

2022年08月22日

公司研究

评级：增持(维持)

研究所  
证券分析师： 盛昌盛 S0350521080005  
shengcs@ghzq.com.cn  
联系人： 景丹阳 S0350121090066  
jingdy@ghzq.com.cn

## 营收总体稳健，下半年盈利有望改善

### ——万年青（000789）2022年半年报点评报告

#### 最近一年走势



相对沪深300表现		2022/08/19		
表现	1M	3M	12M	
万年青	-2.1%	-2.9%	-5.4%	
沪深300	-2.8%	3.8%	-14.6%	

市场数据		2022/08/19
当前价格(元)		10.12
52周价格区间(元)		9.72-16.91
总市值(百万)		8,069.71
流通市值(百万)		8,069.52
总股本(万股)		79,740.25
流通股本(万股)		79,738.36
日均成交额(百万)		31.79
近一月换手(%)		0.50

《——万年青（000789）2021年报点评：盈利稳健增长，持续受益地区格局改善（增持）\*水泥制造\*盛昌盛》——2022-04-19

《——万年青（000789）三季报点评：成本端承压盈利受限，Q4盈利水平有望改善（增持）\*水泥制造\*盛昌盛》——2021-10-25

#### 事件：

万年青发布2022年半年报：2022年上半年，公司实现营业收入58.44亿元，同比减少1.79%；实现归属于上市公司股东的净利润为4.92亿元，同比减少40.53%。

#### 投资要点：

- **2022年上半年水泥需求疲软，公司经营稳健、营收基本持平，成本大幅上涨拖累利润。**上半年水泥行情持续疲软，公司所在江西区域受华东整体需求下滑影响，短期需求不佳，下行压力较大，盈利暂时承压。2022年上半年全国水泥产量同比下降15.0%，创11年新低；2022年7月全国水泥产量同比下降7%，市场需求偏弱，供需格局欠佳。报告期内，公司实现营业收入58.44亿元，同比减少1.79%；实现归属于上市公司股东的净利润4.92亿元，同比减少40.53%。随着行业基本面修复，8月下旬水泥需求端有望改善，水泥价格亦将持续推进恢复性上调，随着需求逐步恢复，价格调涨动力有望逐步增强。
- **宏观政策释放利好助力基本面修复，公司加快绿色转型、开拓多元业务，中长期成长可期。**央行近期召开2022年下半年工作会议，强调利用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设，助力基建投资进一步回暖，三季度基建有望提振。公司在聚焦水泥业务的同时积极延伸上下游产业链，创造新的利润增长点。公司产业布局将资源导向与市场区域特征有机结合，一方面致力于整合上游石灰石资源；另一方面，对下游商品混凝土搅拌站进行产业布局。同时，公司顺应绿色转型趋势，构建绿色制造体系，稳步推进碳达峰、碳中和。公司中长期成长前景可期。
- **盈利预测和投资评级：**上半年受基建、地产、成本高企及疫情冲击等影响，水泥需求不佳，作为华东地区水泥龙头企业，公司报告期内盈利暂承压。随着宏观政策利好释放，三季度将迎来赶工高峰，行业景气度提振下，公司下半年业绩改善预期较强。我们预计公司2022-2024年分别实现归母净利润11.63、13.9、15.14亿元，对应PE为6.94、5.81、5.33倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**水泥价格上涨幅度不及预期；基建项目施工进度不及预期；部分地区产能新增过多；宏观经济下行压力持续；成本高企压

力超过预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14205	13344	14019	14826
增长率（%）	13	-6	5	6
归母净利润（百万元）	1593	1163	1390	1514
增长率（%）	8	-27	20	9
摊薄每股收益（元）	2.00	1.46	1.74	1.90
ROE(%)	21	15	15	14
P/E	6.12	6.94	5.81	5.33
P/B	1.31	1.01	0.86	0.74
P/S	0.69	0.60	0.58	0.54
EV/EBITDA	2.12	2.20	2.03	1.39

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 事件:

万年青发布公告 2022 年半年报: 2022 年上半年, 公司实现营业收入 58.44 亿元, 同比减少 1.79%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 4.92 亿元, 同比减少 40.53%。

