

万年青 (000789)

证券研究报告

2018年04月30日

华东水泥龙头蓄势待发

华东地区水泥龙头，聚焦江西深耕不辍

降本增效区域回暖，盈利向好初现端倪，公司2018年一季度披露，公司营收17.25亿元，同增48.79%，实现归母净利润2.25亿元，同增3358%，受益于区域水泥价格快速上涨。公司盈利向好态势已经确立，2018年依然具备显著的业绩弹性。

江西水泥市场需求稳定，竞争格局优良

江西省水泥需求维持稳定，从投资端的数据来看，明显好于全国平均水平。从区域水泥企业的集中度来看，根据卓创资讯，目前江西省熟料产能CR2达到45%，CR5达到84%，集中度非常高。良好的需求、优良的集中度为江西水泥市场的相好的奠定稳固的基础。

价格走出洼地，业绩弹性可期

我们认为，经过本轮江西水泥价格的显著上涨，江西的水泥价格将会大概率走出价格洼地，价格的上涨或高位维持具有较强的可持续性，主要因为区域内新增产能的影响逐步消化、错峰措施有望逐步强化、省内水泥企业协同将趋于增强。考虑到江西水泥价格的相对低基数，2018年万年青水泥业务的业绩弹性将会非常可观。

相关产业稳步发展，财务稳健现金充沛

公司混凝土业务稳步发展，产能平稳增加，目前拥有约1700万方的混凝土产能，公司的混凝土业务生产效率更高，未来将继续为公司贡献稳定的营收和利润。同时，公司继续推进骨料产业发展，探索装配式建筑产业，有望增厚盈利。从财务角度看，公司现金流量充沛，为公司发展提供可靠保障。

盈利预测和投资评级

我们预计公司2018、2019年营收分别为83.74亿、87.33亿元，归母净利润分别为9.53亿、9.74亿元，EPS为1.55元、1.59元，按照2018年4月26日收盘价12.53元计算，对应PE为8.08倍、7.88倍，根据Wind可比公司一致性预期，2018年平均PE为9.47，出于谨慎考虑，我们给予公司2018年EPS9倍PE，对应2018年目标价位13.95元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原材料采购价格大幅上升，江西水泥需求不及预期。

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	12.38元
目标价格	13.95元

基本数据

A股总股本(百万股)	613.36
流通A股股本(百万股)	613.35
A股总市值(百万元)	7,593.45
流通A股市值(百万元)	7,593.27
每股净资产(元)	5.43
资产负债率(%)	42.82
一年内最高/最低(元)	15.15/6.47

作者

盛昌盛	分析师
SAC执业证书编号：S1110517120002	
shengchangsheng@tfzq.com	
黄顺卿	分析师
SAC执业证书编号：S1110517040002	
huangshunqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,657.77	7,093.81	8,374.27	8,733.24	8,806.83
增长率(%)	1.34	25.38	18.05	4.29	0.84
EBITDA(百万元)	1,028.34	1,572.33	2,209.40	2,300.73	2,308.65
净利润(百万元)	229.25	462.63	953.25	973.62	975.71
增长率(%)	(7.79)	101.80	106.05	2.14	0.21
EPS(元/股)	0.37	0.75	1.55	1.59	1.59
市盈率(P/E)	33.52	16.61	8.06	7.89	7.88
市净率(P/B)	2.74	2.47	2.02	1.70	1.44
市销率(P/S)	1.36	1.08	0.92	0.88	0.87
EV/EBITDA	7.07	5.12	4.15	3.06	3.18

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 华东地区水泥龙头，聚焦江西深耕不辍	3
1.1. 聚焦江西，深耕不辍	3
1.2. 降本增效区域回暖，盈利向好初现端倪	4
2. 江西水泥市场需求稳定，竞争格局优良	5
2.1. 现时需求稳定，区域集中度高	5
2.2. 多管齐下，未来需求有支撑	7
2.2.1. 基建规划托底江西水泥需求	7
2.2.2. 中央苏区振兴规划助力赣南水泥需求	8
2.2.3. 棚户区改造支撑江西地产端水泥需求	10
3. 价格走出洼地，业绩弹性可期	11
3.1. 区域协同增强，价格走出洼地	11
3.2. 成本预计相对稳定	13
3.3. 混凝土业务和其他业务积极拓展	13
4. 估值和盈利预测	14
4.1. 估值和财务	14
4.2. 盈利预测	14

图表目录

图 1: 万年青股权结构	3
图 2: 主营收入及同比增速 (亿元)	4
图 3: 公司归母净利润及同比增速	4
图 4: 三费及期间费用率 (亿元)	4
图 5: 毛利率、净利率走势	4
图 6: 2017 年营业收入分产品构成	5
图 7: 2017 年营业收入分地区构成	5
图 8: 2012-2017 年江西省固定资产投资完成额及同比 (亿元)	5
图 9: 2012-2017 年全国固定资产投资完成额及同比 (亿元)	5
图 10: 2011-2017 年江西省房地产开发投资及同比 (亿元)	6
图 11: 2012-2017 年全国房地产开发投资及同比 (亿元)	6
图 12: 2011-2017 年江西省房屋新开工面积及同比 (万平米)	6
图 13: 2012-2017 年全国房屋新开工面积及同比 (万平米)	6
图 14: 江西水泥产量变动情况 (万吨)	7
图 15: 华东水泥产量变动情况 (万吨)	7
图 16: 江西省水泥产能集中度	7
图 17: 江西和全国水泥库容比 (%)	7

图 18: 江西南昌和全国高标水泥价格走势	11
图 19: 2016-2017 年江西南昌和全国高标水泥价格走势	11
图 20: 环渤海动力煤价格	13
图 21: 华东地区和全国平均高标水泥煤炭价差	13
图 22: 公司历史 PE 变动情况	14
图 23: 公司历史 PB 变动情况	14
表 1: 江西省“十三五”综合交通运输体系发展目标	7
表 2: “十三五”重点建设项目	7
表 3: 十三五期间水泥需求测算	8
表 4: “双核六组团”的空间发展格局	9
表 5: 需求明细	9
表 6: 2017 年分地区高标号水泥均价	12
表 7: 2017 年华东区域高标号水泥均价	12
表 8: 2014-2017 年江西省新增熟料产能情况	12
表 9: 江西省未来新增熟料产能情况	12
表 10: 公司混凝土产能和销量变化情况	13
表 11: Wind 一致预期可比公司估值	14

