

公司研究/动态点评

2020年07月30日

建材/水泥 II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 18.81  
合理价格区间(元): 21.50~23.65

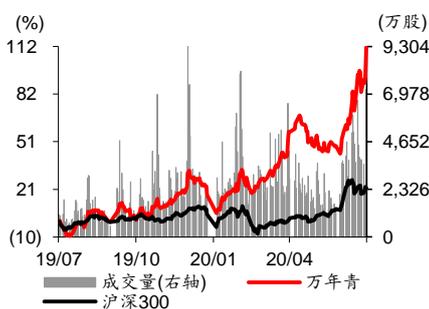
**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《万年青(000789 SZ,增持): 成本下降显著, Q1 净利润逆势增长》2020.04
- 2《万年青(000789 SZ,增持): 19 年经营整体稳健, 期待新项目发力》2020.03
- 3《万年青(000789 SZ,增持): Q2 业绩增速回升, 骨料布局加快落地》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 旺季涨价开启, 聚力共谋新发展 万年青(000789)

### 旺季涨势开启, 江西水泥龙头增长可期

根据数字水泥网, 华东沿江熟料价格今天上调 20 元/吨, 价格上调至 340 元/吨, 有望助推水泥价格上涨, 且根据人民交通网, 7 月 27 日一条进口熟料货船 4 名船员确诊新冠, 未来或对进口熟料加以限制。万年青是江西水泥龙头, 根据公司半年度业绩预增公告, 公司上半年实现归母净利润 6.40-6.94 亿元, 同比增长 6%-15%, 保持较快增长, 我们认为随着雨水天气的减少, 下游需求有望逐步恢复, 8 月旺季开启有望迎来涨价行情。我们上调公司 20-22 年 EPS 至 2.15/2.40/2.63 元(前值:2.05/2.20/2.33 元), 目标价 21.50-23.65 元(前值 16.40-18.45 元), 上调至“买入”评级。

### 上半年江西水泥价格强势上涨, 公司吨毛利同比大幅提升

根据国家统计局, 上半年江西省水泥产量 4045 万吨, 同比持平, 全国上半年仅 7 个省份水泥产量同比实现增长或持平。根据数字水泥网, 上半年江西水泥均价 461 元/吨, 同比增长 8.7%, 在华东各省中价格同比涨幅最高。上周五江西水泥价格 420 元/吨, 年同比+30 元/吨, 华东除山东同比+10 元以外, 其他地区均出现下滑。我们估算上半年万年青水泥销量同比下滑约 9%, 主要因 Q1 受疫情影响较大, 但受益于煤炭价格下降, 吨毛利同比提高约 30%, 助推公司利润较快增长。

### 受益于重点项目支持, 全年需求向好势头较为明确

根据江西省发改委, 江西省 2020 年共确定省列重大建设项目 335 个, 总投资 11195 亿元, 同比+14.2%, 年度计划投资 2390 亿元, 同比+16.5%, 上半年新开工项目计划总投资同比增长 120.4%, 较去年同期提高 186pct, 全年重点项目支撑下, 水泥需求依然较好, 今年雨水季节较去年提前, 我们预计 8 月赶工需求+去年同期低基数, 公司 Q3 水泥业务有望量价齐升。

### 供给端产能影响较小, 区域供给格局更优

根据卓创资讯, 上半年长三角地区共关停熟 5 条熟料生产线, 仅点火 1 条熟料生产线, 产能净减少 9000T/D, 万年青德安 6600T/D 熟料窑近期顺利点火, 受益于九江、南昌需求相对较好, 且公司可通过销售部分熟料来进行过渡, 我们预计供给端冲击不大, 但广东 1 条万吨线上半年点火, 或影响赣南对外销量。根据卓创资讯, 截至 6 月底, 江西省熟料产能 CR5 市占率高达 90% (万年青市占率 21%), 区域集中度高带来价格协同能力更强。

### 短期受益旺季涨价, 中长期成本下降可期, 上调至“买入”评级

近期华东熟料开始涨价, 旺季有望开启。公司 20 年部分置换新线及骨料业务将投产, 贡献新增长点, 并于 21 年及之后降低综合生产成本。我们小幅上调公司 20-22 年归母净利润至 17.2/19.1/21.0 亿元(前值:16.4/17.6/18.6 亿元)。参考当前可比公司 20 年平均 9.1xPE, 考虑到江西水泥需求较好, 且公司新业务及成本弹性主要将在 21 年体现, 我们认可给予公司 20 年 10-11xPE, 对应目标价 21.50-23.65 元, 上调至“买入”评级。

风险提示: 下半年重大项目建设不及预期, 区域大幅新增产能。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	797.37
流通 A 股 (百万股)	797.35
52 周内股价区间 (元)	8.44-18.81
总市值 (百万元)	14,999
总资产 (百万元)	11,741
每股净资产 (元)	6.67

