



# 西部建设

## 3Q 业绩继续下滑，原材料价格上行拖累毛利率

### 业绩回顾

#### 西部建设 1~3Q 净利润同比下降 20.7% 符合预期

西部建设公布 1~3Q 业绩：营业收入 80.5 亿元，同比增长 8.4%；归属母公司净利润 1.8 亿元，同比下降 20.7%，对应每股盈利 0.35 元，处于前期业绩预告的下沿区间。其中三季度实现净利润 1.04 亿元，对应每股收益 0.20 元，同比下滑 41.4%，环比下滑 7.8%。

新签订单上升，收入小幅增长，成本上升拖累毛利率下行。公司三季度新签订单 1591 万方，占前三季度订单总量的 37%。3Q 收入同比小幅增长 1.6%，毛利率同比/环比分别下降 4.2/0.5 个百分点至 12.2%，主要是因为运输费用及原材料水泥成本上涨。费用率小幅上升，净利率下滑至 3.4%。3Q 三项费用率同比上升 0.1 个百分点，主要是新区域开拓导致销售费用大幅上升；有效税率上升 4.1 个百分点至 20.8%，净利率下滑 2.5 个百分点至 3.4%。

应收账款继续增加，经营现金仍是净流出。三季度末，应收账款较二季度增加 13.8 亿至 87 亿元，占总资产比例提高 4.5 个百分点至 61%，3Q 收现比 39%，较 2Q 提高 11 个百分点，同比提高 2 个百分点。3Q 经营现金净流出 2.1 亿元，1~3Q 经营现金净流出 9.9 亿元，3Q 净负债率较 2Q 上升 6 个百分点至 40%。

### 发展趋势

地产调控后中期需求面临下行风险，原材料涨价导致毛利率可能继续下降。近期，受房地产调控政策影响销售面积开始下滑，明年可能传导至新开工和投资，中期需求面临下行风险。另一方面，由于近期水泥等原材料价格加速上涨，可能导致毛利率进一步承压，四季度仍有下降可能。

### 盈利预测

综合考虑原材料价格上涨拖累毛利率下降，以及坏账计提方法变更后对坏账损失的影响，我们将 2016、2017 年每股盈利预测分别从人民币 0.4 元与 0.48 元下调 14% 与 39% 至人民币 0.34 元与 0.29 元。

### 估值与建议

目前，公司股价对应 2016e P/E 23.8x，P/B 1.9x。我们维持中性的评级，但将目标价下调 12.28% 至人民币 7.50 元，对应 1.7x 2017 P/B，较目前股价有 7.86% 下行空间。

### 风险

水泥价格超预期上涨；应收账款风险。

### 柴伟

分析师

wei.chai@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513110003

SFC CE Ref: BDI856

### 陈彦

分析师

yan3.chen@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080515060002

SFC CE Ref: ALZ159

### 倪娇娇

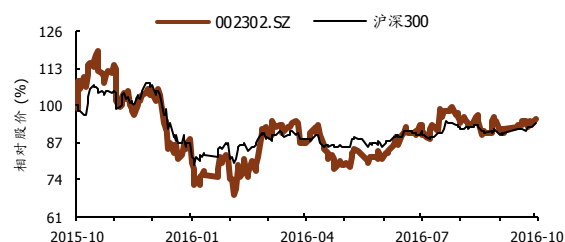
联系人

jiaojiao.ni@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080115110032

### 维持中性

股票代码	002302.SZ
评级	中性
最新收盘价	人民币 8.14
目标价	人民币 7.50
52 周最高价/最低价	人民币 10.51~5.72
总市值(亿)	人民币 84
30 日日均成交额(百万)	人民币 38.76
发行股数(百万)	1,032
其中：自由流通股(%)	90
30 日日均成交量(百万股)	4.87
主营业务	建材