1. 华东地区水泥龙头，聚焦江西深耕不辍

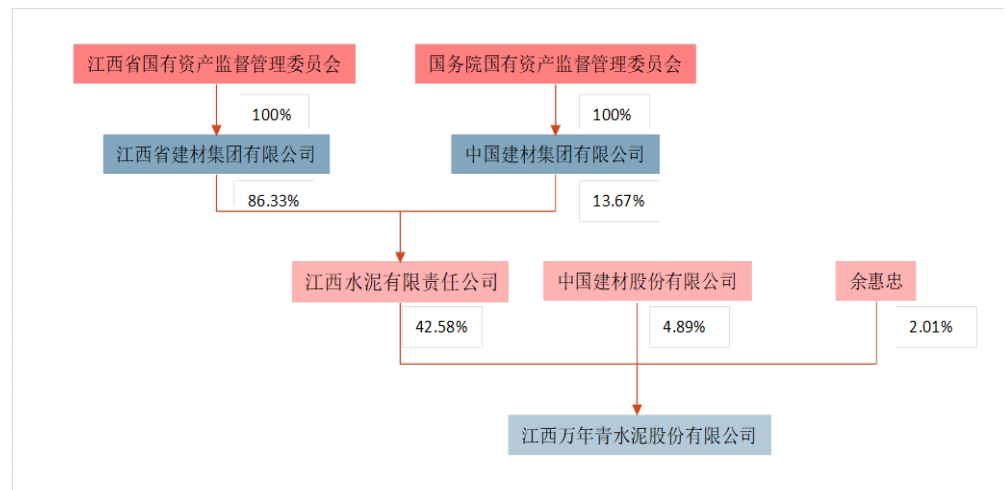
1.1. 聚焦江西，深耕不辍

万年青作为华东地区的水泥龙头，历史悠久，深耕江西区域，其前身是始建于 1958 年的江西水泥厂。1986 年 12 月 23 日，国内第一条自行设计、制造、安装的水泥熟料新型干法生产线在江西水泥厂建成投产；1997 年，江西水泥厂作为独立发起人，创立了江西万年青水泥股份有限公司，且于同年 9 月 23 日在深交所正式挂牌上市，是江西省建材行业首家上市公司。根据公司公告，江西万年青水泥股份有限公司是全国较早采用国产新型干法水泥工艺线的厂家，熟料设计产能接近 1400 万吨/年，水泥设计产能接近 2500 万吨/年，生产基地主要集中在江西和福建。凭借便利的公路和铁路运输资源，公司水泥产品畅销江西赣南、赣东北大部分地区以及福建、浙江、广东等周边地区。

近年来，公司在稳健推动水泥主业发展的同时，也在产业链延伸和多元经营方面着力。通过新建和联合重组，公司在省内布局多家商砼企业；同时积极拓展新型建材项目，加快高附加值、低能耗绿色建材发展步伐；并积极探寻其他领域的股权投资，增加公司的利润增长点。

公司股权结构比较集中，第一大股东江西水泥有限责任公司持股比例达到 42.58%，实际控制人为江西国有资产监督管理委员会；万年青第二大股东是中国建材股份有限公司，持股比例为 4.89%，公司股权集中度较高，有利于业务的稳健经营。

图 1: 万年青股权结构



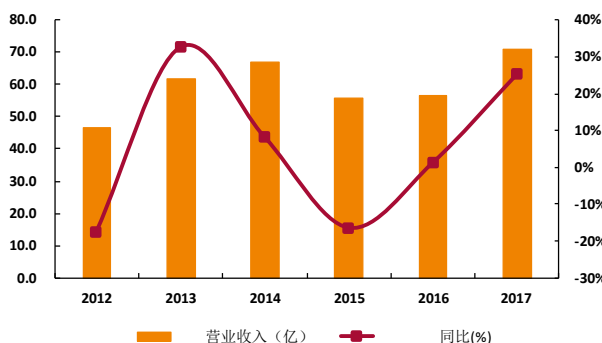
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 降本增效区域回暖，盈利向好初现端倪

2017 年公司盈利大幅提升，2017 年公司共实现营业收入 70.94 亿，创历史新高，同比增加 25.38%；实现归母净利润 4.63 亿，同比增加 101.80%。2017 年前三季度，公司盈利大幅提升，Q1-Q3 公司共实现营业收入 46.15 亿，同比增加 24.30%；实现归母净利润 2.34 亿，同比增加 41.18%；Q4 公司共实现营收 24.79 亿元，增长 27.46%；实现归母净利 2.29 亿元，同比增长 263%，环比增加 55.78%，可见公司去年下半年经营状况十分突出。2018 年一季度，受益于区域水泥价格景气，公司营收 17.25 亿元，同增 48.79%，在营收上涨的同时公司财务费用反而同比下降 48%，成本端得到了良好的控制，实现归母净利 2.25 亿元，同比增 3358%，延续了盈利向上的良好趋势。

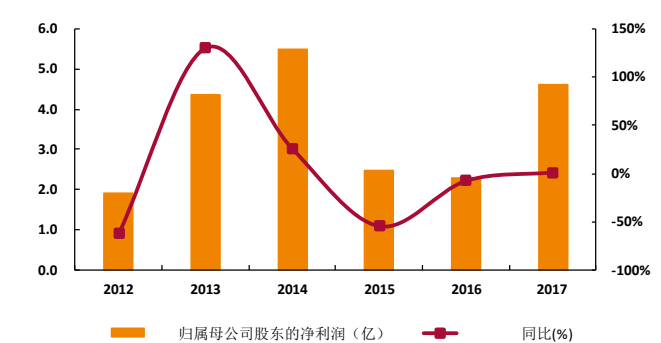
在成本费用端，公司通过推进大修技改及相关项目攻关，强化生产运营组织和协调，全年窑可靠性系数保持了较高水平，所有熟料生产线综合能耗指标均优于《水泥单位产品能源消耗限额》要求。据公司年报，2017 年公司窑运行可靠性同比提高 1.46%；熟料标煤耗下降 0.14kg/t；水泥工序电耗同比下降 0.61 kWh/t。另外公司通过强化供应链管理，进行统一采购，有效降低原材料采购成本。收入的增加与公司费用率下降以及成本管控的三重作用带来利润的大幅增加。

图 2：主营收入（亿元）及同比增速



资料来源：Wind,天风证券研究所

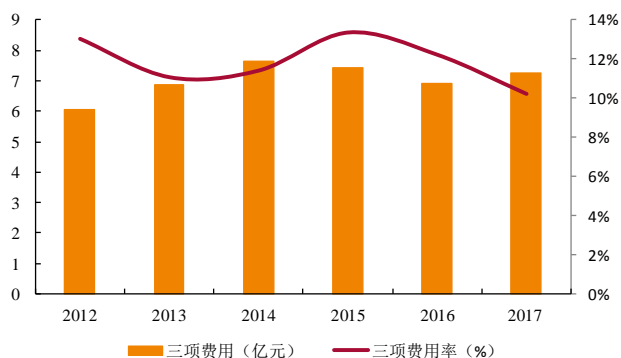
图 3：公司归母净利润（亿元）及同比增速



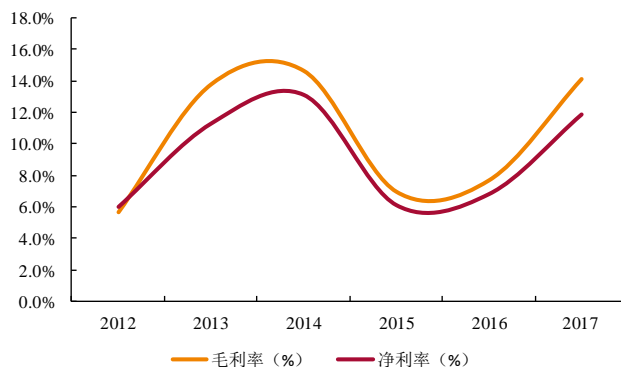
资料来源：Wind,天风证券研究所

图 4：三费（亿元）及三项费用率

图 5：毛利率、净利率走势



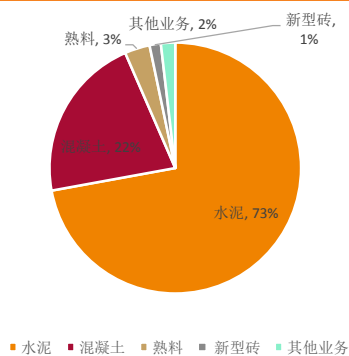
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

