



证券研究报告：公司研究/点评报告

塑料管道行业

报告原因：半年报公布

2013 年 8 月 21 日

市场数据：2013 年 8 月 21 日

收盘价(元)	11.12
一年内最高/最低(元)	14.86/8.09
市净率	2.10
股息率	-
流通 A 股市值(百万元)	1000.80

基础数据：2013 年 6 月 30 日

每股净资产(元)	5.30
资产负债率%	34.14
总股本/流通 A 股(百万)	360.00/90.00
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

相关研究

调研简报：南黄岩北金鹏密集布局深耕华东

2012 年报点评：多渠道开拓效果显著，收购兼并快速增强地区竞争力

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

2012 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

分析师：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海浦东新区源深路 1088 号 7 层

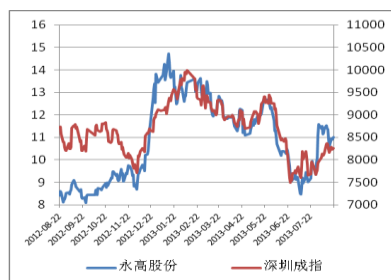
<http://www.i618.com.cn>

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：



本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqjyfbz@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

永高股份

(002641)

增持

凭收购快速延伸工程领域，工程直送占比加大

维持评级

半年目标价：10.90-13.13 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	2514.3	1858.2	271.1	1.36	8.2
2013E	2889.7	2108.6	296.3	0.82	13.5
2014E	3508.1	2567.8	363.5	1.01	11.0
2015E	3924.4	2866.5	402.6	1.12	9.9

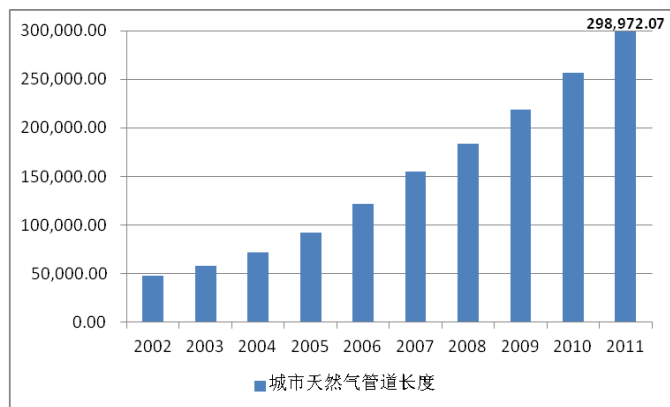
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 公司 2013 年半年报显示：2013 年上半年营业收入 13.09 亿元，营业成本 9.64 亿元，实现归属母公司净利润 1.20 亿元，同比分别增长 14.36%、13.82% 和 13.63%。
- 上半年增长动力来自安徽子公司。2013 年 1-6 月公司营业收入 13.09 亿元，比全年同期上涨 1.64 亿元，同比增长 14.36%，其中 1.24 亿元来自近年收购并表的安徽子公司，即原安徽金鹏。
- 新建在建产能稳步推进。募投双浦 8 万吨产能中 5 万吨将于三季度投产，其余将于明年上半年投产；天津 5 万吨产能将于三季度全部投产；重庆基地仍处于基建阶段。
- 出口市场收入利润双增长。上半年出口收入同比增长 9.16%，毛利率上升 1.09 个百分点至 28.55%。公司外销产品主要以管件、球阀为主，主要出口到中东、东南亚、南美等国。
- 收购兼并快速拓展惠民基建领域业务。7 月 31 日国务院常务会议提出要加强市政地下管网建设和改造、十二五”末 污水处理率达到 85%、2015 年完成 8 万公里城镇燃气管网和 10 万公里供热老旧管网改造任务。
- 燃气普及率仍有上升空间，政策加大已有管网改造力度。我国城市燃气普及率在 2009 年才达到 90%以上。2011 年全国城市天然气管道长度达 29.9 万公里，明后两年城镇燃气管网改造工程的改造率将达到 26.8%。公司 2012 年已经拿到燃气管道资格许可证书，目前正进行试生产。
- 工程业务及地产直送比例提升使应收账款快速增加。上半年公司应收票据及账款同比增长 66.51%，占营业收入占比提升 8 个百分点至 26%；一年以内应收账款增长占应收账款总增长额的 97%，其中 31.78% 的增加额来自应收账款前两名的恒大和万科。
- 我们预测公司 2013-2015 年 EPS 为 0.82、1.01、1.12 元，公司下半年将继续加大工程承揽比例；并且在战略布局点西南、西北地区开拓先行市场，为抓住房地产市场复苏机遇打下基础；所以我们给予 15 倍市盈率及“增持”评级，半年目标价 10.90-13.13 元。

