

塑料制造业

报告原因：年报公布

2013 年 4 月 19 日

市场数据：2013 年 4 月 19 日

收盘价（元）	22.24
一年内最高/最低（元）	26.96/13.08
14.7 市净率	2.44
股息率	-
流通 A 股市值（百万元）	1112.00

基础数据：2012 年 12 月 31 日

每股净资产（元）	9.12
资产负债率%	32.99
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

三季报点评——原料价跌提升利润空间，因地制宜多渠道立足新市场

公告点评——北金鹏、南黄岩，工程零售全方位完善核心市场布局

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

多渠道开拓效果显著，收购兼并快速增强地区竞争力

维持评级

半年目标价：24.35-25.97 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
2012A	2514.2	1858.2	271.1	1.36	16.4
2013E	2935.4	2135.8	324.6	1.62	13.7
2014E	3495.9	2547.1	375.7	1.88	11.8
2015E	4079.4	2961.8	452.3	2.26	9.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● 公司 2012 年年报显示：2012 年营业收入 25.14 亿元，营业成本 18.58 亿元，实现归属母公司净利润 2.71 亿元，同比分别增长 8.17%、0.25% 和 58.88%。

● 核心产品原材料价格下降提升赢利空间：公司 2012 年产品收入结构基本不变，但公司核心产品 PVC-U 管毛利率同比增长 35.85%，成为除型材外毛利率增幅最大的产品，利润贡献率达 60%。主要原因是去年二季度开始 PVC 树脂价格持续下降导致。

● 多模式扩张，募投项目与收购兼并并行：2012 年黄岩和天津共 13 万吨募投项目工程进度分别达 49%、65%，黄岩 8 万吨产能已经产生 145.56 万元效益。此外，公司 2012 年完成收购了安徽金鹏科技，有助于公司快速提升当地市场份额，同时抓住华东市场工程管道需求快速增长的机遇有较大的帮助。

● 收购兼并加大应收账款压力：因下半年公司收购金鹏科技产生 5751.90 万元应收账款使应收账款增速保持 88% 以上，与营业收入增速差进一步加大。然而，排除金鹏科技收购影响来看，公司管道销售回款情况有所好转。

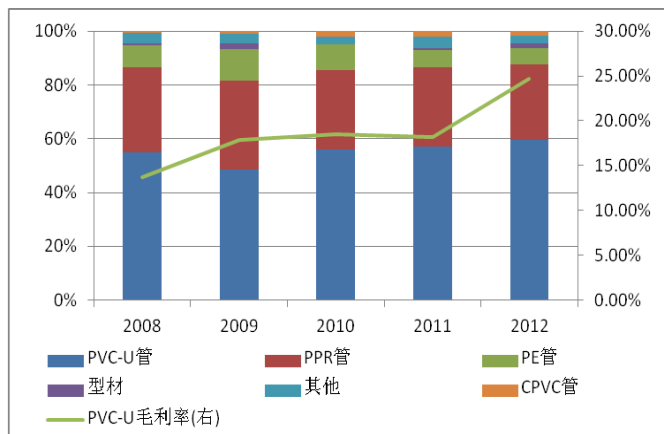
● 房地产配送渠道开拓效果显著：2012 年房地产配送占比进一步提高 5.43% 至 19.53%。截至 2012 年底公司拥有 800 余家经销商，比上年增加约 200 家左右，未来公司将在扩大经销商规模的基础上加大力度发展自有渠道；收购金鹏科技将进一步提高工程直销占比。

● 通过高新技术企业认证，研发费用入账形式调整增厚管理费用：公司通过 2012 高新技术企业复审，2012-2014 年优惠期内将享受 15% 的企业所得税优惠税率。由于按照规定调整了研发费用的入账方式，故管理费用增长幅度较大。

● 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 为 1.62、1.88、2.26 元；考虑公司客户积累成果明显，房地产配送新型渠道拓展助推业绩增长幅度较大；此外在安徽进一步完善布局，华东地区工程销售渠道能力得到加强；通过高新技术企业，2012-2014 年将享受 15% 优惠所得税率。因此我们给予 15 倍市盈率及“增持”评级，半年目标价 24.35-25.97 元。

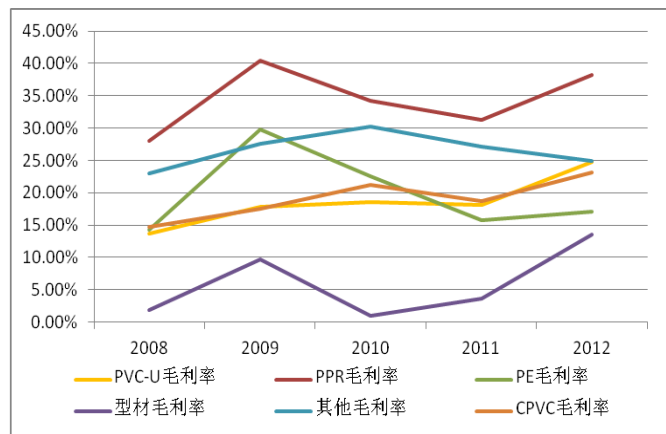
➤ **核心产品原材料价格下降提升赢利空间：**公司 2012 年产品收入结构基本不变，但公司核心产品 PVC-U 管毛利率同比增长 35.85%，成为除型材外毛利率增幅最大的产品，利润贡献率达 60%。主要原因是去年二季度开始 PVC 树脂价格持续下降导致；根据去年三季度数据，公司 PVC 和 PPR 产品原料价格同比下降幅度较大，分别为 16.01% 和 18.98%，同时管道售价并未有大幅下降，因而公司毛利水平同比有较大幅度提升。

图表 1 PVC-U 利润贡献接近 60%



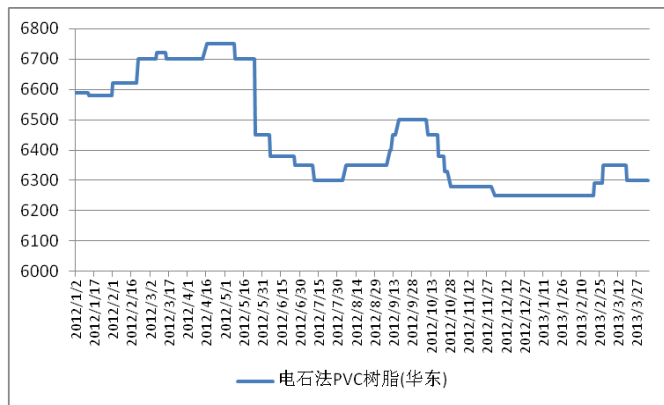
数据来源：公司公告、山西证券研究所；
注：PVC-U 毛利率为次坐标。

图表 2 主要收入来源 PVC-U 管毛利率增幅最大



数据来源：公司公告、山西证券研究所
注：型材毛利率增幅 280% 左右，比较分析时不考虑此类不可持续增长。

图表 3 2012 年下半年原材料 PVC 树脂价格下降(单位: 元/吨)



数据来源：百川资讯、山西证券研究所；

➤ **多模式扩张，募投项目与收购兼并并行：**2012 年黄岩和天津共 13 万吨募投项目工程进度分别达 49%、65%，黄岩 8 万吨产能已经产生 145.56 万元效益；计划天津今年二季度将投入一期 3 万吨产能，黄岩也将投产部分 PE 给水管产能，规划中黄岩新建 PE 给水管产能共 1.6 万吨。

此外，公司 2012 年完成收购了安徽金鹏科技，更名为安徽永高。金鹏科技组建两年来，在皖、苏、豫南、鲁南范围内的市场占有率快速提升，是公司大口径管道强有力

的竞争对手；公司认为其销售团队在工程管道销售领域积累了丰富的经验及客户资源，对当地市场的熟悉程度较高，有助于公司快速提升当地市场份额，同时抓住华东市场工程管道需求快速增长的机遇有较大的帮助。

图表 4 金鹏科技辐射范围内“十二五”污水管道新增长度（单位：公里）

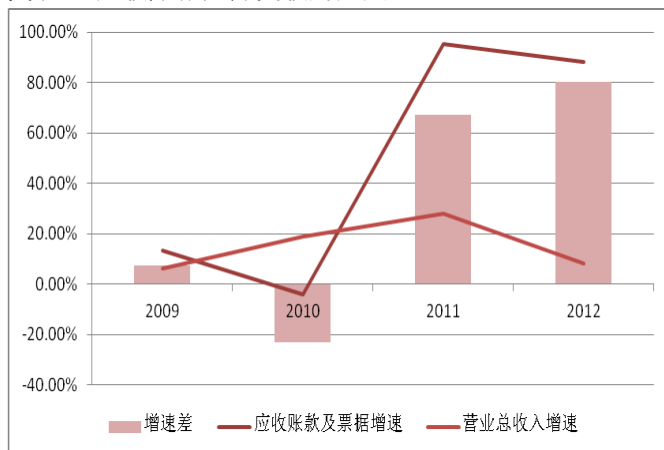
省份	新增污水管道长度
江苏	11665
湖北	8423
山东	8003
安徽	7300
浙江	7267
江西	6085
河南	5341
合计	54084

