



000789.SZ

增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 10.41

板块评级: 中性

万年青

量价齐升, 区域竞争格局利好公司业务

投资摘要: 公司水泥销售价格 2017 年四季度大幅上涨, 2018 年延续去年年底景气度, 业绩持续高增。公司受益区域内竞争格局, 业绩高增长也持续。

支撑评级的要点

- **价格持续上行, 业绩可期:** 行业景气度持续向好, 2017 年四季度水泥价格大幅上涨, 为 2018 年初奠定价格基调。2018 年一季度江西省高标号水泥均价 427 元/吨, 环比涨幅 46%。随着区域新增产能逐步消化, 错峰生产计划实施不断加码, 企业协同逐渐增强, 预计价格将高位运行, 提升水泥企业的盈利空间。
- **需求稳定, 竞争格局利好:** 江西省水泥需求保持稳定, 2018 年 1-2 月, 江西省水泥产量 1076 万吨, 同增 10.5%; 预计一季度总体需求相对去年稳中有升; 同时地区行业集中度高于全国平均水平, 万年青作为主要水泥企业有望从中受益。
- **拓展业务布局, 完善产业链, 盈利能力进一步增强:** 公司混凝土业务稳步拓展, 产能逐渐释放, 目前产能 1700 万方。2017 年混凝土业务营收 15.35 亿元, 同增 34.85%, 远超平均业绩增长水平, 预计未来稳中有升, 将持续为公司贡献稳定的营收与利润; 同时公司发力骨料业务, 探索装配式建筑产业, 各业务板块协同效应逐渐凸显, 提升公司盈利水平。

评级面临的主要风险

- 房地产、基建等下游需求下滑, 原材料、煤炭价格上涨。

估值

- 预计 2018-2020 年公司营收分别为 83.71 亿元, 90.40 亿元, 95.83 亿元; 归母净利润分别为 8.82 亿元, 8.91 亿元, 8.83 亿元; EPS 分别为 1.44, 1.45, 1.44。目前行业平均 PE 为 11.9 倍, 综合考虑公司增长预期以及整体规模, 给予 11 倍市盈率, 目标价 15.84 元。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(3.9)	(9.3)	3.2	59.3
相对深证成指	12.5	1.3	14.8	70.7

发行股数(百万)	613
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	6,636
3 个月日均交易额(人民币 百万)	469
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
江西水泥有限责任公司	43

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2018 年 6 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 水泥制造

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

*余斯杰为本报告重要贡献者

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	5,658	7,094	8,371	9,040	9,583
变动(%)	1	25	18	8	6
净利润(人民币 百万)	229	463	882	891	883
全面摊薄每股收益(人民币)	0.374	0.754	1.438	1.452	1.439
变动(%)	(7.8)	101.8	90.7	1.0	(0.9)
市场预期每股收益(人民币)	0.374	0.754	1.371	1.519	1.574
全面摊薄市盈率(倍)	29.9	14.8	7.8	7.7	7.8
价格/每股现金流量(倍)	8.7	4.3	3.2	2.9	2.8
每股现金流量(人民币)	1.28	2.62	3.54	3.86	3.94
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	5.5	4.0	4.0	4.1
每股股息(人民币)	0.20	0.35	0.58	0.58	0.58
股息率(%)	1.9	3.4	5.6	5.6	5.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	5,658	7,094	8,371	9,040	9,583
销售成本	4,327	5,224	5,859	6,419	6,900
经营费用	583	658	829	895	949
息税折旧前利润	918	1,251	1,711	1,708	1,679
折旧及摊销	430	438	409	410	410
经营利润(息税前利润)	488	814	1,302	1,298	1,269
净利息收入/(费用)	(154)	(124)	(70)	(43)	(14)
其他收益/(损失)	57	(18)	60	60	60
税前利润	334	689	1,232	1,255	1,255
所得税	105	227	350	364	372
少数股东权益	157	379	433	480	517
净利润	229	463	882	891	883
核心净利润	172	481	822	831	823
每股收益(人民币)	0.374	0.754	1.438	1.452	1.439
核心每股收益(人民币)	0.280	0.784	1.340	1.354	1.341
每股股息(人民币)	0.200	0.350	0.580	0.580	0.580
收入增长(%)	1	25	18	8	6
息税前利润增长(%)	(26)	67	60	(0)	(2)
息税折旧前利润增长(%)	(16)	36	37	(0)	(2)
每股收益增长(%)	(8)	102	91	1	(1)
核心每股收益增长(%)	(35)	180	71	1	(1)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	334	689	1,232	1,255	1,255
折旧与摊销	430	438	409	410	410
净利息费用	154	124	70	43	14
运营资本变动	242	(418)	(263)	(405)	(420)
税金	438	466	(76)	(68)	(55)
其他经营现金流	(200)	(546)	232	257	272
经营活动产生的现金流	913	1,590	2,130	2,301	2,316
购买固定资产净值	152	103	0	0	0
投资减少/增加	(24)	212	(10)	(10)	(10)
其他投资现金流	0	330	32	59	88
投资活动产生的现金流	(128)	15	41	69	98
净增权益	(306)	(221)	0	0	0
净增债务	(413)	(502)	0	0	0
支付股息	123	215	356	356	356
其他融资现金流	(227)	(314)	(99)	(100)	(100)
融资活动产生的现金流	(1,069)	(1,252)	(455)	(455)	(455)
现金变动	(285)	23	1,716	1,914	1,958
期初现金	1,354	1,126	1,235	2,951	4,865
公司自由现金流	785	1,605	2,171	2,370	2,414
权益自由现金流	144	789	2,072	2,270	2,314

