

证券研究报告—动态报告

建材

万年青(000789)
买入

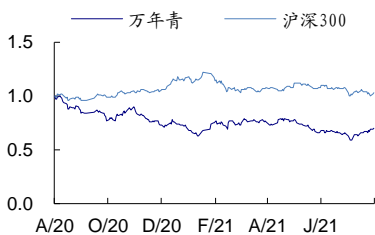
水泥 II

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 26 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)	9,585/9,585
上证综指/深圳成指	3,514/14,664
12 个月最高/最低(元)	18.38/10.00

相关研究报告:

《万年青-000789-2020 年年报点评: 业绩保持稳健增长, 费用端优化明显》——2021-03-30
 《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

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: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521040002

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

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

收入利润齐增, 下半年旺季值得期待
● 收入利润齐增, 投资收益推升业绩

公司上半年营收 59.50 亿元, 同增 11.6%, 归母净利润为 8.3 亿元, 同增 21.8%, 扣非后归母净利润为 7.47 亿, 同增 9.31%, EPS 为 1.0376 元/股, 基本符合预期。其中 Q2 营收和归母净利润分别为 32.4 亿和 5.0 亿, 分别同比-11.5%和+17.7%。上半年收入增长主要受益于产品销量提升, 此外, 公司投资净收益实现 2.54 亿, 同比大幅增加 2.25 亿。

● 两大板块稳健增长, 盈利能力小幅承压

上半年, 公司水泥熟料和混凝土业务分别实现收入 34.56 亿 (+6.8%) 和 12.46 亿 (+12.86%), 剔除贸易业务后, 两大业务占比分别为 70.92% (-1.5pct) 和 25.6% (+0.9pct), 毛利率分别为 41.46% (-2.64pct) 和 16.97% (+1.35)。剔除运输包装费口径变更后, 公司上半年综合毛利率 28.3%, 同比下降 3.83pct, 主要由于原材料价格上涨。报告期内, 公司可比口径期间费用率实现 6.29% (+1.06pct), 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.17%(+0.07pct)、4.45% (+0.69pct)、0.10% (+0.12pct) 和 0.58% (+0.25pct), 主要由于薪酬、折旧摊销、环保费用和研发投入增加所致。公司资产负债率保持健康, 截至今年上半年, 资产负债率实现 38.85%, 同比下降 2.76pct。经营性净现金流金额实现 2.41 亿, 同比降低 20.1%, 主因原材料采购成本及薪酬增加。

● 区域建设具备支撑, 下半年旺季值得期待

根据《江西省“项目大会战”(2021-2023 年)实施方案》, 江西省今年重点项目年度计划完成 3829 亿, 其中重大基础设施领域计划完成 2001 亿。预计随着下半年随着财政发力, 基建需求有望获得回补, 区域水泥需求有望得到支撑。近期, 随着高温降雨天气减少, 江西地区水泥已经开启第二轮普涨, 下半年旺季表现仍然可期。

● 江西区域水泥龙头, 维持“买入”评级

公司近年来持续推进水泥产能优化, 三季度万年第二条环保搬迁生产线将点火, 同时, 公司积极进行产业链上下游延伸扩张, 垂直整合石灰石资源, 推进商砼市场布局, 预计 21-23 年 EPS 为 2.1/2.2/2.4 元/股, 对应 PE 为 5.8/5.3/5.0x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 项目落地不及预期; 区域格局恶化; 成本上涨超预期。
盈利预测和财务指标

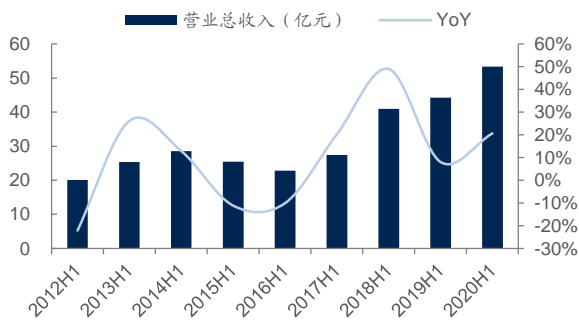
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,390	12,529	14,665	16,440	17,771
(+/-%)	11.6%	10.0%	17.1%	12.1%	8.1%
净利润(百万元)	1369	1481	1636	1783	1901
(+/-%)	20.3%	8.2%	10.5%	9.0%	6.7%
摊薄每股收益(元)	1.72	1.86	2.05	2.24	2.38
EBIT Margin	22.9%	21.9%	20.2%	20.3%	20.2%
净资产收益率(ROE)	27.0%	23.2%	22.2%	21.1%	19.8%
市盈率(PE)	7.0	6.4	5.8	5.3	5.0
EV/EBITDA	4.6	4.8	5.0	5.0	5.1
市净率(PB)	1.88	1.49	1.29	1.13	1.00

