



中信证券研究部



孙明新
首席建材分析师
S1010519090001

核心观点

万年青作为江西省的区域龙头，市占率排名第二，未来产能扩张及产业链延伸有望进一步夯实公司成本优势，同时持续累积的现金流及较高的 ROE 水平对公司提升分红率形成支撑。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

- 深耕本土，区域龙头。**万年青起源于 1958 年兴建的江西水泥厂，目前已在上饶、赣州、九江等地布局生产基地，具备熟料设计产能 1349 万吨/年，水泥设计产能 2500 万吨/年，产能置换后熟料产能将上升至 1466 万吨。公司近 90% 的销售收入来自于江西省，同时在江西的市场份额位居第二，产能占比达到 21%。
- 需求仍有增长，区域集中度较高。**供给端，预计未来三年行业新增产能约 1.34 亿吨，但主要为产能置换，实际增量有限。需求端，在政府稳经济的目标下，预计 2020 年国内基建投资增速有望回升至 12% 左右，一定程度上对冲房地产投资下滑，我们预计 2020 年水泥产销量增长 1%~3% 左右。对江西省而言，区域前五大企业集中度近 90%，处于全国最高水平，同时新旧基建投资对需求构成支撑，有利于水泥价格的继续上涨。
- 延伸产业链进一步夯实成本优势。**2019 年，公司水泥熟料单位生产成本为 183 元/吨，略高于海螺水泥，随着熟料产能扩增，未来单位成本有望进一步下降。同时，公司积极拓展上游矿山资源，预计 2020 年可投产骨料产能 900 万吨，将有助于加强公司在成本端的管控能力，骨料业务 70% 以上的高毛利率也可进一步增厚公司业绩。
- 现金流有望进一步提升，持续高分红可期。**2020 年由于水泥熟料及骨料项目建设投资，公司资本开支或大幅上升至 20 亿元左右，但预计资产扩张完成后将下降至 2~3 亿元水平，自由现金流或回升至 23~25 亿元，未来现金流将持续累积。此外，公司 ROE 有望稳定在 30% 左右，长期而言公司有望进一步提升分红率来回报股东。
- 风险因素：**房地产与基建投资不及预期；新增产能释放过多，行业竞争恶化；产业链延伸进度较慢。
- 投资建议：**结合行业水泥价格预期及公司经营规划，我们预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 2.00/2.72/2.90 元，当前股价 13.95 元，对应 PE 分别为 7/5/5x。我们给予公司 2021 年 PE7x，对应目标价 19.04 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

万年青	000789
评级	买入（首次）
当前价	13.95 元
目标价	19.04 元
总股本	797 百万股
流通股本	797 百万股
52 周最高/最低价	15.66/8.44 元
近 1 月绝对涨幅	3.96%
近 6 月绝对涨幅	19.16%
近 12 月绝对涨幅	40.69%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,207.5	11,390.4	12,108.5	14,186.2	14,739.3
营业收入增长率	43.9%	11.6%	6.3%	17.2%	3.9%
净利润(百万元)	1,137.6	1,369.0	1,592.2	2,167.0	2,309.5
净利润增长率	145.9%	20.3%	16.3%	36.1%	6.6%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.85	1.72	2.00	2.72	2.90
毛利率%	32.55%	31.55%	34.68%	38.69%	39.02%
净资产收益率 ROE%	28.23%	27.03%	26.11%	28.61%	25.76%
每股净资产(元)	5.05	6.35	7.65	9.50	11.24
PE	7.52	8.13	6.99	5.13	4.82
PB	2.76	2.20	1.82	1.47	1.24

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 3 日收盘价

目录

深耕本土，区域龙头	1
需求仍有增长，区域集中度较高	3
供给端：新增产能边际收紧，供给格局较为稳定	3
需求端：基建投资或明显回升，对冲地产投资下滑	5
区域 top5 企业集中度近 90%，新旧基建支撑需求继续增长	6
延伸产业链进一步夯实成本优势	9
成本费用处于行业较低水平	9
产业链延伸逐步落地，成本控制能力增强	10
现金流有望进一步提升，持续高分红可期	12
风险因素	15
盈利预测、估值与投资评级	15
盈利预测	15
估值与投资评级	15

插图目录

图 1：历年来万年青公司主要发展历程	1
图 2：公司熟料产销情况	2
图 3：公司水泥产销情况	2
图 4：万年青股权结构情况	2
图 5：万年青主营业务收入构成	3
图 6：万年青主营业务收入分区域构成	3
图 7：万年青近年来净利润及其增速	3
图 8：全国熟料产能情况	4
图 9：全国熟料产量及同比增速	5
图 10：熟料行业产能利用率及集中度	5
图 11：房地产开发投资及其增速	5
图 12：江西省不同区域水泥价格对比	6
图 13：江西省地势地形图	7
图 14：江西省熟料产能区域分布	7
图 15：江西省熟料产能企业集中度	7
图 16：江西省固定资产投资增速	8
图 17：江西省水泥产量及其增速	8
图 18：分区域熟料行业集中度	8
图 19：不同地区熟料产能利用率对比	8
图 20：可比公司水泥熟料单位生产成本对比	9
图 21：可比公司单位运输费用对比	10
图 22：可比公司单位期间费用对比	10
图 23：水泥产业链示意图	10
图 24：混凝土产量及其增速	11
图 25：混凝土业务营业收入及其增速	11
图 26：近年来中国矿上在册数量	11
图 27：2018 年中国砂石矿上结构	11
图 28：万年青历年来资本开支情况	12
图 29：万年青历年来自由现金流情况	13
图 30：水泥行业主要公司 ROE 比较	14
图 31：万年青历年来分红情况	14
图 32：2019 年水泥行业股息率排名	14
图 33：万年青 PE 估值走势	16

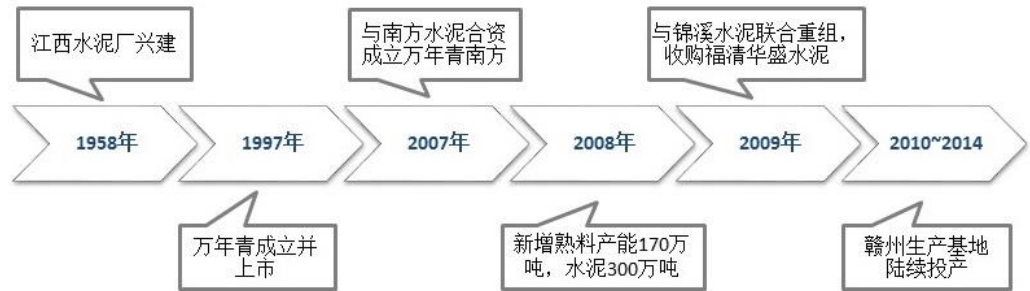
表格目录

表 1：万年青熟料产能情况统计	1
表 2：2020~2022 年熟料新增产能情况	4
表 3：基础设施建设投资测算	6
表 4：2020 年上半年不同区域水泥价格对比	10
表 5：万年青与其他龙头公司净利润含金量对比	12
表 6：万年青在建工程资本开支需求测算	13
表 7：万年青净资产收益率杜邦拆解	13
表 8：公司水泥业务经营情况预测	15
表 9：水泥行业主要龙头公司 PE 对比	16
表 10：万年青盈利预测表	16

深耕本土，区域龙头

江西万年青水泥股份有限公司的发起人为江西水泥厂，于 1958 年 9 月由国家拨款投资兴建，为 1992 年 9 月创立的江西省建材行业首家上市公司。上市后，公司以万年县为基地，逐步向玉山、瑞金、赣州等地布局熟料生产基地。

图 1：历年来万年青公司主要发展历程



资料来源：万年青公告，中信证券研究部

截止 2019 年底，公司拥有 13 条熟料生产线，熟料设计产能 1349 万吨/年，水泥设计产能 2500 万吨/年。2019 年公司熟料产量 1633 万吨，同比增长 2.00%；水泥产量 2425 万吨，同比增长 2.47%。

其中，根据产能置换相关政策，公司位于上饶地区的 4 家熟料厂进行异地搬迁，一方面置换成万年水泥厂 2×5100t/d 熟料水泥生产线，新厂址更靠近公司石灰石矿山所在地，减少了原材料的运输成本；另一方面，公司在九江德安地区建设一条 6600t/d 熟料水泥生产线，与粉磨站形成区域联动，将降低生产综合成本、拓展公司在该区域的市场范围、提升公司的市场占有率。根据公司公告，预计新建熟料产能在 2020 年底或 2021 年初正式投产，从而公司的熟料产能将上升至 1466 万吨。

