

塑料制造业

报告原因：三季报公布

2012 年 10 月 30 日

市场数据：2012 年 10 月 30 日

收盘价（元）	16.71
一年内最高/最低（元）	19.80/12.13
14.7 市净率	1.93
股息率	-
流通 A 股市值（百万元）	835.50

基础数据：2012 年 9 月 30 日

每股净资产（元）	8.67
资产负债率%	30.40
总股本/流通 A 股（百万）	200.00/50.00
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

相关研究

分析师：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海浦东新区源深路 1088 号 7 层

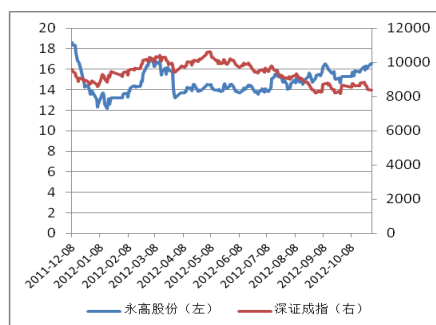
<http://www.i618.com.cn>

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

一年内公司股价与大盘对比走势：



永高股份

(002641)

增持

原料价跌提升利润空间，因地制宜多渠道立足新市场

首次评级

半年目标价：18.24-19.46 元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2011A	2324.5	1853.7	170.6	1.14	14.7
2012E	2476.8	1786.7	259.7	1.29	12.9
2013E	2900.6	2087.7	298.9	1.47	11.4
2014E	3336.9	2390.7	337.9	1.66	10.1

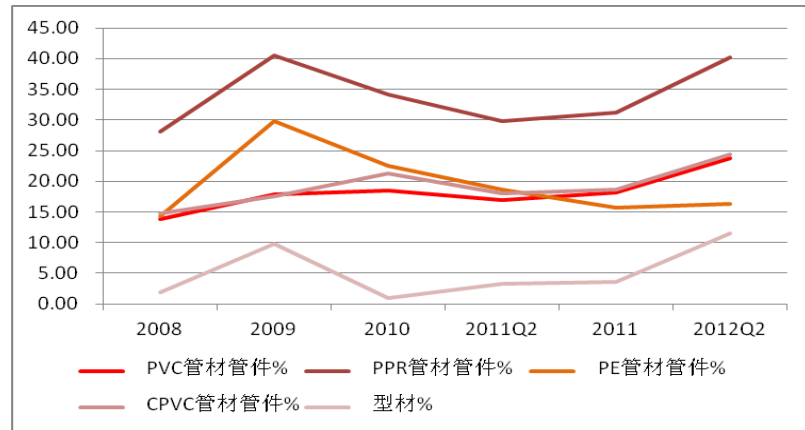
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 公司 2012 年三季报显示：2012 年前三季度营业收入 18.18 亿元，营业成本 13.37 亿元，实现归属母公司净利润 1.82 亿元，同比分别增长 6.85%、-2.74% 和 48.07%。
- 原材料价格下降提升盈利空间：截至三季度末，公司 PVC、PPR、PE 产品原料价格同比下降 16.01%、18.98%、4.94%，同时管道售价并未有大幅下降，因而公司毛利水平同比有较大幅度提升。
- 募投项目进展顺利，加强华东区域布局：募投 13 万吨产能将根据市场开拓情况投放产能。在此基础上，公司通过收购安徽金鹏加快加强华东区域布局，产能将有望进一步提升。
- 房地产直销业务增长快，客户培养效果显现：公司前三季度业绩增长主要动力来自于开发商直销渠道的建筑给水、排水管道市场开发。今后公司将进一步加大力度开拓这一渠道。
- 因地制宜铺设多类型渠道：未来公司将在扩大经销商规模的基础上加大力度发展自有渠道，将多层级经销体系部分扁平化；还将在南方地区加大工程直销业务的占比，抓住“十二五”国家大力投资污水治理的契机。
- 加大研发投入力争通过高新技术企业复审：公司今年管理费用率同比上升 2.09 个百分点，主要因为研发费用同比增加 3472.47 万元，在长期优化生产流程，降低成本，加强技术团队建设的基础上，短期内对公司 2012-2014 年高新技术企业资格复审有所帮助。
- 应收款项回收力度较去年有所加强：公司近年前三季度货款回收力度较 2011 年有所加强，应收款项增速与营业收入增速之差正在逐渐缩窄，但仍存在 20 个百分点以上的增速差。
- 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 为 1.29、1.47、1.66 元；考虑公司客户积累成果明显，新型渠道拓展助推业绩增长幅度较大，且进一步完善布局，募投及自有资金产能建设项目将配合未来拓展新兴市场提供供货支持。因此我们给予 15 倍市盈率及“增持”评级，半年目标价 18.24-19.46 元。

