东兴证券
DONGXING SECURITIES

区位优势明显弹性好

——万年青（000789）2018 年三季报点评

2018 年 10 月 26 日

推荐/维持

万年青 | 财报点评

姓名	分析师赵军胜	执业证书编号：S1480512070003
	Email:zhaojs@dxzq.net.cn	Tel:010-66554088

事件：

公司披露 2018 年第三季度报告：前三季度公司实现营业收入 70.18 亿元，同比上升 52.06%，实现归属于上市公司股东的净利润 8.72 亿元，同比上升 272.58%。每股收益为 1.42 元。

公司分季度财务指标

指标	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
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	2926.94
增长率（%）	-14.53%	-6.05%	1.53%	18.96%	11.49%	27.48%	30.86%	27.44%	48.79%	49.20%	56.51%
毛利率	13.02%	22.59%	25.51%	28.27%	15.14%	22.16%	26.93%	33.88%	36.72%	33.59%	31.02%
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%	5.93%
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%	25.25%
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	551.04
增长率（%）	-94.96%	171.01%	201.30%	-31.24%	815.10%	67.34%	56.51%	226.51%	895.62%	189.98%	107.70%
每股盈利	0.009	0.101	0.161	0.103	0.011	0.132	0.239	0.373	0.368	0.470	0.584
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%	38.14%
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%	9.71%
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%	6.01%

观点：

- **量价双增 三季度营业收入同比增速向上。**江西水泥的市场主要在江西、福建和浙江地区，依靠生产线的近地优势，具备一定的成本优势。而区域固定资产投资增速保持稳定增长。2018 年 9 月江西和福建地区累计固定资产投资增速分别为 10.3%和 13.2%，2018 年全年保持相对稳定增长，保证区域需求的旺盛。承接上半向好态势，2018 年第三季度公司销售价格大幅上涨，公司实现营业收入 29.27 亿元，较上年同期增长 56.51%，增速较二季度持续向上。

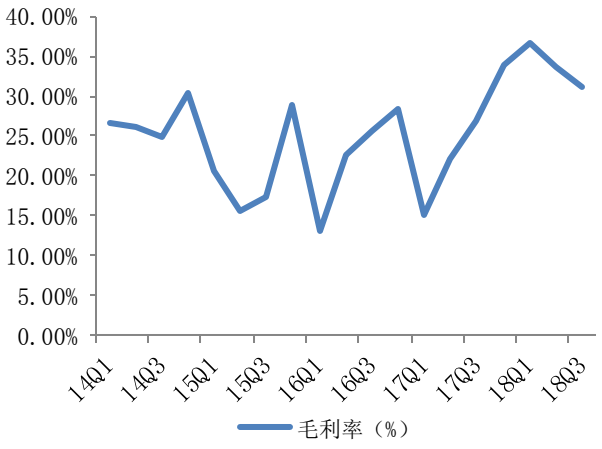
- **毛利率和费用率双推利润高速增长。**报告期内，在销售价格大幅上涨的带动下，公司营收增速快于公司营业成本的增长速度，综合毛利率同比上升 4.09 个百分点，为 31.02%。

  公司期间费用率为 5.93%，同比下降 2.92 个百分点。其中，销售费用率为 2.24%，较上年同期降低 1.07 个百分点；管理费率为 3.07%，较上年同期降低 0.68 个百分点；财务费用率为 0.62%，较上年同期降低 1.18 个百分点。报告期内公司实现归属于上市公司股东的净利润 3.58 亿元，同比增长 144.39%；净利率

