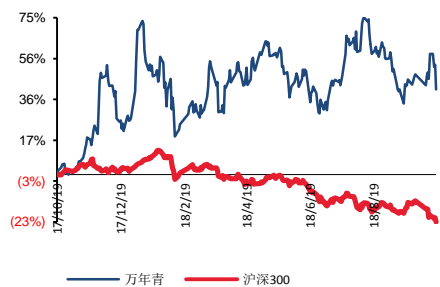


材料 材料 II

地产悲观预期或见底, 江西水泥龙头蓄势待发

■ 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)	6,949/6,949
12 个月最高/最低(元)	14.34/8.26

相关研究报告:

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

报告摘要

我们认为市场低估了江西水泥市场四季度及 2019 年的景气度。考虑到包括江西省在内, 全国房地产库存处于低位, 货币政策相对 2007 年房地产调控时更加友好, 城镇化进程支撑中长期需求, 我们认为房地产新开工不会出现严重下滑, 同时基建投资也将维持高位, 从而支撑水泥需求。供给侧方面, 江西及邻近省份今年错峰停窑强度不减, 库存处于历史低位, 且江西省内直至 2019 年底前预计无新增产能, 因此我们预计江西省水泥供需格局将维持良好, 为旺季涨价创造良好条件, 四季度及 2019 年将保持高景气度。我们认为当前市场对房地产过于悲观, 因此低估了这一趋势。

江西水泥龙头蓄势待发。公司目前是江西省第二大水泥生产商, 90% 以上产能位于集中度高, 产能过剩少的赣东北及赣南地区, 价格弹性较大, 因此我们认为公司会是 2018 年四季度江西水泥行业高景气的最大受益者。公司成本管控领先行业, 且产能置换完成后成本还有进一步下降的空间, 同时商混业务的稳定发展也将完善公司水泥产业链的布局, 提升公司中长期的盈利能力, 因此我们看好公司中长期的发展。

估值处于底部, 有望迎来修复。公司目前估值处于底部, 反映了市场对于房地产的悲观预期及其影响水泥需求的担忧。我们认为随着水泥行业高景气度的逐步确认, 公司估值有可能得到修复, 上升至 2016 年下半年水泥行业复苏以来的 7.5 倍左右。

投资建议: 预计 18-20 年公司归母净利润分别为 12.1、12.6 和 13.7 亿元, EPS 分别为 1.97、2.06 和 2.23 元, 同比增长 161.8%、4.1% 和 8.4%。给予公司基于 2019 年盈利预测 7.5 倍 PE 的估值, 对应目标价 15.4 元, 对应当前股价上升空间 21.4% 左右, 给予“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7094	9742	10247	10774
(+/-%)	25.38	37.33	5.18	5.14
净利润(百万元)	463	1211	1261	1367
(+/-%)	101.80	161.81	4.13	8.41
摊薄每股收益(元)	0.75	1.97	2.06	2.23
市盈率(PE)	13.94	5.74	5.51	5.08

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

投资故事.....	4
盈利预测与投资建议.....	5
江西供需格局预计保持良好.....	6
房地产无需过度悲观.....	6
基建高位维稳支撑江西水泥需求.....	8
错峰生产强度不减,旺季涨价确定性高.....	9
去产能执行情况决定中长期供需格局.....	10
赣南及赣东北是我们更加青睐的市场.....	10
万年青:深耕本土,江西龙头蓄势待发.....	13
良好布局带来水泥价格高弹性.....	13
水泥成本控制良好且有进一步下行空间.....	14
发展商混业务,进一步补全水泥产业链布局.....	15
三废退税减小盈利波动.....	16
需求端悲观预期有望修复,估值中枢上移可期.....	16
风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 公司水泥盈利预测.....	5
图表 2: 南昌房地产成交及库存.....	6
图表 3: 赣州房地产成交及库存.....	6
图表 4: 九江房地产成交及库存.....	7
图表 5: 景德镇房地产成交和库存.....	7
图表 6: 全国房地产新开工面积仍能保持稳定增长.....	7
图表 7: 大型金融机构存款准备金率.....	8
图表 8: 中长期人民币贷款基准利率.....	8
图表 9: 截止 2017 年底城镇化率.....	8
图表 10: 江西省十三五基建规划.....	9
图表 11: 江西省水路公路投资额.....	9
图表 12: 江西省月度水泥产量.....	9
图表 13: 供给侧改革相关政策.....	9
图表 14: 南昌 42.5 标号散装水泥分年度价格.....	10
图表 15: 江西地区分年度平均库存.....	10
图表 16: 江西省水泥企业市场份额-产能口径.....	10
图表 17: 江西水泥分区域格局及当地主要大型企业.....	11
图表 18: 赣南地区市场份额.....	12
图表 19: 赣东北地区市场份额.....	12
图表 20: 赣西北地区市场份额.....	13
图表 21: 公司熟料生产线以及权益产能列表.....	14
图表 22: 公司熟料产能按区域分布.....	14
图表 23: 2018 年上半年 A 股主要水泥公司吨三费比较.....	15

图表 24: 目前江西省境内主要大企业熟料生产线平均规模.....	15
图表 25: 万年青产能置换前后生产线平均规模对比	15
图表 26: 万年青 12 个月预测 PE BAND	16

投资故事

1、我们认为市场低估了江西水泥行业 2018 年四季度及 2019 年的景气度。考虑到目前全国房地产库存处于低位,当前货币政策相对于 2007-2008 年房地产调控时更为友好,且城镇化进程支撑中长期需求,我们认为地产开发商土地购置及新开工不会出现迅速下滑,同时由于基建补短板基调的确定且江西省十三五规划基建项目强度较大,江西省基建投资也将维持高位,因此我们认为江西省水泥需求在 2018 年四季度及 2019 年将保持稳定。而就供给侧而言,今年江西省及其邻近省份停窑强度不减,库存处于历史低位,且在 2019 年年底各公司产能置换开始逐步落地前,江西省内预计没有新增有效产能,因此我们认为江西省水泥供需格局将保持良好,为即将到来的旺季涨价创造良好条件,使得水泥市场在 2018 年四季度及 2019 年保持较高的景气度。我们认为由于对房地产过度悲观,当前市场低估了这一趋势;