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

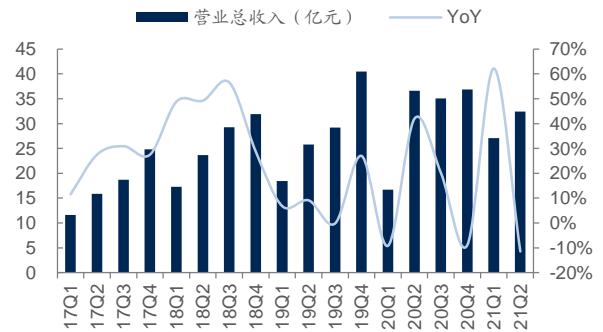
收入利润齐增，投资收益推升业绩。公司上半年营收 59.50 亿元，同增 11.6%，归母净利润为 8.3 亿元，同增 21.8%，扣非后归母净利润为 7.47 亿，同增 9.31%，EPS 为 1.0376 元/股，基本符合预期。其中 Q2 营收和归母净利润分别为 32.4 亿和 5.0 亿，分别同比-11.5%和+17.7%。上半年收入增长主要受益于产品销量提升，此外，公司投资净收益实现 2.54 亿，同比大幅增加 2.25 亿。

图 1：公司营业收入及同比增速



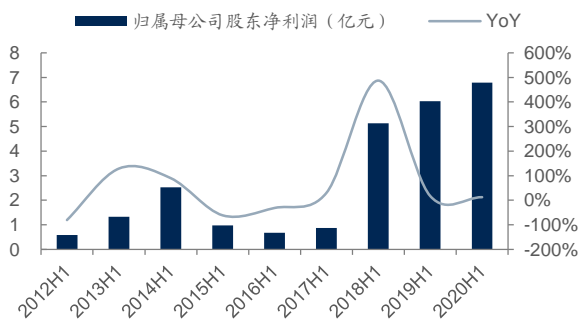
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



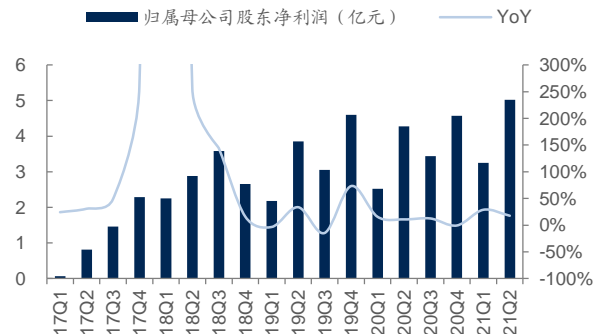
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

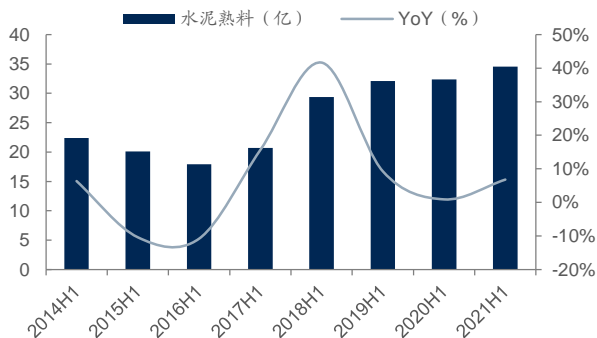
图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



