

受益政策和自身改造业绩增长稳定

2016年4月22日

强烈推荐/维持

永高股份

财报点评

——永高股份（600176）2015年财报和2016年一季报点评

姓名 分析师赵军胜

执业证书编号：S1480512070003

Email:zhaojs@dxzq.net.cn Tel:010-66554088

事件：

公司2015年实现营业总收入35.33亿元，同比增加2.27%，实现归属于上市公司股东的净利润2.59亿元，同比增加34.71%，每股收益为0.30元。

公司2016年一季度实现营业收入6.79亿元，同比增长4.63%，实现归属母公司净利润0.26亿元，同比增长36.16%。每股收益为0.03元。

公司分季度财务指标

指标	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1
营业收入（百万元）	856.99	1024.18	632.94	876.11	931.08	1049.85	679.29
增长率（%）	9.70%	23.66%	11.03%	0.20%	8.65%	2.51%	7.32%
毛利率（%）	24.46%	26.02%	26.78%	31.57%	28.67%	29.58%	29.32%
期间费用率（%）	15.61%	16.60%	21.50%	17.12%	17.68%	19.71%	24.67%
营业利润率（%）	8.26%	7.35%	4.71%	13.60%	9.53%	7.54%	4.47%
净利润（百万元）	61.33	66.55	25.94	93.71	71.00	82.71	26.13
增长率（%）	-24.28%	57.04%	37.04%	19.80%	15.75%	24.28%	0.74%
每股盈利（季度，元）	0.142	0.154	0.060	0.108	0.082	0.096	0.030
资产负债率（%）	35.86%	36.35%	39.04%	39.50%	43.53%	40.39%	41.84%
净资产收益率（%）	2.86%	3.01%	1.16%	4.13%	3.11%	3.49%	1.09%
总资产收益率（%）	1.84%	1.92%	0.71%	2.50%	1.75%	2.08%	0.63%

观点：

➤ **2015年下半年价格稳定，销量继续提升。**房地产投资增速继续下滑。2015年塑料管道行业增速减缓，2015年全国塑料管材产量约为1380万吨，同比增长6.15%，增速持续下降。但国家海绵城市建设以及市政管网建设相关的第二批PPP项目推出，对冲了部分需求的下降。尤其是2015年浙江“五水共治”项目管网需求进入快速增长期。2015年公司管材销量为34.59万吨，同比增长7.45%，高于全国产量增速。

其中，2015年塑料建材业务实现收入34.36亿元，同比小幅增长3.31%，收入占总营业收入97.27%。电器开关业务营业收入0.32亿元，同比增长14.29%，太阳能业务实现营业收入0.64亿元，同比下降36.63%，

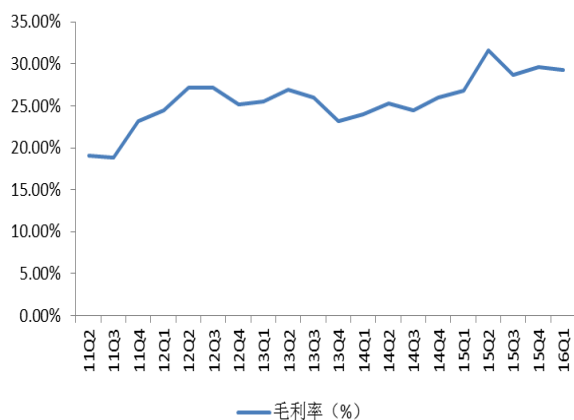
两项业务营收贡献不足3%。

2016年第一季度,公司营业收入保持增长趋势,实现营业收入6.79亿元,同比增长4.63%,增幅较2015年全年有所提升,归属于母公司所有者的净利润0.26亿元,同比增长36.16%,归属母公司扣除非经常性损益的净利润为0.23亿元,同比下降1.26%,主要原因是公司2015年收购同一控制下的公元电器和公元太阳能,对两公司利润做了非经常性损益处理。

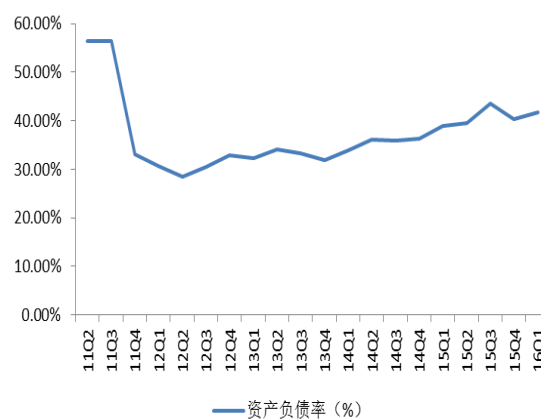
原材料价格下降和产品结构调提升毛利率和期间费用率提升使得业绩低于预期。2015年公司综合毛利率提高4.04个百分点,达到29.1%。其中塑料建材业务毛利率为29.58%,同比提高4.46个百分点,主要原因是树脂价格大幅下降导致。2016年一季度公司综合毛利率29.31%,与2015年全年基本持平。