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	10,211	10,295	11,052	12,370
增速	18.5%	0.8%	7.4%	11.9%
归属母公司净利润	333	347	354	301
增速	-18.3%	4.2%	1.9%	-14.8%
每股净利润	0.32	0.34	0.34	0.29
每股净资产	3.60	3.89	4.18	4.42
每股股利	0.10	0.10	0.05	0.04
每股经营现金流	0.02	0.76	-0.07	-0.10
市盈率	25.3	24.2	23.8	27.9
市净率	2.3	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	8.2	7.8	10.2	10.2
股息收益率	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
平均总资产收益率	3.4%	3.0%	2.7%	2.2%
平均净资产收益率	9.3%	9.0%	8.5%	6.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	10,211	10,295	11,052	12,370	营业收入	18.5%	0.8%	7.4%	11.9%
营业成本	8,985	8,969	9,795	11,022	营业利润	-3.7%	-2.9%	-6.6%	-17.5%
营业税金及附加	43	42	44	49	EBITDA	14.2%	0.8%	-18.4%	7.1%
营业费用	105	147	169	186	净利润	-18.3%	4.2%	1.9%	-14.8%
管理费用	394	471	505	532	<b>盈利能力</b>				
财务费用	122	144	149	145	毛利率	12.0%	12.9%	11.4%	10.9%
其他	-95	-69	34	-87	营业利润率	4.6%	4.4%	3.8%	2.8%
营业利润	467	454	424	350	EBITDA 利润率	10.9%	10.9%	8.3%	8.0%
营业外收支	7	12	45	50	净利润率	3.3%	3.4%	3.2%	2.4%
利润总额	475	466	468	399	<b>偿债能力</b>				
所得税	109	99	108	92	流动比率	1.40	1.36	1.37	1.38
少数股东损益	33	20	7	6	速动比率	1.35	1.32	1.34	1.34
归属母公司净利润	333	347	354	301	现金比率	0.26	0.32	0.27	0.17
EBITDA	1,117	1,126	918	984	资产负债率	63.0%	65.2%	65.2%	65.7%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	5.2%	净现金	11.6%	25.2%
货币资金	1,508	2,271	2,051	1,402	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	5,954	6,710	7,843	9,415	总资产收益率	3.4%	3.0%	2.7%	2.2%
预付款项	187	240	262	295	净资产收益率	9.3%	9.0%	8.5%	6.8%
存货	282	270	268	302	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	69	79	81	86	每股净利润 (元)	0.32	0.34	0.34	0.29
流动资产合计	7,999	9,570	10,506	11,500	每股净资产 (元)	3.60	3.89	4.18	4.42
固定资产及在建工程	2,595	2,530	2,501	2,448	每股股利 (元)	0.10	0.10	0.05	0.04
无形资产及其他长期资产	278	456	456	456	每股经营现金流 (元)	0.02	0.76	-0.07	-0.10
非流动资产合计	2,873	2,986	2,956	2,904	<b>估值分析</b>				
资产合计	10,873	12,556	13,462	14,404	市盈率	25.3	24.2	23.8	27.9
短期借款	863	1,204	1,604	1,604	市净率	2.3	2.1	1.9	1.8
应付账款及票据	3,534	4,625	4,830	5,436	EV/EBITDA	8.2	7.8	10.2	10.2
其他流动负债	1,313	1,227	1,219	1,300	股息收益率	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
流动负债合计	5,710	7,056	7,653	8,339					
长期借款和应付债券	1,093	1,089	1,089	1,089					
非流动负债合计	1,139	1,131	1,131	1,131					
负债合计	6,849	8,187	8,783	9,470					
股东权益合计	3,718	4,013	4,315	4,563					
少数股东权益	306	357	364	370					
负债及股东权益合计	10,873	12,556	13,462	14,404					
<b>现金流量表</b>									
净利润	366	367	361	308					
折旧和摊销	338	392	380	402					
营运资本变动	-75	196	-959	-956					
其他	-610	-169	149	145					
经营活动现金流	19	786	-70	-101					
投资活动现金流入	0	3	0	0					
投资活动现金流出	342	341	350	350					
投资活动现金流	-341	-337	-350	-350					
股权融资	7	41	0	0					
银行借款	-28	337	400	0					
其他	410	-246	-201	-198					
筹资活动现金流	389	133	199	-198					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	67	582	-220	-649					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

西部建设是中国建筑(601668.SH)旗下子公司，是其商品混凝土业务发展的唯一平台，于2009年在深交所上市。公司2014年生产销售混凝土超过3100万方，位居中国混凝土行业第二位，是中国混凝土行业最大的上市公司，亦是西北地区最大的预拌混凝土生产企业。公司背靠中国建筑的业务平台，针对中建系销售占比超过50%。



