

2021年03月28日

Q4 阴雨影响涨价幅度，弹性龙头 2021 再起航

万年青 (000789)

评级:	买入	股票代码:	000789
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	20.7/11.17
目标价格:	18.32	总市值(亿)	108.13
最新收盘价:	13.56	自由流通市值(亿)	108.12
		自由流通股数(百万)	797.37

事件概述。万年青发布 2020 年年报。公司全年实现收入 125.3 亿元，同比+10%，全年实现归母净利润 14.8 亿元，同比+8.15%；其中 Q4 实现收入 36.89 亿元，同比-8.89%，实现归母净利润 4.57 亿元，同比-0.61%。

► **Q4 价格恢复幅度受到阴雨影响。**因阴雨影响四季度业绩略低于市场预期。2020Q4 随着疫情逐步恢复，水泥需求持续释放，但公司的核心区域江西省水泥市场由于受雨水天气较多且持续时间较长、部分项目没有按时开工等因素影响，同期产量累计增速由 Q3 的-0.6%提高至 Q4 的 1.3%，弱于华东地区平均水平，同时价格从 9 月底到年末的涨幅为 65 元/吨，也低于 2019 年同期 90 元/吨的涨幅。估算 2020 年公司对外水泥及熟料销量 2494 万吨，同比微幅下跌，估算售价 295~300 元/吨，同比下降 22~27 元/吨，吨毛利 108~113 元/吨，同比下降 7~12 元/吨；估算对应 Q4 售价 235~240 元/吨，同比降 108~113 元/吨，吨毛利 55~60 元/吨左右，同比有较大降幅。

► **成本管控优异，三费率大幅降低。**2020 年公司水泥及熟料业务的营业成本同比下降 8-10%至 185-190 元/吨，考虑到部分运输费用重新归为生产成本，成本实际下降幅度还要更高，判断主要是因为德安万年青 6600 吨/日熟料水泥生产线投产（根据 2019, 2020 年年报数据披露，投产后公司熟料产能由 1400 万吨增长至 1500 万吨，水泥产能由 2500 万吨上升至 2600 万吨），使得公司规模效应进一步增强。此外，2020 年公司财务结构优化，财务费用同比减少 3500 万元，进一步增厚公司利润。

► **江西投资项目充足，2021 涨价弹性可期。**2021 年，江西地区 GDP/固定资产投资增速目标分别为 8%/8.5%，依然保持较高增速目标。同时，2021 年江西省重点实施 3067 个省大中型项目，计划新开工的例如长赣铁路、瑞梅铁路、高铁南昌东站等，续建的例如昌景黄铁路江西段、宜春至遂川高速公路等项目，年度计划总投资 9600 亿元左右，其中全年计划完成公路水路交通固定资产投资 850 亿元，同比分别增加 1700/150 亿元，由判断 2021 年江西省内基建项目充足。根据数字水泥数据，目前江西省内库位 55%~60%，优于 2020 年水平，具备较好的涨价基础，公司作为江西龙头核心受益。

► **成本有望进一步加强，非水泥业务稳定发展。**随着德安万年青 6600 吨/日产能置换项目于 2020 年 12 月全面投产以及江西万年青 2*5100 吨/日熟料水泥生产线搬迁工程的完工，公司能够进一步发挥规模优势。根据测算，待新产线全面投产后，公司的平均生产线规模提升 25%左右，生产成本有望进一步下降。此外，瑞金 300 万吨骨料项目与玉山骨料及商砼项目建成投产，万年 200 万吨骨料项目、南昌商砼项目也在逐步推进中，公司非水泥业务有望稳定发展。

投资建议。雨季影响下 2021 年水泥熟料价格起点有所下降，因此下调价格假设，但由于公司成本管控良好，同样下调成本假设，同时考虑到 2020 年贸易业务规模扩大，上调贸易业务收入预测假设。对应上调公司 2021/2022 年总营收预测 1.45%/5.29%至 134.48 亿元/139.58 亿元，对应上调归母净利润预测 5.05%/16.59%至 18.28 亿元/20.41 亿元。考虑到三条红线或影响房地产中长期增速，下调估值至 2021 年盈利预测 8x PE，对应下调目标价 18.32 元（原：20.9 元），维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，环保限产低于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11390.43	12529.02	13448.73	13958.27	14315.99
YoY (%)	11.59%	10.00%	7.34%	3.79%	2.56%
归母净利润(百万元)	1369.00	1480.58	1828.00	2041.00	2155.10
YoY (%)	20.34%	8.15%	23.47%	11.65%	5.59%
毛利率 (%)	31.55%	28.15%	32.06%	33.86%	34.49%
每股收益 (元)	1.72	1.86	2.29	2.56	2.70
ROE	27.03%	23.16%	25.75%	24.39%	22.19%
市盈率	7.90	7.30	5.91	5.30	5.02

