

## 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)	15.62
总股本/流通股本(亿股)	1.72 / 0.59
总市值/流通市值(亿元)	26.92 / 9.16
52周内最高/最低价	22.79 / 14.53
资产负债率(%)	43.5%
市盈率	33.91
第一大股东	李德志
持股比例(%)	59.5%

## 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

**四方新材(605122.SH)**
**深耕重庆混凝土行业，矿山一体化优势显著**
**● 重庆混凝土头部企业，横向并购扩张产能**

公司是重庆市最早成立的建材制造商之一，以商品混凝土为主业，同时生产砂石骨料。根据业绩预告，公司22年营收约为16.55亿元、YOY+22.54%，扣非后归母净利润在-1.31至-0.87亿元之间，主要由于混凝土产品价格下降、运输成本上升、计提减值损失所致。上市后公司持续进行行业整合，先后收购砼磊高新、重庆鑫科、重庆庆谊辉股权，混凝土产能增至1550万m<sup>3</sup>，实现了重庆主市场的全覆盖。随着收购项目的陆续投产，23年公司混凝土产量有望继续增长。

**● 受益经济圈战略，重庆基建需求释放**

成渝城市圈有望成为国内经济增长“第四级”，推动公司所在巴南区“一区五城”建设有序发展。23年重庆市计划完成交通投资1100亿元、水利投资390亿元，与22年相比，交通领域投资增加7%、水利领域投资增加49%，对区域混凝土需求构成利好。

**● 横向扩产提升份额，纵向并购降低成本**

公司所处巴南区石灰岩资源丰富，19年公司对原有矿山进行整合，实际年产量已达598.3万吨，2021年收购的白云山社石灰石矿山的采矿证规模为100万吨/年。按照1m<sup>3</sup>混凝土消耗1.9吨砂石计算，23年公司砂石原料自给率约56%，有利于成本的下降。

**● 盈利预测与投资建议**

我们看好23年重庆混凝土市场需求，有助于公司新产能的释放，同时公司新并购的矿山将提升原料自给率，进而降低成本。我们预计22-24年公司营收分别为16.55/26.82/31.75亿元，归母净利润分别为-1.15/2.08/3.10亿元。首次覆盖给予“增持”评级。

**● 风险提示**

矿山政策变动风险；原料价格波动风险；销售区域集中风险。

**■ 盈利预测和财务指标**

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,350.17	1,654.97	2,681.83	3,175.15
增长率(%)	14.49%	22.58%	62.05%	18.39%
EBITDA(百万元)	231.67	367.11	540.73	654.44
归属母公司净利润(百万元)	133.86	-115.09	208.50	310.09
增长率(%)	-45.10%	-185.98%	281.16%	48.73%
EPS(元/股)	0.78	-0.67	1.21	1.80
市盈率(P/E)	21.30	—	13.67	9.19
市净率(P/B)	1.23	1.31	1.19	1.05
EV/EBITDA	16.10	8.46	5.80	5.04

数据来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 重庆混凝土头部企业，区位优势经营稳健 .....	5
1.1 深耕巴渝多年，持续完善生态布局 .....	5
1.2 疫情结束有望复苏，降本增益效果显著 .....	7
2 受益成渝经济圈战略，重庆基建需求稳步释放.....	8
2.1 财政收入恢复增势，基建投入力度加强 .....	8
2.2 成渝经济圈崛起，巴南基建迎来机遇 .....	11
3 横向扩产提升份额，纵向并购降低成本 .....	13
3.1 四大基地覆盖重点城区，产能扩张助力规模扩容.....	13
3.2 矿山资源储量丰富，自产原料有效节约成本.....	15
3.3 资产负债率不断改善，收现比优于同业公司.....	17
4 盈利预测与投资建议.....	17
4.1 收入及利润预测 .....	17
4.2 投资建议 .....	18
5 风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	5
图表 2: 公司股权及业务结构 (截至 22 年 Q3) .....	6
图表 3: 公司业务产业链 .....	6
图表 4: 2016-2022E 公司营业总收入及同比 .....	7
图表 5: 2016-2022E 公司归母净利润及同比 .....	7
图表 6: 2016-2021 年公司主营业务营收占比 .....	7
图表 7: 2019 年公司各区域营收占比 .....	7
图表 8: 2016-2021 年公司主营业务毛利率 .....	8
图表 9: 2016-2022Q3 年公司毛利率及净利率 .....	8
图表 10: 2016-2023E 重庆市地方财政收入规模 .....	9
图表 11: 2017-2023E 重庆市 GDP 及增速 .....	9
图表 12: 2017-2023E 重庆市固定资产投资及增速 .....	9
图表 13: 2017-2022 年重庆市基础设施投资及增速 .....	10
图表 14: 2017-2022 年重庆市房地产开发投资及增速 .....	10
图表 15: 2021-2023 年重庆水利交通基建投资额工作展望 (亿元) .....	10
图表 16: 2017-2022 年重庆市房屋施工面积 .....	11
图表 17: 2017-2022 年重庆市商品混凝土产量 .....	11
图表 18: 重庆水泥均价 .....	11
图表 19: 成渝双城经济圈战略规划示意图 .....	12
图表 20: 全国经济发展“四极” .....	12
图表 21: 巴南区“一区五城”战略布局 .....	12
图表 22: 巴南区轨道网规划布局 .....	12
图表 23: 巴南区“十四五”时期基建发展目标 .....	13
图表 24: 公司商品混凝土生产工艺流程 .....	14
图表 25: 公司商品混凝土专利技术 .....	14
图表 26: 公司四大混凝土生产基地 .....	14
图表 27: 公司四大生产基地区位及覆盖范围 .....	14
图表 28: 2017-2022 年公司商品混凝土产量及产能利用率 .....	15
图表 29: 2017-2022E 年公司商品混凝土销量及均价 .....	15
图表 30: 姜家镇矿区与巴南区生产基地区位对比 .....	16
图表 31: 2018 年白云山村、纹石村石灰岩矿增产计划 .....	16
图表 32: 外购与自产自用砂石骨料单位成本对比 .....	16
图表 33: 砂石骨料占比提升对毛利率的影响 .....	16
图表 34: 2016-2022Q3 公司与同业公司资产负债率对比 .....	17
图表 35: 2020-2022Q3 公司与同业公司销售收现比率对比 .....	17

---

图表 36: 盈利预测 (亿元) .....	18
图表 37: 可比公司估值 .....	18

## 1 重庆混凝土头部企业，横向并购扩张产能

### 1.1 深耕巴渝多年，持续完善生态布局

公司是重庆市最早成立的商品混凝土企业之一，以商品混凝土研发、生产和销售为主业，同时生产建筑用砂石骨料。经过多年耕耘已经建立起“环保型、规模化、自动化”的商品混凝土生产基地，产品销量和市占率长期保持重庆市商品混凝土行业的前列，其产品广泛用于基础设施建设和房地产开发。公司所处的重庆市巴南区拥有丰富的建筑用石灰岩矿产资源，并且水路、陆路交通运输便利，区位优势十分明显。自成立以来公司一直重视技术研发，现已具备 C10-C100 强度等级和各类特种用途混凝土自主研发生产能力，配有 14 个大型砂石骨料储料仓，每条生产线配备 5 个砂石骨料配料仓，满足各种施工条件的要求。公司通过强大的技术实力、高效的运营管理能力、优异的产品质量和良好的服务，获得了广泛的客户认可度和忠诚度，与客户建立了良好的合作关系。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

截至 2022 年第三季度，公司实际控制人为董事长兼总经理李德志先生，持有公司 59.46% 的股份。福建晋江十月华隆股权投资合伙企业（有限合伙）以及其他自然人股东合计持有公司 40.54% 的股份。公司下属重庆光成建材有限公司、重庆四方建通科技有限公司、重庆庆谊辉实业有限公司、重庆鑫科新型建筑材料有限责任公司和重庆矽磊高新混凝土有限公司，分别持股 100%、100%、82%、78%、65%。

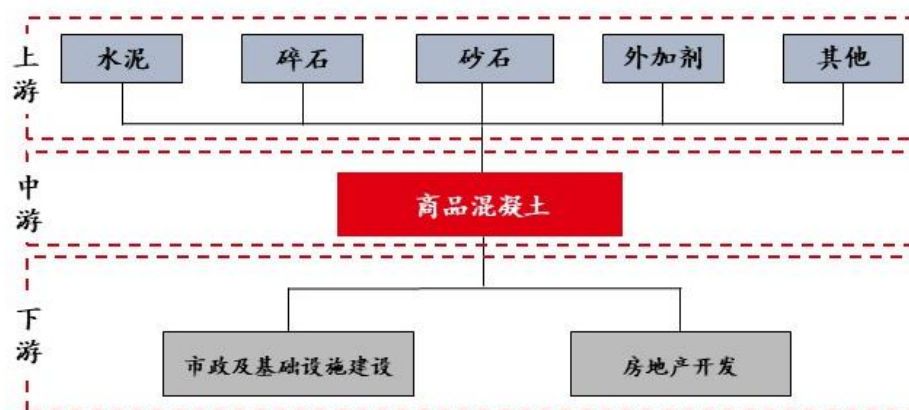
图表2：公司股权及业务结构（截至22年Q3）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司主要产品为商品混凝土，行业上游主要包括水泥制造行业、砂石骨料行业、混凝土外加剂等，下游主要为市政及基础设施建设、房地产开发行业。水泥和砂石骨料是商品混凝土最主要的原材料，其稳定供应对商品混凝土行业的发展至关重要。我国水泥行业发展迅速，行业竞争激烈，市场供应充足，为商品混凝土行业快速发展提供充足的原材料来源。随着我国开采限制、淘汰落后产能等工作开展，部分地区砂石骨料供不应求，价格持续上涨。下游行业中，随着我国基础设施建设投资的持续稳定增长，将推动商品混凝土行业持续发展。

图表3：公司业务产业链



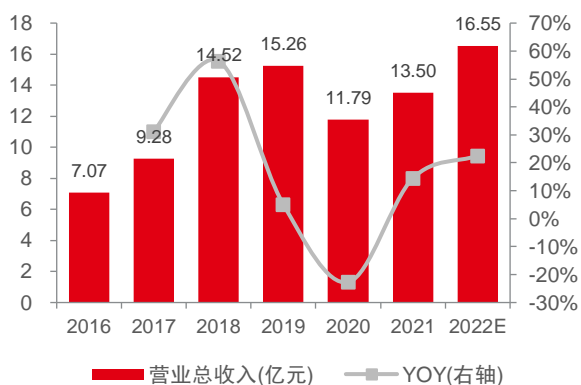
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1.2 疫情结束有望复苏，降本增益效果显著

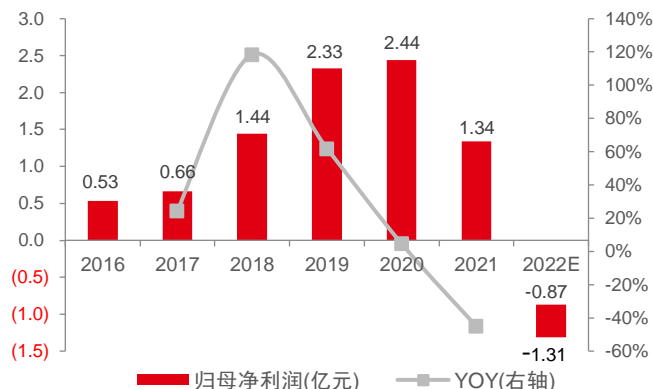
**营业收入逆势增长。**2020年受疫情影响，公司营业收入由15.26亿元下降至11.79亿元。2021年公司平稳渡过疫情阶段，商品混凝土销售量出现回升，收入增长至13.5亿元，YOY+14.5%。2022年受疫情及高温天气影响，区域市场需求下滑，但是公司在2022年完成两个新混凝土基地的布局，营业收入逆势实现增长。根据业绩快报，公司预计2022年实现营业收入16.55亿元，YOY+22.54%。

**市场行情遇冷导致价格下滑，盈利空间大幅收缩。**2020年公司归母净利润为2.44亿元，YOY+4.6%，得益于公司混凝土和矿山一体化经营优势，自产砂石骨料可以满足自用需求，使公司盈利水平在收入下滑的情况下逆势增长。2021年受重庆市房地产新开工面积下滑、商品混凝土市场竞争激烈等因素影响，重庆市商品混凝土价格大幅下滑，导致公司当年归母净利润下降至1.34亿元。2022年受需求下滑影响，产品价格回落，加之运输成本增加，进一步压缩了盈利空间。根据业绩快报，公司预计2022年归母净利润为-0.87亿元至-1.31亿元之间。

图表4：2016-2022E 公司营业总收入及同比



图表5：2016-2022E 公司归母净利润及同比

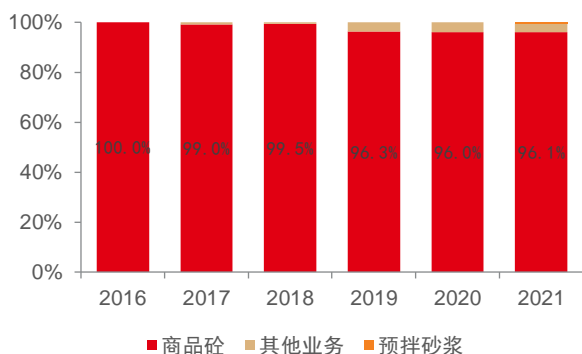


资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

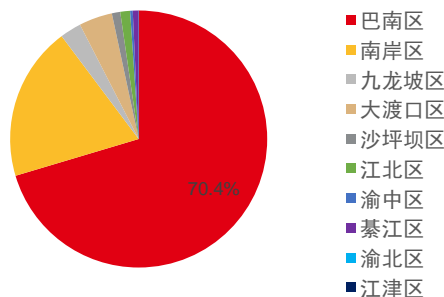
资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

**巴南区贡献核心收入。**商品混凝土作为公司的核心业务，2021年公司商品混凝土创造营业收入12.97亿元，占比96.1%。公司从重庆巴南区起家，2019年巴南区营业收入10.34亿元，营收占比70.4%。随着公司产能布局的完善，收入的区域分布将更加广泛。

图表6：2016-2021 年公司主营业务营收占比



图表7：2019 年公司各区域营收占比

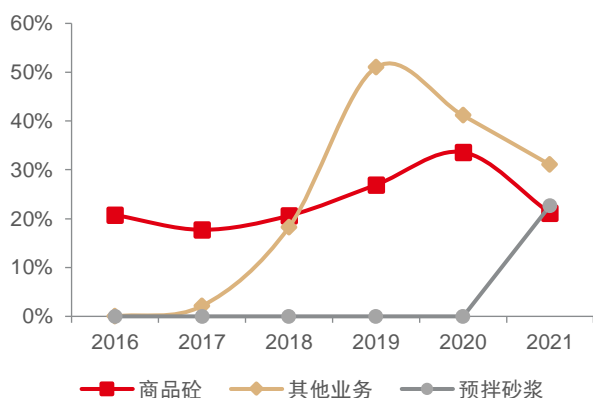


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

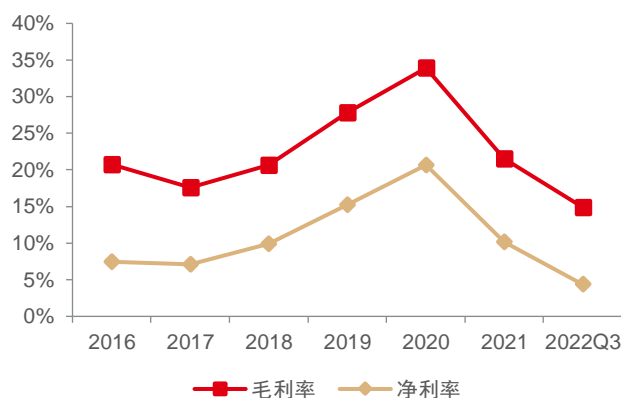
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

商品砼驱动综合毛利率，盈利受市场行情影响较大。2016-2020 年公司盈利水平持续回升，水泥、砂石骨料的市场价格继续上涨推动商品混凝土市场价格持续上涨，而且随着公司砂石骨料产线的投产，公司自产原材料占比有所提升，抵消了材料价格上涨的不利影响。2020 年公司毛利率为 33.9%，较 2017 年上升 16.3%。受宏观经济影响，2021 年重庆商品混凝土市场竞争激烈，产品价格下跌，导致毛利率降至 21.5%，较 20 年高点下滑 12.4 个百分点。2022 年前三季度受价格下滑及信用减值损失影响，公司毛利率降至 14.9%、净利率降至 4.35%。

图表8：2016-2021 年公司主营业务毛利率



图表9：2016-2022Q3 年公司毛利率及净利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

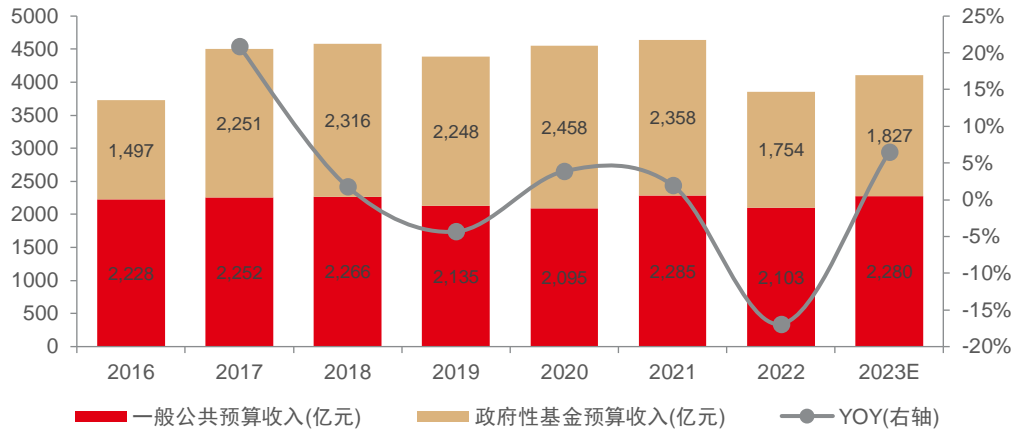
## 2 受益成渝经济圈战略，重庆基建需求稳步释放

### 2.1 财政收入恢复增势，基建投入力度加强

重庆市综合财力雄厚，预计 23 年将恢复增长趋势。地方政府财政收入主要由一般公共预算收入和政府性基金收入构成。根据重庆市财政局数据，2022 年重庆市地方财政收入为 3857.3 亿元，较上年下降 16.9%，主要系疫情散发、经济下行和房地产行业深度调整等影响，但整体收入规模较高，完成年初计划的 101.8%。随着疫情进入尾声，房地产行业利好政策频发，经济有望得到复苏。根据重庆市财政局预算草案，2023 年重庆市全市一般公共预算收入预计为 2280 亿元、政府性基金预算收入预计 1827 亿元，合计财政收入为 4107 亿元，较 2022 年增长 6.5%，财政收入有望恢复增长。



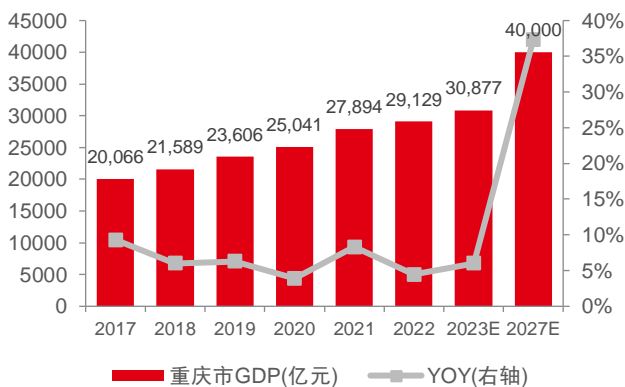
图表10：2016-2023E 重庆市地方财政收入规模



资料来源：重庆市人民政府，重庆市财政局，中邮证券研究所

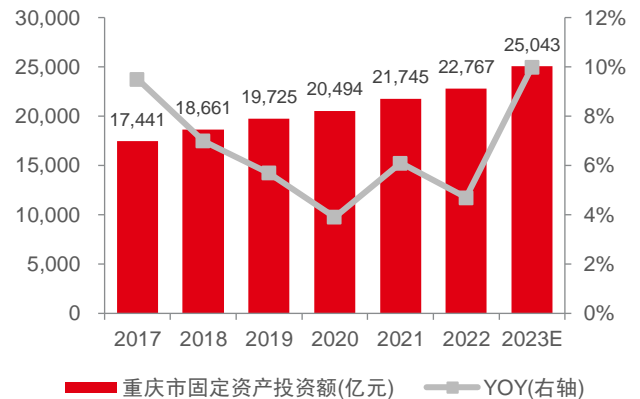
**重庆市 GDP 稳定递增，固定资产投资持续上升。**2022 年重庆市 GDP 高达 2.9 万亿元，YOY+4.43%，2017-2022 年 CAGR 为+7.7%。同时固定资产投资额也随生产总值同步增长，2022 年重庆市固定资产投资额高达 2.3 万亿元，YOY+6.10%，2017-2022 年 CAGR 为+5.5%。根据重庆市人民政府数据，2023 年全市生产总值有望实现 6% 以上的增长，突破 3.1 万亿元，全市固定资产投资额有望以 10% 以上的高增速达到 2.5 万亿元。同时重庆市致力于推动市内经济发展，计划到 2027 年全市生产总值迈上 4 万亿元台阶，近十年 CAGR 为+7.1%。

