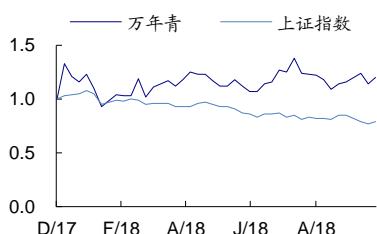


**证券研究报告—动态报告**
**建材**
**水泥 II**
**万年青(000789)**
**买入**
**2018 年三季报点评**

(维持评级)

2018 年 10 月 30 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)	7,551/7,550
上证综指/深圳成指	2,599/7,505
12 个月最高/最低(元)	14.76/7.95

**相关研究报告:**

《万年青-000789-2018 年半年报点评: 区域格局好, 业绩弹性大》——2018-09-03  
 《万年青-000789-2015 年年报点评: 期待公司多元化之路取得新成果》——2016-04-01  
 《江西水泥-000789-2012 年中报点评: 盈利基本触底, 积极向下游发展》——2012-08-23  
 《江西水泥-000789-2012 年 1 季报点评: 底部确立, 吨毛利或将企稳回升》——2012-04-27  
 《江西水泥: 整合江西 区域称王》——2009-02-22

**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号: S0980511070003

**证券分析师: 陈颖**

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

**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**
**净利润同增 273%, 现金流改善明显**
**● 收入增长 52.06%, 归母净利润增长 272.58%, EPS 1.42 元/股**

前三季度公司实现营业收入 70.18 亿, 同比增长 52.06%, 归母净利润 8.72 亿, 同比大幅增长 272.58%, 扣非后归母净利润为 8.95 亿, 同比大幅增长 290.39%, EPS 1.4216 元/股。公司 Q3 单季度收入和净利润分别为 29.27 和 3.58 亿, 分别同比增长 56.51% 和 144.39%, 主要受益于水泥等产品量价齐升。

**● 盈利能力大幅改善, 现金流改善明显**

公司前三季度实现毛利率 33.29%, 盈利能力较去年同期大幅提高 10.96 个百分点。面对原材料价格大幅上涨, 公司狠抓降本增效, 不断夯实内部管理, 提升经营质量, 努力建立现代化组织管理体系, 降低管理成本, 此外深化银企合作, 控制融资成本, 提高资金管理, 降低财务费用, 前三季度销售、管理、财务费用率分别实现 2.62%、3.96% 和 0.83%, 较去年同期分别降低 0.88、0.55、1.37 个百分点, 净利率实现 20.2%, 同比大幅提高 10.03 个百分点。现金流方面, 受益于水泥等价格大幅上涨, 公司收到现金明显增加, 前三季度经营性净现金流实现 14.12 亿元, 同比大增 124.44%。

**● 水泥价格高位运行, 库存持续下行**

年初以来, 江西及华东地区水泥价格高位震荡, 水泥库存持续下行。据数字水泥网数据, 截止 10 月 19 日, 江西及华东地区水泥价格分别为 460 和 482.14 元/吨, 分别同比增长 35.29% 和 25.70%, 均处于历史高位水平, 库容比分别持续下行至 41.25% 和 43.33%, 同比降低 10.00 和 15.21 个百分点。今年年初, 江西省要求在 2018-2020 年全省推广错峰生产, 原则上不少于 55 天, 进一步促进供给收缩, 支撑水泥价格。

**● 区域龙头优势明显, 继续给予“买入”评级**

公司具有 60 年的建厂历史, 技术力量雄厚, 在华东地区具有较高的品牌知名度, 拥有 13 条熟料生产线, 熟料设计产能接近 1400 万吨/年, 水泥设计产能接近 2500 万吨/年, 水泥产品在江西的市占率一直位居前列。目前区域需求维持相对稳健, 供给持续向好, 预计公司 18-20 年 EPS 分别为 1.99/2.20/2.40 元/股, 对应 PE 为 6.2/5.6/5.1x, 买入

