

证券研究报告—动态报告

建材

水泥 II

万年青(000789)

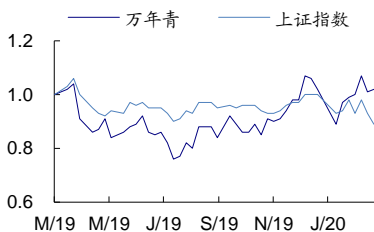
买入

2019 年财报点评

(维持评级)

2020 年 03 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	797/797
总市值/流通(百万元)	9,401/9,401
上证综指/深圳成指	2,765/10,155
12 个月最高/最低(元)	17.93/8.20

相关研究报告:

《万年青-000789-2018 年三季报点评: 净利润同增 273%, 现金流改善明显》——2018-10-30
 《万年青-000789-2018 年半年报点评: 区域格局好, 业绩弹性大》——2018-09-03
 《万年青-000789-2015 年年报点评: 期待公司多元化之路取得新成果》——2016-04-01
 《江西水泥-000789-2012 年中报点评: 盈利基本触底, 积极向下游发展》——2012-08-23

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

电话:
 E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

电话:
 E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩增长稳健, 产业链延伸步伐向前

● 收入增长 11.59%, 净利润增长 20.34%, 拟 10 派 7 元

2019 年公司实现营业收入 113.9 亿元, 同比增长 11.59%, 归母净利润 13.69 亿元, 同比增长 20.34%, EPS 为 1.7169 元/股, 并拟 10 派 7 元(含税), 基本符合预期, 其中 Q4 单季度实现收入和归母净利润 40.49 亿和 4.6 亿, 分别同比增长 26.9%和 73.2%。公司业绩增长主要受益于区域需求平稳增长和水泥价格的提升。

● 盈利能力小幅提升, 现金状态保持健康

2019 年公司实现水泥销量 2439.67 万吨, 同比增长 2.4%, 商品混凝土销量 600 万方, 同比增长 4.54%。我们测算 2019 年公司水泥吨收入、吨毛利和吨成本分别为 327、208 和 119 元/吨, 分别较去年同期提高 12、9 和 3 元/吨。公司全年三项费用率小幅提升 0.16pct 至 8.13%, 其中销售/管理/财务费用率分别提高 0.44pct、0.14pct 和 -0.42pct, 主要由于装卸运费、销售服务费, 以及档期计提离退休人员统筹外费所致, 但资产负债结构的持续改善降低了财务费用, 报告期末公司资产负债率为 36.28%, 同比下降 3.11pct。公司 2019 年现金水平充裕, 经营性净现金流实现 24.53 亿, 较上年同期小幅降低 2.7%, 整体保持高位水平, 目前公司账面净现金为 18.63 亿, 同比大幅增长 83.57%。

● 加大研发投入力度, 产业链延伸步伐向前

报告期内, 公司加大研发投入, 开展了一系列“三项工程”和科技活动, 实施技改 345 项, 全年投入研发费用 1417 万, 同比大幅增长 298.92%。同时, 公司转型升级步伐加快, 产业链延伸取得进展, 年内 4 个环保型骨料机制砂项目迅速布局, 上犹二线和安远一起商混项目建成投产, 万铜公司一期尾矿和工业固废资源利用项目开工建设。

● 江西水泥龙头, 维持“买入”评级

公司作为江西省水泥龙头企业, 目前拥有熟料产能 1400 万吨/年, 水泥产能 2500 万吨/年。2020 年江西省计划交通投资 700 亿, 较去年目标提高 25%, 为区域水泥需求提供有力支撑, 我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 2.05/2.20/2.33 元/股, 对应 PE 为 5.8/5.4/5.2x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 经济下行超预期; 原材料价格上涨超预期; 供给超预期。

