



2018-10-25

公司点评报告

买入/维持

万年青(000789)

目标价: 17.1

昨收盘: 12.38

材料 材料II

## 18Q3 业绩超预期，四季度新高万事俱备

### ■ 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)	7,593/7,593
12 个月最高/最低(元)	14.34/8.27

### 相关研究报告:

万年青(000789)《地产悲观预期或见底,江西水泥龙头蓄势待发》  
--2018/10/19

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

**事件:**万年青 10 月 25 日发布三季报,2018 年前三季度公司实现营收 70.18 亿元(+52.06%),归母净利润 8.72 亿元(+272.58%),扣非归母净利润 8.95 亿元(+290.39%)。其中 Q3 单季度实现营收 29.27 亿元(+56.51%),实现归母净利润 3.58 亿元(+144.39%),扣非归母净利润 3.76 亿元(+156.66%)。Q1-Q3 加权 ROE25.12%,比去年同期提升 16.99%。

**投资建议:**我们认为,三季报超预期的表现反映了江西地区供需大幅度改善,由于淡季停窑比去年更加严格且目前库存处于历史低位,我们认为 Q4 价格及利润创下历史新高的概率很大。如果安徽最终按照征求意见稿执行历史上首次冬季强制错峰生产,则长江流域地区的水泥将整体供不应求,价格盈利上涨空间更大。我们上调 2018-2020 年盈利预测至 13.8、14.0、14.9 亿元,对应 EPS 分别为 2.25、2.28、2.43 元(+0.28,+0.22,+0.2 元),目前估值为 5.5、5.4、5.1 倍,上调目标价至 17.1(+1.7)元,基于 7.5 倍 2019 年净利润,维持买入评级。

**Q3 淡季不淡,价格盈利保持高水平:**根据我们测算,公司 Q3 水泥及熟料销量 656 万吨,同比增加 13.1%,不含税平均售价 307 元/吨,同比增长 91 元/吨,环比增长 24 元/吨。公司 Q3 吨成本环比 Q2 略有下降,吨毛利 122 元/吨创历史新高,同比上升 63 元/吨,环比上升 27 元/吨。Q3 销售管理进一步改善,吨三费 18 元/吨,同比下降 1 元/吨,环比下降 5 元/吨,继续保持行业领先地位。

**错峰并未大面积放松迹象:**近期各地省份陆续发布 2018 至 2019 年冬季错峰生产停窑计划,我们并未发现错峰生产有大规模放松迹象。同时,由于十三五期间巨大的环保压力,安徽发布征求意见稿,有望历史上首次执行冬季强制错峰生产。安徽是华东熟料大省,如果最终严格执行错峰生产,Q4 长江流域供需关系将得到极大改善,整个华东和长江流域都将保持极高的景气度。

**基建地产无需过度悲观:**我们注意到了近期由于低迷的基建和房地产上市公司数据,市场对基建及房地产的预期极为悲观。但我们认为,就房地产而言,目前江西主要城市地产库存均位于低位,因此未来几个季度新开工不会出现快速下滑,从而支撑水泥需求;而就基建而言,江西十三五规划基建强度较大,今年 1-8 月公路水路累计投资 350 亿元,同比增长 34%,反映了强劲的基建需求。而随着政府基建补短板基调确定以及 PPP 清库结束,基建将逐渐复苏,因此我们认为基建在未来几个季度仍能很好支撑江西水泥需求。

**资产负债表强劲，高分红预计可以持续：**公司 1-3Q 经营净现金流 14.12 亿，超过净利润，盈利质量良好。截止 Q3，公司有息负债 16.5 亿，而现金高达 17.3 亿，处于净现金状态。公司自 2016 年起由于资本开支降低而大幅提高了分红比率，而强劲的资产负债表让我们相信高分红比率可以维持。

**布局合理，四季度新高万事具备：**公司产能绝大多数分布于市场集中度高，产能过剩少的赣南和赣东北地区，市场价格弹性较大，公司作为赣南和赣东北的龙头企业，将是四季度江西水泥高景气度的最大受益者，四季度价格盈利创下新高已经万事具备。

我们认为，强劲的 Q3 业绩反映了江西地区极佳的供需关系，而江西地产和基建在未来几个季度仍能较好的支撑水泥需求，公司产能绝大多数分布在集中度高、价格弹性大的赣南和赣东北地区，将是江西水泥高景气度的最大受益者，Q4 新高可期。同时，公司处于净现金状态，且分红率高，对长期投资者同样具有吸引力。

**风险提示：**固定资产投资大幅下滑，错峰生产不及预期，原材料价格大幅上涨

■ **盈利预测和财务指标：**

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7094	10130	10550	11028
(+/-%)	25.38	42.80	4.15	4.53
净利润(百万元)	463	1380	1400	1490
(+/-%)	101.80	198.37	1.41	6.41
摊薄每股收益(元)	0.75	2.25	2.28	2.43
市盈率(PE)	13.94	5.47	5.39	5.07

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

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1126	1235	3589	5783	7332	营业收入	5658	7094	10130	10550	11028
应收和预付款项	734	726	1014	1058	1105	营业成本	4327	5224	6140	6457	6720
存货	339	498	497	522	544	营业税金及附加	46	54	78	81	85
其他流动资产	540	276	452	468	485	销售费用	239	277	395	412	430
流动资产合计	2739	2735	5552	7831	9466	管理费用	298	326	466	486	508
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	154	124	78	59	37
投资性房地产	55	57	57	57	57	资产减值损失	160	88	88	88	88
固定资产	4305	4037	3616	3198	2781	投资收益	11	11	11	11	11
在建工程	50	26	113	157	179	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	664	736	685	636	588	营业利润	445	1098	2895	2978	3171
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	47	-29	25	-18	-21
其他非流动资产	5742	5639	5254	4830	4388	利润总额	491	1069	2920	2961	3151
资产总计	8480	8374	10806	12661	13854	所得税	105	227	620	628	669
短期借款	1216	1356	1132	974	514	净利润	387	842	2300	2332	2482
应付和预收款项	771	863	998	1048	1091	少数股东损益	157	379	920	933	992
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	229	463	1380	1400	1490
其他负债	2105	1521	2663	3213	3261						
负债合计	4092	3741	4793	5235	4866						
股本	613	613	613	613	613						
资本公积	278	241	241	241	241						
留存收益	1913	2253	2713	3193	3762						
归母公司股东权益	2804	3107	3567	4047	4617						
少数股东权益	1584	1526	2446	3379	4371						
股东权益合计	4388	4633	6013	7426	8988						
负债和股东权益	8480	8374	10806	12661	13854						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	913	1590	2760	2960	3100	毛利率	23.52%	26.36%	39.39%	38.80%	39.06%
投资性现金流	-128	-315	-90	-89	-70	销售净利率	4.05%	6.52%	13.63%	13.27%	13.51%
融资性现金流	-1026	-1228	-315	-677	-1481	销售收入增长率	1.34%	25.38%	42.80%	4.15%	4.53%
现金增加额	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-2.04%	84.82%	151.30%	0.75%	5.54%
						净利润增长率	-7.79%	101.80%	198.37%	1.41%	6.41%
						ROE	8.18%	14.89%	38.69%	34.59%	32.27%
						ROA	2.70%	5.52%	12.77%	11.06%	10.75%
						ROIC	9.59%	19.21%	63.91%	73.09%	89.43%
						EPS (X)	0.37	0.75	2.25	2.28	2.43
						PE (X)	21.48	13.94	5.47	5.39	5.07
						PB (X)	1.76	2.07	2.12	1.87	1.64
						PS (X)	0.87	0.91	0.75	0.72	0.68
						EV/EBITDA (X)	5.76	4.34	1.64	1.09	0.48

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 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	liyw@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	liyangyang@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。