图表11：2017-2023E 重庆市 GDP 及增速



资料来源：重庆市人民政府，中邮证券研究所

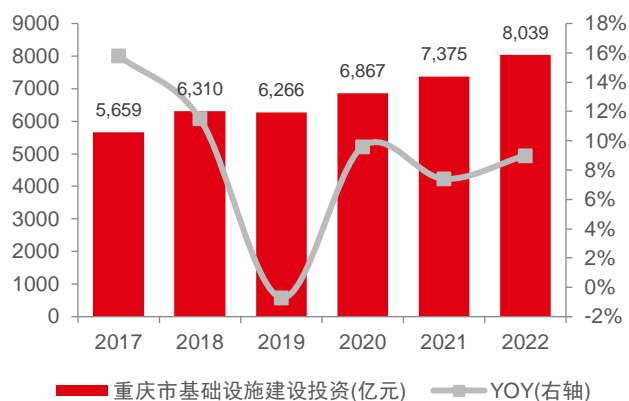
图表12：2017-2023E 重庆市固定资产投资及增速



资料来源：重庆市人民政府，中邮证券研究所

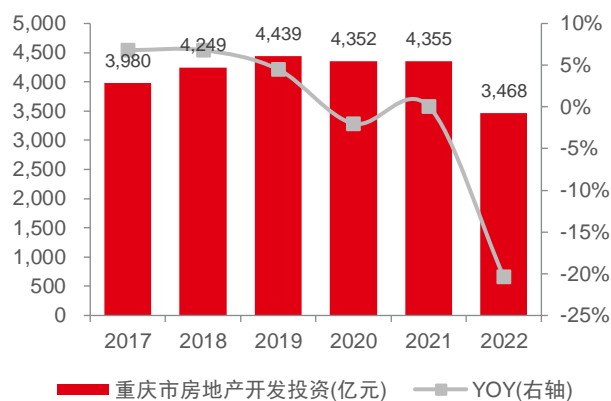
**基建市场发力叠加房地产市场止跌，需求有望恢复。**基建投资与固定资产投资保持同步增长，2022 年重庆市基础设施投资以 9.0% 的高增速突破 8000 亿元，2017-2022 年 CAGR 为+7.3%，复合增长率较高。2022 年重庆房地产开发投资 3468 亿元，与 2021 年相比出现大幅下滑。我们认为，随着各地稳定地产政策的陆续出台，房地产市场对于混凝土需求的负面影响有望降低。

图表13: 2017-2022年重庆市基础设施投资及增速



资料来源: 重庆市人民政府, 中邮证券研究所

图表14: 2017-2022年重庆市房地产开发投资及增速



资料来源: 重庆市人民政府, 中邮证券研究所

**23年政府投资规划落地, 基础设施建设逐渐完善。**2023年重庆市政府继续加大对市内基础设施建设的投入力度, 计划完成交通投资1100亿元, 加快交通强市建设, 重点发力渝宜高铁、黔江至吉首高铁等项目; 计划完成水利投资390亿元。与2022年相比, 交通领域投资增加7%, 水利领域投资增加49%。交通和水利领域投资增加对混凝土需求构成利好。

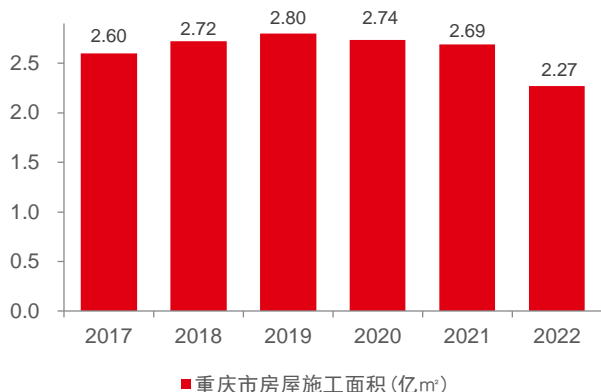
图表15: 2021-2023年重庆水利交通基建投资额工作展望(亿元)

项目	2021A	2022A	2023E	2023年交通水利战略计划
交通投资	960.6	1023.9	1100	加快交通强市建设, 力争启动建设渝宜高铁、黔江至吉首高铁等项目, 开工建设重庆站改造、重庆新机场综合交通枢纽、洛碛港一期、乌江白马至彭水航道整治等工程, 投用巫溪至镇坪等169公里高速公路, 基本建成江北国际机场第四跑道主体工程、万州机场航站楼扩建等项目。
水利投资	188	261	390	重点推进渝西水资源配置工程、藻渡水库、向阳水库、跳蹬水库等项目建设。

资料来源: 重庆市人民政府网, 人民政协网, 重庆市交通局, 重庆发布, 中邮证券研究所

**混凝土行情进入底部, 有望随下游基建行情回暖。**受房地产行业需求影响, 2022年重庆市房屋施工面积下滑至2.27亿 $m^2$ , 同比下降15.6%, 商品混凝土产量亦下降至6226.6万 $m^3$ , 同比下滑30.7%, 行业进入筑底阶段。随着重庆市对城市基础设施建设投入力度的不断增强以及支持房地产行业政策出台, 混凝土需求有望恢复。

图表16: 2017-2022年重庆市房屋施工面积



图表17: 2017-2022年重庆市商品混凝土产量

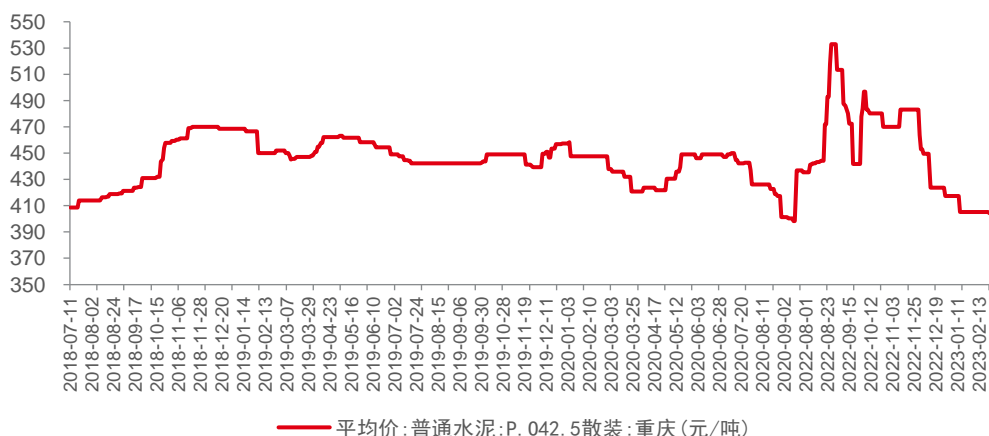


资料来源: 产业信息网, 公司公告, 华经情报网, 中邮证券研究所

资料来源: 公司公告, 混凝土杂志, 中邮证券研究所

重庆水泥价格处于低位, 公司利润有望提振。作为商品混凝土的重要原料, 水泥价格对于产品成本至关重要。截至 2023 年 3 月, 重庆普通水泥单价回落至 404.1 元/吨, 处于 2020 年 9 月以来的低点。水泥单位成本的下降有助于降低单位采购成本, 对混凝土企业盈利形成利好。