**● 风险提示: 宏观经济超预期下行; 供给端超预期放松**
**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2020E
营业收入(百万元)	5,658	7,094	10,343	11,729	13,148	
(+/-%)	1.3%	25.4%	45.8%	13.4%	12.1%	
净利润(百万元)	229	463	1222	1347	1473	
(+/-%)	-7.8%	101.8%	164.1%	10.2%	9.4%	
摊薄每股收益(元)	0.37	0.75	1.99	2.20	2.40	
EBIT Margin	13.2%	17.1%	27.2%	26.2%	25.3%	
净资产收益率(ROE)	8.2%	14.9%	29.9%	26.1%	23.2%	
市盈率(PE)	33.0	16.3	6.2	5.6	5.1	
EV/EBITDA	10.0	6.8	3.8	3.2	3.0	
市净率(PB)	2.73	2.43	1.85	1.46	1.19	

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)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1235	2063	2455	3793	营业收入	7094	10343	11729	13148
应收款项	788	1126	1252	1375	营业成本	5224	6723	7753	8809
存货净额	498	682	797	917	营业税金及附加	54	105	120	134
其他流动资产	214	444	428	522	销售费用	277	269	305	342
<b>流动资产合计</b>	<b>2735</b>	<b>4315</b>	<b>4933</b>	<b>6608</b>	管理费用	326	428	481	536
固定资产	4067	3956	3874	3824	财务费用	124	85	49	14
无形资产及其他	736	706	677	648	投资收益	11	10	10	10
投资性房地产	836	836	836	836	资产减值及公允价值变动	(88)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	86	80	80	80
<b>资产总计</b>	<b>8374</b>	<b>9813</b>	<b>10320</b>	<b>11915</b>	营业利润	1098	2823	3111	3404
短期借款及交易性金融负债	1356	1300	300	315	营业外净收支	(29)	0	0	0
应付款项	974	1346	1589	1847	<b>利润总额</b>	<b>1069</b>	<b>2823</b>	<b>3111</b>	<b>3404</b>
其他流动负债	768	973	1154	1296	所得税费用	227	599	660	722
<b>流动负债合计</b>	<b>3098</b>	<b>3619</b>	<b>3043</b>	<b>3458</b>	少数股东损益	379	1002	1104	1208
长期借款及应付债券	510	510	510	510	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>463</b>	<b>1222</b>	<b>1347</b>	<b>1473</b>
其他长期负债	133	(117)	(320)	(547)					
<b>长期负债合计</b>	<b>643</b>	<b>393</b>	<b>189</b>	<b>(38)</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3741</b>	<b>4012</b>	<b>3232</b>	<b>3420</b>	净利润	463	1222	1347	1473
少数股东权益	1526	1716	1925	2154	资产减值准备	(72)	(2)	(2)	(1)
股东权益	3107	4085	5162	6340	折旧摊销	437	262	268	275
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8374</b>	<b>9813</b>	<b>10320</b>	<b>11915</b>	公允价值变动损失	88	0	0	0
					财务费用	124	85	49	14
					营运资本变动	96	(421)	(7)	(166)
					其它	18	192	211	230
					<b>经营活动现金流</b>	<b>1030</b>	<b>1253</b>	<b>1817</b>	<b>1811</b>
					资本开支	39	(124)	(155)	(194)
					其它投资现金流	(0)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>39</b>	<b>(124)</b>	<b>(155)</b>	<b>(194)</b>
					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)	(244)	(269)	(295)
					其它融资现金流	97	(56)	(1000)	15
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(960)</b>	<b>(300)</b>	<b>(1269)</b>	<b>(280)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>109</b>	<b>828</b>	<b>393</b>	<b>1338</b>
					货币资金的期初余额	1126	1235	2063	2455
					货币资金的期末余额	1235	2063	2455	3793
					企业自由现金流	1527	1936	2525	2536
					权益自由现金流	1624	1814	1486	2541

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.75	1.99	2.20	2.40
每股红利	0.86	0.40	0.44	0.48
每股净资产	5.07	6.66	8.42	10.34
ROIC	15%	34%	36%	39%
ROE	15%	30%	26%	23%
毛利率	26%	35%	34%	33%
EBIT Margin	17%	27%	26%	25%
EBITDA Margin	23%	30%	28%	27%
收入增长	25%	46%	13%	12%
净利润增长率	102%	164%	10%	9%
资产负债率	63%	58%	50%	47%
息率	7.0%	3.2%	3.6%	3.9%
P/E	16.3	6.2	5.6	5.1
P/B	2.4	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	6.8	3.8	3.2	3.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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