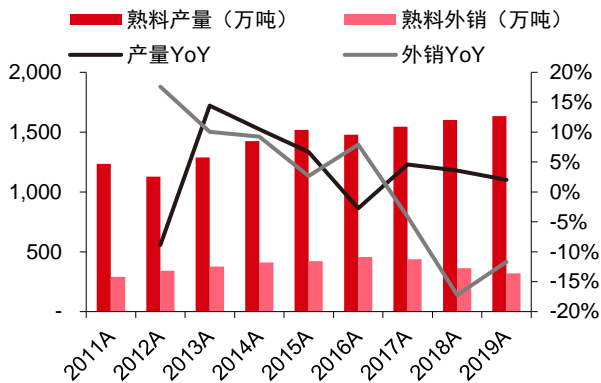
表 1：万年青熟料产能情况统计

地市	企业名称	权益比例	熟料线产能 (t/d)	产能 (万吨/年)	投产时间
赣州	江西赣州南方万年青水泥有限公司	40%	2,500	78	2004/6/1
赣州	江西瑞金万年青水泥有限责任公司	50%	5,000	155	2006/5/10
赣州	江西瑞金万年青水泥有限责任公司	50%	5,000	155	2010/2/6
赣州	江西于都南方万年青水泥有限公司	40%	5,000	155	2014/6/17
景德镇	江西锦溪水泥有限公司	70%	2,500	78	2005/5/11
景德镇	江西锦溪水泥有限公司	70%	3,000	93	2008/11/3
九江	江西三环水泥有限公司	100%	2,500	78	2004/1/1
上饶	江西万年青水泥股份有限公司	100%	2,500	78	2008/10/9, 新厂投产后老厂拆除
上饶	江西万年青水泥股份有限公司	100%	3,000	93	2008/10/5, 新厂投产后老厂拆除
上饶	江西万年青水泥股份有限公司	100%	2,500	78	2013/10/1, 新厂投产后老厂拆除
上饶	江西万年青水泥股份有限公司	100%	5,000	155	2010/2/5, 新厂投产后老厂拆除
上饶	江西玉山万年青水泥有限公司	40%	2,500	78	2003/5/1, 与南方水泥合营企业
上饶	江西玉山万年青水泥有限公司	40%	2,500	78	2004/6/1

地市	企业名称	权益比例	熟料线产能 (t/d)	产能 (万吨/年)	投产时间
上饶	江西万年青水泥股份有限公司	100%	5,100	158	在建, 预计 2021 年投产
上饶	江西万年青水泥股份有限公司	100%	5,100	158	在建, 预计 2021 年投产
九江	江西德安万年青水泥股份有限公司		6,600	205	在建, 预计 2020 年底投产
当前在产产能合计				1,349	
产能置换后产能合计				1,466	

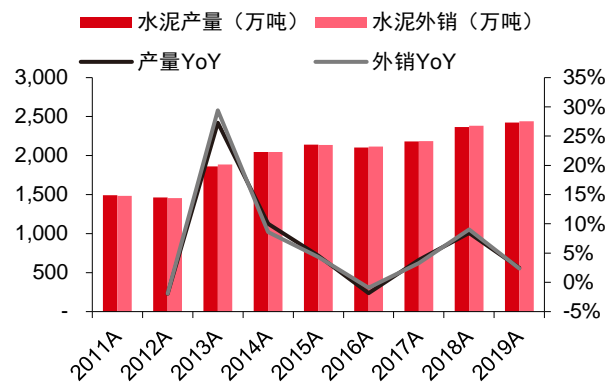
资料来源: 万年青公告, 中信证券研究部

图 2: 公司熟料产销情况



资料来源: 万年青公告, 中信证券研究部

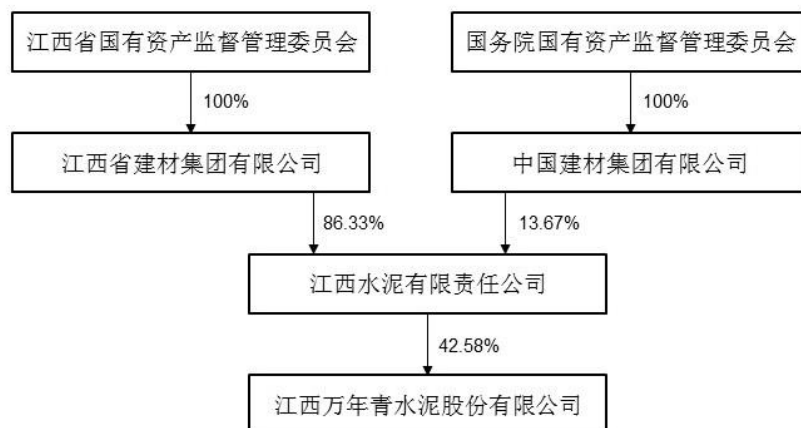
图 3: 公司水泥产销情况



资料来源: 万年青公告, 中信证券研究部

公司第一大股东为江西水泥有限责任公司，持股比例为 42.58%，实际控制人为江西人国资委通过江西省建材集团间接控制江西水泥龙游县责任公司 86.33% 股权，另外中建材集团持有剩下的 13.67% 股权。

图 4: 万年青股权结构情况 (截至 2020Q1)

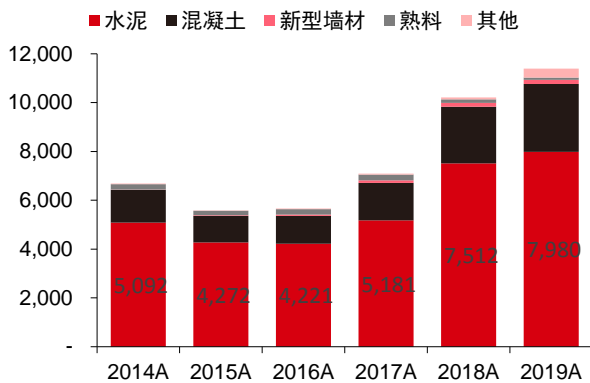


资料来源: 万年青公告, 中信证券研究部

目前, 公司生产的主要产品有: “万年青” 牌系列普通硅酸盐水泥和复合硅酸盐水泥, 以及商品熟料、商品混凝土、新型墙材等, 其中水泥业务收入占比达到 70%~75% 左右, 混凝土业务收入占比为 20%~25% 左右, 两者合计占比达到 95% 左右。

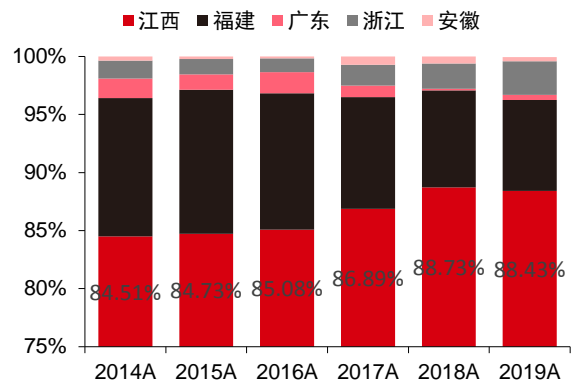
分区域而言，公司水泥销售市场以江西为主，向福建、浙江、广东等周边省份辐射，在江西省的销售收入占比近 90%，同时在江西区域的市场份额处于领先地位。

图 5：万年青主营业务收入构成（百万元）



资料来源：万年青公告，中信证券研究部

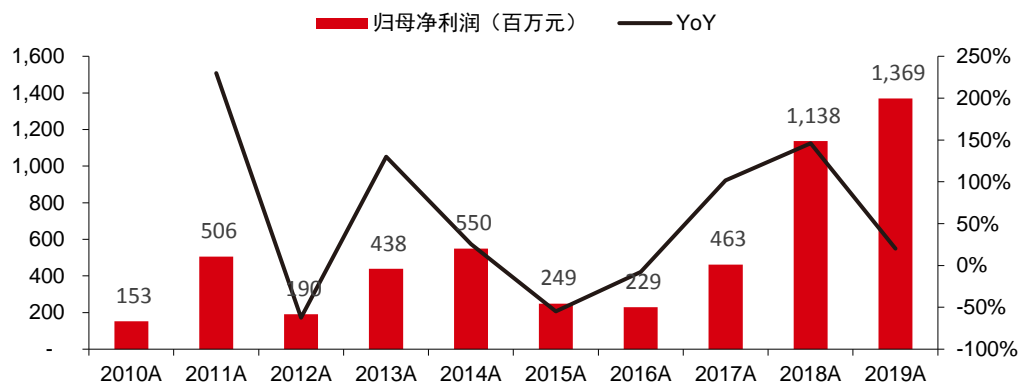
图 6：万年青主营业务收入分区域构成（万元）



资料来源：万年青公告，中信证券研究部

自公司 1997 年上市以来，万年青的营业收入年均复合增速达到 17.83%，净利润年均复合增速为 17.09%，其中 2017 年以来受益于水泥行业供需格局好转，净利润年均复合增速达到 80% 以上。2020 年一季度尽管受新冠疫情影响，公司净利润逆势增长 15.8%，主要由于江西省区域供需格局较好，公司以价补量（2020Q1 江西省水泥均价同比上涨 17%，产量下滑 13%），叠加成本端有所下滑。