图表18: 重庆水泥均价



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

## 2.2 成渝经济圈崛起, 巴南基建迎来机遇

受益于国家战略规划, 成渝城市群经济地位不断抬升。成渝双城经济圈是我国西部地区发展水平最高、发展潜力较大的城镇化区域, 是发展长江经济带的重要战略组成。政府相继出台《成渝经济区区域规划》和《成渝城市群发展规划》, 明确要将成渝城市群打造成经济活跃、生态环境良好的国家级城市群, 并向世界级城市群迈进。随着国家战略部署的不断升级, 成渝城市群与京津冀、长三角和粤港澳大湾区并列, 成为国家经济增长的“第四级”。

**图表19：成渝双城经济圈战略规划示意图**


资料来源：国家发改委，中邮证券研究所

**图表20：全国经济发展“四极”**


资料来源：证券时报网，中邮证券研究所

**推进巴南“一区五城”建设，努力打造重庆南部重点增长极。**近十年来重庆中心城区发展迅速，城区建设开发已经进入成熟阶段，主城区建设已经进入“外环时代”，巴南区等外环主城区开发建设将迎来重要发展机遇。立足区位优势，巴南区提出加快建设南部新城、重庆国际生物城、重庆高职城、惠民智慧总部新城和大江科创城的“五城”重点战略，未来各区域联动发展的潜力不断释放，为基础设施建设提供持续的动力。同时全区提前布局新型基础设施，为推动高质量发展提供智能引擎。

**图表21：巴南区“一区五城”战略布局**


资料来源：重庆市人民政府，中邮证券研究所

**图表22：巴南区轨道网规划布局**


资料来源：重庆市巴南区人民政府，中邮证券研究所

**打造城市基建新体系，加快综合性交通立体网络布局。**“十四五”时期巴南区基础设施建设总体目标是：到 2025 年全区基础设施联通水平大幅提升，基本建成与“一区五城”相匹配的城市功能布局和基础设施体系，城市空间格局基本形成，内陆南向开放高地基本建成，有望建成重庆中心城区南向门户枢纽，将巴南区打造成为重庆南部新的重要增长极。

图表23：巴南区“十四五”时期基建发展目标

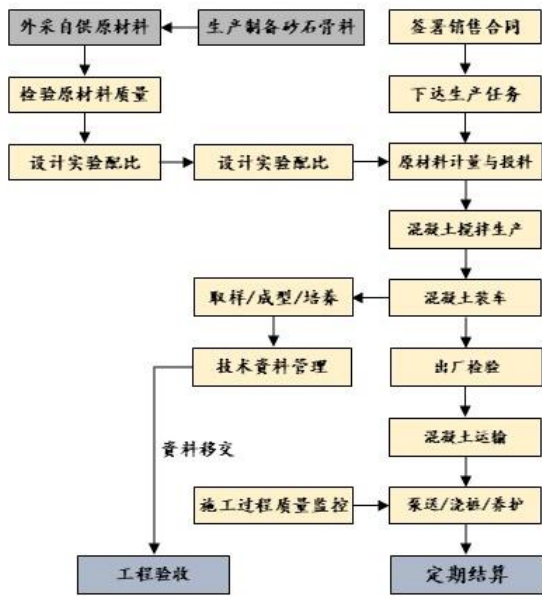
类别	指标	目标
交通领域	铁路营业里程	73 公里
	高速铁路营业里程	36 公里
	高铁站场个数	1 个
	高速公路通车里程	248 公里
	城市干道、高等级公路衔接率	100%
	高速公路互通高等级公路覆盖率	100%
	城市轨道交通总里程	308 公里
	城市轨道交通站场个数	17 个
城市道路服务能力	快速路项目	8 个/159.6 亿元
	城市主干道项目	6 个/47.5 亿元
	桥梁项目	7 个/196.7 亿元
	隧道项目	8 个/210.4 亿元
	市政道路项目	40 个/233.5 亿元
城乡公路通道建设	国省道升级改造	259km
	高速公路连接道新改建	132km
	农村联网公路改造	500km

资料来源：重庆市巴南区人民政府，中邮证券研究所

### 3 横向扩产提升份额，纵向并购降低成本

#### 3.1 四大基地覆盖重点城区，产能扩张助力规模扩容

**专精混凝土研发技术，经验丰富产能优越。**公司通过长期的研发和生产实践，形成了自身技术优势，具备 C10-C100 强度等级和各类特种用途混凝土自主研发生产能力，同时能够利用原料优选技术和混凝土配合比技术，降低商品混凝土生产成本并提升产品质量。公司目前采用集中统一布局的模式，建设有“环保型、规模化、自动化”的商品混凝土生产基地，通过不断技术创新，在高强度混凝土、特种混凝土研发方面积累了丰富的经验，利用新技术、新工艺、新材料研制新型产品，满足各类建筑结构所需。

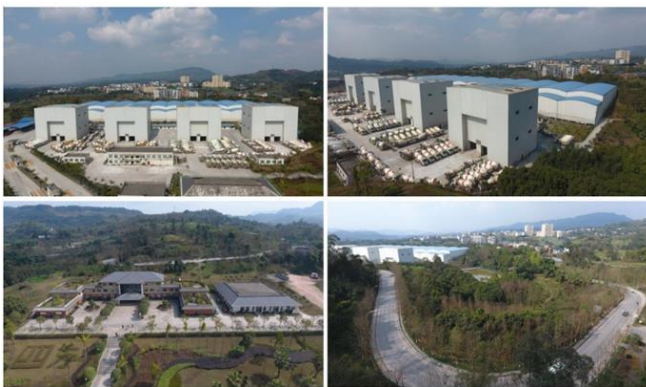
**图表24：公司商品混凝土生产工艺流程**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