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10,208	11,390	12,223	12,874	13,564
+/-%	43.89	11.59	7.31	5.33	5.36
归属母公司净利润 (百万元)	1,138	1,369	1,716	1,914	2,098
+/-%	145.89	20.34	25.35	11.52	9.62
EPS (元, 最新摊薄)	1.43	1.72	2.15	2.40	2.63
PE (倍)	13.18	10.96	8.74	7.84	7.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 公司盈利预测与估值调整

图表1: 核心假设及业绩预测变动表

	本次调整前			本次调整后			调整幅度 (%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
水泥熟料销量 (万吨)	2850	2900	2950	2850	2900	2950	0%	0%	0%
吨均价 (元)	300	295	290	300	300	300	0%	2%	3%
吨毛利 (元)	120	120	120	125	130	135	4%	8%	13%
营业收入 (亿元)	122	127	132	122	129	136	0%	2%	3%
归母净利润 (亿元)	16.4	17.6	18.6	17.2	19.1	21.0	5%	9%	13%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值表 (2020/7/30)

股票简称	股票代码	市值(亿元)	评级	目标价 (元)	EPS (元)			PE (X)			20E PB
					19A	20E	21E	19A	20E	21E	
海螺水泥	600585 CH	3,256.42	买入	60.30-73.70	6.34	6.59	6.79	9.69	9.32	9.05	2.00
上峰水泥	000672 CH	243.84	买入	26.08-32.60	2.87	3.23	3.68	10.44	9.28	8.14	3.23
华新水泥	600801 CH	576.15	未评级	-	3.03	3.19	3.29	9.07	8.61	8.35	2.28
<b>平均值</b>								9.73	9.07	8.52	2.50
万年青	000789 CH	149.99	买入	21.50-23.65	1.72	2.15	2.40	10.94	8.74	7.84	2.37

注: 除万年青外, 盈利预测均来自Wind一致预期, 可比公司评级及目标价来自华泰建材团队

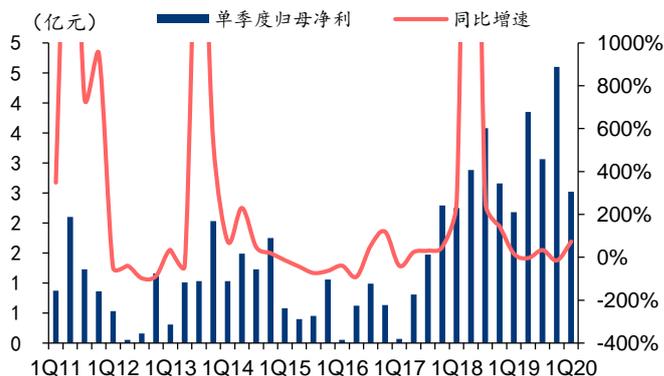
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 万年青单季度收入及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

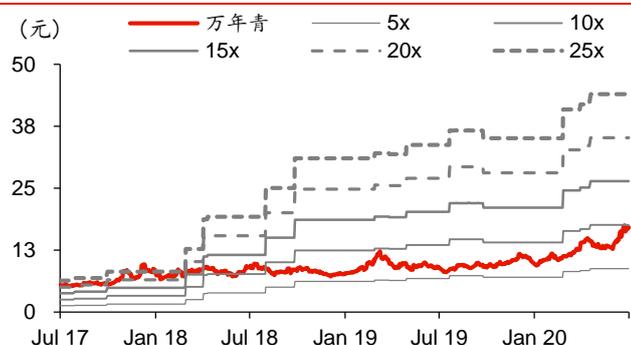
图表4: 万年青单季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