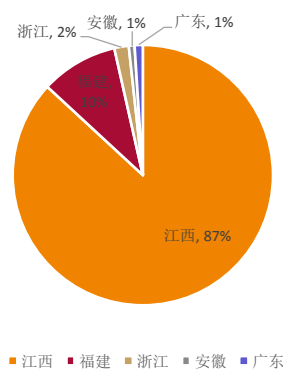
公司营业收入主要来自于水泥和混凝土, 2017 年两类产品收入占比分别达到 73%和 22%; 且公司业务主要集中在江西省内, 占比达到 87%; 另外, 12%的业务则来自于福建, 并有部分业务辐射广东、浙江和安徽。

图 6: 2017 年营业收入分产品构成



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 2017 年营业收入分地区构成



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

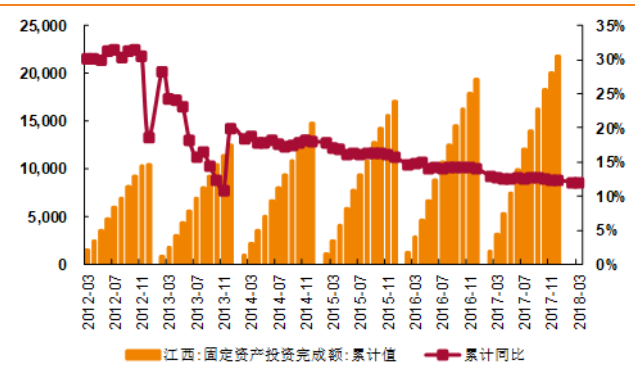
2. 江西水泥市场需求稳定, 竞争格局优良

2.1. 现时需求稳定, 区域集中度高

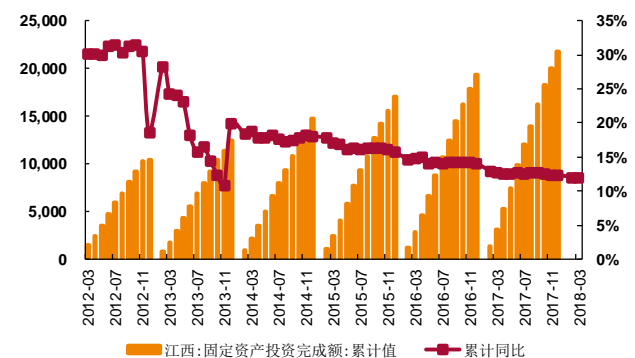
江西省水泥需求维持稳定, 从投资端的数据来看, 明显好于全国平均水平。据国家统计局数据, 江西省 2018 年 1-3 月固定资产投资完成额累计增长 12%, 房地产开发投资额累计增速为 4.9%, 1-2 月房屋新开工面积累计同比增长 39.2%, 但 1-3 月数据受去年同期高基数影响为负, 预计到 4 月恢复平整, 1-3 月江西省固定资产投资增速显著高于全国平均 7.45%, 房地产开发投资增速与新开工面积却低于全国平均水平 10.36%、9.68%, 系去年基数较高影响, 后续数据将持续向好, 总体来看我们认为 2018 年省内水泥需求较好。

图 8: 2012-2017 年江西省固定资产投资完成额 (亿元) 及同比

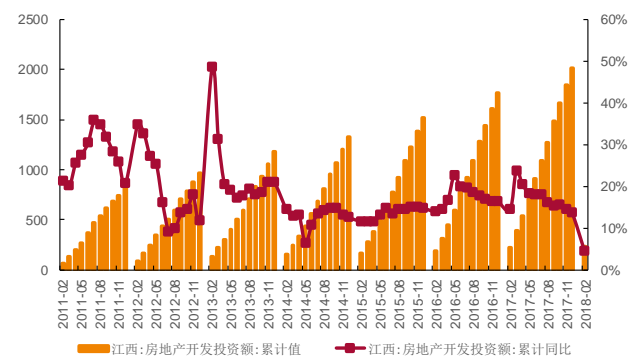
图 9: 2012-2017 年全国固定资产投资完成额 (亿元) 及同比



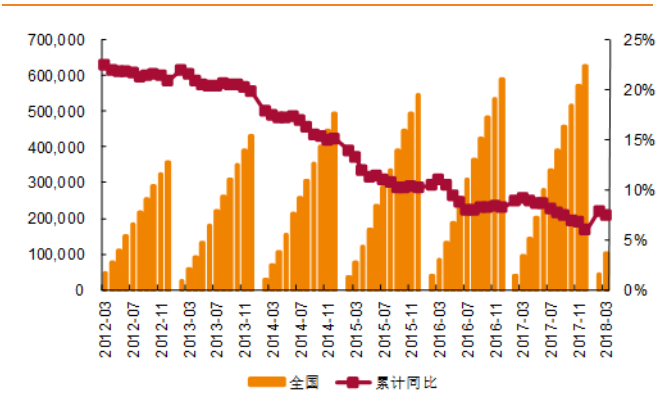
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2011-2017 年江西省房地产开发投资（亿元）及同比


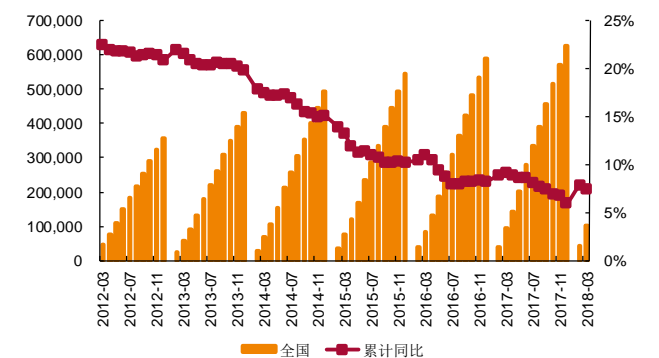
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2011-2017 年江西省房屋新开工面积（万平方米）及同比


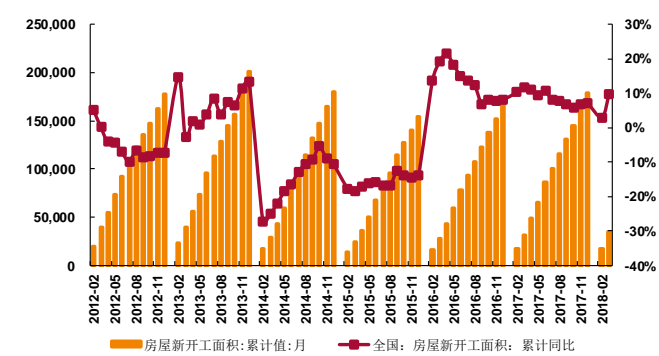
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2012-2017 年全国房地产开发投资（亿元）及同比


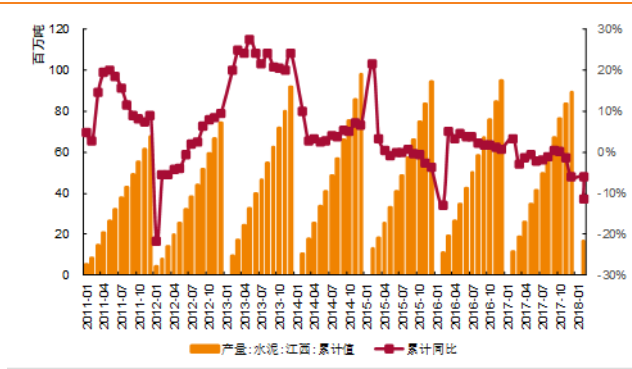
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2012-2017 年全国房屋新开工面积（万平方米）及同比


