证券研究报告—动态报告

建材

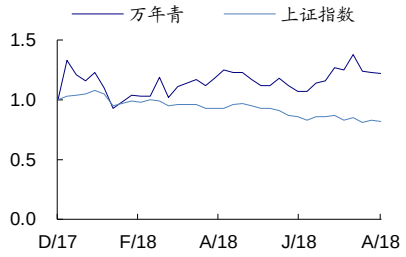
水泥Ⅱ

万年青(000789) 买入

2018 年半年报点评

2018 年 09 月 03 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	613/613
总市值/流通(百万元)	7,667/7,667
上证综指/深圳成指	2,725/8,465
12 个月最高/最低(元)	14.76/7.73

证券分析师：黄道立
电话：0755-82130685
E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511070003
联系人：陈颖
E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

区域格局好，业绩弹性大

- **收入增长 49.02%，利润增长 487.2%，EPS 0.84 元/股**

公司 2018 年 H1 实现营业收入 40.91 亿元，同比增长 49.02%，实现利润总额 10.92 亿元，同比增长 318.86%，实现归母净利润 5.14 亿元，同比大幅增长 487.2%，EPS 为 0.84 元/股。其中，Q2 单季实现营业收入 23.66 亿元，同比增长 49.2 %，实现归母净利润 2.88 亿元，同比增长 256.1%。

- **量价齐升提升盈利水平，费用管控进一步优化**

上半年产品量价齐升，公司共销售水泥(熟料)1042.76 万吨，同比增长 5.42%，销售商品混凝土 265.83 万方，同比增长 34.13%。我们测算水泥（含熟料）销售价格约 281.5 元/吨，吨成本 172.1 元/吨，吨毛利 109.3 元/吨，分别较上年同期提升 72 元、4.4 元、67.5 元；混凝土销售单价 395.3 元/方，单位成本 297.9 元/方，单位毛利 97.4 元/方，分别较上年同期提升 90.6 元、50.6 元和 40 元。费用管控进一步优化，期间费用率同比下降 2.63 个百分点至 8.51%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 0.73 个百分点、0.41 个百分点、1.48 个百分点。公司上半年综合毛利率达 34.91%，净利率为 21.18%，分别较上年同期提高 15.72 个百分点和 13.75 个百分点。

- **水泥价格高位运行，旺季有望进一步提价**

上半年水泥价格高位震荡，水泥库存相对低位运行；据数字水泥网数据，截止 8 月 24 日，江西及华东地区库容比分别同比降低 9.57 和 7.07 个百分点，水泥价格分别达 410 和 452 元/吨，同比增长 35.1%和 34.3%。8 月以来，江西部分地区水泥价格上调 20-30 元/吨，且库存仍处于较低水平，随着需求旺季到来，水泥价格仍有较强涨价动力。

- **区域格局好，弹性大，继续给予“买入”评级**

公司拥有 13 条熟料生产线，熟料设计产能近 1400 万吨/年，水泥设计产能近 2500 万吨/年，业务主要集中在江西和福建，并向浙江、广东等周边省份辐射，其中江西市场占有率一直位居前列，区位优势明显。受益区域需求稳健增长和供给格局良好，全年高增长可期，公司业绩弹性大，预计 18-20 年 EPS 分别为 1.79/1.98/2.16 元/股，对应 PE 为 7.0/6.3/5.8x，继续给予“买入”评级。

- **风险提示：**水泥需求超预期下降；东北地区水泥跨区域南下

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,658	7,094	9,520	10,796	12,102
(+/-%)	1.3%	25.4%	34.2%	13.4%	12.1%
净利润(百万元)	229	463	1097	1213	1327
(+/-%)	-7.8%	101.8%	137.1%	10.6%	9.4%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.75	1.79	1.98	2.16
EBIT Margin	13.2%	17.1%	26.6%	25.6%	24.7%
净资产收益率(ROE)	8.2%	14.9%	27.5%	24.5%	22.1%
市盈率(PE)	33.4	16.6	7.0	6.3	5.8
EV/EBITDA	10.0	6.9	4.1	3.5	3.3
市净率(PB)	2.73	2.47	1.92	1.55	1.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1235	1943	2191	3385
应收款项	788	1037	1152	1266
存货净额	498	627	731	842
其他流动资产	214	408	394	480
流动资产合计	**2735**	**4015**	**4469**	**5974**
固定资产	4067	3956	3874	3824
无形资产及其他	736	706	677	648
投资性房地产	836	836	836	836
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**8374**	**9513**	**9856**	**11281**
短期借款及交易性金融负债	1356	1300	300	315
应付款项	974	1237	1459	1696
其他流动负债	768	901	1068	1199
流动负债合计	**3098**	**3439**	**2827**	**3210**
长期借款及应付债券	510	510	510	510
其他长期负债	133	(117)	(320)	(547)
长期负债合计	**643**	**393**	**189**	**(38)**
负债合计	**3741**	**3832**	**3016**	**3172**
少数股东权益	1526	1697	1885	2092
股东权益	3107	3985	4955	6017
负债和股东权益总计	**8374**	**9513**	**9856**	**11281**

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.75	1.79	1.98	2.16
每股红利	0.86	0.36	0.40	0.43
每股净资产	5.07	6.50	8.08	9.81
ROIC	15%	30%	33%	35%
ROE	15%	28%	24%	22%
毛利率	26%	35%	34%	33%
EBIT Margin	17%	27%	26%	25%
EBITDA Margin	23%	29%	28%	27%
收入增长	25%	34%	13%	12%
净利润增长率	102%	137%	11%	9%
资产负债率	63%	58%	50%	47%
息率	6.9%	2.9%	3.2%	3.5%
P/E	16.6	7.0	6.3	5.8
P/B	2.5	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.9	4.1	3.5	3.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**7094**	**9520**	**10796**	**12102**
营业成本	5224	6197	7136	8108
营业税金及附加	54	97	110	123
销售费用	277	286	324	363
管理费用	326	410	461	514
财务费用	124	85	51	17
投资收益	11	10	10	10
资产减值及公允价值变动	(88)	0	0	0
其他收入	86	80	80	80
营业利润	1098	2534	2803	3067
营业外净收支	(29)	0	0	0
利润总额	**1069**	**2534**	**2803**	**3067**
所得税费用	227	538	595	651
少数股东损益	379	900	995	1088
归属于母公司净利润	**463**	**1097**	**1213**	**1327**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	463	1097	1213	1327
资产减值准备	(72)	(2)	(2)	(1)
折旧摊销	437	262	268	275
公允价值变动损失	88	0	0	0
财务费用	124	85	51	17
营运资本变动	96	(422)	(24)	(170)
其它	18	172	190	208
经营活动现金流	**1030**	**1108**	**1646**	**1639**
资本开支	39	(124)	(155)	(194)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	**39**	**(124)**	**(155)**	**(194)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(528)	(219)	(243)	(265)
其它融资现金流	**97**	**(56)**	**(1000)**	**15**
融资活动现金流	(960)	(275)	(1243)	(250)
现金净变动	109	708	248	1194
货币资金的期初余额	1126	1235	1943	2191
货币资金的期末余额	1235	1943	2191	3385
企业自由现金流	1527	1709	2267	2269
权益自由现金流	1624	1586	1226	2271

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032