数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所；

预计“十二五”期间，金鹏科技辐射范围内七大省份新增污水管道长度约 5.4 万公里，占全国新增总量的 34%。

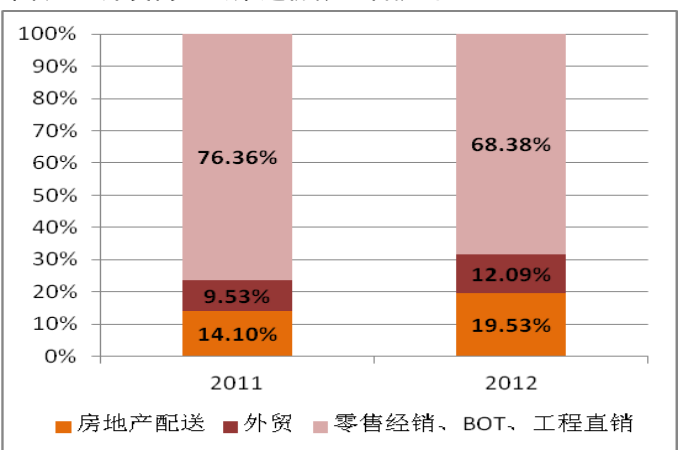
➤ **收购兼并加大应收账款压力：**因下半年公司收购金鹏科技产生 5751.90 万元应收账款使应收账款增速保持 88% 以上，与营业收入增速差进一步加大。然而，排除金鹏科技收购影响来看，公司管道销售回款情况有所好转；不考虑收购下的应收账款增速为 44.2%，与营业收入增速差为 38.1%，较 2011 年 67.02% 有所下降。

图表 5 应收账款压力因收购加大



数据来源：公司公告、山西证券研究所

图表 6 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

➤ **房地产配送渠道开拓效果显著：**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。2012 年房地产配送占比进一步提高 5.43% 至 19.53%。公司计划进一步加大力度开拓这一渠道。公司还在不同区域发展多类型渠道

以拓展市场份额。截至 2012 年底公司拥有 800 余家经销商，比上年增加约 200 家左右，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；收购金鹏科技将进一步提高工程直销占比。

➤ **通过高新技术企业认证，研发费用入账形式调整增厚管理费用：**公司通过 2012 高新技术企业复审，2012-2014 年优惠期内将享受 15% 的企业所得税优惠税率。根据年报，2012 年起管理费用下的研究开发费包括研发支出包括车间参与研发人员的工资及福利性开支，研发设备的折旧费以及试产过程中发生的材料费、人工费、燃料动力费等其他费用，故管理费用增长幅度较大。不考虑费用入账方式的调整，公司研发方面的投入比例逐年增加。

图表 7 研发支出 2012 年同比增长 12.64%（单位:万元）

	研发投入	营业收入占比	研发支出
2008	515.72	0.4%	
2009	1497.03	1.0%	
2010	2365.42	1.3%	
2011	2732.40	1.2%	6249.63
2012	3522.61	1.4%	7039.84

数据来源：公司公告、山西证券研究所；

注：研发支出包括车间参与研发人员的工资及福利性开支，研发设备的折旧费以及试产过程中发生的材料费、人工费、燃料动力费等其他费用。2012 年研发投入按照当年研发支出减去 2011 年研发支出与研发投入之差（即未计入研发投入的工资、设备折旧等研发支出）得到。



➤ 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。2013 年产能投放按 2012 年年报中规划：今年二季度将投入一期 3 万吨产能，黄岩也将投产部分 PE 给水管产能，规划中黄岩新建 PE 给水管产能共 1.6 万吨。
2. 考虑安徽永高收购带来的收入和利润，产能按市场需求 逐步在 2013-2015 年间投放。
3. 短期内不考虑股权激励对公司管理费用等财务状况的影响。
4. 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。
5. 西南地区等新兴市场开拓速度保持现阶段水平。
6. 不再出现去年研发费用入账方式调整的情况，管理费用保持正常增长。
7. 2015 年公司仍能通过高新技术企业复审，仍享受 15%优惠所得税率。