盈利预测和财务指标

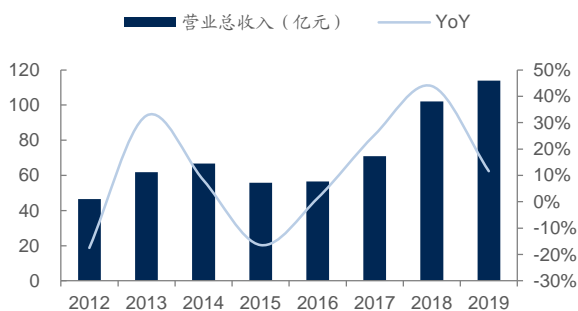
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,208	11,390	12,245	13,163	13,953
(+/-%)	43.9%	11.6%	7.5%	7.5%	6.0%
净利润(百万元)	1138	1369	1633	1750	1858
(+/-%)	145.9%	20.3%	19.3%	7.2%	6.1%
摊薄每股收益(元)	1.43	1.72	2.05	2.20	2.33
EBIT Margin	24.3%	22.9%	25.5%	25.4%	25.6%
净资产收益率(ROE)	28.2%	27.0%	27.0%	24.7%	22.6%
市盈率(PE)	8.3	6.9	5.8	5.4	5.1
EV/EBITDA	4.6	4.5	4.4	4.5	4.7
市净率(PB)	2.33	1.86	1.55	1.32	1.14

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

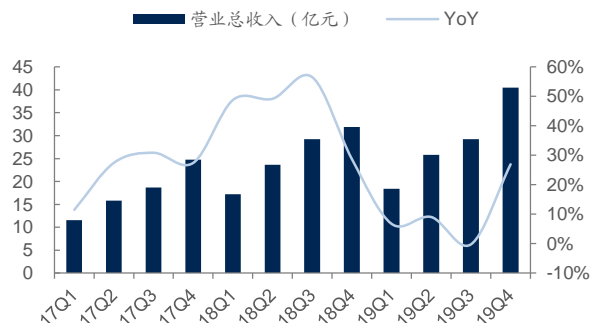
2019 年公司实现营业收入 113.9 亿元，同比增长 11.59%，归母净利润 13.69 亿元，同比增长 20.34%，EPS 为 1.7169 元/股，并拟 10 派 7 元（含税），基本符合预期，其中 Q4 单季度实现收入和归母净利润 40.49 亿和 4.6 亿，分别同比增长 26.9%和 73.2%。公司业绩增长主要受益于区域需求平稳增长和水泥价格的提升。

图 1：万年青营业收入及增速



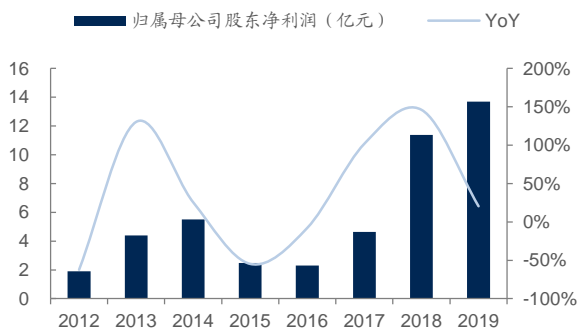
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：万年青单季营业收入及增速



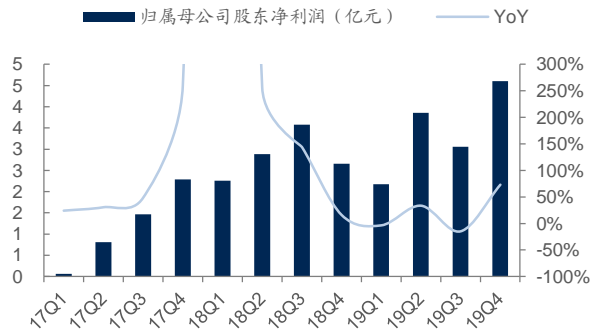
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：万年青归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

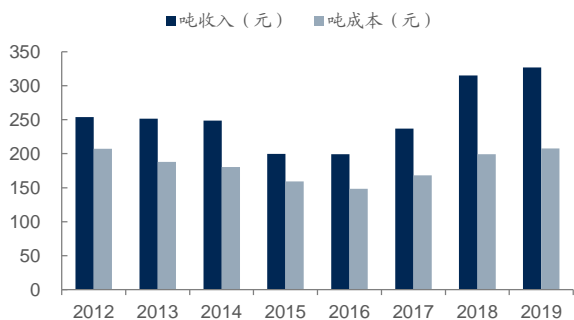
图 4：万年青单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（18Q1 增速为 3358.7%）

