度(%)			(31.5)	(20.4)	(22.1)
市盈率(倍)	14.1	12.0	16.3	11.1	8.6
市净率(倍)	1.4	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(倍)	4.8	4.2	3.0	3.0	1.4
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	1.0	1.2	0.9	1.3	1.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	23,423	26,926	24,234	29,080	32,570
营业收入	23,423	26,926	24,234	29,080	32,570
营业成本	20,721	24,116	21,689	25,882	28,825
营业税金及附加	124	147	145	160	179
销售费用	200	223	218	233	261
管理费用	494	484	485	553	586
研发费用	575	614	606	742	847
财务费用	33	57	59	58	57
其他收益	29	24	23	25	24
资产减值损失	(5)	0	(14)	(9)	(11)
信用减值损失	(122)	(99)	(102)	(109)	(103)
资产处置收益	35	8	10	18	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(72)	(65)	(82)	(73)	(73)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,140	1,153	868	1,306	1,664
营业外收入	23	45	38	35	40
营业外支出	14	11	18	14	14
利润总额	1,150	1,187	888	1,327	1,689
所得税	204	206	155	232	296
净利润	946	981	732	1,095	1,393
少数股东损益	162	136	100	163	197
归母净利润	784	845	633	932	1,196
EBITDA	1,541	1,846	1,854	2,461	3,041
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.62	0.67	0.50	0.74	0.95

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	20,485	25,738	18,904	32,609	25,053
现金及等价物	5,038	5,339	7,016	5,816	8,552
应收账款	10,057	17,906	7,260	22,939	10,884
应收票据	2,458	458	2,167	983	2,545
存货	319	358	251	476	334
预付账款	171	74	146	117	176
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,442	1,602	2,063	2,277	2,561
非流动资产	3,349	4,282	4,417	4,294	4,176
长期投资	368	390	410	435	465
固定资产	2,073	1,968	1,940	1,994	2,147
无形资产	445	480	513	544	570
其他长期资产	462	1,444	1,555	1,322	994
资产合计	23,834	30,020	23,321	36,903	29,228
流动负债	13,726	17,254	10,412	22,861	14,013
短期借款	298	82	200	436	200
应付账款	10,689	13,836	8,221	18,100	11,214
其他流动负债	2,739	3,337	1,991	4,325	2,599
非流动负债	51	1,307	808	978	928
长期借款	33	58	60	176	60
其他长期负债	18	1,249	748	802	868
负债合计	13,777	18,561	11,220	23,839	14,941
股本	1,262	1,262	1,262	1,262	1,262
少数股东权益	2,228	2,304	2,404	2,567	2,764
归属母公司股东权益	7,829	9,154	9,697	10,497	11,523
负债和股东权益合计	23,834	30,020	23,321	36,903	29,228

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	946	981	732	1,095	1,393
折旧摊销	360	603	880	1,068	1,283
营运资金变动	(580)	(836)	1,478	(2,767)	1,755
其他	(93)	(344)	147	129	124
经营活动现金流	633	404	3,237	(475)	4,556
资本支出	(326)	(204)	(1,015)	(935)	(1,140)
投资变动	(27)	(21)	(20)	(25)	(30)
其他	65	18	(70)	(55)	(62)
投资活动现金流	(289)	(207)	(1,105)	(1,015)	(1,232)
银行借款	89	(191)	120	352	(352)
股权融资	4	(581)	(90)	(132)	(170)
其他	(209)	802	(486)	71	(65)
筹资活动现金流	(117)	29	(455)	291	(588)
净现金流	228	226	1,677	(1,200)	2,736

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率(%)	2.3	15.0	(10.0)	20.0	12.0
营业利润增长率(%)	29.8	1.1	(24.8)	50.5	27.4
归属于母公司净利润增长率(%)	18.7	7.7	(25.1)	47.3	28.4
息税前利润增长(%)	12.2	5.2	(21.6)	43.0	26.2
息税折旧前利润增长(%)	2.5	19.8	0.4	32.7	23.6
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	18.7	7.7	(25.1)	47.3	28.4
获利能力					
息税前利润率(%)	5.0	4.6	4.0	4.8	5.4
营业利润率(%)	4.9	4.3	3.6	4.5	5.1
毛利率(%)	11.5	10.4	10.5	11.0	11.5
归母净利润率(%)	3.3	3.1	2.6	3.2	3.7
ROE(%)	10.0	9.2	6.5	8.9	10.4
ROIC(%)	15.1	11.4	11.1	11.4	18.0
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5
净负债权益比	(0.4)	(0.3)	(0.5)	(0.3)	(0.5)
流动比率	1.5	1.5	1.8	1.4	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	2.4	1.9	1.9	1.9	1.9
应付账款周转率	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2
费用率					
销售费用率(%)	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8
管理费用率(%)	2.1	1.8	2.0	1.9	1.8
研发费用率(%)	2.5	2.3	2.5	2.6	2.6
财务费用率(%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.7	0.5	0.7	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	0.3	2.6	(0.4)	3.6
每股净资产(最新摊薄)	6.2	7.3	7.7	8.3	9.1
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	14.1	12.0	16.3	11.1	8.6
P/B(最新摊薄)	1.4	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.8	4.2	3.0	3.0	1.4
价格/现金流(倍)	17.5	25.1	3.2	(21.8)	2.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371