

## 价格主导业绩增长

——万年青（000789）2018年中报点评

2018年8月28日

推荐/首次

万年青

财报点评

<b>姓名</b>	分析师赵军胜	执业证书编号：S1480512070003
	Email:zhaojis@dxzq.net.cn	Tel:010-66554088

### 事件：

公司2018年上半年实现营业总收入40.91亿元，同比增加49.02%，实现归属于上市公司股东的净利润5.14亿元，同比增长487.15%。每股收益为0.8378元，同比增加487.11%。

### 公司分季度财务指标

指标	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
营业收入（百万元）	1039.91	1243.78	1429.07	1944.99	1159.38	1585.54	1870.13	2478.75	1725.01	2365.57
增长率（%）	-14.53%	-6.05%	1.53%	18.96%	11.49%	27.48%	30.86%	27.44%	48.79%	49.20%
毛利率	13.02%	22.59%	25.51%	28.27%	15.14%	22.16%	26.93%	33.88%	36.72%	33.59%
期间费用率（%）	12.90%	12.95%	11.51%	11.90%	12.46%	10.17%	8.85%	10.33%	9.07%	8.10%
营业利润率（%）	0.42%	9.19%	13.29%	6.99%	2.57%	13.94%	17.89%	20.66%	28.65%	26.00%
净利润（百万元）	4.25	98.72	169.51	114.12	38.89	165.19	265.31	372.63	387.21	479.03
增长率（%）	-94.96%	171.01%	201.30%	-31.24%	815.10%	67.34%	56.51%	226.51%	895.62%	189.98%
每股盈利（季度，元）	0.009	0.101	0.161	0.103	0.011	0.132	0.239	0.373	0.368	0.470
资产负债率（%）	53.29%	52.80%	49.76%	48.25%	47.91%	48.30%	49.55%	44.67%	42.82%	40.03%
净资产收益率	0.10%	2.40%	3.96%	2.60%	0.89%	3.98%	6.22%	8.04%	7.73%	9.38%
总资产收益率（%）	0.05%	1.13%	1.99%	1.35%	0.46%	2.06%	3.14%	4.45%	4.42%	5.62%

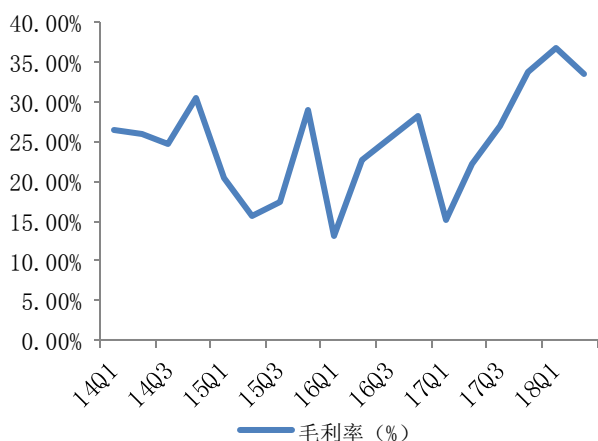
### 观点：

- **价涨为主推动营业收入同比增长。**2018年上半年，公司营业收入的增长来源于量价齐升，价格增长影响较大。其中销售水泥熟料1042.76万吨，同比增长仅5.42%，而销售水泥熟料均价为281元/吨，较上年同期上涨72元/吨，涨幅为34.37%。公司销售商品混凝土265.83万方，同比增长34.13%；销售新型墙材2.62亿标块，同比增长38.42%。混凝土均价为395元/方，较上年同期上涨91元/方，涨幅为29.75%；新型砖均价为2883元/万块，较上年同期上涨561元/万块，涨幅为24.18%。
- **降本增效和价格提升推动毛利率水平提升。**2018年上半年，公司通过拓宽采购渠道，优化人力资源配置，推进标准化管理等手段，有效控制采购成本，吨熟料标煤耗、熟料工序电耗同比均有下降。面对原材料价格大幅上涨、供应紧张的不利情况，公司营业成本为26.62亿元，较上年同期增长20.04%，大幅低于营收上涨幅度。报告期内，公司水泥吨成本为172元/吨，较上年同期上涨4元/吨，涨幅为2.65%；混凝土平均每方成本为297元/方，较上年同期上涨51元/方，涨幅为20.44%；新型砖平均每万块成本为2097元/万块，较上年同期下降443元/万块，跌幅为17.46%。在价格大幅上涨的带动下，公司毛利率为34.91%，同比提高15.72个百分点，涨幅达到81.92%。
- **期间费用率下降 盈利水平大幅提升。**由于价格提高带动公司营收大幅上升，2018年上半年，公司期间

费用率为 8.51%，同比下降 2.62 个百分点。其中，销售费用率为 2.90%，较上年同期降低 0.73 个百分点；管理费率为 4.62%，较上年同期降低 0.41 个百分点；财务费用率为 0.99%，较上年同期降低 1.48 个百分点。毛利率和期间费用率一升一降推动公司利润水平大幅提升。2018 年上半年，公司净利率 21.18%，较上年同期提升 13.75 个百分点。公司年化 ROE 为 31.56%，较上年同期提升 25.28 个百分点。

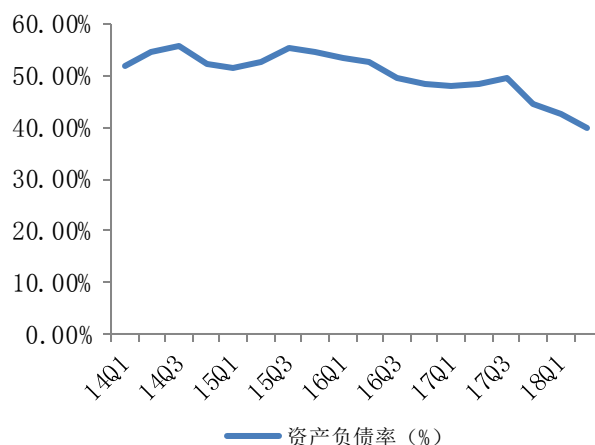
- **华东区域水泥龙头江西地位稳固。** 公司的水泥销售以江西为主，是江西省的水泥龙头企业，省内水泥市场占有率约 24%，并向福建、浙江、广东、安徽等周边省份辐射。2018 年上半年，江西省水泥需求维持稳定，水泥价格的显著上涨。报告期内，公司在江西省营业收入为 36.31 亿元，较上年同期增长 56.29%，占营业总收入的 88.76%。考虑到区域内落后产能逐步淘汰、错峰措施进一步强化、省内水泥企业协同将趋于增强，以及江西、广东等区域的水泥需求旺盛，下半年公司业绩增长可期。
- **盈利预测和投资评级：** 预计公司 2018 年到 2020 年的 EPS 分别为 1.74 元、2.01 元和 2.43 元，对应 PE 分别为 7.5 倍、6.5 倍和 5.4 倍，考虑到公司为江西省水泥龙头，市场区域需求旺盛，受益于大企业间的协同，区位优势突出，给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：** 需求改善程度不及预期。

图 1: 万年青毛利率变化



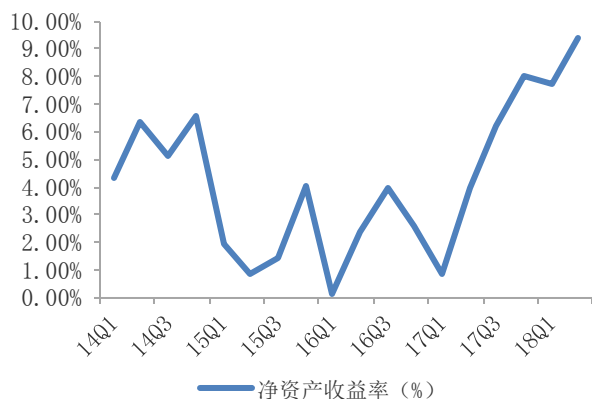
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 万年青资产负债率变化



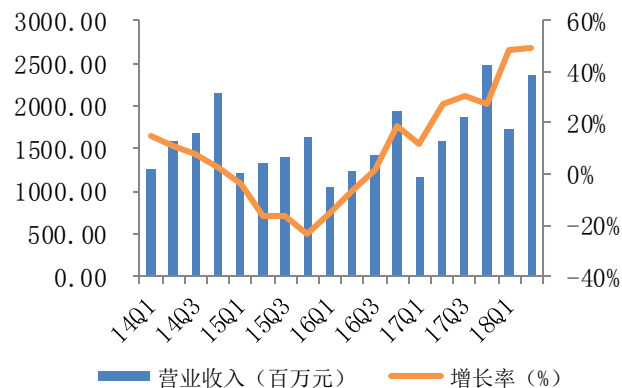
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 万年青单季度净资产收益率变化



