

000001.CH

# 中性

原评级: 未有

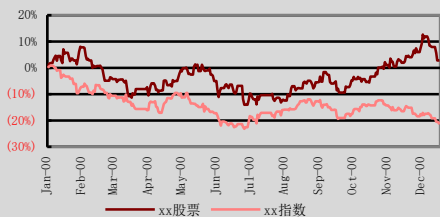
市场价格: 人民币 11.06

板块评级: XXXX

### 本报告要点

#### ■ 要点

#### 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对				
相对新华富时 A50 指数				

发行股数(百万)  
 流通股(%)  
 总市值(人民币 百万)  
 3 个月日均交易额(人民币 百万)  
 净负债比率(%) (2012E)  
 主要股东(%)

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以 2014 年 04 月 22 日收市价为标准

### 相关研究报告

<<xxx>> 20171222  
 <<xxx>> 20171222  
 <<xxx>> 20171222

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行

刘波

(8621)98765432

bo.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: 00512020001

## 西部建设

### 商品混凝土龙头, 护城河持续拓宽

西部建设是全国规模最大的专业预拌混凝土上市公司, 业务覆盖全国 26 个省份。公司背靠中建集团, 订单储备充足, 销量增长确定性较强; 随着区域层进战略的执行及与海螺水泥的合作, 公司盈利能力有望逐渐回升。

#### 支撑评级的要点

- 中建集团旗下唯一商混平台, 深耕主业二十余年:** 西部建设是中建集团旗下唯一商品混凝土业务运营平台, 2013 年完成对中建集团旗下商混企业收购重组后一跃成为全国第二大商品混凝土企业, 仅次于中国建材。西部建设深耕商品混凝土行业二十余年, 业务覆盖全国 26 个省份。
- 预拌混凝土市场规模超万亿, 建筑背景商混企业更具优势:** 预拌混凝土行业空间广阔, 行业参与者众多。前十大商混企业市占率合计不足 10%, 西部建设市占率仅为 2%。水泥背景商混企业和建筑背景商混企业竞争优势较强, 但我们认为拥有客户资源的建筑背景商混企业优势更为显著。
- 西部建设护城河持续拓宽, 业绩规模、盈利能力逐渐提升:** 公司利润率稍低, 但业绩弹性巨大。若收入规模不变, 归母净利率增加 1pct, 归母净利可提升 31.96%。我们认为公司业绩提升主要基于两方面: 1. 公司为中建集团提供的商品混凝土仅占中建集团所需混凝土总量的 9.6% 左右, 需求增长空间大; 高附加值产品占比提升也有望进一步扩大营收规模; 2. 利润水平有望随着营收规模扩大而提高。公司成熟区域毛利率较新区域高出 4 个百分点左右, 若新区域营收规模增加, 其毛利率有望向成熟区域靠拢, 并带动整体毛利率提升。海螺水泥成为公司战略投资者也将使公司获得原料采购和物流运输成本优势, 并助力公司持续拓展市场。

#### 估值

- 考虑预拌混凝土市场空间广阔, 公司具有工程渠道优势, 引入海螺水泥作为战投后将获得成本优势, 我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 285.9、298.4、323.2 亿元, 归母净利分别为 9.6、11.8、15.0 亿元; EPS 分别为 0.76、0.93、1.19 元。首次覆盖, 给予买入评级。**

#### 评级面临的主要风险

- 基建项目落地不及预期, 业务扩张效果不及预期, 原料价格上涨超预期。**

#### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	23,423	26,926	28,594	29,839	32,322
变动(%)	2	15	6	4	8
净利润(人民币 百万)	784	845	962	1,176	1,504
全面摊薄每股收益(人民币)	0.621	0.669	0.762	0.931	1.191
变动(%)	19.5	7.7	13.8	22.3	27.9
市场预期每股收益(人民币)			0.740	0.880	1.080
全面摊薄市盈率(倍)	13.3	12.3	10.8	8.8	6.9
价格/每股现金流量(倍)	30.2	25.1	5.7	5.7	5.8
每股现金流量(人民币)	0.27	0.33	1.44	1.45	1.41
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	7.2	13.5	10.2	7.8
每股股息(人民币)	0.15	0.30	0.11	0.14	0.18
股息率(%)	1.8	3.6	1.3	1.7	2.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 目录

<b>公司概况：全国第二大商品混凝土企业，业务布局涵盖26个省份.....</b>	<b>5</b>
全国第二大商混企业，深耕混凝土行业二十余年.....	5
<b>行业情况：预拌混凝土市场规模超万亿，建筑背景商混企业更具优势...9</b>	
预拌混凝土市场规模超万亿，行业集中度较低.....	9
产业链上下游纷纷切入混凝土赛道，建筑背景商混企业更具优势.....	10
<b>公司壁垒：业绩增长空间广阔，盈利能力日益提升.....</b>	<b>12</b>
公司利润率处于较低水平，业绩弹性显著.....	12
背靠中国建筑，订单储备量充足.....	12
高附加值产品占比提升有望进一步扩大公司营收规模.....	14
新区域营收持续提升，规模效应带动区域毛利率增加.....	17
引入海螺水泥成为战略投资者，公司有望在原料采购、市场扩张等领域获得优势.....	18
产业互联网平台助力公司降本增效.....	21
<b>财务分析与估值.....</b>	<b>22</b>
财务分析.....	22
盈利预测.....	23
<b>投资建议.....</b>	<b>25</b>
<b>风险提示.....</b>	<b>25</b>

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表1. 公司发展历程.....	5
图表2. 公司股权结构.....	6
图表3. 公司营业收入持续增长, 归母净利增速趋于平稳 (单位: 百万) .....	6
图表4. 商品混凝土业务为公司最主要营收来源, 营收占比超95% (单位: 百万) .	6
图表5. “科之杰杯”2021年中国商品混凝土企业十强.....	7
图表6. 公司产能分布情况 (截至2022年一季度末) .....	7
图表7. “十四五”期间多数国家战略区域基础设施投资额同比均有提升 (单位: 亿元) .....	8
图表8. 预拌混凝土上下游行业 .....	9
图表9. 2021年预拌混凝土行业市场规模或超过20,000亿元.....	10
图表10. 中国前十大商品混凝土企业产量及市占率 .....	10
(单位: 万方) .....	10
图表11. 2012-2021年西部建设市占率呈现持续提升态势 .....	10
图表12. 水泥背景商砼企业的单位材料成本更有优势 .....	11
(单位: 元/方) .....	11
图表13. 西部建设散装水泥单位采购价高于华新水泥单价 (单位: 元/吨) .....	11
图表14. 水泥企业商品混凝土产销量增速.....	11
图表15. 建筑企业商品混凝土产销量增速.....	11
图表16. 与其他混凝土企业相比, 西部建设毛利率相对较低.....	12
图表17. 公司当前归母净利率处于较低水平.....	12
图表18. 归母净利率增加3pct, 归母净利接近翻倍.....	12
图表19. 实控人中国建筑集团有限公司及所属企业为公司第一大客户 .....	13
图表20. 预拌混凝土行业产值占建筑业产值的10%左右 .....	13
图表21. 西部建设为中国建筑提供的混凝土仅占中国建筑混凝土采购总量的9.9%左 右 .....	13
图表22. 中国建筑新签合同额占建筑业新签合同额比重较低, 仍有发展空间.....	14
图表23. 公司商品混凝土签约方量增速趋稳.....	14
图表24. 公司新签合同额同比增速有所下降.....	14
图表25. 公司商品砼签约方量与销售方量之间差距较大.....	14
图表26. 公司商品砼新签合同额与销售额之间差距较大.....	14
图表27. 西部建设混凝土种类明细 .....	15

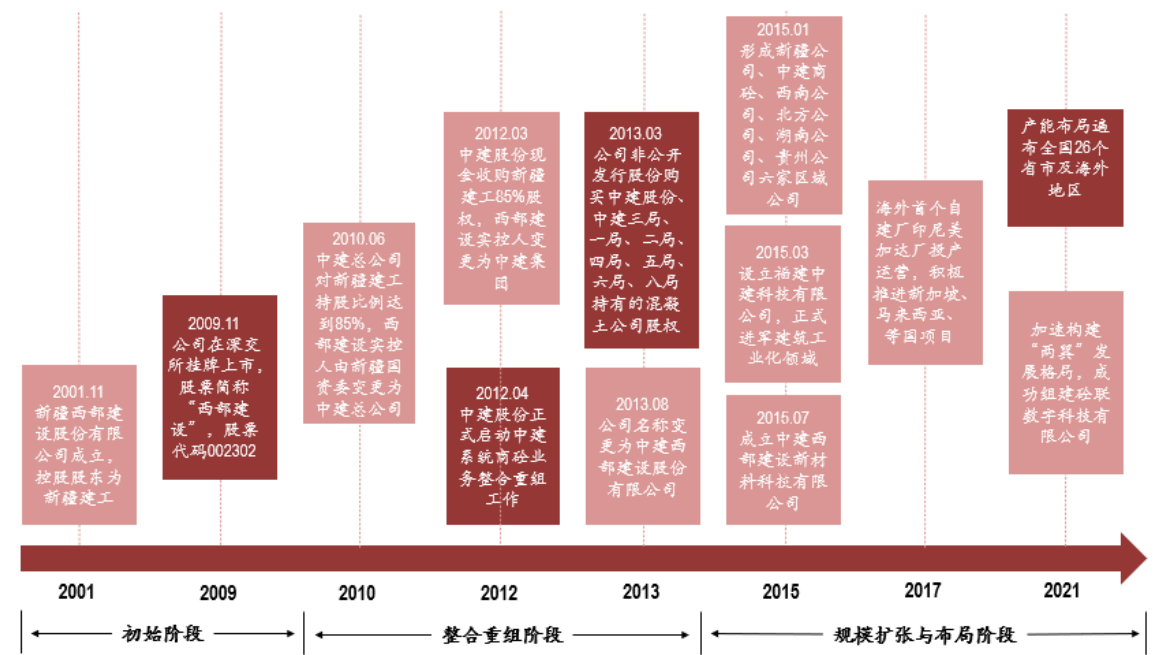
图表28. 不同标号混凝土的单价不同.....	15
图表29. 2021年高标号混凝土销量占比提升, 低标号混凝土销量占比下降.....	15
图表30. 与同业企业相比, 西部建设研发费用率更高.....	16
图表31. 公司部分研发项目.....	16
图表32. 新区域营收占比逐年提升.....	17
图表33. 新区域毛利率较成熟区域低4.0pct左右.....	17
图表34. 随着营收规模增加, 湖南地区毛利率总体呈现提升态势.....	17
图表35. 新区域逐渐成长为成熟区域后, 公司总体毛利率有3-4个百分点的提升空间.....	18
图表36. 水泥采购价格的下降将带来公司毛利率的快速上升.....	19
图表37. 2013-2021年西部建设砂石采购情况.....	19
图表38. 砂石采购价格的下降将带动公司毛利率上升.....	19
图表39. 西部建设成熟区域集中于中西部地区.....	20
图表40. 海螺水泥深耕东部地区多年, 能够助力西部建设进行区域扩张.....	20
图表41. 海螺水泥的T型战略.....	20
图表42. 公司产业互联网平台主要研发项目.....	21
图表43. 西部建设财务状况总体好于同业企业.....	22
图表44. 公司ROE水平相对平稳.....	22
图表45. 公司毛利率低于同业企业, 存在较大提升空间.....	22
图表46. 公司净利率相对较低但变动趋势更为稳定.....	22
图表47. 公司财务杠杆相比同业企业较高.....	23
图表48. 公司资产运营能力强于同业企业.....	23
图表49. 公司盈利预测拆分.....	24
损益表(人民币 百万).....	26
资产负债表(人民币 百万).....	26
现金流量表(人民币 百万).....	26
主要比率(%).....	26

