

2016年9月18日

西部建设(002302.SZ) 非金属类建材



# 装配式建筑东风渐起，依托中建资源扶摇而上

公司简报

## ◆事件:

9月14日，李克强主持召开国务院常务会议，决定大力发展钢结构、混凝土等装配式建筑。

## ◆点评:

**会议内容三大看点:** 1) 重点区域广: 京津冀、长三角、珠三角和常住人口超过300万的其他城市为重点推进区域。以此标准，省会城市以及部分三线城市均在重点推进区域内。2) 制定完善行业标准规范，健全相应的发包承包、施工许可、工程造价、竣工验收等制度。行业标准及制度的出台将利于行业长期健康发展，同时也能打消现行设计施工方采用装配式建筑的顾虑。3) 扶持力度加大: **将发展装配式建筑列入城市规划建设考核指标**，鼓励各地出台各种支持政策，**在供地方案中明确发展装配式建筑的比例要求**。政策驱动，将带动行业进入发展快车道。

**装配式建筑空间广阔:** 我国装配式建筑仍处于起步阶段，全国新建建筑中装配式建筑占比不足5%。2016年2月《中共中央国务院关于进一步推进城市规划建设管理工作的若干意见》提出力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑比例达到30%。2015年，我国房屋建筑竣工房屋价值6.6万亿元。在维持年竣工房屋价值不变的情况下，至2025年装配式房屋建筑竣工年均价值或可达2万亿元。

## ◆投资建议与盈利预测:

**资源雄厚，EPC模式助推业务发展:** 目前建筑工业化项目由中建牵头，整合集团内资源推动发展。西建为项目的二股东，同时凭借其专业化的生产经验，负责其中预制件工厂管理与经营。建筑工业化采用EPC的方式引流订单，确保产量，竞争优势明显。相较于其他预制件竞争对手，项目依托中建各二级单位的优势，从设计阶段就介入，以保障总订单报价最优，提高拿单能力。

**提前布局，建筑工业化正在路上:** 公司所参股的建筑工业化项目中，福建、成都及长沙项目近期已投产，河南项目尚在建设中。待全部投产后，四大基地将形成年产80万立方米PC构件及1.4万环地铁管片产能。目前由于建筑工业化项目刚投产，尚未形成规模效应，因此仍处于亏损阶段。未来随着盈利能力提升，公司在其中扮演角色也将更重。前期公司与广西铁投合作协议中也涉及建筑工业化项目的合作事宜，此类项目是公司未来重点发展方向。

行业下滑背景下，公司半年营收及净利实现增长、新签订单增长规模超预期，商砼王者风范尽显。预计16-18年归母净利润为4.94亿元、6.97亿元和9.09亿元。公司定增受到西南证券调查影响而延期，但推进定增决心坚定。定增底价8.22元，与现价倒挂。给予西部建设目标价10.5元，维持**买入评级**。

◆风险提示: 政策推进不及预期，商砼业务区域层进战略不及预期

## 业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10211	10295	12166	14127	16277
营业收入增长率	18.54%	0.82%	18.18%	16.12%	15.22%
净利润(百万元)	333	347	494	697	909
净利润增长率	-18.27%	4.23%	42.49%	41.00%	30.52%
EPS(元)	0.32	0.34	0.48	0.68	0.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.95%	8.64%	11.09%	13.73%	15.48%
P/E	24	23	16	11	9
P/B	2	2	2	2	1

## 买入(维持)

当前价/目标价: 8.08/10.50元

目标期限: 6个月

## 分析师

陈浩武 (执业证书编号: S0930510120013)

021-22169050

[chenhaowu@ebsec.com](mailto:chenhaowu@ebsec.com)

## 联系人

孙伟风

021-22169329

[sunwf@ebsec.com](mailto:sunwf@ebsec.com)

师克克

021-22169158

[shikk@ebsec.com](mailto:shikk@ebsec.com)

