

## 盈利能力短期下滑不改长期逻辑

公司简报

### ◆公司2016年1-9月净利润同比减少20.7%，EPS0.18元

2016年1-9月，公司实现营收80.4亿元，同增8.4%；归母净利润1.8亿元，同减20.1%，折EPS0.18元。单三季度，公司实现营收30.7亿元，同增1.6%，环增0.5%；归母净利润1.04亿元，同减41%，环减7.8%，EPS0.10元。

### ◆综合毛利率下滑，期间费用率微升

2016年1-9月，公司综合毛利率11.9%，同比减少1.3个百分点。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为1.1%、4%和1.3%，同比增加0.2个、0.04个和-0.1个百分点。资产减值损失约2亿元，占营业收入比重约2.49%，同比增加0.1个百分点。

单三季度，公司综合毛利率12.2%，同减4.2个百分点，环减0.5个百分点。期间费用率5.9%，同增0.1个百分点，环增0.2个百分点。资产减值损失6698万元，占营业收入比重为2.2%，同减0.5个百分点，环减0.4个百分点。

公司综合毛利率下滑主因为三季度水泥价格涨幅较快，混凝土企业调价滞后所致。随着四季度混凝土价格上调，盈利能力有望恢复。

### ◆盈利预测与投资建议：

**会计准则合理调整，利润有望增厚：**公司计划调整坏账计提规则，预计可增厚2016年净利润总额约9144万元，约占2015年全年净利润26%，须注意，会计准则变更须经股东大会审议通过后方可执行，预计影响将在四季度体现。公司近5年年坏账核销金额占当年末应收账款余额比例不超过0.06%，远低于公司坏账计提比例。公司对中建销售占总营收比例约50%。中建为公司控股股东，且作为央企自身资信良好，历史上从未出现坏账现象。会计准则修改后，公司除不再计提对中建应收账款坏账外，其余应收款项坏账计提处理规则保持不变。

**提前布局，建筑工业化正在路上：**装配式建筑是国家大力发展的方向，预计未来十年装配式建筑渗透率可达30%，对应市场规模约2万亿元。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为重要。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。

订单充沛保障增长，前三季度公司新签方量约4281万方，同增30%，占2015年实际产量约132%。区域层进战略持续推进，规模效应带来盈利能力提升。预计16-18年归母净利润为4.24亿元、6.26亿元和8.37亿元。公司定增受西南证券调查而延期，但管理层推进定增决心坚定，底价8.22元依旧倒挂。目标价10.5元，维持买入评级。

### ◆风险提示：公司区域层进战略执行不及预期；下游施工进度不及预期

### 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	11676	14046	16185
营业收入增长率	18.54%	0.82%	13.41%	20.30%	15.23%
净利润(百万元)	333	347	424	626	837
净利润增长率	-18.27%	4.23%	22.39%	47.57%	33.64%
EPS(元)	0.32	0.34	0.41	0.61	0.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.95%	8.64%	9.68%	12.67%	14.73%
P/E	25	24	20	13	10
P/R	?	?	?	?	1

### 买入(维持)

当前价/目标价：8.14/10.50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

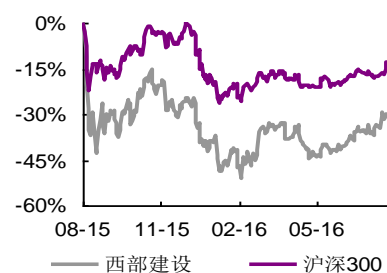
总股本(亿股)：10.32

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)