2、赣南和赣东北是我们更青睐的市场。如果对江西市场进行进一步细分,赣南(包括赣州)及赣东北(包括鹰潭、上饶、景德镇和抚州)由于市场集中度高,产能过剩相对较少而具有较高的价格弹性,是我们更加喜欢的细分市场。而赣西北地区(包括萍乡、吉安、新余、宜春、南昌和九江)生产企业较多,产能过剩相对严重,市场集中度低,是省内竞争相对更加激烈的市场;

3、区位优势合理,成本管控得力且有下降空间,江西龙头蓄势待发。公司是江西省第二大水泥生产企业,按产能口径在江西省内市场份额 22.6%左右,仅次于合并后的中国建材。公司 94%产能位于集中度高且价格弹性大的赣南及赣东北市场,因此我们认为公司将是江西水泥行业高景气度的最大受益者。同时,根据我们测算,公司水泥吨三费仅 24 元/吨,成本管控行业领先,且未来产能置换后随着生产线平均规模的提升成本还有进一步下降空间。同时,自公司 2011 年进入商混领域以来,混凝土业务稳定发展,使得公司完善了水泥全产业链的布局。省内龙头地位,良好的成本管控及完整的产业链布局使得我们看好公司中长期发展;

4、估值处于底部,有望得到修复,对应上升空间 36.1%。公司目前股价对应我们 2019 年盈利预测 PE 仅 5.5 倍,估值处于历史底部,我们认为这是由于当前市场对房地产过度悲观造成的。我们认为随着 2018 年四季度及 2019 年江西水泥行业高景气度被逐步确认,公司估值有望得到修复,上升至自 2016 年下半年水泥行业复苏以来的平均水平 7.5 倍,对应当前上升空间 36.1%左右;

盈利预测与投资建议

我们认为尽管由于政策收紧房地产行业面临下行压力，但由于库存低，货币政策友好且城镇化支撑长期需求，开发商土地购置及新开工不会出现快速下滑，同时考虑到江西省内基建投资将高位维稳，今年停窑天数更多且 2019 年年底不会有新增产能投产，我们认为江西水泥市场将在 2018 年四季度及 2019 年保持较高的景气度，而当前市场由于对于房地产过度悲观而低估了这一趋势。公司作为区位优势合理的省内龙头企业，将是水泥行业高景气度的最大受益者。保守预计 18-20 年公司归母净利分别为 12.1、12.6 和 13.7 亿元，EPS 分别为 1.97、2.06 和 2.23 元，同比增长 161.8%、4.1 %和 8.4%，对应当前 PE 估值分别为 5.7、5.5 和 5.1 倍，给予“买入”评级。

图表 1: 公司水泥盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
水泥及熟料销量 (万吨)	2,242	2,273	2,367	2,367	2,367
水泥及熟料均价 (元/吨)	198	238	298	304	310
水泥及熟料吨毛利 (元/吨)	49	68	122	125	131
混凝土销量 (万立方米)	398	472	613	675	742
混凝土平均售价 (元/立方米)	286	325	407	419	427
混凝土方毛利 (元/立方米)	57	64	106	115	119
收入 (亿元)	56.6	70.9	97.4	102.5	107.7
净利润 (亿元)	2.3	4.6	12.1	12.6	13.7
净利率	4.1%	6.5%	12.4%	12.3%	12.7%
同比增幅	-7.8%	101.8%	161.8%	4.1%	8.4%

资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究所

截止 18 年上半年, 公司净负债率仅 10.7%, 2008 年起历年经营现金流均超过净利润, 盈利质量高。由于资本开支下降, 公司自 2016 年起显著提高了分红比例, 而我们认为公司完成产能置换后, 随着资本开支进一步下降, 分红率还有提升空间。低负债及高分红使得公司具有良好的中长期投资价值。

江西供需格局预计保持良好

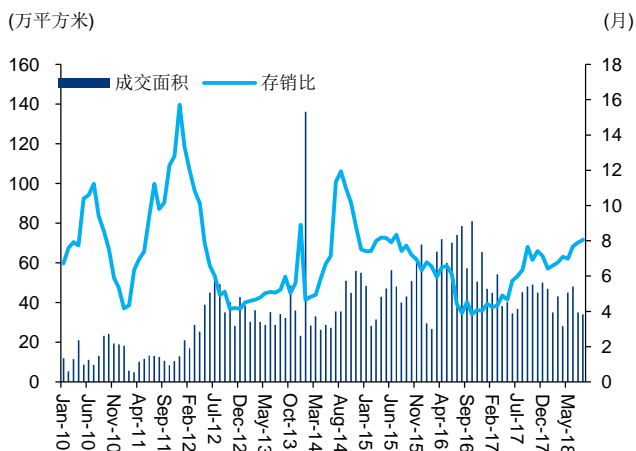
我们认为江西水泥市场在 2018 年 4 季度及 2019 年将保持较高的景气度。从需求角端而言，尽管房地产面临较大下行压力，但考虑到整体的低库存及相对于 2007 年房地产调控时更加友好的货币政策，且由于国家基建补短板基调的确定，我们认为直至 2020 年底江西水泥需求还将处于平台期。从供给端角度而言，江西今年错峰生产力度加大，且在 2019 年年底前不会因为产能置换而增加有效产能，因此我们认为供给端在 2019 年底前会继续收缩，使得江西水泥的供需格局保持当前的良好状态。我们认为由于市场对于地产需求过度悲观，这一趋势目前被低估。

房地产无需过度悲观

尽管自 2018 年年中开始由于坚定的去杠杆及棚改货币化的停止，全国绝大多数地区房地产行业面临很大的下行压力，但我们认为无需对江西乃至全国房地产过度悲观，因为经过两年的去库存，多数地区库存处于相对历史低位，且当前货币政策相较 2007-2008 年房地产调控时更加友好。如果考虑城镇化带来的需求，则江西乃至全国房地产长期需求也有支撑。