## 公司概况：全国第二大商品混凝土企业，业务布局涵盖 26 个省份

### 全国第二大商混企业，深耕混凝土行业二十余年

公司成立于 2001 年，经重组后成为全国第二大混凝土企业。2001 年 11 月，新疆西部建设股份有限公司成立，新疆建工集团的持股比例达到 70.4%，为公司控股股东。2009 年 11 月，公司在深交所挂牌上市（股票代码：002302.SZ，股票简称：西部建设）。2012 年 3 月，中国建筑股份有限公司收购新疆建工持有的西部建设 85% 的股份，使得西部建设的实控人变更为中国建筑集团有限公司。2012 年 4 月，中国建筑正式启动中建系统商砼业务重组整合工作，西部建设通过非公开发行股份的方式购买中国建筑、中建三局、中建一局等八家企业持有的混凝土公司股权。收购完成后，公司名称变更为中建西部建设股份有限公司，混凝土业务产量从 2012 年的 650.9 万方快速增加至 2013 年的 2,719.7 万方，一跃成为国内第二大混凝土企业，仅次于中国建材。

图表 1. 公司发展历程

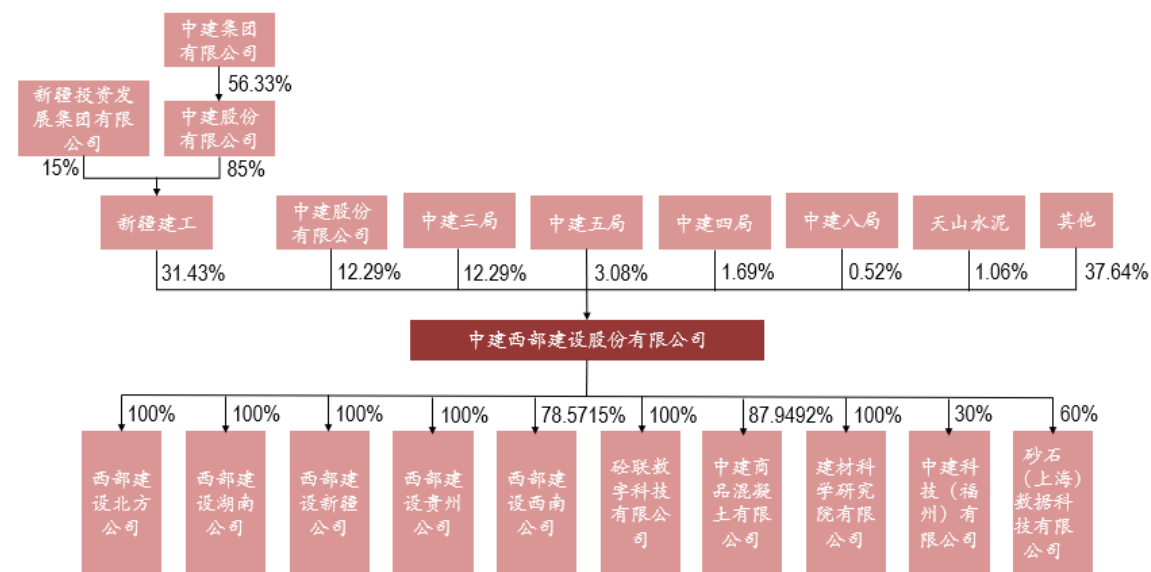


资料来源：公司官网，中银证券

公司股权结构清晰，中国建筑持股比例达到 56.6%；商品混凝土业务覆盖全国 26 个省市。截至 2022 年二季度末，中国建筑股份有限公司通过中建新疆建工、中建三局、中建五局等直接、间接持股比例达到 56.6%，为公司第一大股东。西部建设商品混凝土业务覆盖全国 26 个省市，公司也在湖南、贵州、新疆等多地设立了全资子公司；此外，公司在 2021 年底设立了全资子公司砼联数字科技有限公司，以此为平台对产业互联网资源进行全面整合，使公司进一步降低成本、提高效率。



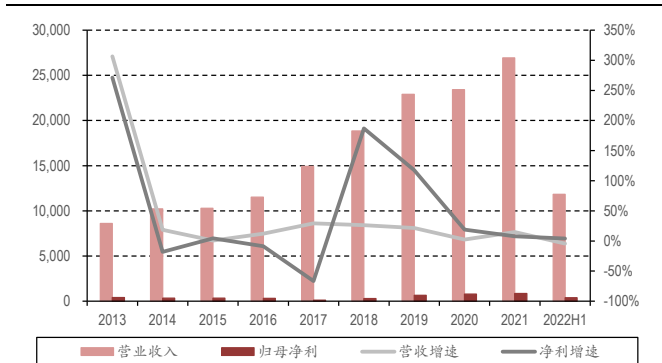
图表 2. 公司股权结构



资料来源：万得，中银证券

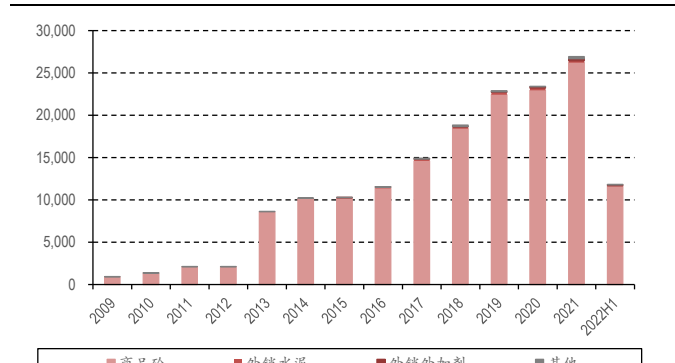
2013 年中建西部建设股份有限公司挂牌成立后，公司营业收入持续增长，从 2013 年的 86.1 亿元上涨至 269.3 亿元，复合增速达到 15.3%；公司归母净利润同比变动幅度则较大，2017 年，环保限产政策的严格执行使得多地的搅拌站停限产，同时水泥等原材料价格持续上涨，公司的调价机制相对滞后于原料价格的变动，导致 2017 年公司归母净利润同比降幅较大；2018 年，环保督察政策逐渐细化，不再采取“一刀切”式停产，且公司强化了自身的价格机制管理能力，叠加 2017 年利润的低基数效应，公司 2018 年归母净利润同比大幅增长。2020 年以来，公司归母净利润增速趋于平稳。

图表 3. 公司营业收入持续增长，归母净利润增速趋于平稳 (单位：百万)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 商品混凝土业务为公司最主要营收来源，营收占比超 95% (单位：百万)



资料来源：公司公告，中银证券

公司主要从事商品混凝土业务，商混营收占比超过 97%。商品混凝土业务是公司最主要的营收来源，占总营收的比重常年维持在 97% 以上。公司在 2012 年与中国建筑旗下的商品混凝土企业完成重组后，商混产销量从 2012 年的 650.9 万方快速增加至 2013 年的 2,719.7 万方。2013 年以来，公司商品混凝土产销量维持较快增长，2013-2021 年复合增速为 10.6%。根据中国混凝土网的统计，2021 年，西部建设商品混凝土产能已达到 10,087 万方，产量为 6,105 万方，在全国混凝土企业中排名第二，仅次于中国建材。

图表 5. “科之杰杯” 2021 年中国商品混凝土企业十强

排名	公司名称	混凝土产能 万方	混凝土产量 万方	全国占比 %	销售收入 亿元	平均单价 元/方	产能利用率 %
1	中国建材 (03323.HK)	31500	11183	3.65%	508.16	454	35.50%
2	中建西部建设 (002302.SZ)	10087	6105	2.00%	262.25	430	60.53%
3	上海建工建材 (600170.SH)	5000	4677	1.53%	235.85	504	93.54%
4	金隅集团 (02009.HK)	3590	1512	0.49%	58.45	387	42.12%
5	华润水泥 (01313.HK)	3730	1481	0.48%	63.39	428	39.72%
6	华新水泥 (600801.SH)	4380	905	0.30%	35.2	389	20.66%
7	华西绿舍 (未上市)	850	741	0.24%	36.6	494	87.18%
8	江苏诚意 (未上市)	1050	684	0.22%	35.16	514	65.14%
9	江西万年青 (000789.SZ)	1975	626	0.20%	28.74	459	31.71%
10	云南建投混凝土 (01847.HK)	2020	612	0.20%	20.86	341	30.31%

资料来源：中国混凝土网，中银证券

2018 年，公司提出了“一体两翼”的发展战略。“一体”是指混凝土业务，“两翼”是指产业链协同和互联网协同。在发展混凝土主业的基础上，公司将加强外加剂、砂石骨料、水泥和资源综合利用等业务的开拓，并加大电商平台和产业互联网平台的建设力度。2022 年上半年，公司已成立四个项目组跟踪推进 20 余个骨料项目，外加剂业务实现省级区域全覆盖，且外销占比增长明显；公司在 2021 年底组建了砼联数字科技有限公司对产业互联网资源进行整合，公司数字化建设产品砼智（智慧工厂）和砼翼（企业数字化管控）均在 2022 年上半年进一步扩大了覆盖范围，有效帮助公司降低成本、提高生产效率。

公司产能布局覆盖全国 26 个省市以及印尼、马来西亚等地，产能布局较为全面。与中国建筑旗下的混凝土企业进行重组之后，西部建设的产能开始向新疆以外的省市布局。截至 2022 年 3 月，公司产能已经覆盖全国 26 个省市，并已形成了乌鲁木齐、成都、武汉、贵阳、长沙、西安六大成熟区域。2022 年上半年，公司六大成熟区域合计贡献了 62.0 亿元营业收入，占当期营收总额的比例为 52.4%。同时，公司还培育了江苏、广东等发展潜力较大的新区域。并且，公司在粤港澳大湾区、京津冀地区、长三角地区和成渝双城经济圈等国家战略区域的业务量逐渐提高，占比持续增加。“十四五”期间，国家战略区域的基础设施投资规模进一步扩大，有望助力公司进一步扩大营收规模。

图表 6. 公司产能分布情况（截至 2022 年一季度末）

子公司	区域分布（国家/省/市）	产线数量（条）	产能（万立方米/年）
中建西部建设新疆有限公司	疆内区域	31	845
	河南区域	14	410
	山东区域	14	400
	甘肃区域	8	260
	青海区域	2	60
中建商品混凝土有限公司	湖北区域	45	1330
	福建区域	16	480
	安徽区域	7	190
	江西区域	17	530
	江苏区域	17	525
	浙江区域	2	60

	马来西亚	1	20
	金边	2	40
	阿尔及利亚	2	40
中建西部建设西南有限公司	四川区域	27	900
	重庆区域	4	140
	云南区域	17	510
	广西区域	10	350
	辽宁区域	3	100
	河北区域	2	80
	北京区域	2	60
	印尼	2	70
中建西部建设北方有限公司	陕西区域	17	510
	天津区域	8	240
	山西区域	5	150
中建西部建设湖南有限公司	湖南区域	36	1120
	海南区域	8	235
中建西部建设贵州有限公司	贵州区域	19	515
	广东区域	9	318
中建西部建设（上海）有限公司	上海区域	5	220
	合计	352	10708

资料来源：债券跟踪评级报告，中银证券

图表 7. “十四五”期间多数国家战略区域基础设施投资额同比均有提升（单位：亿元）

		"十三五"综合交通建设 完成投资额	"十四五"综合交通 规划投资额	增速
粤港澳大湾区	广东	14300	20020	40.00%
成渝双城经济圈	重庆	4312	5055	17.23%
长三角	江苏	6293	10000	58.91%
	安徽	4240	5000	17.92%
	浙江	14000	20000	42.86%
长江经济带	湖北	5259	8200	55.92%
	江西	4481	6000	33.90%
	湖南	5500	5000	-9.09%
	四川	13000	12000	-7.69%

资料来源：各省市交通运输厅/局官网，中银证券



## 行业情况：预拌混凝土市场规模超万亿，建筑背景商混企业更具优势

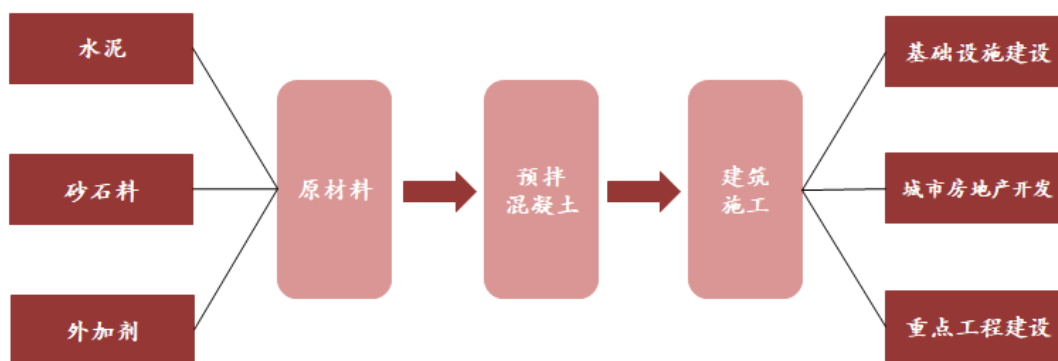
### 预拌混凝土市场规模超万亿，行业集中度较低

混凝土是一种基础建筑材料，广泛应用于各种建筑施工工程中。预拌混凝土是指由水泥、砂石骨料、水以及根据需要掺入的外加剂、矿物掺合料等成分按照一定的比例，在搅拌站经计量、拌制后出售，并采用运输车在规定时间内（通常在2小时以内）运送至使用地点的混凝土拌合物。

