



2019-01-10

公司点评报告

买入/维持

万年青(000789)

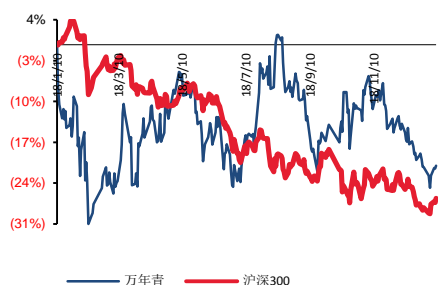
目标价: 17.1

昨收盘: 10.92

材料 材料 II

## 万年青：业绩指引略低于预期，四季度盈利大幅提升

### ■ 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)	6,698/6,698
12个月最高/最低(元)	14.22/9.77

### 相关研究报告：

万年青(000789)《18Q3 业绩超预期，四季度新高万事俱备》  
--2018/10/25

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1月9日发布2018年业绩预告。2018年，公司预计实现归母净利润10.64-12.5亿元，同比增加130-170%。按照公司盈利预测中值测算，四季度公司实现归母净利润2.85亿元，同比上升25%但环比下降20%，略低于市场预期，但判断最终业绩靠近指引上限。

**四季度江西水泥景气度高。**根据我们测算，四季度公司水泥熟料销量716万吨，同比上升8.5%，平均售价364元，吨毛利172元，环比三季度上升50元/吨。2018年前11月，江西省水泥累计需求增长4.37%，高于全国需求增速2.05个百分点；江西省房地产销售面积5314万平方米，同比增长12.6%，公路水路投资544.6亿元，同比增长23.5%；测算公司10月、11月吨毛利环比大幅提升25、20元，良好的需求以及有序的错峰生产是水泥价格及盈利同比、环比大幅提升的主要原因；

**需求端2019年预计保持稳定。**基建方面，江西省在2019年将重点推进昌九客运专线、昌吉赣铁路、蒙华铁路、宜昌-井冈山-遂川高速公路、瑞金机场等大型项目建设，同时考虑到国家基建补短板基调的确定，我们认为十三五剩余期间内江西省基建投资将保持坚实增长。房地产方面，根据易居及克而瑞统计，江西省2017年棚改货币化去库存面积占商品房销售面积16.6%，低于全国平均，对货币化安置依赖程度较低，考虑到棚改实物化安置比例提升带来的保障房建设需求，我们认为江西省房地产需求2019年降幅有限，因此在基建驱动下，我们预计江西水泥需求在2019年将保持平稳；

**产能置换是十三五主要威胁。**根据我们统计，江西2019-2020年内共有三个产能置换项目，其中万年青同省产能置换两条，合计淘汰熟料产能18850吨/日，新建16800吨/日，此外南方水泥将跨省产能置换于上饶新建7500吨/日生产线一条。由于同省置换所淘汰产能多为3000吨/日以下相对落后、产能利用率较低生产线，因此我们认为产能置换将增加江西省内有效产能，而由于江西水泥行业处于弱平衡状态，水泥价格对新增产能较为敏感，因此我们认为产能置换带来的新增产能可能将压制江西省内水泥价格及盈利；

**投资建议：**我们暂时维持目前的盈利预测，预计18-20年公司EPS分别为2.25、2.28和2.43元，对应18-20年PE估值分别为4.9、4.8和4.5倍，维持目标价17.1元，维持“买入”评级，待公司进一步披露更多数据后，我们将做相应调整。

**风险提示：**需求低于预期，新增产能投放大于预期，原燃料价格持续上涨超预期。

■ 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)	14.44	4.85	4.79	4.50

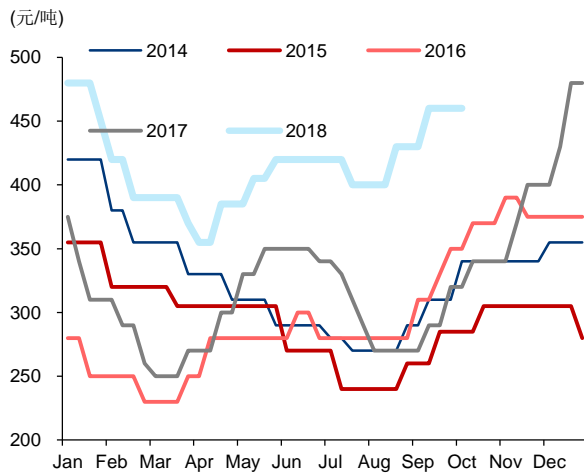
资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1: 公司季度水泥及熟料业务运营数据