## 市场数据

总股本(亿股): 10.32

总市值(亿元): 83.40

一年最低/最高(元): 6.56/21.15

近3月换手率: 37.17%

## 股价表现(一年)



## 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.43	6.11	-5.25
绝对	-7.41	10.24	-5.19

## 相关研报

《战略合作协议》助力地区布局，结构升级路径清晰

.....2016-09-06

区域布局持续推进，产业延伸多点开花

.....2016-08-22

一砼天下

.....2016-04-25

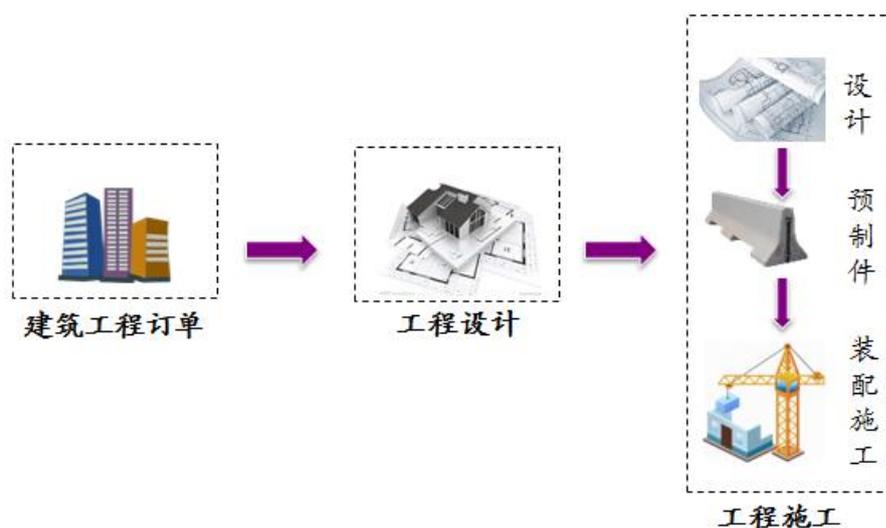
## 1、建筑工业化

混凝土预制件工厂并非新生事物，上海建工等企业也有相关的布局。西部建设建筑工业化项目的独到之处在于采用 EPC 模式通过设计将订单导入工厂，进而保证产能利用率。由于 EPC 从设计阶段介入，因此其可以保障总订单报价最优，提高拿单能力。

西部建设扩张谨慎。建筑工业化工厂总投资规模近两亿，资金压力较大。现阶段，西部建设通过参股模式整合各方资源优势，跟随中国建筑脚步扩张。

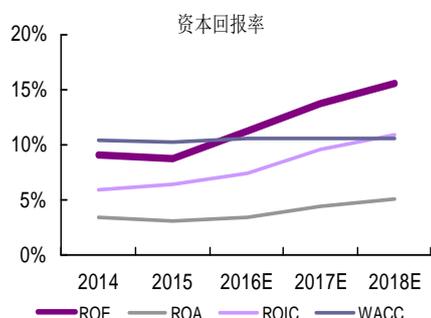
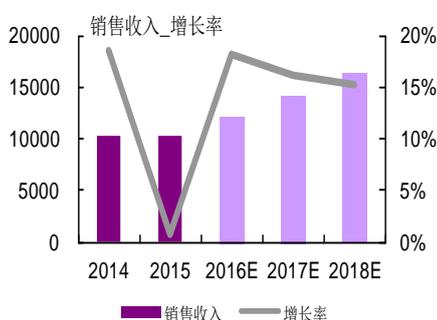
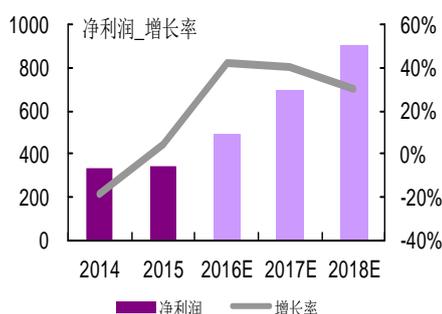
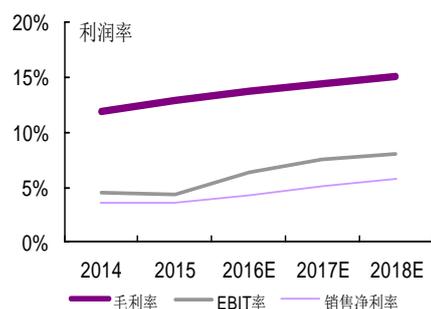
建筑工业化工厂盈利能力强，销售规模大，是西部建设发展方向之一。

