

西部建设 (002302)

受原料价格上涨等影响业绩低于预期

——2016 年三季度报点评

鲍雁辛 (分析师) 戚舒扬 (研究助理)
 0755-23976830 0755-23976213
 baoyanxin@gtjas.com qishuyang@gtjas.com
 证书编号 S0880513070005 S0880116040064

本报告导读:

水泥价格大幅上涨, 公司作为下游商混企业无法及时转嫁, 叠加成熟区域中南部三季度受降水影响需求受损。在手订单仍充足, 期待建筑工业化带来机遇。

投资要点:

- 维持“增持”评级。前三季度归母净利润 1.8 亿同降 20.67%, Q3 单季业绩下滑 41.43%, 业绩低于预期, 我们下调 2016-18EPS 至 0.32、0.37、0.46 元 (-0.13、0.17、0.19 元), 根据可比公司估值, 下调目标价至 10.58 元 (-0.75 元), 维持“增持”评级。
- 水泥价格上涨, 成本转嫁滞后导致业绩下滑。进入 7 月份全国水泥价格开始普涨, 且 8 月份中南地区、华北等地涨价较急且幅度大 (PO42.5 每次涨 30 元、50 元/吨并不罕见), 而商混作为下游, 部分前期大订单无法及时变更价格, 商混行业内企业成本转嫁略滞后导致毛利受损 (转化周期 2-3 月)。
- 中南部强降雨影响下游需求, 在手订单依然充足。进入 7 月份长江中下游地区继续强降雨, 湖北武汉、荆门等地, 湖南等部分地区的施工受到水灾影响, 需求同比减弱 20% 以上, 且上述地区是中建营收和利润重要来源, 湖北地区 2015 年营收 24.5 亿毛利率 18.48% 两项指标排中建所有地区首位; 而 Q3 一般占全年业绩 30-40%。1-9 月份累计签约方量 4,282 万方同增 29.97%, 订单增速较半年度回落 (Q3 占全年基数大), 公司背靠中建, 从在手订单来看依然较充足。
- 期待建筑工业化等带来亮点。公司在福建、成都、河南、湖南设立了中建科技公司, 各对应 15-30 万立方米/年 PC 构建以及地铁管片产能, 目前已基本建成, 在装配式建筑大力推广下公司或迎来新机遇。
- 风险提示: 原料价格大幅波动等。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,211	10,295	11,514	12,637	13,733
(+/-)%	19%	1%	12%	10%	9%
经营利润 (EBIT)	684	667	530	673	783
(+/-)%	8%	-3%	-20%	27%	16%
净利润	333	347	327	387	472
(+/-)%	-18%	4%	-6%	18%	22%
每股净收益 (元)	0.32	0.34	0.32	0.37	0.46
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	6.7%	6.5%	4.6%	5.3%	5.7%
净资产收益率 (%)	8.9%	8.6%	7.7%	8.6%	9.6%
投入资本回报率 (%)	11.8%	12.4%	6.5%	8.4%	9.1%
EV/EBITDA	4.5	4.0	6.7	5.3	4.8
市盈率	25.3	24.2	25.7	21.7	17.8
股息率 (%)	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 10.58

上次预测: 11.33

当前价格: 8.14

2016.10.26

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.56-21.15
总市值 (百万元)	8,402
总 本/流通 A 股 (百万股)	1,032/934
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	90%
日均成交量 (百万股)	611.95
日均成交值 (百万元)	49.44

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,046
每股净资产	3.92
市净率	2.1
净负债率	24.25%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	-0.09	-0.07
Q2	0.14	0.11
Q3	0.17	0.10
Q4	0.11	0.18
全年	0.34	0.32

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	2%	-4%
相对指	-2%	1%	4%

相关报告

《商混一哥, 拥有独特护城河》2016.08.22

模型更新时间: 2016.10.25

股票研究

原材料

建材

西部建设 (002302)

评级: **增持**

上 评级: 增持

目标价格: **10.58**

上次预测: 11.33

当前价格: 8.14

公司网址

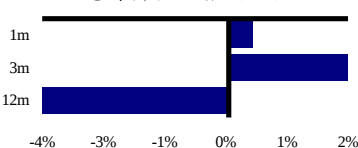
cwccg.cscec.com

公司简介

公司是全国十大预拌混凝土生产企业,西北地区最大的预拌混凝土生产企业,在新疆乌鲁木齐、奎屯和库尔勒地区共完成混凝土施工项目 5,000 余项,承担了多项重点大型工程预拌混凝土的供应任务,公司所参与的多项工程获得过各级建筑施工奖项。

