

万年青 (000789.SZ)

买入

2022 半年报点评：营收规模保持基本平稳，积极拓展“水泥+”模式

核心观点

营收规模保持基本平稳，业绩有所承压。2022 上半年，公司实现营收 58.44 亿元，同比-1.79%，归母净利润 4.92 亿元，同比-40.53%，扣非后归母净利润 4.72 亿元，同比-36.75%，其中二季度公司实现营收和归母净利润分别为 31.07 亿元和 2.83 亿元，分别同比-4.08%和-43.70%。尽管二季度水泥业务运行承压，但贸易板块及骨料业务规模的扩大一定程度对冲收入端影响，整体上半年营收保持较为平稳；受成本端压力及投资净收益减少影响，利润端有所承压。

水泥主业小幅承压，费用管控水平保持稳定。上半年，公司水泥熟料业务收入为 28.21 亿元，同比下降 18.37%，主因疫情背景下，下游需求滞后，同时，公司部分生产线因疫情而停工；受煤炭价格上行影响，上半年水泥业务毛利率 30.77%，同比-10.69pct。整体来看，上半年公司综合毛利率 19.6%，同比-8.8pct，净利率 11.7%，同比-7.4pct。费用管控能力保持稳定，期间费用率 6.13%，同比-0.2pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.14%/4.42%/0.15%/0.42%，同比变动-0.03pct/-0.03pct/+0.05pct/-0.16pct，其中财务费用率同比增加主要因为利息费用增加。公司经营活动现金流净额为-0.82 亿元，去年同期为 2.41 亿，同比-134.06%，主因销售商品、提供劳务收到的现金同比下降所致。上半年资产负债率 39.48%，较去年末+2.02pct。

优化战略布局，积极拓展“水泥+”模式。报告期末，公司拥有年产骨料 1400 万吨和商混 2200 万方，较去年末产能分别提高 55.6%和 11.4%，上半年骨料和商混收入分别实现 1.54 亿元和 12.05 亿，分别同比+112.57%和-3.29%。目前公司公告拟在赣州投资 1.74 亿建设一条年产 80 万立方米的混凝土生产线并配套全新封闭式光伏建筑一体化，进一步扩大商混区域市场份额。

风险提示：需求不及预期；成本上涨超预期；疫情反复。

投资建议：加强激励，大股东增持，维持“买入”评级。

上半年公司发布股票期权激励计划，有助于进一步激发团队内生动力，为公司可持续健康发展奠定坚实基础。6 月，公司控股股东计划增持公司股份不低于 0.5 亿元不超过 1 亿元，促进公司持续稳定、健康发展，提升投资者信心。考虑到上半年因疫情和成本端带来的影响，下调 2022-24 年 EPS 至 1.6/1.9/2.0 元/股(调整前为 2.1/2.2/2.3 元/股)，对应 PE 为 6.2/5.5/5.2x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,529	14,205	14,409	15,748	16,630
(+/-%)	10.0%	13.4%	1.4%	9.3%	5.6%
净利润(百万元)	1481	1593	1301	1481	1557
(+/-%)	8.2%	7.6%	-18.3%	13.8%	5.2%
每股收益(元)	1.86	2.00	1.63	1.86	1.95
EBIT Margin	21.6%	20.8%	16.6%	17.0%	16.8%
净资产收益率 (ROE)	23.2%	21.5%	15.6%	15.8%	14.9%
市盈率 (PE)	5.5	5.1	6.2	5.5	5.2
EV/EBITDA	4.4	4.2	4.2	3.8	3.6
市净率 (PB)	1.26	1.09	0.97	0.86	0.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·水泥

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.12 元
总市值/流通市值	8066/8066 百万元
52 周最高价/最低价	16.91/9.72 元
近 3 个月日均成交额	85.68 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《万年青 (000789.SZ) -Q1 盈利水平小幅承压，战略合作推动产业链拓展》——2022-05-01
- 《万年青 (000789.SZ) -业绩保持平稳增长，积极推进产业链延伸》——2022-04-18
- 《万年青-000789-2021 年中报点评：收入利润齐增，下半年旺季值得期待》——2021-08-27
- 《万年青-000789-2020 年年报点评：业绩保持稳健增长，费用端优化明显》——2021-03-30
- 《万年青-000789-2020 年中报点评：业绩稳健增长，需求有望继续发力》——2020-08-20