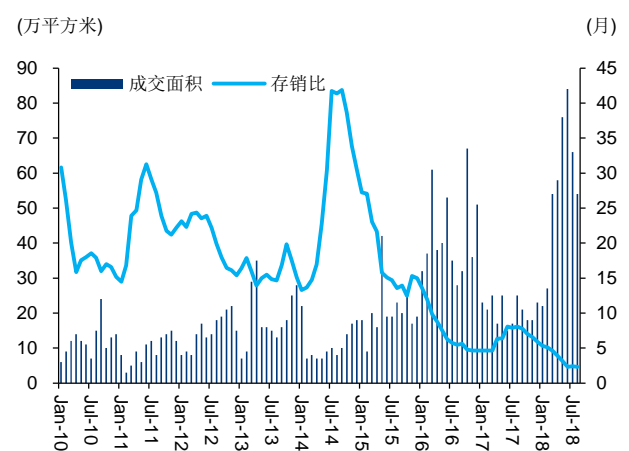
我们认为低库存将使得地产开放商购买土地及新开工不会迅速下滑。截止 2018 年 8 月，全国百城房地产库存约为 9 个月，如果就江西主要城市而言，南昌、赣州、九江、景德镇存销比分别在 8.1 天、2.3 天、13.3 天及 6.2 天，除九江外，各地库存均处于历史相对低位。低库存下，2018 年 1-8 月，我国地产新开工面积累计同比上升 15.9%，其中 7、8 月单月新开工分别同比增长 29.4% 及 26.6%，因此我们认为低库存使得地产开放商面临政策收紧时无需过度降低土地购置及开工速度。我们预计新开工数据 2018 年将保持稳定增长，而因为新开工是水泥需求最集中的阶段，我们同样认为水泥需求在未来几个季度内可以维持稳定。

