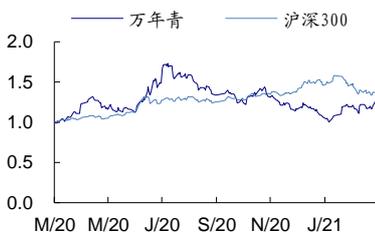


证券研究报告—动态报告
建材
水泥 II
万年青(000789)
买入
2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 30 日

一年该股与沪深 300 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)	11,355/11,355
上证综指/深圳成指	3,435/13,771
12 个月最高/最低(元)	20.70/11.17

相关研究报告:

《万年青-000789-2020 年中报点评: 业绩稳健增长, 需求有望继续发力》——2020-08-20
 《万年青-000789-2019 年财报点评: 业绩增长稳健, 产业链延伸步伐向前》——2020-03-27
 《万年青-000789-基业永固, 万年长青》——2019-06-18
 《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

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

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

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
业绩保持稳健增长, 费用端优化明显
● 收入增长 10%, 净利润增长 8.15%, 拟 10 派 7

全年实现营收 125.29 亿元, 同比增长 10%, 归母净利润 14.81 亿元, 同比增长 8.15%, 基本 EPS 为 1.8568 元/股, 其中 Q4 营收和归母净利润分别为 36.89 亿 (-8.9%) 和 4.57 亿 (-0.6%), 拟 10 派 7 元 (含税), 基本符合预期。业绩增长主要受益于费用端管控效果显著提升。

● 费用端优化显著, 在手现金充足

公司全年水泥销量 2401.1 万吨, 同比下降 1.6%, 混凝土销量 567.7 万方, 同比减少 5.4%。我们测算公司全年水泥吨收入/吨成本/吨毛利分别为 310/193/116 元, 分别同比减少 17/12/5 元, 价格下降主要受去年疫情及洪涝因素影响。混凝土方面, 全年实现毛利率 24.25%, 同比提高 5.93pct, 主要受益于采用成本更低的新材料对天然砂石进行替代。报告期内, 公司费用端优化显著, 期间费用率实现 5.81%, 同比降低 2.44pct, 其中销售、管理、财务费用率分别下降 1.87/0.44/0.31pct 至 1.29%/4.24%/-0.01%, 主要受益于管理效能提升和融资结构进一步优化, 截至去年末, 公司货币资金达到 38.78 亿, 同比增长 29.5%, 剔除有息负债后账面净现金 20.63 亿, 同比增长 10.78%, 经营性现金流净额 22.37 亿, 同比小幅降低 8.8%, 整体仍处较高水平。

● 完善产业布局, 促进转型升级

报告期内, 公司加强力度完善产业布局, 不断优化产业结构, 推动转型升级, 促进公司未来高质量发展。主业方面, 公司完成德安项目建成投产, 万年 8# 熟料生产线点火试运行; 上下游产业链方面, 瑞金、玉山骨料及商砼项目投产; 水泥窑协同固废项目有序推进; 其他产业方面, 与江铜集团合作探索铜尾矿大规模综合利用路径, 同时, 赣州物流园项目启动建设, 大宗原材料及建材贸易平台已搭建运营。

● 江西区域水泥龙头, 维持“买入”评级

公司是江西地区水泥龙头企业, 未来将以智能化、绿色化为导向, 推进水泥资源并购重组, 同时加快商砼区域化布局和产能优化重组推进全产业链发展, 其他产业等同步加强建设, 预计 21-23 年 EPS 为 2.2/2.4/2.5 元/股, 对应 PE 为 6.5/6.0/5.8x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 项目落地不及预期; 区域供给格局恶化; 成本增加超预期。
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,390	12,529	14,684	16,285	17,604
(+/-%)	11.6%	10.0%	17.2%	10.9%	8.1%
净利润(百万元)	1369	1481	1750	1899	1966
(+/-%)	20.3%	8.2%	18.2%	8.5%	3.5%
摊薄每股收益(元)	1.72	1.86	2.20	2.38	2.47
EBIT Margin	22.9%	21.9%	22.7%	22.3%	21.5%
净资产收益率(ROE)	27.0%	23.2%	23.5%	22.1%	20.1%
市盈率(PE)	8.3	7.7	6.5	6.0	5.8
EV/EBITDA	5.2	5.4	5.1	5.1	5.4
市净率(PB)	2.24	1.78	1.52	1.32	1.16

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

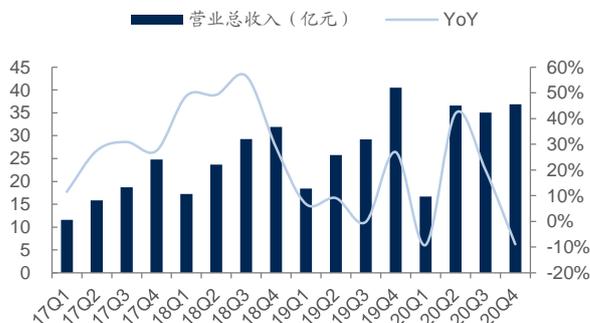
全年实现营收 125.29 亿元，同比增长 10%，归母净利润 14.81 亿元，同比增长 8.15%，基本 EPS 为 1.8568 元/股，其中 Q4 营收和归母净利润分别为 36.89 亿 (-8.9%) 和 4.57 亿 (-0.6%)，拟 10 派 7 元 (含税)，基本符合预期。业绩增长主要受益于费用端管控效果显著提升。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



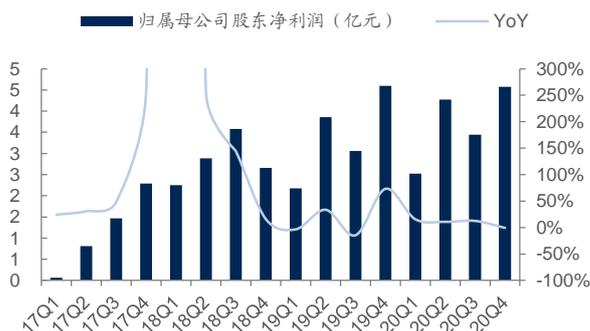
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



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%)

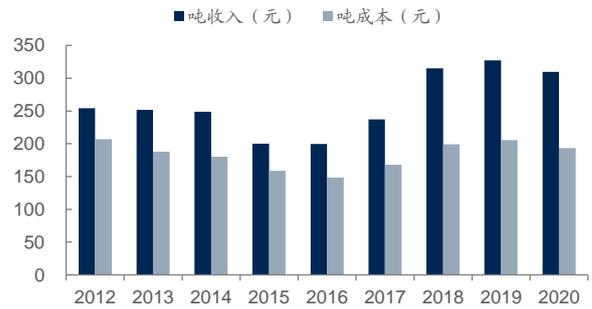
费用端优化显著，在手现金充足。公司全年水泥销量 2401.1 万吨，同比下降 1.6%，混凝土销量 567.7 万方，同比减少 5.4%。我们测算公司全年水泥吨收入/吨成本/吨毛利分别为 310/193/116 元，分别同比减少 17/12/5 元，价格下降主要受去年疫情及洪涝因素影响。混凝土方面，全年实现毛利率 24.25%，同比提高 5.93pct，主要受益于采用成本更低的新材料对天然砂石进行替代。报告期内，公司费用端优化显著，期间费用率实现 5.81%，同比降低 2.44pct，其中销售、管理、财务费用率分别下降 1.87/0.44/0.31pct 至 1.29%/4.24%/-0.01%，主要受益于管理效能提升和融资结构进一步优化，截至去年末，公司货币资金达到 38.78 亿，同比增长 29.5%，剔除有息负债后账面净现金 20.63 亿，同比增长 10.78%，经营性现金流净额 22.37 亿，同比小幅降低 8.8%，整体仍处较高水平。

图 5: 公司水泥销量及增速



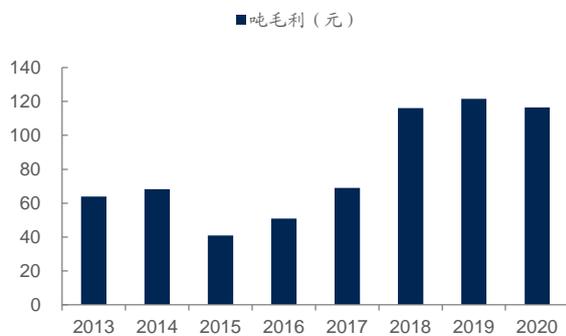
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司水泥吨收入和吨成本



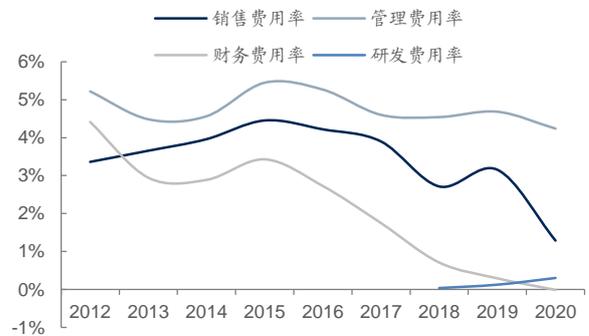
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司水泥吨毛利情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司资产负债率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司经营性现金流净额



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

完善产业布局，促进转型升级。报告期内，公司加强力度完善产业布局，不断优化产业结构，推动转型升级，促进公司未来高质量发展。主业方面，公司完成德安项目建成投产，万年 8# 熟料生产线点火试运行；上下游产业链方面，瑞金、玉山骨料及商砼项目投产；水泥窑协同固废项目有序推进；其他产业方面，与江铜集团合作探索铜尾矿大规模综合利用路径，同时，赣州物流园项目启动建设，大宗原材料及建材贸易平台已搭建运营。

区域龙头走向高质量发展，维持“买入”评级。公司是江西地区水泥龙头企业，未来将以智能化、绿色化为导向，推进水泥资源并购重组，同时加快商砼区域化布局和产能优化重组推进全产业链发展，其他产业等同步加强建设，预计21-23年EPS为2.2/2.4/2.5元/股，对应PE为6.5/6.0/5.8x，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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3877	6903	9720	12491	营业收入	12529	14684	16285	17604
应收款项	758	1041	1270	1510	营业成本	9003	10506	11806	12970
存货净额	544	678	839	1015	营业税金及附加	86	101	112	121
其他流动资产	498	487	540	583	销售费用	161	145	112	95
流动资产合计	5677	9109	12369	15600	管理费用	531	594	619	637
固定资产	6078	6266	6492	6773	财务费用	(2)	2	(3)	(8)
无形资产及其他	1627	1562	1496	1431	投资收益	72	67	70	68
投资性房地产	1758	1758	1758	1758	资产减值及公允价值变动	63	80	72	65
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	22	(50)	(60)	(72)
资产总计	15139	18693	22115	25562	营业利润	2907	3433	3721	3850
短期借款及交易性金融负债	871	1000	1050	1103	营业外净收支	(46)	(50)	(50)	(50)
应付款项	1598	1871	2169	2457	利润总额	2861	3383	3671	3800
其他流动负债	1182	1565	1642	1855	所得税费用	664	785	852	882
流动负债合计	3650	4436	4860	5414	少数股东损益	716	847	919	951
长期借款及应付债券	943	1943	2943	3943	归属于母公司净利润	1481	1750	1899	1966
其他长期负债	1199	1554	2017	2322					
长期负债合计	2142	3497	4960	6265	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5792	7933	9820	11679	净利润	1481	1750	1899	1966
少数股东权益	2954	3318	3713	4121	资产减值准备	(15)	4	1	1
股东权益	6392	7442	8582	9762	折旧摊销	417	454	484	509
负债和股东权益总计	15139	18693	22115	25562	公允价值变动损失	(98)	(80)	(72)	(65)
					财务费用	(2)	2	(3)	(8)
					营运资本变动	210	609	395	348
					其它	265	360	393	407
关键财务与估值指标					经营活动现金流	2260	3097	3102	3166
每股收益	1.86	2.20	2.38	2.47	资本开支	(2289)	(500)	(575)	(661)
每股红利	1.21	0.88	0.95	0.99	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	8.02	9.34	10.77	12.25	投资活动现金流	(2289)	(500)	(575)	(661)
ROIC	22%	25%	29%	30%	权益性融资	128	0	0	0
ROE	23%	24%	22%	20%	负债净变化	(50)	0	0	0
毛利率	28%	28%	28%	26%	支付股利、利息	(962)	(700)	(760)	(787)
EBIT Margin	22%	23%	22%	21%	其它融资现金流	2807	129	50	53
EBITDA Margin	25%	26%	25%	24%	融资活动现金流	911	429	290	266
收入增长	10%	17%	11%	8%	现金净变动	882	3026	2817	2771
净利润增长率	8%	18%	9%	4%	货币资金的期初余额	2995	3877	6903	9720
资产负债率	58%	60%	61%	62%	货币资金的期末余额	3877	6903	9720	12491
息率	8.5%	6.2%	6.7%	6.9%	企业自由现金流	448	3126	3096	3098
P/E	7.7	6.5	6.0	5.8	权益自由现金流	3205	3254	3149	3157
P/B	1.8	1.5	1.3	1.2					
EV/EBITDA	5.4	5.1	5.1	5.4					

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