

# 西部建设： 商混变革细无声，龙头新颜再出发

## 分析师及联系人

- |                     |                   |
|---------------------|-------------------|
| • 范超                | • 李金宝             |
| (8621)61118709      | (8621)61118709    |
| fanchao@cjsc.com.cn | lijb2@cjsc.com.cn |
| 执业证书编号：             | 执业证书编号：           |
| S0490513080001      | S0490516040002    |

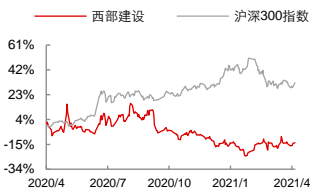
## MAIN POINTS OF REPORT

报告日期	2021-04-20
公司研究	深度报告
评级	买入   维持
当前股价(元)	8.75

### 公司基本数据

总股本(万股)	126,235
流通 A 股/B 股(万股)	126,235/0
资产负债率	57.81%
每股净资产(元)	6.20
市盈率(当前)	14.08
市净率(当前)	1.10
12 个月内最高/最低价(元)	11.93/7.80

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

### 相关研究

- 《业绩稳定,在手订单充足》2016-08-21
- 《市场逆势扩张,业绩高速增长》2016-07-27
- 《投资加速中,业绩增长时》2016-04-22

## 西部建设(002302)

### 商混变革细无声,龙头新颜再出发

#### ● 行业:需求是蓝海,格局在优化

混凝土分现拌和预制(常指商混)两种,目前我国商品化率约 60%,结合海外及国内产业变革看仍有提升空间(中西部城市商混率+沿海农村预制率提升)。2019 年我国商混产量 27 亿方,按 400 元/方均价估算空间超万亿,叠加部分现拌产品,实际空间更大。

混凝土主要特点:**1、进入门槛不高。**资金门槛较低,单线投资在 2000 万元以下,固定资产占比远低于一般周期制造业;**2、运输半径极短。**混凝土货值低,保质期短(容易凝固),存在显著运输半径,比水泥更“短腿”。**3、市场偏分散,开工率先天不足。**商混生产多随下游工程位置而变化,很难集中大规模生产,导致市场高度分散,我国商混企业超万家,龙头中国建材份额仅 4%,公司是第二大企业,份额仅约 2%。同时,依附下游而存在的业态导致需求波动较大,因此产能利用率普遍较低,全国 2020 年不到 40%。

**格局渐进式优化。**传统商混生产存在一定粉尘污染,在环保管控大背景下,部分小散污企业陆续退出,尤其在一线城市;同时新建搅拌站行政审批门槛抬升导致新增大幅减少。基于隐形集中度提升以及下游盈利复苏(对材料成本接受度增加),产业链价格传导机制逐步疏通,尤其在长三角等沿海及中部核心城市一带,国内商混格局出现渐进式优化。

#### ● 公司:龙头焕新颜,整装再出发

**公司综合竞争力更多体现在渠道、资金及轻资产的运作模式。**1、公司核心优势是公司依托母公司中国建筑的渠道获得了稳稳的订单。2020 年公司销售给中国建筑的收入为 130 亿元,占比整体收入比例为 55%。同时,公司占比中国建筑总采购需求并不高,目前并没有出现天花板,因此未来增长空间及份额提升均有较大潜力。2、目前前 10 大商混企业基本被建筑施工企业或水泥企业把控,同时,分散的格局叠加下游的工程回款缓慢导致行业账期往往较长,一般小企业做大做强面临较强渠道和资金双重阻力。公司作为行业龙头,依托母公司信用背书及上市平台优势,整体现金流状况显著优于同行,历史上信用减值甚微,也正因如此,在对重点客户供货中资金优势更胜一筹。3、公司通过整合率先确立龙头地位,同时采取轻资产租赁基地模式不断开拓新区域,进而通过一定时间经营培育转化为成熟区域,不断循环做大销售规模,奠定了中西部商混龙头地位。

**长期来看,公司盈利增长具备潜力和张力。**1、公司定位中西部为核心市场,充分受益国家基建补短板的战略布局。目前公司销售涵盖国内 20 多个省份,其中湖北、四川、新疆、湖南、贵州等是核心市场,盈利水平也相对靠前。当前来看,从政策层面基建补短板建设有望催生区域铁公基等基建项目开工建设,公司作为西部市场商混龙头,有望率先受益。2、立足传统业务与市场同时,公司也在积极寻求外延,海外市场开拓+新产品如外加剂、砂浆的布局中期有望为公司增添新的增长极;3、在当前行业格局优化和下游盈利显著复苏(涨价往下游传导更顺畅)之下,公司盈利能力也出现一定边际改善。

预计公司 2021~2022 年 EPS 为 0.82、0.95 元,对应 PE 为 10.8、9.3 倍,买入评级。

#### 风险提示:

1. 商混需求中期下滑较大;
2. 行业应收账款压力较大。

## 目录

行业：需求是蓝海，格局在优化 .....	5
存量市场下的碧海蓝天 .....	5
存量市场小而散，格局优化细无声 .....	7
公司：龙头焕新颜，整装再出发 .....	11
三大核心竞争力护航，长期 $\alpha$ 优势显著 .....	11
背靠央企母公司，订单稳稳的幸福 .....	11
信用背书&上市优势，强资金实力支撑 .....	14
轻资产扩张，奠定更稳定的龙头地位 .....	15
长期盈利修复空间具备 .....	15
中西部基建复苏确立，龙头再腾飞 .....	15
积极寻求外延，提供新的增长极 .....	17
格局优化下，盈利能力在边际改善 .....	18