图 7：万年青近年来净利润及其增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 需求仍有增长，区域集中度较高

供给端：新增产能边际收紧，供给格局较为稳定

在 2013~2017 年水泥行业完成主动及被动去产能之后，国内供给端熟料产能整体保持相对稳定，年均新增产能 2000 万吨左右，增速维持在 1% 左右。根据卓创资讯统计数据，

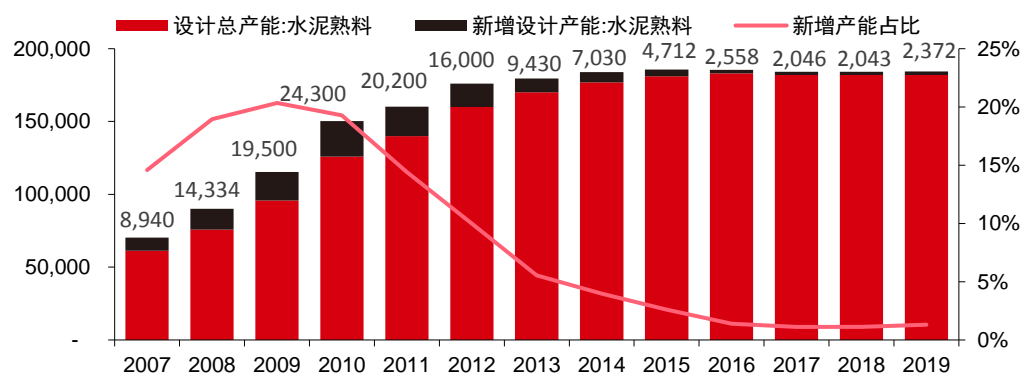
预计未来 3 年行业新增熟料生产线 82 条，新增产能达到 1.34 亿吨左右，但考虑到新增产能以产能置换为主，实际供给增量有限。

表 2：2020~2022 年熟料新增产能情况（万吨）

	新建熟料线产能（万吨）	占比	主要投产区域
中国建材集团	3,621	27.05%	安徽、江苏、浙江、四川等
山水水泥	1,705	12.74%	吉林、山东
红狮控股	769	5.74%	江西、湖南、广西、云南
万年青	456	3.40%	江西
尧柏水泥	450	3.36%	新疆、陕西
华新水泥	434	3.24%	湖北、云南
冀东水泥	310	2.32%	陕西
新东运集团	310	2.32%	广西
尖峰集团	279	2.08%	贵州、云南
海螺水泥	233	1.74%	四川、西藏
其他	4,820	36.01%	
合计	13,385		

资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

图 8：全国熟料产能情况

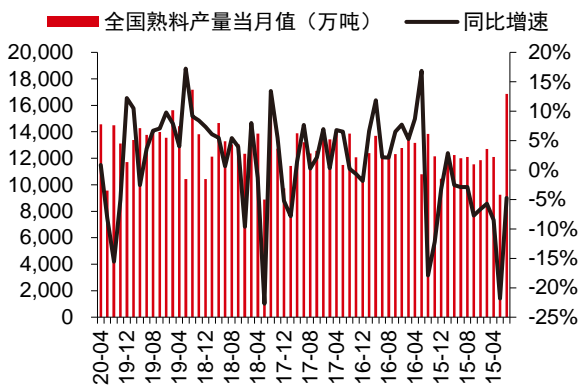


资料来源：Wind，中信证券研究部

在新增熟料产能有限的情况下，后续熟料产量取决于产能利用率的波动。经历了前期行业去产能及并购整合后，熟料行业中前十大企业的集中度已上升至 57% 左右，有利于加强企业间的协同合作。尤其是在 2018 年行业下游需求出现明显下滑的情况下，行业通过错峰生产、协同减产等措施避免产能利用率显著上升，2016~2018 年行业产能利用率稳定在 75% 左右，从而支撑价格继续上涨并保障行业利润。2019 年由于下游房地产开发投资超预期及基建投资增速小幅回升，熟料产能利用率提升至 81% 左右。

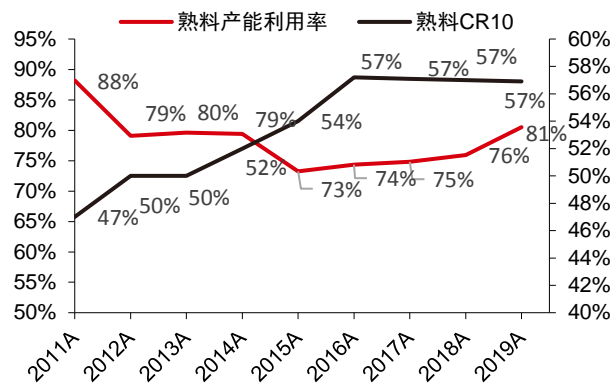
未来行业新增熟料产能仍主要由中国建材、红狮控股等龙头公司建设，也就意味着行业协同控制供给释放的合作关系并不会受到明显冲击，熟料企业并无通过提升产能利用率增加产量来提升市占率的冲动，价格和利润仍是企业最优先目标。

图 9：全国熟料产量及同比增速



资料来源：数字水泥网，中信证券研究部

图 10：熟料行业产能利用率及集中度



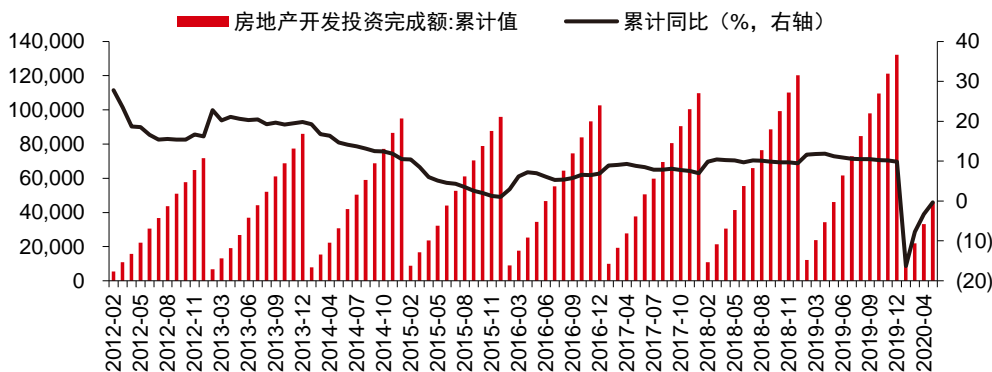
资料来源：中国水泥协会，中信证券研究部

需求端：基建投资或明显回升，对冲地产投资下滑

水泥行业下游需求主要来自于地产、基建和农村，占比大致分别为 40%、40%、20%，其中农村需求具有一定的消费属性，与当地的人口、GDP 等相关，不易观测但较为稳定，从而水泥行业需求波动更多地来自于房地产及基建行业。

2020 年一季度新冠疫情导致开发投资增速下滑至-7.70%，但截止到 5 月份累计增速已回升至-0.30%。考虑到国内政策仍以“房住不炒”为主，预计未来房地产行业开发投资较难再次超预期，结合主要龙头企业 2020 年计划新开工面积下滑 3%~4%，预计 2020 年房地产行业开发投资增速下滑至 6.8% 左右。

图 11：房地产开发投资及其增速（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

今年上半年新冠疫情对国内外经济造成显著冲击，对国内保就业、实现脱贫等经济工作目标造成一定压力，从而政府的基建逆投资调节有所加码，财政支持力度或加大。基建投资增长主要依赖地方政府专项债提供增量资金，综合考虑专项债扩容及用于基建比例提升（规模提升 1.6 万亿至 3.75 万亿，比例提升至 50% 共 1.88 万亿），部分专项债作本金的乘数效应（拉动总投资 2.25 万亿），用于基建的国家预算内资金稳中有升（同比+3.5%），

以及撬动比例提升（回升 0.1x 至 5.9x），我们预计 2020 年基建投资增速上升至 12.3%，相比 2019 年 3%~4% 的增速显著回升。

表 3：基础设施建设投资测算

项目	假设条件
专项债额度	3.75 万亿
用于基建的比例	50%
用于基建的专项债	1.88 万亿
专项债做资本金的比例	5%
基建专项债做资本金	0.09 万亿
专项债资本金撬动比例	8x
专项债配套：专项债资本金	3x
专项债配套的社会投资（万亿元）	0.38 万亿
专项债撬动的总基建投资	2.25 万亿
用于基建的政府资金（不含专项债）	5.9x
政府资金撬动的社会资金	15.6 万亿
基建投资（不含特别国债）	20.5 万亿
同比	12.3%
基建投资（含 5000 亿特别国债）	21 万亿
同比	15.1%

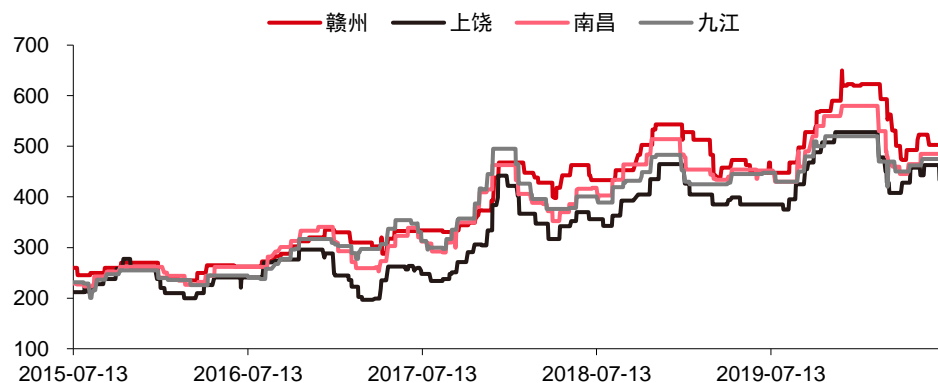
资料来源：中信证券研究部预测

因此，我们认为基建投资增速有望显著回升，将在一定程度上对冲房地产行业需求下滑，整体而言 2020 年全年全国水泥产销量仍将保持 1%~3% 左右的低个位数增长。

区域 top5 企业集中度近 90%，新旧基建支撑需求继续增长

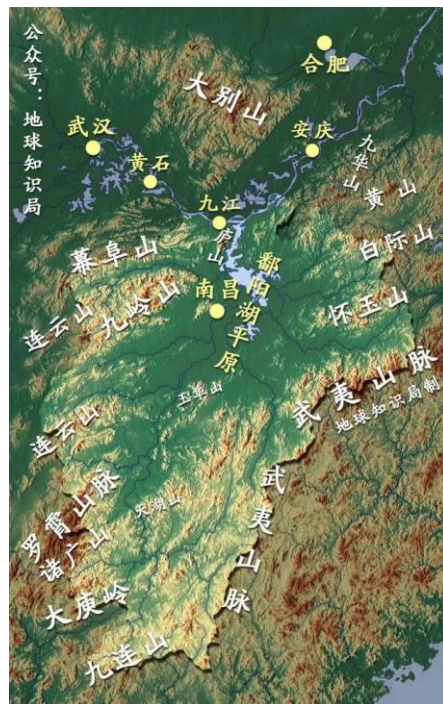
江西自身特殊的地势地形特点决定了省内不同区域的价格差异。江西省北部以平原为主，通过长江与安徽、湖北省份毗邻，而西部、东部及南部地区以山地、丘陵为主，与福建、广东、湖南形成天然屏障，区域上的地形差异决定了江西省中南部市场相对独立，而北部市场容易受到周边丰富的熟料资源冲击。可以看到，位于江西省北部的九江、上饶地区的水泥价格平均相比南部的赣州地区低 40 元/吨左右。

图 12：江西省不同区域水泥价格对比（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：江西省地势地形图

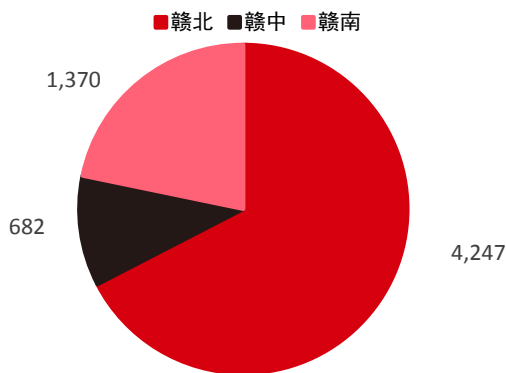


资料来源：地球知识局

截止 2020 年 6 月，江西省熟料产能合计 6299 万吨，赣北、赣中和赣南区域产能占比分别为 67.42%、10.83%和 21.75%，呈现哑铃状布局。区域集中度而言，中国建材集团、万年青、海螺水泥、亚洲水泥和红狮五家企业的熟料产能占比高达近 90%，集中度处于全国较高水平，区域水泥企业之间的协同性也较高。

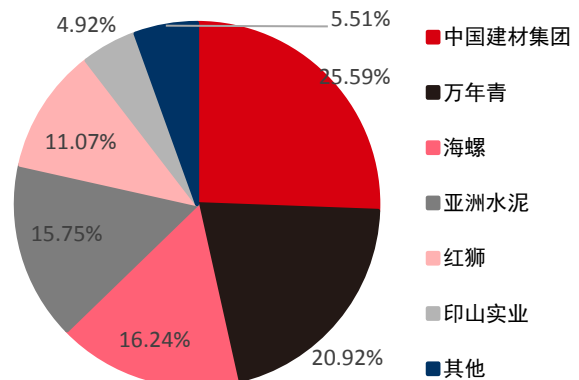
根据卓创资讯统计数据，未来三年江西地区熟料新增产能约 800 万吨，但主要为万年青和中国建材集团的产能置换项目，实际新增产能大概为 200~300 万吨，增量占比在 3%~4% 左右，因此未来江西省的熟料企业之间的生产协同性有望继续维持。

图 14：江西省熟料产能区域分布



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

图 15：江西省熟料产能企业集中度

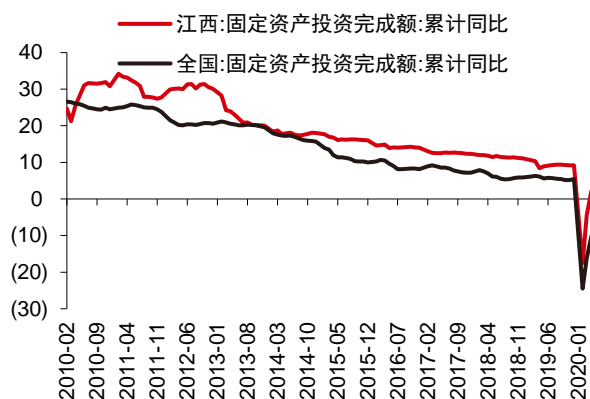


资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

对江西省的基建投资来说，2020 年江西计划完成交通基础设施投资 700 亿元，普通国道完成新改建 600 公里，大中修 2000 公里，“畅安舒美”示范路 1100 公里，危桥改造 150 座等。另外，江西省政府也制定了《数字经济发展三年行动计划（2020-2022 年）》，统筹推动传统基建和“新基建”，加快建设现代化的基础设施体系，力争到 2022 年，全省数字经济增加值年均增速 26%以上，达到 1.5 万亿元以上。

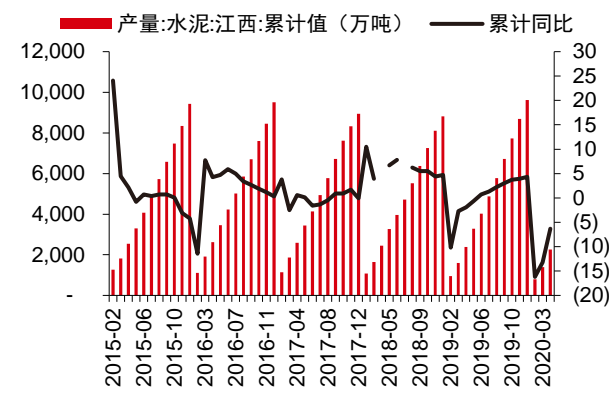
近年来，江西省的固定资产投资增速整体高于全国平均水平，2020 年前 5 个月同比增速达到 5%，4~5 月单月水泥产量也同比增长平均达到 10%左右，高于全国平均水平，显示区域内水泥需求保持强劲。

