

万年青 (000789)

证券研究报告

2024年03月28日

江西基建提振需求，“水泥+”发展战略持续推进

公司 23 年全年实现归母净利润 2.29 亿元，同比下滑 41.17%

公司发布 23 年年报，全年实现收入/归母净利润 81.90/2.29 亿元，同比 -27.40%/-41.17%，全年实现扣非归母净利润 1.82 亿元，同比-49.08%，非经常性损益主要系计入当期损益的政府补助。其中 Q4 单季度实现收入/归母净利润 22.05/-0.80 亿元，同比下滑 23.84%/同比+0.99 亿元，扣非归母净利润-1.02 亿元，同比+0.71 亿元。

水泥量升价跌拖累收入，江西基建投资景气度仍较高

公司销售市场以江西为主，近五年江西收入占总收入比例始终高达 90%左右。23 年江西地区基建投资同比增长 19.1%，其中道路运输/水利环境投资分别增长 38.9%/14.3%，为江西水泥需求提供支撑，但受地产拖累，江西水泥产量同比下降 8.02%。公司水泥销量实现逆势增长 1%达 2136.89 万吨，市占率预计进一步提升。但受价格下滑影响，水泥业务收入为 52.2 亿元，同比下滑 17%，我们测算水泥吨均价/吨成本分别为 244/210 元，同比分别下滑 12/0 元，吨毛利同比下滑 12 元达 34 元/吨，毛利率同比-4pct 至 14%。江西省在“十四五”发展规划中提出综合交通规划建设总投资 6000 亿元，较“十三五”实际投资额增长 34%，浙赣粤大运河、江西省水网建设重点工程乐平水利枢纽等重点工程项目有望进一步提高提振区域需求。

23 年毛利率小幅提升，成本优势有望持续强化

23 年公司整体毛利率 18.43%，同比+0.95pct，主要系毛利率较高的混凝土、骨料业务占比提升所致，其中，Q4 单季度整体毛利率 16.35%，同比/环比分别+0.77/+1.46pct。23 年期间费用率 10.61%，同比+1.26pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.46/+0.40/+0.23/+0.16pct，最终实现净利率 3.85%，同比-1.33pct。公司积极发展现代物流产业，且通过加强与大型煤企合作、开拓新的采购渠道和资源、精细化生产控制等方式降低能源成本，同时积极布局光伏发电项目，23 年底光伏总装机容量达到 21.3MW，全年光伏发电 1621 万度，有望持续强化成本优势。

“水泥+”发展战略持续推进，维持“增持”评级

23 年公司累计现金分红 0.72 亿元，分红率达 31%，对应当前股息率 1.43%。我们继续看好江西区域基建需求景气度，公司始终坚持“水泥+”发展战略，立足于水泥主业的同时积极延伸上下游产业链，拥有商品混凝土产能 2,365 万方/年，骨料产能 1,500 万吨/年，有望为公司创造新的利润增长点。考虑到 23 年业绩下滑较多，Q4 利润转负，承压较大，下调公司 24-25 年归母净利润预测至 3.19/3.71 亿元（前值 7.73/8.98 亿元），预计 26 年归母净利润达 4.18 亿元。参考可比公司，给予公司 24 年 18 倍 PE，目标价 7.20 元，维持“增持”评级。

风险提示：公司销量不及预期、水泥需求不及预期、旺季涨价不及预期、煤炭成本上涨等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,281.63	8,190.16	8,527.95	8,827.14	9,015.68
增长率(%)	(20.58)	(27.40)	4.12	3.51	2.14
EBITDA(百万元)	1,667.64	1,318.78	1,541.90	1,721.94	1,805.24
归属母公司净利润(百万元)	388.13	228.59	318.77	370.80	417.70
增长率(%)	(75.64)	(41.10)	39.45	16.32	12.65
EPS(元/股)	0.49	0.29	0.40	0.47	0.52
市盈率(P/E)	12.37	21.00	15.06	12.95	11.49
市净率(P/B)	0.69	0.69	0.66	0.64	0.61
市销率(P/S)	0.43	0.59	0.56	0.54	0.53
EV/EBITDA	4.70	4.87	2.97	3.03	1.83

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	6.02 元
目标价格	7.20 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	797.40
流通 A 股股本(百万股)	797.38
A 股总市值(百万元)	4,800.36
流通 A 股市值(百万元)	4,800.21
每股净资产(元)	8.56
资产负债率(%)	38.89
一年内最高/最低(元)	9.10/5.45