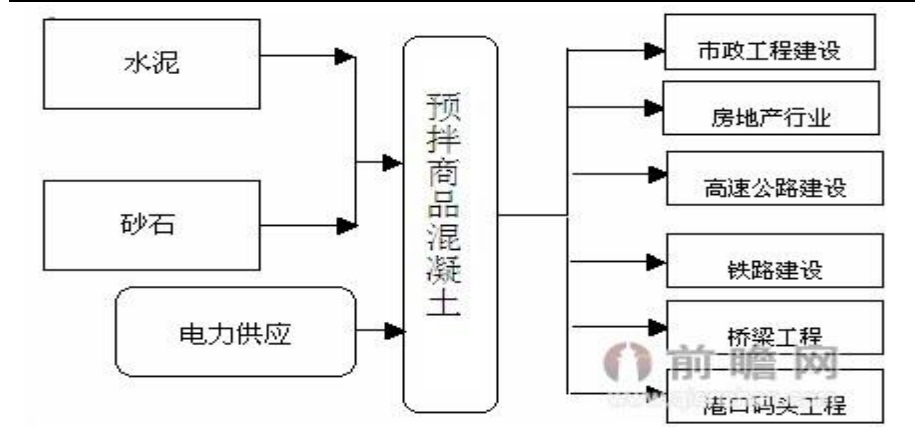
## 图表目录

图 1: 混凝土产业链情况 .....	5
图 2: 我国混凝土中商品化率的历史变化 .....	6
图 3: 我国历年商品混凝土产量 (万方) .....	6
图 4: 混凝土成本结构 .....	7
图 5: 全国混凝土价格 (元/方) .....	7
图 6: 混凝土行业固定资产占比低于水泥 .....	7
图 7: 我国混凝土行业产能利用率 .....	8
图 8: 全国混凝土产能分省份分布 .....	8
图 9: 截至 2020 年, 西部建设股权结构图 .....	12
图 10: 公司国内业务布局 .....	12
图 11: 公司海外业务布局 .....	12
图 12: 公司历年的混凝土销量 (万方) .....	12
图 13: 公司历年混凝土销售的价格和毛利 (元/方) .....	12
图 14: 公司历年对关联方 (中国建筑) 销售金额及占比自身 (亿元) .....	13
图 15: 中国建筑历年房间和基建的收入占比 .....	13
图 16: 公司应收账款和存货周转情况 (天) .....	14
图 17: 公司经营现金流情况 .....	14
图 18: 西部建设近年财务费率持续下降 (亿元) .....	14
图 19: 西部建设资产负债率整体仍偏高, 近年小幅下降 .....	14
图 20: 公司的成熟区域和新区域销售占比 .....	15
图 21: 我国工业化率于 2006 年见顶, 但城镇化进程仍处于快速推进阶段 .....	16
图 22: 对比日本, 未来 5-10 年我国基建投资有望维持 5% 以内中枢增速水平 .....	16
图 23: 公司产业链布局日渐完善 .....	18
图 24: 公司近年毛利率迎来一定边际修复 .....	19
表 1: 我国商品混凝土的发展历史 .....	5
表 2: 不同标号混凝土的原材料配比 .....	6
表 3: “科之杰杯”2019 年中国商品混凝土企业十强 .....	7
表 4: 2019 年全球混凝土企业排名 (百万方) .....	8
表 5: 2019 年我国分省份混凝土的产能产量情况 (万方) .....	9
表 6: 公司产能分布 (条, 万方) .....	11
表 7: 公司近年的签约和销售情况 (万方) .....	13
表 8: 2019-2020 年公司分地区销售情况 (万元) .....	16
表 9: 2020 年公司几个主要核心区域的销售毛利率对比 (万元) .....	17
表 10: 公司的主要子公司 2020 年经营情况 (亿元) .....	15
表 11: 公司近年非商混业务的销售情况 .....	18
表 12: 主要上市企业混凝土业务的收入及毛利率 (亿元) .....	19

## 行业：需求是蓝海，格局在优化 存量市场下的碧海蓝天

中国预拌混凝土行业起始于 20 世纪 70 年代末期，20 世纪 90 年代开始获得较快的发展。从产业链看，混凝土的上游为水泥和砂石，下游为市政工程和房地产行业及铁路桥梁等，是施工工地最基础也是不可或缺的原材料。

图 1：混凝土产业链情况



资料来源：前瞻网，长江证券研究所

商品混凝土就是把混凝土从过去的施工现场搅拌分离出来，由专门生产混凝土的公司集中搅拌，并以商品的性质向需方供应。按照搅拌地点的不同，混凝土可以分为在施工现场搅拌的现拌混凝土和在搅拌站集中搅拌再由运输车运送到施工现场的预拌混凝土。施工单位获取预拌混凝土的方式主要为自制或者向专门生产混凝土的公司采购，外购来的预拌混凝土具有一定商品属性，因而一些预拌混凝土又被称为商品混凝土。

从发展历史来看，我国商品混凝土从上个世纪末才逐步得到运用，本世纪初开始得到较为快速发展，目前行业发展相对较为成熟且逐步进入过剩阶段，行业其实也面临一轮整合和洗牌。

表 1：我国商品混凝土的发展历史

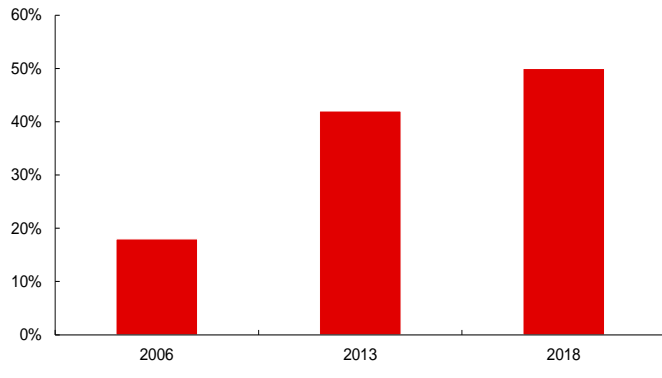
时间段	阶段	商混发展背景
1949~1978年	萌芽期	基建投资力度不大，预拌混凝土使用只限于企业内部，没有进入社会，不构成商品混凝土
1979~1990年	徘徊期	科技人员完成了相关标准制定，但是行业发展仍不大
1991~2004年	高速发展期	预拌混凝土行业呈现高速增长，由粗放型向技术型转变
2005年至今	成熟期	行业进入成熟阶段，且面临整合

资料来源：《散装水泥信息》，长江证券研究所

商品混凝土相较于现拌混凝土来看，有技术、环保、经济等各方面的优势，因此国家从进一步节约资源、保护环境角度出发相对比较支持商混的普及推广。2003 年以前，我国混凝土以现场搅拌为主，商品化率不足 10%。2003 年起陆续出台政策和措施严禁现场搅拌混凝土，大力推广预拌（商品）混凝土和预拌砂浆的使用，并且要求生产预拌混凝土及预拌砂浆的企业必须全部使用散装水泥，国内商品混凝土市场进入快速发展期，

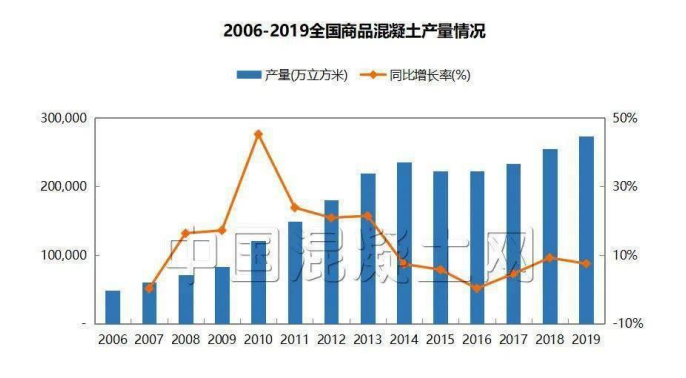
商品化率由 2006 年的 18% 增长至 2013 年的约 42%，2018 年大约 50%，相比主要发达国家超过 80%，我国混凝土商品化率还有提升空间，一方面，中西部城市商混率仍有持续提升空间，同时在东南沿海农村市场，混凝土的预制率也有逐步提升。

图 2：我国混凝土中商品化率的历史变化



资料来源：中国混凝土网，长江证券研究所

图 3：我国历年商品混凝土产量（万方）



资料来源：中国混凝土网，长江证券研究所

**商混下游面向的是终端施工工地，需求整体来看与下游同步。**据中国混凝土网的不完全统计，2019 年我国商品混凝土总产量为 27.38 亿立方米，较上一年同比增长 7.51%，按照单方价格 400 元均价估算，商品混凝土市场空间超万亿；若再考虑到现场拌混凝土，实际的混凝土市场空间会更大。

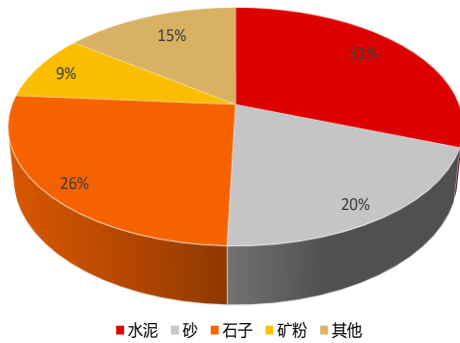
表 2：不同标号混凝土的原材料配比

	C20		C25		C30	
	用量 (kg/方)	重量比	用量 (kg/方)	重量比	用量 (kg/方)	重量比
水	175	0.51	175	0.44	175	0.38
水泥	343	1	398	1	461	1
砂	621	1.81	566	1.42	512	1.11
石	1261	3.68	1261	3.17	1252	2.72

