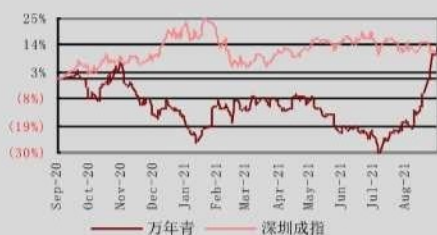


**300196.SZ**
**增持**

价格: 人民币 17.72

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.2	5.9	(0.4)	34.2
相对新华富时 A50 指数	6.2	12.9	1.8	27.1

发行股数(百万)	409
流通股(%)	60
总市值(人民币 百万)	7,242
3个月日均交易额(人民币 百万)	75
净负债比率(%)	
主要股东(%)	
杨鹏威	42

 资料来源: 公司公告, 彭博, 中银证券  
 以 2021 年 9 月 24 日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

**建筑材料**
**证券分析师: 余斯杰**

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

**证券分析师: 陈浩武**

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

# 万年青

## 江西布局区位优势, 省内需求有望提升

公司是江西省内水泥龙头之一, 产能集中在赣东北和赣南, 与长江流域联通, 可适当补充江浙沪需求。江西省城镇化率低于周边省份, 省内最新规划提出“一核四枢纽, 两轴四板块”的空间结构, 需求有望提升。

### 支撑评级的要点

- **江西省内水泥龙头, 产能集中赣东北与赣南, 成本费用管控较好:** 公司是江西省五大水泥龙头之一, 熟料产能合计 1,421 万吨, 集中在赣东北和赣南。2020 年公司收入 125.3 亿, 利润 14.8 亿, 水泥熟料销量合计 2,744.3 万吨, 吨成本 169.4 元, 吨费用 16.6 元。成本费用管控能力较强。
- **江西省水泥基本自给自足, 适当补充江浙沪需求:** 江西省位于长江中下游, 东西南三面分别为武夷山、罗霄山、南岭所隔, 北面通过赣江与长江流域联通, 呈半封闭环境。省内水泥自给自足略有富余。江浙沪需求缺口主要由安徽供应, 赣东北与长江联通可以作为适当补充。
- **万年青产能集中赣东北为主, 地理优势相对优越:** 江西省内熟料为南方水泥、万年青、海螺水泥、亚洲水泥、红狮控股基本垄断, 2020 年五家公司产能分别为 1,531.4、1,421.4、1,054.0、892.8、775.0 万吨, 合计占比达到 82.7%。万年青作为省内龙头之一, 主要产能集中在赣东北和赣南, 能与需求最旺盛的长三角联动, 地理优势相对较为优越。
- **省内需求仍有提升空间, 景气度有望逐步提升:** 在东南部省份中, 江西省城镇化率水平相对较低, 对应人均用量水平相对高于周边省份, 提升空间大。2019 年《江西省高铁经济带发展规划(2019-2025)》提出省内构建“一核四枢纽, 两轴四板块”的空间结构, 随着省内供给格局保持稳定, 需求稳步提升, 省内水泥景气度有望逐步改善。

### 估值

- 参考公司中报情况以及江西省内景气度, 预计 2021-2023 年收入分别为 142.4、151.8、161.9 亿元, 归母净利润分别为 16.1、17.1、18.1 亿元; EPS 分别为 2.02、2.14、2.27 元。首次覆盖给予**增持**评级。

### 评级面临的主要风险

- 煤炭价格大幅提升, 省内重点项目推进不及预期

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	11,390	12,529	14,235	15,184	16,192
变动(%)	12	10	14	7	7
净利润(人民币 百万)	1,369	1,481	1,613	1,706	1,813
全面摊薄每股收益(人民币)	1.717	1.857	2.022	2.140	2.273
变动(%)	20.3	8.2	8.9	5.8	6.3
市场预期每股收益			2.100	2.240	2.340
全面摊薄市盈率(倍)	9.7	9.0	8.2	7.8	7.3
价格/每股现金流量(倍)	10.1	13.8	5.1	5.4	5.3
每股现金流量(人民币)	1.65	1.21	3.25	3.09	3.13
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.5	5.2	4.6	4.3	4.1
每股股息(人民币)	0.92	1.69	0.61	0.64	0.68
股息率(%)	5.5	10.1	3.7	3.8	4.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 优秀的江西本土水泥企业

