

万年青（000789）

证券研究报告

2023 年 04 月 29 日

水泥主业量价齐跌，23 年区域需求或稳中有增

公司 22 年归母净利润 3.88 亿元，同比减少 75.64%

公司发布 22 年年报及 23 年一季报，22 年实现收入/归母净利润 112.82/3.88 亿元，同比减少 20.58%/75.64%，实现扣非归母净利润 3.57 亿元，同比减少 76.07%。其中 Q4 单季度实现收入 28.95 亿元，同比减少 36.65%，归母净利润-1.79 亿元。23Q1 实现收入/归母净利润 19.54/0.92 亿元，同比减少 28.60%/55.97%，扣非归母净利润 0.87 亿元，同比减少 57.23%。

22 年水泥主业量价齐跌，23 年区域需求或稳中有增

公司 22 年实现水泥及熟料销售收入 63.3 亿，同比减少 24.2%，销量 2474 万吨，同比减少 10.6%，吨均价同比减少 46 元达 256 元/吨，受煤炭价格上涨影响，吨成本同比上涨 13 元达 210 元/吨，最终实现吨毛利 46 元，同比减少 59 元/吨。我们认为 23 年水泥行业供给端或将继续收缩，若需求端能够企稳，则 23 年价格中枢仍有望上调。我们预计公司 23 年一季度收入主要受价格拖累，公司销售区域主要集中在江西地区，江西 Q1 水泥产量同比减少 1.76%，我们测算一季度江西地区水泥均价约 445 元/吨，同比/环比分别-11.9%/-4.1%。江西省在“十四五”发展规划中提出综合交通规划建设总投资 6000 亿元，较“十三五”实际投资额增长 34%，有望提振省内水泥需求，我们认为 23 年开始区域需求或稳中有增。

22 年毛利率下滑叠加费用率增长导致净利率下降

22 年公司整体毛利率为 17.5%，同比下滑 9.9pct，公司与多家煤炭供应商签订长期合作协议，煤炭直供量占比超过 80%，有望降低煤炭价格波动对成本的影响。22 年期间费用率 9.4%，同比增长 3.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.35/+2.84/+0.03/+0.06pct，管理费用率增加主要是本期计提的职工薪酬较 21 年同期增加较多，主要原因是本期计提了待岗员工长期应付职工薪酬。最终实现净利率 5.2%，同比下降 11.1pct，盈利能力有所下降。公司 23Q1 销售毛利率 18.4%，同比/环比分别-3.2/+2.8pct，期间费用率 9.3%，同比增加 3.0pct，最终实现净利率 7.3%。

江西水泥龙头，下调至“增持”评级

公司系江西水泥龙头，水泥产能 2600 万吨/年，产能利用率超过 80%，在稳步发展水泥业务的同时积极延伸上下游产业链，截至 22 年末在省内布局商砼企业近 30 家，拥有商品混凝土产 2205 万方/年，骨料产能 1500 万吨/年，为公司创造新的利润增长点。考虑到需求下滑及煤炭成本上涨等因素，下调 23-24 年归母净利润预测至 6.32/7.73 亿元（前值：19.61/21.20 亿元），新增 25 年预测 8.98 亿元，参考可比公司，给予公司 23 年 12 倍 PE，目标价 9.48 元，下调至“增持”评级。

风险提示：水泥需求不及预期、旺季涨价不及预期、公司生产成本上涨等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,204.59	11,281.63	12,207.74	12,995.93	13,947.94
增长率(%)	13.37	(20.58)	8.21	6.46	7.33
EBITDA(百万元)	3,640.83	1,667.64	2,111.74	2,443.12	2,704.12
归属母公司净利润(百万元)	1,593.28	388.13	631.70	772.67	898.29
增长率(%)	7.61	(75.64)	62.75	22.32	16.26
EPS(元/股)	2.00	0.49	0.79	0.97	1.13
市盈率(P/E)	4.41	18.12	11.13	9.10	7.83
市净率(P/B)	0.95	1.01	0.91	0.86	0.79
市销率(P/S)	0.50	0.62	0.58	0.54	0.50
EV/EBITDA	2.63	4.70	2.73	2.01	1.34

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	8.82 元
目标价格	9.48 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	797.40
流通 A 股股本(百万股)	797.38
A 股总市值(百万元)	7,033.09
流通 A 股市值(百万元)	7,032.92
每股净资产(元)	8.66
资产负债率(%)	39.05
一年内最高/最低(元)	11.69/7.79

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

朱晓辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522120001
zhuxiaochen@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势