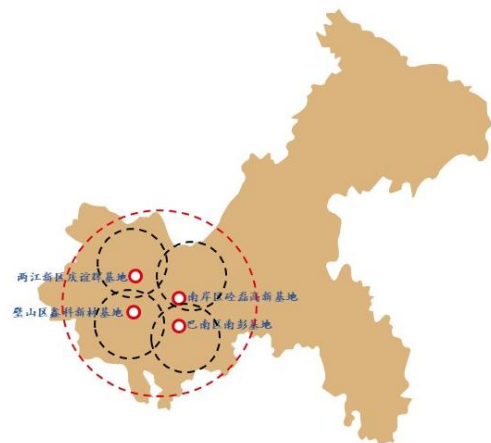
**图表25：公司商品混凝土专利技术**


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

完成四大生产基地布局，经济半径覆盖重庆主城区。公司在重庆主城东、南、西、北拥有四大生产基地，覆盖重庆主城全域及璧山、江津、铜梁等重点新兴发展区域。公司在巴南区拥有8条240型生产线的南彭基地，年产能为480万 $m^3$ ，单基地规模西部第一；2021年9月公司收购矽磊高新65%股权，在南岸区具备了4条270型生产线的矽磊高新基地，年产产能达380万 $m^3$ ；2022年5月公司收购了重庆鑫科78%的股权，在璧山区拥有4条240型生产线的鑫科新材基地，年产能为240万 $m^3$ ；2022年6月，公司收购庆谊辉82%股权，在两江新区建设6条HLS300型智能化、标准化生产线的庆谊辉基地，年产能为450万 $m^3$ 。若四大基地完全实现投产，公司具备年产1550万 $m^3$ 的生产能力。混凝土的经济运输半径一般低于50公里，以便满足在生产完2小时内运输至施工现场并浇筑完毕的要求，公司四大生产基地布局能够覆盖重庆所有主城区，抢占城区及周边业务需求。

**图表26：公司四大混凝土生产基地**


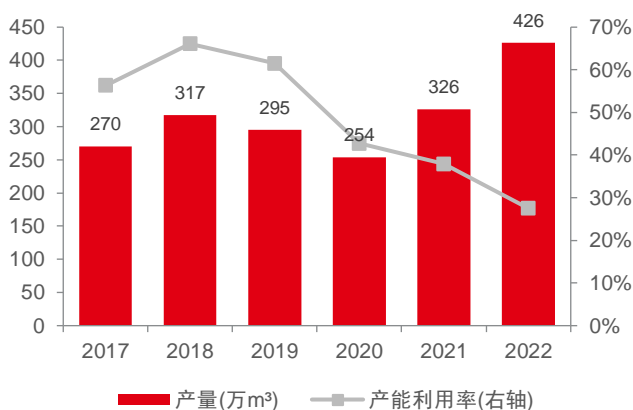
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表27：公司四大生产基地区位及覆盖范围**


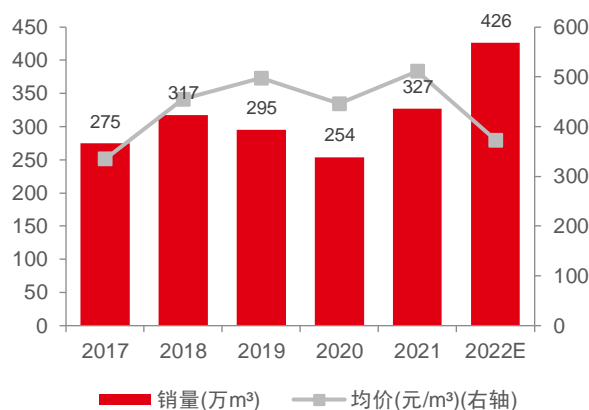
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

**生产基地推动产能扩充，助力公司扩大经营规模。**除 2020 年因疫情影响生产外，公司产量整体处于稳步增长，根据公司最新数据 2017-2022 年产量由 270 万 m<sup>3</sup> 上升至 426 万 m<sup>3</sup>。销量方面，由于公司产销率长期保持在 100% 以上，假设 2022 年销量与产量持平，则 2017-2022 年公司混凝土销量复合增长率高达 9.2%。随着公司四大生产基地产能逐渐释放，预计公司产销量有望同步升高。由于上游水泥和砂石骨料价格抬升以及下游基建需求增加，公司商品混凝土产品的价格整体抬升，由 2017 年的 339.7 元/m<sup>3</sup> 升至 2021 年的 511.2 元/m<sup>3</sup>。但受市场行情影响，2022 年公司商品混凝土销售价格下滑至约 372.8 元/m<sup>3</sup>。我们认为，随着 2023 年需求的回暖及公司产能的增长，公司有望充分受益。

图表28：2017-2022 年公司商品混凝土产量及产能利用率



图表29：2017-2022E 公司商品混凝土销量及均价



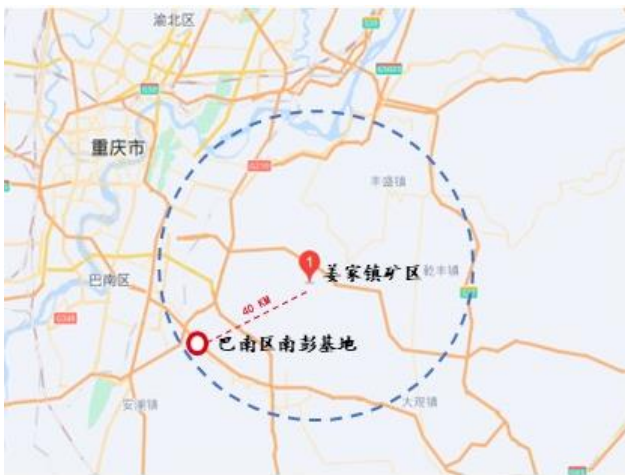
资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 3.2 矿山资源储量丰富，自产原料有效节约成本

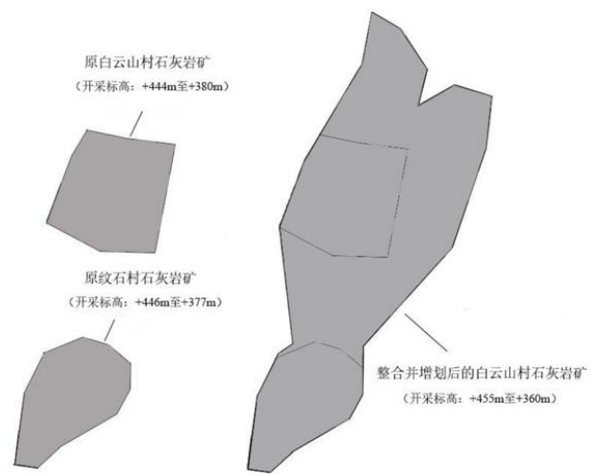
**区位优势突出，矿山资源储量丰厚。**根据重庆市矿产资源总体规划，重庆中心城区内石灰岩矿山关闭整合，目前仅有巴南区丰盛-接龙-姜家、北碚区天府-清平等碎石生产基地允许石灰岩开采。公司所处的巴南区是唯一拥有姜家、丰盛两座石灰岩矿山的主城区，水陆路交通运输便利，矿山与公司生产基地距离仅 40km，区位优势明显。公司拥有姜家镇白云山村宋扁石灰岩矿采矿权，采矿证规模 196 万吨/年。2021 年公司收购 100% 光成建材股权，获得姜家镇白云山村白云山社石灰岩矿，该矿山采矿证规模 100 万吨/年。