图 1：EPC 模式下的建筑工业化



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2016-09-18 西部建设



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>10211</b>	<b>10295</b>	<b>12166</b>	<b>14127</b>	<b>16277</b>
营业成本	8985	8969	10489	12078	13815
折旧和摊销	338	392	501	520	541
营业税费	43	42	49	57	66
销售费用	105	147	174	202	232
管理费用	394	471	556	646	744
财务费用	122	144	138	163	156
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-2	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>467</b>	<b>454</b>	<b>647</b>	<b>903</b>	<b>1170</b>
<b>利润总额</b>	<b>475</b>	<b>466</b>	<b>659</b>	<b>917</b>	<b>1187</b>
少数股东损益	33	20	25	25	25
<b>归属母公司净利润</b>	<b>332.72</b>	<b>346.79</b>	<b>494.16</b>	<b>696.77</b>	<b>909.40</b>

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>总资产</b>	<b>10873</b>	<b>12556</b>	<b>15339</b>	<b>16857</b>	<b>18701</b>
流动资产	7999	9570	12525	14226	16291
货币资金	1508	2271	3893	4521	5209
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	3825	4475	5602	6361	7322
应收票据	2129	2235	2555	2967	3418
其他应收款	28	34	36	42	49
存货	282	270	315	362	414
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	127	127	127	127
固定资产	2552	2482	2140	1805	1473
无形资产	147	178	247	303	347
<b>总负债</b>	<b>6849</b>	<b>8187</b>	<b>10502</b>	<b>11376</b>	<b>12393</b>
无息负债	4894	5894	6827	7824	8927
有息负债	1955	2292	3675	3552	3466
<b>股东权益</b>	<b>4024</b>	<b>4370</b>	<b>4837</b>	<b>5481</b>	<b>6307</b>
股本	516	516	1032	1032	1032
公积金	1661	1664	1198	1267	1358
未分配利润	1540	1832	2225	2775	3485
少数股东权益	306	357	382	407	432

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>19</b>	<b>786</b>	<b>757</b>	<b>1310</b>	<b>1347</b>
净利润	333	347	494	697	909
折旧摊销	338	392	501	520	541
净营运资金增加	583	-171	999	704	961
其他	-1235	218	-1237	-611	-1064
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-341</b>	<b>-337</b>	<b>-328</b>	<b>-319</b>	<b>-309</b>
净资本支出	319	217	330	320	310
长期投资变化	0	127	0	0	0
其他资产变化	-661	-681	-658	-639	-619
<b>融资活动现金流</b>	<b>389</b>	<b>133</b>	<b>1193</b>	<b>-364</b>	<b>-350</b>
股本变化	0	0	516	0	0
债务净变化	-28	337	1383	-123	-85
无息负债变化	1597	1000	932	997	1103
<b>净现金流</b>	<b>67</b>	<b>582</b>	<b>1622</b>	<b>627</b>	<b>688</b>

资料来源：光大证券、上市公司

2016-09-18 西部建设

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	18.54%	0.82%	18.18%	16.12%	15.22%
净利润增长率	-18.27%	4.23%	42.49%	41.00%	30.52%
EBITDA 增长率	3.71%	5.26%	29.65%	23.23%	17.80%
EBIT 增长率	-3.27%	-2.50%	30.90%	35.61%	24.56%
<b>估值指标</b>					
PE	24	23	16	11	9
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	9	8	9	7	6
EV/EBIT	14	13	15	11	9
EV/NOPLAT	18	16	19	14	11
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	12.01%	12.88%	13.78%	14.51%	15.12%
EBITDA 率	7.89%	8.24%	10.57%	11.22%	11.47%
EBIT 率	4.58%	4.43%	6.45%	7.53%	8.15%
税前净利润率	4.65%	4.52%	5.42%	6.49%	7.29%
税后净利润率 (归属母公司)	3.26%	3.37%	4.06%	4.93%	5.59%
ROA	3.36%	2.92%	3.38%	4.28%	5.00%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.95%	8.64%	11.09%	13.73%	15.48%
经营性 ROIC	5.89%	6.26%	7.39%	9.43%	10.84%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.40	1.36	1.33	1.37	1.43
速动比率	1.35	1.32	1.29	1.34	1.39
归属母公司权益/有息债务	1.90	1.75	1.21	1.43	1.69
有形资产/有息债务	5.43	5.34	4.07	4.62	5.25
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.32	0.34	0.48	0.68	0.88
每股红利	0.05	0.05	0.08	0.10	0.14
每股经营现金流	0.02	0.76	0.73	1.27	1.31
每股自由现金流(FCFF)	-0.01	0.86	-0.09	0.40	0.39
每股净资产	3.60	3.89	4.32	4.92	5.69
每股销售收入	9.89	9.97	11.79	13.69	15.77

资料来源：光大证券、上市公司

2016-09-18 西部建设

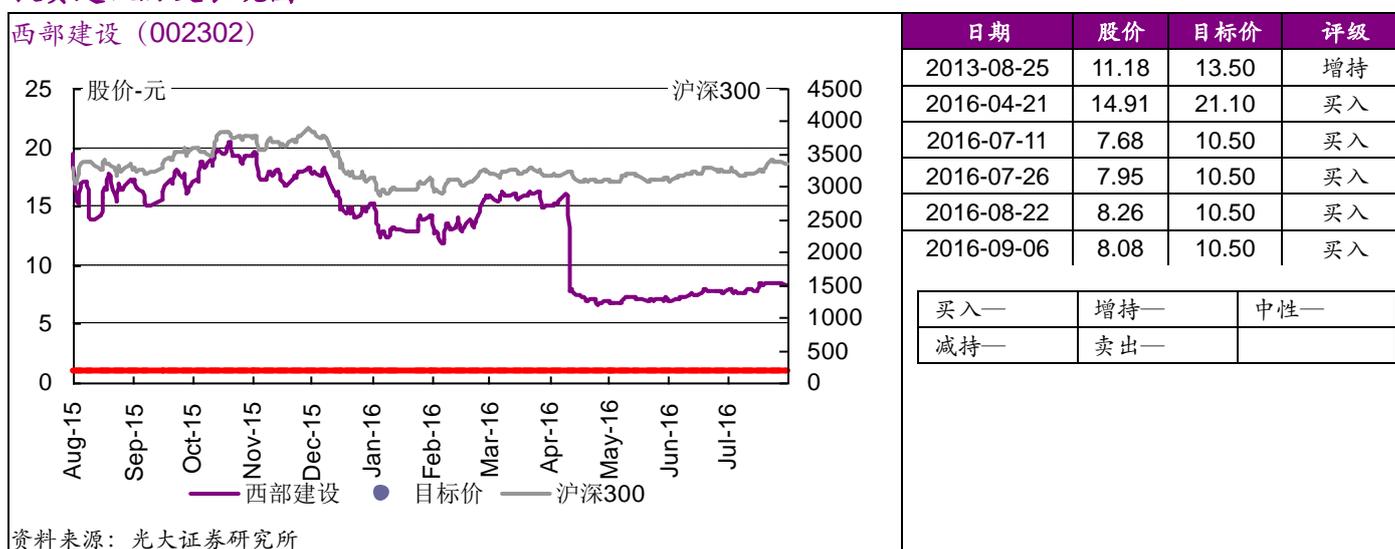
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

## 投资建议历史表现图



## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebsecn.com	
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	吕程	021-22169152	18616981623	lvch@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
		郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com	
杜婧瑶		010-58452038	13910115588	dujy@ebsecn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixu1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	

2016-09-18 西部建设

	车俊宇	0755-83552459	13606938932	moujy@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169491	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com