**扎根江西，省内本土小龙头：**公司前身为始建于1958年的江西水泥厂，1986年公司建成国内第一条新型干法生产线，1997年万年青由江西水泥厂作为独家发起人创立并于同年上市，成为江西省首家建材行业上市公司。上市后，公司走出万年县，总部迁移至南昌。2007年，公司和南方水泥合资建立江西南方万年青水泥有限公司，并以此为依托，加速在江西省内的布局。目前，公司熟料产能已经超过1,300万吨，水泥粉末产能超过2,300万吨，省内产能占有率超过20%，排名第二，是江西省内本土龙头。

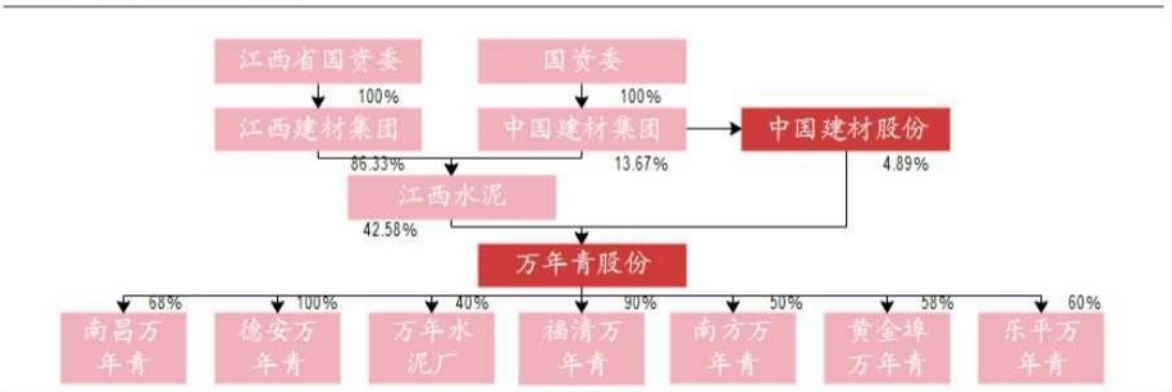
图表 1. 万年青历史沿革



资料来源：公司公告，中银证券

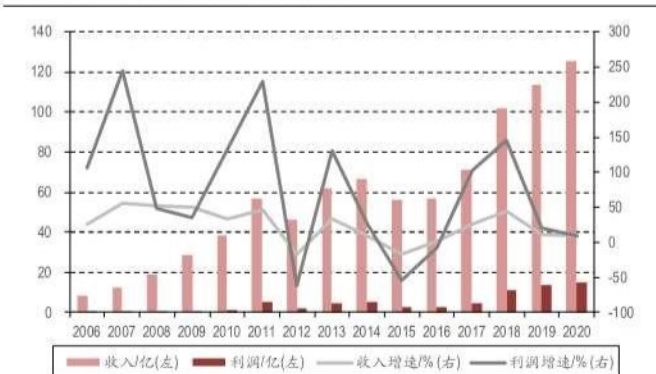
**实控人为江西国资委，中国建材持有股份：**公司实控人为江西国资委，江西国资委旗下江西建材集团通过江西水泥持有公司42.6%股份。中国建材也持有公司4.9%股份，同时在江西水泥持有13.7%股份。公司旗下有南昌万年青等7家一级子公司。其中南方万年青是公司 and 南方水泥合资的公司，公司持股50%且并表，是公司在省内加速布局的主要平台，也是少数股东损益的主要来源。