资料来源：Wind，天风证券研究所

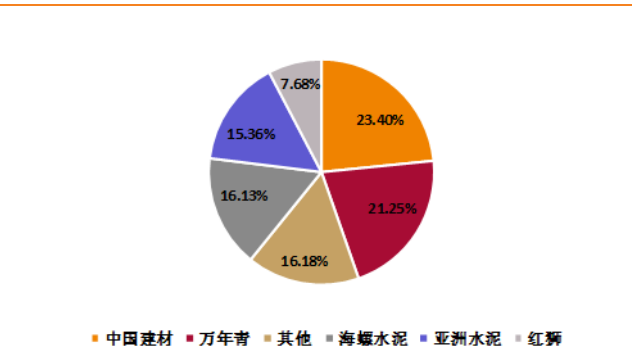
2017 年至今，江西省水泥产量同比下降，降幅小于其余地区，根据数字水泥网的数据，2018 年 1-3 月，江西省水泥产量 1651 万吨，同比 2017 年下降 11.3%，华东地区同期水泥产量下降 16.9%，全国水泥同比下降 14.6%，部分由于年后动工较晚与全国地产周期进入低点的影响，部分由于各地主动限产所致。从区域水泥企业的集中度来看，根据卓创资讯数据，目前江西省熟料产能排名前五的分别是中国建材、万年青、海螺水泥、亚洲水泥（中国）、红狮水泥，这五家水泥企业产能占比达到 84%。集中度非常高。同时，省内产能第一的中国建材旗下南方水泥和产能第二的万年青合作紧密。2007 年 9 月，江西万年青水泥股份有限公司参股南方水泥有限公司，并与南方水泥共同出资 10 亿元组建江西南方万年青水泥有限公司，由江西万年青水泥股份有限公司合并报表，南方水泥和万年青在江西水泥产能占比约为 45%，事实上江西省的行业集中度更高。

图 14：江西水泥产量变动情况（万吨）



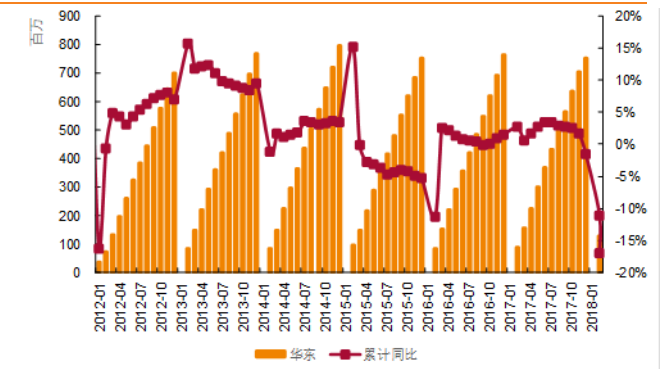
资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 16：江西省水泥产能集中度



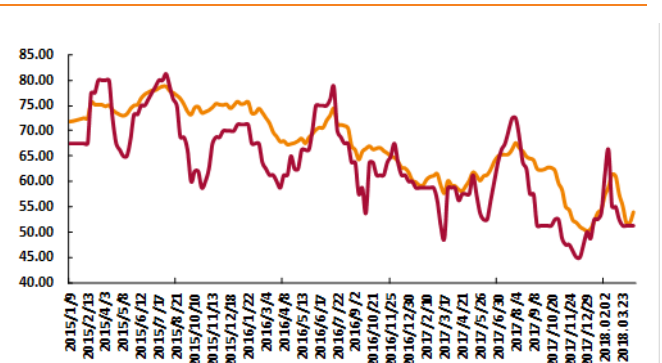
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 15：华东水泥产量变动情况（万吨）



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 17：江西和全国水泥库容比（%）



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

2.2. 多管齐下，未来需求有支撑

2.2.1. 基建规划托底江西水泥需求

作为传统意义上的中部身份，江西省的经济发展状况同华东发达地区相比仍存在较大的发展空间。“十二五”期间，江西省交通运输发展取得显著成效，综合交通网结构进一步优化，运输服务质量明显改善，运输能力大幅提升，但仍存在较大的提升空间。“十三五”时期，在一带一路建设、长江经济带发展等重大战略的深入实施以及建设富裕美丽江西美好愿景的带动下，2017 年 3 月 20 日，江西省人民政府办公厅印发了《江西省“十三五”综合交通运输体系发展规划》，对江西省交通投资制定了宏大的计划。

表 1：江西省“十三五”综合交通运输体系发展目标

发展目标

铁路	铁路运营里程达到 5000 公里以上。其中，高铁达到 1500 公里。
公路	高速公路通车里程 6000 公里以上。普通国道二级以上比例达到 95%、省道二级以上比例力争达到 65%。农村道路实现 25 户以上自然村通硬化路。全省乡镇、3A 级以上旅游景点实现三级以上公路全覆盖。
港航	高等级航道达到 795 公里。
航空	建设 20 个左右通用机场，基本覆盖全省航空研发制造产业聚集区、5A 级旅游景区、地面交通不便县(市)、重点林区 and 农产品主产区。
综合交通枢纽	积极打造南昌国际性综合交通枢纽和九江、上饶、赣州、赣西全国性综合交通枢纽，以及吉安、鹰潭、抚州、景德镇、瑞兴于区域性综合交通枢纽。

资料来源：江西省人民政府，天风证券研究所

表 2：“十三五”重点建设项目

十三五重点建设项目

铁路	力争开工赣深客专等 8 条铁路,建成昌吉赣客专等 8 条铁路(含“十二五”结转的 4 条铁路),预计总投资 2730 亿元、完成投资 1475 亿元,新增里程 1200 公里,其中高速铁路 619 公里,推进常岳九等 6 条铁路前期工作。开工建设南昌至抚州等 4 条城际铁路总投资约 555 亿元。
公路	完成 25 条高速公路新建、改扩建任务,实施 4000 公里以上普通国省道公路升级改造,继续推进农村公路建设。高速公路预计完成投资 1177 亿元、新增里程 1353 公里,普通国省道升级改造预计完成投资 818 亿元,农村公路建设预计完成投资 494 亿元。
水运	实施 9 个航电枢纽和航道整治项目,预计总投资 185 亿元、完成投资 160 亿元,新增三级航道 181 公里。实施 10 个(项)港口设施和集疏运体系建设项目,预计总投资 292 亿元、完成投资 261 亿元。
机场	加快推进南昌昌北国际机场 T1 航站楼改造等 7 个干支线机场建设项目,预计总投资 47.3 亿元、完成投资 33 亿元;新建抚州、瑞金 2 个民用机场,预计完成投资 22 亿元;新建通用机场 31 个,预计总投资 72 亿元、完成投资 56 亿元。
综合交通枢纽	推进以高铁、机场为主的综合客运枢纽项目建设,基本建成赣江新区综合交通枢纽、向塘铁路物流基地等 12 个客货运枢纽场站(园区),预计总投资 291 亿元、完成投资 138 亿元。
交通扶贫攻坚和旅游交通	加快推进赣南等原中央苏区、罗霄山集中连片特困地区铁路、公路、水运、机场建设,强化景区对外公路建设。

资料来源：国务院网站，天风证券研究所

十三五期间新增铁路里程 1200 公里，根据中国铁道科学研究院有关专家分析测算，通常情况下铁路每公里消耗水泥约 1 万吨，可推算出十三五期间江西省修建铁路将会带来 1200 万吨的水泥需求。另外，十三五期间高速公路新增里程 1353 公里，参考交通运输部规划研究院统计，按照高速公路平均每公里建设需要水泥 9000 吨，约产生 1217.7 万吨的水泥需求；普通国省道升级改造以及农村公路建设预计共完成投资 1312 亿元。机场建设投资预计完成投资 111 亿元，根据北京、上海等地机场的建设方案，机场建设每投资 1 亿元，将带动水泥需求 1.5 万吨，故十三五期间省内机场建设将带来 166.5 万吨的水泥需求。

