

2024年10月23日

证券研究报告·2024年三季度点评

西部建设(002302) 建筑材料

当前价: 7.48元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

经营业绩阶段承压，静待下游需求复苏

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年三季度报,前三季度公司实现营业总收入150.2亿元,同比-8.1%,实现归母净利润0.1亿元,同比-97.3%;2024年单三季度实现营业总收入51.2亿元,同比-7.6%,实现归母净利润0.04亿元,同比-97.9%,业绩阶段性承压。
- 市场占有率提升,销售单价下降。** 1) **签约和销售情况看:** 24年前三季度实现签约10930万方,同比+13.5%,实现销售4269万方,同比+3.6%,在手订单较为充足;其中24年单Q3实现签约2964万方,同比-20.0%,实现销售1506万方,同比+1.4%,因季节和基数因素签约量同比为负增长,公司通过积极推进市场开拓和不断提高区域市场占有率,销量保持正增长。2) **销售单价情况看:** 24年单Q3销售单价同比下滑8.8%至339.9元/方,受下游需求疲弱和行业存量竞争加剧影响,销售单价下滑趋势延续。
- 盈利能力阶段承压,关注应收账款化解。** 24年单Q3: **毛利率:** 受混凝土销售单价下降影响,毛利率同比下滑2.2个百分点至9.6%。**销售费用率:** 受行业竞争加剧和营收规模下降影响,销售费用率同比增加0.1个百分点至1.1%。**综合费用率:** 管理费用率、研发费用率保持稳定,受负债成本下降影响财务费用率下降0.2个百分点,综合费用率同比下降0.15个百分点。**24年前三季度:** 应收账款267.4亿元,计提信用减值准备1.8亿元。公司着重加强了对长期应收款项的回收力度,建立了专项考核机制,加强了过程回款考核。随着下游行业景气度回升,应收账款化解进程将会有所加快,现金流将持续改善。
- 综合竞争优势突出,期待行业拐点向上。** 公司深耕混凝土行业多年,综合竞争优势突出,行业利好政策持续加码,业绩拐点向上可期: 1) 公司是中国建筑集团旗下预拌混凝土业务唯一发展平台,长期以来始终聚焦混凝土主业,区域布局上深耕西部、布局全国、积极开拓海外,成长空间广阔。2) 大股东中国建筑集团各子公司业务领域涉及广泛,区域覆盖海内外,为公司提供了优质的发展平台和资源支持。公司为混凝土行业头部,综合竞争优势突出,市场占有率不断提升。3) 当前房地产行业“止跌回稳”相关利好政策持续加码、基建投资项目陆续推出、借助一带一路等积极推进产能出海等多项利好加持下,下游需求有望逐渐复苏,公司作为行业头部,将显著受益市场份额集中度提升和行业景气度回升红利。
- 盈利预测:** 公司综合竞争优势突出,市场占有率持续提升,销量保持稳健增长;下游需求复苏在即,销售单价有望逐渐企稳回升,公司在手订单充足,业绩有望拐点向上。我们预计2025-2026年营收复合增速为3.8%,归母净利润复合增速为273.3%。
- 风险提示:** 经济大幅下滑风险;市场开拓或不及预期;政策效果或不及预期。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	228.63	215.43	221.02	232.19
增长率	-8.02%	-5.78%	2.59%	5.06%
归属母公司净利润(亿元)	6.45	0.31	1.56	4.32
增长率	17.13%	-95.13%	398.01%	176.29%
每股收益EPS(元)	0.51	0.02	0.12	0.34
净资产收益率ROE	6.55%	0.32%	1.58%	4.18%
PE	15	305	61	22
PB	0.97	0.97	0.96	0.92

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

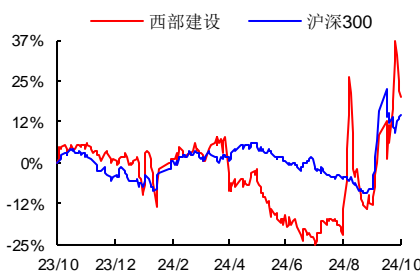
分析师: 笪文钊

执业证号: S1250524060002

电话: 023-63786049

邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.62
流通A股(亿股)	12.62
52周内股价区间(元)	4.7-8.55
总市值(亿元)	94.42
总资产(亿元)	360.25
每股净资产(元)	7.27

相关研究

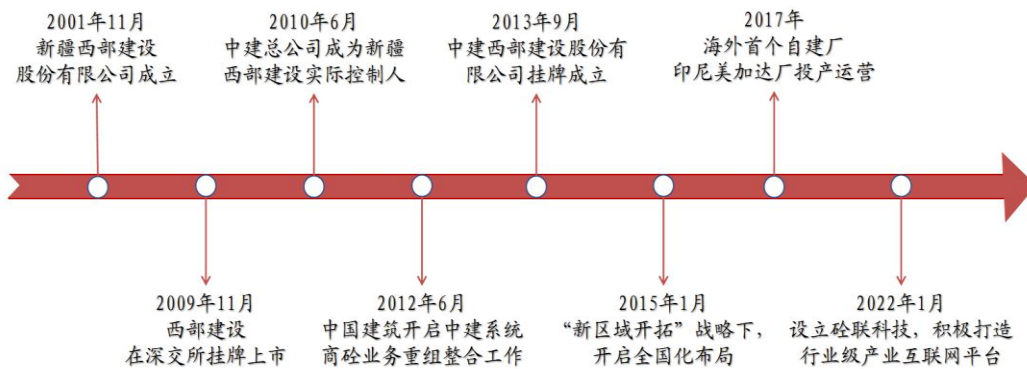
请务必阅读正文后的重要声明部分

1 公司概况

1.1 混凝土行业头部，综合竞争优势突出

深耕商砼多年，竞争优势突出。西部建设成立于 2001 年，是中国建筑集团旗下第一家独立上市的专业化公司，是预拌混凝土业务唯一发展平台。公司聚焦预拌混凝土主业，销售区域覆盖国内新疆、四川、湖北、湖南等 26 个省市，并积极开拓马来西亚、印度尼西亚、柬埔寨等海外市场。公司是国内预拌混凝土行业头部，资源禀赋优异，综合竞争优势突出。

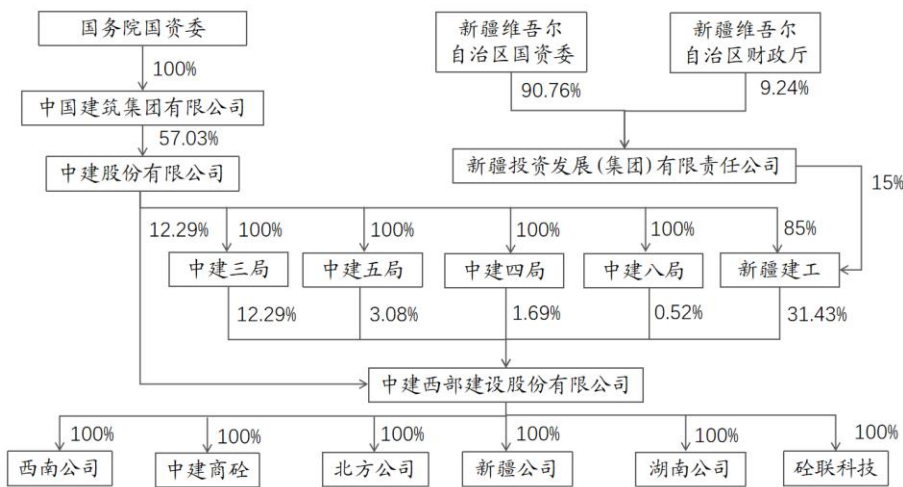
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

国有股东控股，平台优势突出。公司实际控制人为国务院国资委，中国建筑通过中建三局、八局等多家子公司合计间接持有西部建设 56.57% 的股份，股权结构较为稳定。中国建筑各子公司业务领域广泛、区域覆盖海内外，平台优势突出。公司具有多家海内外子公司，并在新疆、湖北、四川、陕西、湖南等多个区域占据预拌混凝土行业领先地位，扎根西部、深度推进全国化布局不断拓展成长空间。