预拌混凝土是与在施工地点进行现场搅拌的混凝土相对而言的。与现场搅拌混凝土相比，预拌混凝土具有能够减少施工现场的噪音和粉尘污染、有效节约资源，也能够准确计量各种原料的投放量，在技术上显著提高混凝土质量的稳定性和可靠性，并且有能力、有条件生产高强度混凝土或具有特殊性能的混凝土。

预拌混凝土的上游行业主要包括水泥、砂石料和外加剂等原材料，下游则与各种建筑物和构筑物施工密切相关，基础设施建设、城市房地产开发和重点工程建设中都需要使用大量的预拌混凝土。

图表 8. 预拌混凝土上下游行业



资料来源：西部建设招股说明书，中银证券

预拌混凝土行业具有区域性、季节性和周期性特征。由于预拌混凝土在搅拌完成后必须在规定时间内（通常是2小时）运送至施工现场进行浇筑，因此预拌混凝土的销售半径明显较短，通常在50公里以内，导致预拌混凝土行业具有显著的区域性特征；此外，由于预拌混凝土的生产需要与下游建筑施工保持同步，而建筑施工具有明显的季节性特征，因此混凝土也具有一定的季节性特征。在北方地区，二、三季度是混凝土销售的高峰期，一、四季度由于气候相对恶劣、下游施工放缓，混凝土的销售也相应放缓。并且，混凝土的需求量也与固定资产投资规模有关，长期来看，固定资产投资规模受宏观经济政策影响显著，因此混凝土行业也具有周期性特征。

我们通过水泥销量数据对预拌混凝土行业市场规模进行推算，得出其市场规模超过20,000亿元。水泥主要用于生产混凝土和混凝土制品，并应用在下述基建、地产和农村市场的各类建筑物、构筑物的施工建设中。2021年我国水泥产量为23.63亿吨，由于农村市场多使用现拌混凝土，因此假设有60%的水泥用于生产预拌混凝土，且每生产一方混凝土需要使用约300kg水泥，则对应的2021年混凝土生产量为47.26亿方。假设混凝土单价为430元/方，则2021年预拌混凝土行业市场规模超过20,000亿元。

图表 9. 2021 年预拌混凝土行业市场规模或超过 20,000 亿元

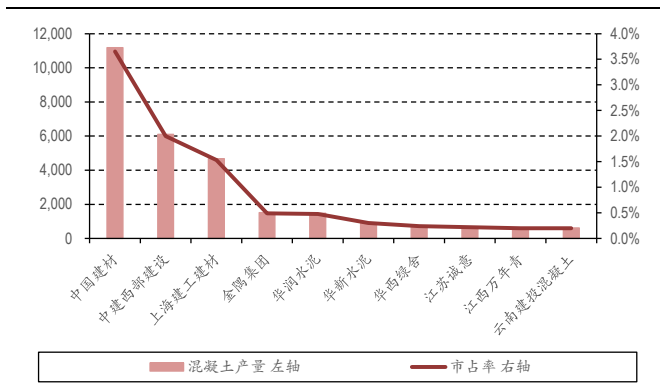
项目	预拌混凝土市场规模测算
2021 年水泥产量	23.63 亿吨
用于房地产和基建的水泥占比	60%
每方预拌混凝土使用水泥	300kg
对应预拌混凝土需求	47.26 亿方
混凝土单方价格	430 元/方
预拌混凝土市场规模	20,321.8 亿元

资料来源：万得，中银证券

商品混凝土行业集中度较低，前十大企业市占率合计不足 10%。我国商品混凝土企业数量众多，既包括中国建材、西部建设、上海建工等大型企业，也包括小型私人搅拌站等。截至 2021 年底，全国前十大商品混凝土企业的市占率合计为 9.3%，其中西部建设排名第二，市占率为 2.0%。虽然当前西部建设的市占率水平相对较低，但自 2012 年以来，其市占率总体呈现逐年提升的态势，尤其是 2014 和 2015 年，在商品混凝土行业 CR10 市占率连续两年下滑的时候，西部建设的市占率依然保持了稳步提升。

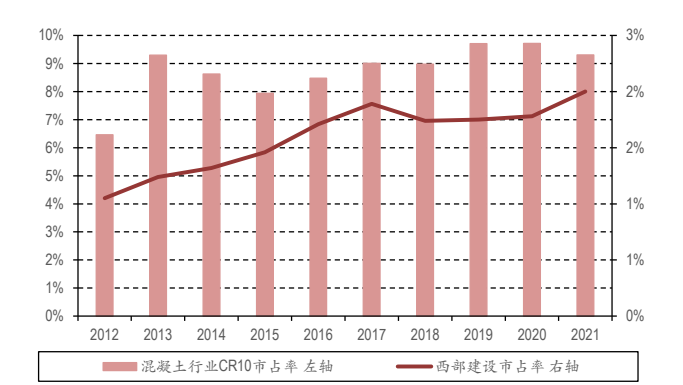
图表 10. 中国前十大商品混凝土企业产量及市占率

(单位：万方)



资料来源：中国混凝土网，中银证券

图表 11. 2012-2021 年西部建设市占率呈现持续提升态势



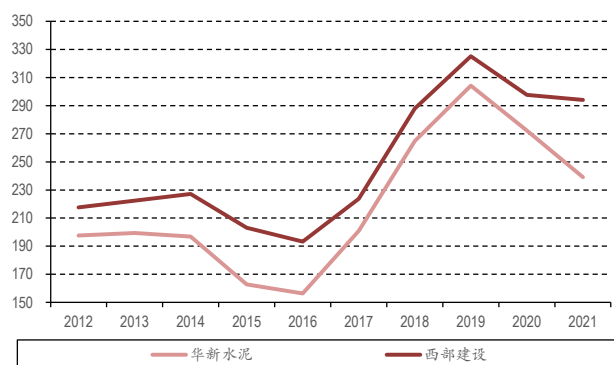
资料来源：中国混凝土网，中银证券

## 产业链上下游纷纷切入混凝土赛道，建筑背景商混企业更具优势

上游水泥企业和下游建筑企业纷纷切入商混赛道。商品混凝土行业的参与者除了专门的商混企业以外，位于上游水泥行业的天山股份、华新水泥、华润水泥等企业自 2012 年起纷纷切入商品混凝土领域，具有建筑项目渠道支撑的下游建筑企业（如上海建工）也开始进入商品混凝土领域。大型企业的参与使得商品混凝土行业的集中度有所提高，从 2012 年的 6.5% 提升至 2021 年的 9.3%。

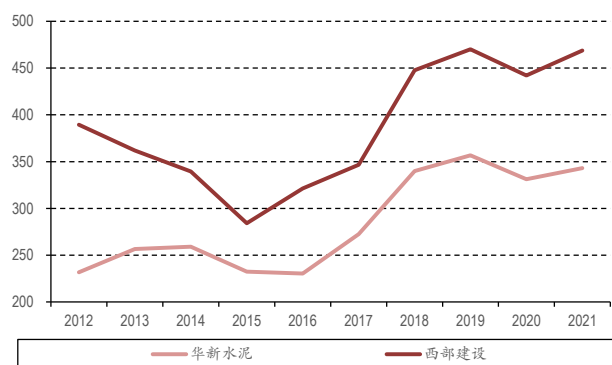
水泥背景商混企业生产的混凝土具有一定的成本优势。由于水泥是生产混凝土的主要原材料，因此水泥企业切入混凝土赛道具有一定的成本优势。以华新水泥为例，2015-2021 年，华新水泥生产混凝土的单位原料成本在 156.4~304.2 元/方之间，单位水泥销售价格在 230.5~340.0 元/方，与西部建设的商混单位成本及散装水泥采购价格相比具有明显优势。

图表 12. 水泥背景商砼企业的单位材料成本更有优势  
(单位: 元/方)



资料来源: 中国混凝土网, 中银证券

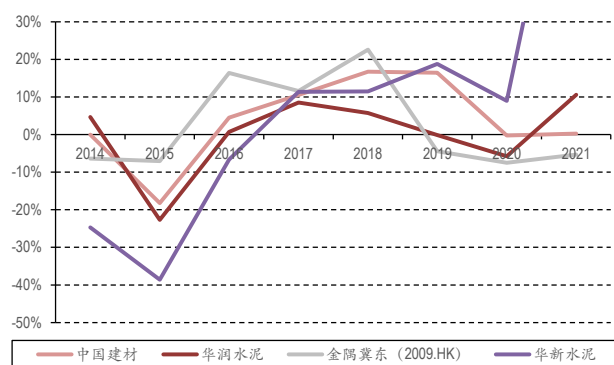
图表 13. 西部建设散装水泥单位采购价高于华新水泥单价  
(单位: 元/吨)



资料来源: 中国混凝土网, 中银证券

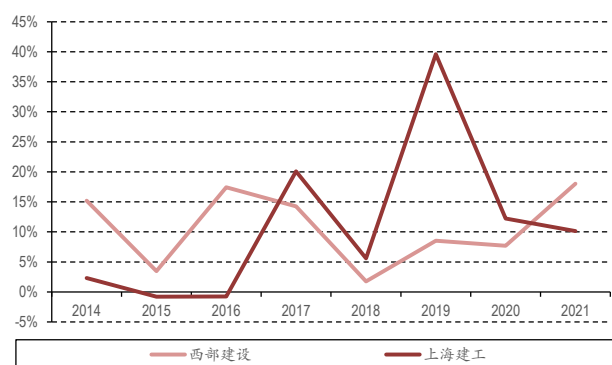
我们认为下游建筑企业切入商品混凝土赛道更具优势。虽然水泥企业生产混凝土具有一定的成本优势, 但商品混凝土的产品特点决定了商混企业需要采用“以销定产、即产即销”的经营模式, 因此, 下游工程渠道资源能够为商品混凝土销量提供更有力保证。并且, 水泥行业受到产能过剩和房地产行业疲软、开工下行的影响, 其景气度不如在手订单的下游建筑行业。从产销数据来看, 2014-2021年, 中国建材、华润水泥、金隅冀东、华新水泥等水泥企业的商品混凝土销量波动幅度较大, 而上海建工、西部建设等建筑背景企业的商品混凝土产销量则保持相对稳定增长。

图表 14. 水泥企业商品混凝土产销量增速



资料来源: 中国混凝土网, 中银证券

图表 15. 建筑企业商品混凝土产销量增速



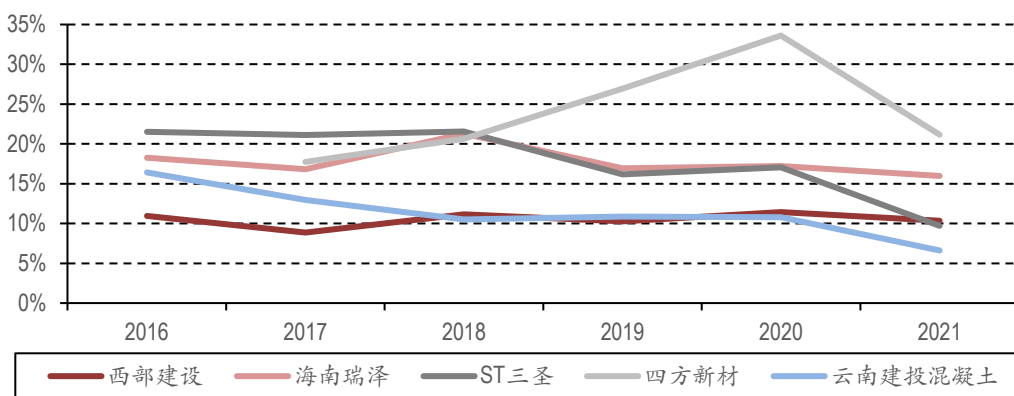
资料来源: 中国混凝土网, 中银证券

## 公司壁垒：业绩增长空间广阔，盈利能力日益提升

### 公司利润率处于较低水平，业绩弹性显著

西部建设虽为商品混凝土行业第二大企业，但其盈利能力与同业企业相比较低。这主要是因为海南瑞泽、ST三圣、四方新材和云南建投混凝土的商品混凝土业务均集中于某一区域，且往往通过自供水泥、砂石等原材料降低生产成本，在当地竞争力较强、市占率较高、协同效应显著，因此混凝土业务毛利率水平相对较高。西部建设商品混凝土业务覆盖面更广，除成熟区域混凝土业务的毛利率较高，其他新区域的毛利率目前尚处于相对较低水平，导致公司综合毛利率受到一定程度的拖累。