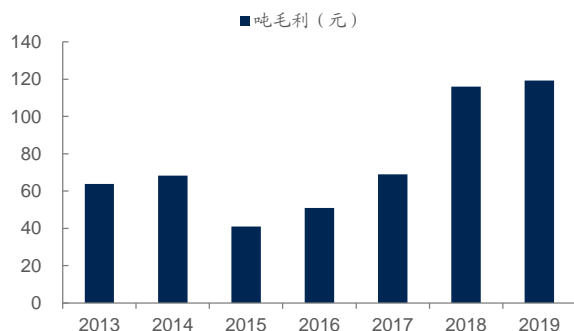
盈利能力小幅提升，现金状态保持健康。2019 年公司实现水泥销量 2439.67 万吨，同比增长 2.4%，商品混凝土销量 600 万方，同比增长 4.54%。我们测算 2019 年公司水泥吨收入、吨毛利和吨成本分别为 327、208 和 119 元/吨，分别较去年同期提高 12、9 和 3 元/吨。公司全年三项费用率小幅提升 0.16pct 至 8.13%，其中销售/管理/财务费用率分别提高 0.44pct、0.14pct 和-0.42pct，主要由于装卸运费、销售服务费，以及档期计提离退休人员统筹外费所致，但资债结构的持续改善降低了财务费用，报告期末公司资产负债率为 36.28%，同比下降 3.11pct。公司 2019 年现金水平充裕，经营性净现金流实现 24.53 亿，较上年同期小幅降低 2.7%，整体保持高位水平，目前公司账面净现金为 18.63 亿，同比大幅增长 83.57%。

图 5：万年青年度吨收入和吨成本情况



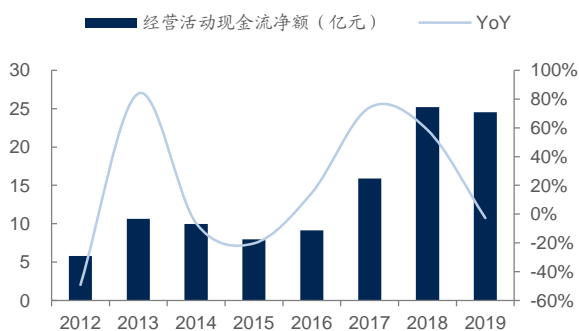
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：万年青单季度吨毛利情况



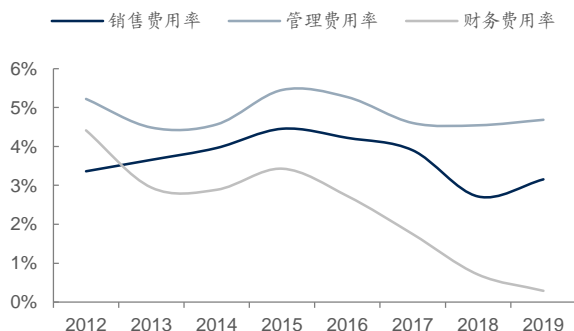
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：万年青经营性净现金流及增速



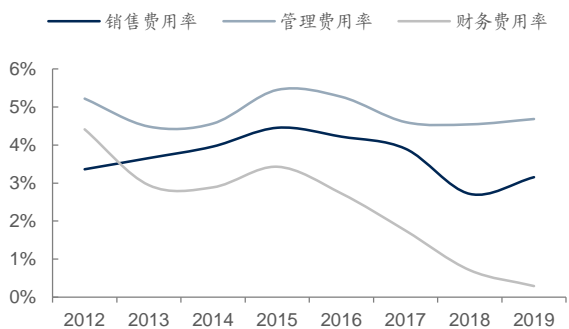
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：万年青三项费用率 (%)



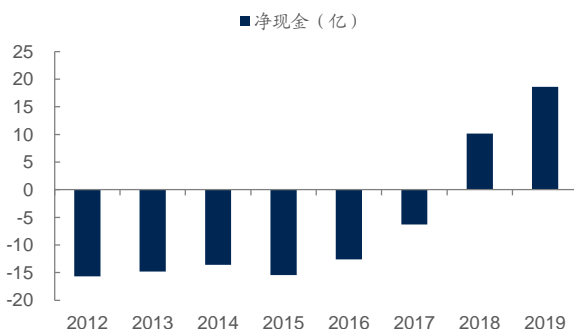
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：万年青资产负债率情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：万年青净现金持续提高