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%）

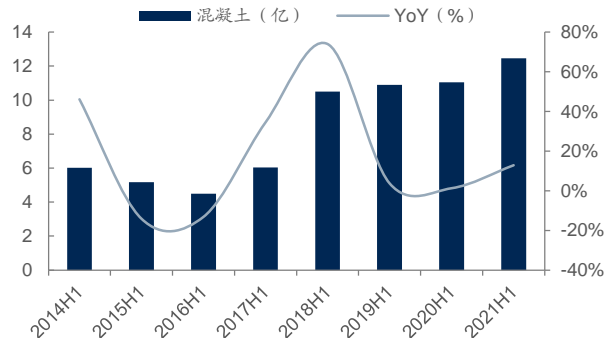
两大板块稳健增长，盈利能力小幅承压。上半年，公司水泥熟料和混凝土业务分别实现收入 34.56 亿（+6.8%）和 12.46 亿（+12.86%），剔除贸易业务后，两大业务占比分别为 70.92%（-1.5pct）和 25.6%（+0.9pct），毛利率分别为 41.46%（-2.64pct）和 16.97%（+1.35）。剔除运输包装费口径变更后，公司上半年综合毛利率 28.3%，同比下降 3.83pct，主要由于原材料价格上涨。报告期内，公司可比口径期间费用率实现 6.29%（+1.06pct），其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.17%（+0.07pct）、4.45%（+0.69pct）、0.10%（+0.12pct）和 0.58%（+0.25pct），主要由于薪酬、折旧摊销、环保费和研发投入增加所致。公司资债水平保持健康，截至今年上半年，资产负债率实现 38.85%，同比下降 2.76pct。经营性净现金流金额实现 2.41 亿，同比降低 20.1%，主因原材料采购成本及薪酬增加。

图 5: 公司水泥熟料业务收入及增速



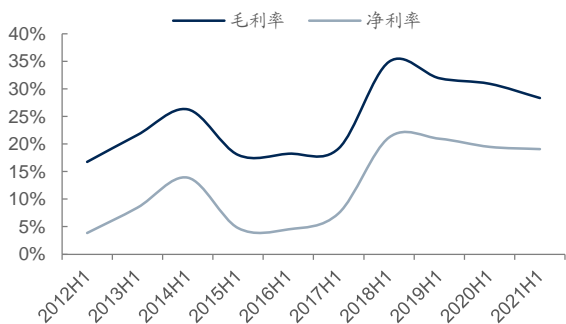
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司水泥熟料业务收入及增速



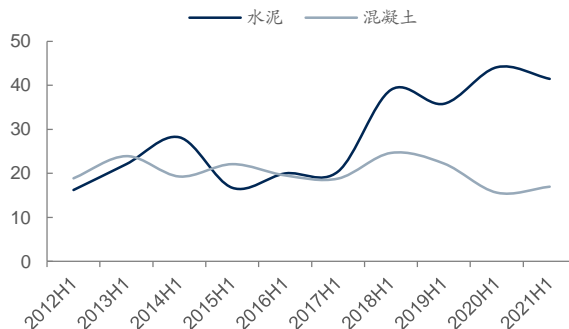
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司综合毛利率和净利率 (%)



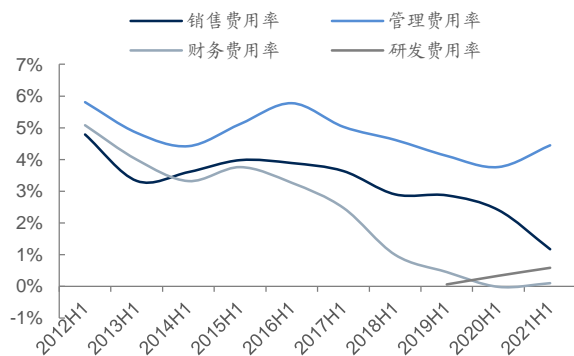
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司水泥和混凝土毛利率 (%)



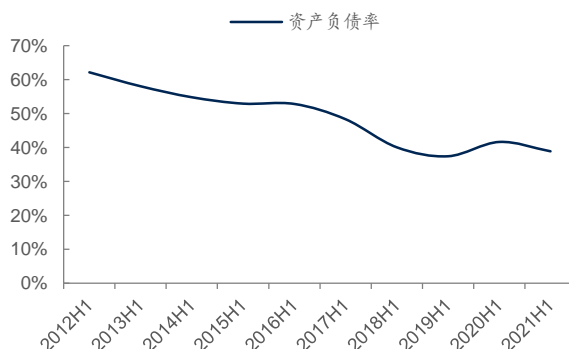
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司期间费用率持续下降 (%)



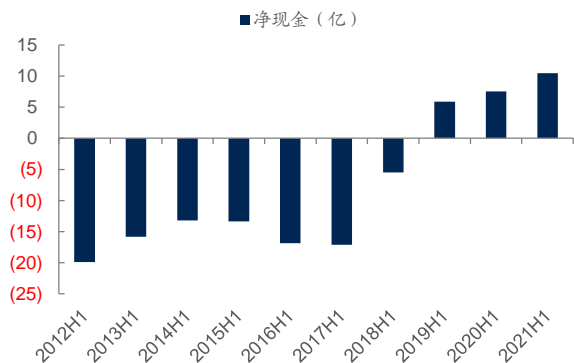
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司资产负债率保持下降 (%)



