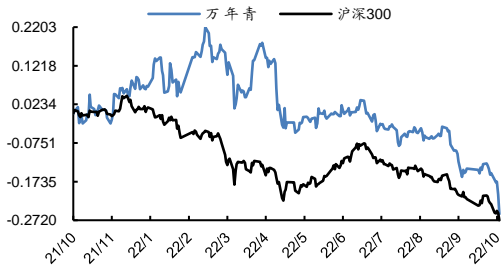


研究所
证券分析师： 盛昌盛 S0350521080005
shengcs@ghzq.com.cn
联系人： 景丹阳 S0350121090066
jingdy@ghzq.com.cn

地区需求偏弱，成本上涨盈利暂承压

——万年青（000789）2022 三季度报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2022/10/28		
表现	1M	3M	12M	
万年青	-12.3%	-23.5%	-25.6%	
沪深 300	-7.5%	-16.2%	-27.2%	

市场数据		2022/10/28
当前价格(元)		7.92
52 周价格区间(元)		7.90-13.99
总市值(百万)		6,315.43
流通市值(百万)		6,315.28
总股本(万股)		79,740.25
流通股本(万股)		79,738.36
日均成交额(百万)		76.16
近一月换手(%)		0.55

《——万年青(000789)2022 年半年报点评报告：营收总体稳健，下半年盈利有望改善（增持）*水泥*盛昌盛》——2022-08-23

《——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) 三季度报点评：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 年三季度报：2022 年前三季度，公司实现营业收入 83.86 亿元，同比减少 12.95%；实现归属于上市公司股东的净利润为 5.67 亿元，同比减少 49.79%。

投资要点：

■ 前三季度地区水泥需求偏弱，成本上涨拖累利润。2022 年前三个季度水泥行情偏弱运行，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，同时煤炭价格上升，盈利暂时承压。2022 年 1-9 月全国水泥产量同比下降 12.5%；2022 年月全国水泥产量同比上升 1%，市场需求缓慢回升。报告期内，公司实现营业收入 83.86 亿元，同比减少 12.95%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.67 亿元，同比减少 49.79%。报告期内公司持有股票证券浮亏，金融资产公允价值下滑较多，影响合并净利润。煤炭成本处于高位，公司毛利率、净利率分别下降 7.65pct、7.16pct 至 18.13%、9.34%。

■ 需求有望逐步复苏，地区供需格局较稳定。7、8 月份，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，作为主要建材之一，9 月下旬水泥市场需求环比有所提升，需求端有望逐步转好。随着疫情影响消解，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。

■ 盈利预测和投资评级：受基建、地产、成本高企及华东地区疫情冲击等影响，江西地区水泥需求不佳，价格低位运行，公司报告期内销量下滑，盈利暂承压。9 月下旬水泥市场需求环比有所提升，需求端有望逐步转好，后期市场供需关系好转，水泥价格有望止跌回升。考虑三季度业绩下滑较多，我们下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 8.73、11.97、13.07 亿元，对应 PE 为 7.24、5.28、4.83 倍，考虑到公司在江西地区的龙头地位，地区需求好转

后公司将率先受益，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	12654	14210	14711
增长率（%）	13	-11	12	4
归母净利润（百万元）	1593	873	1197	1307
增长率（%）	8	-45	37	9
摊薄每股收益（元）	2.00	1.09	1.50	1.64
ROE（%）	21	11	14	13
P/E	6.12	7.24	5.28	4.83
P/B	1.31	0.82	0.71	0.62
P/S	0.69	0.50	0.44	0.43
EV/EBITDA	2.12	2.23	1.98	1.33

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

事件:

万年青发布 2022 年三季报: 2022 年前三季度, 公司实现营业收入 83.86 亿元, 同比减少 12.95%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 5.67 亿元, 同比减少 49.79%。

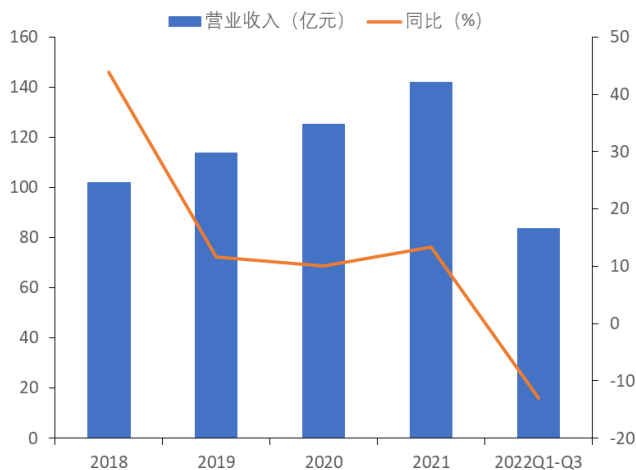
评论:

