

毛利率大幅上涨，直销模式拓展顺利

核心观点：

1. 事件

永高股份发布三季报，公司1-9月份实现营业收入18.18亿元，同比增长了6.85%，归属于母公司净利润为1.82亿元，同比增长了48.06%，EPS为0.91元。其中三季度实现营业收入6.73亿元，同比增长了4.14%，净利润为7644.69万元，同比增长了84.21%，EPS为0.38元。

2. 我们的分析与判断

受益于原材料价格大幅下降，前三季度毛利率同比大幅上涨7.26个百分点。受国内外经济低迷的影响，原油价格持续回落，公司产品的主要原材料PVC的价格自去年9月底开始下跌，其中PVC、PPR、PE的原料价格同比分别下降了16.01%、18.98%、4.94%，使得公司前三季度毛利率达到了26.44%，同比上升了7.26个百分点，其中第三季度毛利率为27.13%，较二季度基本持平。

销售费用率和管理费用率同比有所增加。公司3季度的销售费用率为5.02%，同比上升了0.64个百分点，管理费用率达到了7.10%，同比上升了1.63个百分点。销售费用的增加主要是由于运输费用的增加和公司开拓新的直销模式所需要的费用的增加，管理费用的增加主要是由于研发费用的增加所致。

公司直销模式收入占营业收入的20%，经销模式收入同比下降。公司前几年主要的销售模式是通过经销商渠道进行销售，这种模式虽然毛利率较高，现金流较好，但是毕竟受到了渠道单一的限制，随着公司产能的不断扩张，产能消化能力不能得到稳定的提升。这几年公司开始进入直接向大型地产商（招商、万科等）供货的销售模式来拓展市场，这一部分已经占据了公司销量的20%。通过和大的地产商合作能够稳定客户，未来这个地产商在不同城市的楼盘，公司都能向其供货，从而消化产能。但这种直销模式会抵消一部分经销模式的收入。今年前三季度，公司源自经销商的收入同比下降了0.4%，表明在竞争激烈的塑料管道行业中，公司的渠道网络铺设并不顺畅。

给予公司“谨慎推荐”投资评级，未来将进一步跟踪公司产能投放情况。预计公司2012-2014年的EPS为1.31、1.51、1.65元，对应16.05元股价的PE为12、11、10倍，给予“谨慎推荐”投资评级。

永高股份 (002641.SZ)

谨慎推荐

分析师

洪亮

✉: 010-66568750

✉: hongliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010005

特此鸣谢

张婧 010-66568757

(zhangjing_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间	2012.10.24
A股收盘价(元)		16.31
A股一年内最高价(元)		19.80
A股一年内最低价(元)		12.13
上证指数		2101.58
市净率		2.07
总股本(万股)		20000.00
实际流通A股(万股)		5000.00
限售的流通A股(万股)		15000.00
流通A股市值(亿元)		8.16

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1090	2000	1118	1048	营业收入	2324	2560	3054	3448
应收款项	140	175	173	213	营业成本	1854	1933	2321	2631
存货净额	321	346	402	458	营业税金及附加	9	11	13	14
其他流动资产	67	85	93	106	销售费用	102	128	159	172
流动资产合计	1618	2607	1787	1825	管理费用	146	188	210	235
固定资产	529	821	1134	1326	财务费用	17	(6)	(3)	7
无形资产及其他	177	169	161	154	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	29	29	29	29	资产减值及公允价值	(7)	(5)	(6)	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2354	3627	3111	3334	营业利润	189	302	349	382
短期借款及交易性金融	259	1210	356	228	营业外净收支	15	10	10	10
应付款项	353	404	488	531	利润总额	204	312	359	392
其他流动负债	98	130	147	160	所得税费用	34	50	57	63
流动负债合计	710	1744	992	919	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	25	25	25	25	归属于母公司净利润	171	262	301	329
其他长期负债	44	49	65	85					
长期负债合计	69	74	90	110	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
负债合计	778	1818	1082	1029	净利润	171	262	301	329
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	2	(3)	1	1
股东权益	1575	1808	2029	2305	折旧摊销	64	65	89	111
负债和股东权益总计	2354	3627	3111	3334	公允价值变动损失	7	5	6	6
					财务费用	17	(6)	(3)	7
关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E	营运资本变动	(97)	7	57	(32)
每股收益	0.85	1.31	1.51	1.65	其它	(2)	3	(1)	(1)
每股红利	0.09	0.14	0.40	0.27	经营活动现金流	145	339	453	413
每股净资产	7.88	9.04	10.15	11.52	资本开支	(128)	(351)	(401)	(302)
ROIC	13%	11%	11%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	11%	14%	15%	14%	投资活动现金流	(128)	(351)	(401)	(302)
毛利率	20%	25%	24%	24%	权益性融资	865	0	0	0
EBIT Margin	9%	12%	12%	11%	负债净变化	(55)	0	0	0
EBITDA Margin	12%	14%	14%	15%	支付股利、利息	(19)	(29)	(80)	(54)
收入增长	28%	10%	19%	13%	其它融资现金流	92	950	(853)	(129)
净利润增长率	6%	53%	15%	9%	融资活动现金流	810	922	(934)	(182)
资产负债率	33%	50%	35%	31%	现金净变动	827	910	(882)	(70)
息率	0.6%	0.9%	2.6%	1.7%	货币资金的期初余额	264	1090	2000	1118
P/E	18.3	11.9	10.4	9.5	货币资金的期末余额	1090	2000	1118	1048
P/B	2.0	1.7	1.5	1.4	企业自由现金流	17	(26)	40	108
EV/EBITDA	14.1	13.5	9.6	8.2	权益自由现金流	55	929	(803)	(9)

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

洪亮，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：海螺水泥（0914.HK）、中国建材（3323.HK）、中材股份（1893.HK）、中国玻璃（3300.HK）

A股：海螺水泥（600585.SH）、华新水泥（600801.SH）、冀东水泥（000401.SZ）、金隅股份（601992.SH）、祁连山（600720.SH）、天山股份（000877.SZ）、青松建化（600425.SH）、赛马实业（600449.SH）、巢东股份（600318.SH）、南玻A（000012.SS）、中国玻纤（600176.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn