

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.14
合理价格区间(元): 12.3~14.7

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

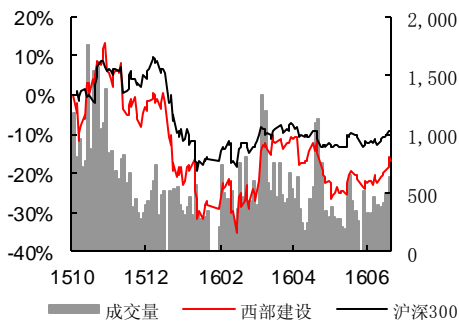
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《西部建设(002302): 商混龙头逆势增长, 看好后续区域扩张》2016.08
- 2《西部建设(002302):商品混凝土龙头, 借力扩张逆势起》2016.08
- 3《公司研究—西部建设(002302) 2013 年三季报点评 20131025: Q3 增速平稳, 明年进入加速成长期(买入)》2013.10

股价走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

公司基本资料

总股本(百万)	1,032
流通 A 股(百万)	933.98
52 周内股价区间(元)	6.64-20.52
总市值(百万)	8,402
总资产(百万)	13,037
每股净资产(元)	3.92

资料来源: 公司公告

营收增长净利缩减, 期待区域扩张推进西部建设(002302)

营收增加净利缩减, 签单大幅增加, 远超同业

公司 2016 年 1-9 月总计实现营业收入 80.47 亿元, YOY+8.4%; 归属净利 1.81 亿元, YOY-20.7%; 扣非净利 1.49 亿元, YOY-34.2%。其中第三季度实现营业收入 30.76 亿元, YOY+1.6%; 归属净利 1.04 亿元, YOY-41.4%; 扣非净利 8,607 万元, YOY-51.6%。公司同时预计全年归属净利变动区间为-30%~20%, 业绩基本符合我们预期。公司作为中国建筑旗下商混业务整合平台, 受益今年上半年基建投资大幅增加带动商混需求, 签单情况远超同业。1-9 月公司新签合同总数 1,126 个, 累计签约方量 4,282 万方, YOY+30.0%, 前三季度累计签约方量占 2015 年实际产量的 132.1%, 重大项目覆盖湖北、江西、四川、广西、云南、重庆、山东等地。

毛利率同比略降, 期间费用保持稳定

公司 2016 年 1-9 月综合毛利率为 11.9%, 较去年同期降低 1.3 个百分点; 其中第三季度综合毛利率为 12.2%, 较去年同期降低 4.2 个百分点。公司 2016 年 1-9 月销售、管理、财务费用率分别为 1.1%/4.0%/1.3%, 较去年同期变动+0.2/+0.1/-0.1 个百分点; 三项费用率为 6.4%, 较去年同期提升 0.1 个百分点; 其中第三季度销售、管理、财务费用率分别为 1.0%/3.6%/1.2%, 销售和管理费用较去年同期变动+0.4/-0.3 个百分点, 财务费用保持稳定; 三项费用率为+5.9%, 较去年同期提升 0.1 个百分点。

龙头市占提升空间大, 借力广西铁投加快区域布局

商品混凝土行业产值规模大、集中度低、产品差异化程度低, 市场渠道十分关键。行业前十大公司分别被水泥和建工企业占据, 近 2 年行业产量增速降低, 水泥背景企业因为缺少市场渠道市占率和产能利用率快速降低, 建工背景混凝土企业因为自身工程业务保底, 市占率稳中有升。背靠全国布局的中国建筑, 西部建设是混凝土行业前十中唯一一个市占率逆势上升的公司, 目前市占率不到 1.5%, 市占率还有很大提升空间。9 月公司与广西铁投签署战略合作协议, 有助于加快公司在广西布局并向铁路基建和海外方向扩张。公司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, 可为公司带来增量。

业绩符合预期, 维持“买入”评级

我们预计公司在 2016~18 年净利润分别为 5.10/6.63/8.97 亿元, 复合增速 37.2%。对照可比公司(PEG=1)和公司历史估值(PE 中枢 30 倍), 给予 2016 年 PE 估值 25~30X, 对应股价 12.3~14.7 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 经济持续下滑致使公司订单转化率降低; 站点扩张低于预期。

经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	10,295	11,994	13,517	16,220
+/-%	0.82	16.50	12.70	20.00
净利润(百万)	346.79	510.36	663.42	896.86
+/-%	4.23	47.17	29.99	35.19
EPS(元)	0.34	0.49	0.64	0.87
PE	25.06	17.03	13.10	9.69