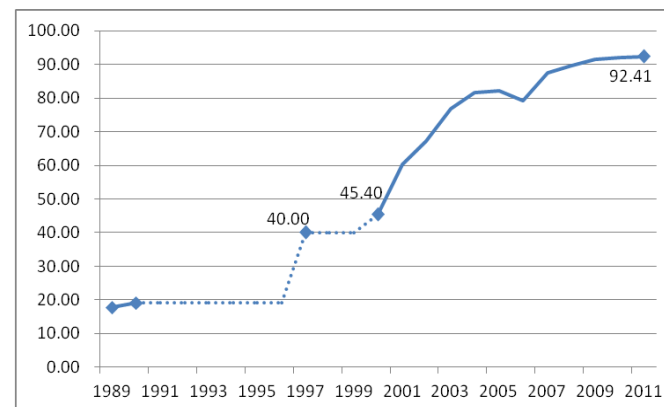
- **上半年增长动力来自安徽子公司。**2013 年 1-6 月公司营业收入 13.09 亿元, 比全年同期上涨 1.64 亿元, 同比增长 14.36%, 其中 1.24 亿元来自近年收购并表的安徽子公司, 即原安徽金鹏。除去并表影响, 公司营业收入增长 0.4 亿元, 同比增长 3.49%。但安徽子公司因并购初期经营调整, 上半年净利润亏损 207.17 万元, 今年 7 月刚刚扭亏为盈, 预计下半年将对公司盈利有正面影响。
- **收购兼并快速拓展惠民基建领域业务。**7 月 31 日国务院常务会议提出要加强市政地下管网建设和改造、“十二五”末 污水处理率达到 85%、2015 年完成 8 万公里城镇燃气管网和 10 万公里供热老旧管网改造任务。这些惠民基础建设投资与公司主营的 PVC 排水管、HDPE 排水管、燃气管、钢带增强管等产品相关。安徽永高(原安徽金鹏)具有燃气管道生产资质, 通过兼并收购公司成功引入燃气管、钢带增强管等产品丰富产品结构, 还加强了华东地区工程管道市场的竞争力。
- **燃气普及率仍有上升空间, 政策加大已有管网改造力度。**我国城市燃气普及率在 2009 年才达到 90%以上, 一、二线城市普及率已经达到 95%以上, 沿海发达地区三、四线城市普及率基本达到 80%以上, 而部分中西部地区三、四线城镇地区普及率还不到 80%, 全国燃气普及率有望进一步提高。此外, 随着国内城镇化的推进, 城镇人口不断增加, 国内城镇燃气管网大多始建于上世纪八九十年代, 原有规划已经不能满足现有的供气需求。2011 年全国城市天然气管道长度达 29.9 万公里, 明后两年城镇燃气管网改造工程的改造率将达到 26.8%。公司 2012 年已经拿到燃气管道资格许可证书, 目前正进行试生产。

图表 1 城市天然气管道长度(单位: 公里)



数据来源: 国家统计局、山西证券研究所。

图表 2 我国城市燃气普及率逐年提高



数据来源: 国家统计局、山西证券研究所。

- **工程业务及地产直送比例提升使应收账款快速增加。**公司收购安徽金鹏大力发展工程管道业务, 并且与国内包括万科、恒大、招商等多个大型房地产开发商供应各类管道, 今年上半年公司又与天泰、海信、安徽金大地、旭辉等开发商签订了给、排水管材管件集团采购供货协议, 将原集中在南方地区的地产直送对品牌形象的正面影响向全国范围扩散。

上半年公司应收票据及账款同比增长 66.51%，占营业收入占比提升 8 个百分点至 26%；一年以内应收账款增长占应收账款总增长额的 97%，其中 31.78%的增加额来自应收账款前两名的恒大和万科，形成一定现金流压力；不过地产直送的客户主要以大中型开发商为主，形成坏账可能相对较小。

图表 3 应收款项保持高增速，应收占比进一步提高（单位：百万元）

	2011H	2012H	2013H
营业收入	1054.82	1144.65	1309.02
应收票据及账款	124.01	202.41	337.03
营收增速		8.52%	14.36%
应收增速		63.22%	66.51%
应收占比	12%	18%	26%

数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所。

图表 4 一年以内应收账款是应收账款主要增长项（单位：元）

	2013H	2012A	增长金额	增长总额占比
一年以内	300,209,802.51	218,582,740.57	81,627,061.94	97.00%
1 至 2 年	13,495,089.64	10,778,907.53	2,716,182.11	3.23%
2-3 年	927,465.72	1,250,433.55	-322,967.83	-0.38%
3 年以上	576,751.16	446,556.10	130,195.06	0.15%
合计	315,209,109.03	231,058,637.75	84,150,471.28	

