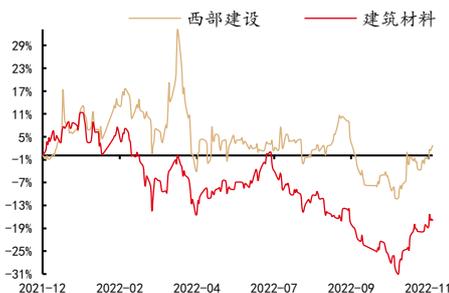


股票投资评级

增持|首次覆盖

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)	7.69
总股本/流通股本(亿股)	12.62 / 12.62
总市值/流通市值(亿元)	97 / 97
52周内最高/最低价	10.10 / 6.66
资产负债率(%)	61.8%
市盈率	11.49
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)

引入海螺水泥为战略投资者，商混龙头开启新征程

事件：2022/11/02，公司发布2021年度非公开发行股票预案（修订稿），拟非公开发行2.15亿股；其中，中建西南院拟认购0.22亿股，海螺水泥拟认购1.93亿股。本次非公开发行募集资金总额14.84亿元，扣除发行费用后全部用于补充流动资金及偿还银行贷款。

● 中建集团旗下唯一商混平台，需求端资源丰富

公司长期专注于预拌混凝土及相关业务，拥有包括水泥、外加剂、商品砂浆、砂石骨料、运输泵送、科研检测在内的完整产业链。截至2022/03/31，公司具备混凝土生产线352条，年产能1.07亿立方米，位列全球混凝土企业产能的第二名。公司作为中建集团下属的第一家独立上市的专业化公司以及预拌混凝土业务的唯一发展平台，公司整合了中建集团的混凝土资产和业务资源，具备上市平台的融资优势和中建集团的业务及渠道资源。公司间接控股股东中国建筑是中建集团开展生产经营活动的主要上市平台，中国建筑是世界最大的工程承包商，建设项目资源丰富。2022年1-10月，中国建筑新签合同额2.72万亿元，同比增长17%；中建集团及其子公司持续、充足的混凝土需求为公司商混销售形成保障。公司2021年及2022 H1对中建集团及其下属其他单位销售商混金额为140.12/57.92亿元，占公司商混销售收入的比例分别为53.43%/49.91%。

● 在手订单依然充沛，期待需求回暖兑现业绩弹性

2022年前三季度，公司实现营业收入182.04亿元，同比下降6.12%；归母净利润5.78亿元，同比增长3.66%。营收下降主要由于房地产新开工下滑、基建重点项目开工滞后，混凝土作为重要的施工材料，其需求下滑较明显。整个行业来看，根据中国混凝土与水泥制品协会，2022年1-9月，全国商品混凝土产量为22亿m³，同比下降11.8%；规模以上混凝土与水泥制品工业主营业务收入1.4万亿元，同比下降9.4%；利润总额483.4亿元，同比下降13.9%。盈利能力方面，2022年前三季度，公司销售毛利率/净利率分别为11.06%/3.89%，同比提高0.95/0.54 pct。公司产能优势形成规模效应，业绩表现优于行业。公司商混签约/销售量分别为9607.01/4122.86万立方米，分别同比下降7.19%/8.47%；商混订单数量高于销售量111%，期待后续项目赶工、回补需求，兑现业绩弹性。

● 引入水泥龙头海螺作为战投，全方位合作实现全面提升

公司拟通过本次发行引入长期战略投资者海螺水泥，全面提升公司实力。海螺水泥是中国水泥行业龙头，在生产成本、运输成本、投资成本方面在业内处领先水平。海螺水泥与公司系产业链上下游关系，业务契合度较高。引入海螺水泥后，双方将在原材料采购、混凝土、砂石骨料、物流运输、产业互联网、科研等方面开展全方位合作。从成本上来看，商混的生产成本中水泥、砂石、外加剂等直接材料占比约 3/4。公司 2019-2021 年商混产量分别为 4804/5173/6105 万立方米，水泥采购量分别为 1128/1212/1428 万吨，测算单立方米商混的水泥消耗量约为 0.23 吨。公司依托海螺水泥的成本优势降低原材料采购成本、扩大混凝土业务规模，进而增厚公司利润。同时，海螺水泥的核心经营区域位于长三角等经济发展最活跃区域，公司有望借助海螺水泥的资源优势和渠道优势，扩展华东市场，加强公司混凝土产业区域的覆盖广度和深度，提高市场占有率和市场首位度，优化全国产能布局。