按照交通运输部对公路、内河航道、港口码头泊位建设的投资比例计算，1 万亿的投资将带来 1.5 亿吨的水泥需求。十三五期间普通国省道升级改造以及农村公路建设预计共完成投资 1312 亿元，航道和港口的改造建设完成投资 421 亿元，故一共产生水泥需求量 2599.5 万吨。

表 3：十三五期间水泥需求测算

十三五水泥需求测算			
项目	计划	水泥单耗	水泥需求
铁路	新增里程 1200 公里	每公里消耗水泥 1 万吨	1200 万吨
公路	高速公路新增里程 1353 公里	每公里 9000 吨	1217.7 万吨
	普通国省道升级改造预计完成投资 818 亿元；农村公路建设预计完成投资 494 亿元	每 1 亿投资消耗 1.5 万吨	1968 万吨
水运	航电枢纽和航道整治完成投资 160 亿元；	每 1 亿元投资消耗 1.5 万吨	631.5 万吨
	港口建设完成投资 261 亿元		
机场	新建干支线机场建设完成投资 33 亿元； 民用机场完成投资 22 亿元；新建通用机场完成投资 56 亿元	每 1 亿元投资消耗 1.5 万吨	166.5 万吨
合计			5183.7 万吨

资料来源：国务院网站，天风证券研究所

根据测算，仅仅“十三五”期间江西省铁路、公路、航道及机场建设将会为江西省带来水泥需求超过 5183.7 万吨，按照五年计算，平均每年消耗水泥 1037 万吨以上，将对江西省未来几年里的水泥需求量形成可靠支撑。

2.2.2. 中央苏区振兴规划助理赣南水泥需求

为贯彻落实《国务院关于支持赣南等原中央苏区振兴发展的若干意见》，国家发改委 2014

年3月发布的《赣闽粤原中央苏区振兴发展规划》指出要建设赣南、闽西核心圈，培育壮大赣中、赣东、赣西、闽西北、闽南、粤东北六大组团，打造“双核六组团”的空间发展格局，规划期为2014-2020年。

表4：“双核六组团”的空间发展格局

赣南核心圈	包括江西省赣州市和抚州市广昌、黎川、南丰县。优化赣州城市功能与布局，加快瑞金、龙南两个次中心城市建设。
闽西核心圈	包括福建省龙岩市、三明市。
粤东北组团	包括广东省梅州市和河源市龙川县、和平县、连平县，潮州市饶平县，韶关市南雄市。
赣中组团	包括江西省吉安市。以井冈山国家级经济技术开发区为平台，依托京九铁路、赣粤高速、泉南高速、武吉高速等快速通道，重点建设吉泰走廊，积极发展电子信息等产业，建设新型工业化产业（电子信息产业）示范基地。
赣东组团	包括江西省抚州市宜黄县、崇仁县、南城县、资溪县、金溪县和乐安市，上饶市广丰县、铅山县、上饶县、横峰县、弋阳县和鹰潭市余江县、贵溪市。
赣西组团	包括江西省新余市和宜春市袁州区、樟树市，萍乡市安源区、莲花县、芦溪县。
闽西北组团	包括福建省南平市。
闽南组团	包括福建省漳州市芗城区、龙海市、南靖市、平和县、诏安县、华安县、云霄县、漳浦县和泉州市安溪县、永春县、德化县、南安市。

资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

江西省在贯彻落实《赣闽粤原中央苏区振兴发展规划》实施方案中强调要统筹区域空间布局，打造赣南核心圈，培育壮大赣中、赣东、赣西组团，依托主要交通干线，充分发挥重大平台辐射带动作用，推动形成“一核三组团”区域发展格局。从规划的情况看，赣南地区在中央苏区振兴规划中无疑处于核心地位，结合赣南地区相对落后的经济基础，基建无疑充当了振兴规划的先锋作用，考虑到大型基建工程项目对于水泥需求的拉动的可持续性，我们认为此项规划也将会在未来数年给江西省带来稳定的、额外的水泥需求。

表5：需求明细

交通基础设施

重点工程	目标要求	责任地区	责任部门
铁路			
昌吉赣客专	2014年启动建设。	吉安、赣州、宜春、新余	省发改委
赣龙铁路扩能改造	2015年完成。	赣州	省发改委
岳阳至吉安铁路	2014年开工建设。	宜春、新余、吉安	省发改委
赣深客专	加快推进前期工作，争取“十二五”开工建设。	赣州	省发改委
鹰瑞梅铁路	争取“十三五”开工建设。	鹰潭、抚州、赣州	省发改委
赣井铁路	争取纳入国家“十三五”铁路发展规划。	赣州、吉安	省发改委
咸宁至宜春至井冈山铁路	争取纳入国家中长期铁路网规划。	宜春、吉安	省发改委
吉安至抚州至武夷山铁路	争取纳入国家“十三五”铁路发展规划。	吉安、抚州	省发改委
吉安至永安至泉州铁路	争取纳入国家“十三五”铁路发展规划。	吉安、赣州	省发改委
萍浏铁路	支持地方开展前期研究工作。	萍乡	省发改委
赣韶铁路复线	争取纳入国家“十三五”铁路发展规划。	赣州	省发改委
新(余)宜(春)萍(乡)轻轨	支持地方开展前期研究工作。	新余、宜春、萍乡	省发改委
樟树、新干盐化铁路延伸	争取2014年批复，2015年开工。	宜春	省发改委

线			
赣州至郴州铁路	支持地方开展前期研究工作，争取纳入国家中长期铁路网规划。	赣州	省发改委
分宜至文竹铁路改造	支持地方开展前期研究工作，争取国家支持。	新余、吉安	省发改委
公路			
国家高速公路	重点建设南昌至宁都、兴国至赣县、广昌至吉安等项目。	有关设区市	省交通运输厅、省发改委
地方加密高速公路	重点建设宁都至定南高速公路定南联络线、寻乌至全南、南昌至上栗、上饶至万年、昌傅至东乡、萍乡至莲花、铜鼓至宜春高速公路等项目，到 2015 年，实现县县通高速。	有关设区市	省交通运输厅、省发改委
出省高速公路通道	重点建设广昌至建宁、抚州至金溪至资溪至光泽、宁都至定南至龙川、萍乡至浏阳等项目。	有关设区市	省交通运输厅、省发改委
国道改造工程	重点改造 G105、G320、G206 等国道 500 公里以上，2020 年前完成所有国道改造任务。	有关设区市	省交通运输厅、省发改委
省道改造工程	到 2020 年，累计改造省道 1000 公里以上。	赣州、吉安、抚州、上饶、宜春、新余、萍乡、鹰潭	省交通运输厅、省发改委
航空			
赣州黄金机场扩建	2016 年完工。	赣州	省发改委、民航江西监管局
吉安井冈山机场扩建	2015 年完工。	吉安	省发改委、民航江西监管局、江西省机场集团公司
上饶三清山机场新建	2014 年开工。	上饶	省发改委、民航江西监管局
抚州机场新建	争取“十三五”开工建设。	抚州	省发改委、民航江西监管局
鹰潭、瑞金支线机场和新余通勤机场新建	争取“十三五”开工建设。	鹰潭、新余、赣州	省发改委、民航江西监管局
通用机场建设工程	支持原中央苏区新建若干个通用机场。	有关设区市	省发改委、民航江西监管局