公司产品在新疆尤其是在乌鲁木齐市场享有很高的知名度和美誉度,在区域市场的占有率水平处于全国领先地位。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

6.56-21.15

市值 (百万)

8,402

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

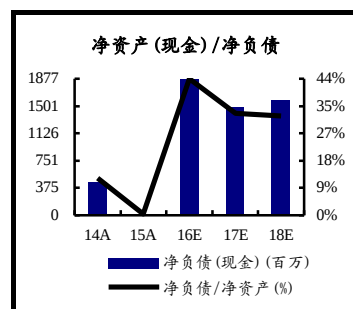
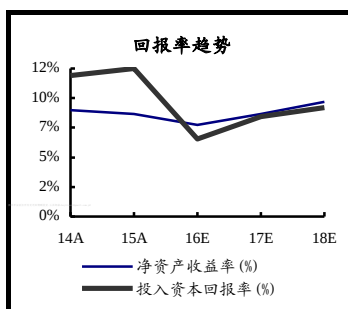
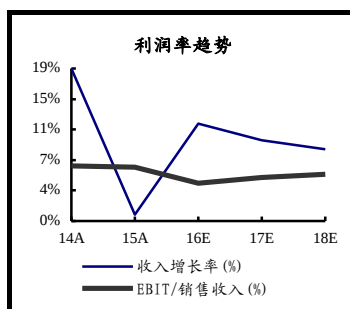
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	10,211	10,295	11,514	12,637	13,733
营业成本	8,985	8,969	10,260	11,220	12,174
税金及附加	43	42	47	51	56
销售费用	105	147	159	162	172
管理费用	394	471	518	531	549
EBIT	684	667	530	673	783
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-2	0	0	0
财务费用	122	144	103	160	154
营业利润	467	454	427	513	629
所得税	109	99	97	113	139
少数股东损益	33	20	20	24	29
净利润	333	347	327	387	472
货币资金、交易性金融资产	1,508	2,271	2,500	2,600	2,650
其他流动资产	40	44	0	0	0
长期投资	20	146	146	146	146
固定资产合计	2,595	2,530	2,377	2,148	1,897
无形资产及其他资产	181	206	237	268	300
资产合计	10,873	12,556	14,790	15,300	16,487
流动负债	5,710	7,056	9,087	9,288	10,075
非流动负债	1,139	1,131	1,090	1,092	1,095
股东权益	3,718	4,013	4,236	4,520	4,888
投入资本(IC)	4,452	4,245	6,344	6,263	6,746
NOPLAT	527	525	415	528	613
折旧与摊销	338	392	374	399	421
流动资金增量	-591	198	-1,877	-118	-702
资本支出	-319	-217	-236	-192	-192
自由现金流	-46	897	-1,324	618	140
经营现金流	19	786	-1,412	895	417
投资现金流	-341	-337	-236	-192	-192
融资现金流	389	133	1,876	-603	-175
现金流净增加额	67	582	229	100	50
收入增长率	18.5%	0.8%	11.8%	9.8%	8.7%
EBIT 增长率	7.8%	-2.6%	-20.4%	27.0%	16.2%
净利润增长率	-18.3%	4.2%	-5.8%	18.3%	22.0%
利润率					
毛利率	12.0%	12.9%	10.9%	11.2%	11.4%
EBIT 率	6.7%	6.5%	4.6%	5.3%	5.7%
净利率	3.3%	3.4%	2.8%	3.1%	3.4%
净资产收益率(ROE)	8.9%	8.6%	7.7%	8.6%	9.6%
总资产收益率(ROA)	3.1%	2.8%	2.2%	2.5%	2.9%
投入资本回报率(ROIC)	11.8%	12.4%	6.5%	8.4%	9.1%
存货周转天数	11	11	11	11	11
应收账款周转天数	122	147	170	185	188
总资产周转天数	355	415	433	435	422
净利润现金含量	0.06	2.27	-4.32	2.31	0.88
资本支出/收入	3%	2%	2%	2%	1%
资产负债率	63.0%	65.2%	68.8%	67.8%	67.7%
净负债率	12.0%	0.5%	44.3%	33.0%	32.2%
PE	25.3	24.2	25.7	21.7	17.8
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.5	4.0	6.7	5.3	4.8
P/S	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
股息率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 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, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司 (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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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。在法律许可的情况下, 本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。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“国泰君安证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构 (以下简称“该机构”) 发送本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议, 本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后的 12 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		