● 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。短期看需求回补释放业绩弹性；中长期看需求端背靠中建集团，战投海螺水泥在资源端与资金端全方位助力提升，发展潜力强劲。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 8.73/11.17/13.13 亿元，同比增长 3.39%/27.90%/17.51%，EPS 分别为 0.69/0.88/1.04 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

基建、房地产投资增速大幅下降风险；疫情反复风险；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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	26926	27259	29024	31165
增长率(%)	15.0%	1.2%	6.5%	7.4%
EBITDA(百万元)	1869	1900	2216	2496
归属母公司净利润(百万元)	845	873	1117	1313
增长率(%)	7.7%	3.4%	27.9%	17.5%
EPS(元/股)	0.67	0.69	0.88	1.04
市盈率(P/E)	11.42	11.04	8.63	7.35
市净率(P/B)	7.25	7.85	8.73	9.77
EV/EBITDA	3.47	3.25	2.57	2.06

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)					主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	26926	27259	29024	31165	营业收入	15.0%	1.2%	6.5%	7.4%
营业成本	24116	24338	25738	27538	营业利润	1.1%	9.0%	27.9%	17.8%
税金及附加	147	164	171	184	归属于母公司净利润	7.7%	3.4%	27.9%	17.5%
销售费用	223	224	235	249	获利能力				
管理费用	484	463	479	499	毛利率	10.4%	10.7%	11.3%	11.6%
研发费用	614	681	668	686	净利率	3.1%	3.2%	3.8%	4.2%
财务费用	57	9	17	6	ROE	9.2%	8.8%	10.1%	10.6%
资产减值损失	0	-2	-2	-2	ROIC	8.0%	8.7%	9.7%	10.2%
营业利润	1153	1257	1608	1894	偿债能力				
营业外收入	45	30	40	45	资产负债率	61.8%	59.9%	58.1%	55.9%
营业外支出	11	10	15	20	流动比率	1.49	1.57	1.63	1.70
利润总额	1187	1277	1633	1919	营运能力				
所得税	206	225	287	338	应收账款周转率	1.93	1.51	1.52	1.51
净利润	981	1052	1346	1582	存货周转率	79.46	73.51	74.19	74.43
归母净利润	845	873	1117	1313	总资产周转率	1.00	0.89	0.91	0.92
每股收益(元)	0.67	0.69	0.88	1.04	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.67	0.69	0.88	1.04
货币资金	5339	5609	5982	6440	每股净资产	7.25	7.85	8.73	9.77
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	18364	18765	20354	21726	PE	11.42	11.04	8.63	7.35
预付款项	74	75	79	85	PB	1.05	0.97	0.88	0.78
存货	358	383	399	438	现金流量表				
流动资产合计	25738	26495	28522	30582	净利润	981	1052	1346	1582
固定资产	1968	2125	2200	2271	折旧和摊销	602	363	360	363
在建工程	382	282	268	255	营运资本变动	-1321	-1088	-1134	-1289
无形资产	476	500	524	548	其他	141	215	208	204
非流动资产合计	4282	4429	4269	4107	经营活动现金流净额	404	542	779	859
资产总计	30020	30924	32791	34688	资本开支	-196	-472	-175	-175
短期借款	82	132	182	232	其他	-11	-37	-29	-31
应付票据及应付账款	15324	14557	15120	15402	投资活动现金流净额	-207	-509	-204	-206
其他流动负债	1849	2141	2200	2333	股权融资	639	0	0	0
流动负债合计	17254	16830	17502	17967	债务融资	-151	400	-150	-150
其他	1307	1707	1557	1407	其他	-459	-39	-51	-46
非流动负债合计	1307	1707	1557	1407	筹资活动现金流净额	29	361	-201	-196
负债合计	18561	18537	19059	19374	现金及现金等价物净增加额	224	394	373	458
股本	1262	1262	1262	1262					
资本公积金	2806	2806	2806	2806					
未分配利润	4255	4874	5823	6939					
少数股东权益	2304	2483	2712	2981					
其他	830	961	1129	1326					
所有者权益合计	11458	12387	13733	15314					
负债和所有者权益总计	30020	30924	32791	34688					

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