资料来源：江西省人民政府，天风证券研究所

2.2.3. 棚户区改造支撑江西地产端水泥需求

根据《江西省改造约 270 万人居住的城镇棚户区和城中村实施方案》，江西省 2018-2020 年将完成 18.6 万户的各类棚户区（危旧房）改造任务。到 2020 年，江西全省将完成 82.3 万户、约 270 万人居住的各类棚户区（含城中村）改造，使居民住房条件明显得到改善。

《江西省住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》确定的目标包括十三五期间新增保障性安居工程 50 万套，其中完成城镇棚户区住房改造 47.5 万户，保障性安居工程覆盖城镇常住人口达到 23% 以上，基本完成农村现有 73 万户危房改造。到 2020 年设市城市住宅成套率达到 89.2%。城市市政公用设施更加完善，到 2020 年，城市人均道路面积达 16.20 平方米等。

2017 年 12 月 23 日，全国住房城乡建设工作会议召开。住房和城乡建设部部长王蒙徽在介绍 2018 年重点工作时表示，2018 年将深化住房制度改革，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同时，将扎实推进新一轮棚改工作，2018 年改造各类棚户

区 580 万套，将对江西省水泥需求形成一定的支撑。

2017 年度，全省棚户区改造开工情况、全省保障性安居工程基本建成情况进展良好。根据江西省住建厅公告，2017 年全省棚户区改造开工任务为 24.23 万套，截至 11 月底，全省棚户区改造已开工 24.23 万套，开工率达 100%，提前 1 个月全面完成了国家下达的棚户区改造目标任务。2018 年，江西省将加大棚户区改造力度，计划完成改造各类棚户区 27.8 万套，其中城市棚户区 25.9 万套

3. 价格走出洼地，业绩弹性可期

从逻辑上讲，江西省水泥需求和竞争格局均为较佳状态，供给新增也处于可控状态，整体供需格局好于全国平均水平，但是从 2017 年前三季度江西省水泥价格走势来看，江西省水泥价格却呈现出高波动、整体均价低于全国水平的特征。从 2017 年 8 月开始，江西水泥价格开始底部回升，并在 10 月之后跟随华东大势加速上行，最高点达到投资者担忧江西水泥价格可能走高后大幅回落，而经过分析我们认为，此轮价格上涨，江西的水泥价格将会大概率走出价格洼地，价格的上涨或高位维持具有较强的可持续性，考虑到江西水泥价格的相对低基数，2018 年万年青水泥业务的业绩弹性将会非常可观。

3.1. 区域协同增强，价格走出洼地

江西省 2017 年水泥价格全年波动幅度较大，2017 年一季度江西南昌地区水泥价格持续下跌，由年初 375 元/吨下降至 270 元/吨，降幅达 28%，一度成为全国水泥价格洼地。四月份开始，区域企业加紧协同作用，控制出货量并上调价格，六月底江西南昌的水泥均价回升至 340 元/吨，上涨了 26%。进入梅雨高温季节后，南方水泥市场转入传统淡季，加之华东强降水天气进一步减弱了市场需求，南昌水泥均价再次大幅下跌，由 7 月初的 340 元/吨下跌到 8 月底的 270 元/吨。而年初至三季度末，全国平均水泥价格从 336 元/吨上涨到 354.5 元/吨，变动幅度则相对较小。

图 18：江西南昌和全国高标水泥价格走势

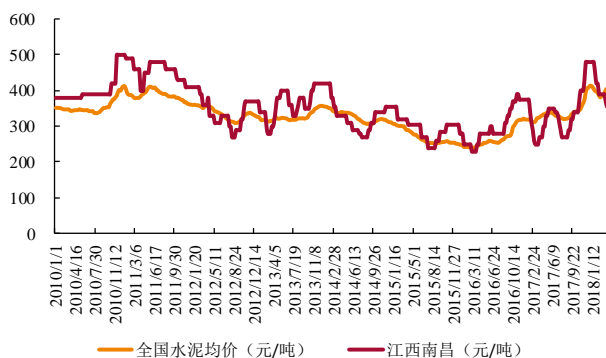
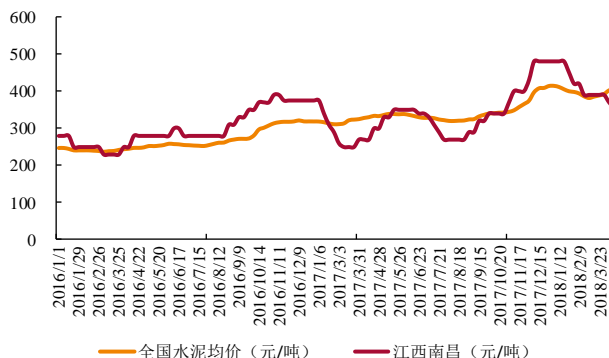


图 19：2016-2017 年江西南昌和全国高标水泥价格走势



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

江西水泥从 8 月中下旬开始提价，目前已经提价六轮，年底涨幅较为突出，高于全国平均水平。江西南昌水泥从 8 月中下旬的 270 元/吨上涨到 12 月底的 480 元/吨，上涨了 77.78%；全国水泥平均价格从 8 月底的 334 元/吨上涨到 12 月底的 423 元/吨，上涨了 26.65%，江西水泥上涨幅度明显高于全国平均水平。

从 2017 年分季度均价来看，华东水泥价格明显领涨全国，而在华东区域内，前三季度江西水泥均价在华东省会中最低，而江西水泥第四季度涨价幅度名列前茅，万年青作为一家纯正的华东水泥公司，考虑到江西区域水泥价格的相对低基数，再考虑到 2018 年原材料成本的相对稳定，如果江西水泥价格的上涨或高位维持具有可持续性，万年青的 2018 年的业绩弹性将会非常可观。

表 6：2017 年分地区高标号水泥均价（元/吨）

	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
Q1-Q3	341.51	356.54	350.33	340.92	348.83	329.18	323.04
Q4	385.82	357.50	354.17	446.90	405.42	372.60	334.67
价差	44.32	0.96	3.83	105.99	56.58	43.43	11.63
上升幅度	12.98%	0.27%	1.09%	31.09%	16.22%	13.19%	3.60%

资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

表 7：2017 年华东区域高标号水泥均价（元/吨）

	上海	江苏南京	浙江杭州	安徽合肥	福建福州	江西南昌	山东济南
Q1-Q3	354.29	337.43	337.71	310.29	347.43	304.71	394.57
Q4	475.83	465.83	467.08	413.33	421.25	411.67	473.33
价差	121.55	128.40	129.37	103.05	73.82	106.95	78.76
上升幅度	34.31%	38.05%	38.31%	33.21%	21.25%	35.10%	19.96%

资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

我们认为江西水泥价格的上涨或高位维持具有可持续性，给予如下原因。

首先，区域内新增产能的影响已经被逐步消化，并且未来新增产能冲击可控。根据数字水泥网的信息，2015 年至今公司基本没有新增产能，仅有海螺水泥 2016 年底在弋阳投产一条 4500t/d 的产线，投产后满产走量，短时间内对区域价格形成了明显的冲击。经过半年多的时间，海螺新增产能对区域价格的负面影响已经逐渐消退。从江西未来新建产能规划来看，仅有万年青的一个产能置换的拟建项目，尚未开工建设，至少 2018 年不会对江西省形成产能冲击。