➤ **原材料价格下降提升盈利空间：**截至三季度末，公司 PVC、PPR、PE 产品原料价格同比下降 16.01%、18.98%、4.94%，同时管道售价并未有大幅下降，因而公司毛利水平同比有较大幅度提升。

图表 1 今年大部分产品毛利率水平提升幅度较大

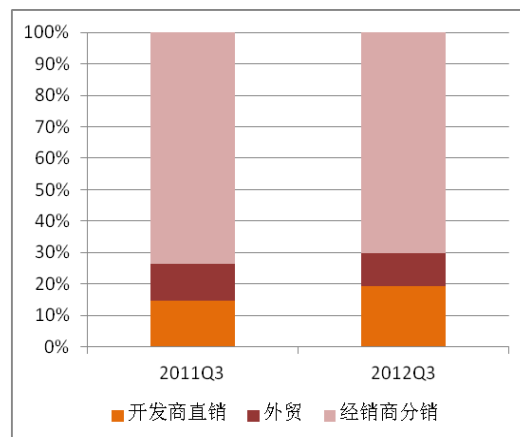


数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

➤ **募投项目进展顺利，加强华东区域布局：**募投 13 万吨产能按计划将于 2014 年底全部建成投产，工程建设进度正常，公司将根据市场开拓情况投放产能。在原有产能 20.1 万吨和募投项目 13 万吨的基础上，公司通过收购安徽金鹏加快加强华东区域布局，产能将有望进一步提升。

➤ **房地产直销业务增长快，客户培养效果显现：**公司前三季度业绩增长主要动力来自于开发商直销渠道的建筑给水、排水管道市场开发。截至报告期末，开发商直销销售额占营业收入的 19.44%，份额比去年同期提升 4.91%。公司通过多年的客户积累开发了稳定的大型开发商，在一定区域内开拓差异化渠道，今后公司将进一步加大力度开拓这一渠道。