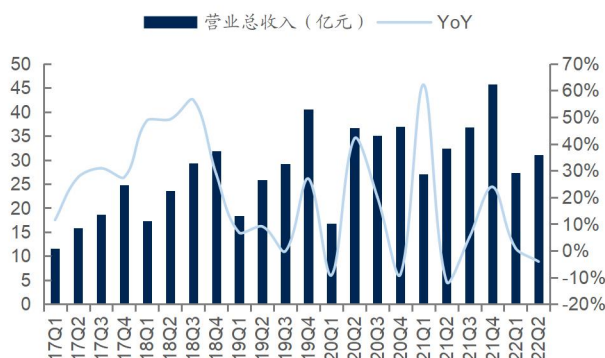
营收规模基本平稳，业绩有所承压。2022 上半年，公司实现营收 58.44 亿元，同比-1.79%，归母净利润 4.92 亿元，同比-40.53%，扣非后归母净利润 4.72 亿元，同比-36.75%，其中二季度公司实现营收和归母净利润分别为 31.07 亿元和 2.83 亿元，分别同比-4.08%和-43.70%。尽管二季度水泥业务运行承压，但贸易板块及骨料业务规模的扩大一定程度对冲收入端影响，整体上半年营收保持较为平稳；受成本端压力及投资净收益减少影响，利润端有所承压。

图1：万年青营业收入及增速



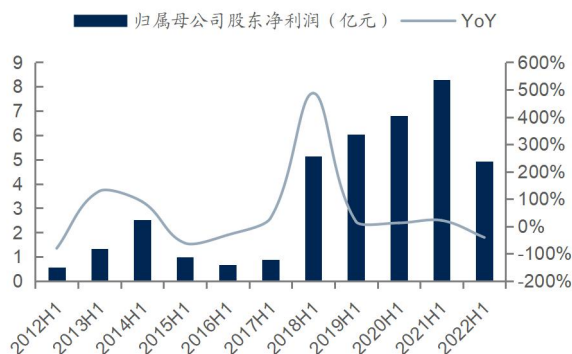
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：万年青单季度营业收入及增速



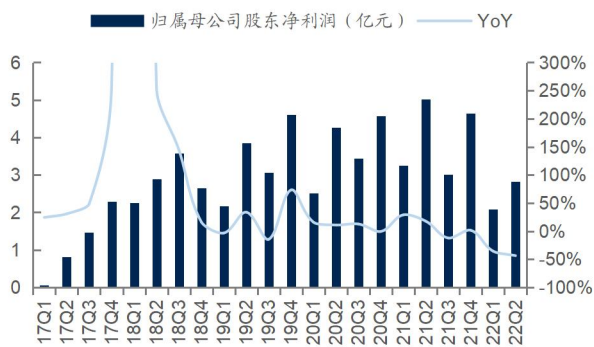
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：万年青归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：万年青单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（18Q1 增速为 3358.7%）

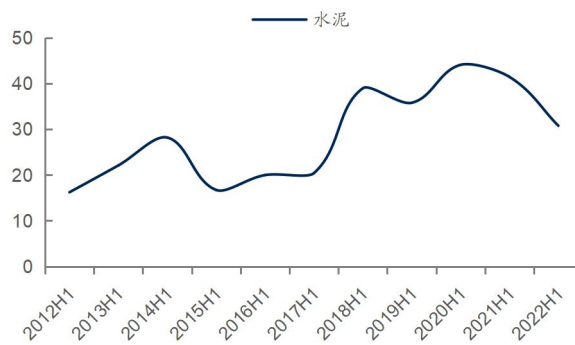
水泥主业小幅承压，费用管控水平保持稳定。上半年，公司水泥熟料业务收入为 28.21 亿元，同比下降 18.37%，主因疫情背景下，下游需求滞后，同时，公司部分生产线因疫情而停工；受煤炭价格上行影响，上半年水泥业务毛利率 30.77%，同比-10.69pct。整体来看，上半年综合公司毛利率 19.6%，同比-8.8pct，净利率 11.7%，同比-7.4pct。费用管控能力保持稳定，期间费用率 6.13%，同比-0.2pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.14%/ 4.42%/0.15%/0.42%，同比变动 -0.03pct/-0.03pct/+0.05pct/-0.16pct，其中财务费用率同比增加主要因为利息费用增加。公司经营活动现金流净额为-0.82 亿元，去年同期为 2.41 亿，同比-134.06%，主因销售商品、提供劳务收到的现金同比下降所致。上半年资产负债率 39.48%，较去年末+2.02pct。