图表 1: 3Q 业绩概览

(人民币百万元)	3Q15	2Q16	3Q16	YoY	QoQ	2016E	3Q as % of FY
收入	3,029	3,062	3,076	1.6%	0.4%	11,052	27.8%
毛利	495	389	375	-24.3%	-3.5%	1,257	29.8%
营业利润	225	123	115	-49.0%	-6.3%	424	27.1%
净利润	178	113	104	-41.4%	-7.8%	354	29.5%
全面摊薄每股收益 (元)	<b>0.34</b>	<b>0.22</b>	<b>0.20</b>	<b>-41.4%</b>	<b>-7.8%</b>	<b>0.34</b>	<b>59.0%</b>
毛利率	16.4%	12.7%	12.2%	-4.2ppt	-0.5ppt	11.4%	
营业利润率	7.4%	4.0%	3.7%	-3.7ppt	-0.3ppt	3.8%	
净利润率	5.9%	3.7%	3.4%	-2.5ppt	-0.3ppt	3.2%	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整

	2016E			2017E		
	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
产品销量(万立方米)	3,728	3,566	↓ 4.3%	4287	3,922	↓ 8.5%
平均价格(元/立方米)	310	305	↓ 1.7%	310	310	↓ 0.1%
单方毛利(元/立方米)	42	35	↓ 16.0%	42	34	↓ 18.2%
单方净利(元/立方米)	11.7	10.1	↓ 13.5%	12	7.8	↓ 35.4%
毛利率(%)	13.4%	11.4%	-2ppt	13.4%	11.0%	-2.4ppt
销售收入(百万元)	11,743	11,052	↓ 5.9%	13530	12,370	↓ 8.6%
净利润(百万元)	412	354	↓ 14.3%	491.78	301	↓ 38.7%
净利润率(%)	3.5%	3.2%	-0.3ppt	3.6%	2.4%	-1.2ppt
每股收益(元)	0.40	0.34	↓ 14.3%	0.48	0.29	↓ 38.7%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3: 盈利预测假设

项目	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>预拌混凝土</b>						
产销量(万方)	2,179	2,720	3,133	3,242	3,566	3,922
增长率	271.7%	24.8%	15.2%	3.5%	10.0%	10.0%
平均售价(元/吨)	313	315	324	313	305	310
增长率	-67.8%	0.6%	2.8%	-3.3%	-2.7%	1.6%
单位成本(元/吨)	270	275	284	273	270	276
增长率	-67.75%	1.82%	3.44%	-4.01%	-0.99%	2.18%
销售收入(百万元)	6,831	8,575	10,154	10,160	10,876	12,159
增长率	19.79%	25.53%	18.41%	0.06%	7.05%	11.80%
销售成本(百万元)	5,881	7,472	8,905	8,843	9,631	10,826
增长率	19.87%	27.06%	19.17%	-0.69%	8.91%	12.40%
毛利(百万元)	950	1,103	1,249	1,316	1,244	1,334
单方毛利(元/吨)	43.6	40.6	39.9	40.6	34.9	34.0
单方净利(元/吨)	16.2	16.6	11.7	11.3	10.1	7.8
毛利率	13.9%	12.9%	12.3%	13.0%	11.4%	11.0%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