图 2：公司股权结构

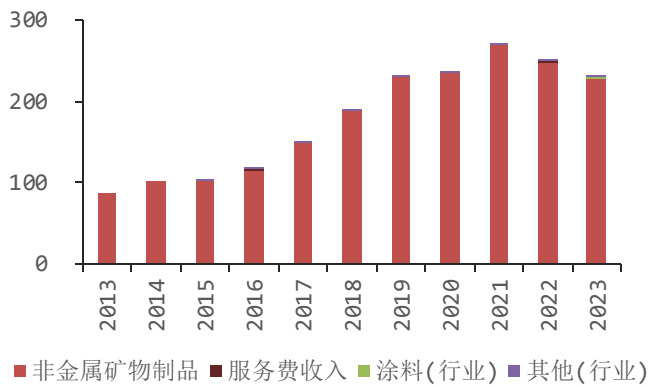


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 业绩阶段性承压，期待行业拐点向上

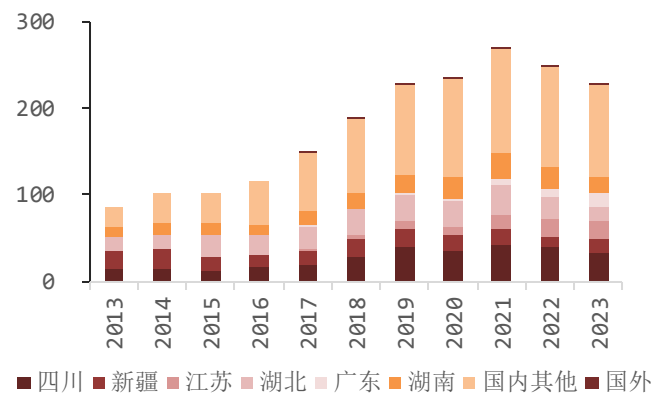
混凝土行业头部，全国化成长空间阔。公司始终聚焦混凝土主业，是混凝土行业上市头部企业，业务已实现全国化布局，并积极借助一带一路进行海外市场开拓。混凝土业务是公司的核心业务，仅附带有少量其他业务，业务极为聚焦。区域分布上，持续深耕四川、新疆等地，并积极开拓全国化市场，成长空间持续拓宽。公司作为中建集团旗下的子公司，资源禀赋优异，综合竞争优势突出，抗风险能力强，通过全国化布局可持续提高市场占有率，不断拓展成长空间。

图 3：2013 年以来公司产品结构(单位:亿元)



数据来源：Wind，西南证券整理

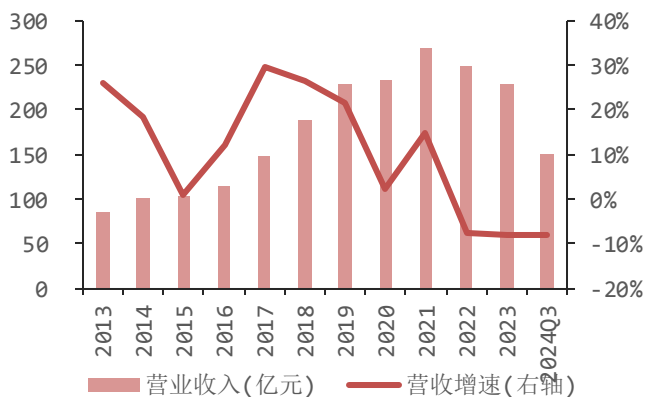
图 4：2013 年以来公司营收区域分布(单位:亿元)



数据来源：Wind，西南证券整理

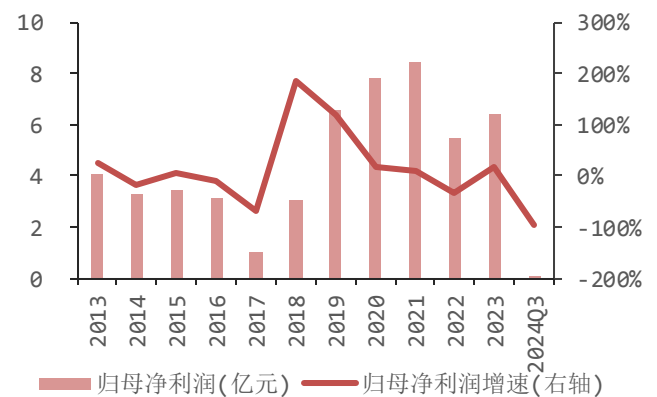
业绩下滑趋势延续，政策加持期待拐点。2021 年以来，受房地产市场新开工面积不断下降影响，公司业绩端有所承压。2021-2023 年国内房屋新开工面积复合增速为 -24.8%，受此影响行业供需矛盾凸显，价格持续走低。公司得益于头部企业的综合竞争优势，持续提高市场占有率，积极应对行业规模下降的冲击，2021-2023 年，公司营收复合增速为 -0.8%，抗风险能力突出。2024 年，受公司产品平均销售价格下降影响，毛利率走低。行业存量竞争背景下，销售费用率增加，致使综合费用率有所增加，综合影响下，2024Q3 归母净利润同比下滑 97.3%。当前房地产市场“止跌回稳”相关政策持续加码，房屋新开工面积降幅持续收窄，助力行业触底回升。

图 5：2013 年以来公司营收情况



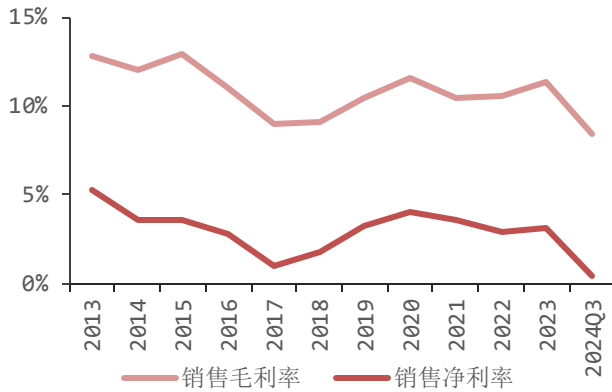
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2013 年以来公司归母净利润情况

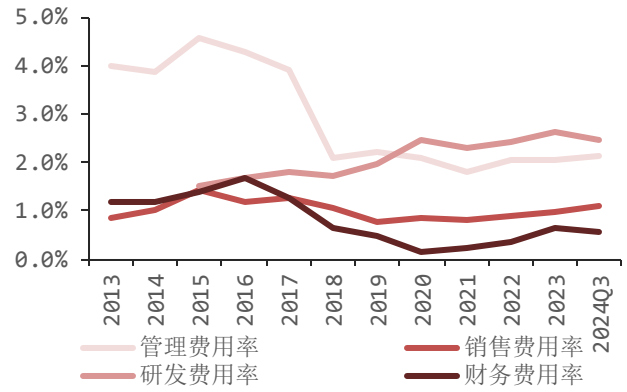


数据来源：Wind，西南证券整理

费用率略有增加，盈利能力阶段承压。公司销售毛利率和净利率受房地产行业周期影响显著，2017年-2020年，随着房地产行业景气度的提高，毛利率和净利率均持续上升。2021年以来，随着房地产行业景气度的下降，毛利率和净利率均出现同步下降。2024Q3，行业存量竞争态势加剧，公司毛利率下降，费用率增加，净利率承压。当前，房地产行业“保交楼”、“止跌回稳”等相关利好政策陆续出台，随着行业触底回升，公司盈利能力有望拐点向上。

图 7：2013 年以来公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2013 年以来公司费用率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着公司深度推进全国化布局，充分发挥综合竞争优势持续提升市场占有率，预计 2024-2026 年，商品砼销量同比增长 1.5%、2.0%、3.0%。

假设 2：随着行业集中度持续提升、地产行业止跌回稳，供需持续向好，预计 2024-2026 年，商品砼销售价格同比增长-7.5%、0.5%、2.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入	229	215	221	232
	yoy	-8.0%	-5.8%	2.6%	5.1%
	营业成本	203	197	201	210
	毛利率	11.3%	8.6%	9.0%	9.4%
商品砼业务	收入	222	208	213	224
	yoy	-8.7%	-6.1%	2.5%	5.1%
	销量 (万立方米)	5849	5936	6055	6237
	yoy	4.4%	1.5%	2.0%	3.0%
	价格 (元/立方米)	379	351	352	359
	yoy	-12.5%	-7.5%	0.5%	2.0%
	成本 (元/立方米)	336	321	321	326

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
	yoy	-13.4%	-4.5%	0.0%	1.5%
	毛利率	11.3%	8.4%	8.8%	9.3%
其他业务	收入	6.9	7.3	7.6	8.0
	yoy	18.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	6.0	6.3	6.6	6.9
	毛利率	13.9%	13.3%	13.5%	13.9%

数据来源：Wind，西南证券

3 风险提示

- 1) **经济大幅下滑风险**：经济发展是企业生存的环境，宏观经济运行受到多种因素影响，具有较高的不确定性，一旦经济大幅下滑将影响企业成长节奏；
- 2) **市场开拓或不及预期**：深度推进全国化布局可能会遭遇本土企业的强势阻击，市场占有率提升节奏具有一定的不确定性；
- 3) **政策效果或不及预期**：当前地产板块利好政策持续出台，地产链也将不断受益，而政策传导至公司基本面具有较大不确定性。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	228.63	215.43	221.02	232.19	净利润	7.25	0.35	1.76	4.86
营业成本	202.70	197.01	201.12	210.26	折旧与摊销	3.09	3.83	4.12	4.30
营业税金及附加	1.45	1.31	1.36	1.43	财务费用	1.47	1.69	2.16	0.69
销售费用	2.25	2.80	2.65	2.55	资产减值损失	-1.19	-1.32	-1.26	-1.29
管理费用	10.71	12.93	12.16	11.61	经营营运资本变动	-24.72	-65.58	33.57	49.36
财务费用	1.47	1.69	2.16	0.69	其他	17.40	11.19	-2.87	-3.46
资产减值损失	-1.19	-1.32	-1.26	-1.29	经营活动现金流净额	3.29	-49.83	37.48	54.45
投资收益	-0.52	-0.73	-0.66	-0.65	资本支出	-1.65	-3.00	-2.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.84	-1.20	-1.17	-1.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3.49	-4.20	-3.17	-2.10
营业利润	8.87	0.28	2.16	6.29	短期借款	-3.09	42.93	-33.50	-8.90
其他非经营损益	0.18	0.19	0.18	0.19	长期借款	-3.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	9.05	0.47	2.34	6.48	股权融资	-1.27	0.00	0.00	0.00
所得税	1.80	0.12	0.59	1.62	支付股利	-1.20	-1.24	-0.05	-0.27
净利润	7.25	0.35	1.76	4.86	其他	2.91	-5.62	-0.20	-1.67
少数股东损益	0.80	0.04	0.19	0.54	筹资活动现金流净额	-6.56	36.07	-33.75	-10.84
归属母公司股东净利润	6.45	0.31	1.56	4.32	现金流量净额	-6.77	-17.96	0.56	41.52
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	39.51	21.54	22.10	63.62	成长能力				
应收和预付款项	237.44	280.67	260.21	221.71	销售收入增长率	-8.02%	-5.78%	2.59%	5.06%
存货	3.66	3.54	3.62	3.78	营业利润增长率	2.65%	-96.85%	673.35%	191.22%
其他流动资产	8.27	4.05	4.16	4.37	净利润增长率	1.38%	-95.13%	398.01%	176.29%
长期股权投资	3.20	3.20	3.20	3.20	EBITDA 增长率	6.93%	-56.79%	45.50%	33.57%
投资性房地产	5.72	5.72	5.72	5.72	获利能力				
固定资产和在建工程	24.54	24.75	23.86	21.89	毛利率	11.34%	8.55%	9.00%	9.45%
无形资产和开发支出	6.40	5.37	4.16	2.85	三费率	6.31%	8.09%	7.68%	6.40%
其他非流动资产	15.29	15.74	16.24	16.67	净利率	3.17%	0.16%	0.80%	2.09%
资产总计	344.03	364.60	343.27	343.81	ROE	6.55%	0.32%	1.58%	4.18%
短期借款	5.47	48.40	14.90	6.00	ROA	2.11%	0.10%	0.51%	1.41%
应付和预收款项	185.06	170.34	178.55	184.10	ROIC	8.85%	1.17%	2.33%	5.19%
长期借款	1.94	1.94	1.94	1.94	EBITDA/销售收入	5.87%	2.69%	3.82%	4.86%
其他负债	40.79	34.05	36.30	35.60	营运能力				
负债合计	233.27	254.73	231.68	227.64	总资产周转率	0.68	0.61	0.62	0.68
股本	12.62	12.62	12.62	12.62	固定资产周转率	10.30	9.52	10.02	11.06
资本公积	26.79	26.79	26.79	26.79	应收账款周转率	0.99	0.78	0.76	0.91
留存收益	53.96	53.03	54.54	58.59	存货周转率	54.50	54.63	56.13	56.79
归属母公司股东权益	99.33	98.40	99.92	103.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.54%	—	—	—
少数股东权益	11.44	11.47	11.67	12.21	资本结构				
股东权益合计	110.76	109.87	111.58	116.17	资产负债率	67.80%	69.86%	67.49%	66.21%
负债和股东权益合计	344.03	364.60	343.27	343.81	带息债务/总负债	7.46%	23.69%	11.58%	7.88%
					流动比率	1.36	1.32	1.37	1.42
					速动比率	1.34	1.31	1.36	1.40
					股利支付率	18.60%	393.54%	3.45%	6.28%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	13.43	5.80	8.44	11.28	每股收益	0.51	0.02	0.12	0.34
PE	14.88	305.46	61.34	22.20	每股净资产	7.87	7.80	7.92	8.24
PB	0.97	0.97	0.96	0.92	每股经营现金	0.26	-3.95	2.97	4.31
PS	0.42	0.45	0.43	0.41	每股股利	0.10	0.10	0.00	0.02
EV/EBITDA	4.01	19.03	9.21	2.30					
股息率	1.25%	1.29%	0.06%	0.28%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