图表 2: 南昌房地产成交及库存



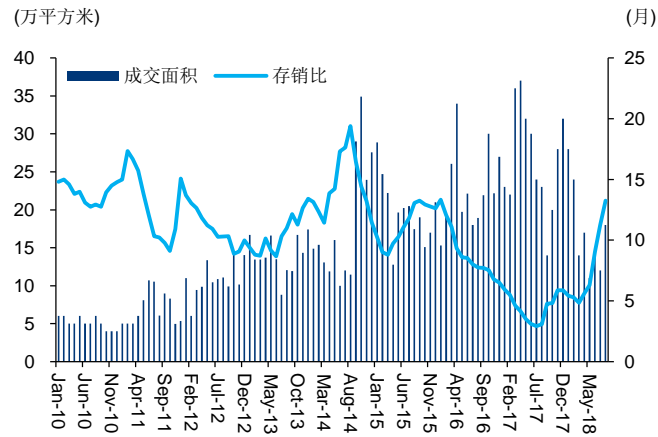
资料来源：易居，太平洋证券研究院

图表 3: 赣州房地产成交及库存



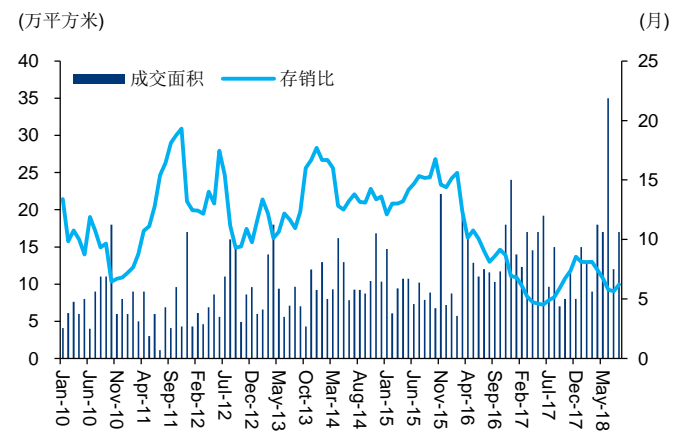
资料来源：wind，太平洋证券研究院

图表 4: 九江房地产成交及库存



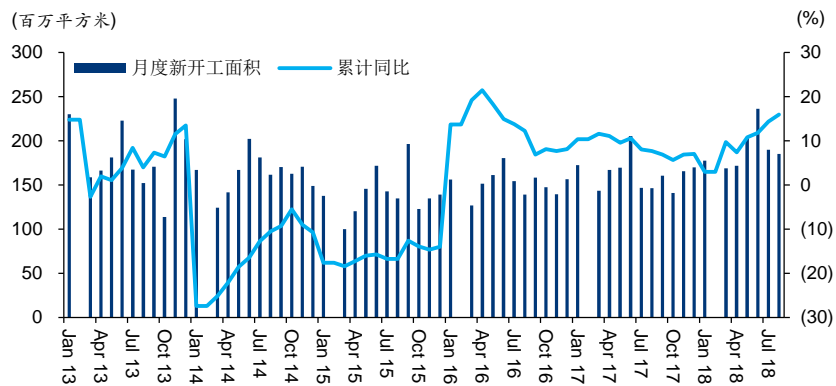
资料来源: 易居, 太平洋证券研究院

图表 5: 景德镇房地产成交和库存



资料来源: 易居, 太平洋证券研究院

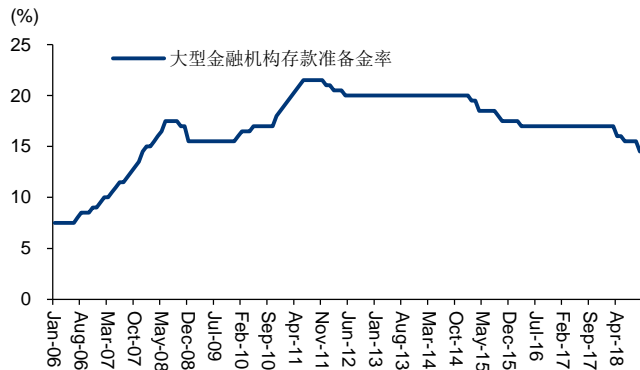
图表 6: 全国房地产新开工面积仍能保持稳定增长



资料来源: Wind, 统计局, 太平洋证券研究院

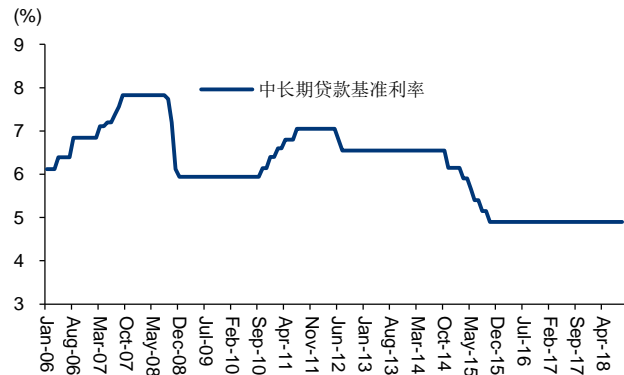
我们认为当前相对**2007年至2008年**房地产调控时更加友好的货币政策将帮助房地产行业实现平稳过渡。2007年时,为防止房地产过热,国家除专项限购政策外,还采取了紧缩的货币政策,多次上调存款准备金率及贷款基准利率,使得存款准备金率/基准贷款利率从2016年底的9.0%/6.84%上升至2017年底的14.5%/7.83%,2008年上半年就存款准备金率而言货币政策继续收紧,直至下半年美国金融危机爆发央行才放松货币政策稳定经济。与之相反,2018年以来,为稳定经济发展,货币政策一直保持友好,三次降准后存款准备金率由2017年年末的17%下降至当前的14.5%,基准贷款利率保持稳定,因此我们认为相对友好的货币政策也将帮助房地产行业实现平稳过渡。

图表 7: 大型金融机构存款准备金率



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 8: 中长期人民币贷款基准利率



政府融资限制的放松，我们认为基建最艰难的时刻已经过去，江西基建将在十三五期间内稳定发展，支撑水泥需求。

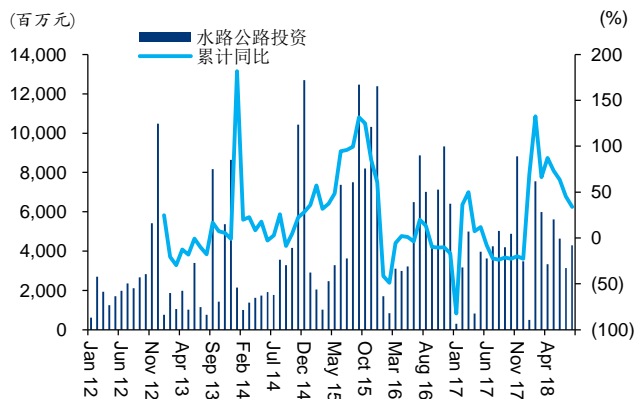
图表 10: 江西省十三五基建规划

	2015 年末	2020 年末
铁路运营里程 (公里)	4,031	5,000
其中: 高铁运营里程 (公里)	570	1,500
高速公路通车里程 (公里)	5,088	6,000

资料来源: 江西省人民政府, 太平洋证券研究院

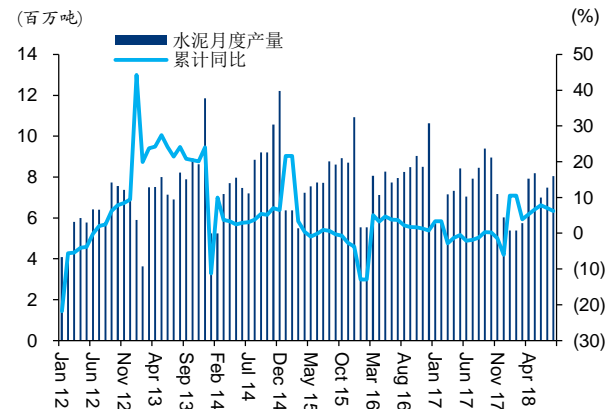
今年 1-8 月, 江西水路公路投资累计约 350 亿元, 同比增长 34%, 水泥产量 5500 万吨, 同比增长 6.2%。考虑到今年以来全国范围内更大规模且更加严格的错峰生产以及对 PPP 和地方政府债务的审核及清理, 我们认为公路水路投资和水泥产量的同比增长体现了江西省内稳定的水泥需求增长。

图表 11: 江西省水路公路投资额



资料来源: 交通部, 太平洋证券研究院

图表 12: 江西省月度水泥产量



资料来源: 数字水泥网, 太平洋证券研究院

错峰生产强度不减, 旺季涨价确定性高

就淡季错峰生产而言, 尽管环保限产有纠偏趋势, 但江西及其邻近省份 2018 年淡季错峰生产仍保持 2017 年的强度, 部分省份甚至比 2017 年更为严格, 例如江西地区, 2018 年额外要求环境敏感期多停窑 10 天, 湖北地区要求的非冬季错峰生产停窑时间也比 2017 年增加 10 天。更加严格的错峰生产叠加良好的需求使得目前江西熟料库存仅 40% 左右, 处于历史低位, 为即将到来的旺季创造良好的涨价条件。而目前江西水泥价格已经高于 2017 年四季度涨价前同期水平, 我们认为良好的供需将使得江西水泥价格有望在 2018 年四季度再创新高。

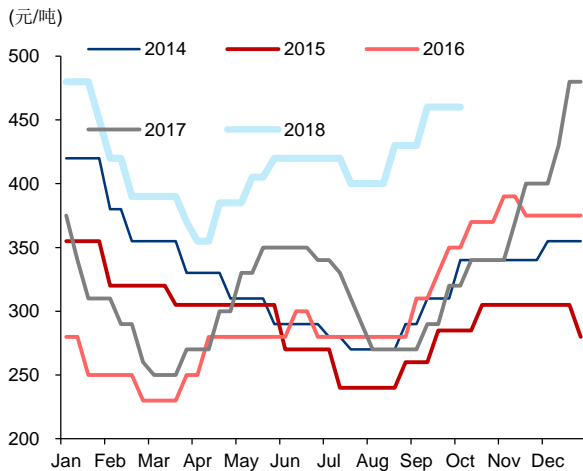
图表 13: 供给侧改革相关政策

	2018 年	2017 年
江西省	全年 55 天, 其中春节 35 天, 夏季 10 天, 环境敏感期 10 天	春节 35 天, 6 月 1 日至 8 月 20 日每条线停窑 10 天, 合计 45 天
湖北省	非冬季错峰停产需达到 30 天以上, 其中三季度 15 天	8-9 月停窑 20 天

