



塑料管道综合供应商 销售区域有效扩张

2011年12月30日

推荐/首次

永高股份

调研快报

——永高股份（002641）调研快报

杨若木	基础化工行业分析师 010-66554032	执业证书编号：S1480510120014 Email: yangm@dxzq.net.cn
郝力芳	010-66554036	Email: haolf@dxzq.net.cn

事件：

12月29日我们实地调研了永高股份，与公司董秘就募投项目相关情况、销售情况以及未来发展计划等进行了深入的探讨与交流。

主要观点如下：

1、公司是国内塑料管道的大型综合供应商，塑料管材未来5年产量有望实现翻番。

公司专业从事塑料管道的研发、生产和销售，是国内生产塑料管道产品的大型综合供应商，主要产品为聚氯乙烯（PVC-U）、聚乙烯（PE）、无规共聚聚丙烯（PPR）等树脂系列管材管件。近十几年来我国塑料管道行业发展迅速，产量从2001年的121万吨增长到2010年约700万吨，复合增长率达到约20%。以塑代钢的范围逐步扩大、城镇建设加速等是拉动塑料管材迅速增长的主要原因，预计在今后五至十年内我国塑料管道行业仍将保持较高速的增长，2015年产量有望达到1240-1600万吨左右。

2、公司募投项目产能从11年开始陆续释放，销售区域范围扩大到华北、西南等区域。

公司原有产能20.1万吨，募投项目包括天津年产5万吨项目以及浙江黄岩8万吨项目，全部达产后产能将达到33.1万吨。2011年底公司产能达到24万吨。公司原产能集中在台州、上海以及广州、深圳，由于该行业产品销售半径限制，主要销售区域覆盖在华东、华南地区。随着募投产能以及重庆产能的逐步释放，公司销售将扩展到华北、西南、东北等区域，销售区域的扩张将带动公司收入及盈利提升。

表1：公司产能表 单位：万吨

项目名称	PVC 管材管件	PPR 管材管件	PE 管材管件	PVC-C 管材管件	合计
现有产能	14.70	1.35	3.90	0.15	20.10
项目新增产能	1. 黄岩年产8 万吨项目	4.00	2.40	1.60	8.00
	2. 天津年产5 万吨项目	2.00	1.00	2.00	5.00
达产后总产能	20.70	4.75	7.50	0.15	33.10

资料来源：公司公告，东兴证券

3、产品结构优化，盈利能力提升。

公司台州原有少部分的型材产能，由于型材竞争非常激烈，公司逐步已退出该市场，而将以后发展方向专注于 PVC、PE、PP 管材市场。2012 年，公司型材转管材产能约形成 6000 吨/年上下的产能。

2010 年 PVC 相关管材产品收入占比 66%，PPR、PE 管材占比分别为 18%、9%。在新增募投项目结构中，我们可以看到，公司加大了 PPR、PE 管材所占比重，而这两类产品毛利率明显高于 PVC 管材。2010 年 PVC 管材毛利率 18.5%，而 PPR、PE 管材毛利率分别达到 34.2%、22.5%。随着募投项目陆续投产，公司整体产品结构得以优化，盈利能力将会提升。

4、寻求销售模式的改变，加大承担工程比例。

目前公司产品销售收入中，通过经销商渠道占比 90%，工程承担占比仅有 10%，而业内同行翘楚广东联塑科技工程承担比例高达 40%。公司日后将逐步提高工程承担的比例，以减少销售环节费用，提升公司盈利。此外，公司销售深度目前仍保留在地级市以上层次，下一步将逐步向县、乡镇等市场进行下沉。

5、公司将发展 PPR 管材差异化产品，并加大广告投入来提高品牌知名度。

2010 年公司 PPR 产品销售收入占比 18%。PPR 由于低温脆性差、不耐紫外线等不适合室外使用，但由于其安全、卫生等特性主要应用于家装市场，今年发展较为迅速。该产品目前主要是灰色系列，公司将寻求差异化的产品，比如像国外客户要求的彩色系列产品，并且同时加大宣传力度，提高品牌知名度。虽然该产品颜色与性能并无直接关系，但我们认为该产品涉及消费行业，那么客户对产品的直观感受以及品牌印象会对客户销售产生影响。