资料来源：中国混凝土网，长江证券研究所

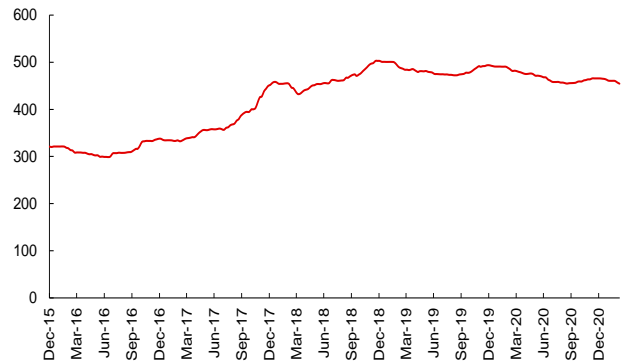
混凝土成本结构来看，水泥和砂石骨料是混凝土的主要成本，近年来伴随着原材料价格上涨，混凝土价格也迎来较显著上涨。以 C30 混凝土为例，一方混凝土需要水泥 461kg，按照终端 400 元/吨价格估算，水泥的成本大约需要 184 元，是商混成本主要组成部分。

图 4：混凝土成本结构



资料来源：百年建筑网，长江证券研究所

图 5：全国混凝土价格（元/方）

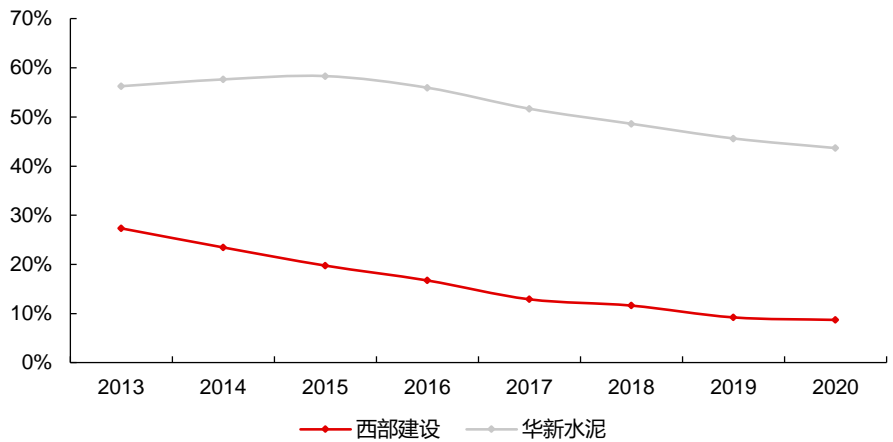


资料来源：中国水泥网，长江证券研究所

### 存量市场小而散，格局优化细无声

混凝土企业经营模式具有两个特点：1) 以销定产、即产即销，混凝土企业按照订单生产，及时送出，产成品不能储存；2) 服务过程与建筑施工紧密相关。预拌混凝土除了需要生产、运输外，还需施工现场的泵送等服务。随着行业分工不断细化，目前多由专业第三方公司来负责混凝土运输、泵送。也正因如此，导致混凝土行业准入门槛较低，资产相对较轻，如西部建设2020年固定资产占比总资产仅为9%，远低于华新水泥的44%。

图 6：混凝土行业固定资产占比低于水泥



资料来源：Wind，长江证券研究所

混凝土行业具备显著运输半径，市场高度分散。根据“科之杰杯”2019年中国商品混凝土企业十强来看，中国建材商混业务2019年的市场份额仅4%，西部建设2%不到。

表 3：“科之杰杯”2019年中国商品混凝土企业十强

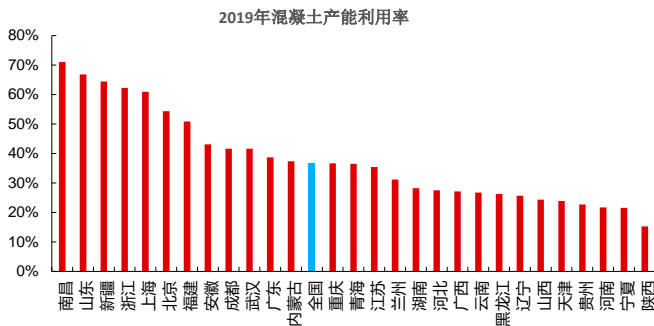
排名	公司名称	产能 (万方)	产量 (万立方米)	全国占比 (%)	收入 (亿元)	单价 (元/立方米)	产能利用率
1	中国建材	28450	11180	4.09%	520.00	465	39.30%
2	中建西部	9700	4804	1.75%	228.96	477	49.52%
3	上海建工	4915	3783	1.38%	179.28	474	76.97%
4	金隅冀东	3855	1726	0.63%	67.09	389	44.77%
5	华润水泥	3690	1421	0.52%	62.20	438	38.51%

6	云南建投混凝土	2235	970	0.35%	35.52	366	43.40%
7	广西大都	1500	768	0.28%	26.00	339	51.20%
8	华西绿舍	850	754	0.28%	41.50	550	88.71%
9	万年青	1310	600	0.22%	27.84	464	45.81%
10	江苏诚意	800	575	0.21%	31.60	550	71.88%

资料来源：中国混凝土网，长江证券研究所

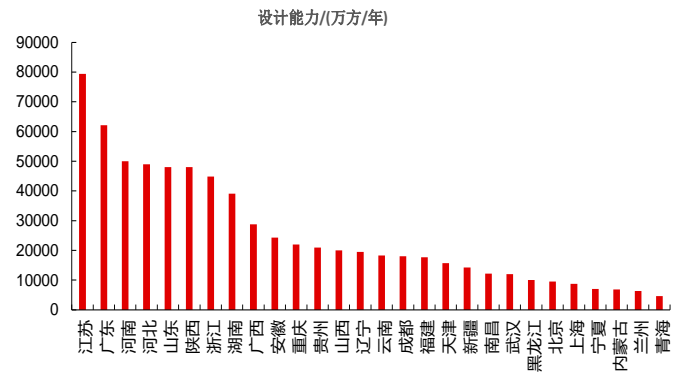
另外，混凝土行业基本是根据下游需求波动，搅拌站的布点位置也是紧随下游需求工地而迁徙。施工工地多是项目制，因此施工工地位置经常发生变化，导致商混站很难保持全年都处于施工状态，也即意味着行业产能利用率注定较低。**2019 年全国混凝土产能利用率仅 37%。**

图 7：我国混凝土行业产能利用率



资料来源：《混凝土》，长江证券研究所

图 8：全国混凝土产能分省份分布



资料来源：《混凝土》，长江证券研究所

混凝土行业产业链地位较低，同时行业开工率不足，盈利水平整体较为一般，目前行业上市公司从事混凝土业务的毛利率多在 10%~30%左右。

表 4：2019 年全球混凝土企业排名（百万方）

排名	上市公司	国家/地区	销量 (百万方)	同比 (%)
1	中国建材	中国	111.8	16.47
2	海德堡水泥	德国	50.7	3.47
3	西麦斯	墨西哥	50	-5.66
4	西部建设	中国	48.04	8.52
5	拉法基豪瑞	瑞士	47.7	-6.29
6	上海建工	中国	37	37.04
7	金隅股份	中国	17.5	9.12
8	Cemntos Argos	哥伦比亚	16.5	-4.62
9	华润水泥	中国	14.21	-0.14
10	UltraTech 水泥	印度	14.00*	
11	CRH	爱尔兰	13.2	-57.42
12	Buzzi Unicem	意大利	12.12	0.22
13	云南建投混凝土	中国	9.7	2.32
14	美国混凝土	美国	9.18	-3.87