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

林晓龙 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



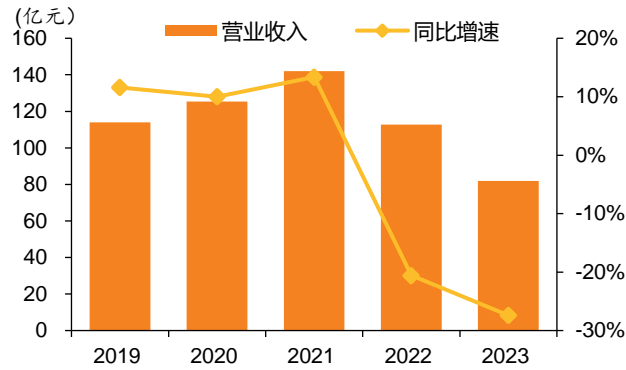
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《万年青-季报点评:水泥主业量价齐跌，23 年区域需求或稳中有增》 2023-04-29
- 《万年青-年报点评报告:21 年业绩稳中有增，江西需求仍有潜力》 2022-04-18
- 《万年青-首次覆盖报告:江西水泥龙头，有望走出价格洼地》 2021-11-03

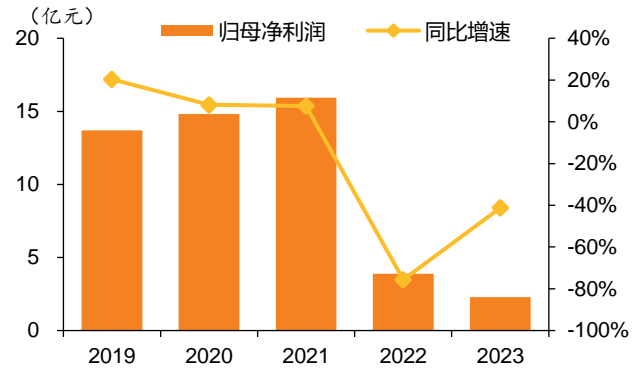
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2019–2023 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2019–2023 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
002233.SZ	塔牌集团	88	7.37	1.57	0.23	0.70	0.77	4.7	32.0	10.5	9.6
000877.SZ	天山股份	613	7.07	1.57	0.53	0.25	0.34	4.5	13.4	28.4	20.7
平均值								4.6	22.7	19.4	15.1
000789.SZ	万年青	48	6.02	2.00	0.49	0.29	0.40	3.0	12.4	21.0	15.1

注：数据截至 20240328 收盘，EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,461.82	4,057.12	5,520.68	5,015.40	6,822.08
应收票据及应收账款	2,248.02	2,074.66	1,479.75	2,689.24	1,318.63
预付账款	201.95	229.82	101.67	260.30	126.74
存货	793.06	613.14	584.24	721.20	531.05
其他	370.60	329.57	305.92	374.20	299.44
流动资产合计	8,075.45	7,304.32	7,992.27	9,060.34	9,097.94
长期股权投资	1.20	0.86	0.86	0.86	0.86
固定资产	6,943.62	6,754.58	6,659.24	6,448.89	6,223.54
在建工程	241.10	124.97	124.97	124.97	124.97
无形资产	1,716.38	1,631.26	1,556.86	1,482.45	1,408.05
其他	1,241.12	1,184.42	1,313.74	1,240.48	1,246.21
非流动资产合计	10,143.41	9,696.09	9,655.66	9,297.65	9,003.63
资产总计	18,218.86	17,000.41	17,647.93	18,357.98	18,101.57
短期借款	1,393.15	883.14	800.00	700.00	600.00
应付票据及应付账款	1,616.44	1,352.25	1,356.67	1,555.80	1,316.62
其他	1,737.98	1,394.13	1,506.39	1,726.59	1,476.18
流动负债合计	4,747.56	3,629.52	3,663.05	3,982.39	3,392.80
长期借款	101.00	113.67	800.00	700.00	600.00
应付债券	1,523.87	1,550.35	1,322.72	1,465.65	1,446.24
其他	1,191.86	1,106.29	1,101.66	1,133.27	1,113.74
非流动负债合计	2,816.73	2,770.31	3,224.37	3,298.92	3,159.98
负债合计	7,760.62	6,612.17	6,887.42	7,281.30	6,552.78
少数股东权益	3,513.84	3,409.32	3,492.21	3,592.78	3,719.34
股本	797.40	797.40	797.40	797.40	797.40
资本公积	52.09	52.43	52.43	52.43	52.43
留存收益	6,119.96	6,141.95	6,361.41	6,627.69	6,962.77
其他	(25.05)	(12.87)	57.05	6.38	16.85
股东权益合计	10,458.24	10,388.23	10,760.51	11,076.68	11,548.79
负债和股东权益总计	18,218.86	17,000.41	17,647.93	18,357.98	18,101.57