图表 2. 万年青股权结构图



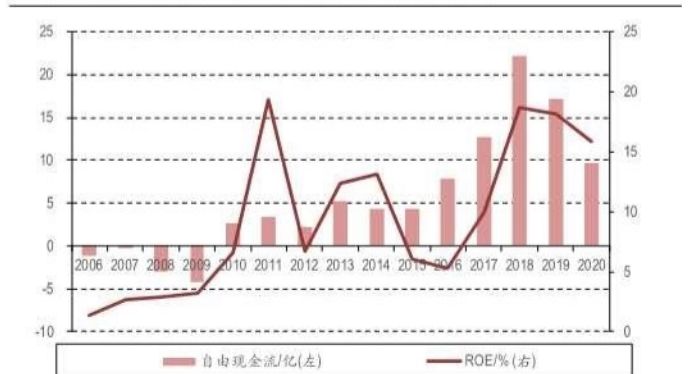
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 公司收入利润表现向好



资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 公司盈利能力与现金创造能力强大



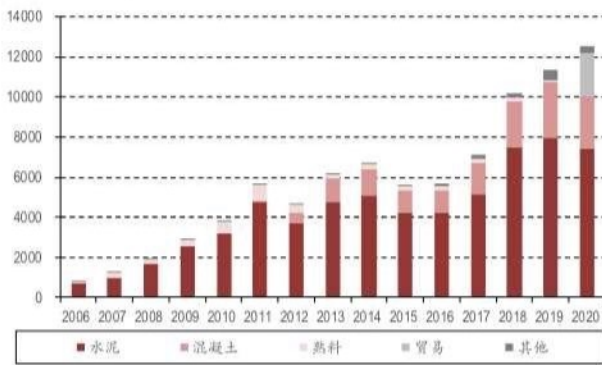
资料来源：公司年报，中银证券

公司业绩总体持续增长，2017年以来公司盈利能力与现金流表现较好：2000-2020年，公司收入从2.9亿元增长至125.3亿元，CAGR为20.7%；利润从0.4亿元增长至14.8亿元，CAGR为19.5%。上市二十余年来，公司业绩增速有一定周期性，但是总体仍保持持续增长的态势。2018年以来，随着水泥行业错峰限产执行，价格提升，公司盈利能力也有所提升，ROE稳定在15%以上，2020年ROE为15.8%；2017年以来公司自由现金流均在8亿元以上，其中2020年因长江中下游超长雨季等因素影响，公司经营受到一定冲击自由现金流有所下降为9.7亿元。

### 产能集中赣东北与赣南，成本费用优于多数同行

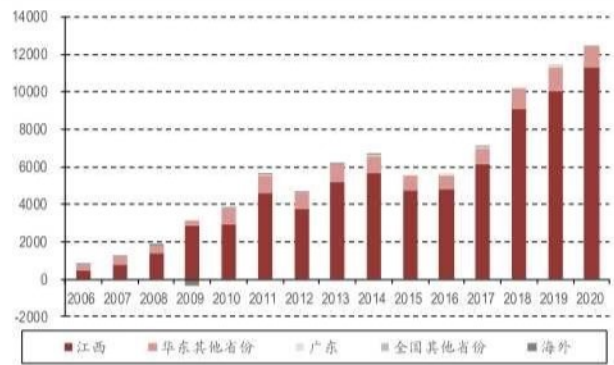
主营水泥、混凝土、物流贸易，江西、广东、华东是公司主要收入来源：水泥和熟料是公司的主要产品，2020年营收占比达59.4%。此外，公司的业务范围还覆盖混凝土销售等。2020年公司开始发展物流贸易产业，全年收入21.3亿元，销售占比达到17.0%。公司绝大多数收入来自于江西，2020年江西省内收入113.3亿元，销售占比达到90.4%；广东省以及华东其他省份是公司除了江西省的主要收入来源。

图表 5. 公司收入以水泥和熟料为主，近年发展贸易和骨料 (单位:百万元)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 中东部地区是公司主要收入来源(单位:百万元)



