



未有评级

002641.CH

价格: 人民币 17.63

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(34)	(6)	(7.7)	(55.3)
相对新华富时 A50 指数	(28)	0	(4.1)	(43.0)

发行股数(百万)	200
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	893.5
3个月日均交易额(人民币 百万)	23
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
公元塑业集团有限公司	43.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 11 月 22 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑与基建

李大振

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080001
(8610) 6622 9353
dazhen.li@bocichina.com

李攀, CFA

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035
(8610) 6622 9073
pan.li@bocichina.com

永高股份

成本降低推动盈利大幅增长

永高股份是国内生产塑料管道产品的大型综合供应商, 公司主要产品聚氯乙烯 (PVC-U)、聚乙烯 (PE)、聚丙烯 (PPR) 管材管件上半年收入占比分别为 64%、20%和 9%。受益于原材料成本的下降, 公司前三季度毛利率同比提升明显, 净利润同比增长 48%。公司公告全年净利润增速预计在 40-70%, 对应每股收益 1.20-1.45 元。展望明年, 成本下降的利好因素减弱, 但仍有一些积极因素值得关注, 包括募投项目投产打开产能瓶颈、地产直供模式继续拓展以及收购金鹏实现外延式扩张。

主要发现

- 公司前三季度受成本降低影响, 净利润同比增长 48%。公司各种管材管件产品生产成本中原材料占比约为 70%, 而今年以来公司采购的 PVC、PPR、PE 原料价格同比分别下降 16.01%、18.98%、4.94%。受原材料成本下降影响, 公司今年前三季度毛利率由去年同期的 19.2% 上升到 26.4%。
- 地产直接配送业务前三季度销售额同比增长 43%, 占比提升至 19.4%。公司目前已经建立了包含经销商、分销商、零售商的多层次销售网络体系。从今年的销售情况来看, 公司对大地产商直接供货的力度进一步加强, 前三季度针对房地产直接配送业务同比增长 43%, 收入达到 3.53 亿元, 在总收入比重中占比达到 19.4%, 地产直接配送业务的推进有助于公司快速抢占市场。
- 未来发展动力包括募投项目产能投产打开产能瓶颈、地产直供模式继续拓展以及收购金鹏实现外延式扩张。公司在黄岩地区 8 万吨以及天津 5 万吨产能项目预计将在明年投产, 打开产能瓶颈; 地产直供模式将继续推进, 在中海和恒大仍有较大拓展空间; 同时收购金鹏科技之后将通过充实人员和资金来实现对金鹏的整合, 有助于增强公司产品对中部地区特别是皖江城市带的市场辐射力。
- 预计近期会通过高新技术企业资格复审: 公司之前被认定为高新技术企业, 今年需经重新复审, 如果复审通过, 母公司税率将从 25% 降低至 15%, 目前浙江科技厅已经公示高新技术企业复审, 预计近期可以拿到, 公司已经公告 2012 年全年业绩预计增长 40-70%, 如能通过复审, 预计今年利润增速接近指引区间的上限。

风险因素

- PVC、PPR 产品原材料价格上涨的风险。

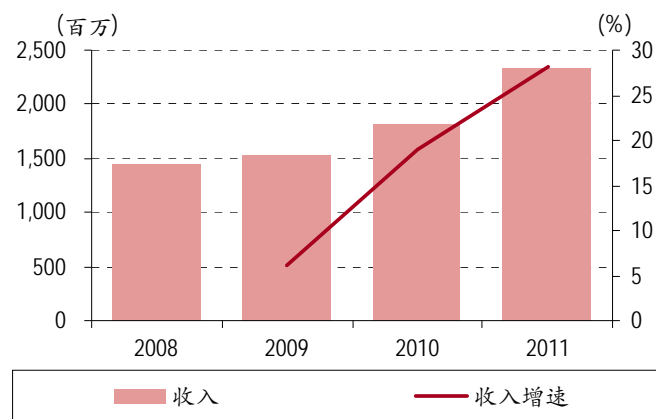
投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,524	1,814	2,324	2,573	2,960
变动(%)	6	19	28	11	15
净利润(人民币 百万)	152	161	171	257	313
全面摊薄每股收益(人民币)	0.761	0.804	0.853	1.283	1.567
变动(%)	114	6	6	50	22
市场预期每股收益(人民币)	0.761	0.804	0.853	1.226	1.484
全面摊薄市盈率(倍)	23.5	22.2	20.9	13.9	11.4
每股经营性现金净流量(人民币)	0.61	1.56	0.66	1.53	1.78
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.3	14.1	10.3	7.0	5.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

