



万年青(000789.SZ)

# 【粤开建材年报点评】万年青(000789): 费用控制较好, 20年或受益区域需求旺盛

2020年03月26日

事项:

## 买入(维持评级)

当前价: 11.71 元  
目标价: 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001  
电话: 0755-83331495  
邮箱: liuping\_bf@y kzq.com

近期报告

《万年青(000789) - 【联讯建材公司点评】万年青(000789): 区域水泥龙头企业, 业绩大幅提升》2018-03-30

公司近期发布 2019 年年报, 报告期内实现营业收入 113.9 亿元, 同比增长 11.95%, 实现归母净利润 13.69 亿元, 同比增长 20.34%, 基本每股收益 1.72 元/股, 同比增 20.34%, 符合预期。此外, 公司拟每 10 股派发现金红利 7.00 元(含税)。

## 评论:

### 水泥吨毛利达 121.6 元创新高

产销量方面, 2019 年, 公司水泥产量为 2425.47 万吨, 同比增长 2.47%; 熟料产量 1633.25 万吨, 同比增长 2.00%。水泥销量 2439.67 万吨, 同比增长 2.36%, 熟料销量 319.49 万吨, 同比减少 11.68%。2019 年公司水泥营业收入 80.76 亿元, 占总营业收入的 70.90%。水泥吨收入达到 327.08 元, 吨成本 205.46 元, 吨毛利 121.61 元, 同比分别上升 3.77%、3.17%和 4.82%。产能方面, 公司水泥设计产能接近 2500 万吨/年, 熟料设计产能接近 1400 万吨/年, 同比不变。

### 水泥毛利率再创新高, 整体毛利率下降受混凝土及新型砖拖累

2019 年, 公司毛利率为 31.55%, 较上年微降 1.00 个百分点。分产品看, 水泥毛利率为 38.18%(+0.37pct), 熟料毛利率为 41.29%(+12.19pct), 混凝土毛利率为 18.32%(-1.15pct)。公司毛利率的下降主要是受混凝土及新型砖业务毛利率下降的拖累。

### 深耕江西扩张版图, 广东业绩增长迅速

报告期公司的水泥销售区域以江西为主, 并向周边省份辐射, 如福建、浙江、广东等。2019 年公司在江西省的营业收入达到 100.73 亿元, 同比增长 28.05%, 占到总营业收入的 88.43%。公司在广东省和浙江省的营业收入在 2019 年出现了大幅的上涨, 同比分别增长 232.85%和 48.73%。

### 研发费用大幅提升, 财务降费成果明显

报告期公司期间费用率 8.25%, 较去年同期上升 0.28 个百分点, 其中销售、管理、研发和财务费用率分别为 3.15%、4.68%、0.29%和-0.12%, 同比变化分别为+0.44、+0.18、-0.42 和+0.09 个百分点, 其中销售费用同比增加 29.67%, 主要是装卸运输费和销售服务费增加共同所致; 研发费用同比增加 298.92%, 主要是推进三项工程及科技技改项目所致; 财务费用同比下降 54.14%, 主要原因是公司通过资金集约化管理、强化筹融资管理、提高存量资金利用率等方式, 节约财务费用 3900 余万元。

### 高研发投入推动技改持续, 节能提产成效凸显

2019 年公司围绕节能提产降耗, 投入 26,234.98 万元扎实推进三项工程及科技活动项目, 实施技改 345 项, 完成率 65.22%; 标煤耗同比下降 1.88kg/t, 余热发电量同比上升 0.11kWh/t。商砼板块通过使用新材料替代天然河砂, 降低单方配比成本。墙材板块强化技改攻关, 提升生产控制管理水平, 产量同比增长 3100 万块。