6、公司对原材料价格敏感，PVC 价格低位有效降低公司成本。

公司管材产品中的原材料中，PVC 等树脂占到成本的 70%，所以公司对于原材价格敏感度高。10 年公司 PVC 采购均价 6500 元/吨，11 年上半年较高在 7000 元/吨，公司 PVC 管材毛利率分别在 18.5%、17%。11 年三季度开始 PVC 价格滑落，但是全年均价仍高于 10 年。目前 PVC 价格低位运行（6400-6500 元/吨），12 年虽然原油依旧有大幅飙升的可能性，但考虑化工产品整体需求低迷、价格不震的背景，以及 PVC 本身产能庞大、中国房地产仍然难以摆脱调控的因素，我们认为 12 年 PVC 树脂格尚缺乏大幅反弹的理由，PVC 的低位价格利于公司成本控制，并将提升公司盈利水平。如果 12 年 PVC 均价能维持 10 年的水平，那么 PVC 管材毛利率有望恢复至 18.5%。

总结：

公司是国内专业从事塑料管道产品的大型综合供应商，受益于城镇建设加速、水利、污水处理、抗旱等基础设施建设对塑料管道的拉动。公司募投项目陆续投产后，产品结构有所优化，销售区域有效扩张。我们预计公司 11-13 年净利润分别为 1.7、2.7、3.65 亿元，EPS 分别为 0.85、1.35、1.83 元，对应 PE 为 16、10、7 倍。我们给予公司 12 年 PE 12 倍，半年内目标价 16.2 元，考虑公司新产能市场开拓尚有一定的不确定性，给予公司“推荐”投资评级。

表 2：公司盈利预测表

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,524.47	1,814.16	2,350.00	3,010.00	3,900.00
营业成本	1,178.14	1,426.29	1,901.15	2,395.96	3,092.70
营业费用	55.96	72.37	94.00	114.38	148.20
管理费用	81.39	102.17	131.60	164.05	212.55
财务费用	6.99	11.32	12.02	4.92	(0.48)
投资收益	(0.01)	0.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	195.08	189.39	190.66	313.06	425.65
利润总额	196.60	190.87	200.66	318.06	430.65
所得税	44.32	30.17	30.10	47.71	64.60
净利润	152.28	160.70	170.56	270.35	366.05
归属母公司所有者的					
净利润	152.16	160.72	170.56	270.35	366.05
<i>NOPLAT</i>	156.52	168.98	172.27	270.28	361.39
基本每股收益(元)	1.52	1.29	0.85	1.35	1.83
资产负债表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	175.24	263.83	340.75	460.26	755.73
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	68.93	66.06	90.14	115.45	149.59
预付款项	54.95	54.36	82.88	118.82	165.21
存货	159.71	240.31	312.52	393.86	508.39
流动资产合计	515.06	632.79	836.97	1,102.08	1,596.65
非流动资产	469.03	642.61	543.51	456.72	364.94
资产总计	984.09	1,275.41	1,380.48	1,558.80	1,961.59
短期借款	125.00	203.98	110.74	0.00	0.00
应付帐款	74.51	58.39	93.76	118.16	152.52
预收款项	32.86	52.87	78.72	111.83	154.73
流动负债合计	447.88	642.53	643.74	671.85	863.64
非流动负债	40.00	86.88	98.82	113.86	141.83
少数股东权益	0.58	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	495.63	546.00	681.28	816.45	999.48
净营运资本	67.19	(9.74)	193.23	430.23	733.01
投入资本 IC	485.98	576.16	531.27	436.19	323.75
现金流量表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	152.28	160.70	170.56	270.35	366.05
折旧摊销	46.98	55.73	0.00	91.78	91.78
净营运资金增加	157.15	(76.92)	202.97	237.00	302.78
经营活动产生现金流	121.69	312.22	225.64	360.30	455.04

投资活动产生现金流	(90.11)	(246.92)	(10.00)	(5.00)	(5.00)
融资活动产生现金流	19.76	(8.55)	(138.71)	(235.79)	(154.57)
现金净增(减)	51.34	56.75	76.92	119.51	295.47

资料来源：东兴证券

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会从业经历，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所。

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。