表 8：2014-2017 年江西省新增熟料产能情况

省份	地区	企业名称	设计产能 (t/d)	投产时间	所属集团
江西	九江	江西亚东水泥有限公司	6000	2014/1/17	亚洲水泥
江西	赣州	赣州海螺水泥有限责任公司	4500	2014/8/8	海螺
江西	赣州	赣州海螺水泥有限责任公司	4500	2014/12/28	海螺
江西	赣州	江西赣州南方万年青水泥有限公司	4800	2014/6/17	万年青
江西	吉安	江西银杉白水泥有限公司	1100	2014/3/1	
江西	萍乡	江西印山水泥有限公司	5000	2014/3/7	
江西	上饶	戈阳海螺水泥有限公司	4500	2016/12/5	海螺

资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

表 9：江西省未来新增熟料产能情况

省份	企业名称	设计产能 (T/D)	地址	备注
江西	江西德安万年青水泥有限公司	4500	江西省九江市德安县	拟建项目

资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

并且，江西省未来供给侧还有进一步收缩的空间。根据江西省政府文件，2017 年水泥市场首次推行夏季错峰生产，定于 6 月 1 日至 8 月 20 日前平均每条窑线停产 10 天，随着 2017 年-2018 年冬季多个南方省份推进错峰生产，江西省未来可能将错峰时间段延伸至冬季，届时江西省内的水泥供需格局有望得到进一步改善。

同时，江西省水泥企业之间的协调有望进一步增强，随着全国各区域水泥企业之前的协同机制逐步成熟，协同稳价的客观条件渐趋成熟，再加上市场供给基本没有新增的情形下，区域企业主观上也将更加愿意进行价格协同，保持行业盈利维持在相对合理的水平。

根据卓创资讯统计，一季度南昌水泥价格有所回调，均价约为 415.8 元/吨，比去年同期上涨 44.7%，全国同期水平 397.3 元/吨，同比上涨 23.6%，江西水泥价格仍然领先全国较多，且处于历史中高位水平，这验证了我们之前的判断。4、5 月为传统水泥涨价旺季；另一方面卓创水泥库存统计显示江西目前水泥库存较低，因此我们判断二季度整体价格将继续维持高位。

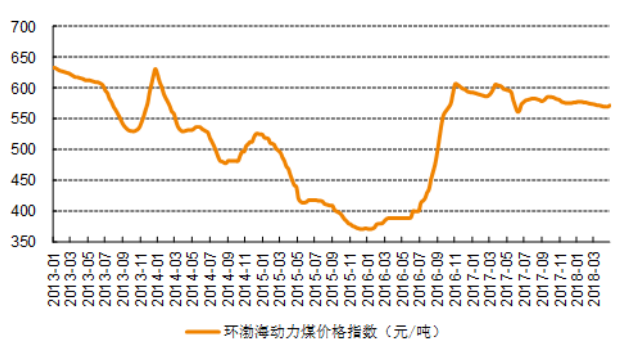
综上我们认为江西水泥价格的上涨或高位维持具有可持续性，万年青作为江西省水泥行业的龙头企业，有望取得良好盈利。

3.2. 成本预计相对稳定

2017 年环渤海动力煤价格变动幅度不大，下半年有小幅下降趋势。根据国家统计局的数据，2017 年下半年开始，华东地区的平均水泥煤炭价差走势逐渐强于全国水平，从 272.54 元/吨涨到 11 月底的 463.6 元/吨；而全国平均价格则从 9 月初的 267.3 元/吨涨到 11 月底的 312 元/吨。说明华东地区水泥盈利改善更加明显。展望 2018 年的动力煤价格，我们认为煤炭市场基本上处于供需平衡状态，但是考虑到新增复产煤炭产能中动力煤产能相对更多，所以预计 2018 年动力煤平均价格将会与 2017 年持平甚至可能有小幅下降。

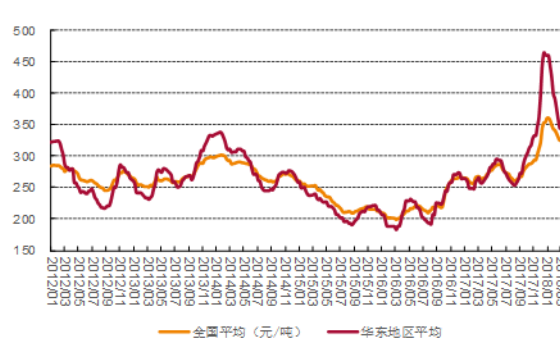
从近期的情况来看，为完成空气质量改善任务，从江西省政府网站了解到，政府已经在 2017 年 12 月内实行铁腕治理，要求从 2017 年 12 月 11 日起至 31 日，在全省范围内对大气污染排放源采取强制性管控措施。12 月 20 日至 24 日，原则上全省所有水泥窑炉及水泥磨生产企业实施错峰停产 5 天，对江西省淡季的水泥价格起到支撑作用。那么 2018 年开春需求再起之时，江西水泥价格有望在当前高位基础上更上层楼。

图 20：环渤海动力煤价格



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 21：华东地区 and 全国平均高标水泥煤炭价差



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

3.3. 混凝土业务和其他业务积极拓展

公司混凝土业务稳步发展，产能平稳增加，目前拥有约 1700 万方的混凝土产能。同行业相比，公司的混凝土业务生产效率更高，原材料供应有保障，未来将继续为公司贡献稳定的营收和利润。

表 10：公司混凝土产能和销量变化情况

	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017E
混凝土产能 (万方)	400.00	730.00	1,090.00	1,500.00	1,640.00	1,700.00	1,700.00
混凝土销量 (万方)	11.10	174.18	385.65	424.38	366.22	398.24	460.00

资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

同时，公司将会继续完善主业布局。根据公司公告，公司将会积极推进公司在德安县的合作计划，推进骨料产业发展，利用罗坳厂闲置设备进行改造加工石灰石微粉，乐平塘坞石灰岩矿骨料项目完成技改，2017 年 5 月份开始实现盈利。探索装配式建筑产业，与行业

龙头企业和省内相关单位开展交流合作，从技术水平和市场前景等层面进行项目的可行性研究。

4. 估值和盈利预测

4.1. 估值和财务

2011年3月17日至今，公司的PE平均水平为16.79。2016年4月至今，公司的PE几乎一直在平均值以上小幅波动。2017年三季度后，公司PE不断上升，但是到2018年来，PE水平持续下降，一度从29.56下降到15.6左右，乃是公司业绩大幅提升所致。

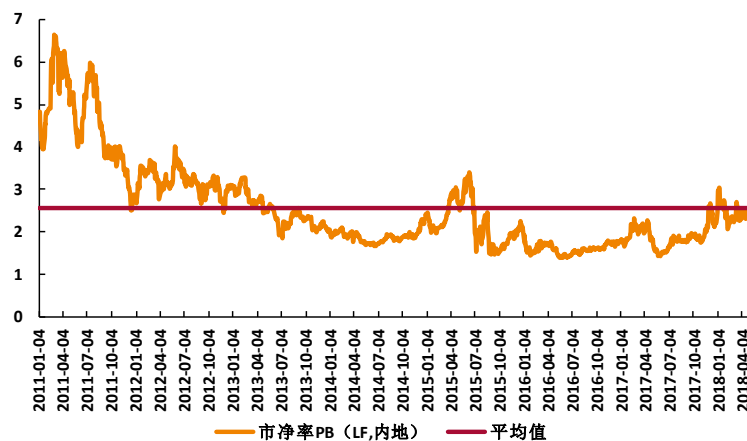
图 22：公司历史 PE 变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2010年至今，公司PB的平均水平为2.66，PB从2011年的6.5左右波动下滑到目前的2.5附近。2015年下半年以来，公司的PB几乎一直位于平均水平以下。2018年第一季度以来，公司PB在2.08-3.06之间浮动，公司当前PB水平仍然处于历史平均水平之下，估值具有安全边际。