1、地区需求偏弱, 成本上涨盈利暂承压

2022 年前三季度水泥行情持续偏弱运行, 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, 同时煤炭价格上升, 盈利暂时承压。2022 年 1-9 月全国水泥产量同比下降 12.5%; 2022 年月全国水泥产量同比上升 1%, 市场需求缓慢回升。报告期内, 公司实现营业收入 83.86 亿元, 同比减少 12.95%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.67 亿元, 同比减少 49.79%。报告期内公司持有股票证券浮亏, 金融资产公允价值下滑较多, 影响合并净利润。煤炭成本处于高位, 公司毛利率、净利率分别下降 7.65pct、7.16pct 至 18.13%、9.34%。

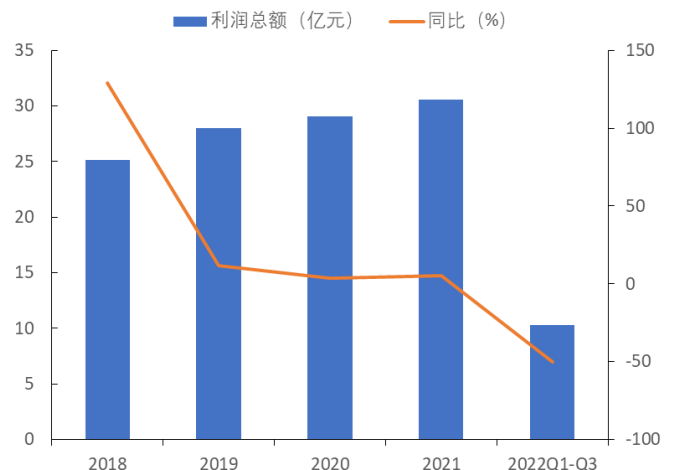
9 月以来行业景气度有所改善。7、8 月份, 国内水泥市场需求受高温、台风等恶劣天气影响以及部分地区疫情复发的冲击, 维持弱运行, 价格呈现震荡调整走势。由于高温天气渐近尾声及施工旺季将至, 赶工进度有望加快, 作为主要建材之一, 9 月下旬水泥市场需求环比有所提升, 需求端有望逐步转好。随着疫情影响消解, 行业基本面修复, 加之各地水泥企业 7 月以来的错峰生产, 库存压力和产能过剩矛盾将逐步缓解, 后期市场供需关系好转, 水泥价格有望止跌回升。随着水泥市场进入传统旺季周期, 价格调涨动力将进一步增强。同时, 受宏观经济形势走低影响, 前期市场需求复苏力度预计偏弱, 部分产能过剩较为严重的地区, 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 2018-2022Q1-Q3 营收变化



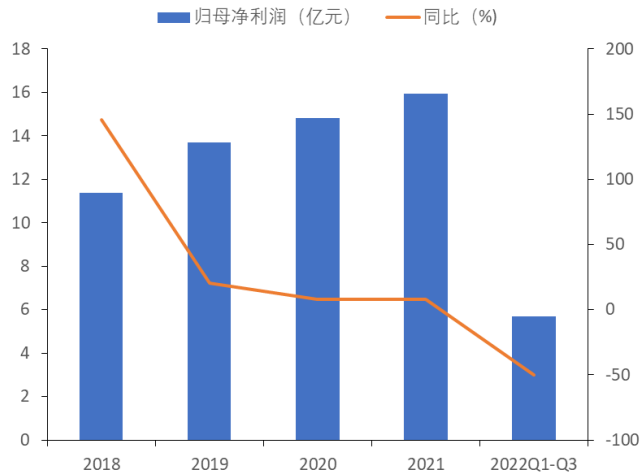
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 公司 2018-2022 Q1-Q3 利润总额变化