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

加大研发投入力度，产业链延伸步伐向前。报告期内，公司加大研发投入，开展了一系列“三项工程”和科技活动，实施技改 345 项，全年投入研发费用 1417 万，同比大幅增长 298.92%。同时，公司转型升级步伐加快，产业链延伸取得进展，年内 4 个环保型骨料机制砂项目迅速布局，上犹二线 and 安远一起商混项目建成投产，万铜公司一期尾矿和工业固废资源利用项目开工建设。

江西水泥龙头，维持“买入”评级。公司作为江西省水泥龙头企业，目前拥有

熟料产能 1400 万吨/年，水泥产能 2500 万吨/年。2020 年江西省计划交通投资 700 亿，较去年目标提高 25%，为区域水泥需求提供有力支撑，我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 2.05/2.20/2.33 元/股，对应 PE 为 5.8/5.4/5.2x，维持“买入”评级。。

附表：财务预测与估值

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	2995	5097	7500	10071	营业收入	11390	12245	13163	13953
应收款项	699	1075	1271	1482	营业成本	7797	8118	8793	9348
存货净额	441	634	755	882	营业税金及附加	93	112	114	120
其他流动资产	477	366	394	418	销售费用	359	350	349	349
流动资产合计	4611	7173	9919	12852	管理费用	534	549	559	568
固定资产	4236	4396	4614	4898	财务费用	33	(4)	(2)	(2)
无形资产及其他	1621	1556	1491	1426	投资收益	61	60	60	60
投资性房地产	1337	1337	1337	1337	资产减值及公允价值变动	79	(65)	(59)	(53)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	90	0	0	0
资产总计	11806	14462	17361	20514	营业利润	2804	3115	3351	3576
短期借款及交易性金融负债	1002	1000	1050	1103	营业外净收支	(132)	(4)	(4)	(4)
应付款项	886	936	1043	1141	利润总额	2673	3111	3348	3573
其他流动负债	1162	1307	1358	1462	所得税费用	618	680	739	798
流动负债合计	3050	3244	3451	3705	少数股东损益	686	798	859	916
长期借款及应付债券	130	1130	2130	3130	归属于母公司净利润	1369	1633	1750	1858
其他长期负债	1103	1374	1788	2328					
长期负债合计	1233	2504	3918	5458					
负债合计	4283	5748	7368	9164					
少数股东权益	2458	2670	2898	3141					
股东权益	5065	6045	7095	8210					
负债和股东权益总计	11806	14462	17361	20514					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1369	1633	1750	1858
资产减值准备	8	7	2	3
折旧摊销	405	332	362	386
公允价值变动损失	(154)	65	59	53
财务费用	33	(4)	(2)	(2)
营运资本变动	507	15	229	384
其它	241	205	225	240
经营活动现金流	2378	2258	2628	2923
资本开支	(799)	(500)	(575)	(661)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(799)	(500)	(575)	(661)
权益性融资	16	0	0	0
负债净变化	130	0	0	0
支付股利、利息	(870)	(653)	(700)	(743)
其它融资现金流	118	(2)	50	53
融资活动现金流	(1347)	345	350	309
现金净变动	232	2102	2403	2571
货币资金的期初余额	2763	2995	5097	7500
货币资金的期末余额	2995	5097	7500	10071
企业自由现金流	2118	2283	2626	2878
权益自由现金流	2366	2284	2677	2932

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.72	2.05	2.20	2.33
每股红利	1.09	0.82	0.88	0.93
每股净资产	6.35	7.58	8.90	10.30
ROIC	25%	29%	30%	32%
ROE	27%	27%	25%	23%
毛利率	32%	34%	33%	33%
EBIT Margin	23%	25%	25%	26%
EBITDA Margin	26%	28%	28%	28%
收入增长	12%	8%	8%	6%
净利润增长率	20%	19%	7%	6%
资产负债率	57%	58%	59%	60%
息率	9.3%	7.0%	7.5%	7.9%
P/E	6.9	5.8	5.4	5.1
P/B	1.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	4.5	4.4	4.5	4.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032