图 23：公司历史 PB 变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 盈利预测

根据公司公告，公司2017年水泥及熟料销量为2270万吨，平均价格为238元/吨；考虑到公司所在区域需求平稳，并且公司有一条水泥产线在建，我们谨慎预计公司2018年、2019年公司水泥及熟料销量为2250万吨、2350万吨；根据中国水泥协会的数据目前江西水泥平均价格为397元/吨以上，处于谨慎性原则，我们预计公司2018年、2019年公司水

泥及熟料销售均价为 290 元/吨、289 元/吨。

据此我们预计公司 2018、2019 年营收分别为 83.74 亿、87.33 亿元，归母净利分别为 9.53 亿、9.74 亿元，EPS 为 1.55 元、1.59 元，按照 2018 年 4 月 26 日收盘价 12.53 元计算，对应 PE 为 8.08 倍、7.88 倍，根据 Wind 可比公司一致性预期，2018 年平均 PE 为 9.47，出于谨慎考虑，我们给予公司 2018 年 EPS9 倍 PE，对应 2018 年目标价位 13.95 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11：Wind 一致预期可比公司估值

PE	2017	2018E	2019E
海螺水泥	9.80	9.11	8.38
华新水泥	10.18	8.18	7.38
塔牌集团	14.32	11.12	9.13
平均	11.43	9.47	8.30

资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示：原材料采购价格大幅上升，江西水泥需求不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,125.67	1,234.66	964.77	3,725.12	3,987.90	营业收入	5,657.77	7,093.81	8,374.27	8,733.24	8,806.83
应收账款	826.84	682.52	1,492.08	226.44	1,506.57	营业成本	4,327.02	5,223.63	5,416.92	5,618.89	5,696.56
预付账款	126.05	133.92	107.62	151.96	114.93	营业税金及附加	46.03	54.37	60.56	67.05	66.27
存货	339.08	497.79	439.51	508.52	472.26	营业费用	238.76	276.73	427.09	445.40	449.15
其他	321.25	186.15	629.85	167.65	569.87	管理费用	298.05	326.46	427.09	445.40	449.15
流动资产合计	2,738.89	2,735.03	3,633.83	4,779.68	6,651.52	财务费用	154.22	124.02	57.55	(23.41)	(38.49)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	159.77	88.09	86.10	111.32	95.17
固定资产	4,306.03	4,041.88	3,859.11	3,692.02	3,521.33	公允价值变动收益	0.01	0.05	(0.03)	0.01	0.01
在建工程	49.78	25.55	51.33	78.80	77.28	投资净收益	10.67	10.51	10.72	10.72	10.72
无形资产	663.71	735.92	710.75	685.57	660.39	其他	(21.35)	(107.57)	(21.37)	(21.45)	(21.45)
其他	722.07	835.64	809.18	820.47	820.33	营业利润	444.58	1,097.52	1,909.66	2,079.32	2,099.75
非流动资产合计	5,741.59	5,639.00	5,430.37	5,276.86	5,079.33	营业外收入	91.26	15.31	66.63	57.73	46.56
资产总计	8,480.48	8,374.03	9,064.20	10,056.54	11,730.85	营业外支出	44.62	43.95	37.79	42.12	41.29
短期借款	1,216.00	1,355.99	0.00	0.00	0.00	利润总额	491.22	1,068.88	1,938.50	2,094.94	2,105.03
应付账款	910.00	1,034.03	1,225.88	1,049.09	1,218.58	所得税	104.62	226.86	407.09	439.94	442.06
其他	666.68	707.73	756.20	688.91	801.65	净利润	386.60	842.02	1,531.42	1,655.00	1,662.97
流动负债合计	2,792.68	3,097.75	1,982.08	1,738.00	2,020.24	少数股东损益	157.35	379.39	578.16	681.38	687.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	229.25	462.63	953.25	973.62	975.71
应付债券	1,008.70	509.51	842.04	786.75	712.77	每股收益(元)	0.37	0.75	1.55	1.59	1.59
其他	290.83	133.46	352.69	259.00	248.38						
非流动负债合计	1,299.53	642.98	1,194.73	1,045.75	961.15						
负债合计	4,092.21	3,740.72	3,176.81	2,783.75	2,981.39	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	1,584.15	1,526.24	2,075.50	2,745.52	3,417.51	成长能力					
股本	613.36	613.36	613.36	613.36	613.36	营业收入	1.34%	25.38%	18.05%	4.29%	0.84%
资本公积	277.91	240.88	240.88	240.88	240.88	营业利润	11.45%	146.87%	74.00%	8.88%	0.98%
留存收益	2,190.76	2,493.70	3,198.52	3,913.91	4,718.59	归属于母公司净利润	-7.79%	101.80%	106.05%	2.14%	0.21%
其他	(277.91)	(240.88)	(240.88)	(240.88)	(240.88)	获利能力					
股东权益合计	4,388.28	4,633.30	5,887.39	7,272.79	8,749.46	毛利率	23.52%	26.36%	35.31%	35.66%	35.32%
负债和股东权益总	8,480.48	8,374.03	9,064.20	10,056.54	11,730.85	净利率	4.05%	6.52%	11.38%	11.15%	11.08%
						ROE	8.18%	14.89%	25.01%	21.51%	18.30%
						ROIC	9.11%	18.68%	32.95%	30.64%	42.01%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	48.25%	44.67%	35.05%	27.68%	25.41%
净利润	386.60	842.02	953.25	973.62	975.71	净负债率	15.28%	12.46%	10.88%	18.05%	-20.60%
折旧摊销	429.81	437.94	242.19	244.82	247.39	流动比率	0.98	0.88	1.83	2.75	3.29
财务费用	174.29	129.99	57.55	(23.41)	(38.49)	速动比率	0.86	0.72	1.61	2.46	3.06
投资损失	(10.67)	(10.51)	(10.72)	(10.72)	(10.72)	营运能力					
营运资金变动	(483.99)	161.72	(740.21)	1,248.94	(1,307.15)	应收账款周转率	7.03	9.40	7.70	10.16	10.16
其它	416.92	28.76	578.13	681.38	687.27	存货周转率	15.12	16.95	17.87	18.42	17.96
经营活动现金流	912.96	1,589.91	1,080.20	3,114.64	554.00	总资产周转率	0.65	0.84	0.96	0.91	0.81
资本支出	529.73	444.29	(159.23)	173.69	60.61	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.37	0.75	1.55	1.59	1.59
其他	(658.13)	(759.35)	110.01	(242.99)	(99.91)	每股经营现金流	1.49	2.59	1.76	5.08	0.90
投资活动现金流	(128.41)	(315.06)	(49.21)	(69.29)	(39.29)	每股净资产	4.57	5.07	6.21	7.38	8.69
债权融资	2,389.10	1,865.50	899.51	860.71	756.57	估值比率					
股权融资	(154.22)	(161.04)	(57.55)	23.41	38.49	市盈率	33.52	16.61	8.06	7.89	7.88
其他	(3,261.12)	(2,932.35)	(2,142.83)	(1,169.11)	(1,047.00)	市净率	2.74	2.47	2.02	1.70	1.44
筹资活动现金流	(1,026.24)	(1,227.90)	(1,300.88)	(284.99)	(251.93)	EV/EBITDA	7.07	5.12	4.15	3.06	3.18
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	12.15	7.10	4.66	3.42	3.56
现金净增加额	(241.69)	46.96	(269.89)	2,760.35	262.78						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995

邮箱: research@tfzq.com

邮箱: research@tfzq.com

邮箱: research@tfzq.com