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 万年青单季度营业收入



资料来源: wind, 东兴证券整理

**公司盈利预测表**

资产负债	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	2738.89	1076.08	3478.32	3932.44	4672.76	<b>营业收入</b>	5657.77	7093.81	9733.37	11027.62	13062.25
货币资金	1125.67	1234.66	1658.57	1879.11	2256.41	<b>营业成本</b>	4327.02	5223.63	6326.69	7167.95	8490.46
应收账款	607.92	592.17	800.00	906.38	1073.61	营业税金及	46.03	54.37	68.13	77.19	91.44
其他应收	218.92	90.35	123.97	140.46	166.37	营业费用	238.76	276.73	257.93	292.23	346.15
预付款项	126.05	133.92	143.41	154.16	166.89	管理费用	298.05	326.46	414.64	469.78	556.45
存货	339.08	497.79	606.67	687.34	814.15	财务费用	154.22	124.02	92.13	70.35	32.87
其他流动	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损	159.77	88.09	88.00	88.00	88.00
<b>非流动资</b>	5741.59	5639.00	6427.41	7031.45	7678.05	公允价值变	0.01	0.05	(0.10)	0.00	0.00
长期股权	0.00	0.00	200.00	200.00	200.00	投资净收益	10.67	10.51	11.00	11.00	11.00
固定资产	4305.27	4037.34	4263.77	4698.73	5273.05	<b>营业利润</b>	444.58	1097.52	2496.74	2873.12	3467.88
无形资产	663.71	735.92	711.39	686.86	662.33	营业外收入	91.26	15.31	15.31	15.31	15.31
其他非流	45.04	42.37	42.37	42.37	42.37	营业外支出	44.62	43.95	44.00	44.00	44.00
<b>资产总计</b>	8480.48	8374.03	9905.74	10963.89	12350.81	<b>利润总额</b>	491.22	1068.88	2468.05	2844.43	3439.19
<b>流动负债</b>	2792.68	3097.75	3249.51	2739.15	2385.37	所得税	104.62	226.86	523.72	603.59	729.80
短期借款	1216.00	1355.99	1301.05	618.17	0.00	<b>净利润</b>	386.60	842.02	1944.33	2240.84	2709.39
应付账款	660.84	741.64	884.00	1001.55	1186.34	少数股东损	157.35	379.39	874.95	1008.38	1219.23
预收款项	110.00	121.61	137.18	154.83	175.72	归属母公司	229.25	462.63	1069.38	1232.46	1490.17
一年内到	164.40	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	1028.34	1510.83	2917.47	3326.24	3937.70
<b>非流动负</b>	1299.53	642.98	619.17	619.17	619.17	<b>EPS (元)</b>	0.37	0.75	1.74	2.01	2.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务</b>					
应付债券	1008.70	509.51	509.51	509.51	509.51	比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	4092.21	3740.72	3868.68	3358.32	3004.54	<b>成长能力</b>					
少数股东	1584.15	1526.24	2061.19	3069.57	4288.79	营业收入增	1.34%	25.38%	37.21%	13.30%	18.45%
实收资本	613.36	613.36	613.36	613.36	613.36	营业利润增	11.45%	146.87%	127.49%	15.07%	20.70%
资本公积	277.91	240.88	240.88	240.88	240.88	归属于母公	-7.79%	101.80%	131.15%	15.25%	20.91%
未分配利	1751.40	2045.98	1780.78	1475.13	1105.56	<b>获利能力</b>					
归属母公	2804.13	3107.06	2946.65	2761.78	2538.26	毛利率(%)	23.52%	26.36%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>负债和所</b>	8480.48	8374.03	9905.74	10963.89	12350.81	净利率(%)	4.05%	6.52%	10.99%	11.18%	11.41%
<b>现金流</b>	单位:百万元					总资产净利	4.56%	10.06%	21.90%	24.38%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	8.18%	14.89%	36.29%	44.63%	58.71%
<b>经营活动</b>	(128.41)	(315.06)	(449.82)	(318.82)	(415.54)	<b>偿债能力</b>					
净利润	429.53	289.29	0.00	382.78	436.95	资产负债率	48.25%	44.67%	43.58%	36.54%	30.56%
折旧摊销	13.49	(1967.88)	2250.48	964.47	1094.11	流动比率	0.98	0.35	1.07	1.44	1.96
财务费用	(10.67)	(10.51)	(11.00)	(70.35)	(32.87)	速动比率	0.86	0.19	0.88	1.18	1.62
应付帐款	(61.65)	80.80	142.36	117.55	184.79	<b>营运能力</b>					
预收帐款	(0.13)	11.61	15.57	17.64	20.90	总资产周转	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动</b>	(1026.24)	(1227.90)	(1376.69)	(2170.57)	(2364.73)	应收账款周	11.57	12.48	11.46	11.08	11.31
公允价值	0.01	0.05	(0.10)	0.00	0.00	应付账款周	9.60	11.82	13.98	12.93	13.19
长期股权	0.00	0.00	200.00	0.00	0.00	每股指标					
投资收益	10.67	10.51	11.00	11.00	11.00	每股收益(最	0.37	0.75	1.74	2.01	2.43
<b>筹资活动</b>	(241.69)	46.96	423.91	0.00	0.00	每股净现金	(0.39)	0.08	0.69	0.36	0.62
应付债券	0.78	(499.19)	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.57	5.07	4.80	4.50	4.14
长期借款	(145.03)	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
普通股增	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	35.18	17.44	7.54	6.54	5.41
资本公积	0.00	(37.02)	0.00	0.00	0.00	P/B	2.88	2.60	2.74	2.92	3.18
<b>现金净增</b>	(1396.34)	(1496.00)	(1402.60)	(2489.38)	(2780.27)	EV/EBITDA	9.07	5.76	2.82	2.20	1.60

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方新财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方新财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。