图表30: 姜家镇矿区与巴南区生产基地区位对比



资料来源: 公司官网, 中邮证券研究所

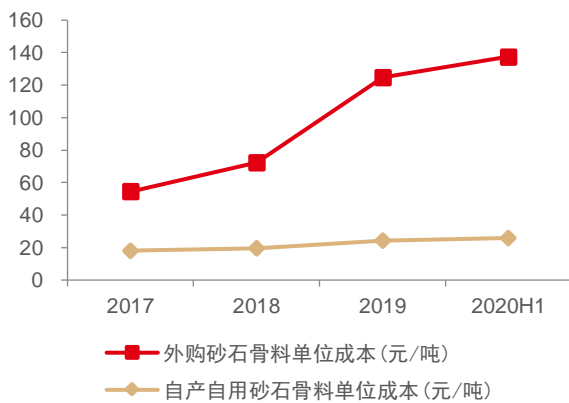
图表31: 2018年白云山村、纹石村石灰岩矿增产计划



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

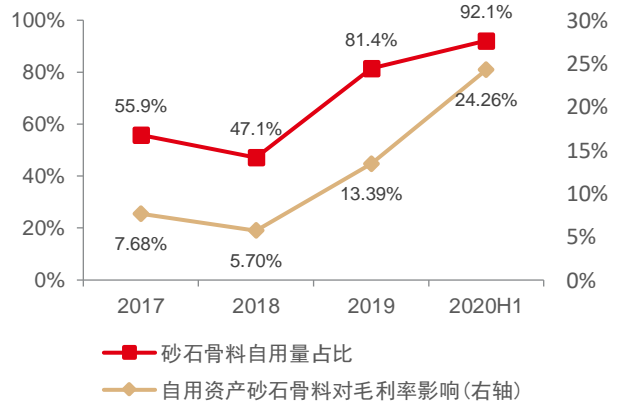
**自用原料占比提升可有效节约成本。**随着公司矿山资源储量不断增厚, 生产原料中自用砂石骨料占比不断提升。截至2020年上半年, 公司自产自用碎石占比提升至100%, 自产自用机制砂占比提升至93.84%。随着砂石骨料市场价格的上涨和自产自用比例提升, 自产自用砂石骨料对单位成本的影响逐年增强, 对毛利率的贡献程度逐渐增大。为确保质量和控制成本, 公司将逐步加大自产砂石骨料的供应量, 实现自产对外购原料的有效替代。

图表32: 外购与自产自用砂石骨料单位成本对比



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表33: 砂石骨料占比提升对毛利率的影响



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

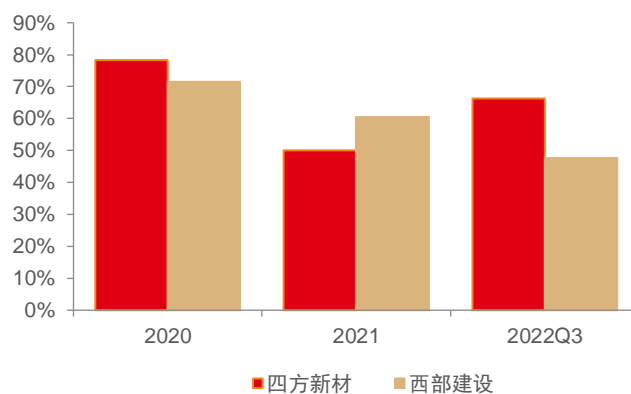
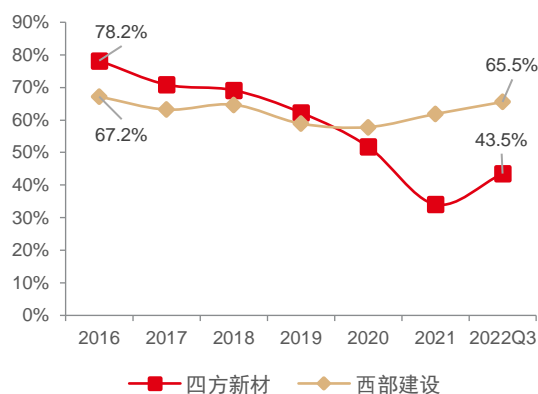
**矿山并购提升原料自给率。**公司生产每立方米商品混凝土大约需要1.9吨砂石原料(骨料+碎石)。我们以2020年上半年公司42.77%的产能利用率计算, 2023年公司商品混凝土产量约663万方, 对应砂石原料需求约1260万吨。2019年公司对原有砂石骨料产线进行整合, 实际年产量已达598.3万吨, 2021年收购的白云山社石灰石矿山的采矿证规模为100万吨/年。通过并购, 公司砂石原料的自给率提高, 有利于成本的下降。



### 3.3 资产负债率不断改善，收现比优于同业公司

2021 年公司通过公开发行股份募集资金 12.35 亿元，其中 4.5/2.5/1.2 亿元分别用于装配式混凝土预制构件项目、干拌砂浆项目和物流配送体系升级项目，4.1 亿元用于补充现金流。截止 2022 年上半年，公司募集资金使用比例仅为 36%。混凝土行业是一个受上下游挤压的行业，采购水泥和骨料需要现金支付，销售产品时容易产生应收账款，对企业的资金实力是考验。借助于资本市场，一方面公司的募集资金尚未使用完毕，另一方面通过资本市场上市可以提升公司债权融资能力。截至 2022 年三季度，公司资产负债率 43.5%，优于同业可比公司。较低的负债率给予公司扩大产能提升市占率的机会，同时进行纵向一体化并购降低成本。

图表34：2016-2022Q3 公司与同业公司资产负债率对比 图表35：2020-2022Q3 公司与同业公司销售收现比率对比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 收入及利润预测

我们预计公司 2022-2024 年营业总收入分别 16.55/26.82/31.75 亿元，YOY+22.58%/+62.05%/+18.39%，毛利率分别为 13.38%/19.09%/20.46%：

- 1) 商品混凝土：根据公司生产公告，22 年全年公司商品混凝土产量为 426.42 万 m<sup>3</sup>，公司四大生产基地产能高达 1550 万 m<sup>3</sup>，若 23-24 年公司产能利用率为 42.8%/50.0%，则 22-24 年混凝土产量分布为 426.4/662.9/775.0 万 m<sup>3</sup>。随着未来重庆混凝土价格回暖，预计 22-24 年对应营收为 16.02/26.19/31.00 亿元，YOY+23.45%/+63.54%/+18.38%。由于 22 年重庆市商品混凝土需求不振，价格较 21 年下滑，另外柴油价格上升使得运输成本增加，进一步压缩利润空间。随着 23 年重庆市基建市场向好，混凝土价格有望逐渐回暖，主营业务毛利率有望得到改善，预计 22-24 年商品混凝土业务毛利率分别为 12.92%/18.99%/20.50%。
- 2) 其他业务：其他业务主要为湿拌砂浆，收入规模较小，与主营业务保持同步增长，预计 22-24 年其他业务营收分别为 0.54/0.63/0.75 亿元，毛利率分别为 27.19%/23.43%/18.81%。