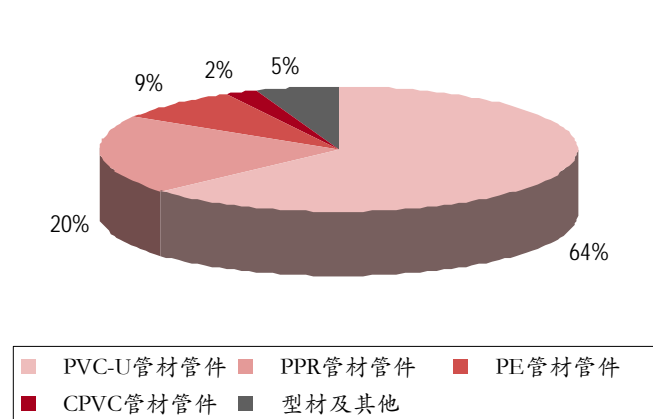
永高股份是国内生产塑料管道产品的大型综合供应商，公司主要产品为聚氯乙烯（PVC-U）、聚乙烯（PE）、无规共聚聚丙烯（PPR）等树脂系列管材管件。2012年上半年公司 PVC-U 产品管材管件收入占比 64%，其次是 PPR 和 PE 管材管件，收入占比分别为 20%和 9%。

图表 1.永高股份收入规模与增速



资料来源：公司公告

图表 2.永高股份主要产品 2012 年上半年收入占比



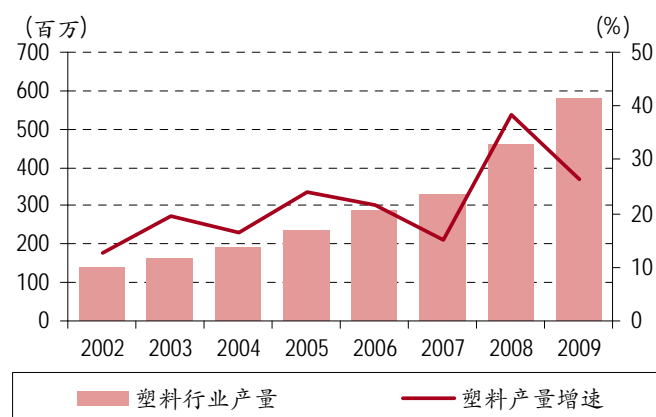
资料来源：公司公告

塑料管材行业保持快速发展

与传统的铸铁管道和水泥管道相比，塑料管道更加节能、节水、节地、节材，一直受到国家的相关产业政策的支持，近五年来塑料管道产量较快增长。目前我国塑料管道按照应用领域可以划分为建筑内给水管、建筑内排水管、室外给水管、埋地排水管、燃气管、护套管、工业用管和农业用管，其中建筑给水排水管和室外给排水一直是塑料管应用最大的传统领域，合计占塑料管道总需求的 50%左右。