资料来源：公司年报，中银证券

公司总产能 1,421 万吨，集中在赣东北和赣南，分别与华东市场以及粤东北市场联动：据中国水泥网，2020 年底公司熟料产能合计 1,421 万吨，在江西省内仅次于南方水泥。具体分布在上饶、景德镇、九江、赣州四个城市，熟料产能分别为 630.5、170.5、57.3、558.0 万吨。公司产能集中在赣东北和赣南，其中赣东北可以通过长江水运和华东市场联动；赣南和粤东北市场联动。

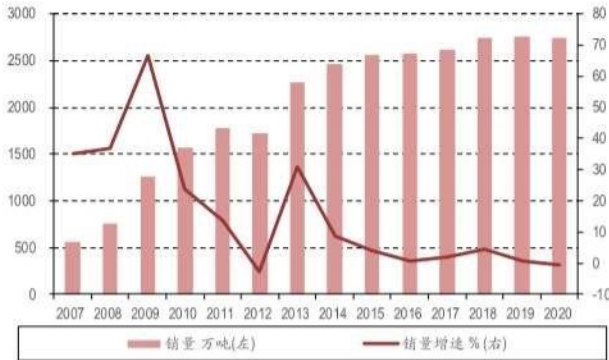
图表 7. 公司在上饶、赣州、景德镇、九江有 14 条产线合计 1,421 万吨熟料产能(单位:万吨)

城市	基地	投产年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
上饶	本部	1986	62.0	62.0	62.0	62.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0
		2000	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	62.0	62.0	62.0	62.0	62.0	62.0
		2008	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0
		2010	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0
	玉山	2003	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5
赣州	三清	2018									77.5	77.5	77.5
		2004	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5
	瑞金	2004	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0
		2009	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0
	于都	2014					155.0	170.5	170.5	170.5	170.5	170.5	170.5
九江	市区	2016							77.5	77.5	77.5	77.5	77.5
		南方	46.5	46.5	46.5	46.5							
	景德镇	锦溪	2005	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5
	2008	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	
九江	德安	2020											57.3
合计			1,147.0	1,147.0	1,147.0	1,147.0	1,209.0	1,209.0	1,286.5	1,286.5	1,364.0	1,364.0	1,421.3
单线产能			95.6	95.6	95.6	95.6	109.9	109.9	107.2	107.2	104.9	104.9	101.5

资料来源：中国水泥网，中银证券

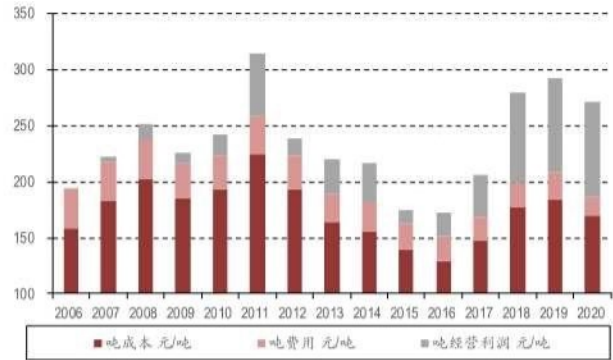
近年来公司水泥销量趋稳，吨成本、吨费用、吨利润等指标表现优于多数同行：2006-2020年，公司水泥熟料销量从410.6万吨增长至2,744.3万吨，CAGR为14.5%，最近几年随着公司熟料产能总体问题，水泥销量趋于稳定。2020年受到长江中下游超长雨季等一系列因素影响，公司水泥熟料销量有所下滑，同比下降0.5%。2018年以来，随着水泥行业错峰限产的推进，公司产品价格有所提升，2018-2020年均价都保持在270元以上。2020年均价有所回落，为271.4元；吨成本和费用分别为169.4、16.6元；吨经营利润为85.4元。公司地处赣东北与华东市场联动，具有一定地缘优势，成本低于多数同行，吨利润表现也优于同行。

图表 8. 近年来公司水泥销量趋稳



资料来源：公司年报，中国水泥网，中银证券

图表 9. 公司成本管控优秀，近年来吨盈利明显提升

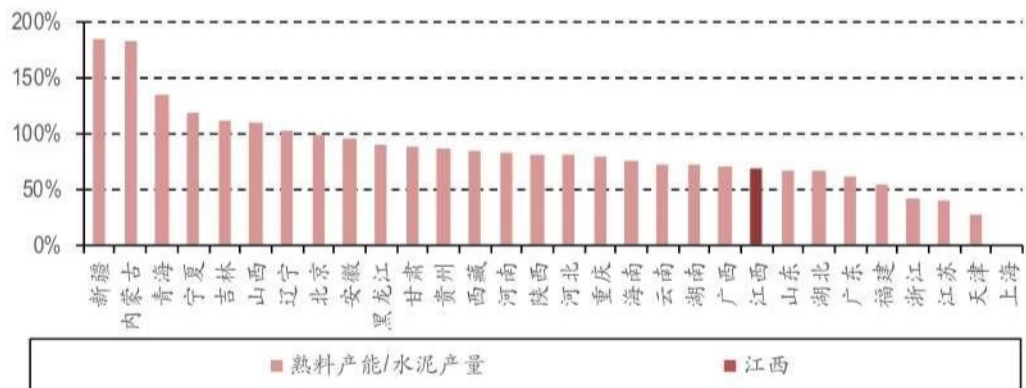


资料来源：公司年报，中银证券

### 地理区位优势，省内需求可提升

江西省水泥基本可以实现自给自足，适当补充江浙沪需求：江西省位于长江中下游，东西南三面分别为武夷山、罗霄山、南岭所隔，北面通过赣江与长江流域联通，呈现半封闭的地理环境。我们以熟料产能/水泥产量来衡量各个省份的水泥自给率水平。新疆、内蒙、青海、宁夏等省份有较为明显的产能过剩。江浙沪排名垫底，是较为典型的需求旺盛供给不足的省份。江西省为68.4%，基本上自给自足略有富余。江浙沪的需求缺口主要由安徽供应，江西东北与长江联通可以作为适当补充。

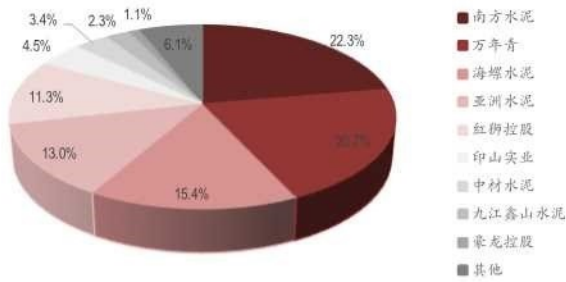
图表 10. 江西省水泥产量基本自给自足



资料来源：公司公告，中银证券

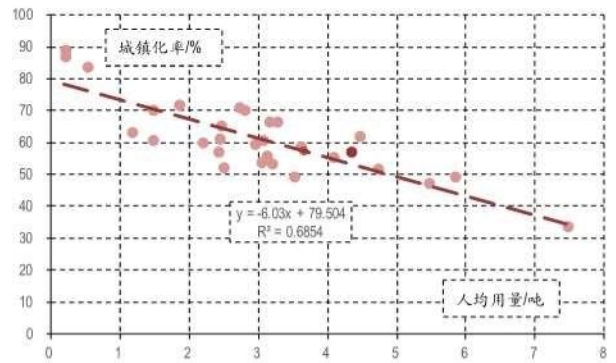
万年青是省内五大寡头之一，产能集中赣东北为主，地理优势相对较为优越：江西省内熟料为五大寡头基本垄断：南方水泥、万年青、海螺水泥、亚洲水泥、红狮控股，五家公司产能分别为1,531.4、1,421.4、1,054.0、892.8、775.0万吨，合计占比达到82.7%。万年青作为省内龙头之一，主要产能集中在赣东北和赣南，能与需求最旺盛的长三角联动，地理优势相对较为优越。