15	Vicat	法国	9	
16	Votorantim	巴西	7.70*	
17	马丁玛丽埃塔材料	美国	6.49	-2.41
18	万年青	中国	6	4.53
19	托马斯混凝土集团	瑞典	5.5	37.16
20	Summit Materials	美国	5.5	1.85
21	TITAN Group	希腊	5.2	-1.89
22	三圣股份	中国	4.35	-2.03
23	华新水泥	中国	4.23	18.82
24	萨米特材料	美国	4.18	0.6
25	Cementir Holding	意大利	4.1	-16.33
26	Intercement	巴西	3.70*	
27	ACC	印度	3.53	12.78
28	MDU Resources Group	美国	3.15	17.1
29	Cimsa	土耳其	2.7	
30	Vulcan	美国	2.52	-3.82
	合计		494.92	-3.82

资料来源：中国水泥网，长江证券研究所

备注：星号为 2018 年；

**较高运输半径导致混凝土分布十分分散，不存在区域产销聚集。**混凝土运输半径基本在 100 公里以内，同时叠加短保质期的约束，导致行业分布十分分散，每个省都有大量混凝土生产基地。从终端占比来看，与水泥等需求分布呈现高度吻合，长三角及华南是需求重心。华东市场中，山东产量最大，2019 年产量为 3.2 亿方，占比全国为 12%。

表 5：2019 年我国分省份混凝土的产能产量情况(万方)

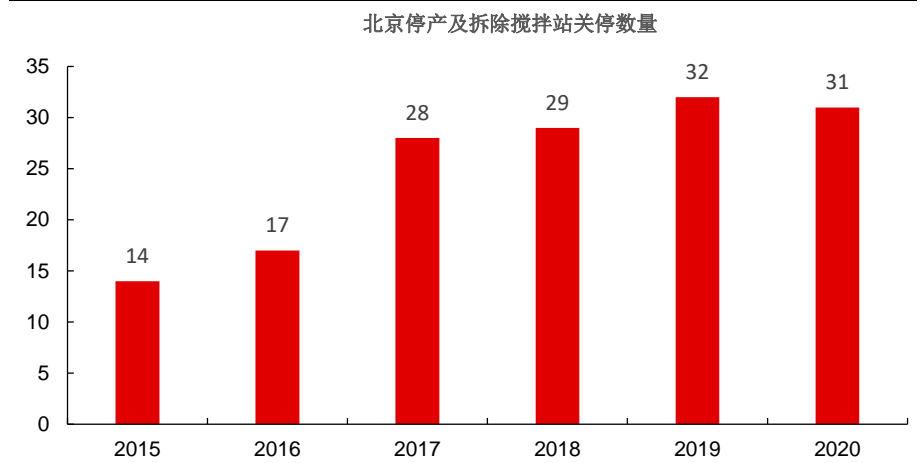
	省市	企业数	设计能力	实际产量	产能利用率	产量占比
1	山东	1753	48000	32085	67%	12.1%
2	江苏	993	79431	28182	35%	10.6%
3	浙江	622	44798	27879	62%	10.5%
4	广东	872	62106	24039	39%	9.1%
5	河北	817	49000	13500	28%	5.1%
6	湖南	617	39059	11016	28%	4.2%
7	河南	550	50000	10858	22%	4.1%
8	安徽	460	24330	10500	43%	4.0%
9	新疆	352	14200	9150	64%	3.5%
10	福建	368	17700	9000	51%	3.4%
11	南昌	81	12169	8646	71%	3.3%
12	重庆	195	21968	8062	37%	3.0%
13	广西	474	28800	7827	27%	3.0%
14	成都	144	18000	7500	42%	2.8%

15	陕西	560	48000	7320	15%	2.8%
16	上海	147	8700	5300	61%	2.0%
17	北京	114	9483	5155	54%	1.9%
18	辽宁	310	19500	5000	26%	1.9%
19	武汉	164	12000	5000	42%	1.9%
20	云南	251	18300	4900	27%	1.9%
21	山西	397	19984	4864	24%	1.8%
22	贵州	411	20900	4755	23%	1.8%
23	天津	196	15700	3755	24%	1.4%
24	黑龙江	185	10048	2640	26%	1.0%
25	内蒙古	102	6800	2541	37%	1.0%
26	兰州	80	6280	1960	31%	0.7%
27	青海	79	4600	1680	37%	0.6%
28	宁夏	170	7000	1511	22%	0.6%
总计		11464	716856	264625	37%	100.0%

资料来源：《混凝土》，长江证券研究所

**格局渐进式优化。**传统商混生产存在一定粉尘污染，在环保管控大背景下，部分小散污企业陆续退出，尤其在一线城市，如北京明确发文要求建设工程严禁使用无资质搅拌站混凝土；同时新建搅拌站的行政审批门槛抬升导致新增显著减少。基于集中度提升以及下游盈利复苏（对材料成本接受度增加），产业链价格传导机制逐步疏通，尤其在长三角等沿海及中部核心城市一带，国内商混格局出现渐进式优化。

图 9：北京地区近年的搅拌站关停在加速（个）



资料来源：北京市住房和城乡建设委，长江证券研究所

## 公司：龙头焕新颜，整装再出发

西部建设是国内混凝土行业龙头企业，也是主营做混凝土的唯一一家上市企业。从业务来看，公司主营业务覆盖西北、西南、东北、华北、华中、华南、东南等主要区域，覆盖 25 个省（自治区、直辖市），保持国内混凝土企业排名第二，同时业务延伸到“一带一路”两个国家。同时，公司跟随中国建筑，进入阿尔及利亚、马来西亚、印度尼西亚等海外市场。

表 6：公司产能分布（条，万方）

子公司	区域	生产线（条）	产能（万方）	子公司	区域	生产线（条）	产能（万方）
新疆公司	疆内区域	45	1,223	西南公司	四川区域	29	895
	河南区域	11	375		重庆区域	10	370
	山东区域	15	442		云南区域	14	500
	甘肃区域	11	300		广西区域	8	290
	内蒙古区域	2	60		辽宁区域	2	60
中建商砼	青海区域	1	30	印尼	4	120	
	湖北区域	40	1,180	陕西区域	8	240	
	福建区域	18	510	北方公司	天津区域	6	180
	安徽区域	5	120	山东区域	6	140	
	江西区域	11	350	湖南公司	湖南区域	27	810
	江苏区域	9	270	海南区域	9	265	
	山西区域	4	120	贵州公司	贵州区域	23	690
	马来西亚	2	60	广东区域	6	200	
	阿尔及利亚	2	40	合计		328	9,840

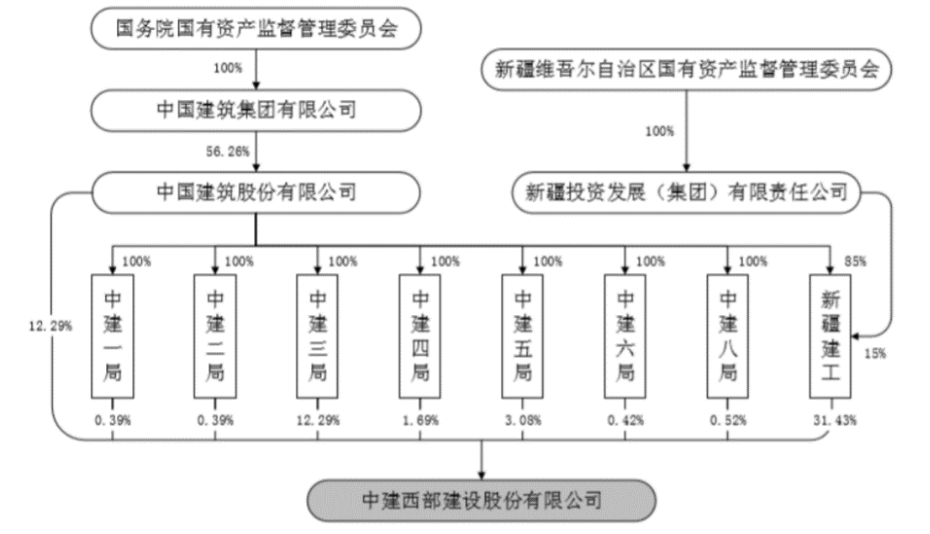
资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 三大核心竞争力护航，长期 α 优势显著