18.83%，较上年同期提升 4.64 个百分点。公司单季度 ROE 为 9.99%，较上年同期增长 4.80 个百分点。

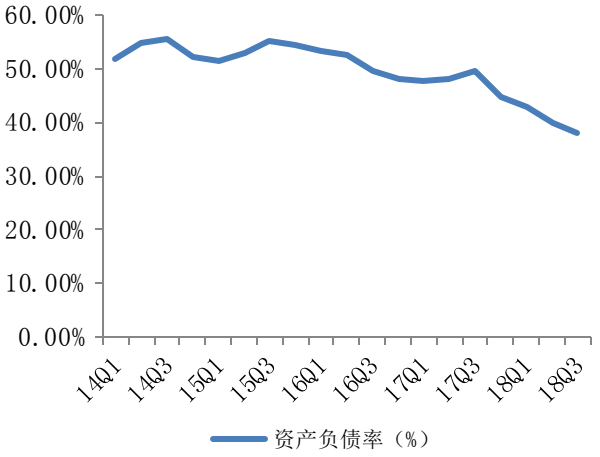
- **江西区域水泥龙头基建补短板 需求端增长稳中向好。**在国家加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资的政策下，江西省将在 2018 年到 2020 年三年中，围绕提升综合交通网络通达能力，重点实施高速公路、普通国省道改造和城市轨道项目，推进一批水运、港口码头、机场等项目，总投资将超过 4000 亿元。基础设施投资增长将有力拉动当地水泥需求，有效改善区域水泥盈利空间。万年青作为江西省内龙头企业，熟料产能市占率约为 24.22%，生产线靠近江西、福建和浙江的交界地带，受益华东三地水泥需求的旺盛。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2018 年到 2020 年的 EPS 分别为 2.14 元、2.42 元和 2.58 元，对应 PE 分别为 6 倍、5 倍和 5.5 倍，考虑到公司作为区域龙头，区位优势明显，受益于区域需求旺盛，弹性好。给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**区域水泥需求下滑超预期。

图 1：万年青毛利率变化



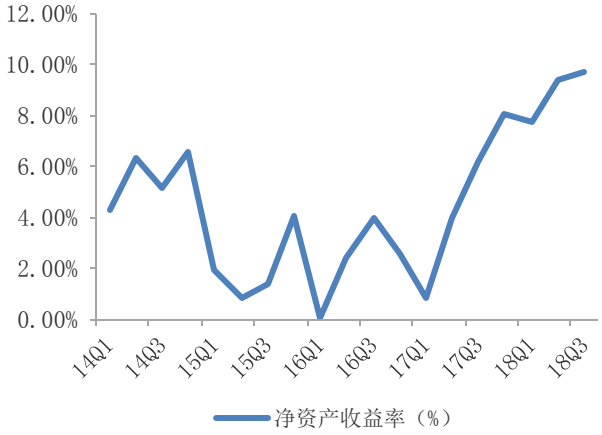
资料来源：wind，东兴证券整理

图 2：万年青资产负债率变化



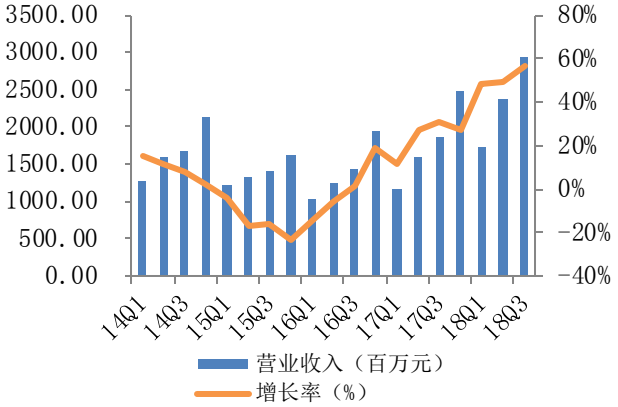
资料来源：wind，东兴证券整理

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				单位：百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2738.89	1076.08	3416.81	3940.68	4420.68
货币资金	1125.67	1234.66	2011.00	2328.04	2614.03
应收账款	607.92	592.17	550.96	637.82	716.17
其他应收	218.92	90.35	128.07	148.26	166.47
预付款项	126.05	133.92	133.92	133.92	133.92
存货	339.08	497.79	454.48	532.55	610.40
其他流动	0	0	0.00	0.00	0.00
非流动资	5741.59	5639.00	6111.49	6600.21	7132.42
长期股权	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4305.27	4037.34	4147.51	4467.15	4927.09
无形资产	663.71	735.92	711.39	686.86	662.33
其他非流	45.04	42.37	42.37	42.37	42.37
资产总计	8480.48	8374.03	9528.30	10540.88	11553.10
流动负债	2792.68	3097.75	3108.36	3333.44	3022.62
短期借款	1216.00	1355.99	1247.41	1264.99	744.29
应付账款	660.84	741.64	781.71	915.98	1049.88
预收款项	110.00	121.61	141.72	165.00	191.14
一年内到	164.40	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负	1299.53	642.98	619.15	119.15	119.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1008.70	509.51	509.51	9.51	9.51
负债合计	4092.21	3740.72	3727.51	3452.60	3141.77
少数股东	1584.15	1526.24	1860.98	2626.34	3441.83
实收资本	613.36	613.36	613.36	613.36	613.36
资本公积	277.91	240.88	240.88	240.88	240.88
未分配利	1751.40	2045.98	1721.15	1352.70	960.12
归属母公	2804.13	3107.06	2910.59	2687.74	2450.29
负债和所	8480.48	8374.03	9528.30	10540.88	11553.10