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	9,570	10,367	11,801	13,811
现金	2,271	1,890	2,254	2,364
应收账款	4,475	5,213	5,875	7,050
其他应收账款	34.40	40.11	45.18	54.23
预付账款	240.04	278.93	312.55	373.32
存货	270.30	314.10	351.95	420.38
其他流动资产	2,279	2,631	2,962	3,549
非流动资产	2,986	3,160	2,901	2,650
长期投资	126.99	126.99	126.99	126.99
固定投资	2,482	2,229	1,968	1,706
无形资产	178.21	196.83	211.21	231.18
其他非流动资产	199.06	607.62	595.36	585.77
资产总计	12,556	13,527	14,702	16,460
流动负债	7,056	7,518	8,054	8,946
短期借款	1,155	1,393	1,043	986.49
应付账款	3,744	3,824	4,580	5,294
其他流动负债	2,157	2,302	2,432	2,666
非流动负债	1,131	1,133	1,132	1,132
长期借款	90.70	90.70	90.70	90.70
其他非流动负债	1,040	1,042	1,041	1,041
负债合计	8,187	8,651	9,186	10,078
少数股东权益	356.96	404.41	458.84	528.27
股本	516.12	1,032	1,032	1,032
资本公积	1,569	1,053	1,053	1,053
留存公积	1,928	2,387	2,972	3,770
归属母公司股	4,013	4,471	5,057	5,854
负债和股东权益	12,556	13,527	14,702	16,460

现金流量表单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	786.20	(25.30)	926.10	399.78
净利润	366.68	557.82	717.84	966.29
折旧摊销	392.23	317.18	326.49	329.64
财务费用	143.77	56.81	54.72	42.33
投资损失	1.99	1.00	1.50	1.25
营运资金变动	(166.88)	(1,022)	(229.35)	(1,038)
其他经营现金	48.41	64.01	54.89	98.53
投资活动现金	(337.18)	(482.20)	(79.62)	(92.87)
资本支出	220.52	30.00	40.00	50.00
长期投资	(120.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(236.66)	(452.20)	(39.62)	(42.87)
筹资活动现金	132.83	125.79	(481.91)	(197.30)
短期借款	448.51	238.15	(350.28)	(56.06)
长期借款	(5.30)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	516.12	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(516.12)	0.00	0.00
其他筹资现金	(310.38)	(112.36)	(131.63)	(141.23)
现金净增加额	581.85	(381.71)	364.57	109.61

利润表单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,295	11,994	13,517	16,220
营业成本	8,969	10,422	11,678	13,949
营业税金及附加	41.75	48.64	54.82	65.78
营业费用	146.90	169.11	182.48	210.86
管理费用	470.70	527.72	567.70	648.81
财务费用	143.77	56.81	54.72	42.33
资产减值损失	66.95	66.95	66.95	66.95
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.99)	(1.00)	(1.50)	(1.25)
营业利润	453.81	700.93	910.11	1,235
营业外收入	32.12	32.00	25.00	20.00
营业外支出	20.27	16.75	18.51	17.63
利润总额	465.66	716.18	916.60	1,237
所得税	98.98	158.36	198.76	270.93
净利润	366.68	557.82	717.84	966.29
少数股东损益	19.89	47.46	54.42	69.43
归属母公司净利润	346.79	510.36	663.42	896.86
EBITDA	989.80	1,075	1,291	1,607
EPS(元)	0.34	0.49	0.64	0.87

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	0.82	16.50	12.70	20.00
营业利润	(2.92)	54.45	29.84	35.68
归属母公司净利润	4.23	47.17	29.99	35.19
获利能力				
毛利率(%)	12.88	13.10	13.60	14.00
净利率(%)	3.37	4.26	4.91	5.53
ROE(%)	8.64	11.41	13.12	15.32
ROIC(%)	11.10	10.99	14.29	16.69
偿债能力				
资产负债率(%)	65.20	63.95	62.48	61.22
净负债比率(%)	15.81	17.71	12.87	11.17
流动比率	1.36	1.38	1.47	1.54
速动比率	1.32	1.34	1.42	1.50
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.92	0.96	1.04
应收账款周转率	2.29	2.29	2.25	2.32
应付账款周转率	2.72	2.75	2.78	2.83
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.49	0.64	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	(0.02)	0.90	0.39
每股净资产(最新摊薄)	3.89	4.33	4.90	5.67
估值比率				
PE	25.06	17.03	13.10	9.69
PB	2.17	1.94	1.72	1.48
EV_EBITDA	9.02	8.30	6.91	5.55

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 8625 83389999/传真: 8625 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码: 518048

电话: 86755 82493932/传真: 86755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码: 100032

电话: 8610 63211166/传真: 8610 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 8621 28972098/传真: 8621 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com