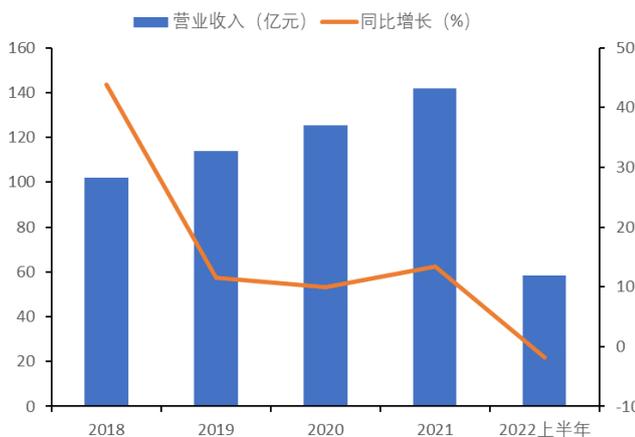
## 评论:

### 1、 营收整体稳定, 后期景气度有望提振

2022 年上半年水泥行情持续疲软, 公司所在江西区域受华东整体需求下滑影响, 短期需求不佳, 下行压力较大, 盈利暂时承压。2022 年上半年全国水泥产量同比下降 15.0%, 创 11 年新低; 2022 年 7 月全国水泥产量同比下降 7%, 市场需求偏弱, 供需格局欠佳。报告期内, 公司实现营业收入 58.44 亿元, 同比减少 1.79%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.92 亿元, 同比减少 40.53%。

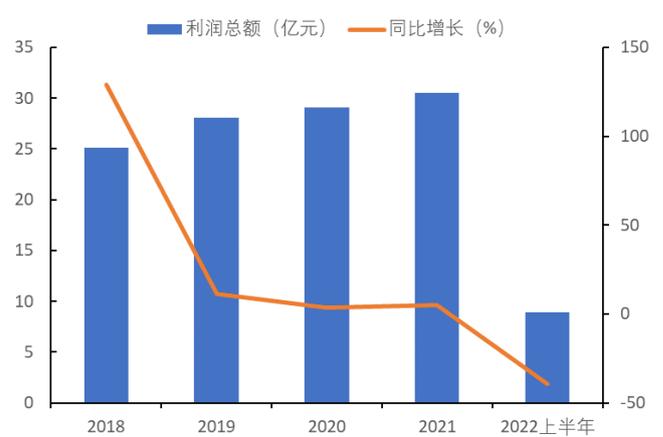
8 月以来行业景气度有所改善。8 月上旬, 国内水泥市场需求受高温、台风等恶劣天气影响以及部分地区疫情复发的冲击, 维持弱运行, 价格呈现震荡调整走势。由于高温天气渐近尾声及施工旺季将至, 赶工进度有望加快, 作为主要建材之一, 8 月下旬水泥市场需求环比或有所提升, 需求端有望逐步转好。随着下半年疫情影响消解, 行业基本面修复, 加之各地水泥企业 7 月以来的错峰生产, 库存压力和产能过剩矛盾将逐步缓解, 后期市场供需关系好转, 水泥价格有望止跌回升。随着水泥市场进入传统旺季周期, 价格调涨动力将进一步增强。同时, 受宏观经济形势走低影响, 前期市场需求复苏力度预计偏弱, 部分产能过剩较为严重的地区, 其价格推涨或将出现反复, 但整体趋势仍以保持震荡上行态势为主。

图 1: 公司 2018-2022H1 年营收变化



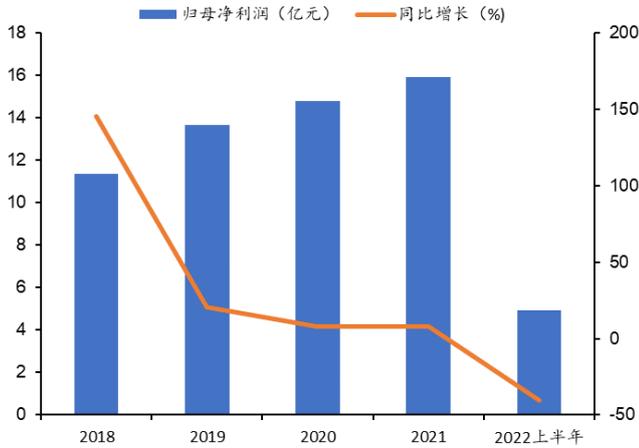
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 公司 2018-2022H1 年利润总额变化