### 背靠央企母公司，订单稳稳的幸福

西部建设背靠建筑央企中国建筑，因此为其提供了稳定终端市场。近年来公司销售给母公司产品收入占比自身收入约一半甚至更多，以 2020 年为例，公司销售给中国建筑的收入为 130 亿元，占比整体收入比例为 55%。更长周期来看，依托母公司背书的订单为公司销售提供了极强的背书，尤其在市场下行周期，公司的需求及价格稳定性远优于同行。

图 10: 截至 2020 年, 西部建设股权结构图



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 11: 公司国内业务布局



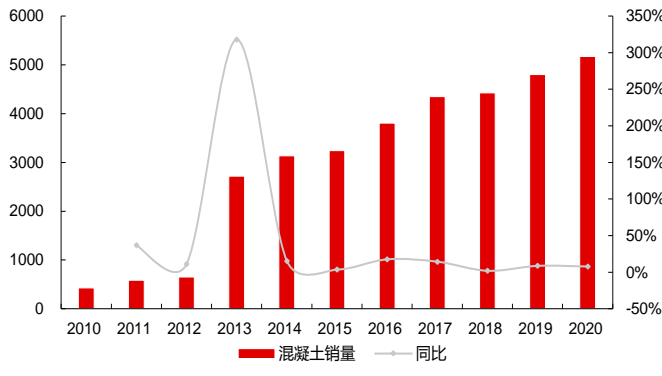
资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 12: 公司海外业务布局



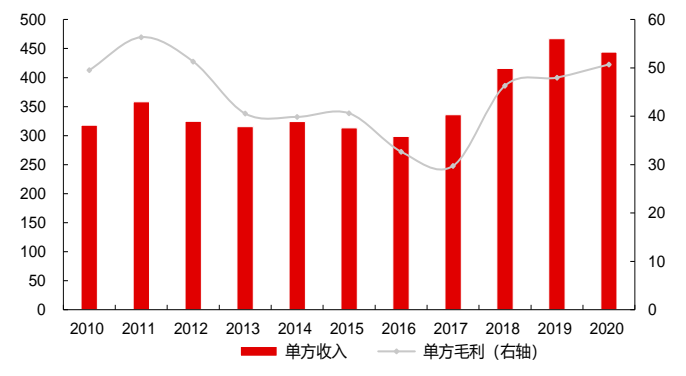
资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 13: 公司历年的混凝土销量(万方)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

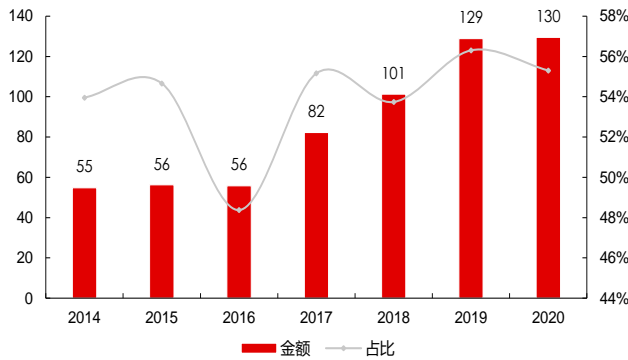
图 14: 公司历年混凝土销售的价格和毛利(元/方)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

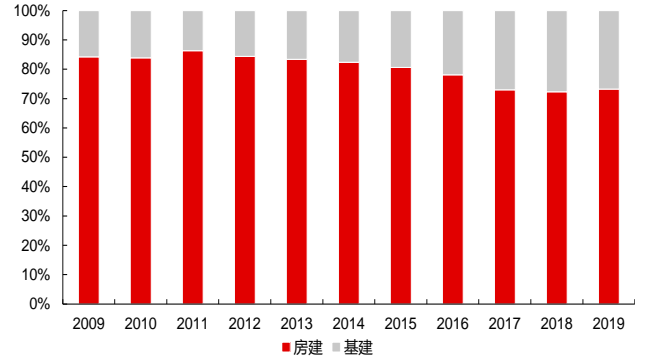
中国建筑是国内建筑施工龙头，经营稳健，基建占比逐步提升。2019 年中国建筑房屋建筑工程 8724 亿元，基础设施建设与投资收入 3181 亿元，房建：基建为 2.74：1，从趋势来看，基建占比逐年有所提升，从长周期维度来看也减少了对房地产市场的依赖，经营思路更为稳健。

图 15：公司历年对关联方（中国建筑）销售金额及占比自身（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：中国建筑历年房建和基建的收入占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 7：公司近年的签约和销售情况（万方）

	签约						销售						
	房建	同比	基建	同比	合计	同比	房建	同比	基建	同比	合计	同比	
17Q1	731	-2.16%	388	202.36%	1,120	27.82%	17Q1	555	8.04%	165	42.83%	720	14.42%
17Q2	1,557	7.13%	905	144.48%	2,461	35.00%	17Q2	904	5.28%	307	82.14%	1,211	17.89%
17Q3	1,918	55.68%	1,197	241.98%	3,116	96.91%	17Q3	930	7.64%	234	29.05%	1,165	11.36%
17Q4	1,161	-26.40%	388	-18.69%	1,549	-24.61%	17Q4	917	2.82%	337	54.06%	1,255	12.92%
18Q1	1,036	41.58%	373	-3.99%	1,409	25.78%	18Q1	542	-2.28%	200	21.41%	742	3.14%
18Q2	1,981	8.44%	812	-10.18%	2,793	2.27%	18Q2	917	1.43%	334	8.83%	1,251	3.31%
18Q3	2,266	18.15%	845	-29.44%	3,111	-0.14%	18Q3	911	-2.05%	309	31.86%	1,220	4.77%
18Q4	1,397	20.31%	532	37.13%	1,929	24.53%	18Q4	770	-16.06%	444	31.66%	1,214	-3.22%
19Q1	1,843	78.00%	620	66.41%	2,464	74.93%	19Q1	538	-0.73%	241	20.43%	779	4.97%
19Q2	2,080	5.09%	683	-16.06%	2,763	-1.07%	19Q2	1,058	15.40%	378	13.13%	1,436	14.80%
19Q3	1,901	-16.14%	646	-23.51%	2,547	-18.14%	19Q3	891	-2.25%	375	21.39%	1,266	3.74%
19Q4	1,265	-9.47%	517	-2.94%	1,781	-7.67%	19Q4	628	-18.32%	692	55.66%	1,320	8.78%
20Q1					1,288	-47.72%	20Q1				586	-24.84%	
20Q2					4,195	51.80%	20Q2				1,454	1.21%	
20Q3					3,669	44.05%	20Q3				1,514	19.61%	
20Q4					1,955	9.77%	20Q4				1,619	22.71%	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

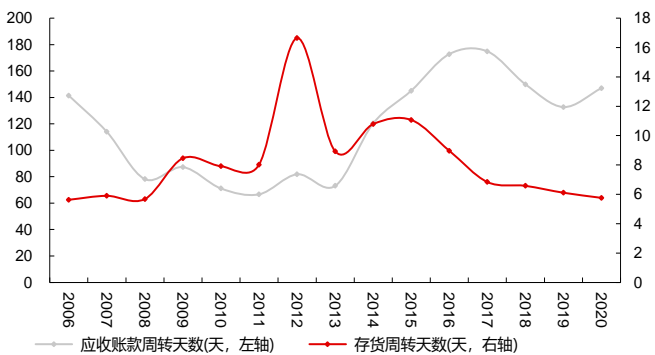


### 信用背书&上市优势，强资金实力支撑

商品混凝土企业下游客户主要是建筑施工企业，建筑施工行业具有工程建设周期长、资金周转慢、工程款结算周期长等特点。商品混凝土无法仓储存放，必须即产即销，生产企业需要根据施工单位施工进度，频繁、连续的供应商品混凝土，施工单位通常采取分阶段支付货款的结算模式。此外，由于商品混凝土的质量是建筑物的质量的重要影响因素之一，客户通常会留取一定比例的货款（含质量保证金）待建筑物主体封顶并验收合格后支付。因此商品混凝土企业普遍存在应收账款余额较大、回款周期较长的情形。