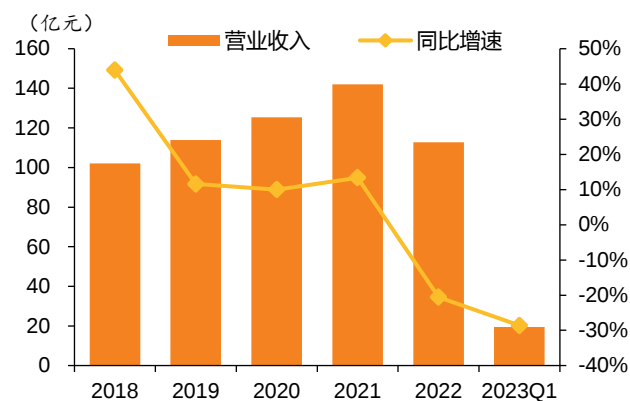
资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《万年青-年报点评报告:21 年业绩稳中有增，江西需求仍有潜力》 2022-04-18
- 2 《万年青-首次覆盖报告:江西水泥龙头，有望走出价格洼地》 2021-11-03
- 3 《万年青-季报点评:需求韧性显著，有望维持量价高位》 2018-10-25

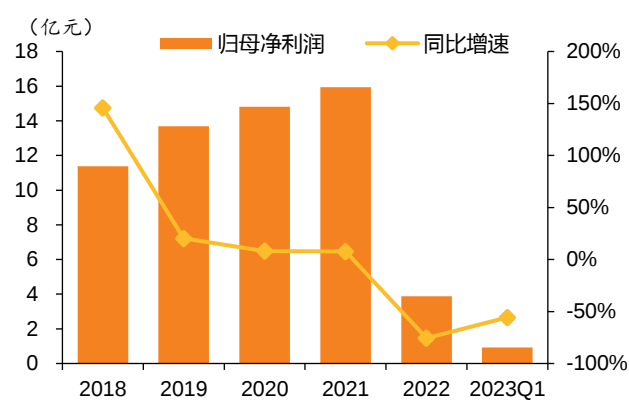
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2018–2023Q1 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2018–2023Q1 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				Pe (倍)			
				2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
002233.SZ	塔牌集团	97	8.11	1.57	0.23	0.65	0.78	5.2	35.3	12.5	10.4
000877.SZ	天山股份	726	8.38	1.57	0.53	0.83	0.91	5.4	15.9	10.1	9.2
000401.SZ	冀东水泥	217	8.16	1.77	0.51	0.74	0.90	4.6	15.9	11.0	9.1
平均值								5.0	22.4	11.2	9.6
000789.SZ	万年青	70	8.82	2.00	0.49	0.79	0.97	4.4	18.1	11.1	9.1

注：数据截至 20230427 收盘，除万年青为天风预测外，其余公司 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,585.95	4,461.82	6,432.22	7,523.10	9,111.12
应收票据及应收账款	1,201.92	2,248.02	746.03	697.96	851.81
预付账款	205.50	201.95	195.29	222.88	231.76
存货	884.28	793.06	600.90	973.67	603.86
其他	306.49	370.60	344.17	360.82	352.17
流动资产合计	7,184.13	8,075.45	8,318.60	9,778.44	11,150.72
长期股权投资	0.00	1.20	1.20	1.20	1.20
固定资产	6,537.44	6,943.62	6,822.02	6,585.42	6,333.81
在建工程	479.58	241.10	241.10	241.10	241.10
无形资产	1,675.96	1,716.38	1,637.16	1,557.94	1,478.73
其他	1,552.61	1,241.12	1,469.04	1,420.51	1,376.89
非流动资产合计	10,245.60	10,143.41	10,170.52	9,806.17	9,431.73
资产总计	17,429.73	18,218.86	18,489.12	19,584.60	20,582.45
短期借款	1,331.79	1,393.15	800.00	700.00	600.00
应付票据及应付账款	1,675.15	1,616.44	1,661.24	1,866.96	1,835.03
其他	1,358.75	1,737.98	1,558.65	1,795.80	1,783.93
流动负债合计	4,365.68	4,747.56	4,019.89	4,362.76	4,218.97
长期借款	85.10	101.00	800.00	700.00	600.00
应付债券	893.92	1,523.87	1,093.54	1,170.45	1,262.62
其他	1,006.82	1,191.86	1,132.57	1,110.42	1,144.95
非流动负债合计	1,985.84	2,816.73	3,026.12	2,980.86	3,007.57
负债合计	6,529.58	7,760.62	7,046.01	7,343.63	7,226.54
少数股东权益	3,474.02	3,513.84	3,749.99	4,054.15	4,435.04
股本	797.40	797.40	797.40	797.40	797.40
资本公积	50.51	52.09	52.09	52.09	52.09
留存收益	6,369.15	6,119.96	6,587.97	7,190.78	7,945.65
其他	209.06	(25.05)	255.66	146.56	125.72
股东权益合计	10,900.14	10,458.24	11,443.11	12,240.98	13,355.91
负债和股东权益总计	17,429.73	18,218.86	18,489.12	19,584.60	20,582.45

