

2018年一季报超预期, 全年高增长可期

投资要点

- **事件:** 公司公告2018年一季报, 实现营业收入17.3亿元, 同比增长49%; 实现归母净利润2.3亿元, 同比增长3359%; 基本每股收益0.37元。
- **公司2018年一季报业绩超预期, 水泥行业高景气是主因。** 从行业角度看, 2017年水泥行业高景气度主要得益于供给端: (1) 2017年需求端较2016年基本持平, 以水泥销量数据衡量, 2017年1-12月水泥累计销量为23.2亿吨, 较2016年同期下滑0.2%。(2) 环保督察常态化是行业高景气的直接催化因素, 作为水泥行业去产能最重要的行政手段, 环保督察不仅实施力度强, 而且大有常态化趋势。(3) 水泥行业错峰生产得到企业认可, 行业更加自律, 2017年错峰生产时间普遍较2016年长, 水泥行业淡季不淡。受益于水泥行业供给侧改革、环保错峰, 水泥行业2017年高景气度, 公司产品量价齐升, 综合毛利率上升约3个百分点, 业绩翻番; 2018年一季度持续受益水泥价格高位, 业绩增长超33倍。
- **维持“2018年水泥行业高景气度”的判断: 供给结构不断优化, 需求端基本持平或略有下降, 水泥价格维持在同期高位。** 两因素促使供给结构持续优化, 一是环保错峰的执行力度在提升, 水泥企业的市场行为更加注重长期利益, 二是环保错峰的范围在扩大, 华南、西南、西北等地区还有进一步提升的空间。2018年需求端大幅度下降的可能性较小, 2017年水泥销量同比下降0.2%, 2018年一季度水泥销量同比下降4.5%, 但一季度经济增长情况看, 经济增长的韧性还在, 全行业规模以上企业工业增加值同比增长6.8%。
- **公司2018年将持续受益水泥行业供需格局改善, 全年业绩高增长可期。** 公司共拥有13条熟料生产线, 熟料产能约1400万t/a, 水泥产能约2500万t/a, 公司主要业务区域在江西, 辐射福建、浙江、广东等经济发达地区; 随着错峰范围和力度从华北华东向全国拓展, 公司所在地区水泥价格和毛利率还有进一步上升空间。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司2018-2020年EPS分别为1.55元、1.71元、1.78元, 2018、2019年归母净利润增速分别为105%、10%。考虑公司所在业务区域以及可比公司平均估值10-12倍PE, 给予公司2018年10倍PE, 对应目标价15.5元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** (1) 水泥需求大幅下滑; (2) 原材料价格大幅上涨。

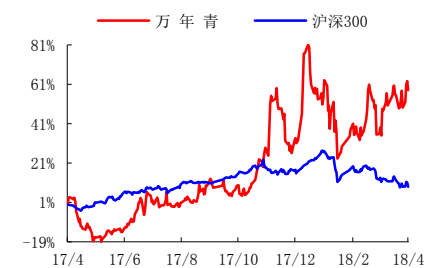
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7093.81	7723.22	8394.17	9127.48
增长率	25.38%	8.87%	8.69%	8.74%
归属母公司净利润(百万元)	462.63	950.12	1048.91	1092.58
增长率	101.80%	105.37%	10.40%	4.16%
每股收益EPS(元)	0.75	1.55	1.71	1.78
净资产收益率ROE	18.17%	17.45%	16.63%	15.19%
PE	17	8	7	7
PB	2.47	1.94	1.59	1.35

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
执业证号: S1250513090001
电话: 023-63786561
邮箱: lijy@swsc.com.cn
联系人: 余尊宝
电话: 023-63786519
邮箱: yzbaobao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.13
流通A股(亿股)	6.13
52周内股价区间(元)	6.6-14.34
总市值(亿元)	76.85
总资产(亿元)	87.61
每股净资产(元)	5.43

相关研究

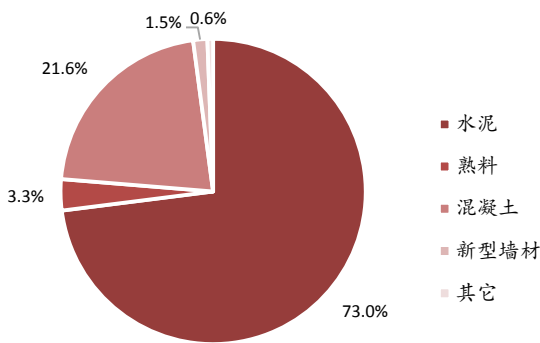
1 万年青：江西地区水泥龙头

公司主要从事硅酸盐水泥、商品混凝土以及新型墙材的生产和销售，主要产品为“万年青”牌系列普通硅酸盐水泥和复合硅酸盐水泥，以及商品熟料、商品混凝土、新型墙材等。

公司主营业务突出。截至 2017 年年报，公司共有 13 条熟料生产线，熟料产能约 1400 万 t/a，水泥产能约 2500 万 t/a。如图 1 所示，公司主营业务构成中水泥销售收入占比为 73%，混凝土销售收入占比为 21.6%。

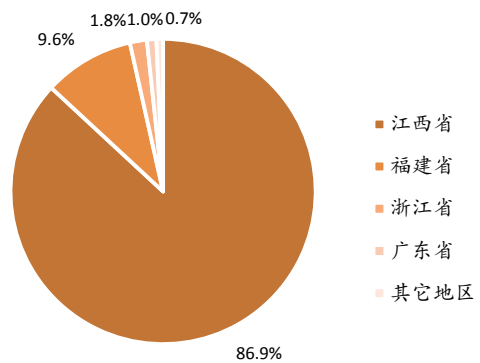
公司主要业务区域在江西省。如图 2 所示，根据公司 2017 年年报披露，公司在江西省的收入占比达到 86.9%，在福建省的收入占比为 9.6%，业务区域集中的特点显著。公司在江西地区水泥产能排第 2，仅次于南方水泥。

图 1：公司主营构成（2017 年报）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司主要业务区域（2017 年报）

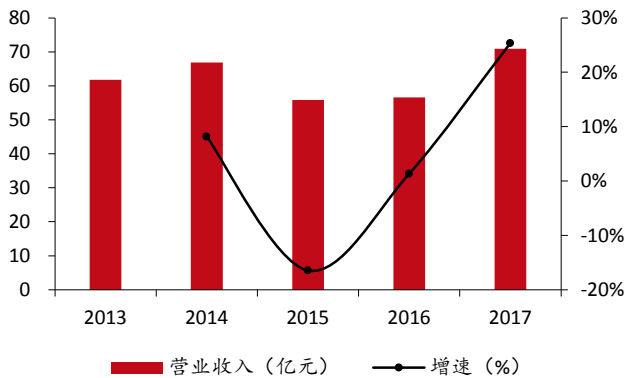


数据来源：Wind，西南证券整理

2 经营情况：谷底反弹

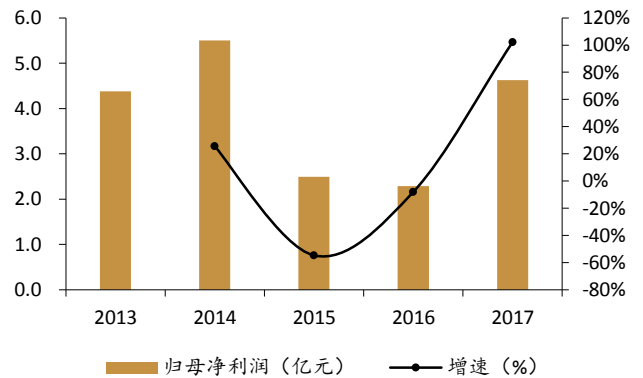
整体上，公司 2015 年经营情况跌入谷底，2016-2017 年复苏迹象明显。