图5: 万年青水泥熟料业务收入及增速



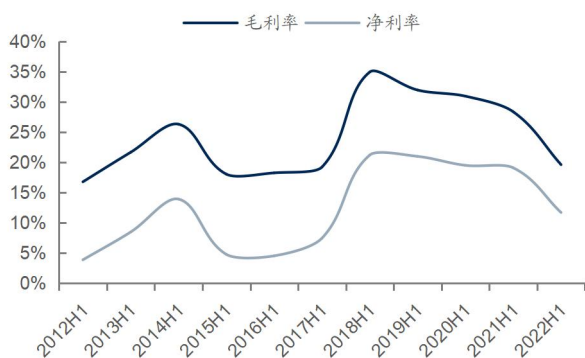
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 万年青水泥业务毛利率 (%)



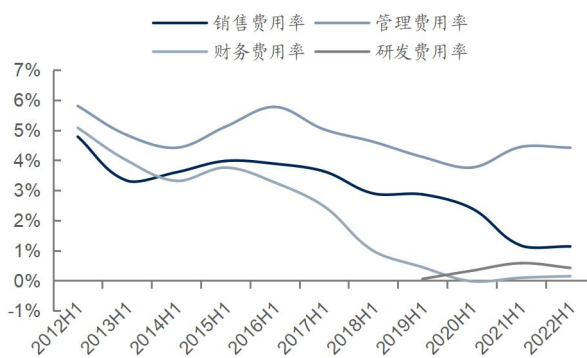
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 万年青毛利率、净利率情况



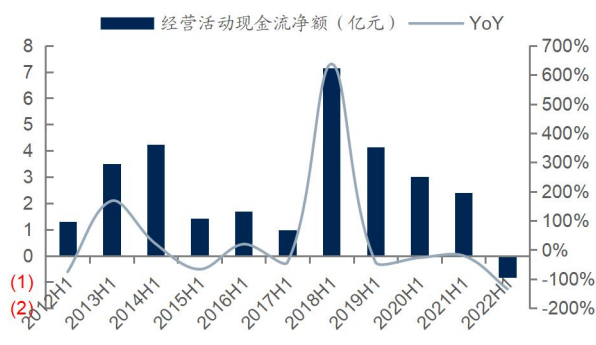
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 万年青期间费用率



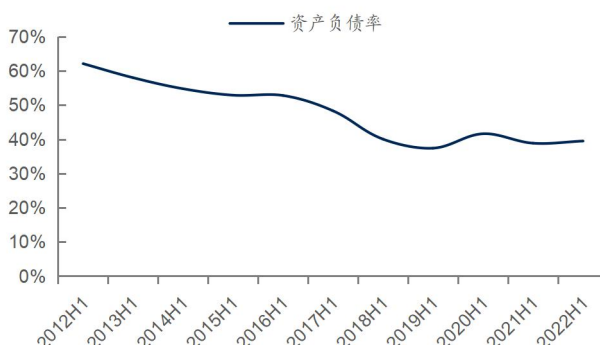
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 万年青经营性现金流净额



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 万年青资产负债率情况

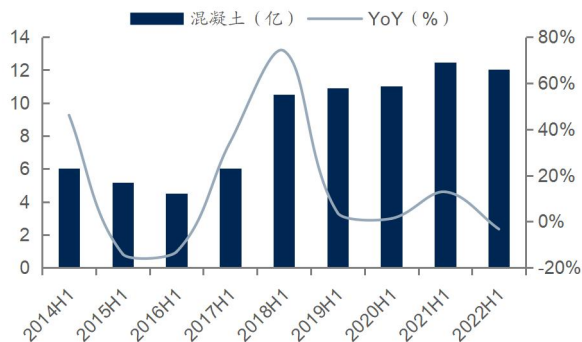


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

优化战略布局，积极拓展“水泥+”模式。报告期末，公司拥有年产骨料1400万吨和商混2200万方，较去年末产能分别提高55.6%和11.4%，上半年骨料和商混收入分别实现1.54亿元和12.05亿，分别同比+112.57%和-3.29%。目前公司公告拟在赣州投资

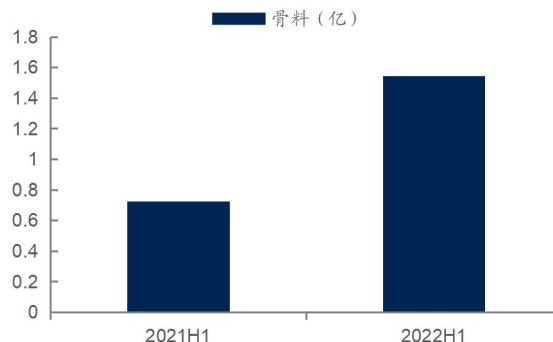
1.74 亿建设一条年产 80 万立方米的混凝土生产线并配套全新封闭式光伏建筑一体化，进一步扩大高混区域市场份额。

