

# 收入高增长，利润率回升

## ——西部建设(002302.SZ) 18年一季报点评

公司简报

### ◆公司一季报营收增长32%，亏损收窄：

公司发布2018Q1报告，实现营业收入约30亿元，同增32%；实现归母净利润-1.2亿元，去年同期为-1.3亿元，亏损略有收窄。一季度为混凝土淡季，历史上通常亏损。公司预告18H1净利润区间为0-900万元，17H1净利润为-1051万元。

18Q1，公司综合毛利率3.85%，同增1.22pct。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为1.75%、4.44%及0.56%，较去年同期-0.06、-1.02、-0.4pcts。管理费用率降低有会计科目调整之因素，财务费用率降低则受定增完成后杠杆率改善影响。

### ◆区域拓张得力，利润率逐步回升

一季度，公司销售混凝土742.1万方，同增3.14%；18Q1商砼均价约为404元/方（17年度约98%收入来源于混凝土销售），较17Q4商砼均价365元/方环比提高约10.6%，即约39元/方。前期由于混凝土提价滞后于原材料砂石骨料、水泥涨价，致其利润率大幅下降。随着混凝土提价逐步到位，利润率可见逐步回升。

公司订单充沛，区域扩张有力。18Q1公司混凝土签约方量1409万方，同增26.8%。17年，公司混凝土签约金额267亿元，同增约45%。区域扩张持续推进，17年，公司成熟区域营收97亿元，同增19%；新区域营收50.9亿元，同增56%。成熟区域为业绩增长之基石，新区域带来增长弹性。

### ◆收入高增速，期待利润率持续修复：

公司中长期成长性在于区域层进战略推进所带来的收入规模以及区域市占率的快速提升，同时规模效应将使综合盈利能力提高。目前，公司营业收入及订单规模均呈快速增长态势，然近期原材料成本上涨，混凝土提价滞后，利润率修复速度不及预期，故下调2018-19年归母净利润预测至2.86亿元、4.59亿元（前值4.06亿元、7.02亿元），新增2020年归母净利润预测7.47亿元。考虑到公司区域扩张得力，利润率虽然处于历史低位，但有望随着混凝土与原材料价差逐步收窄而得到修复。维持“增持”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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,529	14,920	17,733	21,040	24,557
营业收入增长率	11.99%	29.41%	18.86%	18.65%	16.72%
净利润(百万元)	316	106	286	459	747
净利润增长率	-8.79%	-66.57%	170.32%	60.59%	62.77%
EPS(元)	0.25	0.08	0.23	0.36	0.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.39%	1.68%	4.40%	6.79%	10.38%
P/E	62	185	68	43	26
P/B	4.6	3.1	3.0	2.9	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年4月23日

### 增持(维持)

当前价/目标价：14.73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)

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)  
021-22169329  
[sunwf@ebsec.com](mailto:sunwf@ebsec.com)

### 市场数据

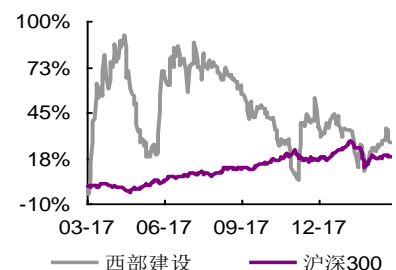
总股本(亿股)：12.62

总市值(亿元)：195.66

一年最低/最高(元)：13.28/26.24

近3月换手率：72.35%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

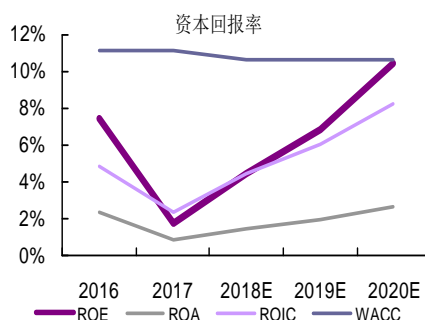
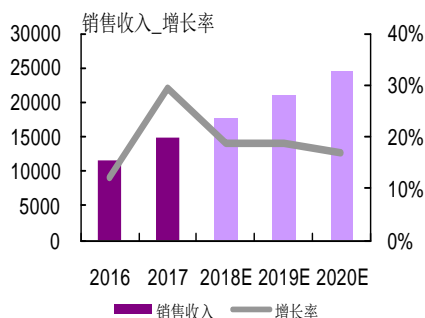
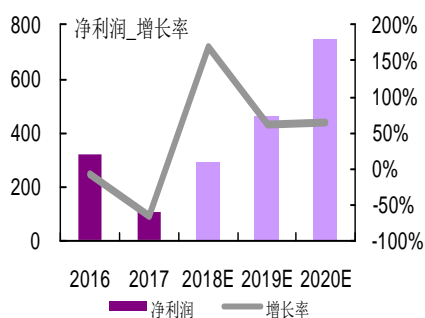
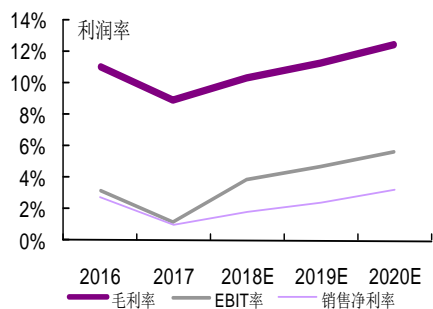
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.01	-3.78	-48.77
绝对	-8.33	-16.93	-40.13