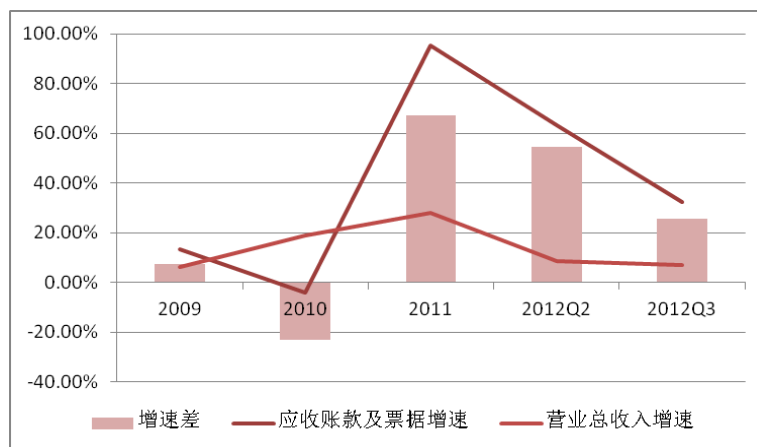
图表 2 开发商直销渠道份额显著提升



数据来源：公司公告、山西证券研究所

- **因地制宜铺设多类型渠道：**除在客户积累时间较长的区域进一步拓展大型开发商直销渠道，公司还在不同区域发展多类型渠道以拓展市场份额。截至 2011 年底公司拥有 600 余家经销商，未来公司将在扩大经销商规模的基础上加大力度发展自有渠道，将多层级经销体系部分扁平化；此外，公司针对各地产能产品特点在南方地区加大工程直销业务的占比，抓住“十二五”国家大力投资污水治理的契机。
- **加大研发投入力争通过高新技术企业复审：**公司今年管理费用率同比上升 2.09 个百分点，根据三季报数据，研发费用同比增加 3472.47 万元，排除研发费用增长影响，即以去年同期研发费用为标准计算，管理费用率为 5.92%，略高于去年 0.77 个百分点。公司近年大力投入研发旨在通过技术改进降低成本，加强技术团队培养为未来企业拓展业务打下基础。如果公司通过高新技术企业复审，2012-2014 年将继续享有 15% 的优惠税率。
- **应收款项回收力度较去年有所加强：**公司近年前三季度货款回收力度较 2011 年有所加强，应收款项增速与营业收入增速之差正在逐渐缩窄，但仍存在 20 个百分点以上的增速差。

图表 3 应收款项环比增速缩窄



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所



➤ 核心假设：

1. 新市场得到有效开发，募投产能没有受到客观因素影响，按市场开发进度投放。
2. 短期内不考虑股权激励对公司管理费用等财物状况的影响。
3. 公司正在高新技术企业的复审过程中，目前公司自身进展顺利，以 15%税率计算所得税。
4. 西南地区等新兴市场开拓速度保持现阶段水平。
5. 不再出现今年大规模投入研发的情况，研发费用保持平稳增长。

➤ 风险提示：

1. 公司没有通过高新技术企业认证，所得税率降回调到 25%。
2. 国内房地产市场景气在公司产能即将投放的两年中没有根本性的改变，以致于公司产能消化出现问题。
3. 国际石油价格因政治等多因素上涨带来成本压力，压缩盈利空间。