湖南省	全年不少于 85 天，其中一季度不少于 35 天，5-6 月 15 天，7-8 月 15 天，四季度不少于 20 天	全年每条线 100 天，其中二季度 20 天
广东省	2-4 月淡季停窑 20 天，6-8 月停窑 10 天	春节期间停窑 20 天，6-8 月停窑 10 天

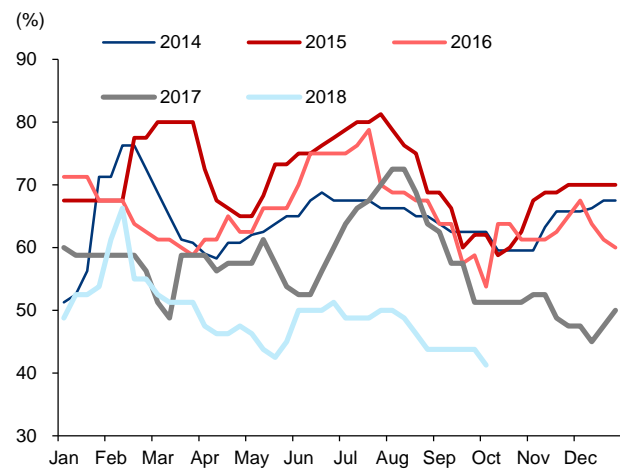
资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

图表 14：南昌 42.5 标号散装水泥分年度价格



资料来源：数字水泥网，太平洋证券研究院

图表 15：江西地区分年度平均库存



资料来源：数字水泥网，太平洋证券研究院

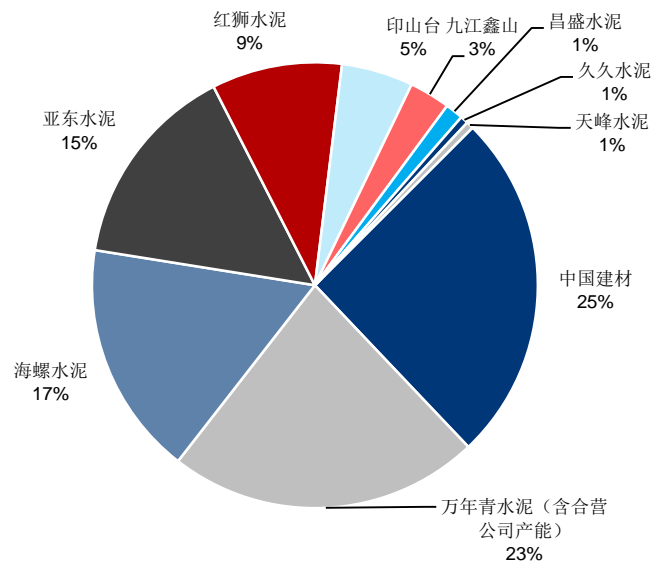
去产能执行情况决定中长期供需格局

江西地区供需关系处于弱平衡状态，因此新增产能边际效应较大。2016 年年底弋阳地区新增一条 5000 吨/日产线造成了江西地区为期数月的价格战，使得江西成为华东地区价格洼地。我们注意到自 2019 年年底开始，红狮水泥和浙江何家山水泥等可能通过产能置换进入江西，增加江西省内有效产能。因此我们认为中长期而言，去产能的执行情况将决定江西地区的供需格局。

赣南及赣东北是我们更加青睐的市场

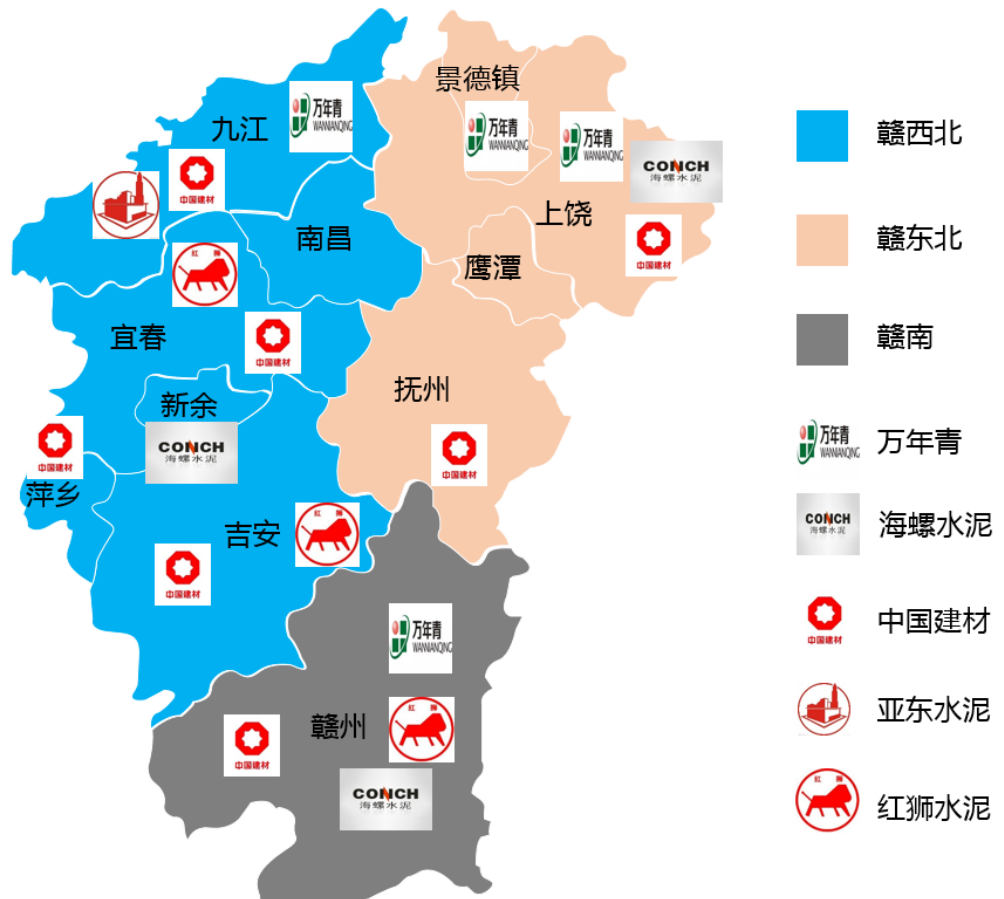
尽管江西省毗邻长江，运输条件便利，但因为华新和海螺两大企业在长江流域的布局，江西省内所产水泥较少通过长江北上销售，全省水泥市场较为封闭，水泥基本自产自销。江西市场整体集中度较高，CR5 目前 89% 左右。如果再进行地域细分，赣南（赣州）和赣东北（包括上饶、鹰潭、景德镇和抚州）由于产能少，集中度高，是我们更加喜欢的市场，而赣西北（包括萍乡、吉安、新余、宜春、南昌和九江）因为产能相对过剩且集中度低，是江西省内竞争较为激烈的市场。