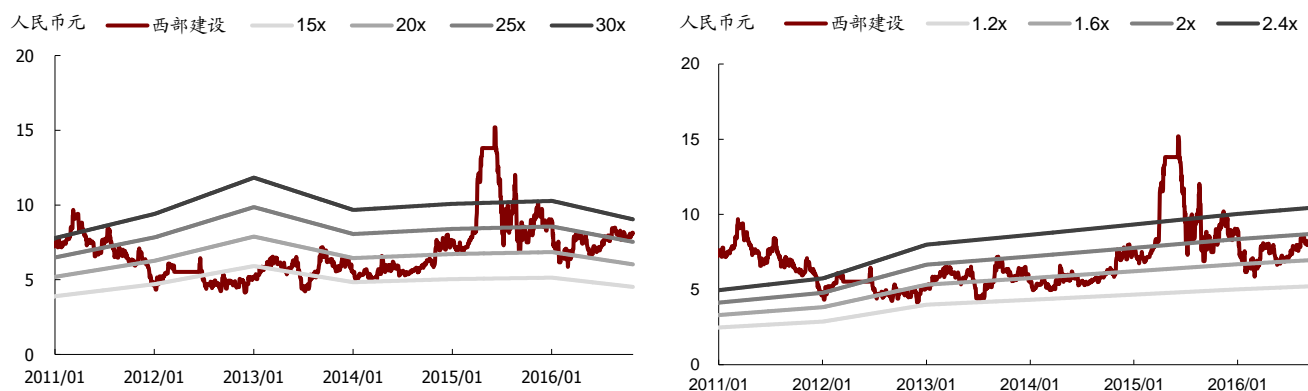


图表4：季度财务数据

(百万元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	YoY	QoQ	1-3Q15	1-3Q16	YoY
营业收入	1,451	2,795	2,950	3,015	1,539	2,853	3,029	2,875	1,908	3,062	3,076	1.6%	0.4%	7,420	8,047	8.4%
营业成本	1,418	2,391	2,552	2,625	1,469	2,435	2,533	2,531	1,717	2,674	2,701	6.6%	1.0%	6,438	7,092	10.2%
主营业务税金及附加	11	17	9	7	7	10	13	12	7	10	12	-11.5%	13.1%	30	29	-3.3%
主营业务利润	22	387	390	384	63	407	482	332	184	378	363	-24.7%	-4.0%	952	925	-2.8%
营业费用	19	17	21	48	28	20	19	80	30	25	32	71.1%	26.5%	67	88	31.3%
管理费用	82	97	79	136	82	93	118	178	97	112	112	-5.6%	0.0%	293	320	9.3%
财务费用	29	32	25	36	32	37	37	37	31	37	37	-1.7%	-0.5%	107	105	-1.8%
资产减值	35	64	63	-67	12	81	83	-109	53	81	67	-19.0%	-17.0%	176	200	14.0%
营业利润	-143	178	201	231	-91	176	225	145	-27	123	115	-49.0%	-6.3%	310	211	-32.2%
经常性业务营业利润	-143	178	201	230	-91	176	225	141	-27	123	115	-49.0%	-6.3%	310	211	-32.2%
营业外收入	5	4	5	6	5	4	3	20	2	19	23	745.5%	19.6%	12	45	283.9%
营业外支出	1	0	2	10	1	5	3	12	3	3	2	-31.6%	-32.6%	9	7	-20.6%
利润总额	-139	182	205	226	-87	175	225	154	-27	140	136	-39.5%	-2.2%	313	249	-20.7%
所得税	-2	22	36	53	11	22	38	28	19	19	28	-24.4%	45.9%	71	66	-6.6%
少数股东损益	-5	12	14	11	-4	8	10	6	-10	7	4	-61.4%	-45.8%	14	1	-93.0%
净利润	-132	148	155	162	-95	145	178	120	-36	113	104	-41.4%	-7.8%	229	181	-20.7%
全面摊薄每股收益(元)	-0.26	0.29	0.30	0.31	-0.18	0.28	0.34	0.23	-0.07	0.22	0.20	-41.4%	-7.8%	0.44	0.35	-20.7%
毛利率	2.3%	14.5%	13.5%	12.9%	4.5%	14.6%	16.4%	12.0%	10.0%	12.7%	12.2%	-4.2ppt	-0.5ppt	13.2%	11.9%	-1.4ppt
营业费用率	1.3%	0.6%	0.7%	1.6%	1.8%	0.7%	0.6%	2.8%	1.6%	0.8%	1.0%	0.4ppt	0.2ppt	0.9%	1.1%	0.2ppt
管理费用率	5.7%	3.5%	2.7%	4.5%	5.3%	3.2%	3.9%	6.2%	5.1%	3.6%	3.6%	-0.3ppt	0ppt	3.9%	4.0%	0ppt
财务费用率	2.0%	1.1%	0.9%	1.2%	2.1%	1.3%	1.2%	1.3%	1.6%	1.2%	1.2%	0ppt	0ppt	1.4%	1.3%	-0.1ppt
营业利润率	-9.9%	6.4%	6.8%	7.7%	-5.9%	6.2%	7.4%	5.1%	-1.4%	4.0%	3.7%	-3.7ppt	-0.3ppt	4.2%	2.6%	-1.6ppt
净利润率	-9.1%	5.3%	5.2%	5.4%	-6.1%	5.1%	5.9%	4.2%	-1.9%	3.7%	3.4%	-2.5ppt	-0.3ppt	3.1%	2.3%	-0.8ppt
有效税率	1.4%	11.9%	17.7%	23.4%	-13.0%	12.6%	16.6%	18.1%	-67.8%	13.9%	20.8%	4.1ppt	6.9ppt	22.7%	26.7%	4ppt