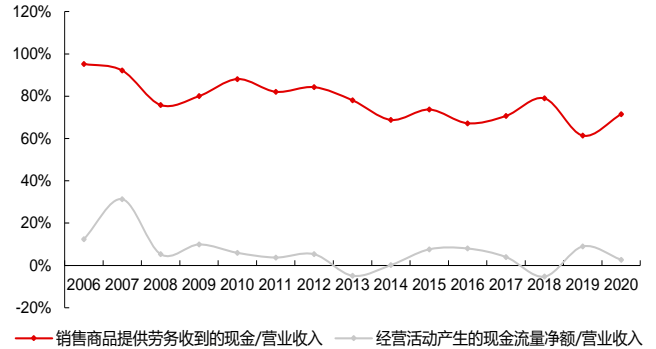
公司作为行业龙头，依托母公司信用背书及上市平台优势，整体现金流状况显著优于同行，历史上信用减值甚微，也正因此，在对重点客户供货中资金优势更胜一筹。

图 17：公司应收账款和存货周转情况（天）



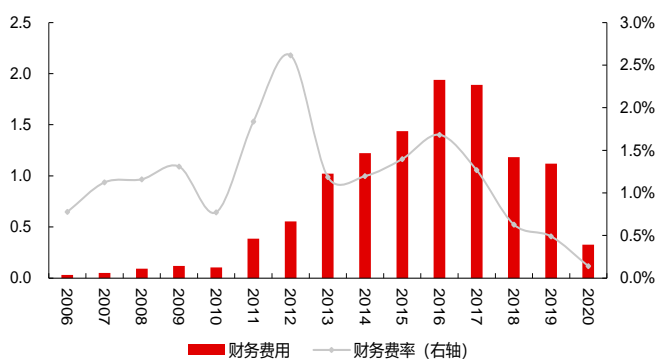
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：公司经营现金流情况



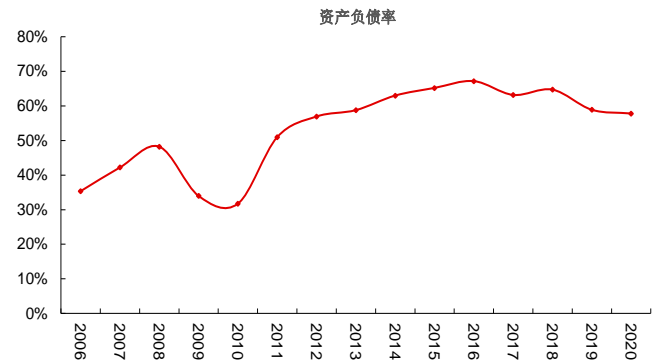
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19：西部建设近年财务费率持续下降（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20：西部建设资产负债率整体仍偏高，近年有小幅下降



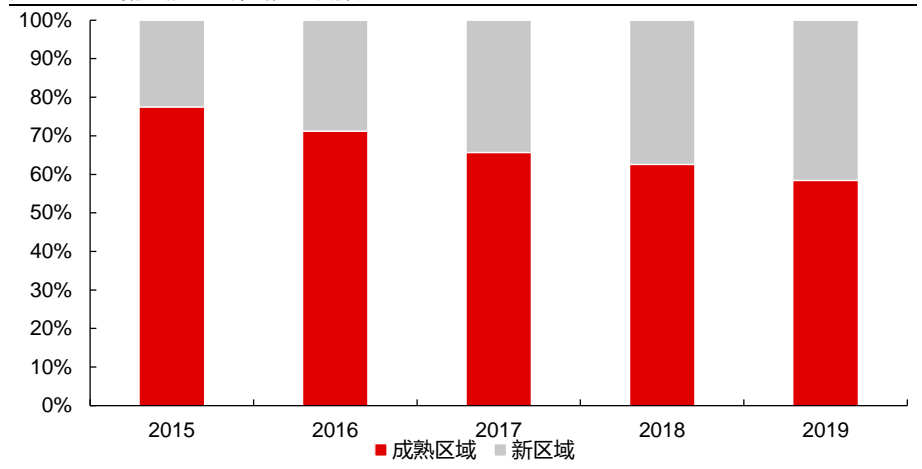
资料来源：Wind，长江证券研究所

此外，2019 年公司引进建信金融资产投资有限公司以现金方式对子公司中建商砼、西南公司增资实施市场化债转股，增资金额合计 15 亿元，其中对中建商砼增资 6 亿元，对西南公司增资 9 亿元，增资款全部用于偿还以前银行发放贷款为主形成的存量金融机构债务，债转股进一步降低了公司财务成本。

## 轻资产扩张，奠定更稳定的龙头地位

公司扩张来看多为轻资产模式，采取租赁为主，自建为辅的方式，从经营区域结构来看分为成熟区域和新市场。2019年，公司销售预拌混凝土4804万立方米，同比增长8.52%，其中成熟区域（包含乌鲁木齐、武汉、成都、西安、长沙、贵阳）继续保持稳步发展，当年成熟区域实现收入133.77亿元，同比提升13.89%，规模效应进一步显现。公司主业在新区域发展速度较快，2019年新区域销售预拌混凝土2168万立方米，占总销量的45.12%，实现收入95.19亿元，同比增长34.02%，为公司业务未来发展奠定良好基础。

图 21：公司的成熟区域和新区域销售占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 8：公司的主要子公司 2020 年经营情况（亿元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润	净利率
中建西部建设西南有限公司	64.2	24.5	63.2	4.0	3.4	5.4%
中建商品混凝土有限公司	59.8	23.6	64.6	3.5	2.8	4.4%
中建西部建设北方有限公司	17.0	4.7	21.8	1.2	1.2	5.6%
中建西部建设湖南有限公司	24.7	7.9	26.6	1.2	1.1	4.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

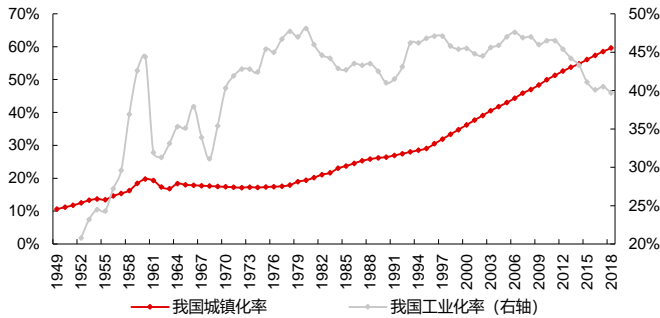
## 长期盈利修复空间具备

### 中西部基建复苏确立，龙头再腾飞

**基建结构转换大势所趋，参考日本经验国内基建增速中长期或维持在 5% 以内。**我们在去年年度策略中提到，工业化及城镇化进程是一国基建发展的根本动力，考虑到我国当前工业化进程已见顶，而城镇化仍处于快速推进阶段，基建投资增速最快的阶段已经过去，增速总体将下台阶，参考日本经历的完整基建周期，未来 5-10 年基建增速将维持