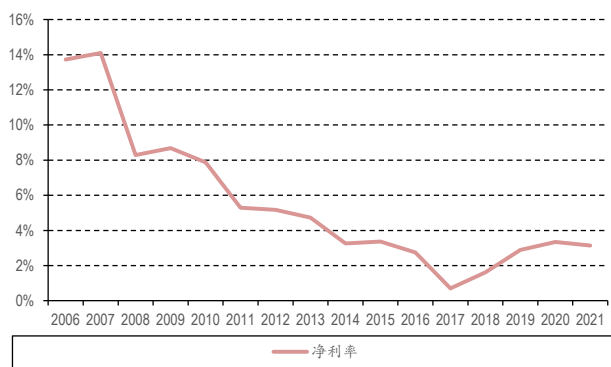
图表 16. 与其他混凝土企业相比，西部建设毛利率相对较低



资料来源：公司公告，中银证券

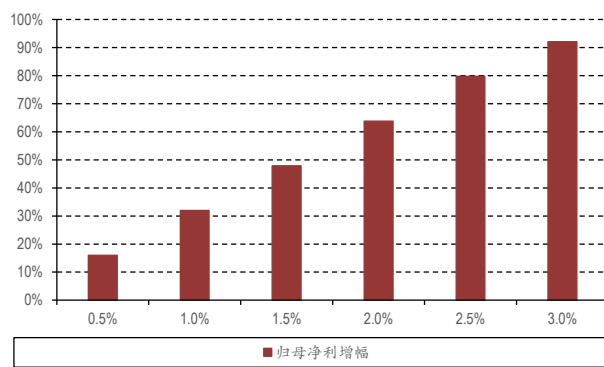
公司归母净利率处于历史较低水平，增长空间充足。2021年，西部建设归母净利率为 3.14%，同减 0.21pct。观察 2006-2021 年公司归母净利率变动趋势可知，公司归母净利率目前处于较低水平。西部建设归母净利率处于较低水平也表明公司归母净利润具有较大的反弹空间。以 2021 年公司营收为基准，若归母净利率增加 1 个百分点，归母净利的规模即扩大 31.96%；若归母净利率增加 3 个百分点，则公司归母净利规模接近翻倍。

图表 17. 公司当前归母净利率处于较低水平



资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 归母净利率增加 3pct，归母净利接近翻倍



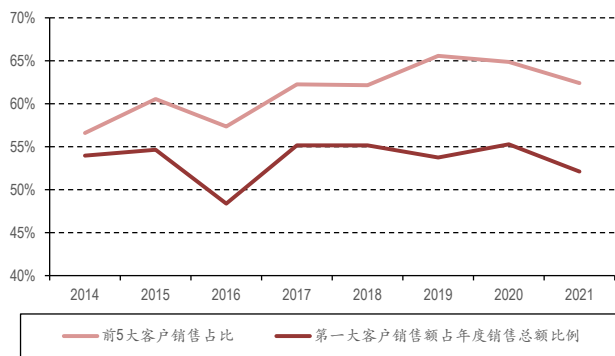
资料来源：公司公告，中银证券

### 背靠中国建筑，订单储备量充足

西部建设具有建筑央企背景，内部销售占比较高。自 2013 年完成对中国建筑旗下的混凝土企业整合之后，中国建筑集团有限公司成为西部建设的实际控制人。同时，中国建筑集团有限公司及其所属企业也成为公司的第一大客户，内部销售占比自 2014 年以来常年维持在 50% 以上。2022 年 5 月 12 日，

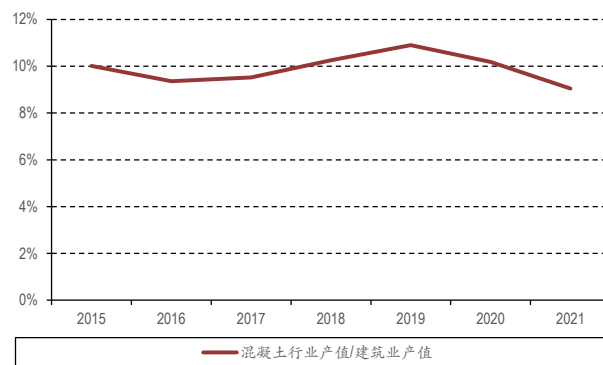
中建集团出具了《关于不减持西部建设股份的承诺函》，承诺自承诺函出具之日起至西部建设非公开发行完成后六个月，公司不减持西部建设股份，亦不存在减持计划。

图表 19. 实控人中国建筑集团有限公司及所属企业为公司第一大客户



资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 预拌混凝土行业产值占建筑业产值的 10%左右



资料来源：万得，中银证券

西部建设为中国建筑提供的混凝土占中国建筑混凝土采购总额的比重较低，提升空间较为广阔。我们通过水泥的产销量对预拌混凝土行业的产值进行测算，得出预拌混凝土的行业产值占建筑行业总产值的比重约为 9.90%。2021 年中国建筑的建筑施工业务（包括房屋建设和基础设施建设）占比为 82.33%，国内业务占比为 95.28%，则中国建筑国内建筑施工业务的占比约为 78.44%，对应建筑施工收入约为 1.48 万亿元，对应混凝土需求产值约为 1,468.8 亿元。2021 年西部建设对中国建筑的内部销售额为 140.28 亿元，仅占中国建筑混凝土需求产值的 9.55%。并且，2011 年至今，中国建筑新签合同额占建筑业新签合同额的比重持续提升，对混凝土的需求也在持续增加，西部建设为中建集团供应的混凝土仍有增长空间。

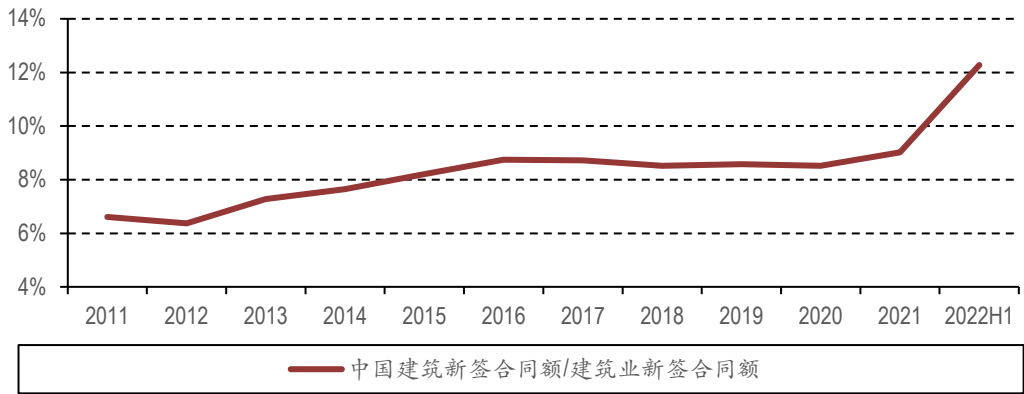
图表 21. 西部建设为中国建筑提供的混凝土仅占中国建筑混凝土采购总量的 9.6%左右

项目	单位	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国建筑房屋建设占比	%	66.80	64.62	59.30	60.39	61.44	61.99	60.65
中国建筑基础设施建设占比	%	16.06	18.12	21.91	23.07	22.40	21.57	21.68
建筑施工业务占比	%	82.86	82.74	81.21	83.46	83.84	83.56	82.33
国内业务占比	%	93.06	91.71	91.94	92.47	92.67	94.45	95.28
国内建筑施工业务占比	%	77.11%	75.88%	74.66%	77.18%	77.69%	78.92%	78.44%
中国建筑营业收入	亿元	8,805.77	9,597.65	10,541.07	11,993.25	14,198.37	16,150.23	18,913.39
国内建筑施工收入	亿元	6,790.09	7,282.78	7,870.43	9,255.84	11,031.35	12,746.16	14,836.42
对应混凝土需求产值	亿元	672.22	721.00	779.17	916.33	1,092.10	1,261.87	1,468.81
西部建设内部销售额	亿元	56.24	55.77	82.29	101.29	128.90	129.52	140.28
占比	%	8.37%	7.74%	10.56%	11.05%	11.80%	10.26%	9.55%

资料来源：公司公告，万得，中银证券



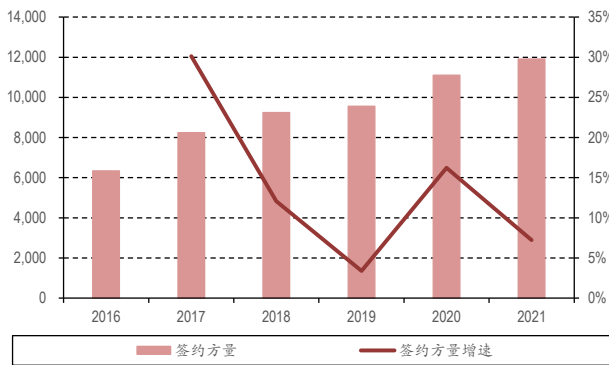
图表 22. 中国建筑新签合同额占建筑业新签合同额比重较低，仍有发展空间



资料来源：公司公告，万得，中银证券

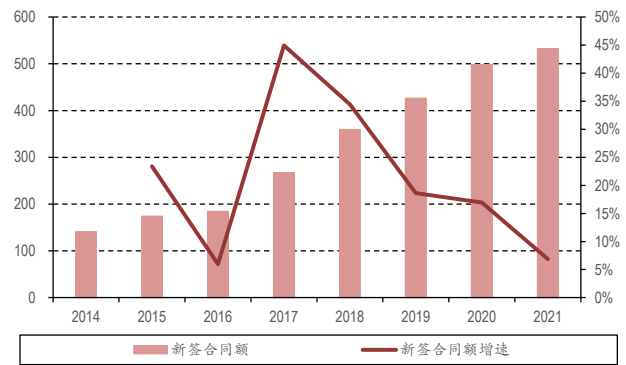
西部建设新签合同额及商品混凝土签约方量持续增长，公司订单储备充足。2016-2021年，西部建设商品混凝土签约方量与销售方量之间的差距总体呈现逐年增加的态势，新签合同额与销售额之间的差距也呈现类似趋势。公司总体订单储备充足，业绩增长具有较强确定性。

图表 23. 公司商品混凝土签约方量增速趋稳



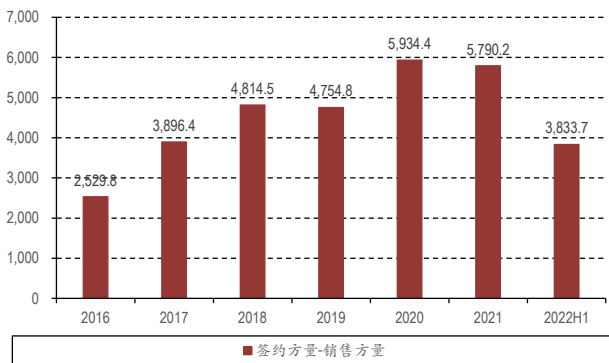
资料来源：公司公告，中银证券

图表 24. 公司新签合同额同比增速有所下降



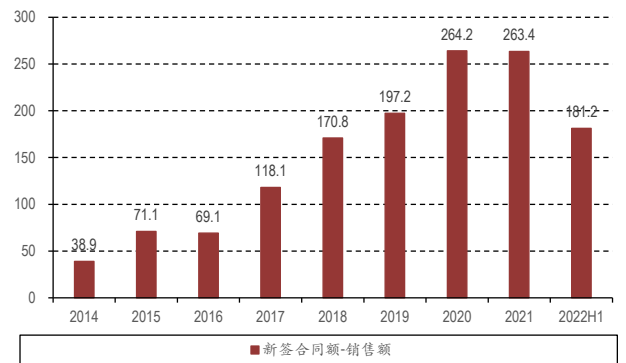
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 公司商品砼签约方量与销售方量之间差距较大