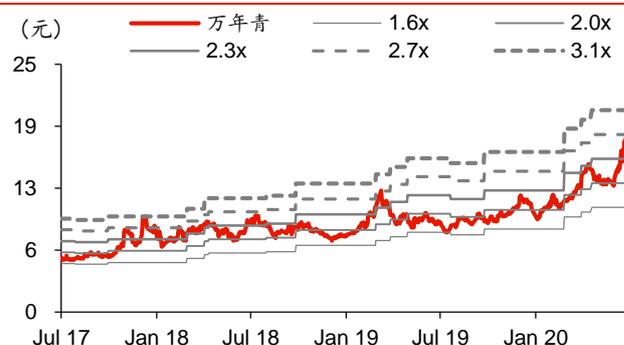
### PE/PB - Bands

图表5: 万年青历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 万年青历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,387	4,611	5,843	7,515	10,815
现金	2,763	2,995	4,147	5,755	8,952
应收账款	679.90	646.38	693.61	730.58	769.73
其他应收账款	36.40	35.05	36.67	38.62	40.69
预付账款	162.86	173.74	199.02	197.80	202.05
存货	515.84	440.70	446.79	462.21	479.31
其他流动资产	229.32	321.07	319.50	330.96	371.30
非流动资产	5,667	7,195	8,243	9,846	9,952
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	3,864	3,690	4,780	5,712	5,398
无形资产	821.61	1,621	2,132	2,723	3,287
其他非流动资产	981.26	1,884	1,332	1,411	1,267
资产总计	10,054	11,806	14,086	17,361	20,767
流动负债	3,284	3,050	3,224	3,207	3,275
短期借款	1,238	1,002	1,081	1,054	1,063
应付账款	739.40	767.71	801.87	821.43	854.62
其他流动负债	1,307	1,280	1,341	1,331	1,357
非流动负债	675.20	1,233	1,206	1,510	1,584
长期借款	0.00	130.00	430.00	630.00	730.00
其他非流动负债	675.20	1,103	775.88	879.74	853.52
负债合计	3,960	4,283	4,430	4,716	4,858
少数股东权益	2,064	2,458	3,317	4,276	5,326
股本	613.36	797.37	797.37	797.37	797.37
资本公积	240.88	56.87	56.87	56.87	56.87
留存公积	3,176	4,032	5,369	7,282	9,380
归属母公司股东权益	4,030	5,065	6,339	8,369	10,583
负债和股东权益	10,054	11,806	14,086	17,361	20,767

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,520	2,453	3,296	3,447	3,653
净利润	1,838	2,055	2,575	2,872	3,148
折旧摊销	445.82	406.08	484.83	630.41	720.68
财务费用	72.33	33.17	2.65	(8.51)	(11.27)
投资损失	(28.62)	(61.23)	(100.00)	(120.00)	(140.00)
营运资金变动	163.23	18.69	(264.36)	27.39	(80.23)
其他经营现金	29.89	1.83	596.97	45.36	15.23
投资活动现金	(300.69)	(738.00)	(1,963)	(2,021)	(575.23)
资本支出	336.29	1,018	1,500	1,500	100.00
长期投资	79.07	41.95	0.55	(0.18)	0.06
其他投资现金	114.66	321.51	(462.28)	(521.62)	(475.17)
筹资活动现金	(631.87)	(1,460)	(179.87)	182.23	119.68
短期借款	(118.00)	(235.99)	78.66	(26.22)	8.74
长期借款	0.00	130.00	300.00	200.00	100.00
普通股增加	0.00	184.01	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(184.01)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(513.87)	(1,354)	(558.53)	8.45	10.94
现金净增加额	1,588	254.83	1,153	1,608	3,197

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,208	11,390	12,223	12,874	13,564
营业成本	6,885	7,797	7,905	8,178	8,480
营业税金及附加	102.95	92.86	97.78	102.99	108.51
营业费用	277.11	359.32	378.90	392.67	406.93
管理费用	460.25	533.55	574.47	579.34	610.39
财务费用	72.33	33.17	2.65	(8.51)	(11.27)
资产减值损失	(37.55)	(37.54)	(35.00)	(35.00)	(35.00)
公允价值变动收益	(0.17)	116.16	116.16	116.16	116.16
投资净收益	28.62	61.23	100.00	120.00	140.00
营业利润	2,516	2,804	3,445	3,831	4,190
营业外收入	22.36	35.38	35.38	35.38	35.38
营业外支出	205.91	166.95	130.00	130.00	130.00
利润总额	2,332	2,673	3,350	3,736	4,096
所得税	494.43	618.24	774.98	864.27	947.37
净利润	1,838	2,055	2,575	2,872	3,148
少数股东损益	700.21	685.57	859.39	958.40	1,051
归属母公司净利润	1,138	1,369	1,716	1,914	2,098
EBITDA	3,034	3,244	3,933	4,453	4,900
EPS (元, 基本)	1.43	1.72	2.15	2.40	2.63

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	43.89	11.59	7.31	5.33	5.36
营业利润	129.22	11.47	22.85	11.21	9.38
归属母公司净利润	145.89	20.34	25.35	11.52	9.62
获利能力 (%)					
毛利率	32.55	31.55	35.33	36.48	37.48
净利率	11.14	12.02	14.04	14.87	15.47
ROE	28.23	27.03	27.07	22.87	19.82
ROIC	45.20	46.13	40.39	36.55	39.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.38	36.28	31.45	27.17	23.39
净负债比率 (%)	31.27	26.43	34.10	35.72	36.91
流动比率	1.34	1.51	1.81	2.34	3.30
速动比率	1.18	1.37	1.67	2.20	3.16
营运能力					
总资产周转率	1.11	1.04	0.94	0.82	0.71
应收账款周转率	14.34	14.99	15.48	15.34	15.34
应付账款周转率	9.30	10.35	10.07	10.08	10.12
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.43	1.72	2.15	2.40	2.63
每股经营现金流(最新摊薄)	3.16	3.08	4.13	4.32	4.58
每股净资产(最新摊薄)	5.05	6.35	7.95	10.50	13.27
估值比率					
PE (倍)	13.18	10.96	8.74	7.84	7.15
PB (倍)	3.72	2.96	2.37	1.79	1.42
EV_EBITDA (倍)	5.08	4.76	3.92	3.46	3.15

## 免责声明

### 分析师声明

本人，鲍荣富、方晏荷，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师鲍荣富、方晏荷本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司