图表 16：江西省水泥企业市场份额-产能口径



资料来源：水泥地理，太平洋证券研究院

图表 17：江西水泥分区域格局及当地主要大型企业

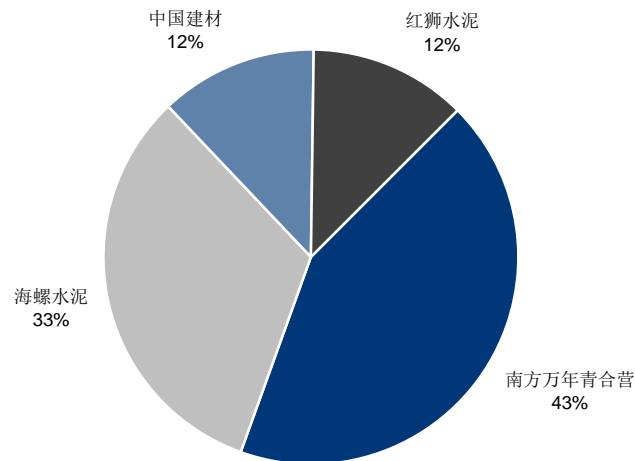


资料来源：水泥地理，太平洋证券研究院

截止目前，赣南（包括赣州）已投产熟料产能 40700 吨/日，占全江西产能 21.2%左右。

赣南地区集中度较高，万年青、南方（包括各自控股产能及南方万年青合营公司产能）及海螺三大公司占比 88% 左右，此外红狮水泥还有一条 5000 吨/日生产线，占当地产能比重 12%。由于三大公司产能占比高，且中国建材与海螺水泥、万年青有良好的合作关系，当地市场集中度高且协同程度较高。

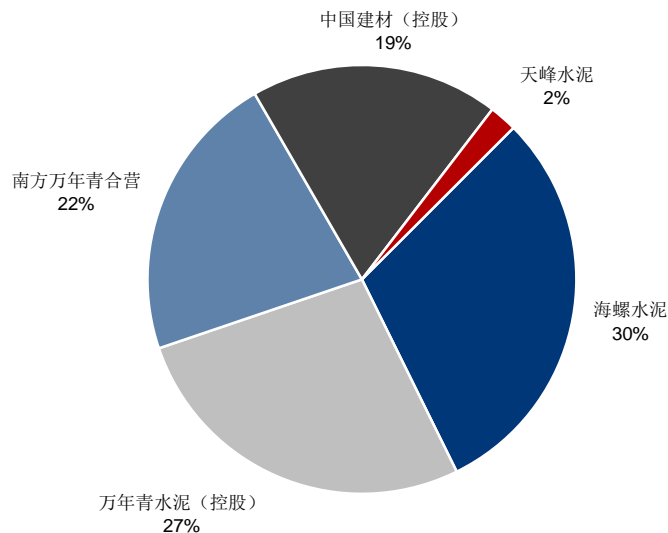
图表 18: 赣南地区市场份额



资料来源: 水泥地理, 太平洋证券研究院

截止目前，赣东北（包括上饶、鹰潭、景德镇和抚州）已投产熟料产能 48000 吨/日，占全江西产能 24.9% 左右，万年青、中建材南方（包括各自控股生产线及南方万年青合营公司）和海螺水泥三大企业产能合计占比 98% 左右，集中度较赣南地区更高。除三大公司外仅天峰水泥在赣东北有一条 1000 吨/日的熟料生产线，对当地格局影响很小。赣东北地区水泥价格弹性在全省相对较大，旺季水泥价格上升幅度通常较高。

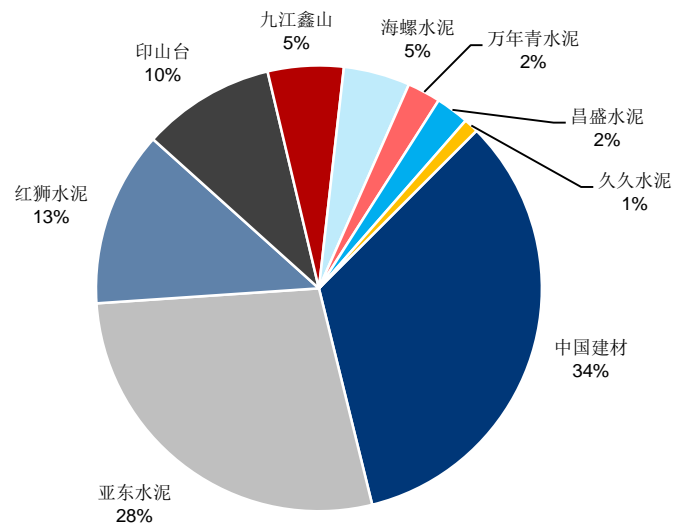
图表 19: 赣东北地区市场份额



资料来源: 水泥地理, 太平洋证券研究院

截止目前，赣西北（包括萍乡、吉安、新余、宜春、南昌和九江）已投产熟料产能 103700 吨/日，占江西全省的 53.9%。赣西北一共 9 家水泥集团，中国建材（合并口径，包括两条中材水泥生产线）和亚东水泥是当地最大的生产企业，产能分别占当地的 34%与 28%，红狮水泥在 2018 年新投产生产线后，产能占比上升至 13%。赣西北市场集中度较低，按照产能口径 CR3 仅 75%左右，低于赣南和赣东北，是江西竞争较为激烈的市场。

图表 20: 赣西北地区市场份额



资料来源：水泥地理，太平洋证券研究院

万年青：深耕本土，江西龙头蓄势待发

万年青全部水泥产能位于江西省内，除少部分水泥销往福建及广东外，大部分水泥均为省内销售。目前公司是江西省内第二大水泥生产企业，控股产能与南方万年青合营产能合计占江西省内水泥产能的 22.6%，仅次于合并后的中国建材（不包括南方万年青合营产能）。截止目前，公司拥有万年、玉山、瑞金、于都、乐平 5 个熟料生产基地及南昌、寻乌、福清等多个粉磨站。

良好布局带来水泥价格高弹性

截止目前，万年青已投产生产线 13 条，其中 54%的产能位于赣东北，40%的产能位于赣南，赣西北地区仅有三环水泥厂一条 2500 吨/日的生产线（日后会通过产能置换关停拆除）。由于公司绝大多数生产线位于供需关系好、市场集中度高的赣南和赣东北地区，公司水泥价格具有较高弹性。我们预计 2018 年/2019 年，公司水泥熟料平均价格同比上升 25%/2%，至 298 元/吨及 304 元/吨，对应 2018 年四季度平均售价环比三季度上涨 30 元/吨。考虑到 2018 年以来由于环保压力及国际经济形势原材料及燃料涨价压力较大，我们预计 2018 年/2019 年公司水泥单位成本同比小幅上升 3%/2%，吨毛利上升至 122

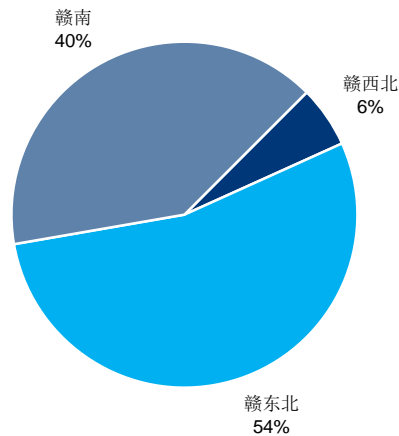
元/吨及 125 元/吨。

图表 21: 公司熟料生产线以及权益产能列表

省份	地级市	企业名称	建设规模 (吨/日)	熟料产能 (万吨)	万年青持股 比例	权益熟料产 能(万吨)	投产年份
江西省	赣州市	江西瑞金万年青公司水泥厂一线	5,000	155	50%	78	2004
江西省	赣州市	江西兴国水泥有限公司二线	2,500	78	40%	31	2008
江西省	赣州市	江西瑞金万年青公司水泥厂二线	5,000	155	50%	78	2009
江西省	赣州市	江西于都万年青水泥有限公司	5,000	155	40%	62	2014
江西省	景德镇市	江西锦溪水泥有限公司一线	2,500	78	70%	54	2005
江西省	景德镇市	江西锦溪水泥有限公司二线	3,000	93	70%	65	2008
江西省	九江市	江西三环水泥有限公司	2,500	78	100%	78	2004
江西省	上饶市	江西万年万年青水泥股份有限公司三线	3,000	93	100%	93	1986
江西省	上饶市	江西万年万年青水泥股份有限公司四线	2,000	62	100%	62	2000
江西省	上饶市	江西玉山万年青水泥股份有限公司一线	2,500	78	40%	31	2003
江西省	上饶市	江西玉山万年青水泥股份有限公司二线	2,500	78	40%	31	2004
江西省	上饶市	江西万年万年青水泥股份有限公司五线	3,000	93	100%	93	2008
江西省	上饶市	江西万年万年青水泥股份有限公司六线	5,000	155	100%	155	2010
合计			43,500	1,349		910	

资料来源: 水泥地理, 太平洋证券研究院

图表 22: 公司熟料产能按区域分布

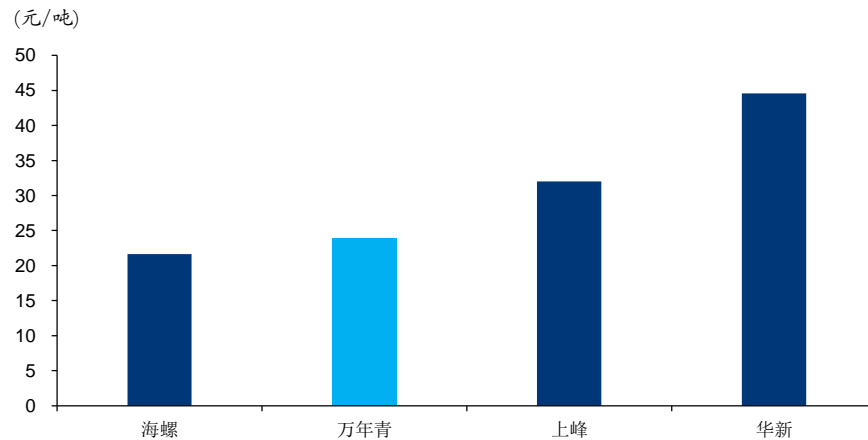


资料来源: 水泥地理, 太平洋证券研究院

水泥成本控制良好且有进一步下行空间

受益于良好的区位优势与渠道优势, 公司水泥业务成本控制能力业内领先。我们估算 2018 年上半年, 公司水泥吨三费约 24 元/吨, 明显低于行业内除海螺水泥外的其他主要企业, 体现良好费用管理能力。