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	583.97	314.93	318.77	370.80	417.70
折旧摊销	565.21	558.34	569.75	584.75	599.75
财务费用	103.96	121.94	31.97	51.68	33.49
投资损失	(200.43)	(37.39)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	22.14	(1,105.28)	589.05	(1,059.29)	1,246.64
其它	(229.53)	910.74	120.40	140.05	157.76
经营活动现金流	845.32	763.28	1,529.93	(12.01)	2,355.35
资本支出	584.51	237.56	404.63	268.39	319.53
长期投资	1.20	(0.33)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,971.04)	(653.99)	(704.63)	(468.39)	(519.53)
投资活动现金流	(1,385.34)	(416.76)	(300.00)	(200.00)	(200.00)
债权融资	697.49	(448.62)	300.51	(98.59)	(245.32)
股权融资	(439.86)	12.53	(66.89)	(194.68)	(103.35)
其他	(433.69)	(405.11)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(176.06)	(841.20)	233.62	(293.27)	(348.67)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(716.08)	(494.68)	1,463.56	(505.28)	1,806.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,281.63	8,190.16	8,527.95	8,827.14	9,015.68
营业成本	9,309.96	6,680.81	6,789.97	6,907.16	7,000.64
营业税金及附加	90.83	80.94	84.28	87.24	89.10
销售费用	166.76	158.60	162.03	165.95	168.59
管理费用	837.33	641.01	665.18	685.87	698.72
研发费用	23.62	35.95	37.43	37.86	37.77
财务费用	27.62	33.43	31.97	51.68	33.49
资产/信用减值损失	(211.87)	(158.08)	(147.96)	(172.63)	(159.56)
公允价值变动收益	(97.39)	17.60	0.00	0.00	0.00
投资净收益	200.43	37.39	100.00	100.00	100.00
其他	153.14	152.10	0.00	0.00	0.00
营业利润	781.19	510.40	709.13	818.74	927.81
营业外收入	43.24	18.21	26.68	29.38	24.75
营业外支出	22.88	20.06	26.64	23.19	23.29
利润总额	801.56	508.55	709.17	824.93	929.28
所得税	217.59	193.62	270.01	314.08	353.81
净利润	583.97	314.93	439.16	510.85	575.47
少数股东损益	195.84	86.34	120.40	140.05	157.76
归属于母公司净利润	388.13	228.59	318.77	370.80	417.70
每股收益(元)	0.49	0.29	0.40	0.47	0.52

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-20.58%	-27.40%	4.12%	3.51%	2.14%
营业利润	-74.42%	-34.66%	38.94%	15.46%	13.32%
归属于母公司净利润	-75.64%	-41.10%	39.45%	16.32%	12.65%
获利能力					
毛利率	17.48%	18.43%	20.38%	21.75%	22.35%
净利率	3.44%	2.79%	3.74%	4.20%	4.63%
ROE	5.59%	3.28%	4.39%	4.95%	5.34%
ROIC	8.12%	4.22%	5.79%	7.65%	7.54%
偿债能力					
资产负债率	42.60%	38.89%	39.03%	39.66%	36.20%
净负债率	-12.95%	-13.14%	-23.20%	-18.40%	-35.12%
流动比率	1.63	1.90	2.18	2.28	2.68
速动比率	1.47	1.74	2.02	2.09	2.53
营运能力					
应收账款周转率	6.54	3.79	4.80	4.23	4.50
存货周转率	13.45	11.65	14.24	13.52	14.40
总资产周转率	0.63	0.47	0.49	0.49	0.49
每股指标(元)					
每股收益	0.49	0.29	0.40	0.47	0.52
每股经营现金流	1.06	0.96	1.92	-0.02	2.95
每股净资产	8.71	8.75	9.11	9.39	9.82
估值比率					
市盈率	12.37	21.00	15.06	12.95	11.49
市净率	0.69	0.69	0.66	0.64	0.61
EV/EBITDA	4.70	4.87	2.97	3.03	1.83
EV/EBIT	7.11	8.45	4.71	4.58	2.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com