图 16：江西省固定资产投资增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

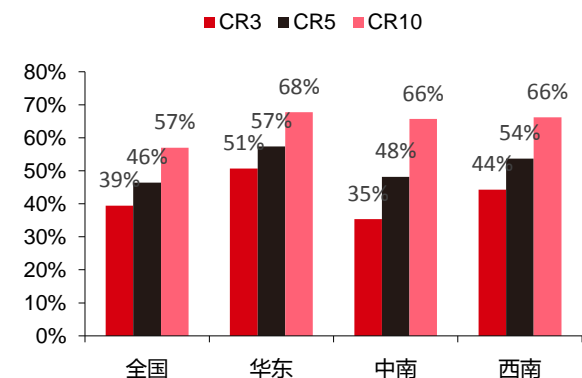
图 17：江西省水泥产量及其增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

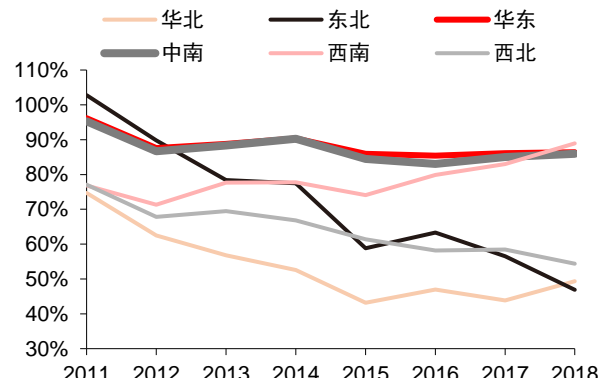
因此，我们预计后续江西省的新旧基建投资计划将继续对省内水泥需求构成支撑，省内较高的区域集中度也有利于水泥价格继续上涨。而周边省份华东区域的供需格局并未出现明显过剩，预计未来较难对江西省的价格形成冲击。

图 18：分区域熟料行业集中度



资料来源：中国水泥网，中信证券研究部

图 19：不同地区熟料产能利用率对比



资料来源：数字水泥网，中信证券研究部

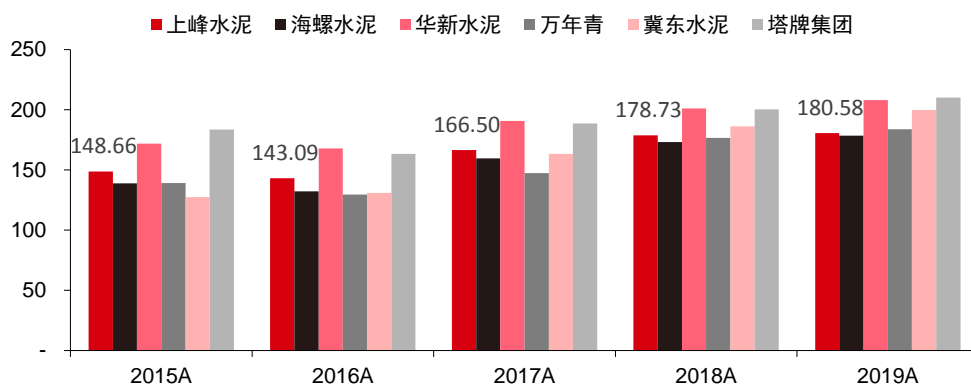
■ 延伸产业链进一步夯实成本优势

成本费用处于行业较低水平

近年来，公司不断提高管理能效，一方面拓宽煤炭采购渠道，2019年煤炭直供量占比超过70%，节约煤炭采购成本1亿多元；另一方面，公司围绕节能提产降耗，2019年投入26235万元扎实推进三项工程及科技活动项目，实施技改345项，完成率65.22%，标煤耗同比下降1.88kg/t。

对比行业可比公司来说，2019年公司水泥熟料单位生产成本小幅增长3.93%至183.73元/吨，略高于海螺水泥和上峰水泥178~180元/吨的单位生产成本，但考虑到江西地理位置偏南、煤炭采购价格高于安徽及其他偏北地区，如2019年江西省的电煤价格指数相比安徽省高出12%，叠加海螺水泥规模优势明显，因此万年青的生产成本管控措施较为有效。

图 20：可比公司水泥熟料单位生产成本对比（元/吨）

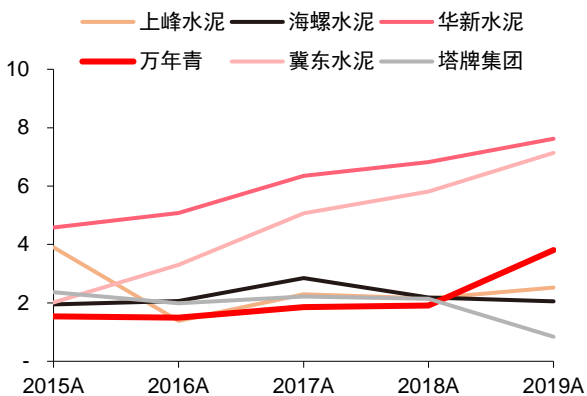


资料来源：万年青公告，中信证券研究部

从单位运输费用来比较，2015~2018年万年青单位运输费用稳定在1.5~2.0元/吨，2019年大幅上升至3.81元/吨，整体来说处于行业平均水平，但考虑到万年青公司水泥销售更多依赖于公路和铁路方式，而海螺水泥和万年青以长江水运为主，因此万年青的运输费用处于合理水平。

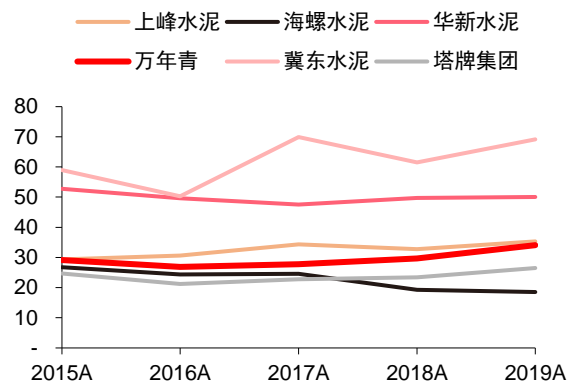
整体从单位期间费用来看，受益于规模优势，2019年海螺水泥单位期间费用仅为18.53元/吨，处于行业最低水平；而万年青的单位期间费用为34.08元/吨，整体仍处于行业较低水平，随着公司产能置换项目的顺利投产、熟料产能规模进一步扩张，公司整体单位生产成本有望进一步下降。

图 21：可比公司单位运输费用对比（单位：元/吨）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 22：可比公司单位期间费用对比（单位：元/吨）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

2020 年上半年以来，虽然江西地区水泥价格基数较低，但同比变动绝对值及变动幅度基本处于全国最高水平，相对来说将有利于增大万年青公司的业绩弹性。

表 4：2020 年上半年不同区域水泥价格对比

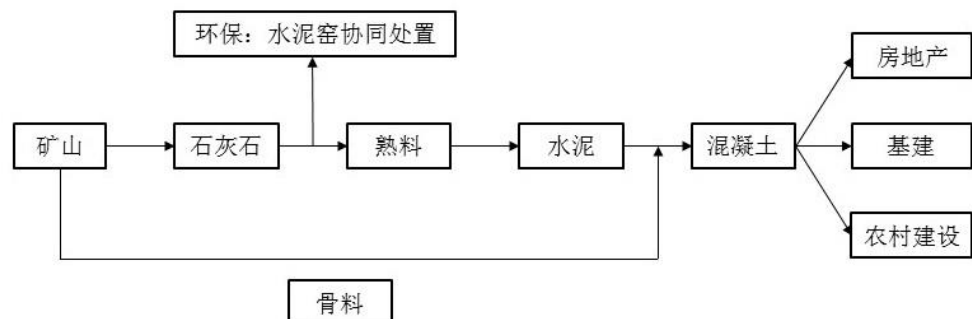
时间	2020H1 均价	均价同比变动绝对值	同比变动百分比
水泥均价:江西	498.04	53.93	10.83%
水泥均价:浙江	518.70	33.08	6.38%
水泥均价:上海	504.38	4.48	0.89%
均价:PO42.5 水泥:华东	528.71	16.03	3.03%
均价:PO42.5 水泥:华北	442.35	16.35	3.70%

资料来源：Wind，中信证券研究部

产业链延伸逐步落地，成本控制能力增强

水泥的生产过程可概括为“两磨一烧”，产业链下游进一步延伸可以将水泥与骨料及其他添加剂合用以生产混凝土，同时也可以利用水泥窑在生产水泥过程中产生的高温来协同处理危险废物、生活垃圾等固体废物。