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12529.02	13448.73	13958.27	14315.99	净利润	2196.80	2712.29	3028.32	3197.63
YoY (%)	10.00%	7.34%	3.79%	2.56%	折旧和摊销	417.70	439.71	457.02	484.66
营业成本	9002.60	9137.43	9231.68	9378.04	营运资金变动	-411.87	-282.75	55.04	-36.17
营业税金及附加	85.98	92.29	95.78	98.24	经营活动现金流	2236.84	2848.93	3518.39	3622.40
销售费用	161.31	173.15	179.71	184.32	资本开支	-1498.69	-983.25	-981.57	-979.85
管理费用	531.22	570.22	591.82	606.99	投资	-42.36	0.00	0.00	0.00
财务费用	-1.75	-25.83	-53.67	-84.40	投资活动现金流	-1270.89	-910.86	-909.19	-907.46
资产减值损失	17.63	17.63	17.63	17.63	股权募资	128.10	-0.02	0.00	0.00
投资收益	72.38	72.38	72.38	72.38	债务募资	-250.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2906.80	3515.88	3925.82	4144.60	筹资活动现金流	-86.75	-2036.11	-820.64	-863.66
营业外收支	-45.57	16.75	18.43	20.15	现金净流量	879.20	-98.04	1788.57	1851.28
利润总额	2861.23	3532.63	3944.25	4164.76					
所得税	664.43	820.34	915.92	967.13	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	2196.80	2712.29	3028.32	3197.63	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	1480.58	1828.00	2041.00	2155.10	营业收入增长率	10.00%	7.34%	3.79%	2.56%
YoY (%)	8.15%	23.47%	11.65%	5.59%	净利润增长率	8.15%	23.47%	11.65%	5.59%
每股收益	1.86	2.29	2.56	2.70	盈利能力 (%)				
					毛利率	28.15%	32.06%	33.86%	34.49%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	17.53%	20.17%	21.70%	22.34%
货币资金	3876.94	3778.91	5567.47	7418.75	总资产收益率 ROA	9.78%	11.64%	11.36%	10.55%
预付款项	187.30	187.30	187.30	187.30	净资产收益率 ROE	23.16%	25.75%	24.39%	22.19%
存货	543.64	559.92	555.02	577.60	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1068.73	1172.95	1126.47	1213.49	流动比率	1.56	1.63	2.13	2.64
流动资产合计	5676.62	5699.09	7436.27	9397.14	速动比率	1.35	1.42	1.92	2.42
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	1.06	1.08	1.59	2.08
固定资产	5521.08	5410.64	5645.68	6034.46	资产负债率	38.26%	30.36%	26.55%	23.72%
无形资产	1626.58	1571.74	1516.91	1462.07	经营效率 (%)				
非流动资产合计	9462.48	10005.13	10530.47	11028.18	总资产周转率	0.94	0.87	0.83	0.75
资产合计	15139.09	15704.22	17966.74	20425.32	每股指标 (元)				
短期借款	802.27	802.27	802.27	802.27	每股收益	1.86	2.29	2.56	2.70
应付账款及票据	1597.74	1641.59	1628.39	1689.20	每股净资产	8.02	8.90	10.50	12.18
其他流动负债	1250.44	1044.34	1061.19	1073.81	每股经营现金流	2.81	3.57	4.41	4.54
流动负债合计	3650.45	3488.20	3491.86	3565.28	每股股利	1.15	0.86	0.96	1.02
长期借款	80.00	80.00	80.00	80.00	估值分析				
其他长期负债	2061.88	1199.04	1199.04	1199.04	PE	7.30	5.91	5.30	5.02
非流动负债合计	2141.88	1279.04	1279.04	1279.04	PB	1.66	1.52	1.29	1.11
负债合计	5792.33	4767.24	4770.90	4844.32					
股本	797.39	797.37	797.37	797.37					
少数股东权益	2954.49	3838.78	4826.11	5868.63					
股东权益合计	9346.77	10936.97	13195.84	15581.00					
负债和股东权益合计	15139.09	15704.22	17966.74	20425.32					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

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，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。