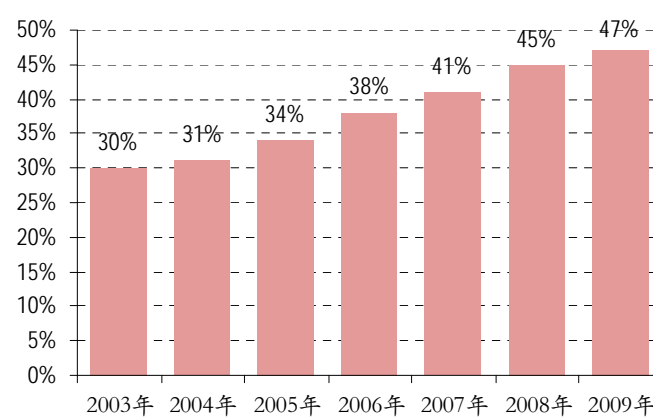
近年来，塑料管道行业的集中度逐步提高，目前行业中前二十位企业的产品销量已经达到行业总量的 40%以上。在行业经历由分散竞争向集中竞争过渡的背景下，技术、品牌、营销成为影响产品销售的重要因素。行业整体处于集中度提升过程，大企业的品牌效用持续增强，因为新的应用领域在逐渐的拓展，包括农村自来水的管道、雨污分流等。

图表 3.我国塑料管道总产量和增速



资料来源：公司公告

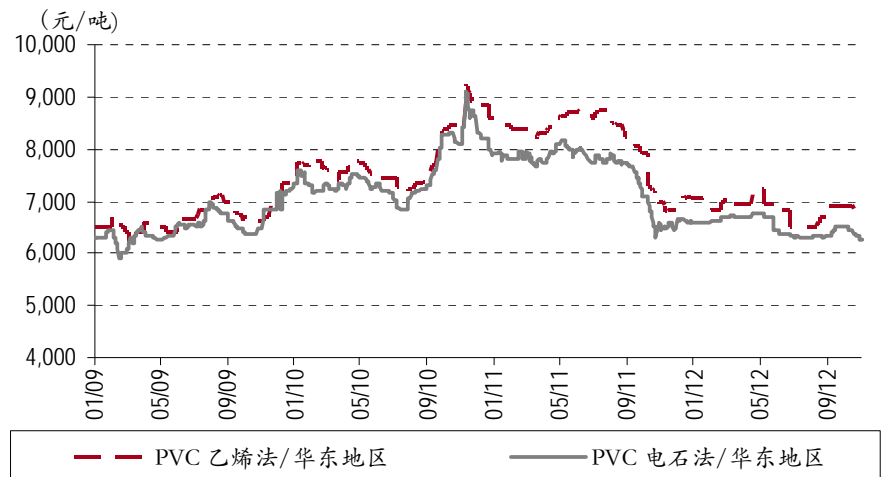
图表 4. 2003 及 2009 年中国二十大塑料管道公司的合并市场份额



资料来源：美信咨询

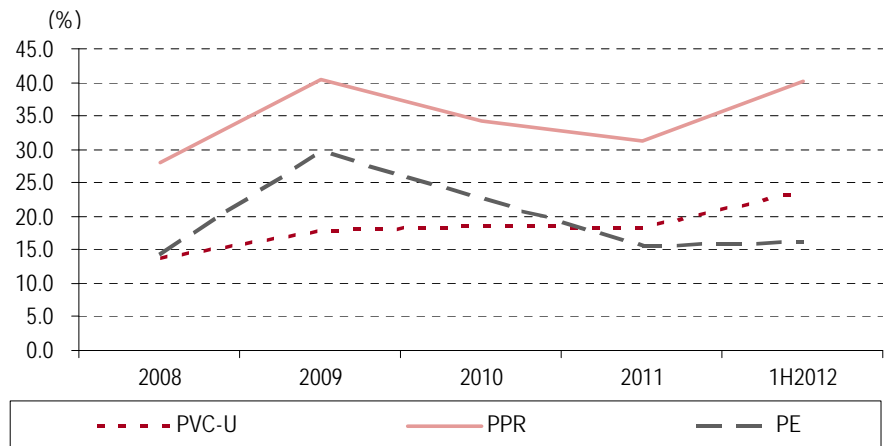
公司前三季度受成本降低影响，净利润同比增长 48%。1-3 季度公司收入增长 6.85%，净利润同比增长 48%，主要是原材料成本下降推动。公司各种管材管件产品生产成本中原材料占比约为 70%，而今年以来公司采购的 PVC、PPR、PE 原料价格同比分别下降 16.01%、18.98%、4.94%，而从终端销售价格来看，经销商对下游成本 PVC 的价格变化不是很敏感，公司产品价格仅有小幅下降，其中 PPR 产品从 6 月底价格降低大约 5%，PVC 降幅低于 5%，原材料成本的降低推动今年前三季度毛利率由去年同期的 19.2% 上升到 26.4%。