数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所。

图表 5 房地产直送是短期应收款快速增长的主要原因

	2013H 应收账款	增长金额	账龄	一年以内增长占比
广州恒大材料设备有限公司	20,079,248.98	15,078,109.34	一年以内	18.47%
万科股份有限公司	16,177,169.72	10,867,104.85	一年以内	13.31%
广州市元亿贸易有限公司	9,842,451.23	4,274,051.28	一年以内	5.24%
南通市通州区四安镇人民政府	6,994,407.15	969,425.27	一年以内	1.19%
苏州市华通陶瓷公司	3,751,408.03		一年以内	
合计	56,844,685.11			

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。2013 年产能投放按 2012 年年报中规划：今年三季度季度双浦期 5 万吨产能和天津剩余 2 万吨产能顺利投产，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，下半年开始盈利，产能按市场需求 逐步在 2013-2015 年间投放。
3. 暂不考虑燃气管道在明后年产生收入和利润的可能性。
4. 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。
5. 下半年西南地区等新兴市场开拓速度快于上半年水平。
6. 管理费用率保持上半年水平。

➤ 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。



山西证券股份有限公司
SHANXI SECURITIES CO., LTD.

证券研究报告：公司研究/点评报告

当前股价 11.12

财务报表预测与财务指标

单位：百万

更新日期：

13/08/21

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	2,889.70	3,508.06	3,924.41	现金	1,090.37	787.61	898.00	1,082.10	1,402.59
YOY(%)	28.1%	8.2%	14.9%	21.4%	11.9%	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	2,108.64	2,567.79	2,866.54	应收款项净额	139.84	254.11	292.05	354.55	396.63
营业税金及附加	9.25	13.83	15.18	17.97	20.52	存货	321.44	372.68	423.38	515.68	574.79
销售费用	102.41	135.95	168.76	217.85	252.34	其他流动资产	66.58	83.53	96.00	116.55	130.38
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	1,709.44	2,068.87	2,504.38
管理费用	141.97	190.29	243.00	271.71	311.49	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%	8.4%	7.7%	7.9%	减：资产减值准备	(6.92)	(3.38)	(3.82)	(4.39)	(4.70)
EBIT	213.17	310.91	349.38	427.99	468.78	固定资产净额	420.35	652.96	738.03	847.87	907.61
财务费用	16.91	(9.97)	(3.95)	(3.44)	(9.18)	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	348.74	426.66	473.31	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	352.71	432.75	479.34	其他长期资产	29.25	83.22	83.22	83.22	83.22
所得税	33.51	51.04	56.43	69.24	76.69	资产总额	2,353.72	2,723.28	3,042.83	3,457.31	3,902.39
所得税率(%)	16.4%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%	循环贷款	204.23	227.20	178.14	103.00	76.00
净利润	170.62	271.08	296.28	363.51	402.64	应付款项	352.58	425.51	483.40	588.78	656.27
占营业收入比(%)	7.3%	10.8%	10.3%	10.4%	10.3%	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	199.57	242.11	271.33
归属母公司净利润	170.62	271.08	296.28	363.51	402.64	流动负债	709.56	825.45	861.11	933.89	1,003.60
YOY(%)	6.2%	58.9%	9.3%	22.7%	10.8%	长期借款	25.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	1.14	1.36	0.82	1.01	1.12	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	963.15	1,065.02	1,163.82
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%	14.9%	21.4%	11.9%	股东权益	1,575.30	1,824.88	2,079.68	2,392.30	2,738.57
营业利润	0.0%	67.7%	9.8%	22.3%	10.9%	负债和股东权益	2,353.72	2,723.28	3,042.83	3,457.31	3,902.39
净利润	6.2%	58.9%	9.3%	22.7%	10.8%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	20.3%	26.1%	27.0%	26.8%	27.0%	税后利润	170.62	271.08	296.28	363.51	402.64
净利率(%)	7.3%	10.8%	10.3%	10.4%	10.3%	加：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	10.8%	14.9%	14.2%	15.2%	14.7%	公允价值变动	6.92	3.38	4.59	4.77	4.65
ROA(%)	7.2%	10.0%	9.7%	10.5%	10.3%	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	13.14	2.24	11.09
流动比率	2.28	1.81	1.99	2.22	2.50	经营活动现金流	189.58	227.68	390.93	462.13	524.86
速动比率	1.83	1.36	1.49	1.66	1.92	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	33.1%	33.0%	31.7%	30.8%	29.8%	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%	95.0%	101.5%	100.6%	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	0.82	1.01	1.12	股利分配	-18.99	-35.19	-41.48	-50.89	-56.37
每股净资产	7.88	9.12	5.78	6.65	7.61	计入循环贷款前融	791.31	-60.19	-41.48	-50.89	-56.37
估值比率						循环贷款的增加/(47.44	29.47	-49.06	-75.14	-27.00
P/E	9.8	8.2	13.5	11.0	9.9	融资活动现金流	764.76	-90.91	-90.54	-126.03	-83.37
P/B	1.4	1.2	1.9	1.7	1.5	现金净变动额	826.54	-302.76	110.39	184.10	320.49

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

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。