图 23：水泥产业链

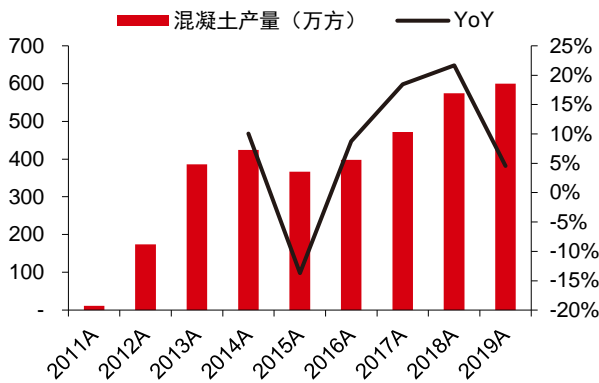


资料来源：中信证券研究部

一方面，公司从 2010 年起开始布局混凝土业务，到 2019 年产量达到 600 万方，产量年均增长 65%；2019 年混凝土业务营业收入为 27.84 亿元，同比增长 201.7%，占总营

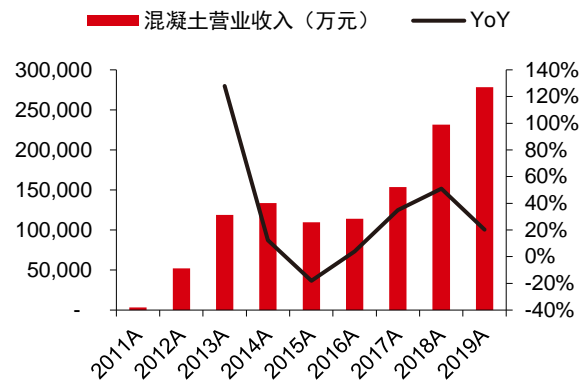
业收入的比例达到 24.44%。近年来随着混凝土价格的不断上涨，单位混凝土毛利也达到 80 元/吨左右。

图 24：混凝土产量及其增速



资料来源：万年青公告，中信证券研究部

图 25：混凝土业务营业收入及其增速

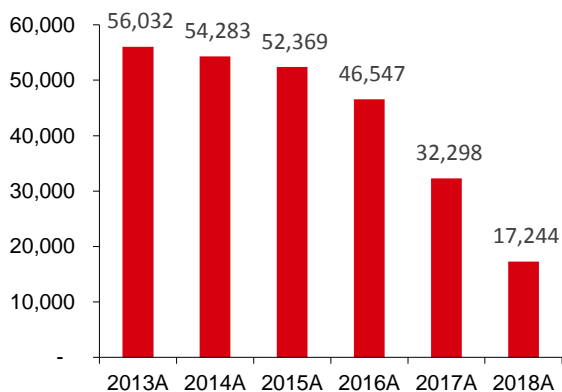


资料来源：万年青公告，中信证券研究部

另一方面，公司将业务拓展至上游矿山资源，2020 年公司迅速布局 4 个环保型骨料机制砂项目，包括瑞金矿业年产 300 万吨骨料（含机制砂）项目、万年矿业年产 200 万吨骨料项目，以及乐平、玉山骨料项目，产能合计 900 万吨，预计 2020 年可全部投产。

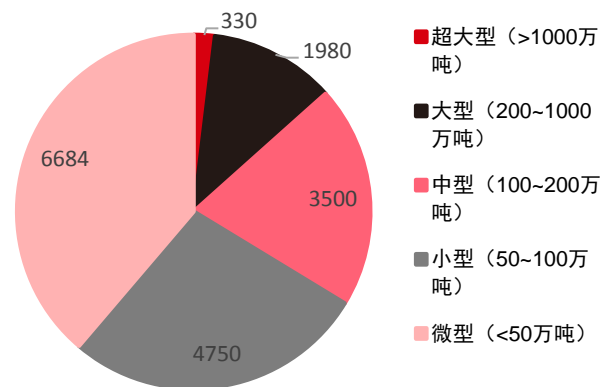
对骨料行业来说，当前中国砂石骨料行业处于规模小、布局分散等特征，主要由中小型企业生产，截止 2018 年底，全国在册砂石矿上总计 17244 家，其中年产 100 万吨以上的企业数量占比仅为 33.69%。但 2018 年以来，政府接连出台相关政策促进砂石行业健康有序发展，未来骨料行业将朝着规模化、集约化和生产化方向发展，行业集中度有望不断提升，改善行业竞争格局。

图 26：近年来中国矿上在册数量（单位：家）



资料来源：中国砂石协会，中信证券研究部

图 27：2018 年中国砂石矿上结构（单位：家）



资料来源：中国砂石协会，中信证券研究部

骨料作为水泥产业链的上游端，骨料项目将有助于加强公司在成本端的管控能力。同时，参照同类公司的骨料业务情况，骨料业务毛利率可高达 70% 以上，因此未来骨料业务也将为公司贡献一定的利润增量。

■ 现金流有望进一步提升，持续高分红可期

企业持续经营的前提是拥有充沛的现金流，才能够应对经营中突发情况和困难。一般市场对于上市公司比较关注净利润的增长情况，那对于企业是否真的赚到了真金白银，我们可以参考净利润含金量这个指标，即经营活动所产生的现金流量净额与净利润的比值。我们可以拿万年青与水泥行业的其他龙头公司海螺水泥、华新水泥和塔牌集团来对比，2014年以来万年青的净利润含金量均值达到274%，显著高于理想均值100%，同时相比海螺水泥等龙头而言也占据一定的优势。

表 5：万年青与其他龙头公司净利润含金量对比

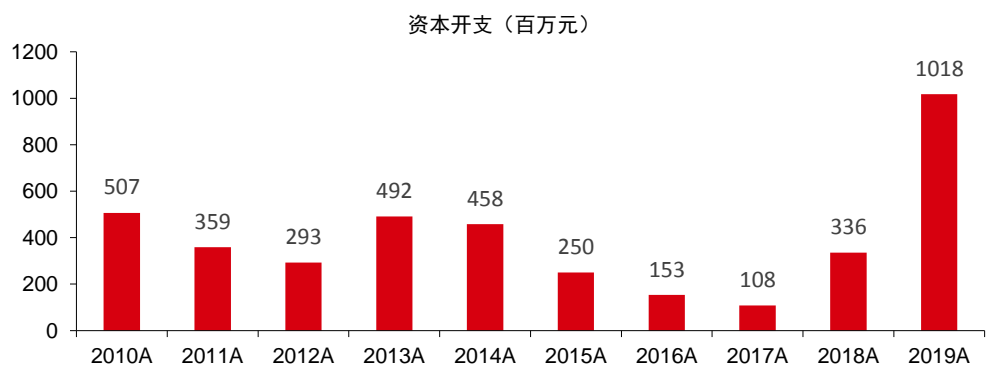
时间	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
万年青	1.81	3.20	3.98	3.44	2.22	1.79
上峰水泥	2.16	2.97	3.75	1.30	1.23	1.34
海螺水泥	1.61	1.32	1.55	1.10	1.21	1.21
华新水泥	3.14	26.79	6.85	1.88	1.52	1.53
塔牌集团	1.89	2.75	2.14	1.32	1.52	1.20

资料来源：Wind，中信证券研究部

万年青的现金流质量比较健康，那公司未来每年能产生多少自由现金流呢？企业的自由现金流测算可以用经营性现金流净额扣除资本支出，可以看出，随着公司业务规模的不断扩大及水泥价格高位运行，近年来经营性现金流已达到25亿左右的水平。考虑到水泥行业整体竞争格局得到明显改善、企业之间协同性提升，预计未来公司经营性现金流可维持这一水平。

资本开支方面，公司历史以来的资本开支情况在3亿元左右，2019年大幅上升至10亿元，主要因为公司建设万年水泥厂2×5100t/d熟料水泥生产线和德安万年青6600T/D熟料水泥生产线及其相关配套设施。结合公司公告的在建工程情况，公司2020年资本开支需求主要集中在水泥熟料生产线及骨料工程建设，预计剩余资金需求在20亿元左右，而这些建设项目大部分在2020年建成投产，因此将对2020年现金流造成一定压力，但随着新建项目投产，公司资本开支水平将大幅下降至2~3亿元水平。

图 28：万年青历年来资本开支情况



资料来源：万年青公告，中信证券研究部

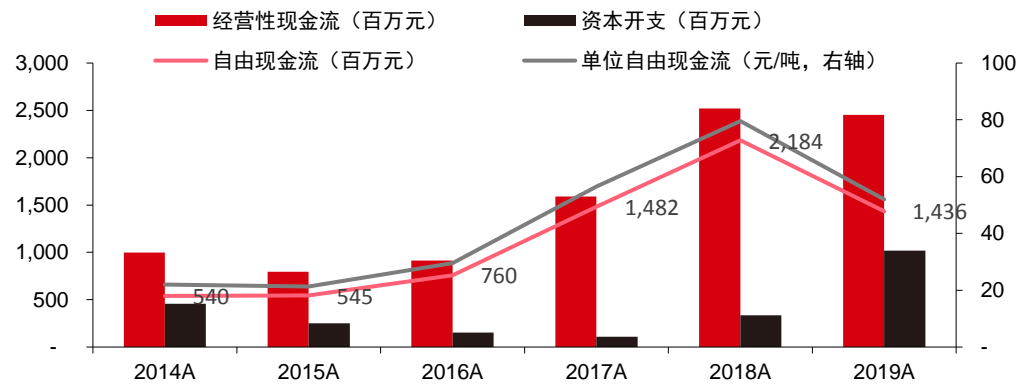
表 6：万年青在建工程资本开支需求测算（万元）

项目	资本开支需求	已完成金额	剩余资金需求
万年水泥厂 2×5100t/d 熟料水泥生产线	168,904	18,067	150,837
德安万年青水泥 6600T/D 熟料水泥生产线（含 300 万吨/年石灰石矿山工程）	112,120	17,990	94,130
万年矿业年产 200 万吨骨料项目	5,413	37	5,376
瑞金矿业年产 300 万吨骨料（含机制砂）项目	8,119	1,055	7,063
锦溪矿业年产 300 万吨矿石加工扩建	3,457	980	2,477
合计	298,013	38,129	259,883

资料来源：万年青公告，中信证券研究部测算

因此，我们预计 2020 年公司自由现金流或下降至 10 亿元以下，但新建项目投产有利于增厚公司未来经营性现金流水平，同时资本开支也将下降至 2~3 亿吨水平，2021 年及之后自由现金流或上升至 23~25 亿元水平。

图 29：万年青历年来自由现金流情况



资料来源：万年青公告，中信证券研究部

现金流的持续累积也离不开公司能否保持高质量经营，我们可以关注净资产收益率指标，每股净资产投入是否能为公司创造稳定的收入。可以看到，2010 年以来万年青的 ROE 平均达到近 20% 水平，尤其 2018~2019 年达到 30% 左右，ROE 提升主要来自于销售净利率和资产周转率水平的改善。在行业供需格局稳定及协同性提升的情况下，预计公司 ROE 水平有望维持高位水平。

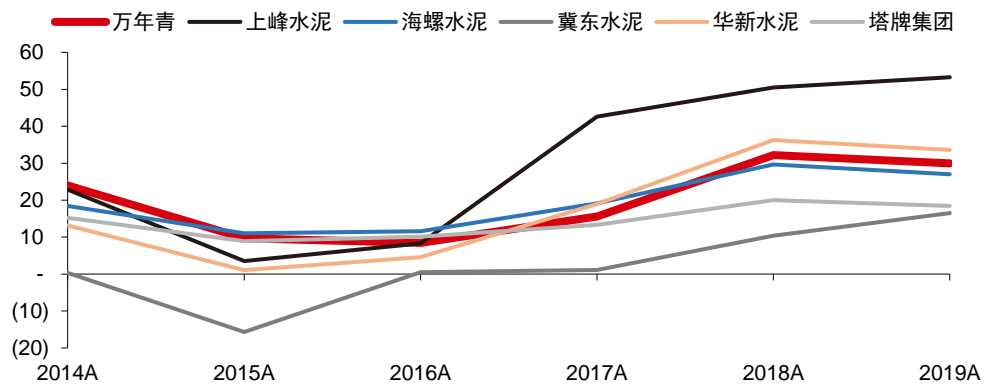
表 7：万年青净资产收益率杜邦拆解

时间	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
销售净利率	7.55%	13.86%	6.03%	11.30%	13.11%	6.14%	6.83%	11.87%	18.00%	18.04%
资产周转率	0.62	0.83	0.66	0.82	0.80	0.63	0.65	0.84	1.11	1.04
权益乘数	2.82	2.69	2.52	2.21	2.10	2.20	1.93	1.81	1.65	1.57
净资产收益率	13.20%	30.95%	10.03%	20.48%	22.02%	8.51%	8.57%	18.05%	32.97%	29.46%

资料来源：Wind，中信证券研究部

横向对比来看，虽然公司 ROE 水平并非处于行业最高水平，但近年来也明显改善至行业平均水平之上，显示万年青的经营质量在行业中处于较优水平。

图 30：水泥行业主要公司 ROE 比较（单位：%）



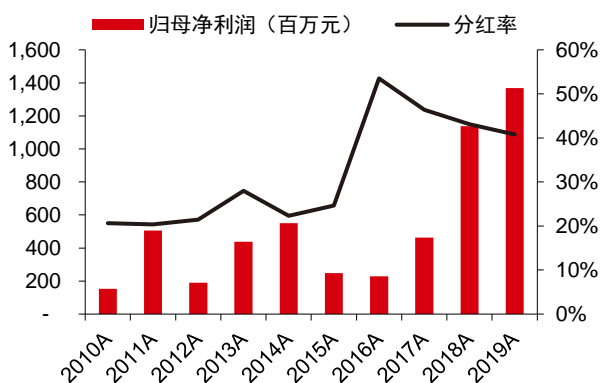
资料来源：Wind，中信证券研究部

公司持续积累的现金流一方面可以用来扩张自身业务规模，另一方面在资产扩张回报率较低的情况下可以选择分红，两者均可以提升股东回报。从 2016 年始，公司分红率提升至 40% 以上水平，其中以 2019 年的分红情况及 2019 年底各水泥公司的市值为基准比较，万年青的股息率位居行业第二，达到 5.73%。

公司也制定了《关于未来三年（2019-2021）股东分红回报规划》，在每年现金分红比例保持稳定的基础上，如出现公司业务快速发展、盈利增长较快等情形，董事会认为公司的发展阶段已属于成熟期的，按照公司章程规定的程序，提出以下差异化的现金分红政策：

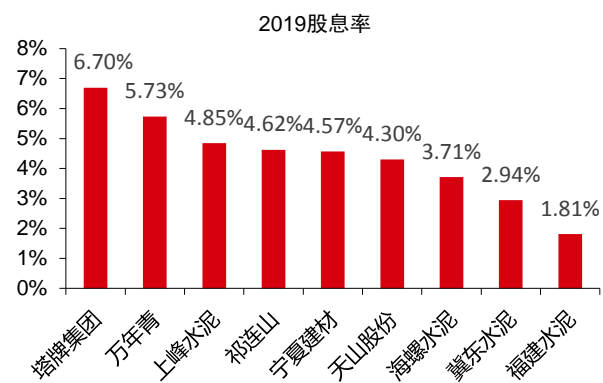
- 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在利润分配中所占比例最低应达到 80%；
- 公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在利润分配中所占比例最低应达到 40%，经董事会审议后，提交股东大会批准。

图 31：万年青历年来分红情况



资料来源：万年青公告，中信证券研究部

图 32：2019 年水泥行业股息率排名



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

因此，随着公司 ROE 水平维持高位水平及资本开支度过高峰期，未来公司的自由现金流将持续累积，长期而言公司有望进一步提升分红率来回报股东。

■ 风险因素

房地产与基建投资不及预期；

新增产能释放过多，行业竞争恶化；

产业链延伸进度较慢；

■ 盈利预测、估值与投资评级

盈利预测

结合公司发展经营规划，我们预计公司 2020~2022 年水泥产量同比分别变动 -0.02%/4.00%/0%；考虑到江西区域水泥需求强劲，我们预计公司水泥售价分别增长 5%/2%3%。