图 3：公司 2013-2017 年营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

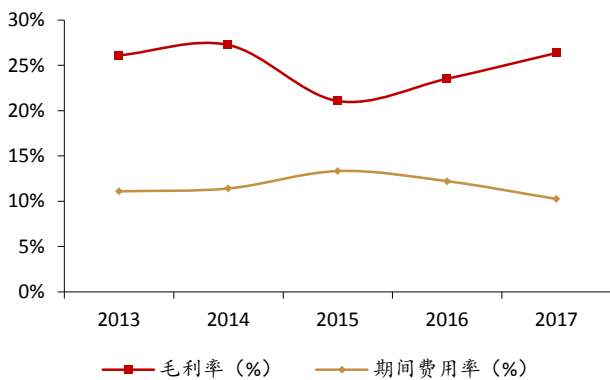
图 4：公司 2013-2017 年归母净利润



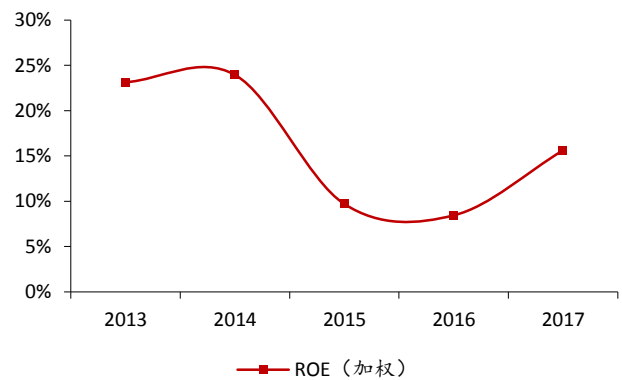
数据来源：Wind，西南证券整理

如图 3、图 4 所示，公司 2015 年营业收入和归母净利润处于近 5 年底部，主要由于水泥行业产能过剩较多，产能利用率低，水泥价格处于较低水平，公司综合毛利率仅为 21.2%（如图 5 所示）。期间费用率上，公司 2013-2017 年表现为稳中有降，在 10%-11% 区间，整体处于行业较低水平。

公司加权 ROE 反弹迹象明显，改善空间较大。如图 6 所示，公司 2013-2017 年间，加权 ROE 最高达 24%，由于 2015 年水泥行业市场环境较差，加权 ROE 急速降至 9.7%，2016 年仅 8.4%；随着 2017 年供给侧改革深化，水泥行业供需格局改善，公司盈利能力明显增强，加权 ROE 回升至 15.6%；2018 年水泥行业景气度有望延续，公司 ROE 还有进一步改善空间。

图 5：公司 2013-2017 年毛利率及期间费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2013-2017 年加权 ROE


数据来源：Wind，西南证券整理

3 盈利预测

关键假设：

假设 1：经济增长保持在 6.5% 以上，考虑公司熟料和水泥产能天花板，2018-2020 年熟料订单增速约为 5%、3%、2%，水泥订单增速约为 5%、4%、3%；