## 给予“买入”评级

我们预计公司 2020 年-2022 年,公司营业收入分别为 114.7 亿元、117.8 亿元、118.7 亿元,同比分别增加 0.7%、0.7%、1.1%;归母净利润分别为 15.3 亿元、16.1 亿元、16.3 亿元,同比分别增加 12.0%、4.6%、1.5%。预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 1.92 元/股、2.01 元/股和 2.04 元/股,对应的 PE 分别为 6/6/6x。公司是江西省水泥行业龙头,根据我们的研究,江西地区 2020 年地产补库存需求较强,而从重大项目投资增速看,也有两位数增长,公司无疑是受益标的,给予“买入”评级。

## 风险提示

- 房地产下行的风险;
- 原材料价格大幅上涨的风险;
- 产品价格大幅下跌的风险。


**附录：公司财务预测表 (百万元)**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	5979	10721	15870	21109	营业收入	34507	36566	37805	38808
应收款项	7374	7013	7250	7443	营业成本	21716	21855	22795	23381
存货净额	2872	2495	2611	2683	营业税金及附加	536	548	567	582
其他流动资产	1182	658	680	699	销售费用	1254	1316	1361	1397
流动资产合计	17407	20887	26412	31933	管理费用	4156	4744	4899	5025
固定资产	33402	28845	25522	22125	财务费用	1180	404	242	86
无形资产及其他	5208	5035	4861	4687	投资收益	346	0	0	0
投资性房地产	2951	2951	2951	2951	资产减值及公允价值变动	283	0	0	0
长期股权投资	1766	1766	1766	1766	其他收入	13	0	0	0
资产总计	60733	59483	61512	63462	营业利润	6307	7698	7940	8337
短期借款及交易性金融负债	10669	10000	10000	10000	营业外净收支	(53)	0	0	0
应付款项	5106	4791	5014	5152	利润总额	6254	7698	7940	8337
其他流动负债	6634	4820	5030	5167	所得税费用	1349	1663	1715	1801
流动负债合计	22409	19611	20044	20319	少数股东损益	2204	2540	2620	2751
长期借款及应付债券	5866	5866	5866	5866	归属于母公司净利润	2701	3495	3605	3785
其他长期负债	3620	3620	3620	3620					
长期负债合计	9487	9487	9487	9487	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	31896	29097	29531	29805	净利润	2701	3495	3605	3785
少数股东权益	13487	13287	13080	12863	资产减值准备	159	1168	(176)	(180)
股东权益	15351	17099	18901	20793	折旧摊销	3067	4363	4472	4550
负债和股东权益总计	60733	59483	61512	63462	公允价值变动损失	(283)	0	0	0
					财务费用	1180	404	242	86
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	营运资本变动	1181	300	(119)	(187)
每股收益	2.00	2.59	2.68	2.81	其它	(332)	(1368)	(31)	(37)
每股红利	2.16	1.30	1.34	1.40	经营活动现金流	6492	7958	7752	7931
每股净资产	11.39	12.69	14.03	15.43	资本开支	(8218)	(800)	(800)	(800)
ROIC	13%	16%	17%	20%	其它投资现金流	19	0	0	0
ROE	18%	20%	19%	18%	投资活动现金流	(8623)	(800)	(800)	(800)
毛利率	37%	40%	40%	40%	权益性融资	4	0	0	0
EBIT Margin	20%	22%	22%	22%	负债净变化	1265	0	0	0
EBITDA Margin	29%	34%	33%	33%	支付股利、利息	(2913)	(1747)	(1802)	(1892)
收入增长	12%	6%	3%	3%	其它融资现金流	2056	(669)	0	0
净利润增长率	82%	29%	3%	5%	融资活动现金流	(1237)	(2416)	(1802)	(1892)
资产负债率	75%	71%	69%	67%	现金净变动	(3368)	4742	5149	5239
息率	10.7%	6.4%	6.6%	7.0%	货币资金的期初余额	9347	5979	10721	15870
P/E	10.0	7.8	7.5	7.2	货币资金的期末余额	5979	10721	15870	21109
P/B	1.8	1.6	1.4	1.3	企业自由现金流	1398	10215	9968	10167
EV/EBITDA	6.0	4.5	4.5	4.4	权益自由现金流	4720	9230	9778	10099

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入粤开证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@y kzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@y kzq.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com