2015年期间费用率19.07%,同比增长19.8个百分点。其中销售费用率为7.64%,同比增加1.38个百分点,主要原因是公司拓展市场、广告宣传费用增加所致。2015年管理费用率为10.77%,同比增加0.79个百分点,主要原因是折旧费用及员工薪资成本增加。2016年一季度公司期间费用率为24.67%,同比提高3.17个百分点。

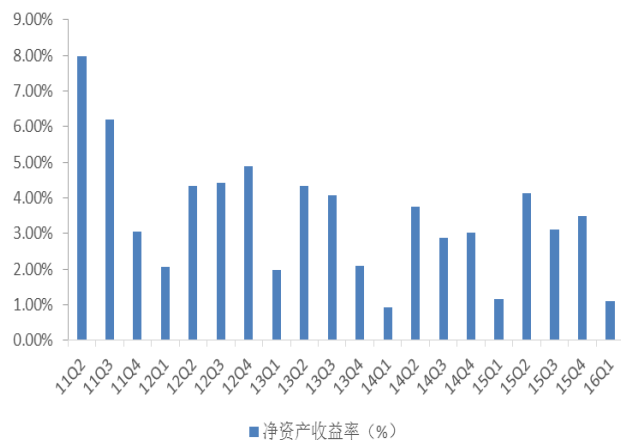
- **成本低位、地产需求改善、海绵城市等政策推动公司业绩增长继续。**塑料管道70%的生产成本来自PVC、PPR等专业树脂,仍处于较低水平。同时国家提出海绵城市建设、地下管廊等,尤其是浙江“五龙治水”需求高峰,成为公司主要的订单来源。另外公司的天然气管经过天然气集团的试用后逐步开始贡献业绩。公司研发智能管带来广阔的想象空间。公司以机代人的水平逐步提升,降低公司的人工成本。
- **并购太阳能及电器开关业务完善家装产业链条。**公司新收购公元太阳能及公元电器,完善了公司家装产业链条,随着国家对环保的重视程度的增加太阳能业务将逐渐走出低谷。电器开关业务丰富了公司家装产品种类,提升公司拓展家装业务的综合竞争实力。
- **盈利预测和投资评级:** 预计公司2016到2018年公司的每股收益0.38元、0.45元和0.52元,以收盘价8.93元计算,对应的动态PE为23倍、20倍和19倍。考虑到公司综合竞争实力强、受益于海绵城市等政策、家装业务不断完善和业绩增长稳定,维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨超出预期。

图 1: 永高股份毛利率变化


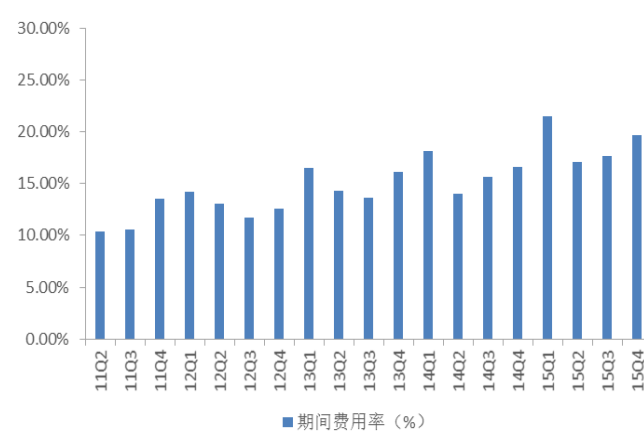
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 永高股份资产负债率变化