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,307.47	583.97	631.70	772.67	898.29
折旧摊销	534.61	565.21	600.82	615.82	630.82
财务费用	103.79	103.96	22.68	18.23	(18.88)
投资损失	(177.05)	(200.43)	(149.95)	(175.81)	(175.40)
营运资金变动	(676.40)	22.14	1,122.02	97.70	247.55
其它	(219.05)	(229.53)	318.74	389.87	453.26
经营活动现金流	1,873.37	845.32	2,546.01	1,718.48	2,035.64
资本支出	1,583.19	584.51	459.29	322.16	265.47
长期投资	0.00	1.20	0.00	0.00	0.00
其他	(2,470.46)	(1,971.04)	(709.33)	(446.34)	(390.07)
投资活动现金流	(887.27)	(1,385.34)	(250.05)	(124.19)	(124.60)
债权融资	542.24	697.49	(359.98)	(138.74)	(86.40)
股权融资	(1,018.38)	(232.53)	34.43	(364.67)	(236.62)
其他	180.79	(641.01)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(295.35)	(176.06)	(325.55)	(503.42)	(323.02)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	690.75	(716.08)	1,970.41	1,090.87	1,588.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	14,204.59	11,281.63	12,207.74	12,995.93	13,947.94
营业成本	10,318.05	9,309.96	9,773.10	10,242.51	10,890.71
营业税金及附加	100.20	90.83	98.29	104.63	112.30
销售费用	160.33	166.76	158.70	166.35	174.35
管理费用	650.55	837.33	854.54	883.72	934.51
研发费用	24.98	23.62	25.56	25.91	26.42
财务费用	26.15	27.62	22.68	18.23	(18.88)
资产/信用减值损失	(73.92)	(211.87)	(105.72)	(130.50)	(149.36)
公允价值变动收益	(96.28)	(97.39)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	177.05	200.43	149.95	175.81	175.40
其他	(136.40)	153.14	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	3,053.88	781.19	1,319.10	1,599.89	1,854.57
营业外收入	18.58	43.24	34.46	32.09	36.60
营业外支出	36.98	22.88	48.99	36.28	36.05
利润总额	3,035.49	801.56	1,304.57	1,595.70	1,855.12
所得税	728.02	217.59	354.13	433.16	503.58
净利润	2,307.47	583.97	950.44	1,162.54	1,351.54
少数股东损益	714.19	195.84	318.74	389.87	453.26
归属于母公司净利润	1,593.28	388.13	631.70	772.67	898.29
每股收益（元）	2.00	0.49	0.79	0.97	1.13

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	13.37%	-20.58%	8.21%	6.46%	7.33%
营业利润	5.06%	-74.42%	68.86%	21.29%	15.92%
归属于母公司净利润	7.61%	-75.64%	62.75%	22.32%	16.26%
获利能力					
毛利率	27.36%	17.48%	19.94%	21.19%	21.92%
净利率	11.22%	3.44%	5.17%	5.95%	6.44%
ROE	21.46%	5.59%	8.21%	9.44%	10.07%
ROIC	40.56%	8.12%	12.26%	18.36%	22.08%
偿债能力					
资产负债率	37.46%	42.60%	38.11%	37.50%	35.11%
净负债率	-20.22%	-12.95%	-32.01%	-39.82%	-49.17%
流动比率	1.58	1.63	2.07	2.24	2.64
速动比率	1.39	1.47	1.92	2.02	2.50
营运能力					
应收账款周转率	14.86	6.54	8.15	18.00	18.00
存货周转率	19.90	13.45	17.52	16.51	17.68
总资产周转率	0.87	0.63	0.67	0.68	0.69
每股指标（元）					
每股收益	2.00	0.49	0.79	0.97	1.13
每股经营现金流	2.35	1.06	3.19	2.16	2.55
每股净资产	9.31	8.71	9.65	10.27	11.19
估值比率					
市盈率	4.41	18.12	11.13	9.10	7.83
市净率	0.95	1.01	0.91	0.86	0.79
EV/EBITDA	2.63	4.70	2.73	2.01	1.34
EV/EBIT	3.08	7.11	3.81	2.68	1.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com