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
<b>水泥及熟料业务</b>								
收入	846	1,225	1,251	2,090	1,260	1,675	2,012	2,640
同比%	1.9%	27.4%	11.6%	37.1%	48.8%	36.7%	60.8%	26.3%
成本	(718)	(956)	(907)	(1,405)	(797)	(1,113)	(1,210)	(1,481)
毛利	128	270	344	685	463	562	801	1,159
毛利率%	15.1%	22.0%	27.5%	32.8%	36.7%	33.5%	39.8%	43.9%
销售量 (万吨)	440	549	580	704	450	592	656	791
同比%	16.0%	15.8%	15.7%	-20.7%	2.3%	7.8%	13.1%	12.4%
平均售价 (人民币/吨)	192	223	216	297	280	283	307	334
同比%	-12.1%	10.0%	-3.6%	72.8%	45.5%	26.8%	42.1%	12.4%
单位成本 (人民币/吨)	(163)	(174)	(156)	(199)	(177)	(188)	(185)	(187)
同比%	-14.3%	11.0%	-6.2%	62.0%	8.5%	8.0%	18.0%	-6.2%
吨毛利 (人民币/吨)	29	49	59	97	103	95	122	146
吨三费	24	23	19	31	25	23	18	27

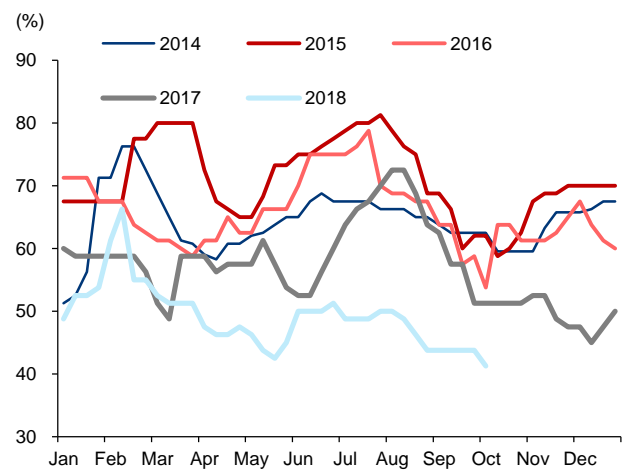
资料来源: Wind, 统计局, 太平洋证券研究院

图表 2: 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 3: 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

## 风险提示

- 需求低于预期;
- 新增产能投放大于预期;
- 原材料、燃料价格持续超预期上涨;

**资产负债表(百万)**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1126	1235	3589	5783	7332
应收和预付款项	734	726	1014	1058	1105
存货	339	498	497	522	544
其他流动资产	540	276	452	468	485
流动资产合计	2739	2735	5552	7831	9466
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	55	57	57	57	57
固定资产	4305	4037	3616	3198	2781
在建工程	50	26	113	157	179
无形资产开发支出	664	736	685	636	588
长期待摊费用	0	0			
其他非流动资产	5742	5639	5254	4830	4388
资产总计	8480	8374	10806	12661	13854
短期借款	1216	1356	1132	974	514
应付和预收款项	771	863	998	1048	1091
长期借款	0	0	0	0	0
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)**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	913	1590	2760	2960	3100
投资性现金流	-128	-315	-90	-89	-70
融资性现金流	-1026	-1228	-315	-677	-1481
现金增加额	0	0	0	0	0

**利润表(百万)**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5658	7094	10130	10550	11028
营业成本	4327	5224	6140	6457	6720
营业税金及附加	46	54	78	81	85
销售费用	239	277	395	412	430
管理费用	298	326	466	486	508
财务费用	154	124	78	59	37
资产减值损失	160	88	88	88	88
投资收益	11	11	11	11	11
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	445	1098	2895	2978	3171
其他非经营损益	47	-29	25	-18	-21
利润总额	491	1069	2920	2961	3151
所得税	105	227	620	628	669
净利润	387	842	2300	2332	2482
少数股东损益	157	379	920	933	992
归母股东净利润	229	463	1380	1400	1490

**预测指标**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	23.52%	26.36%	39.39%	38.80%	39.06%
销售净利率	4.05%	6.52%	13.63%	13.27%	13.51%
销售收入增长率	1.34%	25.38%	42.80%	4.15%	4.53%
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)	28.12	14.44	4.85	4.79	4.50
PB (X)	2.30	2.15	1.88	1.66	1.45
PS (X)	1.14	0.94	0.66	0.63	0.61
EV/EBITDA (X)	7.17	4.48	1.39	0.84	0.25

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。