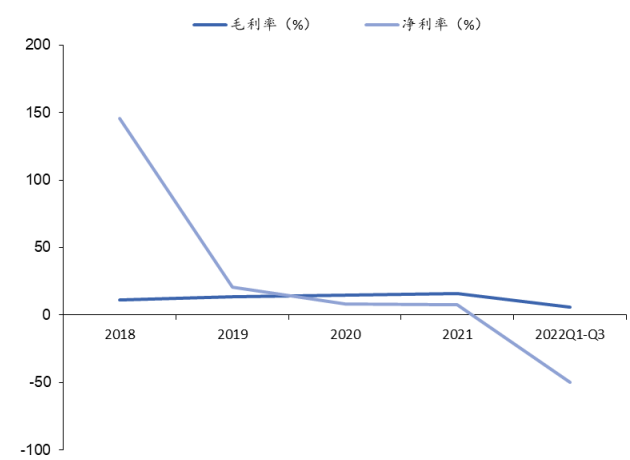
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 公司 2018-2022 Q1-Q3 归母净利润变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 公司 2018-2022 Q1-Q3 毛利率、净利率变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、盈利预测与评级

受基建、地产、成本高企及华东地区疫情冲击等影响，江西地区水泥需求不佳，价格低位运行，公司报告期内销量下滑，盈利暂承压。9 月下旬水泥市场需求环比有所提升，需求端有望逐步转好，后期市场供需关系好转，水泥价格有望止跌回升。考虑三季度业绩下滑较多，我们下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 8.73、11.97、13.07 亿元，对应 PE 为 7.24、5.28、4.83 倍，考虑到公司在江西地区的龙头地位，地区需求好转后公司将率先受益，维持公司“增持”评级。

3、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:	7.92		投资评级:	增持		日期:	2022/10/28	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
盈利能力					每股指标								
ROE	21%	11%	14%	13%	EPS	2.00	1.09	1.50	1.64				
毛利率	27%	18%	20%	22%	BVPS	9.31	9.61	11.11	12.75				
期间费率	6%	5%	5%	5%	估值								
销售净利率	11%	7%	8%	9%	P/E	6.12	7.24	5.28	4.83				
成长能力					P/B	1.31	0.82	0.71	0.62				
收入增长率	13%	-11%	12%	4%	P/S	0.69	0.50	0.44	0.43				
利润增长率	8%	-45%	37%	9%									
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E				
总资产周转率	0.81	0.72	0.69	0.67	营业收入	14205	12654	14210	14711				
应收账款周转率	14.98	37.77	12.11	38.33	营业成本	10318	10431	11300	11541				
存货周转率	16.06	40.06	13.39	41.93	营业税金及附加	100	91	101	105				
偿债能力					销售费用	160	192	192	202				
资产负债率	37%	35%	36%	31%	管理费用	651	567	636	661				
流动比	1.58	1.24	1.22	1.33	财务费用	26	-110	-84	-56				
速动比	1.32	1.09	0.97	1.19	其他费用/(-收入)	25	26	30	30				
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	3054	1677	2295	2505				
现金及现金等价物	4586	4049	3512	5251	营业外净收支	-18	0	0	0				
应收款项	1202	235	1469	300	利润总额	3035	1677	2295	2505				
存货净额	884	316	1061	351	所得税费用	728	396	543	593				
其他流动资产	512	488	592	523	净利润	2307	1282	1752	1911				
流动资产合计	7184	5088	6634	6426	少数股东损益	714	409	556	605				
固定资产	6537	8654	10152	11620	归属于母公司净利润	1593	873	1197	1307				
在建工程	480	378	291	208	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E				
无形资产及其他	3229	3516	3638	3784	经营活动现金流	1873	2863	1439	3746				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1593	873	1197	1307				
资产总计	17430	17637	20715	22038	少数股东权益	714	409	556	605				
短期借款	1332	1530	1772	2048	折旧摊销	535	739	793	860				
应付款项	1675	1136	2101	1199	公允价值变动	96	0	0	0				
预收帐款	0	30	17	20	营运资金变动	-916	924	-1000	1084				
其他流动负债	1537	1411	1542	1578	投资活动现金流	-887	-2910	-2161	-2215				
流动负债合计	4544	4107	5433	4845	资本支出	-1159	-2994	-2272	-2333				
长期借款及应付债券	979	979	979	979	长期投资	-17	-31	-27	-27				
其他长期负债	1007	1007	1007	1007	其他	289	115	137	146				
长期负债合计	1986	1986	1986	1986	筹资活动现金流	-295	-490	185	209				
负债合计	6530	6093	7418	6831	债务融资	525	198	242	275				
股本	797	797	797	797	权益融资	27	0	0	0				
股东权益	10900	11544	13296	15208	其它	-847	-688	-58	-67				
负债和股东权益总计	17430	17637	20715	22038	现金净增加额	691	-537	-538	1740				

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。