➤ 风险提示：

1. 国内房地产市场景气在公司产能投放的两年中有根本性的改变，以至于公司产能消化出现问题。
2. 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: 13/04/19					
单位: 百万											
利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,324.45	2,514.28	2,935.45	3,495.87	4,079.38	现金	1,090.37	787.61	899.02	1,134.08	1,506.24
YOY(%)	28.1%	8.2%	16.8%	19.1%	16.7%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	1,853.67	1,858.21	2,135.78	2,547.13	2,961.81	应收款项净额	139.84	254.11	296.68	353.32	412.29
营业税金及附加	9.25	13.83	11.74	13.98	16.32	存货	321.44	372.68	428.27	510.59	593.58
销售费用	102.41	135.95	171.43	217.09	262.30	其他流动资产	66.58	83.53	97.52	116.14	135.53
占营业收入比(%)	4.4%	5.4%	5.8%	6.2%	6.4%	流动资产总额	1,618.23	1,497.93	1,721.49	2,114.13	2,647.64
管理费用	141.97	190.29	228.96	271.28	307.18	固定资产净值	427.27	656.34	741.85	852.25	912.31
占营业收入比(%)	6.1%	7.6%	7.8%	7.8%	7.5%	减: 资产减值准备	(6.92)	(3.38)	(3.82)	(4.39)	(4.70)
EBIT	213.17	310.91	382.78	441.63	527.01	固定资产净额	420.35	652.96	738.03	847.87	907.61
财务费用	16.91	(9.97)	(4.27)	(4.36)	(10.07)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.7%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	在建工程	108.69	256.44	284.16	234.13	188.70
资产减值损失	(6.92)	(3.38)	(4.59)	(4.77)	(4.65)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	529.04	909.40	1,022.19	1,081.99	1,096.31
营业利润	189.34	317.50	382.46	441.23	532.43	无形资产	177.20	232.73	227.98	223.23	218.48
营业外净收入	14.79	4.63	3.97	6.08	6.03	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	204.13	322.12	386.43	447.31	538.46	其他长期资产	29.25	83.22	83.22	83.22	83.22
所得税	33.51	51.04	61.83	71.57	86.15	资产总额	2,353.72	2,723.28	3,054.88	3,502.57	4,045.64
所得税率(%)	16.4%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%	循环贷款	204.23	227.20	156.00	103.00	76.00
净利润	170.62	271.08	324.60	375.74	452.31	应付款项	352.58	425.51	488.98	582.97	677.73
占营业收入比(%)	7.3%	10.8%	11.1%	10.7%	11.1%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	152.75	172.74	200.57	240.02	279.17
归属母公司净利润	170.62	271.08	324.60	375.74	452.31	流动负债	709.56	825.45	845.56	925.99	1,032.90
YOY(%)	6.2%	58.9%	19.7%	15.8%	20.4%	长期借款	25.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	1.14	1.36	1.62	1.88	2.26	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	43.86	72.95	102.04	131.13	160.22
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	778.42	898.40	947.60	1,057.12	1,193.12
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	28.1%	8.2%	16.8%	19.1%	16.7%	股东权益	1,575.30	1,824.88	2,107.29	2,445.45	2,852.53
营业利润	0.0%	67.7%	20.5%	15.4%	20.7%	负债和股东权益	2,353.72	2,723.28	3,054.88	3,502.57	4,045.64
净利润	6.2%	58.9%	19.7%	15.8%	20.4%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	20.3%	26.1%	27.2%	27.1%	27.4%	税后利润	170.62	271.08	324.60	375.74	452.31
净利率(%)	7.3%	10.8%	11.1%	10.7%	11.1%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	10.8%	14.9%	15.4%	15.4%	15.9%	公允价值变动	6.92	3.38	4.59	4.77	4.65
ROA(%)	7.2%	10.0%	10.6%	10.7%	11.2%	折旧和摊销	63.90	71.18	76.93	91.62	106.47
偿债能力						营运资金的变动	-51.86	-117.96	8.69	5.51	1.96
流动比率	2.28	1.81	2.04	2.28	2.56	经营活动现金流	189.58	227.68	414.81	477.64	565.39
速动比率	1.83	1.36	1.53	1.73	1.99	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	33.1%	33.0%	31.0%	30.2%	29.5%	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	-127.80	-439.53	-190.00	-152.00	-121.00
总资产周转率	98.8%	92.3%	96.1%	99.8%	100.8%	投资活动现金流	-127.80	-439.53	-190.00	-152.00	-121.00
应收账款周转天数	21.96	36.89	36.89	36.89	36.89	股权融资	865.30	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	65.07	75.32	75.32	75.32	75.32	长期贷款的增加/	-55.00	-25.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/ (0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	1.14	1.36	1.62	1.88	2.26	股利分配	-18.99	-35.19	-42.20	-37.57	-45.23
每股净资产	7.88	9.12	10.54	12.23	14.26	计入循环贷款前融	791.31	-60.19	-42.20	-37.57	-45.23
估值比率						循环贷款的增加/	47.44	29.47	-71.20	-53.00	-27.00
P/E	19.5	16.4	13.7	11.8	9.8	融资活动现金流	764.76	-90.91	-113.40	-90.57	-72.23
P/B	2.8	2.4	2.1	1.8	1.6	现金净变动额	826.54	-302.76	111.41	235.06	372.16



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。