资料来源：公司公告，中银证券

图表 26. 公司商品砼新签合同额与销售额之间差距较大



资料来源：公司公告，中银证券

## 高附加值产品占比提升有望进一步扩大公司营收规模

公司商品混凝土细分种类丰富。公司生产的商品混凝土主要有三类：低标号混凝土、中标号混凝土和高标号混凝土。混凝土标号的不同是指混凝土的强度等级不同，公司会根据市场要求适时提供不同种类的商品混凝土。其中，低标号混凝土主要用于垫层、基础、地坪及受力不大的建筑工程

及梁、柱、楼梯、建筑框架等普通钢筋混凝土结构建筑；中标号混凝土主要用于大跨度结构和耐久性要求较高的建筑构件的施工中；高标号混凝土则主要用于预应力钢筋混凝土构件、承受动荷结构及特种结构建筑中。

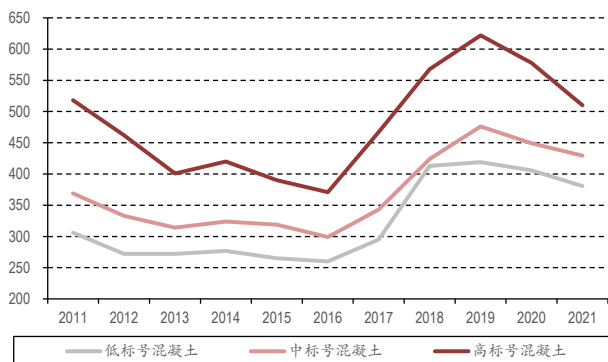
图表 27. 西部建设混凝土种类明细

混凝土种类	混凝土标号	适用工程范围
低标号混凝土	C10、C15、C20、C25	C10 主要用于垫层、基础、地坪及受力不大的建筑结构工程；C15-C25 主要用于梁、柱、楼梯、建筑框架等普通钢筋混凝土结构建筑。
中标号混凝土	C30、C35、C40、C45	C30-C45 用于大跨度结构、耐久性要求较高的建筑构件等施工。
高标号混凝土	C50、C55、C60	C50-C60 主要用于预应力钢筋混凝土构件、承受动荷结构及特种结构建筑。

资料来源：公司债券募集说明书，中银证券

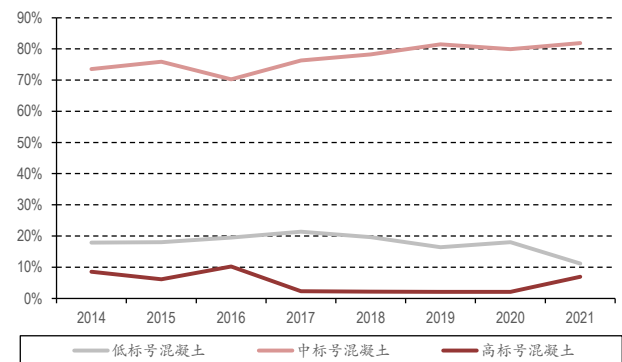
2021 年单价较高的高标号混凝土销量占比提升，利于公司营收规模的扩大。公司不同标号混凝土的营收占比不同，其中中标号混凝土贡献营收的比重最大。2011-2021 年，公司中标号混凝土营收占比从 69.82% 提升至 81.77%；低标号混凝土营收占比总体呈现下滑趋势，从 2011 年的 23.81% 下滑 13.90pct 至 2021 年的 9.91%；高标号混凝土营收占比波动较大。2017-2020 年，公司高标号混凝土营收占比维持在 2.80% 左右的较低水平。2021 年，高标号混凝土营收占比快速提升至 8.23%，同增 5.47pct。由于高标号混凝土的单价更高，若公司高标号混凝土销量占比持续提升，则能够进一步扩大公司的营收规模。

图表 28. 不同标号混凝土的单价不同



资料来源：公司公告，中银证券

图表 29. 2021 年高标号混凝土销量占比提升，低标号混凝土销量占比下降



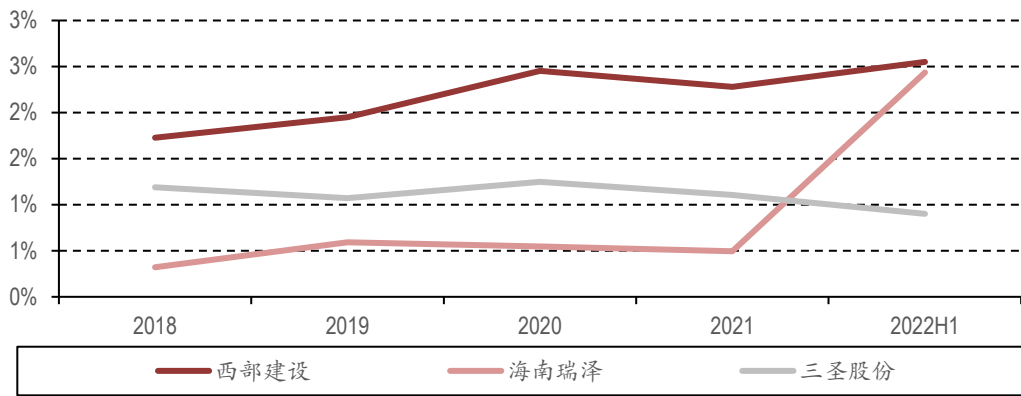
资料来源：公司公告，中银证券

### 公司研发投入规模及占比在行业内处于较高水平

与同类型企业相比，西部建设的研发投入规模更大、占比更高。2018-2021 年，西部建设研发投入规模呈现逐年上升态势；2022 年上半年，公司研发费用为 3.02 亿元，相比上年同期提升了 4.57%。研发费用率方面，自 2018 年以来公司的研发费用率也总体呈上升趋势，2022 年上半年公司研发费用率为 2.55%，同增 0.22pct。

目前，公司主要研发项目包括超高泵送混凝土技术、超高性能混凝土技术（UHPC）、防辐射混凝土技术、混凝土抗裂技术、混凝土耐久技术和固废再利用技术等，有望进一步提高公司混凝土产品的各项性能，有效满足客户多样化、个性化的产品与服务需求。

图表 30. 与同业企业相比，西部建设研发费用率更高



资料来源：公司财报，中银证券

图表 31. 公司部分研发项目

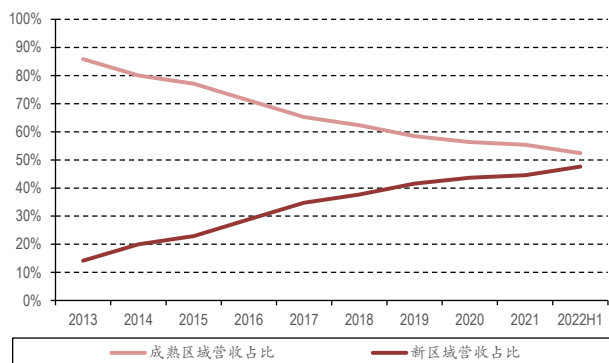
主要研发项目名称	项目目的	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
超高压泵送混凝土技术	本项目旨在构建超高压泵送混凝土流变性能评价体系，制定施工缺陷评价方法，实现超高压泵送的理论指导，进一步解决混凝土超高压泵送技术难题。	建立超高压泵送混凝土性能评价体系，制定施工缺陷评价方法。	本项目技术可为企业超高压泵送混凝土技术提供理论依据和数据基础，提高质量管控水平和风险防控能力。
超高性能混凝土技术 (UHPC)	本项目旨在研究 UHPC 的组成设计与性能调控技术，通过测试不同影响因素下 UHPC 的宏观性能、微观性能和耐久性能来调控 UHPC 的设计，最终研发出满足不同需求的 UHPC 系列产品。	掌握满足不同需求的超高性能混凝土制备与施工技术。	本项目技术产品可有效延长严酷服役环境中建筑结构的安全服役寿命，显著降低建筑结构维护成本，实现建筑全寿命周期的绿色节能。
混凝土智能制造技术	本项目旨在自主设计、开发混凝土质量管理信息系统、智慧试验室、智能养护、智能排产、运输及交付过程质量智能感知等智能系统，实现混凝土质量全过程控制。	建立以数字化为基础的精细化质量控制与分析系统，为混凝土质量控制提供有效的智能化管理系统。	本项目技术可实现对生产过程质量精细化与标准化控制，有助于提高数据采集及监测能力、优化生产工艺流程、规避质量风险，有利于促进混凝土行业实现全面感知、数据集成、智能管控。
防辐射混凝土技术	本项目旨在基于重质原材料建立超容重防辐射混凝土的设计与制备方法，实现防辐射结构中防辐射混凝土的预拌泵送施工，进一步解决防辐射混凝土配制与施工技术难题。	掌握防辐射混凝土的制备与施工技术。	本项目技术可为企业超容重防辐射混凝土技术提供理论依据和数据基础，提高公司防辐射混凝土应用水平。
混凝土抗裂技术	本项目旨在研究胶凝材料、外加剂、纤维增强、内养护技术等对混凝土抗裂性能的影响，研究混凝土的开裂规律，提出一种混凝土开裂控制措施。	探索不同影响因素下混凝土结构开裂成因，掌握混凝土裂缝控制技术。	本项目研究形成一系列裂缝控制措施，降低混凝土开裂风险，提升公司在混凝土裂缝防治技术水平。
混凝土耐久技术	本项目旨在研究混凝土经受冻融循环、氯盐侵蚀、硫酸盐侵蚀、碳化、干湿循环、碱骨料反应等多种劣化因素下的耐久性，形成不同影响因素下工程长期性能与耐久性能的控制措施。	提高混凝土耐久性能。	本项目技术可提升企业混凝土产品寿命，降低维护成本。
固废再利用技术	本项目旨在研究建筑垃圾、尾矿、石屑、玻璃粉、炉渣、废石、磷渣、金属矿渣、砖渣、磷石膏、污泥等固废的利用技术，以及固废处理节能降耗技术、固废性能活化激发技术、固废处理技术集成等。	形成一套完整的固废资源再利用综合技术，开发具有自主知识产权的相关产品。	本项目技术可提升企业固废再利用技术，节约资源，保护环境。

资料来源：公司公告，中银证券

## 新区域营收持续提升，规模效应带动区域毛利率增加

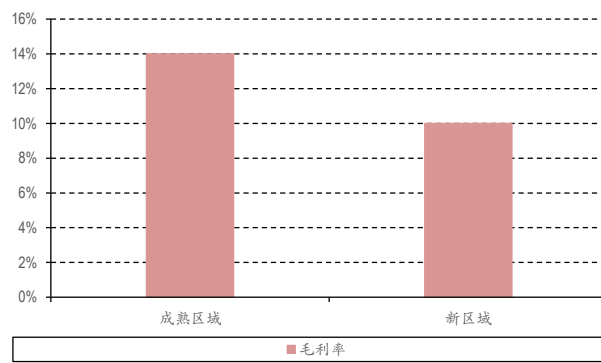
西部建设业务成熟区域毛利率更高。2013年西部建设完成对中建集团旗下混凝土企业的收购重组后，业务范围持续扩大。目前公司商品混凝土业务已覆盖全国26个省市，其中，乌鲁木齐、成都、武汉、贵阳、长沙和西安为成熟区域，商品砼营收规模较大、毛利率较高；除成熟区域以外，西部建设还持续提升在京津冀、粤港澳大湾区、长三角等国家重大战略发展区域的市场覆盖率和保障能力。目前，公司新开拓区域较成熟区域而言业务规模较小，难以发挥规模效应，因此毛利率相对较低。成熟区域毛利率较新区域高4.0pct左右。