图11: 万年青混凝土业务收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 万年青骨料业务收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

加强员工激励，维持“买入”评级。上半年公司发布股票期权激励计划，有助于进一步激发团队内生动力，为公司可持续健康发展奠定坚实基础。6月，公司控股股东计划增持公司股份不低于0.5亿元不超过1亿元，促进公司持续稳定、健康发展，提升投资者信心。考虑到上半年因疫情和成本端带来的影响，下调2022-24年EPS至1.6/1.9/2.0元/股（调整前为2.1/2.2/2.3元/股），对应PE为6.2/5.5/5.2x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3877	4586	4543	5655	6885	营业收入	12529	14205	14409	15748	16630
应收款项	758	1276	1083	1299	1311	营业成本	9003	10318	11110	12113	12861
存货净额	544	884	734	843	940	营业税金及附加	86	100	100	110	116
其他流动资产	498	438	509	521	568	销售费用	161	160	141	142	141
流动资产合计	5677	7184	6869	8318	9704	管理费用	531	651	626	663	679
固定资产	6078	7017	7341	7419	7438	研发费用	38	25	34	37	40
无形资产及其他	1627	1676	1610	1544	1478	财务费用	(2)	26	(42)	(86)	(122)
投资性房地产	1758	1553	1553	1553	1553	投资收益	72	177	72	72	72
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	98	(46)	(50)	(40)	(40)
资产总计	15139	17430	17372	18833	20173	其他收入	(14)	(26)	(34)	(37)	(40)
短期借款及交易性金融负债	871	1403	500	300	200	营业利润	2907	3054	2461	2801	2946
应付款项	1598	1675	1642	1936	1998	营业外净收支	(46)	(18)	0	0	0
其他流动负债	1182	1466	1475	1636	1714	利润总额	2861	3035	2461	2801	2946
流动负债合计	3650	4544	3617	3872	3912	所得税费用	664	728	581	661	695
长期借款及应付债券	943	979	749	749	749	少数股东损益	716	714	579	659	693
其他长期负债	1199	1007	959	838	754	归属于母公司净利润	1481	1593	1301	1481	1557
长期负债合计	2142	1986	1708	1587	1503	现金流量表 (百万元)					
负债合计	5792	6530	5325	5460	5415	净利润	1481	1593	1301	1481	1557
少数股东权益	2954	3474	3711	4000	4294	资产减值准备	(15)	43	7	1	0
股东权益	6392	7426	8337	9373	10463	折旧摊销	417	535	773	849	907
负债和股东权益总计	15139	17430	17372	18833	20173	公允价值变动损失	(98)	46	50	40	40
关键财务与估值指标						财务费用	(2)	26	(42)	(86)	(122)
每股收益	1.86	2.00	1.63	1.86	1.95	营运资本变动	210	(395)	220	(1)	(101)
每股红利	1.21	1.06	0.49	0.56	0.59	其它	265	292	230	288	294
每股净资产	8.02	9.31	10.45	11.75	13.12	经营活动现金流	2260	2114	2582	2657	2698
ROIC	21%	19%	15%	17%	17%	资本开支	0	(1386)	(1101)	(901)	(901)
ROE	23%	21%	16%	16%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	28%	27%	23%	23%	23%	投资活动现金流	0	(1386)	(1101)	(901)	(901)
EBIT Margin	22%	21%	17%	17%	17%	权益性融资	0	27	0	0	0
EBITDA Margin	25%	25%	22%	22%	22%	负债净变化	(50)	5	(230)	0	0
收入增长	10%	13%	1%	9%	6%	支付股利、利息	(962)	(847)	(390)	(444)	(467)
净利润增长率	8%	8%	-18%	14%	5%	其它融资现金流	647	1640	(903)	(200)	(100)
资产负债率	58%	57%	52%	50%	48%	融资活动现金流	(1377)	(19)	(1523)	(644)	(567)
息率	11.9%	10.5%	4.8%	5.5%	5.8%	现金净变动	882	709	(43)	1112	1229
P/E	5.5	5.1	6.2	5.5	5.2	货币资金的期初余额	2995	3877	4586	4543	5655
P/B	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8	货币资金的期末余额	3877	4586	4543	5655	6885
EV/EBITDA	4.4	4.2	4.2	3.8	3.6	企业自由现金流	0	997	1724	1996	2038
						权益自由现金流	0	2641	623	1862	2031

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032