资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 永高股份单季度净资产收益率变化


资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 永高股份期间费用率变化


资料来源: wind, 东兴证券整理

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1627.84	1811.51	1845.15	2187.96	2643.89	营业收入	3325.60	3533.44	3957.00	4701.00	5688.00
货币资金	417.60	435.27	514.41	611.13	739.44	营业成本	2491.85	2504.76	2790.00	3361.00	4124.00
应收账款	454.14	623.12	542.05	643.97	779.18	营业税金及附加	15.06	20.68	17.00	20.00	24.00
其他应收款	26.54	32.93	36.88	43.81	53.01	营业费用	208.32	269.96	300.73	310.27	358.34
预付款项	97.97	73.31	73.31	73.31	73.31	管理费用	306.44	380.39	423.79	446.60	511.92
存货	521.41	535.57	580.93	699.82	858.70	财务费用	15.33	24.42	24.30	35.29	61.03
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	24.49	31.52	30.00	30.00	30.00
非流动资产合计	1844.40	2163.21	2529.43	3125.27	3869.37	公允价值变动收益	(2.07)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.99	0.99	0.99	0.99	投资净收益	(1.51)	(0.15)	0.00	0.00	0.00
固定资产	1087.00	1508.25	1976.77	2539.03	3231.71	营业利润	260.54	301.57	371.18	497.84	578.71
无形资产	305.67	307.39	276.65	245.91	215.17	营业外收入	17.96	27.56	28.00	28.00	28.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	6.34	8.91	9.00	9.00	9.00
资产总计	3472.24	3974.72	4374.58	5313.23	6513.26	利润总额	272.16	320.21	390.18	516.84	597.71
流动负债合计	1081.39	1238.61	1156.60	1526.88	2097.89	所得税	47.12	60.80	58.53	129.21	149.43
短期借款	210.00	267.50	128.72	358.21	741.08	净利润	225.04	259.41	331.65	387.63	448.28
应付账款	155.09	208.24	191.10	230.21	282.47	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收款项	66.09	123.93	123.93	123.93	123.93	归属母公司净利润	225.04	259.41	331.65	387.63	448.28
一年内到期的非	70.00	30.50	31.00	31.00	31.00	EBITDA	393.11	479.23	570.83	762.11	930.67
非流动负债合计	180.78	366.96	384.16	534.16	684.16	EPS (元)	0.52	0.30	0.38	0.45	0.52
长期借款	70.00	234.00	384.00	534.00	684.00	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	1262.17	1605.57	1540.76	2061.04	2782.05	成长能力					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长	13.95%	6.25%	11.99%	18.80%	21.00%
实收资本(或股	432.00	864.00	864.00	864.00	864.00	营业利润增长	-7.10%	15.75%	23.08%	34.12%	16.24%
资本公积	721.07	724.12	724.12	724.12	724.12	归属于母公司净利	-7.38%	15.27%	27.85%	16.88%	15.65%
未分配利润	926.62	618.77	917.92	1267.56	1671.91	获利能力					
归属母公司股东	2210.08	2369.15	2700.79	3088.42	3536.70	毛利率(%)	25.07%	29.11%	29.49%	28.50%	27.50%
负债和所有者权益	3472.24	3974.72	4374.58	5313.23	6513.26	净利率(%)	6.77%	7.34%	8.38%	8.25%	7.88%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)		6.48%	6.53%	7.82%	7.53%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	10.18%	10.95%	12.28%	12.55%	12.68%
经营活动现金流	133.77	276.36	633.51	576.60	690.76	偿债能力					
净利润	225.04	259.41	331.65	387.63	448.28	资产负债率(%)	36.35%	40.39%	36.33%	40.02%	44.03%
折旧摊销	117.24	153.24	175.35	228.98	290.93	流动比率	1.51	1.46	1.60	1.43	1.26
财务费用	(15.33)	(24.42)	(24.30)	(35.29)	(61.03)	速动比率	1.02	1.03	1.09	0.97	0.85
应付帐款的变化	21.84	53.15	(17.14)	39.11	52.26	营运能力					
预收帐款的变化	13.10	57.84	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.03	0.95	0.95	0.97	0.96
投资活动现金流	(275.97)	(342.58)	(541.03)	(824.08)	(1034.29)	应收账款周转率	9.25	6.56	6.79	7.93	7.99
公允价值变动收	(2.07)	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	17.28	13.79	13.97	15.95	16.09
长期股权投资减	0.00	0.99	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	(1.51)	(0.15)	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊	0.52	0.30	0.38	0.45	0.52
筹资活动现金流	32.87	325.31	(13.34)	344.20	471.84	每股净现金流(最	0.02	0.08	0.09	0.11	0.15
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新	5.12	2.74	3.13	3.57	4.09
长期借款增加	(70.00)	164.00	150.00	150.00	150.00	估值比率					
普通股增加	72.00	432.00	0.00	0.00	0.00	P/E	17.17	29.77	23.26	19.89	17.21
资本公积增加	0.00	3.05	0.00	0.00	0.00	P/B	1.75	3.26	2.86	2.50	2.18
现金净增加额	(109.33)	259.09	79.14	96.72	128.31	EV/EBITDA	9.64	16.30	13.57	10.53	9.06

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。