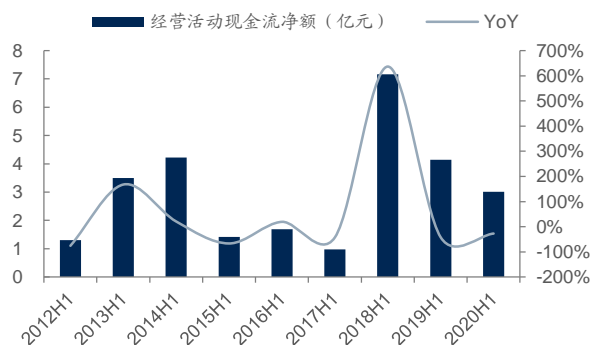
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司账面保持净现金状态



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司经营活动现金流净额及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

区域建设具备支撑，下半年旺季值得期待。根据《江西省“项目大会战”（2021-2023年）实施方案》，江西省今年重点项目年度计划完成 3829 亿，其中重大基础设施领域计划完成 2001 亿。预计随着下半年随着财政发力，基建需求有望获得回补，区域水泥需求有望得到支撑。近期，随着高温降雨天气减少，江西地区水泥已经开启第二轮普涨，下半年旺季表现仍然值得期待。

投资建议：江西区域水泥龙头，维持“买入”评级。公司近年来持续推进水泥产能优化，三季度万年第二条环保搬迁生产线将点火，同时，公司积极进行产业链上下游延伸扩张，垂直整合石灰石资源，推进商砼市场布局，预计 21-23 年 EPS 为 2.1/2.2/2.4 元/股，对应 PE 为 5.8/5.3/5.0x，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	6472	9122	11754	营业收入	12529	14665	16440	17771
应收款项	758	1040	1282	1525	营业成本	9003	10805	12147	13204
存货净额	544	698	864	1034	营业税金及附加	86	101	113	122
其他流动资产	498	486	545	589	销售费用	161	161	164	151
流动资产合计	5677	8696	11812	14902	管理费用	531	637	673	705
固定资产	6078	6266	6492	6773	财务费用	(2)	6	4	2
无形资产及其他	1627	1562	1496	1431	投资收益	72	230	151	151
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	(55)	(66)	(79)
资产总计	15139	18280	21558	24864	营业利润	2907	3211	3495	3725
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	1499	1739	1948	利润总额	2861	3161	3445	3675
其他流动负债	1182	1616	1702	1905	所得税费用	664	734	800	853
流动负债合计	3650	4115	4491	4956	少数股东损益	716	791	862	920
长期借款及应付债券	943	1943	2943	3943	归属于母公司净利润	1481	1636	1783	1901
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	7612	9451	11220	净利润	1481	1636	1783	1901
少数股东权益	2954	3294	3664	4059	资产减值准备	(15)	4	1	1
股东权益	6392	7374	8443	9584	折旧摊销	417	454	484	509
负债和股东权益总计	15139	18280	21558	24864	公允价值变动损失	(98)	(80)	(72)	(65)
					财务费用	(2)	6	4	2
					营运资本变动	210	271	322	262
					其它	265	336	369	393
关键财务与估值指标					经营活动现金流	2260	2620	2887	3002
每股收益	1.86	2.05	2.24	2.38	资本开支	(2289)	(500)	(575)	(661)
每股红利	1.21	0.82	0.89	0.95	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	8.02	9.25	10.59	12.02	投资活动现金流	(2289)	(500)	(575)	(661)
ROIC	22%	22%	26%	28%	权益性融资	128	0	0	0
ROE	23%	22%	21%	20%	负债净变化	(50)	0	0	0
毛利率	28%	26%	26%	26%	支付股利、利息	(962)	(654)	(713)	(761)
EBIT Margin	22%	20%	20%	20%	其它融资现金流	2807	129	50	53
EBITDA Margin	25%	23%	23%	23%	融资活动现金流	911	475	337	292
收入增长	10%	17%	12%	8%	现金净变动	882	2595	2649	2633
净利润增长率	8%	10%	9%	7%	货币资金的期初余额	2995	3877	6472	9122
资产负债率	58%	60%	61%	61%	货币资金的期末余额	3877	6472	9122	11754
息率	10.1%	6.9%	7.5%	8.0%	企业自由现金流	448	2499	2798	2865
P/E	6.4	5.8	5.3	5.0	权益自由现金流	3205	2624	2844	2917
P/B	1.5	1.3	1.1	1.0					
EV/EBITDA	4.8	5.0	5.0	5.1					

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