图表 11. 万年青是省内水泥寡头之一



资料来源：金风科技官网，国家统计局，中银证券

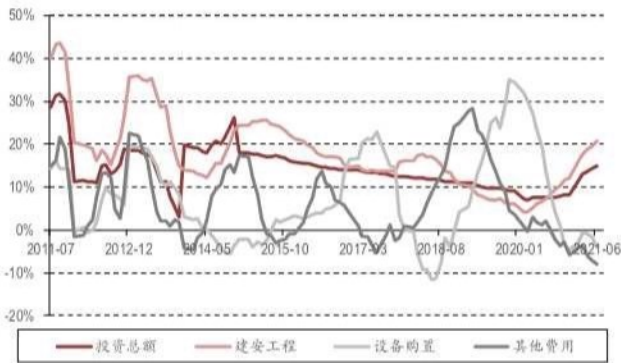
图表 12. 江西省人均用量与城镇化率水平匹配



资料来源：GE，中银证券

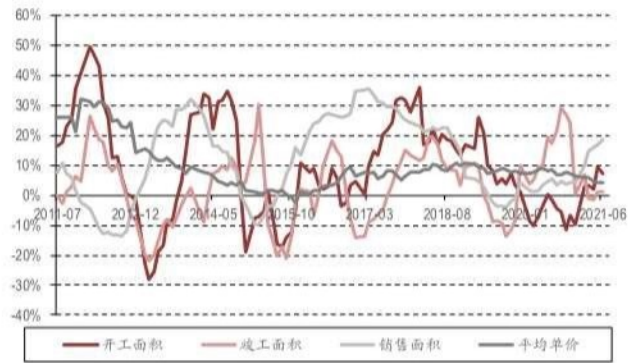
**人均需求水平与城镇化对应，但相比周边省份城镇化水平低：**参照国内外和不同地区数据，人均水泥用量和城镇化率发展水平有密切关系。参照城镇化率水平，江西省人均用量处于正常水平。不过在东南部省份中，江西省城镇化率水平相对较低，未来还有较多基础设施建设项目可推动，对应人均用量水平相对高于周边省份，未来需求提升空间高于周边省份。

图表 13. 江西省内固定资产投资-建安工程平稳向好



资料来源：公司年报，债券募集说明书，债券评级报告，中银证券

图表 14. 江西省内地产开工增速小幅回升



资料来源：公司年报，债券募集说明书，债券评级报告，中银证券

**省内高铁经济发展规划出台，投资需求向好：**2019年《江西省高铁经济带发展规划(2019-2025)》提出省内构建“一核四枢纽，两轴四板块”的空间结构。一核指南昌，加快构建“米”高铁结构；四枢纽指统筹高铁通道建设、建设赣州、九江、上饶、萍乡四大枢纽；两轴指的是强化京九高铁和沪昆高铁“十字”布局；四板块指潜力建设南昌、赣南、赣东北、赣西四大区域城市圈。2021年，江西固定资产投资增速以及新开工面积增速均稳步上行，表现好于全国。我们认为随着省内供给格局保持稳定，需求稳步提升，省内水泥景气度有望逐步改善。

