

建材/原材料

西部建设(002302)

## 业绩符合预期，经营韧性彰显

## ——2020 年报点评

 鲍雁辛(分析师)	赵晨阳(分析师)
 0755-23976830	0755-23976911
 baoyanxin@gtjas.com	zhaochenyang@gtjas.com
证书编号 S0880513070005	S0880519100005

## 本报告导读:

公司 2020 年收入利润双升，疫情下经营具韧性。我们判断 2021 年疫情影响消散，且公司背靠母公司中建，盈利有望延续向上。

## 投资要点:

- **维持“增持”评级。**2020 年公司实现收入 234.2 亿元，同增 2.3%，归母净利 7.8 亿元，同增 18.7%，扣非后归母净利 7.4 亿元，同增 21.55%，符合市场预期。考虑到 2021 年疫情影响消散，上调公司 2021-23 年 eps 至 0.83(+0.11)\0.9(+0.06)\0.98 元，按可比公司 PE14.5X，下调目标价至 12 元 (-3 元)。
- **混凝土量价齐升，疫情的压力测试下经营具韧性。**2020 年虽受疫情影响，但公司经营业绩逆势上扬，收入净利齐升，而全年公司新签合同额达 498.4 亿元，同增 16.9%。2020 年公司混凝土签约均价同增超 10 元/方，销量则达 5172.6 万方，同增 7.7%，量价双升，而混凝土产品毛利率同增 1.15%。我们认为 2021 年疫情影响消散，公司背靠母公司中建，叠加经营区域外延，全年盈利中枢的上移将为大概率。
- **“产业链协同”和“互联网协同”公司“两翼”拓展通畅。**公司全年销售外加剂 32 万吨，同增 19.6%，骨料全年交易量则超 700 万吨，新业务进展顺利。与此同时，公司电商平台引流效果显著，全年线上交易额达 18.3 亿元，同比高增 147%。
- **资产负债表持续优化。**期末公司在手现金达 50.4 亿元，维持同比增长，持续覆盖有息负债(2020 年公司长短期借款约 3.3 亿元)，期末资产负债率约 57.8%，同比下降约 1pct，资产负债表的改善延续。
- **风险提示：基建项目落地不及预期、原材料涨价、新业务发展受阻**

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22,896	23,423	26,064	28,198	30,216
(+/-)%	21%	2%	11%	8%	7%
经营利润(EBIT)	1,150	1,308	1,470	1,590	1,705
(+/-)%	68%	14%	12%	8%	7%
净利润(归母)	661	784	1,042	1,138	1,231
(+/-)%	118%	19%	33%	9%	8%
每股净收益(元)	0.52	0.62	0.83	0.90	0.98
每股股利(元)	0.08	0.09	0.12	0.14	0.15

利润率和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营利润率(%)	5.0%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
净资产收益率(%)	9.2%	10.0%	11.7%	11.4%	11.0%
投入资本回报率(%)	9.1%	9.7%	9.9%	9.6%	9.3%
EV/EBITDA	6.55	4.25	3.80	2.83	1.94
市盈率	16.32	13.75	10.35	9.47	8.76
股息率(%)	0.9%	1.1%	1.4%	1.6%	1.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **12.00**

上次预测: 15.00

当前价格: 8.56

2021.05.17

## 交易数据

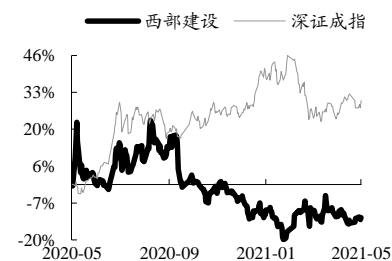
52 周内股价区间(元)	7.80-11.93
总市值(百万元)	10,806
总股本/流通 A 股(百万股)	1,262/1,262
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	9.78
日均成交值(百万元)	85.80

## 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	7,931
每股净资产	6.28
市净率	1.4
净负债率	-18.50%

EPS(元)	2020A	2021E
Q1	-0.09	0.08
Q2	0.32	0.33
Q3	0.28	0.29
Q4	0.11	0.13
全年	0.62	0.83

## 52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	6%	-12%
相对指数	-4%	17%	-41%

## 相关报告

业绩符合预期，销量高增延续 2020.10.26

业绩符合预期，Q2 经营改善 2020.08.21

绿色生产下的成长新通路 2019.07.15

模型更新时间: 2021.05.17

股票研究

原材料  
建材

西部建设(002302)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **12.00**

上次预测: 15.00

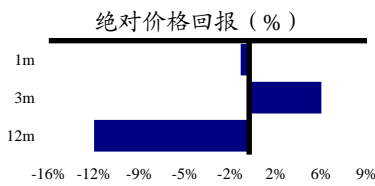
当前价格: 8.56

公司网址

cwcg.cscec.com

公司简介

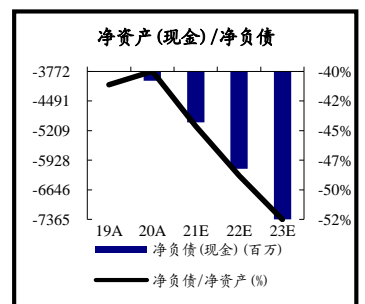
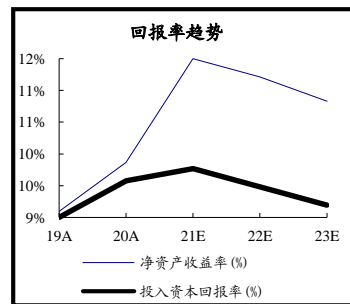
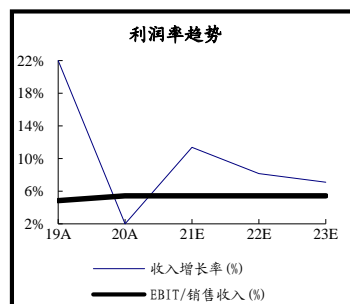
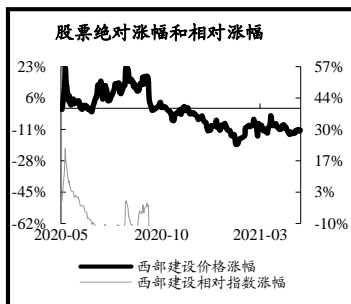
公司是国内领先的建材产业综合服务商,专注于混凝土及相关业务,是国内仅有的业务覆盖全国大多数省份、进入海外市场、布局全产业链的混凝土企业之一。公司主营业务覆盖西北、西南、东北、华北、华中、华南、东南等主要区域的多个省市,并跟随中国建筑,进入阿尔及利亚、马来西亚、印度尼西亚等市场。



52周内价格范围 7.80-11.93  
市值(百万) 10,806

财务预测(单位:百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>损益表</b>					
营业总收入	22,896	23,423	26,064	28,198	30,216
营业成本	20,492	20,721	23,043	24,929	26,713
税金及附加	126	124	138	149	160
销售费用	175	200	223	241	259
管理费用	507	494	550	595	637
EBIT	1,150	1,308	1,470	1,590	1,705
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-108	-72	-80	-86	-93
财务费用	112	33	-93	-115	-137
营业利润	878	1,140	1,518	1,659	1,795
所得税	162	204	271	296	320
少数股东损益	73	162	215	235	254
净利润	661	784	1,042	1,138	1,231
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	4,894	5,038	5,952	7,081	8,310
其他流动资产	107	115	115	115	115
长期投资	340	368	368	368	368
固定资产合计	2,066	2,073	2,239	2,414	2,598
无形及其他资产	454	445	457	468	480
资产合计	22,435	23,834	26,417	28,941	31,511
流动负债	12,460	13,726	15,051	16,205	17,297
非流动负债	752	51	51	51	51
股东权益	9,223	10,056	11,315	12,685	14,163
投入资本(IC)	10,345	11,093	12,254	13,624	15,101
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	942	1,076	1,209	1,309	1,403
折旧与摊销	450	359	50	50	50
流动资金增量	-2,480	175	53	38	36
资本支出	-318	-277	-23	-20	-17
自由现金流	-1,406	1,334	1,289	1,376	1,471
经营现金流	2,064	633	1,285	1,418	1,535
投资现金流	-367	-289	-103	-106	-109
融资现金流	211	-117	-268	-183	-197
现金流净增加额	1,908	228	914	1,129	1,229
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	21.5%	2.3%	11.3%	8.2%	7.2%
EBIT 增长率	67.6%	13.7%	12.3%	8.2%	7.2%
净利润增长率	117.8%	18.7%	32.8%	9.3%	8.2%
利润率					
毛利率	10.5%	11.5%	11.6%	11.6%	11.6%
EBIT 率	5.0%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
净利润率	2.9%	3.3%	4.0%	4.0%	4.1%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	9.2%	10.0%	11.7%	11.4%	11.0%
总资产收益率(ROA)	3.3%	4.0%	4.8%	4.7%	4.7%
投入资本回报率(ROIC)	9.1%	9.7%	9.9%	9.6%	9.3%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	6.1	5.6	5.6	5.6	5.6
应收账款周转天数	144.8	156.7	156.7	156.7	156.7
总资产周转天数	357.6	371.4	369.9	374.6	380.6
净利润现金含量	3.1	0.8	1.2	1.2	1.2
资本支出/收入	1.4%	1.2%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.9%	57.8%	57.2%	56.2%	55.1%
净负债率	-40.9%	-39.8%	-44.3%	-48.4%	-52.0%
<b>估值比率</b>					
PE	16.32	13.75	10.35	9.47	8.76
PB	1.99	1.42	1.21	1.08	0.96
EV/EBITDA	6.55	4.25	3.80	2.83	1.94
P/S	0.47	0.46	0.41	0.38	0.36
股息率	0.9%	1.1%	1.4%	1.6%	1.7%



## 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

	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。	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
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。	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

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 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甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		