现金流				单位：百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动	759.69	1377.45	2550.01	2708.99	2909.73
净利润	386.60	842.02	1984.53	2251.04	2398.50
折旧摊销	429.53	437.24	0.00	498.10	551.33
财务费用	0.00	(124.02)	(90.02)	(63.18)	(48.04)
应付帐款	(61.65)	80.80	40.07	134.27	133.90
预收帐款	(0.13)	11.61	20.11	23.28	26.14
投资活动	0.00	(130.56)	(173.03)	(68.95)	(137.82)
公允价值	0.01	0.05	(0.10)	0.00	0.00
长期股权	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	10.67	10.51	110.00	110.00	110.00
筹资活动	0.00	(1530.32)	(1704.71	(2254.14	(2389.19
应付债券	0.78	(499.19)	0.00	(500.00)	0.00
长期借款	(145.03)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	0.00	(37.02)	0.00	0.00	0.00
现金净增	759.69	(283.44)	672.27	385.90	382.72

利润表				单位：百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5657.77	7093.81	10055.02	11640.21	13070.17
营业成本	4327.02	5223.63	6635.46	7775.18	8911.79
营业税金及	46.03	54.37	99.54	115.24	129.39
营业费用	238.76	276.73	301.65	349.21	392.11
管理费用	298.05	326.46	455.49	527.30	592.08
财务费用	154.22	124.02	90.02	63.18	48.04
资产减值损	159.77	88.09	6.00	6.00	6.00
公允价值变	0.01	0.05	(0.10)	0.00	0.00
投资净收益	10.67	10.51	110.00	110.00	110.00
营业利润	444.58	1097.52	2576.75	2914.11	3100.76
营业外收入	91.26	15.31	15.31	15.31	15.31
营业外支出	44.62	43.95	80.00	80.00	80.00
利润总额	491.22	1068.88	2512.06	2849.42	3036.07
所得税	104.62	226.86	527.53	598.38	637.58
净利润	386.60	842.02	1984.53	2251.04	2398.50
少数股东损	157.35	379.39	674.74	765.35	815.49
归属母公司	229.25	462.63	1309.79	1485.69	1583.01
EBITDA	1028.34	1658.79	3111.62	3475.38	3700.13
EPS（元）	0.37	0.75	2.14	2.42	2.58

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入增	1.34%	25.38%	41.74%	15.77%	12.28%
营业利润增	11.45%	146.87%	134.78%	13.09%	6.41%
归属于母公	-7.79%	101.80%	183.12%	13.43%	6.55%
获利能力					
毛利率(%)	23.52%	26.36%	34.01%	33.20%	31.82%
净利率(%)	4.05%	6.52%	13.03%	12.76%	12.11%
总资产净利		4.56%	10.06%	23.35%	25.68%
ROE(%)	8.18%	14.89%	45.00%	55.28%	64.61%
偿债能力					
资产负债率	48.25%	34.74%	109.92%	118.22%	146.25%
流动比率	0.98	0.15	0.45	0.55	0.65
速动比率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力					
总资产周转	0.65	12.48	13.94	15.75	15.59
应收账款周	9.60	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周	6.26	7.45	8.71	9.16	9.07
每股指标					
每股收益(最	0.37	0.75	2.14	2.42	2.58
每股净现金	(0.39)	0.08	1.27	0.52	0.47
每股净资产	4.57	5.07	4.75	4.38	3.99
估值比率					
P/E	32.93	16.32	5.76	5.08	4.77
P/B	2.69	2.43	2.59	2.81	3.08
EV/EBITDA	8.57	4.93	2.34	1.87	1.54

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。