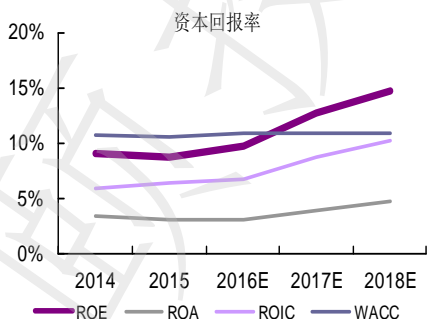
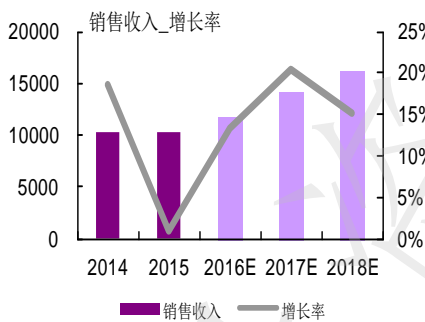
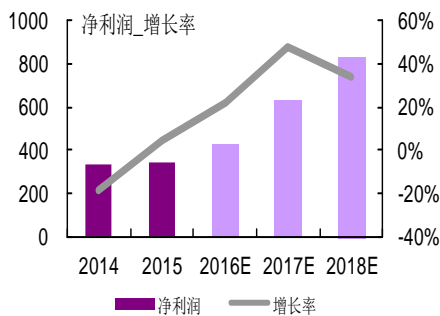
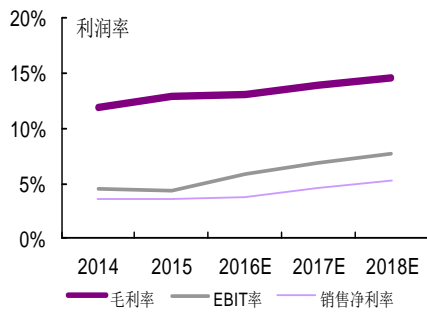


### 收益表现

%	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  
一腔天下  
.....2016-04-25



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>10211</b>	<b>10295</b>	<b>11676</b>	<b>14046</b>	<b>16185</b>
营业成本	8985	8969	10144	12078	13815
折旧和摊销	338	392	501	520	541
营业税费	43	42	47	57	66
销售费用	105	147	167	200	231
管理费用	394	471	534	642	740
财务费用	122	144	133	159	162
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>559</b>	<b>814</b>	<b>1079</b>
<b>利润总额</b>	<b>475</b>	<b>466</b>	<b>571</b>	<b>827</b>	<b>1095</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>424.44</b>	<b>626.35</b>	<b>837.08</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>14890</b>	<b>16795</b>	<b>18629</b>
流动资产	7999	9570	12076	14164	16219
货币资金	1508	2271	3736	4495	5179
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	3825	4475	5377	6325	7280
应收票据	2129	2235	2452	2950	3399
其他应收款	28	34	35	42	49
存货	282	270	304	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>10123</b>	<b>11443</b>	<b>12513</b>
无息负债	4894	5894	6621	7821	8924
有息负债	1955	2292	3502	3622	3589
<b>股东权益</b>	<b>4024</b>	<b>4370</b>	<b>4767</b>	<b>5351</b>	<b>6116</b>
股本	516	516	1032	1032	1032
公积金	1661	1664	1191	1253	1337
未分配利润	1540	1832	2163	2659	3315
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>768</b>	<b>1184</b>	<b>1287</b>
净利润	333	347	424	626	837
折旧摊销	338	392	501	520	541
净营运资金增加	583	-171	756	888	952
其他	-1235	218	-913	-850	-1043
<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>1025</b>	<b>-107</b>	<b>-293</b>
股本变化	0	0	516	0	0
债务净变化	-28	337	1210	120	-33
无息负债变化	1597	1000	727	1201	1103
<b>净现金流</b>	<b>67</b>	<b>582</b>	<b>1465</b>	<b>758</b>	<b>685</b>