假设 2：水泥行业基本面持续改善，考虑公司所在区域熟料毛利率远低于水泥毛利率，2018-2020 年该区域水泥价格在高位维持，熟料毛利率提升约 2 个百分点，水泥毛利率提升约 1 个百分点；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
熟料	收入	231.81	243.4	250.7	255.7
	增速	7.1%	5.0%	3.0%	2.0%
	毛利率	16.8%	19.0%	19.0%	19.0%
水泥	收入	5180.84	5439.9	5657.5	5827.2
	增速	22.7%	5.0%	4.0%	3.0%
	毛利率	29.1%	30.0%	30.0%	30.0%
混凝土	收入	1534.99	1842.0	2210.4	2652.5
	增速	34.8%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%
新型墙材	收入	103.55	155.3	233.0	349.5
	增速	77.6%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
其它	收入	42.6	42.6	42.6	42.6
	增速	82.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	44.2%	44.2%	44.2%	44.2%
合计	收入	7093.8	7723.2	8394.2	9127.5
	增速	25.4%	8.9%	8.7%	8.7%
	毛利率	26.4%	26.7%	26.2%	25.7%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7093.81	7723.22	8394.17	9127.48	净利润	842.02	959.72	1059.50	1103.62
营业成本	5223.63	5661.57	6191.86	6783.98	折旧与摊销	437.94	433.67	433.67	433.67
营业税金及附加	54.37	58.13	64.42	62.98	财务费用	124.02	70.04	44.82	40.79
销售费用	276.73	316.62	340.25	369.06	资产减值损失	88.09	20.00	20.00	20.00
管理费用	326.46	383.49	410.87	444.46	经营营运资本变动	449.11	-205.46	45.91	35.89
财务费用	124.02	70.04	44.82	40.79	其他	-351.26	-26.34	-41.18	-25.07
资产减值损失	88.09	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	1589.91	1251.64	1562.72	1608.90
投资收益	10.51	10.00	10.00	10.00	资本支出	213.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.05	0.02	0.03	0.03	其他	-528.28	10.02	10.03	10.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-315.06	10.02	10.03	10.03
营业利润	1097.52	1223.40	1331.98	1416.24	短期借款	139.99	-1355.99	0.00	0.00
其他非经营损益	-28.65	38.66	21.43	2.59	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1068.88	1262.06	1353.41	1418.84	股权融资	-37.02	0.00	0.00	0.00
所得税	226.86	302.34	293.90	315.22	支付股利	-122.67	-92.53	-190.02	-209.78
净利润	842.02	959.72	1059.50	1103.62	其他	-1208.19	-70.04	-44.82	-40.79
少数股东损益	379.39	9.60	10.60	11.04	筹资活动现金流净额	-1227.90	-1518.55	-234.84	-250.57
归属母公司股东净利润	462.63	950.12	1048.91	1092.58	现金流量净额	46.96	-256.89	1337.91	1368.36
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1234.66	977.77	2315.68	3684.04	成长能力				
应收和预付款项	922.19	1195.20	1266.84	1360.01	销售收入增长率	25.38%	8.87%	8.69%	8.74%
存货	497.79	536.63	599.27	651.81	营业利润增长率	146.87%	11.47%	8.88%	6.33%
其他流动资产	80.39	87.49	95.06	103.33	净利润增长率	117.80%	13.98%	10.40%	4.16%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	61.33%	4.08%	4.83%	4.43%
投资性房地产	56.92	56.92	56.92	56.92	获利能力				
固定资产和在建工程	4062.89	3719.76	3376.63	3033.49	毛利率	26.36%	26.69%	26.24%	25.68%
无形资产和开发支出	1024.60	934.66	844.73	754.79	三费率	10.25%	9.97%	9.48%	9.36%
其他非流动资产	494.58	493.98	493.38	492.78	净利率	11.87%	12.43%	12.62%	12.09%
资产总计	8374.03	8002.41	9048.51	10137.18	ROE	18.17%	17.45%	16.63%	15.19%
短期借款	1355.99	0.00	0.00	0.00	ROA	10.06%	11.99%	11.71%	10.89%
应付和预收款项	1414.32	1504.05	1647.43	1805.14	ROIC	17.26%	18.41%	21.31%	24.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.39%	22.36%	21.57%	20.71%
其他负债	970.41	997.86	1031.11	1068.22	营运能力				
负债合计	3740.72	2501.91	2678.53	2873.36	总资产周转率	0.84	0.94	0.98	0.95
股本	613.36	613.36	613.36	613.36	固定资产周转率	1.70	2.00	2.38	2.87
资本公积	240.88	240.88	240.88	240.88	应收账款周转率	11.82	11.68	11.11	11.27
留存收益	2252.81	3110.41	3969.29	4852.09	存货周转率	12.11	10.71	10.76	10.77
归属母公司股东权益	3107.06	3964.66	4823.54	5706.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.92%	—	—	—
少数股东权益	1526.24	1535.84	1546.44	1557.47	资本结构				
股东权益合计	4633.30	5500.50	6369.97	7263.81	资产负债率	44.67%	31.26%	29.60%	28.34%
负债和股东权益合计	8374.03	8002.41	9048.51	10137.18	带息债务/总负债	49.87%	20.36%	19.02%	17.73%
					流动比率	0.88	1.50	2.10	2.60
					速动比率	0.72	1.22	1.81	2.31
					股利支付率	26.52%	9.74%	18.12%	19.20%
					每股指标				
					每股收益	0.75	1.55	1.71	1.78
					每股净资产	5.07	6.46	7.86	9.30
					每股经营现金	2.59	2.04	2.55	2.62
					每股股利	0.20	0.15	0.31	0.34
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1659.48	1727.11	1810.47	1890.70					
PE	16.61	8.09	7.33	7.03					
PB	2.47	1.94	1.59	1.35					
PS	1.08	1.00	0.92	0.84					
EV/EBITDA	4.61	3.80	2.88	2.04					
股息率	1.60%	1.20%	2.47%	2.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn