

建筑材料

西部建设 (002302.SZ) / 22.30 元

上调盈利预测，未来业绩仍有上调空间

事项

西部建设 2011 年 7 月 14 日发布业绩预告修正公告，2011 年上半年归属于上市公司股东的净利润同比增速由-10%~20%上调为 20%-50%。

主要观点

- **需求面临高增长，行业景气度不输园林装饰。**发达国家商品混凝土占比约为 70%-80%，而我国目前商混占比约为 30%，按照政府的时间表，正处于由省会城市向三四线城市推广的阶段，同时，新疆“十二五”投资要翻一番多，新疆需求在爆发式增长的前期。“十二五”期间新疆固定资产投资增速至少在 20%以上，按照过去全国的经验，商品混凝土需求增速为固定资产投资的 2 倍左右，意味着“十二五”期间新疆商品混凝土行业整体将有 40%左右的增长。新疆地域 10 年混凝土产量增速高达 44%，行业景气度不输园林装饰。
- **混凝土行业的本质是一种服务，行业属性类似于建筑，估值建议参考新兴建筑行业。**混凝土从产品属性上看是建材，但是从行业属性上看更接近建筑，商品混凝土加工本质上是一种服务，承担的风险小，盈利模式是成本加一定毛利，产能限制小，和建筑业一样属于产业链中间行业。所以如果我们把混凝土行业 and 水泥行业对比，很容易看到中间行业共有的一些劣势，而忽略中间行业的优势。我们建议在混凝土行业在估值上可以参考园林装饰等新兴建筑行业。
- **上半年业绩好于预期，上调盈利预测。**考虑到上半年业绩好于预期，我们上调 11 年全年收入预期 3%，上调 11 年毛利率 0.5%，上调 11 年净利润 10%。调整完成后，公司 2011、2012、2013 年 EPS 预测值分别为 0.70、1.23、1.93 元，对应动态 PE 为 27X、15X、9X。考虑到 12 年投产的水泥线预期已经反映在了 11 年估值上，剔除水泥业务 10 亿市值，目前混凝土业务市值实际仅为 24X，而且毛利率在低点推高了 11 年估值，考虑到行业增速以及 11 年底的估值坐标切换，我们维持推荐评级。

风险提示： 宏观经济的风险

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：张弛
Tel: 010-59370823
Email: zhangchi@hczq.com

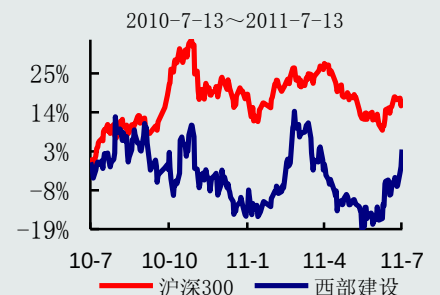
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	21000
流通 A 股/B 股(万股)	9745/0
资产负债率(%)	42.16
每股净资产(元)	4.55
市盈率(倍)	-143.89
市净率(倍)	4.90
12 个月内最高/最低价	26.16/17.4

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《守望高成长，估值存向上空间并已明显折让》
2011-07-08

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	878	1018	1128	1302
现金	480	400	400	400
应收账款	311	540	650	815
其它应收款	3	2	3	2
预付账款	15	12	9	13
存货	29	25	27	33
其他	40	39	39	39
非流动资产	670	1279	1872	2544
长期投资	0	0	0	0
固定资产	534	654	748	911
无形资产	71	109	147	185
其他	66	516	977	1448
资产总计	1549	2297	3000	3846
流动负债	329	822	1205	1582
短期借款	100	588	940	1285
应付账款	119	126	141	151
其他	111	109	125	146
非流动负债	162	260	311	360
长期借款	155	255	305	355
其他	7	5	6	5
负债合计	491	1082	1516	1942
少数股东权益	69	80	92	106
股本	210	210	210	210
资本公积金	400	400	400	400
留存收益	378	525	783	1188
归属母公司股东权益	988	1135	1392	1798
负债和股东权益	1549	2297	3000	3846

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	81	63	355	498
净利润	117	158	270	420
折旧摊销	61	82	108	140
财务费用	11	24	57	83
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-112	-198	-79	-142
其它	4	-3	-1	-3
投资活动现金流	-277	-689	-700	-810
资本支出	264	650	660	770
长期投资	0	-1	-1	-1
其他	-13	-40	-40	-40
筹资活动现金流	-21	547	344	312
短期借款	-85	488	352	345
长期借款	75	100	50	50
普通股增加	70	0	0	0
资本公积增加	-70	0	0	0
其他	-11	-40	-58	-83
现金净增加额	-216	-80	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1365	2047	3009	3941
营业成本	1151	1740	2497	3193
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	25	37	54	71
管理费用	38	53	75	95
财务费用	11	24	57	83
资产减值损失	5	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	131	183	315	490
营业外收入	3	4	5	6
营业外支出	1	2	3	2
利润总额	132	185	317	494
所得税	15	28	48	74
净利润	117	158	270	420
少数股东损益	10	11	12	14
归属母公司净利润	107	147	257	406
EBITDA	203	290	480	713
EPS（元）	0.51	0.70	1.23	1.93

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	49.5%	50.0%	47.0%	31.0%
营业利润	28.3%	39.8%	71.7%	55.5%
归属母公司净利润	35.5%	36.9%	75.1%	57.6%
获利能力				
毛利率	15.6%	15.0%	17.0%	19.0%
净利率	7.9%	7.2%	8.6%	10.3%
ROE	10.9%	13.0%	18.5%	22.6%
ROIC	15.2%	10.8%	13.7%	15.6%
偿债能力				
资产负债率	31.7%	47.1%	50.5%	50.5%
净负债比率	55.95%	77.87%	82.09%	84.43%
流动比率	2.67	1.24	0.94	0.82
速动比率	2.58	1.21	0.91	0.80
营运能力				
总资产周转率	0.91	1.06	1.14	1.15
应收帐款周转率	5	5	5	5
应付帐款周转率	10.28	14.21	18.71	21.87
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.70	1.23	1.93
每股经营现金	0.39	0.30	1.69	2.37
每股净资产	4.70	5.41	6.63	8.56
估值比率				
P/E	36.87	26.93	15.38	9.76
P/B	4.01	3.49	2.84	2.20
EV/EBITDA	19	13	8	5

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801