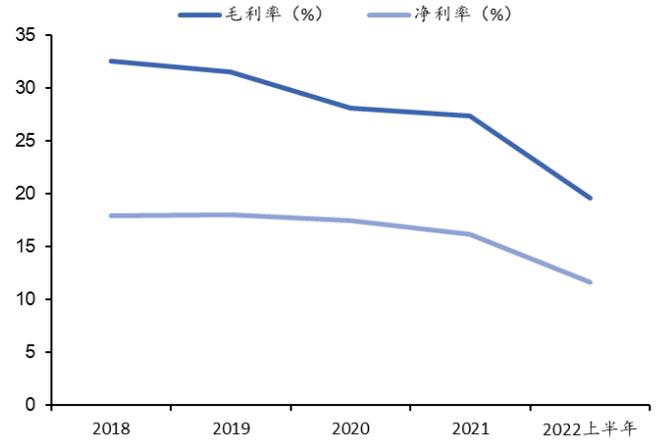
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 公司 2018-2022H1 归母净利润变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 公司 2018-2022H1 毛利率、净利率变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 2、政策支撑行业回暖，公司优化地区布局、成长可期

央行近期召开 2022 年下半年工作会议，强调利用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设。随着各类政策密集出台，专项债、政策性开发性金融工具等为有效投资提供有力支撑，财政政策与“准财政工具”发力之下基建投资将进一步回暖，三季度基建有望提振。

公司业务主要集中于江西本土区域，在做大做强水泥业务的同时积极延伸上下游产业链，省内布局商砼企业近 30 家，为公司培育可持续的利润增长点。公司产业布局将资源导向与市场区域特征有机结合，一方面致力于对上游石灰石资源的有效整合，目前在江西境内的多座石灰石矿山，年产量可达 900 万吨，为公司水泥熟料生产提供稳定原料来源；另一方面，下游商品混凝土搅拌站以市场为导向进行产业布局，并积极开拓市场，建立多渠道、多层次的营销网络，获取丰富的客户资源。在“双碳”战略、绿色节能建筑等政策推进下，公司构建绿色制造体系，增加国家级、省级绿色工厂和绿色矿山，大力实施节能降耗技术改造，稳步推进碳达峰、碳中和。

## 3、盈利预测与评级

上半年受基建、地产、成本高企及疫情冲击等影响，水泥需求不佳，作为华东地区水泥龙头企业，公司报告期内盈利短期承压。随着宏观政策利好释放，三季度将迎来赶工高峰，行业景气度提振下，公司下半年业绩改善预期较强。我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 11.63、13.9、15.14 亿元，对应 PE 为 6.94、5.81、5.33 倍，维持公司“增持”评级。