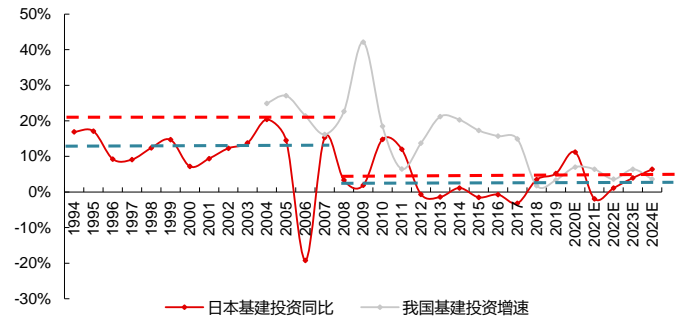
在 5% 以内的增速中枢水平。同时，考虑到我国基本建设的不均衡分布，预计中期中西部基建投资力度会大于东南沿海地区。

图 22: 我国工业化率于 2006 年见顶，但城镇化进程仍处于快速推进阶段



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 23: 对比日本，未来 5-10 年我国基建投资有望维持 5% 以内中枢增速水平



资料来源: Wind, 长江证券研究所

公司此前销售区域主要集中在新疆和甘肃等市场，2013 年整合中国建筑混凝土资产后，产能得到大幅扩充并外延到湖北、四川、湖南等市场。从销售区域来看，目前四川、湖北、湖南、新疆是公司销售前 4 大省份，毛利率来看，2020 年四川地区毛利率约 16%，湖北地区约 13%。未来，中西部基建改善之下，公司无论从规模扩张还是盈利能力修复来看都具备较大的空间。

表 9: 2019-2020 年公司分地区销售情况 (万元)

	2020 金额	占比	2019 金额	占比	同比
四川地区	356203	15%	400991	17.51%	-11%
湖北地区	288355	12%	299805	13.09%	-4%
湖南地区	238551	10%	204931	8.95%	16%
新疆地区	178809	8%	200026	8.74%	-11%
陕西地区	172903	7%	137242	5.99%	26%
云南地区	119145	5%	148591	6.49%	-20%
广西地区	114913	5%	67911	2.97%	69%
福建地区	98786	4%	105543	4.61%	-6%
江苏地区	97845	4%	89663	3.92%	9%
贵州地区	84696	4%	94712	4.14%	-11%
河南地区	80346	3%	60432	2.64%	33%
江西地区	79229	3%	54648	2.39%	45%
重庆地区	78541	3%	100808	4.40%	-22%
山东地区	64612	3%	81759	3.57%	-21%
安徽地区	55841	2%	45427	1.98%	23%
天津地区	45470	2%	36677	1.60%	24%
甘肃地区	44494	2%	29664	1.30%	50%
广东地区	42982	2%	37429	1.63%	15%
海南地区	35256	2%	24528	1.07%	44%

山西地区	25406	1%	19567	0.85%	30%
印尼地区	17129	1%	20841	0.91%	-18%
青海地区	8800	0%	10100	0.44%	-13%
辽宁地区	8642	0%	7325	0.32%	18%
浙江地区	3826	0%			100%
马来西亚	1272	0%	5611	0.25%	-77%
柬埔寨	202	0%			100%
内蒙古	60	0%	5086	0.22%	-99%
河北地区		0%	320	0.01%	-100%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 10：2020 年公司几个主要核心区域的销售毛利率对比（万元）

2020	营业收入	营业成本	毛利率	收入同比	成本同比	毛利率变化
四川地区	356203	299403	15.95%	-11.17%	-13%	1.73%
湖北地区	288355	250226	13.22%	-3.82%	-4%	0.49%
湖南地区	238551	211581	11.31%	16.41%	20%	-2.36%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 积极寻求外延，提供新的增长极

公司立足传统业务与固有市场同时，也在积极寻求外延，为中期盈利增添新的增长极。

**一方面，海外市场积极突破。**公司注册成立中建西部建设印尼有限责任公司、中建西部建设马来西亚有限公司，推进海外本土化运营；与昂国集团、中建南洋、中阿公司等达成合作共识。2019 年，海外市场销售收入 2.6 亿元，2020 年受到疫情影响，海外销售收入有所下降。**同时，新的业务也在逐步取得增长。**公司也在寻求产业链的外延，如外加剂、砂浆业务，与主业混凝土业务形成一定协同。2020 年全年累计销售外加剂 32 万吨，同比提升 19.6%；骨料产业取得新进展，注册成立砂石（上海）数据科技有限责任公司，迭代优化骨料供应链平台，全年平台交易量超过 700 万吨。

图 24：公司产业链布局日渐完善



资料来源：公司官网，长江证券研究所

表 11：公司近年非商混业务的销售情况

	2016	2017	2018	2019
外加剂（万吨）	15	18	23.63	
水泥（万吨）	99.2	110	100.1	
砂浆（万吨）	28.54	10.6	7.8	10

资料来源：公司公告，长江证券研究所

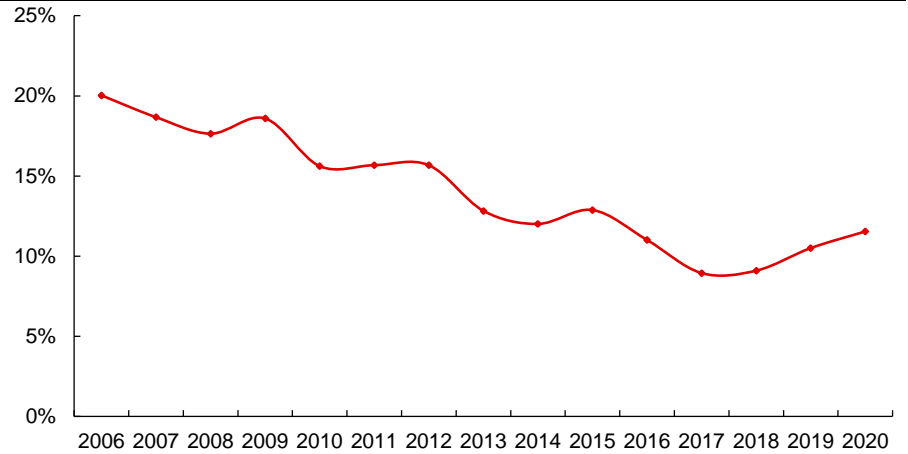
### 格局优化下，盈利能力在边际改善

近年来，我们认为上游资源品在供给侧改革大背景下，价格及盈利都出现了明显改善。混凝土行业亦是如此，伴随着环保管控趋严，部分产能得到出清市场，同时行业供需矛盾趋紧，叠加短腿属性的支撑，价格张力较为充沛。

就公司而言，2020年业绩在疫情冲击下保持上扬发展态势。公司新签合同额 498.41 亿元，同比增长 16.90%；实现营业收入 234.23 亿元，同比增长 2.30%；实现归属于上市公司股东净利润 7.84 亿元，同比增长 18.70%。2020 年，公司预拌混凝土产品生产量及销售量为 5,172.58 万立方，同比增长 7.68%，预拌混凝土产品毛利率同比增长 1.15%，主要原因是产品主要原材料成本同比下降。其实，通过近年毛利率来看，在 2016-2017 年原材料大幅涨价的背景下，公司毛利率确实出现较明显下滑，不过 2019-2020 年，随着上游价格进入平稳区间后，公司毛利率逐步出现了一定修复。



图 25: 公司近年毛利率迎来一定边际修复



资料来源: Wind, 长江证券研究所

我们认为, 公司当前盈利水平与同行相比仍然存在一定差距, 从中期角度看, 公司有望通过内部挖潜, 成本改善等方面进行优化, 进而持续提升公司综合盈利水平。

表 12: 主要上市企业混凝土业务的收入及毛利率 (亿元)