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表5：西部建设历史的 P/E 和 P/B



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表6：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 16/10/25	市盈率					市净率					EV/EBITDA		
				2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E	
600585.CH	海螺水泥*	RMB	17.1	8.3	12.1	11.1	9.6	1.4	1.3	1.2	1.1	5.3	6.9	6.5	5.7	
601992.CH	金隅股份*	RMB	4.4	19.2	23.2	16.3	13.8	1.5	1.2	1.2	1.1	15.8	15.7	13.0	11.3	
000401.CH	冀东水泥*	RMB	10.8	359.7	n.a	2,494.1	12.8	1.2	1.4	1.5	1.3	11.6	21.9	9.5	6.3	
600801.CH	华新水泥*	RMB	7.9	9.6	112.4	31.0	23.5	1.2	1.2	1.2	1.2	4.9	8.0	6.4	5.7	
600720.CH	祁连山*	RMB	7.6	10.6	40.1	18.4	15.5	1.2	1.2	1.2	1.1	6.3	8.5	6.0	5.6	
000786.CH	北新建材*	RMB	10.1	13.0	16.0	12.7	11.1	2.0	1.8	1.7	1.5	8.0	8.3	7.3	6.5	
002302.CH	西部建设*	RMB	8.1	25.3	24.2	23.8	27.9	2.3	2.1	1.9	1.8	10.3	10.2	12.5	11.6	
<b>中金覆盖A股平均值</b>				<b>63.6</b>	<b>38.0</b>	<b>372.5</b>	<b>16.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>8.9</b>	<b>11.3</b>	<b>8.8</b>	<b>7.6</b>	
<b>中金覆盖A股中位数</b>				<b>13.0</b>	<b>23.7</b>	<b>18.4</b>	<b>13.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>8.0</b>	<b>8.5</b>	<b>7.3</b>	<b>6.3</b>	
000789.CH	万年青	RMB	7.1	7.9	n.a	13.1	10.8	1.7	n.a	1.5	1.3	4.8	n.a	7.3	6.5	
002233.CH	塔牌集团	RMB	9.2	13.6	n.a	16.9	14.3	2.0	n.a	1.8	1.6	6.6	n.a	8.5	6.7	
600881.CH	亚泰集团	RMB	5.3	74.9	149.4	46.0	35.9	1.7	n.a	1.2	1.2	15.5	n.a	15.2	14.3	
000885.CH	同力水泥	RMB	17.2	48.5	n.a	85.0	63.6	3.8	n.a	3.6	3.4	13.2	n.a	n.a	n.a	
600802.SH	福建水泥	RMB	9.5	72.8	n.a	n.a	n.a	2.7	n.a	n.a	n.a	17.8	n.a	n.a	n.a	
600539.SH	狮头股份	RMB	16.8	n.a	n.a	n.a	n.a	8.3	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
600318.SH	巢东股份	RMB	32.4	74.4	n.a	44.2	39.3	7.2	n.a	6.0	5.2	40.2	n.a	n.a	n.a	
600668.SH	尖峰集团	RMB	16.6	20.2	n.a	n.a	n.a	2.8	n.a	n.a	n.a	12.3	n.a	n.a	n.a	
000672.SZ	上峰水泥	RMB	7.0	15.5	n.a	40.7	23.7	3.3	n.a	3.1	2.8	10.2	n.a	n.a	n.a	
002596.SZ	海南瑞泽	RMB	32.2	587.4	n.a	71.5	47.0	8.2	n.a	4.9	4.6	89.2	n.a	n.a	n.a	
600425.SH	青松建化	RMB	4.6	973.8	n.a	222.0	76.7	1.2	n.a	1.4	1.4	13.7	n.a	19.7	16.9	
000023.SZ	深天地A	RMB	31.3	251.7	n.a	48.0	34.0	12.0	n.a	1.8	1.8	72.3	n.a	n.a	n.a	
600883.SH	博闻科技	RMB	16.4	n.a	n.a	n.a	n.a	6.3	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
<b>A股市场平均值(市场一致预期)</b>				<b>157.3</b>	<b>53.9</b>	<b>235.4</b>	<b>60.9</b>	<b>3.7</b>	<b>1.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>20.3</b>	<b>11.3</b>	<b>15.4</b>	<b>13.8</b>	
<b>A股市场中位数(市场一致预期)</b>				<b>24.3</b>	<b>24.2</b>	<b>44.2</b>	<b>27.9</b>	<b>2.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>11.6</b>	<b>8.5</b>	<b>11.0</b>	<b>9.0</b>	
914.HK	海螺水泥*	HKD	22.2	8.5	13.0	12.4	10.7	1.4	1.4	1.3	1.2	4.2	5.7	5.6	4.9	
2009.HK	金隅股份*	HKD	3.0	10.2	12.9	9.4	7.9	0.8	0.7	0.7	0.6	12.6	13.1	11.2	9.7	
3323.HK	中国建材*	HKD	3.6	2.6	16.1	17.5	10.1	0.4	0.4	0.4	0.4	7.0	9.7	10.4	9.3	