## 4、风险提示

水泥价格上涨幅度不及预期；基建项目施工进度不及预期；部分地区产能新增过多；宏观经济下行压力持续；成本高企压力超过预期。

附表：万年青盈利预测表

证券代码:	000789				股价:	10.12		投资评级:	增持		日期:	2022/08/19	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值				2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	21%	15%	15%	14%	EPS			2.00	1.46	1.74	1.90		
毛利率	27%	22%	24%	24%	BVPS			9.31	9.97	11.71	13.61		
期间费率	6%	6%	6%	6%	<b>估值</b>								
销售净利率	11%	9%	10%	10%	P/E			6.12	6.94	5.81	5.33		
<b>成长能力</b>													
收入增长率	13%	-6%	5%	6%	P/B			1.31	1.01	0.86	0.74		
利润增长率	8%	-27%	20%	9%	P/S			0.69	0.60	0.58	0.54		
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>								
总资产周转率	0.81	0.74	0.66	0.64	<b>营业收入</b>			<b>14205</b>	<b>13344</b>	<b>14019</b>	<b>14826</b>		
应收账款周转率	14.98	32.95	12.94	30.49	营业成本			10318	10417	10665	11197		
存货周转率	16.06	42.45	14.22	38.56	营业税金及附加			100	96	99	105		
<b>偿债能力</b>													
资产负债率	37%	34%	34%	30%	销售费用			160	203	189	203		
流动比	1.58	1.34	1.37	1.53	管理费用			651	598	627	667		
速动比	1.32	1.19	1.12	1.38	财务费用			26	0	0	0		
<b>资产负债表 (百万元)</b>													
现金及现金等价物	4586	4409	4195	6178	其他费用/(-收入)			25	28	30	30		
应收款项	1202	314	1368	415	<b>营业利润</b>			<b>3054</b>	<b>2235</b>	<b>2665</b>	<b>2903</b>		
存货净额	884	314	986	385	营业外净收支			-18	0	0	0		
其他流动资产	512	501	570	525	<b>利润总额</b>			<b>3035</b>	<b>2235</b>	<b>2665</b>	<b>2903</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>7184</b>	<b>5538</b>	<b>7119</b>	<b>7502</b>	所得税费用			728	527	631	688		
固定资产	6537	8654	10152	11620	<b>净利润</b>			<b>2307</b>	<b>1707</b>	<b>2035</b>	<b>2215</b>		
在建工程	480	378	291	208	少数股东损益			714	545	645	701		
无形资产及其他	3229	3516	3638	3784	<b>归属于母公司净利润</b>			<b>1593</b>	<b>1163</b>	<b>1390</b>	<b>1514</b>		
长期股权投资	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>				<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	
<b>资产总计</b>	<b>17430</b>	<b>18087</b>	<b>21200</b>	<b>23115</b>	<b>经营活动现金流</b>			<b>1873</b>	<b>3165</b>	<b>1707</b>	<b>3920</b>		
短期借款	1332	1530	1772	2048	净利润			1593	1163	1390	1514		
应付款项	1675	1132	1923	1279	少数股东权益			714	545	645	701		
预收帐款	0	32	17	21	折旧摊销			535	739	793	860		
其他流动负债	1537	1437	1498	1563	公允价值变动			96	0	0	0		
<b>流动负债合计</b>	<b>4544</b>	<b>4131</b>	<b>5210</b>	<b>4910</b>	营运资金变动			-916	858	-958	1023		
长期借款及应付债券	979	979	979	979	<b>投资活动现金流</b>			<b>-887</b>	<b>-2903</b>	<b>-2163</b>	<b>-2214</b>		
其他长期负债	1007	1007	1007	1007	资本支出			-1159	-2993	-2272	-2333		
<b>长期负债合计</b>	<b>1986</b>	<b>1986</b>	<b>1986</b>	<b>1986</b>	长期投资			-17	-31	-27	-27		
<b>负债合计</b>	<b>6530</b>	<b>6117</b>	<b>7195</b>	<b>6895</b>	其他			289	121	135	147		
股本	797	797	797	797	<b>筹资活动现金流</b>			<b>-295</b>	<b>-440</b>	<b>242</b>	<b>275</b>		
股东权益	10900	11970	14004	16219	债务融资			525	198	242	275		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17430</b>	<b>18087</b>	<b>21200</b>	<b>23115</b>	权益融资			27	0	0	0		
					其它			-847	-638	0	0		
					<b>现金净增加额</b>			<b>691</b>	<b>-177</b>	<b>-213</b>	<b>1982</b>		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【建材小组介绍】

盛昌盛，北京大学硕士，建材建筑首席分析师。2019年新财富第五名。6年证券研究经验，6年建材行业工作经历。2021年加入国海证券。

孙伯文，清华大学经济学学士、管理硕士，6年买方、证券从业经验，研究覆盖过大周期行业和TMT行业。2021年加入国海证券。

彭棋，上海财经大学金融硕士，北京交通大学经济学学士，2021年加入国海证券。

景丹阳，北京大学硕士，中国人民大学学士，2年实业从业经验。2021年加入国海证券。

## 【分析师承诺】

盛昌盛，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。