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	11,390	12,529	14,235	15,184	16,192
销售成本	7,797	9,003	10,504	11,206	11,958
经营费用	986	779	826	881	939
息税折旧前利润	2,426	2,561	2,889	3,069	3,243
折旧及摊销	406	418	622	706	787
经营利润(息税前利润)	2,020	2,143	2,267	2,363	2,456
净利息收入/(费用)	(33)	2	30	82	157
其他收益/(损失)	46	108	114	114	114
税前利润	1,987	2,145	2,297	2,445	2,613
所得税	618	664	685	739	800
少数股东权益	686	716	745	840	944
净利润	1,369	1,481	1,613	1,706	1,813
核心净利润	1,323	1,373	1,499	1,592	1,699
每股收益(人民币)	1.717	1.857	2.022	2.140	2.273
核心每股收益(人民币)	1.659	1.722	1.880	1.997	2.131
每股股息(人民币)	0.923	1.690	0.610	0.640	0.680
收入增长(%)	12	10	14	7	7
息税前利润增长(%)	(16)	6	6	4	4
息税折旧前利润增长(%)	(15)	6	13	6	6
每股收益增长(%)	20	8	9	6	6
核心每股收益增长(%)	9	4	9	6	7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,987	2,145	2,297	2,445	2,613
折旧与摊销	406	418	622	706	787
净利息费用	33	(2)	(30)	(82)	(157)
运营资本变动	(26)	(108)	(390)	10	242
税金	1,306	1,266	376	461	546
其他经营现金流	(1,305)	(1,698)	(282)	(309)	(331)
经营活动产生的现金流	2,453	2,237	3,373	3,212	3,216
购买固定资产净值	978	1,499	1,008	1,007	1,007
投资减少/增加	(35)	(30)	(104)	(104)	(104)
其他投资现金流	206	198	121	157	186
投资活动产生的现金流	(738)	(1,271)	(783)	(747)	(717)
净增权益	16	95	0	0	0
净增债务	(606)	(250)	0	(300)	(562)
支付股息	957	1,348	486	510	542
其他融资现金流	87	1,416	(89)	(74)	(29)
融资活动产生的现金流	(1,460)	(87)	(575)	(884)	(1,133)
现金变动	255	879	2,014	1,582	1,366
期初现金	2,763	4,015	5,040	7,054	8,636
公司自由现金流	1,715	966	2,589	2,466	2,499
权益自由现金流	1,196	2,132	2,500	2,092	1,908

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	4,015	5,040	7,054	8,636	10,001
应收帐款	699	758	870	931	995
库存	441	544	611	647	685
其他流动资产	224	319	319	319	319
流动资产总计	5,379	6,661	8,855	10,533	12,001
固定资产	3,689	5,521	6,043	6,424	6,706
无形资产	1,621	1,627	1,572	1,518	1,464
其他长期资产	1,117	1,095	1,014	989	982
长期资产总计	6,427	8,242	8,629	8,931	9,152
总资产	11,806	14,903	17,484	19,463	21,152
应付帐款	886	1,598	1,865	1,990	2,124
短期债务	1,002	802	802	502	0
其他流动负债	1,162	1,014	1,317	1,579	1,807
流动负债总计	3,050	3,414	3,984	4,071	3,931
长期借款	130	80	80	80	80
其他长期负债	1,103	2,062	2,201	2,059	1,672
股本	797	797	797	797	797
储备	6,726	8,549	10,421	12,456	14,671
股东权益	7,523	9,347	11,218	13,254	15,469
少数股东权益	2,458	2,954	3,700	4,539	5,484
总负债及权益	11,806	14,903	17,484	19,463	21,152
每股帐面价值(人民币)	6.35	8.02	9.43	10.93	12.52
每股有形资产(人民币)	9.45	16.16	19.47	22.02	24.20
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.72)	(2.63)	(4.98)	(7.52)	(10.35)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	21.3	20.4	20.3	20.2	20.0
息税前利润率(%)	17.7	17.1	15.9	15.6	15.2
税前利润率(%)	17.4	17.1	16.1	16.1	16.1
净利率(%)	18.0	17.5	16.6	16.8	17.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.8	2.0	2.2	2.6	3.1
利息覆盖率(倍)	73.2	1460.6	95.7	37.5	20.6
净权益负债率(%)	(23.7)	(22.4)	(35.4)	(45.2)	(53.3)
速动比率(倍)	1.6	1.8	2.1	2.4	2.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	9.7	9.0	8.2	7.8	7.3
核心业务市盈率(倍)	10.0	9.7	8.9	8.3	7.8
市净率(倍)	2.6	2.1	1.8	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	10.1	13.8	5.1	5.4	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.5	5.2	4.6	4.3	4.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	14.1	15.8	15.7	15.5	15.4
应收帐款周转天数	22.4	22.1	22.3	22.4	22.4
应付帐款周转天数	41.5	64.8	64.8	64.8	64.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	53.8	91.0	30.2	29.9	29.9
净资产收益率(%)	27.3	23.5	21.0	19.2	17.8
资产收益率(%)	17.4	14.7	13.5	13.1	13.0
已运用资本收益率(%)	14.3	12.0	11.1	10.4	9.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测