表 8：公司水泥业务经营情况预测

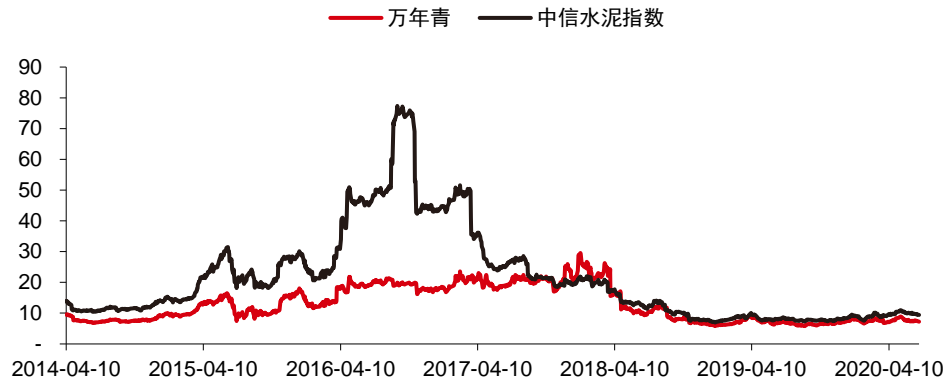
水泥业务	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
水泥产能（万吨）		2,300	2,500	2,500	2,500	2,500	2,600	2,600	2,600
产能利用率		91.39%	87.32%	94.68%	97.02%	97.00%	97.00%	97.00%	97.00%
水泥产量（万吨）	2,141.16	2,101.97	2,182.88	2,366.89	2,425.47	2,425.00	2,522.00	2,522.00	2,522.00
YoY		-1.83%	3.85%	8.43%	2.47%	-0.02%	4.00%	0.00%	0.00%
水泥外销（万吨）	2,136.29	2,116.39	2,186.23	2,383.31	2,439.67	2,439.20	2,536.77	2,536.77	2,536.77
YoY		-0.93%	3.30%	9.01%	2.36%	-0.02%	4.00%	0.00%	0.00%
水泥单位售价（元/吨）	199.98	199.46	236.98	315.18	327.08	343.43	350.30	360.81	368.02
YoY		-0.26%	18.81%	33.00%	3.77%	5.00%	2.00%	3.00%	2.00%
水泥单位成本（元/吨）	159.02	148.52	167.97	199.15	205.46	199.30	201.29	203.31	205.34
YoY		-6.60%	13.10%	18.56%	3.17%	-3.00%	1.00%	1.00%	1.00%
营业收入（万元）	427,210	422,133	518,084	751,167	797,958	837,693	888,625	915,284	933,589
YoY		-1.19%	22.73%	44.99%	6.23%	4.98%	6.08%	3.00%	2.00%
营业成本（万元）	339,707	314,326	367,232	474,644	501,265	486,133	510,634	515,740	520,897
YoY		-7.47%	16.83%	29.25%	5.61%	-3.02%	5.04%	1.00%	1.00%

资料来源：万年青公告，中信证券研究部预测

估值与投资评级

近年来公司 PE 估值整体与行业平均水平走势较为一致，近两年来估值水平在 7~8x 左右波动。横线对比而言，行业主要龙头公司平均可比 PE 在 7x 左右。

图 33：万年青 PE 估值走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 9：水泥行业主要公司 PE

公司代码	公司名称	最新股价	EPS (元)				PE (x)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600585.SH	海螺水泥	56.77	6.34	6.67	6.90	7.02	8.95	8.51	8.23	8.09
600801.SH	华新水泥	25.64	3.02	3.06	3.38	3.55	8.49	8.38	7.59	7.22
000401.SZ	冀东水泥	17.44	2.00	2.52	2.86	3.10	8.72	6.92	6.10	5.63
002233.SZ	塔牌集团	12.77	1.45	1.74	1.91	2.02	8.81	7.34	6.69	6.32
000672.SZ	上峰水泥	25.54	2.93	3.22	3.77	4.36	8.72	7.93	6.77	5.86
	平均						8.74	7.82	7.07	6.62

资料来源：Wind，中信证券研究部

结合行业水泥价格预期及公司经营规划，我们预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 2.00/2.72/2.90 元；当前股价 13.95 元，对应 PE 分别为 7/5/5x。参考近两年来公司的估值及行业可比公司估值水平，我们给予公司 2021 年 PE 7x，对应目标价 19.04 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 10：万年青盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,207.5	11,390.4	12,108.5	14,186.2	14,739.3
营业收入增长率	43.9%	11.6%	6.3%	17.2%	3.9%
净利润(百万元)	1,137.6	1,369.0	1,592.2	2,167.0	2,309.5
净利润增长率	145.9%	20.3%	16.3%	36.1%	6.6%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.85	1.72	2.00	2.72	2.90
毛利率%	32.55%	31.55%	34.68%	38.69%	39.02%
净资产收益率 ROE%	28.23%	27.03%	26.11%	28.61%	25.76%
每股净资产(元)	5.05	6.35	7.65	9.50	11.24
PE	7.52	8.13	6.99	5.13	4.82
PB	2.76	2.20	1.82	1.47	1.24

资料来源：万年青公告，中信证券研究部预测

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,208	11,390	12,108	14,186	14,739
营业成本	6,885	7,797	7,909	8,698	8,988
毛利率	32.55%	31.55%	34.68%	38.69%	39.02%
营业税金及附加	103	93	105	127	126
销售费用	277	359	394	432	464
营业费用率	2.71%	3.15%	3.26%	3.04%	3.15%
管理费用	460	534	557	652	682
管理费用率	4.51%	4.68%	4.60%	4.60%	4.63%
财务费用	72	33	20	3	(11)
财务费用率	0.71%	0.29%	0.17%	0.02%	-0.08%
投资收益	29	61	33	41	45
营业利润	2,516	2,804	3,285	4,470	4,701
营业利润率	24.65%	24.62%	27.13%	31.51%	31.90%
营业外收入	22	35	24	27	29
营业外支出	206	167	139	171	159
利润总额	2,332	2,673	3,170	4,326	4,572
所得税	494	618	693	954	1,022
所得税率	21.20%	23.13%	21.85%	22.06%	22.35%
少数股东损益	700	686	885	1,205	1,241
归属于母公司股东的净利润	1,138	1,369	1,592	2,167	2,309
净利率	11.14%	12.02%	13.15%	15.28%	15.67%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,332	2,673	3,170	4,326	4,572
所得税支出	-494	-618	-693	-954	-1,022
折旧和摊销	446	406	450	474	490
营运资金的变化	164	19	-342	-52	-23
其他经营现金流	73	-26	-45	-91	-127
经营现金流合计	2,520	2,453	2,541	3,703	3,890
资本支出	-336	-1,018	-2,000	-300	-200
投资收益	29	61	33	41	45
其他投资现金流	7	218	-217	-290	-386
投资现金流合计	-301	-738	-2,184	-549	-541
发行股票	27	16	0	0	0
负债变化	2,814	3,090	83	-351	-478
股息支出	-215	-491	-558	-692	-920
其他融资现金流	-3,258	-4,076	-20	-3	11
融资现金流合计	-632	-1,460	-495	-1,045	-1,387
现金及现金等价物净增加额	1,588	255	-139	2,109	1,962

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,763	2,995	2,856	4,965	6,927
存货	516	441	599	601	604
应收账款	680	646	835	909	932
其他流动资产	429	530	557	619	646
流动资产	4,387	4,611	4,846	7,094	9,109
固定资产	3,864	3,690	5,339	5,265	5,075
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	822	1,621	1,621	1,621	1,621
其他长期资产	981	1,884	2,040	2,281	2,636
非流动资产	5,667	7,195	9,000	9,167	9,332
资产总计	10,054	11,806	13,847	16,261	18,441
短期借款	1,238	1,002	1,085	734	256
应付账款	739	768	917	933	964
其他流动负债	1,307	1,280	1,169	1,238	1,235
流动负债	3,284	3,050	3,171	2,905	2,455
长期借款	0	130	130	130	130
其他长期负债	675	1,103	1,103	1,103	1,103
非流动性负债	675	1,233	1,233	1,233	1,233
负债合计	3,960	4,283	4,404	4,139	3,688
股本	613	797	797	797	797
资本公积	241	57	57	57	57
归属于母公司所有者权益合计	4,030	5,065	6,099	7,574	8,964
少数股东权益	2,064	2,458	3,343	4,548	5,789
股东权益合计	6,094	7,523	9,442	12,123	14,753
负债股东权益总计	10,054	11,806	13,847	16,261	18,441

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	43.89%	11.59%	6.30%	17.16%	3.90%
营业利润增长率	129.22%	11.47%	17.14%	36.07%	5.19%
净利润增长率	145.89%	20.34%	16.31%	36.10%	6.57%
毛利率	32.55%	31.55%	34.68%	38.69%	39.02%
EBITDA Margin	27.91%	27.31%	22.76%	25.36%	25.85%
净利率	11.14%	12.02%	13.15%	15.28%	15.67%
净资产收益率	28.23%	27.03%	26.11%	28.61%	25.76%
总资产收益率	11.32%	11.60%	11.50%	13.33%	12.52%
资产负债率	39.38%	36.28%	31.81%	25.45%	20.00%
所得税率	21.20%	23.13%	21.85%	22.06%	22.35%
股利支付率	43.13%	40.77%	43.44%	42.45%	42.22%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。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、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。