1313.HK	华润水泥*	HKD	3.3	5.1	21.1	15.3	12.0	0.8	0.8	0.7	0.6	4.5	10.6	7.6	6.8	
<b>中金覆盖H股平均值</b>				<b>6.6</b>	<b>15.8</b>	<b>13.6</b>	<b>10.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>7.1</b>	<b>9.8</b>	<b>8.7</b>	<b>7.7</b>	
<b>中金覆盖H股中位数</b>				<b>6.8</b>	<b>14.5</b>	<b>13.8</b>	<b>10.4</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>5.7</b>	<b>10.1</b>	<b>9.0</b>	<b>8.1</b>	
743.HK	亚洲水泥	HKD	2.0	3.1	n.a	18.6	10.4	0.2	n.a	0.3	0.3	1.0	0.8	n.a	1.9	
1893.HK	中材股份	HKD	1.9	10.4	11.4	6.8	5.5	0.4	0.4	0.4	0.3	4.3	5.5	4.8	4.3	
691.HK	山水水泥	HKD	6.3	41.7	n.a	n.a	n.a	1.6	1.5	1.6	2.8	8.7	25.7	43.7	14.7	
2233.HK	西部水泥	HKD	0.8	77.5	n.a	111.3	16.3	0.6	0.6	0.6	0.6	5.5	6.5	5.7	4.5	
<b>H股市场平均值(市场一致预期)</b>				<b>19.9</b>	<b>14.9</b>	<b>27.3</b>	<b>10.4</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>6.0</b>	<b>9.7</b>	<b>12.7</b>	<b>7.0</b>	
<b>H股市场中位数(市场一致预期)</b>				<b>9.4</b>	<b>13.0</b>	<b>15.3</b>	<b>10.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>5.0</b>	<b>8.1</b>	<b>7.6</b>	<b>5.9</b>	
CX US equity	墨西哥水泥	USD	9.2	n.a	n.a	1.8	1.2	n.a	0.1	0.1	0.1	17.0	11.7	10.2	9.3	
LHN VX equity	蒙西蒙水泥	CHF	53.8	15.6	26.0	22.7	17.8	1.1	0.9	1.0	1.0	15.1	9.6	9.6	9.1	
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	86.4	33.3	19.8	17.7	14.3	1.2	1.2	1.0	1.0	11.4	9.4	7.7	6.5	
LGT FP equity	拉法基水泥	EUR	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	30.5	38.6	31.4	19.6	16.3	2.2	2.1	1.8	1.7	20.7	15.4	10.5	9.4	
IT IM equity	意大利水泥	EUR	10.6	n.a	n.a	n.a	76.7	1.2	1.2	1.2	1.2	9.4	9.9	10.1	8.5	
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,551.7	25.1	40.4	34.7	24.6	3.5	3.5	3.3	3.2	18.4	19.2	17.6	13.2	
<b>其他市场平均值(市场一致预期)</b>				<b>28.2</b>	<b>29.4</b>	<b>19.3</b>	<b>25.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>15.3</b>	<b>12.5</b>	<b>10.9</b>	<b>9.3</b>	
<b>其他市场中位数(市场一致预期)</b>				<b>29.2</b>	<b>28.7</b>	<b>19.6</b>	<b>17.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>16.1</b>	<b>10.8</b>	<b>10.1</b>	<b>9.2</b>	

(注：\*为中金覆盖公司，其他为市场一致预期)

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金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。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：江薇



## 北京

**中国国际金融股份有限公司**  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

**中国国际金融股份有限公司深圳分公司**  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

**中国国际金融股份有限公司上海分公司**  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

**China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited**  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

**中国国际金融(香港)有限公司**  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

**China International Capital Corporation (UK) Limited**  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



**CICC**  
中金公司