由于22年下游房企资金流动性不足，使公司应收款项兑付较往年有所延迟，信用减值损失计提金额大幅增加；另外，公司收购的重庆光成、重庆鑫科22年经营成果不达预期，计提相应资产减值损失，导致公司22年盈利出现亏损。预计公司2022-2024年归母净利润分别为-1.15/2.08/3.10亿元，净利率分别为-6.95%/7.77%/9.77%。

图表36：盈利预测（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
商品混凝土	11.32	12.97	16.01	26.19	31.00
YOY	-22.70%	14.49%	23.45%	63.54%	18.38%
毛利率	33.61%	21.16%	12.92%	18.99%	20.50%
其他业务	0.47	0.53	0.54	0.63	0.75
YOY	-15.48%	12.77%	1.45%	17.62%	18.83%
毛利率	42.6%	30.2%	27.19%	23.43%	18.81%
公司营业收入	11.79	13.50	16.55	26.82	31.75
YOY	-22.70%	14.49%	22.58%	62.05%	18.39%
毛利率	33.91%	21.49%	13.38%	19.09%	20.46%
归母净利润	2.44	1.34	(1.15)	2.08	3.10
净利率	20.70%	9.93%	-6.95%	7.77%	9.77%

资料来源：公司估值，中邮证券研究所

## 4.2 投资建议

我们预计2022-2024年公司营业收入分别为16.55/26.82/31.75亿元，归母净利润分别为-1.15/2.08/3.10亿元，对应23-24年PE为13.7/9.2X，公司估值略高于西部建设。我们看好23年重庆混凝土市场需求，有助于公司新产能的释放，同时公司新并购的矿山将提升原料自给率，进而降低成本。鉴于以上两点，我们认为公司23年具有较大的业绩弹性，首次覆盖给予“增持”评级。

图表37：可比公司估值

股票代码	公司	收盘价（元）	市值（亿元）	EPS				PE			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002302.SZ	西部建设	7.87	99.35	0.67	0.65	0.85	1.06	12.00	12.16	9.29	7.43
605122.SH	四方新材	15.62	26.92	0.78	-0.67	1.21	1.80	21.30	—	13.67	9.19

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：西部建设22-24年EPS均来自iFinD一致预测，四方新材22-24年EPS为中邮证券研究所预测，股价时间为2023-3-14

## 5 风险提示

**石灰岩矿资源管理政策变动风险：**若国家和地方矿山资源管理政策变动，采矿资质条件发生重大变化，公司的采矿许可到期后不能续展，将对公司的生产经营造成不利影响；

**原材料价格波动的风险：**公司生产所需原材料占生产成本的比例在50%-60%，原材料价格大幅波动将对公司毛利率和利润水平产生较大影响；

**销售区域集中的风险:**公司商品混凝土的销售区域集中在重庆市,若重庆市基础设施建设投资及房地产开发投资规模下滑,将对公司的生产经营造成不利影响。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1,350.17	1,654.97	2,681.83	3,175.15	营业收入	14.49%	22.58%	62.05%	18.39%
营业成本	1,060.07	1,433.54	2,169.81	2,525.52	营业利润	-42.60%	-167.48%	330.55%	48.73%
税金及附加	9.10	12.41	17.97	21.27	归属于母公司净利润	-45.08%	-185.98%	281.16%	48.73%
销售费用	8.29	11.25	16.63	19.69	<b>获利能力</b>				
管理费用	41.88	67.36	83.14	98.43	毛利率	21.49%	13.38%	19.09%	20.46%
研发费用	6.30	9.10	13.14	15.88	净利率	9.91%	-6.95%	7.77%	9.77%
财务费用	8.00	9.94	9.94	9.94	ROE	5.79%	-5.27%	8.72%	11.47%
资产减值损失	-1.89	0.00	0.00	0.00	ROIC	4.90%	13.62%	14.99%	16.53%
营业利润	159.35	-107.53	247.91	368.72	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	6.51	0.00	0.00	0.00	资产负债率	34.08%	37.49%	45.64%	44.59%
营业外支出	2.96	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.07	2.69	2.11	2.18
利润总额	162.90	-107.53	247.91	368.72	<b>营运能力</b>				
所得税	25.68	7.56	39.42	58.63	应收账款周转率	1.14	1.10	1.33	1.22
净利润	137.21	-115.09	208.50	310.09	存货周转率	77.26	55.41	63.11	63.75
归母净利润	133.86	-115.09	208.50	310.09	总资产周转率	0.48	0.47	0.68	0.68
每股收益(元)	0.78	-0.67	1.21	1.80	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.78	-0.67	1.21	1.80
货币资金	650.27	222.39	191.88	29.96	每股净资产	13.42	12.67	13.88	15.68
交易性金融资产	100.00	100.00	100.00	100.00	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	1,506.59	1,844.65	2,674.35	3,226.14	PE	21.30	—	13.67	9.19
预付款项	5.25	5.73	8.68	10.10	PB	1.23	1.31	1.19	1.05
存货	20.98	38.75	46.23	53.39	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	2,666.42	2,648.34	3,555.45	4,027.01	净利润	137.21	-115.09	208.50	310.09
固定资产	277.15	295.25	313.35	331.45	折旧和摊销	68.55	26.90	26.90	26.90
在建工程	3.05	4.05	4.55	5.35	营运资本变动	-488.45	-513.80	-515.40	-598.11
无形资产	321.39	306.39	291.39	276.39	其他	60.32	228.84	135.92	128.83
非流动资产合计	860.47	864.57	868.17	872.07	经营活动现金流净额	-222.36	-373.16	-144.09	-132.30
资产总计	3,526.89	3,512.91	4,423.62	4,899.07	资本开支	-46.35	-31.00	-26.48	-26.04
短期借款	198.76	198.76	198.76	198.76	其他	-272.11	0.00	0.00	6.35
应付票据及应付账款	531.64	620.77	1,109.05	1,241.08	投资活动现金流净额	-318.46	-31.00	-26.48	-19.69
其他流动负债	138.44	164.20	378.14	411.47	股权融资	1,258.42	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	868.84	983.73	1,685.95	1,851.31	债务融资	-124.67	0.00	150.00	0.00
其他	29.31	29.31	29.31	29.31	其他	-37.64	-23.73	-9.94	-9.94
非流动负债合计	333.12	333.12	333.12	333.12	筹资活动现金流净额	1,096.11	-23.73	140.06	-9.94
负债合计	1,201.96	1,316.85	2,019.07	2,184.43	现金及现金等价物净增	555.28	-427.88	-30.51	-161.92
股本	172.35	172.35	172.35	172.35	<b>加额</b>				
资本公积金	1,337.35	1,337.35	1,337.35	1,337.35					
未分配利润	698.75	569.88	747.10	1,010.67					
少数股东权益	12.25	12.25	12.25	12.25					
其他	104.22	104.22	135.50	182.01					
所有者权益合计	2,324.94	2,196.06	2,404.55	2,714.64					
负债和所有者权益总计	3,526.89	3,512.91	4,423.62	4,899.07					

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	买入	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	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