财务报表预测与财务指标						更新日期: 12/10/30					
单位: 百万											
利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,814.16	2,324.45	2,476.77	2,900.58	3,336.93	现金	263.83	1,090.37	1,937.89	1,885.42	2,157.27
YOY(%)	19.0%	28.1%	6.6%	17.1%	15.0%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	1,426.29	1,853.67	1,786.73	2,087.73	2,390.72	应收款项净额	74.29	139.84	149.00	174.50	200.75
营业税金及附加	7.59	9.25	9.91	11.60	13.35	存货	240.31	321.44	310.81	361.32	412.60
销售费用	72.37	102.41	148.61	188.54	266.95	其他流动资产	54.36	66.58	70.94	83.08	95.58
占营业收入比(%)	4.0%	4.4%	6.0%	6.5%	8.0%	流动资产总额	632.79	1,618.23	2,468.64	2,504.32	2,866.20
管理费用	98.76	141.97	193.19	203.04	216.90	固定资产净值	417.80	427.27	631.00	772.40	882.28
占营业收入比(%)	5.4%	6.1%	7.8%	7.0%	6.5%	减: 资产减值准备	(5.32)	(6.92)	(10.22)	(12.51)	(14.29)
EBIT	205.74	213.17	334.72	406.04	445.39	固定资产净额	412.48	420.35	620.78	759.89	867.99
财务费用	11.32	16.91	28.54	55.89	49.49	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.6%	0.7%	1.2%	1.9%	1.5%	在建工程	43.36	108.69	45.10	90.06	83.14
资产减值损失	(5.32)	(6.92)	(4.59)	(4.98)	(5.29)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	455.84	529.04	665.88	849.95	951.13
营业利润	189.39	189.34	301.59	345.17	390.61	无形资产	155.85	177.20	173.58	169.97	166.35
营业外净收入	1.48	14.79	3.97	6.47	6.89	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	190.87	204.13	305.56	351.65	397.50	其他长期资产	30.93	29.25	29.25	29.25	29.25
所得税	30.17	33.51	45.83	52.75	59.63	资产总额	1,275.41	2,353.72	3,337.35	3,553.49	4,012.93
所得税率(%)	15.8%	16.4%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	203.98	204.23	200.00	0.00	0.00
净利润	160.70	170.62	259.73	298.90	337.88	应付款项	332.12	352.58	340.92	396.32	452.57
占营业收入比(%)	8.9%	7.3%	10.5%	10.3%	10.1%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.02	0.00	(2.00)	(5.00)	(5.65)	其他流动负债	106.43	152.75	155.57	180.42	208.76
归属母公司净利润	160.72	170.62	257.73	293.90	332.22	流动负债	642.53	709.56	696.49	576.74	661.33
YOY(%)	5.6%	6.2%	51.1%	14.0%	13.0%	长期借款	80.00	25.00	(575.00)	(575.00)	(575.00)
EPS (元)	1.29	1.14	1.29	1.47	1.66	应付债券	0.00	0.00	1,300.00	1,300.00	1,300.00
						其他长期负债	6.88	43.86	80.84	117.82	154.80
主要财务比率	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	负债总额	729.41	778.42	1,502.33	1,419.56	1,541.13
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	2.00	7.00	12.65
营业收入	19.0%	28.1%	6.6%	17.1%	15.0%	股东权益	546.00	1,575.30	1,833.03	2,126.92	2,459.15
营业利润	-2.9%	0.0%	59.3%	14.5%	13.2%	负债和股东权益	1,275.41	2,353.72	3,337.35	3,553.49	4,012.93
净利润	5.6%	6.2%	51.1%	14.0%	13.0%						
获利能力						现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
毛利率(%)	21.4%	20.3%	27.9%	28.0%	28.4%	税后利润	160.72	170.62	257.73	293.90	332.22
净利率(%)	8.9%	7.3%	10.5%	10.3%	10.1%	加: 少数股东损益	-0.01	0.00	2.00	5.00	5.65
ROE(%)	29.4%	10.8%	14.1%	13.8%	13.5%	公允价值变动	5.32	6.92	4.59	4.98	5.29
ROA(%)	12.6%	7.2%	7.7%	8.3%	8.3%	折旧和摊销	55.74	63.90	56.89	76.27	93.37
偿债能力						营运资金的变动	81.99	-51.86	28.54	31.38	33.32
流动比率	0.98	2.28	3.54	4.34	4.33	经营活动现金流	303.76	189.58	349.75	411.53	469.85
速动比率	0.61	1.83	3.10	3.72	3.71	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	57.2%	33.1%	45.0%	39.9%	38.4%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	-152.85	-127.80	-198.00	-264.00	-198.00
总资产周转率	142.2%	98.8%	74.2%	81.6%	83.2%	投资活动现金流	-152.85	-127.80	-198.00	-264.00	-198.00
应收账款周转天数	14.95	21.96	21.96	21.96	21.96	股权融资	50.00	865.30	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	63.49	65.07	65.07	65.07	65.07	长期贷款的增加/	40.00	-55.00	-600.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/ (0.00	0.00	1,300.00	0.00	0.00
每股收益	1.29	1.14	1.29	1.47	1.66	股利分配	-93.14	-18.99	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.64	7.88	9.17	10.63	12.30	计入循环贷款前融	-3.14	791.31	700.00	0.00	0.00
估值比率						循环贷款的增加/ (-6.04	47.44	-4.23	-200.00	0.00
P/E	13.0	14.7	13.0	11.4	10.1	融资活动现金流	-62.32	764.76	695.77	-200.00	0.00
P/B	4.6	2.1	1.8	1.6	1.4	现金净变动额	88.59	826.54	847.52	-52.47	271.85



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。