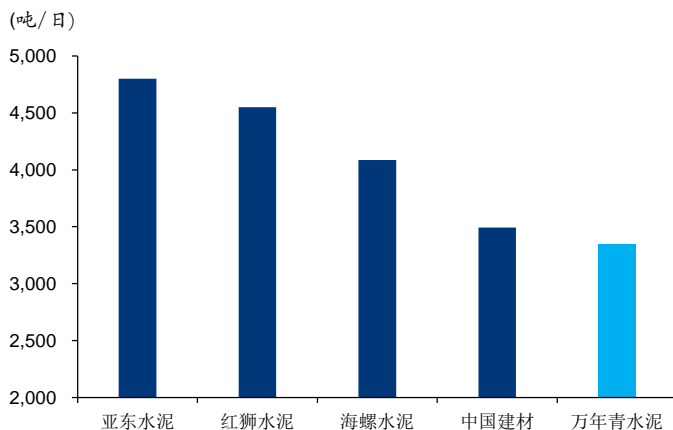
图表 23: 2018 年上半年 A 股主要水泥公司吨三费比较



资料来源: 各公司公告, 太平洋证券研究院

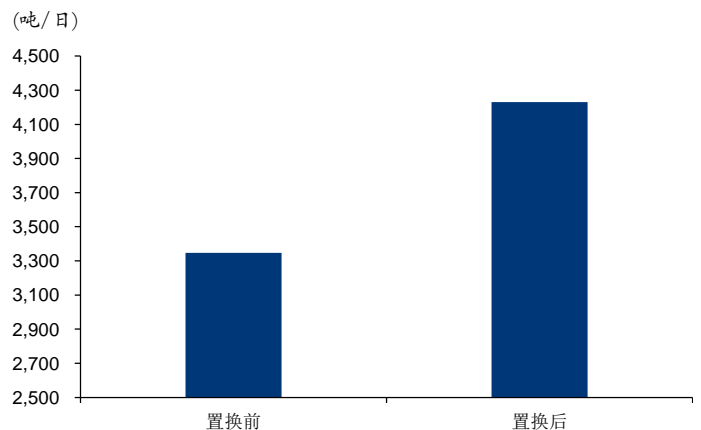
同时我们还认为尽管公司成本管控能力已属业内领先, 其成本还有进一步下行空间。根据我们统计, 由于多数生产线投产时间较早, 截止目前公司 13 条熟料生产线平均规模 3350 吨/日左右, 落后于亚东水泥、海螺水泥等省内其他主要企业。2017 年, 公司公告万年厂 2x5100 吨/日及德安县 6600 吨/日产能置换项目。由于两个项目均为等量或减量置换, 我们认为上述项目不会增加江西地区有效产能并明显改变当地供需格局。根据我们测算, 产能置换完成后, 公司生产线平均规模将提升至 4230 吨/日左右, 有助于进一步降低成本。

图表 24: 目前江西省境内主要大企业熟料生产线平均规模



资料来源: 水泥地理, 太平洋证券研究院

图表 25: 万年青产能置换前后生产线平均规模对比



资料来源: 水泥地理, 数字水泥网, 太平洋证券研究院

发展商混业务, 进一步补全水泥产业链布局

公司自 2011 年起进军商混业务, 进一步完善水泥全产业链布局。公司商混业务经营同样良好, 2018 年上半年, 尽管水泥及砂石骨料价格大幅上涨, 但是公司商混均价涨幅高于成本, 使得公司混凝土业务方毛利达到 97 元/立方米, 处于历史高位。我们预计 2018 年公司混凝土方毛利同比上升 42 元/立方米至 106 元/立方米, 创历史新高。商混业务的

发展将成为未来公司利润的增长点之一。

三废退税减小盈利波动

由于公司部分水泥产品生产过程中使用废渣混合材比例达到标准（42.5 水泥中使用量大于 20%，其他标号水泥中使用量大于 40%），根据国家 2015 年印发的《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》，公司每年该部分达标产品可以享受增值税即征即退。根据我们测算，近年来公司每年约有 7%至 10%的水泥产品享受该政策，而我们认为，稳定的三废退税可以降低盈利波动，使得公司能够更好的抵御水泥价格下降所带来的风险，例如在水泥行情较为低迷的 2012 年及 2015 年，公司三废退税产生收入可以占到税前利润的 17.3%/13.2%，是税前利润重要组成部分之一。

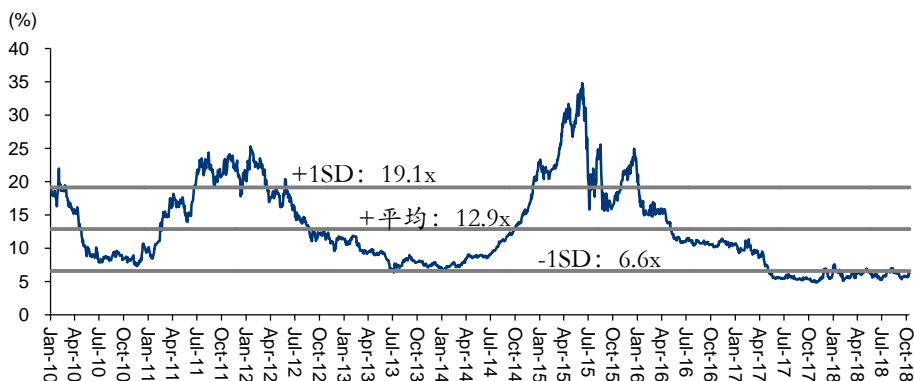
需求端悲观预期有望修复，估值中枢上移可期

截止报告日，公司股价对应我们 2019 年盈利预测仅 5.5 倍。我们认为当前股价及估值的下跌是由于对房地产需求过度悲观造成，未来随着需求端悲观预期的修复，公司估值中枢可能上移。

我们认为当前市场对房地产及其放缓所带来的水泥需求下滑过度悲观。我们认为市场对房地产的悲观预期主要由房地产上市公司 8 月及 9 月低迷的销售数据造成，但我们认为地产市场不会出现迅速下滑。如前文所述，尽管去杠杆的进行和货币化棚改的停止造成了房地产行业面临较大下行压力，但是经过两年的去库存，房地产企业库存均处于低位，因此我们认为地产开发商土地购置及开工不会迅速下滑，从而支撑水泥需求，使得水泥市场在四季度旺季保持高景气。同时，城镇化进程及国家鼓励租赁市场的政策将支撑房地产中长期需求。

我们认为在市场对房地产悲观预期修复后，公司估值中枢有可能上升至自 2016 年下半年水泥行业复苏以来的平均水平 7.5 倍，对应目前估值上升空间 36.1%左右。

图表 26: 万年青 12 个月预测 PE Band



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

风险提示

- 固定资产投资低于预期；
- 供给收缩力度低于预期；
- 原材料价格持续超预期上涨；

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。