图表 5.PVC 价格走势



资料来源：百川资讯

图表 6.公司主要产品毛利率走势



资料来源：公司公告

地产直接配送业务前三季度销售额同比增长 43%，占比提升至 19.4%。公司目前已经建立了包含经销商、分销商、零售商的多层次销售网络体系。2011 年渠道经销约占 74%，直接承揽工程约占 16%，出口约占 10%。从今年的销售情况来看，公司对大地产商直接供货的力度进一步加强，前三季度针对房地产直接配送业务同比增长 42.96%，收入达到 3.53 亿元，在总收入比重中占比达到 19.4%。目前公司在中海和恒大的新建房屋用管占比不足 20%，同时公司积极探索和精装修公司的合作。从行业发展趋势来看，开发商的精装房占比提升将有利于公司直供模式的发展。

从今年情况来看，净利润的增长更多是由于成本下降导致，明年看业绩增长动力包括地产直供模式的加强、收购金鹏公司以及募投项目的产能释放，

- 1) **地产直供模式拓展加强，有望提升至 30%左右：**目前公司在万科精装修房屋所使用管道占比达到 80%，在中海和恒大的基数较小，未来拓展空间还比较大。地产直供有利于公司快速扩张。增加承揽工程，按照规划有望提升至 30%，同时出口销售占比也有望由 10%提升至 20%。
- 2) **收购金鹏加强外延式扩张：**公司今年 11 月以 1.95 亿元收购金鹏科技 100% 股权，金鹏科技今年 1-9 月收入 2.1 亿元，目前金鹏科技盈利能力不高，1-9 月净利润为 272 万元，公司收购之后将通过充实人员和资金来实现对金鹏的整合。金鹏处于安徽，在承揽工程方面较强的渠道能力，收购金鹏有助于增强公司产品对中部地区特别是皖江城市带的市场辐射力。
- 3) **募投项目产能逐步释放：**目前黄岩地区 8 万吨的厂房已建设完成，预计明年年初产能建设能够完成，今年已经有部分生产线投产销售。天津的 5 万吨产能目前厂房接近竣工，预计到明年中期会投产。未来销量情况主要还是在品牌的推广和市场的开拓，借助于黄岩地区很好的营销网络，预计黄岩地区新增产能经过 2-3 年能够达到满产。从产品结构来看，毛利率更高的 PE 和 PPR 的占比更高。未来通过产能扩张布局与募投项目的实施，公司将使 PPR、PE 在产品结构中的比重由目前的合计占比 26% 提高到 40% 左右。

图表 7.募投项目产能增加情况

项目名称	PVC	PPR	PE	PVC-C	合计
现有产能(万吨)	14.7	1.35	3.9	0.15	20.1
黄岩年产 8 万吨项目	4	2.4	1.6		8
天津年产 5 万吨项目	2	1	2		5
达产后总产能(万吨)	20.7	4.75	7.5	0.15	33.1

资料来源：公司数据

- 4) **预计近期会通过高新技术企业资格复审：**公司之前被认定为高新技术企业，今年需经重新复审，如果复审通过，母公司税率将从 25%降低至 15%，目前浙江科技厅已经公示高新技术企业复审，预计近期可以拿到，公司公告 2012 年全年业绩预计增长 40-70%，也考虑到税率的不确定性。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371