图表 32. 新区域营收占比逐年提升



资料来源：公司公告，中银证券

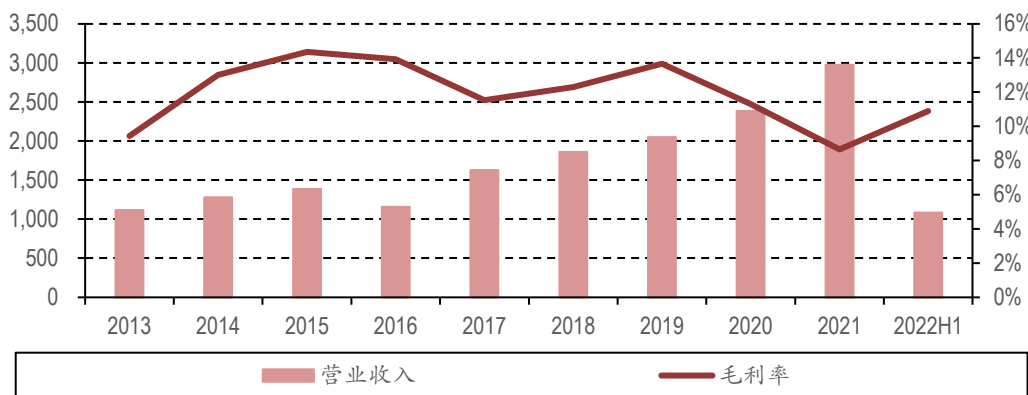
图表 33. 新区域毛利率较成熟区域低 4.0pct 左右



资料来源：公司公告，中银证券

新区域营收规模扩大有望产生规模效应，摊薄各项固定成本，提升毛利率。2013年以后，公司逐渐加大新区域的业务开拓力度，公司成熟区域商混营收占比逐渐下降，新区域营收占比快速提升。2013-2022H1，公司成熟区域营收占比从85.86%下降至52.38%，新区域营收占比则从14.14%快速提升至47.62%。新区域营收规模扩大能够产生规模效应，摊薄各项固定成本；在新区域的渗透率增加也能够使西部建设在当地获得较强话语权，使得新区域毛利率持续提升。以湖南地区为例，2013年湖南地区营收收入为11.15亿元，毛利率为9.44%。随着营收规模持续扩大，湖南地区逐渐成长为公司的成熟区域之一，其毛利率也呈现提升态势。2022年上半年，湖南地区营业收入为10.83亿元，毛利率为10.89%。

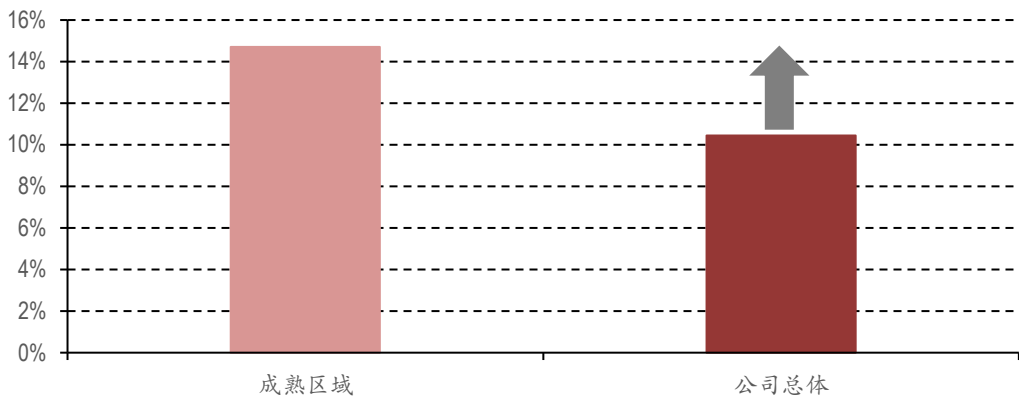
图表 34. 随着营收规模增加，湖南地区毛利率总体呈现提升态势



资料来源：公司公告，中银证券

随着公司持续哺育培养新区域，新区域的营收规模和盈利能力有望持续提高。若新区域的盈利能力达到成熟区域水平，则公司总体毛利率有望获得3-4个百分点的提升空间。

图表 35. 新区域逐渐成长为成熟区域后，公司总体毛利率有 3-4 个百分点的提升空间



资料来源：公司公告，中银证券

### 引入海螺水泥成为战略投资者，公司有望在原料采购、市场扩张等领域获得优势

公司引入海螺水泥成为战略投资者。2021 年 12 月，西部建设发布公告，拟通过非公开发行股票融资引入战略投资者海螺水泥。西部建设此次非公开发行股票的发行对象为中建集团所控制的下属企业中建西南院以及战略投资者海螺水泥。西部建设此次拟非公开发行 2.15 亿股股票，其中中建西南院拟认购 0.22 亿股，海螺水泥拟以自有资金认购 1.93 亿股，且二者认购的本次非公开发行股票自发行结束之日起 36 个月内不得转让。本次非公开发行完成后，中建集团通过其控制的各下属企业对公司合计持股比例为 54.89%，仍为西部建设实际控制人；海螺水泥对公司的持股比例为 13.06%，构成公司关联方。公司此次非公开发行募集资金总额为 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。

海螺水泥和西部建设为商品混凝土产业链的直接上下游关系，业务协同性较强，能够实现双方优势互补。海螺水泥成为西部建设的战略投资者后，双方将在原材料供销、市场扩张和物流运输等多个方面展开合作。

#### 1. 原材料供销：海螺水泥与西部建设将开展水泥和砂石骨料供销合作

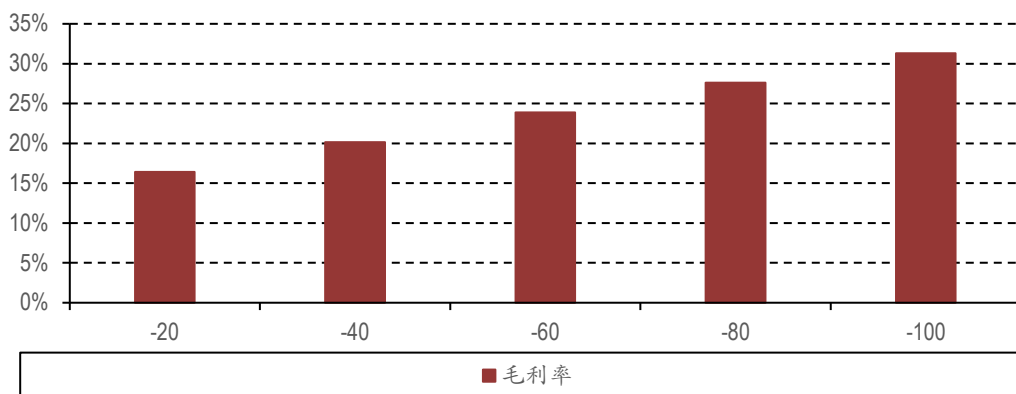
海螺水泥将在水泥采购模式、销售价格、贷款授信等方面给予公司优惠。海螺水泥是中国最大的水泥生产企业之一。截至 2022 年 6 月 30 日，海螺水泥拥有熟料产能 2.72 亿吨，水泥产能 3.87 亿吨，水泥熟料产能规模居全国第二。商品混凝土行业上下游价款结算方式不同，导致商品混凝土企业出现采购端和销售端现金流不匹配的情况，资金压力较大。为缓解资金压力，多数商品混凝土企业选择向贸易商采购水泥，但这也加大了企业的采购成本。海螺水泥成为西部建设的战略投资者后，将在水泥采购模式、销售价格、结算付款方式和贷款授信等方面给予西部建设优惠。西部建设可以直接向海螺水泥采购并获得一定的价格优惠；海螺水泥在贷款授信方面给予的优惠也有利于西部建设灵活安排采购，从而进一步减轻资金压力。

#### 水泥采购成本变动敏感性分析：

以西部建设 2021 年经营数据为基准，假设公司 2022 年商品混凝土销量不变，维持 6,105.26 万方，单位售价仍为 429.54 元/方；水泥采购量为 1,427.94 万吨，水泥采购金额占总成本的比重维持 28.47%。假设海螺水泥成为公司战略投资者后公司单吨水泥采购价格降幅为 20 元~100 元不等，除水泥以外的其他原材料价格均保持不变，则单吨水泥采购价格的下降将带来公司毛利率的快速上升。



图表 36. 水泥采购价格的下降将带来公司毛利率的快速上升



资料来源：万得，中银证券

在其他原材料成本均不变的情况下，即使西部建设水泥单吨采购价格下降 20 元/吨，也能够带动公司毛利率从 2021 年的 10.44% 提升至 16.42%，同比增加 5.98pct；水泥单吨采购价格降幅越大，公司毛利率提升越显著。

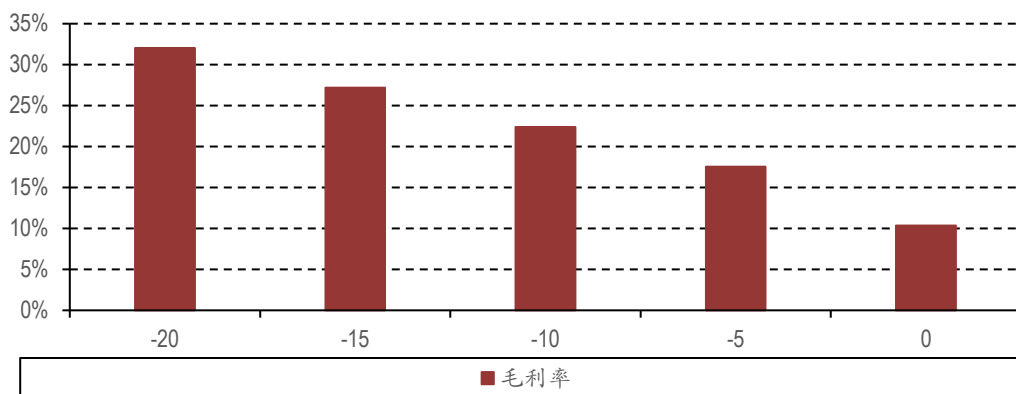
砂石骨料也是生产商品混凝土的重要原材料之一，成本占比较高。截至 2021 年末，西部建设对砂石的采购量已超过 1.12 亿吨，单位采购价格也水涨船高，从 2013 年的 56.62 元/吨快速上涨至 90.43 元/吨，给公司带来了较大的成本压力。对砂石采购单价进行敏感性分析可知，在其他原材料价格保持不变的情况下，砂石价格下降也能够带动公司毛利率快速增加。

图表 37. 2013-2021 年西部建设砂石采购情况

	单位	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
采购量	万吨	4,121.0	6,541.5	6,894.7	10,726.0	12,150.9	8,132.4	8,523.3	9,544.8	11,278.1
采购单价	元/吨	56.6	60.2	49.1	54.7	63.9	79.0	97.0	89.0	90.4
采购金额	百万	2,333.3	3,939.3	3,383.9	5,862.7	7,763.2	6,420.5	8,267.6	8,494.9	10,198.8

资料来源：公司公告，中银证券

图表 38. 砂石采购价格的下降将带动公司毛利率上升



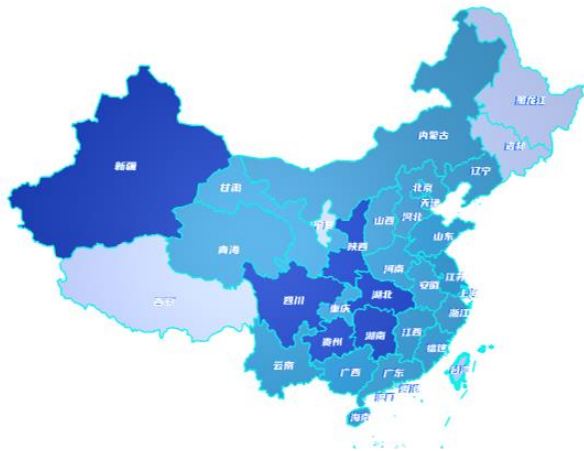
资料来源：万得，中银证券

“十四五”期间西部建设计划将砂石骨料产能扩张至 1,000 万吨，海螺水泥也将与公司开展砂石骨料供销合作。西部建设计划在公司重点发展的长三角、粤港澳大湾区、成渝双城经济圈等国家战略区域建设砂石骨料基地，并在“十四五”期间将骨料产能扩张至 1000 万吨。目前，西部建设已成立四个项目组跟踪推进二十余个骨料项目，发展情况较好。截至 2022 年 6 月末，海螺水泥骨料年产能达 7,450 万吨，能够与西部建设开展砂石骨料供销合作，给予西部建设骨料保供支持和价格优惠，从而降低西部建设的骨料采购成本，进一步提升公司盈利水平。

## 2. 市场扩张：海螺水泥深耕东部地区，与西部建设形成优势互补

西部建设商品混凝土业务虽然覆盖全国 26 个省份，但公司六大成熟区域集中在中西部地区，在长三角、粤港澳大湾区、京津冀等经济发展活跃的国家战略区域布局较晚。而海螺水泥总部位于安徽芜湖，深耕中部和东部地区多年，并在长三角地区拥有丰富的矿产资源和市场资源。海螺水泥成为公司战略投资者后，双方拟将长三角、粤港澳大湾区等地作为重点发展区域，共同出资组建合资公司，以购地自建和并购重组为主、租赁站点为辅，并将双方的产业优势和资源优势注入合资公司以提升其区域影响力，从而进一步扩大西部建设的业务范围，提高西部建设在新兴区域的盈利能力，进而带动公司综合毛利率的提高。

图表 39. 西部建设成熟区域集中于中西部地区



资料来源：公司公告，中银证券  
注：深色为成熟区域，浅色为新区域

图表 40. 海螺水泥深耕东部地区多年，能够助力西部建设进行区域扩张

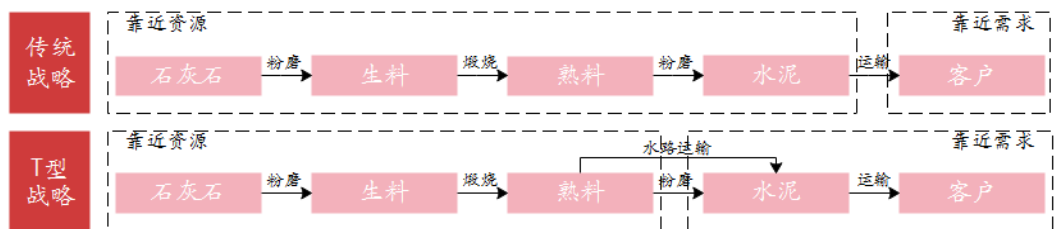


资料来源：公司公告，中银证券  
注：颜色由深至浅代表营收规模由高到低

## 3. 物流运输：海螺水泥优先为西部建设提供采购运输服务，公司运输成本有望降低

海螺水泥依托安徽省丰富的石灰石矿产资源和长江水路运输优势，实施 T 型战略。海螺水泥在长江沿岸石灰石矿产资源丰富的区域兴建熟料基地，在水泥市场空间较大的长三角及周边沿海地区建设粉磨站，并充分利用长江黄金水道的运输优势，有效解决了水泥运输成本较高的问题。

图表 41. 海螺水泥的 T 型战略



资料来源：公司公告，中银证券

海螺水泥成为西部建设战略投资者后，双方将在水泥、砂石等领域签订物流运输相关的合作协议。海螺水泥将优先为西部建设提供旗下海螺智慧物流供应链平台的采购运输服务，并给予价格或账期优惠。同时，双方将探索共享公路、铁路等的物流资源，共同提升业务跨区域协同能力。与海螺水泥在物流运输方面的合作能够为西部建设业务扩展所需的原材料运输提供保障，并进一步降低运输成本、扩大公司业务规模、提升公司盈利能力。

## 产业互联网平台助力公司降本增效

2021年9月17日，公司所属砼联数字科技有限公司（砼联科技）正式成立。砼联科技致力于打造面向混凝土全产业链服务的产业互联网平台，助力推动混凝土产业数字化转型。目前，砼联科技已围绕混凝土智能制造、企业数字化管控、在线交易、物流交付、金融服务等核心环节开发了五大系列产品，包括砼智汇、砼联智选、找砂石、砼车汇和砼联数科，业务覆盖26个省份，60余个城市。

**砼联科技开发的五大系列产品能够有效帮助混凝土产业链企业解决数据采集、物流、融资等痛点，助力产业链企业降本增效。** 砼智汇能够为混凝土行业提供智慧工厂和企业数字化管控解决方案，能够帮助混凝土预拌厂解决底层信息难以采集、岗位附加值较低、企业数据信息不透明等痛点，帮助企业减员降本增效；砼联智选是混凝土产业链信息与交易综合服务平台，汇集原材、商砼、物流、金融等资源，能够为混凝土企业提供在线交易服务；找砂石则依托“互联网+砂石建材”为用户提供交易、物流、供应链金融和数据服务等多种服务，打通混凝土生产的供应端产业链，形成线上交易、线下交付、线上结算的全流程管理服务体系；砼车汇汇聚了大量优质运载车辆和司机，为产业链各用户提供综合数字化物流解决方案，提升产业链物流生产效率、降低物流成本；砼联数科则专注于解决混凝土产业链企业的融资痛点。

图表 42. 公司产业互联网平台主要研发项目

项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
砼联数科	本项目旨在向平台用户提供线上便捷支付服务，提升支付效率，实现平台交易闭环，逐步变革商砼交易支付结算体系。	项目已基本具备了向市场展示的基本面。正在建设以支付助手为核心持续优化提升系统响应速度、数据采集颗粒度，扩展支付能力通道。	提供线上便捷支付服务，实现平台交易闭环。	提供线上便捷支付服务，实现平台交易闭环。
互联网平台	本项目旨在提升产业链场展示的基本面，正在解决混凝土运输痛点，提供物流管理工具，提升物流的生产效率、降低物流成本、防范安全风险、数据颗粒度、与外部系统直联提供解决方案。建立砼率，减少结算统计工作更轻松。	项目已基本具备了向市场展示的基本面，正在解决混凝土运输痛点，提供物流管理工具，提升物流的生产效率、降低物流成本、防范安全风险、数据颗粒度、与外部系统直联提供解决方案。建立砼率，减少结算统计工作更轻松。	提升平台服务效率和价值。	提升平台服务效率和价值。
找砂石	本项目旨在建立“互联网+砂石建材”的产业交易模式，并实现了产业链服务体系，构建并发全流程贯通；已在全国开展价值共享、行业共赢多省市进行了正式的砂石行业生态圈。	项目已实现基于挂牌完成砂石云商、运营后台开发。数据梳理功能安全，保证混凝土生产理点；新获取软件著作权2项。	克服传统骨料采购模式局限性，提升原料供应安全，保证混凝土生产盈利水平，构建绿色供应链；骨料流通范围扩大化。	克服传统骨料采购模式局限性，提升原料供应安全，保证混凝土生产盈利水平，构建绿色供应链；骨料流通范围扩大化。

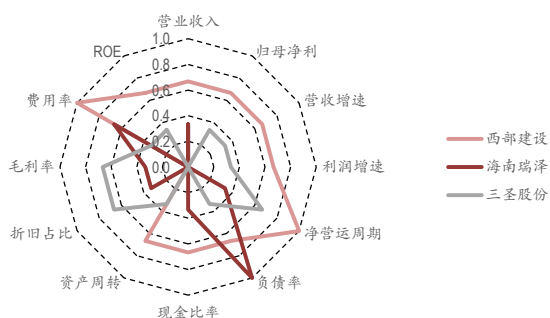
资料来源：公司公告，中银证券

## 财务分析与估值

### 财务分析

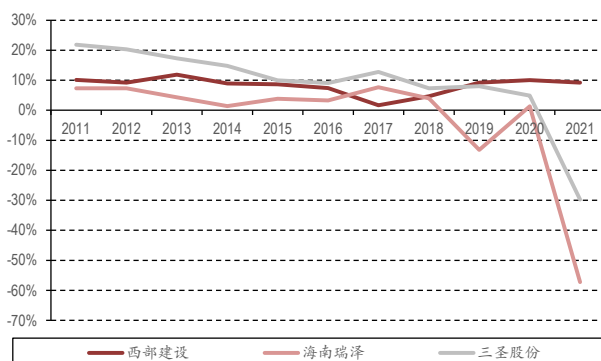
与其他混凝土企业相比，公司财务状况总体较好。2022年上半年，西部建设的营业收入和归母净利润规模均明显高于同行业其他企业，营收和净利增速表现也较好，在上半年疫情和房地产行业疲软的双重打击下取得了较好的业绩表现，彰显了公司较强的经营能力。与同行业其他企业相比，公司ROE水平保持也相对稳定。2021年，公司ROE为9.23%，同减0.79pct。将ROE进行拆分之后发现，2021年公司ROE下滑的主要原因是净利率有所下滑。

图表 43. 西部建设财务状况总体好于同业企业



资料来源：公司公告，中银证券

图表 44. 公司 ROE 水平相对平稳

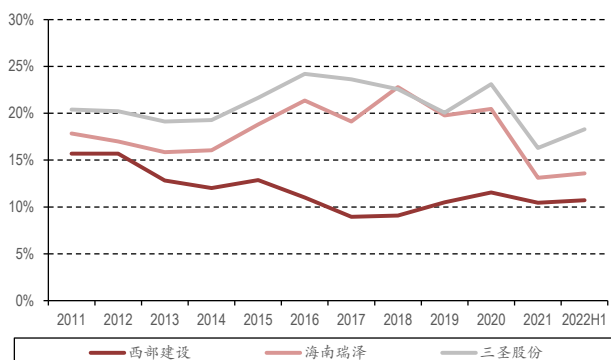


资料来源：万得，中银证券

公司盈利能力存在较大提升空间。与同行业其他企业相比，西部建设的毛利率相对较低，从2011年的15.68%下降至2021年的10.44%。2022年上半年，公司毛利率为10.72%，同增0.86pct。随着公司的在成长区域的业务发展逐渐成熟、产能利用率不断提高，并且海螺水泥成为公司战略投资者能够给公司节约一定的原材料成本，因此公司毛利率的发展空间较为广阔。

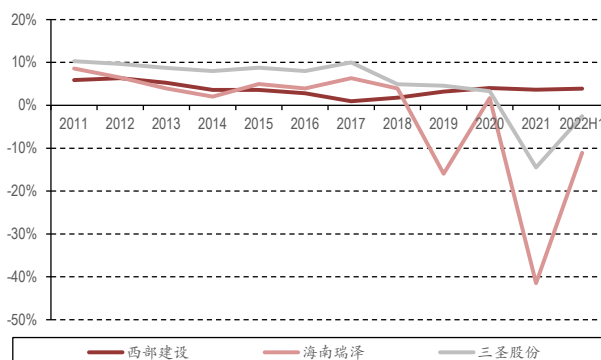
与同业企业相比，西部建设的净利率水平较低但变动趋势相对稳定。2011-2021年，公司净利率总体呈现下滑趋势，从2011年的5.86%下滑至2021年的3.64%。2022年上半年，公司净利率为3.87%，同增0.48pct，且净利表现明显好于同行业其他企业。随着公司对期间费用的控制能力逐渐增强，公司净利存在较大的上升空间，净利率改善一个百分点即可带动公司净利润同比提升超过30%。