资料来源：光大证券、上市公司

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%	13.41%	20.30%	15.23%
净利润增长率	-18.27%	4.23%	22.39%	47.57%	33.64%
EBITDA 增长率	3.71%	5.26%	20.17%	25.22%	19.33%
EBIT 增长率	-3.27%	-2.50%	15.22%	40.73%	27.55%
<b>估值指标</b>					
PE	25	24	20	13	10
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	9	8	10	8	7
EV/EBIT	14	13	18	13	10
EV/NOPLAT	18	16	22	16	13
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%	13.12%	14.01%	14.64%
EBITDA 率	7.89%	8.24%	10.21%	10.63%	11.00%
EBIT 率	4.58%	4.43%	5.92%	6.92%	7.66%
税前净利润率	4.65%	4.52%	4.89%	5.89%	6.76%
税后净利润率 (归属母公司)	3.26%	3.37%	3.64%	4.46%	5.17%
ROA	3.36%	2.92%	3.02%	3.88%	4.63%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.95%	8.64%	9.68%	12.67%	14.73%
经营性 ROIC	5.89%	6.26%	6.70%	8.67%	10.21%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.40	1.36	1.33	1.36	1.41
速动比率	1.35	1.32	1.30	1.32	1.37
归属母公司权益/有息债务	1.90	1.75	1.25	1.37	1.58
有形资产/有息债务	5.43	5.34	4.14	4.51	5.05
<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	0.41	0.61	0.81
每股红利	0.05	0.05	0.07	0.09	0.13
每股经营现金流	0.02	0.76	0.74	1.15	1.25
每股自由现金流(FCFF)	-0.01	0.86	0.05	0.17	0.34
每股净资产	3.60	3.89	4.25	4.79	5.51
每股销售收入	9.89	9.97	11.31	13.61	15.68

资料来源：光大证券、上市公司

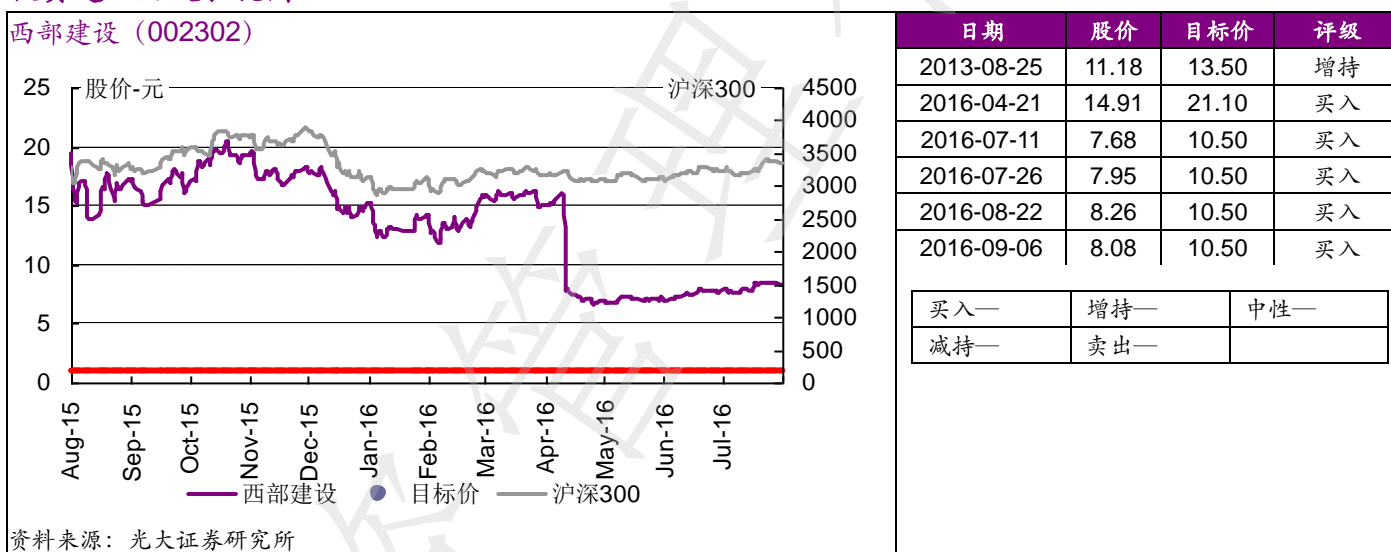
### 分析师声明

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

	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