资料来源：Wind

### 相关研报

成本因素致利润阶段性下滑，营收及订单增长显著

.....2017-10-20



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>11,529</b>	<b>14,920</b>	<b>17,733</b>	<b>21,040</b>	<b>24,557</b>
营业成本	10,260	13,586	15,888	18,675	21,502
折旧和摊销	402	400	538	553	569
营业税费	51	74	88	105	122
销售费用	135	190	226	269	313
管理费用	492	584	694	823	961
财务费用	194	189	287	350	357
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-2	0	24	24	24
<b>营业利润</b>	<b>368</b>	<b>205</b>	<b>427</b>	<b>659</b>	<b>1,046</b>
<b>利润总额</b>	<b>431</b>	<b>211</b>	<b>433</b>	<b>665</b>	<b>1,052</b>
少数股东损益	5	37	37	37	37
<b>归属母公司净利润</b>	<b>316</b>	<b>106</b>	<b>286</b>	<b>459</b>	<b>747</b>

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	<b>14,150</b>	<b>18,224</b>	<b>22,944</b>	<b>26,303</b>	<b>29,789</b>
流动资产	11,128	14,993	20,003	23,664	27,469
货币资金	2,813	4,676	7,803	9,257	10,805
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	6,593	7,898	9,337	11,019	12,723
应收票据	1,176	1,819	2,163	2,566	2,995
其他应收款	65	107	127	150	175
存货	241	275	322	378	436
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	242	276	276	276	276
固定资产	2,369	2,351	1,936	1,519	1,100
无形资产	205	296	379	457	532
<b>总负债</b>	<b>9,505</b>	<b>11,513</b>	<b>15,999</b>	<b>19,062</b>	<b>22,072</b>
无息负债	7,311	8,843	11,012	13,859	17,025
有息负债	2,194	2,670	4,987	5,203	5,047
<b>股东权益</b>	<b>4,645</b>	<b>6,711</b>	<b>6,945</b>	<b>7,241</b>	<b>7,717</b>
股本	1,032	1,262	1,262	1,262	1,262
公积金	1,158	2,921	2,950	2,996	3,070
未分配利润	2,089	2,118	2,287	2,500	2,865
少数股东权益	366	410	447	483	520

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>923</b>	<b>593</b>	<b>1,411</b>	<b>2,017</b>	<b>2,597</b>
净利润	316	106	286	459	747
折旧摊销	402	400	538	553	569
净营运资金增加	139	1,958	949	812	637
其他	66	-1,871	-362	194	644
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-223</b>	<b>-224</b>	<b>-224</b>	<b>-226</b>	<b>-226</b>
净资本支出	134	187	248	250	250
长期投资变化	242	276	0	0	0
其他资产变化	-599	-687	-472	-476	-476
<b>融资活动现金流</b>	<b>-228</b>	<b>1,523</b>	<b>1,939</b>	<b>-337</b>	<b>-823</b>
股本变化	516	230	0	0	0
债务净变化	-99	476	2,317	216	-156
无息负债变化	1,417	1,532	2,169	2,847	3,166
<b>净现金流</b>	<b>472</b>	<b>1,892</b>	<b>3,126</b>	<b>1,455</b>	<b>1,548</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	11.99%	29.41%	18.86%	18.65%	16.72%
净利润增长率	-8.79%	-66.57%	170.32%	60.59%	62.77%
EBITDA 增长率	-9.00%	-24.80%	59.50%	25.30%	26.65%
EBIT 增长率	-18.85%	-51.16%	86.54%	42.84%	40.00%
<b>估值指标</b>					
PE	62	185	68	43	26
PB	5	3	3	3	3
EV/EBITDA	21	32	20	16	13
EV/EBIT	36	66	36	25	18
EV/NOPLAT	49	97	48	34	24
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	11.01%	8.94%	10.40%	11.24%	12.44%
EBITDA 率	6.69%	3.89%	6.92%	7.31%	7.93%
EBIT 率	3.21%	1.21%	3.89%	4.68%	5.61%
税前净利润率	3.74%	1.42%	2.44%	3.16%	4.28%
税后净利润率 (归属母公司)	2.74%	0.71%	1.61%	2.18%	3.04%
ROA	2.27%	0.78%	1.41%	1.88%	2.63%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.39%	1.68%	4.40%	6.79%	10.38%
经营性 ROIC	4.76%	2.27%	4.42%	6.04%	8.24%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.27	1.58	1.48	1.48	1.48
速动比率	1.25	1.55	1.46	1.45	1.46
归属母公司权益/有息债务	1.95	2.36	1.30	1.30	1.43
有形资产/有息债务	6.29	6.64	4.49	4.93	5.76
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.25	0.08	0.23	0.36	0.59
每股红利	0.05	0.07	0.16	0.24	0.39
每股经营现金流	0.73	0.47	1.12	1.60	2.06
每股自由现金流(FCFF)	0.46	-1.09	0.00	0.32	0.78
每股净资产	3.39	4.99	5.15	5.35	5.70
每股销售收入	9.13	11.82	14.05	16.67	19.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

## 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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：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且不予通知。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做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议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，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

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

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@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	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	鹿舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiaoyu@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		