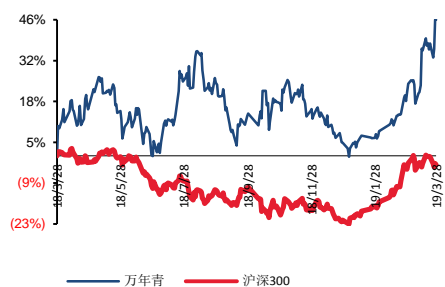


材料 材料 II

## 万年青年报点评：拆迁费致利润低于预期，2019H1 预计仍强势

### ■ 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)   | 9,317/9,317 |
| 12 个月最高/最低(元) | 15.19/10.39 |

### 相关研究报告：

万年青(000789)《万年青：业绩指引略低于预期，四季度盈利大幅提升》--2019/01/10

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：**万年青公布 2018 年年报。2018 年，公司实现营业收入 102.1 亿元，同比增加 43.9%；归母净利润 11.4 亿元，同比增长 145.9%；归母扣非净利润 12.2 亿元，同比增长 148.5%。其中四季度，公司实现营业收入 31.9 亿元，同比增加 28.7%，净利润 2.66 亿元，同比增加 16.2%。**受拆迁安置费拖累业绩略低于预期，水泥业务表现强劲。**由于与瑞金政府的拆迁协议，公司 2018 年支付环保拆迁安置费 1.72 亿元，是业绩低于预期的主要原因，如不考虑该支出公司归母净利润达 13.1 亿元，基本符合我们预期。公司 2018 年水泥业务表现强劲，水泥熟料综合销量 2745 万吨，同比增长 4.6%，同时根据我们测算，公司 2018 年外销水泥熟料均价 309 元/吨，同比上升 29.6%，吨毛利 113 元/吨，同比增加 66%，其中四季度水泥熟料销量 774 万吨，同比增长 10%，吨毛利 122 元/吨，同比提升 25 元/吨，环比提升 13 元/吨。江西地区良好的基建、地产需求（2018 年江西省公路水路投资同比上升 23.6%，房地产投资同比上升 8.0%）以及华东地区协同限产的良好执行是公司 2018 年水泥业务表现强势的原因。同时由于公司深化与江铜的环保合作，公司 2018 年吨水泥三废退税同比上升 35.4%至 4.6 元/吨；

**混凝土及新型砖业务稳定增长。**2018 年公司实现混凝土销量 574 万立方米，同比增加 21.7%，方毛利 79 元，同比提升 15 元；新型砖销量 5.56 亿标块，同比增长 28.3%，而由于生产逐渐规模化，每标块新型砖毛利同比提升 12.7 倍至 0.07 元/块。混凝土及新型砖业务的稳定增长同样体现了江西地区 2018 年良好的基建地产需求；

**三费率下降，资产负债表强劲。**2018 年公司销售管理费用率同比下降 1.2 个百分点，同时由于负债减少，公司财务费用同比降低 5200 万元左右，体现了公司经营效率的提升。同时截止 2018 年底，公司资产负债率同比下降 5.3 个百分点至 39.4%，资产负债表继续维持强劲；

**产能置换完成后公司吨成本有下降空间。**公司 2019 年将推进万年青水泥厂及德安万年青两项置换项目，而我们认为由于新线的规模效应，在产能置换完成后公司吨成本仍有进一步下降的空间。在发布业绩的同时，公司同时公告拟发行可转债募集不超过 10 亿元，用于上述两项产能置换项目；

**2019H1 预计保持强势。**尽管 2019 年开年后因为雨水天气较多江西地区水泥售价及销量受到影响，但天气恢复后江西地区出货量明显恢复，库存显著下降，厂家提价意愿较为强烈，而我们认为江西地区水泥市

场 2019H1 仍将保持强势: 1) 今年江西地区将重点推进昌九客运专线、昌吉赣铁路等重点项目建设, 基建需求预计保持强劲增长; 2) 2019 年江西地区预计没有新增产能, 3) 江西地区地产市场对棚改货币化的依赖程度低于全国平均, 且主要城市库存仍然不高, 预计 2019 年地产需求不会大幅下滑。

**投资建议。**我们暂时维持盈利预测不变, 待公司进一步披露更多运营信息后, 我们将进一步更新。预计 2019/2020 年公司净利润 14.0/14.9 亿元, EPS 分别为 2.28 和 2.43 元, 维持目标价 17.1 元及“买入”评级。

**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   | 10208  | 10550 | 11028 |
| (+/-%)    | 25.38  | 43.89  | 4.15  | 4.53  |
| 净利润(百万元)  | 463    | 1138   | 1400  | 1490  |
| (+/-%)    | 101.80 | 145.89 | 1.41  | 6.41  |
| 摊薄每股收益(元) | 0.75   | 1.85   | 2.28  | 2.43  |
| 市盈率(PE)   | 14.44  | 6.65   | 6.47  | 6.08  |

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



## 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。