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,126	1,235	2,951	4,865	6,823
应收帐款	959	789	994	1,099	1,182
库存	339	498	583	625	659
其他流动资产	263	315	214	214	214
流动资产总计	2,739	2,735	4,741	6,803	8,879
固定资产	4,305	4,037	3,671	3,291	2,908
无形资产	664	736	711	687	662
其他长期资产	773	866	848	843	842
长期资产总计	5,742	5,639	5,231	4,822	4,412
总资产	8,480	8,374	9,972	11,625	13,291
应付帐款	844	974	1,095	1,203	1,295
短期债务	1,216	1,356	1,356	1,356	1,356
其他流动负债	732	768	1,200	1,645	2,090
流动负债总计	2,793	3,098	3,651	4,204	4,741
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,300	643	728	813	898
股本	613	613	613	613	613
储备	3,775	4,020	4,980	5,995	7,039
股东权益	4,388	4,633	5,593	6,608	7,652
少数股东权益	1,584	1,526	1,960	2,440	2,957
总负债及权益	8,480	8,374	9,972	11,625	13,291
每股帐面价值(人民币)	4.57	5.07	5.92	6.80	7.66
每股有形资产(人民币)	12.25	11.83	14.47	17.20	19.96
每股净负债/(现金)(人民币)	2.27	1.25	(1.41)	(4.40)	(7.45)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.2	17.6	20.4	18.9	17.5
息税前利润率(%)	8.6	11.5	15.6	14.4	13.2
税前利润率(%)	5.9	9.7	14.7	13.9	13.1
净利率(%)	6.8	11.9	15.7	15.2	14.6
流动性					
流动比率(倍)	1.0	0.9	1.3	1.6	1.9
利息覆盖率(倍)	6.0	10.1	12.8	12.8	12.5
净权益负债率(%)	31.7	16.5	(15.5)	(40.8)	(59.7)
速动比率(倍)	0.9	0.7	1.1	1.5	1.7
估值					
市盈率(倍)	30.6	15.2	8.0	7.9	7.9
核心业务市盈率(倍)	40.8	14.6	8.5	8.4	8.5
市净率(倍)	2.4	2.2	1.9	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	8.7	4.3	3.2	2.9	2.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	5.5	4.0	4.0	4.1
周转率					
存货周转天数	21.9	25.6	25.4	25.3	25.1
应收帐款周转天数	61.9	40.6	43.3	44.4	45.0
应付帐款周转天数	71.2	68.0	68.2	68.4	68.5
回报率					
股息支付率(%)	53.5	46.4	40.3	39.9	40.3
净资产收益率(%)	8.8	18.2	23.5	20.7	18.3
资产收益率(%)	4.6	10.1	13.2	11.8	10.5
已运用资本收益率(%)	8.4	15.6	34.1	47.9	81.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测