图表 45. 公司毛利率低于同业企业，存在较大提升空间



资料来源：公司公告，中银证券

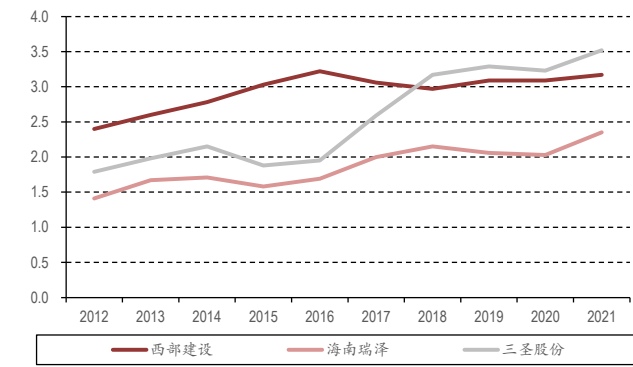
图表 46. 公司净利率相对较低但变动趋势更为稳定



资料来源：公司公告，中银证券

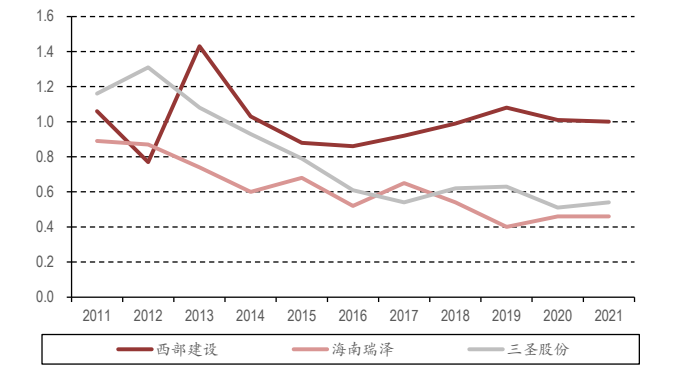
与同行业企业相比，公司财务杠杆较高，资产运营能力较强。除销售净利率以外，公司权益乘数和资产周转率也是影响公司 ROE 水平的重要因素。与混凝土行业其他企业相比，由于西部建设正在持续进行产能扩张、完善产能布局，所需资金较多，因此公司的财务杠杆较高、权益乘数较大。但是，与同行业其他企业相比，公司的资产周转率水平明显较好，资产运营能力高于同业企业。

图表 47. 公司财务杠杆相比同业企业较高



资料来源：公司公告，中银证券

图表 48. 公司资产运营能力强于同业企业



资料来源：万得，中银证券

## 盈利预测

**假设 1:** 2022 年上半年，公司商品混凝土销售方量为 2,631.02 万方，同比下滑 7.28%。考虑到下半年基建实物工作量逐渐落地，公司商品混凝土销售量应有提高。假设下半年公司商混销量同比增加 10.00%，公司全年商混销量同比增加 2.00% 左右。随着公司在京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地持续发力，假设 2023-2024 年公司商混销量同比分别增加 10% 和 15%。

**假设 2:** 2022 年上半年，公司通过增强费用控制能力、压降期间费用率，并提高商品混凝土售价以覆盖成本上涨，使得上半年商品混凝土毛利率为 10.62%，相比去年同期提高了 0.81pct。考虑到下半年基建实物工作量落地有望带动水泥需求量增加、价格上涨，且混凝土价格往往滞后于水泥价格的变动，因此假设 2022 年公司商混毛利率小幅提升至 10.7% 左右。2023-2024 年，随着定增事项落地，海螺水泥成为公司战略投资者，公司有望获得成本优势，假设毛利率进一步提升至 11.6%、12.6%。

**假设 3:** 公司通过建设产业互联网平台，发展智慧工厂、推动生产管理数据集成，不断降本增效。2022 年上半年，公司期间费用率为 4.98%，同比基本持平，但除研发费用率以外的销售、管理和财务费用率均有下降，表明公司费用控制能力持续提高。假设 2022-2024 年公司期间费用率分别为 5.00%、4.90% 和 4.80%。

**假设 4:** 考虑到商品混凝土业务是公司最主要的业务，占公司总营收的比重保持在 97% 以上，因此假设其他业务贡献的营业收入的年均增速均为 20%。



图表 49. 公司盈利预测拆分

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>商品砼</b>							
收入	百万元	22,433.83	22,956.14	26,224.70	27752.29	28829.08	31109.46
成本	百万元	20,128.61	20,333.13	23,508.53	24793.98	25493.17	27201.21
毛利	百万元	2,305.23	2,623.01	2,716.16	2958.31	3335.91	3908.25
毛利率	%	10.28%	11.43%	10.36%	10.66%	11.57%	12.56%
量	万方	4,803.83	5,172.58	6,105.26	6227.37	6601.01	7261.11
价	元/方	467.00	443.80	429.54	445.65	436.74	428.44
本	元/方	419.01	393.09	385.05	398.15	386.20	374.62
单位毛利	元/方	47.99	50.71	44.49	47.51	50.54	53.82
<b>其他</b>							
收入	百万元	462.56	466.96	701.66	841.99	1010.39	1212.47
成本	百万元	363.51	387.98	607.25	728.70	932.74	1119.28
毛利	百万元	99.05	78.98	94.41	113.29	77.65	93.19
毛利率	%	21.41%	16.91%	13.46%	13.46%	7.69%	7.69%
<b>合计</b>							
收入	百万	22,896.39	23,423.10	26,926.36	28594.28	29839.47	32321.93
成本	百万	20,492.12	20,721.11	24,115.78	25522.68	26425.90	28320.49
毛利	百万	2,404.27	2,701.99	2,810.58	3071.60	3413.57	4001.43
毛利率	%	10.50%	11.54%	10.44%	10.74%	11.44%	12.38%
归母净利润	百万	660.68	784.23	844.76	961.51	1175.57	1503.63

资料来源：公司年报，中银证券测算

## 投资建议

**中建集团旗下唯一商混平台，深耕主业二十余年：**西部建设是中建集团旗下唯一商品混凝土业务运营平台，2013 年完成对中建集团旗下商混企业收购重组后一跃成为全国第二大商品混凝土企业，仅次于中国建材。西部建设深耕商品混凝土行业二十余年，业务覆盖全国 26 个省份。

**预拌混凝土市场规模超万亿，建筑背景商混企业更具优势：**预拌混凝土行业市场空间广阔，行业参与者众多。前十大商砼企业市占率合计不足 10%，西部建设市占率仅为 2%。水泥背景商混企业和建筑背景商混企业更具发展优势，但在行业需求不振的情况下，我们认为具有下游工程渠道资源的建筑背景商混企业具有更强竞争力。中建集团作为建筑央企，新签合同额占建筑业新签合同额比重持续提升，西部建设股东优势明显。

**西部建设护城河持续拓宽，业绩规模、盈利能力逐渐提升：**公司利润率稍低，但业绩弹性巨大。2021 年公司净利率仅为 3.14%，若收入规模不变，净利率增加 1pct，归母净利润即可提升 31.96%。我们认为以下两点将促进公司业绩提升：1. 公司为中建集团提供的商品混凝土仅占中建集团所需混凝土总量的 10% 左右，需求增长空间广阔。高附加值产品占比提升也有望进一步扩大营收规模；2. 营收提升能够发挥规模优势，提高利润水平。公司成熟区域毛利率较新区域高出 3-4 个百分点，若新区域营收规模增加，其毛利率有望向成熟区域靠拢，并带动整体毛利率提升。海螺水泥成为公司战略投资者也将使公司获得原料采购和物流运输成本优势，助力公司持续进行市场扩张。

基于上述，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 285.9、298.4、323.2 亿元，归母净利润分别为 9.6、11.8、15.0 亿元；EPS 分别为 0.76、0.93、1.19 元。首次覆盖给予 **买入** 评级。

## 风险提示

**基建实物工作量落地不及预期：**2022 年下半年是基建实物工作量落地的重要窗口期，若项目开工建设情况不及预期，公司混凝土需求和价格可能会受到负面影响。

**业务扩张效果不及预期：**公司跟随中建集团脚步进行产能布局，若公司对布局地区的接续项目情况判断失误，则可能拖累公司业绩表现。

**原材料价格上涨超预期：**若水泥、砂石等原材料价格涨幅超预期，混凝土价格调整机制滞后于原料价格变动的特点可能导致公司业绩受到负面影响。

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	23,423	26,926	28,594	29,839	32,322
销售成本	20,721	24,116	25,523	26,426	28,320
经营费用	818	855	929	955	1,050
息税折旧前利润	1,379	1,445	1,536	2,045	2,677
折旧及摊销	359	337	328	577	809
经营利润(息税前利润)	1,021	1,108	1,208	1,468	1,869
净利息收入/(费用)	(33)	(57)	(43)	(45)	(48)
其他收益/(损失)	(62)	(31)	(67)	(58)	(58)
税前利润	988	1,051	1,165	1,423	1,820
所得税	204	206	204	248	317
少数股东权益	162	136	33	35	42
净利润	784	845	962	1,176	1,504
核心净利润	847	876	1,028	1,233	1,562
每股收益(人民币)	0.621	0.669	0.762	0.931	1.191
核心每股收益(人民币)	0.671	0.694	0.815	0.977	1.237
每股股息(人民币)	0.150	0.300	0.110	0.140	0.180
收入增长(%)	2	15	6	4	8
息税前利润增长(%)	1	9	9	22	27
息税折旧前利润增长(%)	(5)	5	6	33	31
每股收益增长(%)	19	8	14	22	28
核心每股收益增长(%)	40	3	17	20	27

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
现金及现金等价物	7,110	6,912	6,694	6,048	5,734
应收帐款	12,598	18,496	19,020	19,384	20,203
库存	319	358	448	514	647
其他流动资产	325	286	204	204	204
流动资产总计	20,314	25,971	26,365	26,150	26,788
固定资产	2,073	1,968	4,736	7,223	9,121
无形资产	445	476	657	831	949
其他长期资产	830	957	1,891	1,874	1,718
长期资产总计	3,349	3,401	7,284	9,928	11,789
总资产	23,662	29,372	33,650	36,077	38,577
应付帐款	11,460	15,324	15,710	15,957	16,476
短期债务	298	82	2,082	3,582	4,582
其他流动负债	1,797	1,720	1,260	725	166
流动负债总计	13,555	17,126	19,051	20,263	21,224
长期借款	33	58	258	358	458
其他长期负债	18	729	769	851	972
股本	1,262	1,262	2,520	2,520	2,520
储备	8,794	10,196	11,052	12,086	13,404
股东权益	10,056	11,458	13,572	14,605	15,924
少数股东权益	2,228	2,304	2,337	2,372	2,414
总负债及权益	23,662	29,372	33,650	36,077	38,577
每股帐面价值(人民币)	6.20	7.25	4.46	4.86	5.36
每股有形资产(人民币)	18.31	22.79	13.04	13.94	14.88
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.36)	(4.79)	(1.42)	(0.50)	0.11

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
税前利润	988	1,051	1,165	1,423	1,820
折旧与摊销	359	337	328	577	809
净利息费用	33	57	43	45	48
运营资本变动	(182)	2,285	(1,312)	(782)	(8)
税金	1,259	1,264	869	1,016	1,160
其他经营现金流	(2,187)	(21)	(197)	(293)	(380)
经营活动产生的现金流	633	404	3,521	3,550	3,465
购买固定资产净值	277	196	4,014	3,021	2,520
投资减少/增加	12	6	0	0	0
其他投资现金流	0	213	4,116	3,117	2,608
投资活动产生的现金流	(289)	11	102	96	88
净增权益	34	421	0	0	0
净增债务	33	(151)	200	100	100
支付股息	189	379	139	177	227
其他融资现金流	6	138	(74)	(147)	(205)
融资活动产生的现金流	(117)	29	(13)	(224)	(332)
现金变动	224	224	(403)	401	702
期初现金	6,820	7,110	6,912	6,694	6,048
公司自由现金流	344	415	3,623	3,645	3,554
权益自由现金流	383	402	3,749	3,598	3,449

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	5.9	5.4	5.4	6.9	8.3
息税前利润率(%)	4.4	4.1	4.2	4.9	5.8
税前利润率(%)	4.2	3.9	4.1	4.8	5.6
净利率(%)	4.0	3.6	3.5	4.1	4.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	42.4	25.3	35.8	45.7	55.2
净权益负债率(%)	(67.2)	(52.7)	(26.4)	(8.6)	1.7
速动比率(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	13.3	12.3	10.8	8.8	6.9
核心业务市盈率(倍)	12.3	11.9	10.1	8.4	6.7
市净率(倍)	1.3	1.1	1.8	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	30.2	25.1	5.7	5.7	5.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	7.2	13.5	10.2	7.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	5.0	4.9	5.7	6.3	7.3
应收帐款周转天数	196.3	250.7	242.8	237.1	228.1
应付帐款周转天数	201.9	231.9	224.7	220.4	212.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	24.1	44.8	14.4	15.0	15.1
净资产收益率(%)	9.4	8.6	7.3	8.3	9.7
资产收益率(%)	4.0	3.3	3.0	3.4	4.0
已运用资本收益率(%)	7.8	7.2	6.0	6.3	7.0

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刊载或转发的，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