	指标	2015	2016	2017	2018	2019
天山股份	混凝土收入	9.27	7.32	8.44	9.3	8.78
	混凝土毛利率	13.49%	8.37%	13.70%	17.05%	14.00%
祁连山	混凝土收入	2.98	4.25	4.6	3.7	5.83
	混凝土毛利率	28.34%	28.94%	29.79%	25.95%	33.24%
华润水泥	混凝土收入	42.98	40.56	42.27	54.83	61.91
	混凝土毛利率	28.80%	29.40%	25.80%	24.20%	23.10%
金圆股份	混凝土收入	5.47	8.66	9.09	8.05	8.61
	混凝土毛利率	44.60%	45.16%	35.89%	33.50%	35.58%
塔牌集团	混凝土收入	1.79	1.55	2.03	2.93	2.17
	混凝土毛利率	28.69%	26.50%	19.10%	19.88%	15.97%
金隅集团	混凝土收入					
	混凝土毛利率	13.00%	10.10%	8.13%	10.50%	7.30%
万年青	混凝土收入	10.95	11.38	15.35	23.17	27.84
	混凝土毛利率	25.32%	19.82%	19.64%	19.47%	18.32%
海螺水泥	混凝土收入	-	-	0.01	0.83	0.71
	混凝土毛利率	-	-	17.80%	21.91%	24.94%
华新水泥	混凝土收入	8.04	7.09	9.42	13.55	18.11
	混凝土毛利率	23.60%	25.34%	21.50%	23.54%	23.32%
西部建设	混凝土收入	101.6	113.65	146.18	184.11	224.34
	混凝土毛利率	12.96%	10.95%	8.85%	11.14%	10.28%
三圣股份	混凝土收入	11.27	12.18	13.18	19.39	20.93
	混凝土毛利率	18.67%	21.49%	21.11%	21.54%	16.17%
海南瑞泽	混凝土收入	8.85	10.45	13.74	15.25	11.47

	混凝土毛利率	17.29%	18.26%	16.81%	21.25%	16.92%
深天地 A	混凝土收入	9.59	8.49	11.24	14.66	16.31
	混凝土毛利率	17.61%	12.19%	10.82%	12.06%	11.68%

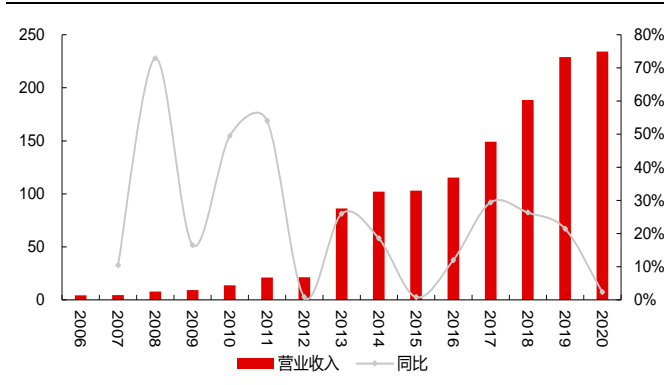
资料来源: Wind, 长江证券研究所

截至 2020 年底, 公司具备预拌混凝土设计产能 10,082 万立方, 2020 年公司在建新增预拌混凝土产能投资项目 8 个, 预计投产后将新增产能 610 万方。同时, 2020 年全年公司预拌混凝土销售量为 5172.58 万立方, 同比增长 7.68%; 公司新签合同额 498.41 亿元, 同比增长 16.90%, 新签订单同比的显著增长为 2021 年的可持续增长奠定了较强基石。

业绩来看, 2020 年, 公司在疫情冲击下保持上扬发展态势, 实现营业收入 234.23 亿元, 同比增长 2.30%; 实现归属于上市公司股东净利润 7.84 亿元, 同比增长 18.70%。

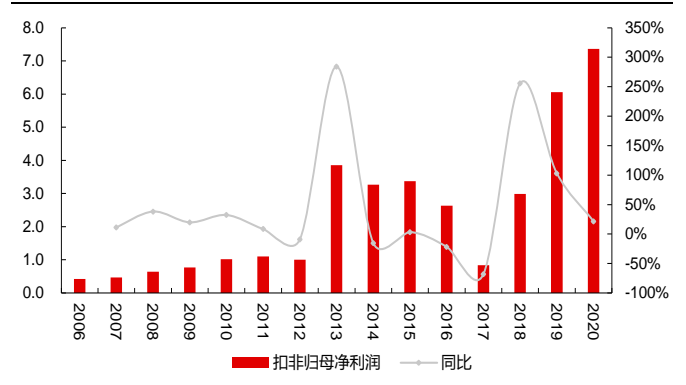
预计 2021~2022 年 EPS 为 0.82/0.95 元, 对应 PE 为 10.8/9.3 倍, 买入评级。

图 26: 西部建设历年收入及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 27: 西部建设历年扣非归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	23423	24594	25824	27115
营业成本	20721	21653	22628	23646
毛利	2702	2941	3196	3469
%营业收入	12%	12%	12%	13%
营业税金及附加	124	148	129	136
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	200	197	207	217
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	494	492	516	542
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	575	615	646	678
%营业收入	2%	3%	3%	3%
财务费用	33	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
加: 资产减值损失	-5	0	0	0
信用减值损失	-122	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-72	0	0	0
营业利润	1140	1492	1724	1923
%营业收入	5%	6%	7%	7%
营业外收支	9	10	10	10
利润总额	1150	1502	1734	1933
%营业收入	5%	6%	7%	7%
所得税费用	204	255	295	329
净利润	946	1247	1439	1605
归属于母公司所有者的净利润	784	1035	1195	1332
少数股东损益	162	212	245	273
EPS (元)	0.62	0.82	0.95	1.06

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	633	-830	1255	1409
取得投资收益收回现金	3	0	0	0
长期股权投资	-28	0	0	0
资本性支出	-18	0	0	0
其他	-245	10	10	10
投资活动现金流净额	-289	10	10	10
债券融资	0	0	0	0
股权融资	48	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	593	-298	0	0
筹资成本	-184	0	0	0
其他	-573	0	0	0
筹资活动现金流净额	-117	-298	0	0
现金净流量 (不含汇率变动影响)	224	-1118	1265	1419

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5038	3920	5185	6604
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	10057	10107	10613	11143
存货	319	297	310	324
预付账款	171	217	226	236
其他流动资产	4900	5435	5589	5750
流动资产合计	20485	19975	21922	24058
长期股权投资	368	368	368	368
投资性房地产	21	21	21	21
固定资产合计	2073	2073	2073	2073
无形资产	445	445	445	445
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	104	104	104	104
其他非流动资产	337	337	337	337
资产总计	23834	23324	25271	27406
短期贷款	298	0	0	0
应付款项	10689	8899	9299	9718
预收账款	0	246	258	271
应付职工薪酬	374	325	339	355
应交税费	462	246	258	271
其他流动负债	1903	2255	2323	2394
流动负债合计	13726	11970	12478	13008
长期借款	33	33	33	33
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	18	18	18	18
负债合计	13777	12021	12528	13059
归属于母公司所有者权益	7829	8864	10058	11390
少数股东权益	2228	2440	2684	2957
股东权益	10056	11303	12742	14347
负债及股东权益	23834	23324	25271	27406

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.62	0.82	0.95	1.06
每股经营现金流	0.50	(0.66)	0.99	1.12
市盈率	14.13	10.78	9.34	8.38
市净率	1.42	1.26	1.11	0.98
EV/EBIDTA	4.25	5.36	3.95	2.79
总资产收益率	3.3%	4.4%	4.7%	4.9%
净资产收益率	10.0%	11.7%	11.9%	11.7%
净利率	3.3%	4.2%	4.6%	4.9%
资产负债率	57.8%	51.5%	49.6%	47.6%
总资产周转率	0.98	1.05	1.02	0.99

## 投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址：

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。