

塑料管道行业

报告原因：三季报公布

2013 年 10 月 24 日

市场数据：2013 年 10 月 24 日

收盘价（元）	11.70
一年内最高/最低（元）	14.86/8.41
市净率	2.12
股息率	-
流通 A 股市值（百万元）	1053.00

基础数据：2013 年 9 月 30 日

每股净资产（元）	5.53
资产负债率%	33.33
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

2013 半年报点评：凭收购快速延伸工程领域，工程直送占比加大
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

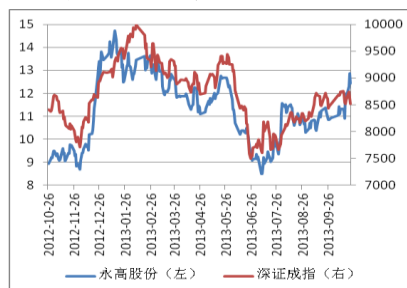
<http://www.i618.com.cn>

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 sxzqjyfb@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

安徽永高成增长马达，资金成本削薄利润

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	8.6
2013E	2889.7	2108.6	296.3	0.82	14.2
2014E	3508.1	2567.8	363.5	1.01	11.6
2015E	3924.4	2866.5	402.6	1.12	10.5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● 公司 2013 年三季度报显示：2013 年前三季度营业收入 20.90 亿元，营业成本 15.42 亿元，实现归属母公司净利润 2.01 亿元，同比分别增长 14.97%、15.29%和 10.40%。

● 安徽永高成为收入增长主要动力。公司收购安徽金鹏（即现在的安徽永高）后，前三季度安徽永高为公司带来约 2.1 亿元收入。公司前三季度收入同比增长 2.72 亿元，安徽用高的并表所带来的收入增长占总收入增幅的 80%。从分产品数据来看，安徽永高主营的 PE 管材上半年毛利率上升接近 4 个点，收入增速达到 90%。

● 地产直送业务三季度同比下降。公司三季度地产直送业务较去年同期同比下降 15-20%。原因主要来自公司业务划分调整期间，原由深圳永高统筹规划的全国地产开发商直送项目现在由天津永高、重庆永高等各地子公司按地区划分业务归属。公司先前签署的地产直送框架协议部分供货量将可能延后到明年一季度执行。

● 两大募投项目及地产直送业务助涨财务费用。公司仅上半年黄岩、天津两大募投项目的建设投入资金 6621.61 万元，两个项目在 2014 年底建成前仍需投入资金共计 4.25 亿元；应收账款和票据较年初时增加 1.67 亿元。前三季度公司账面长期借款增加 1.48 亿元，归还短期借款 7720 万元；账面货币资金减少 2.37 亿元。公司两大募投项目建设期，再加上公司这两年开始开发地产直送渠道，其付款方式和账期的特殊性也加大了公司现金流成本，使财务费用率同比增长 153.34%。

● 我们预测公司 2013-2015 年 EPS 为 0.82、1.01、1.12 元，下半年由行业龙头带动的 PPR 管材降价趋势势在必行，PPR 毛利将面临进一步削薄；然而公司主要的增长引擎目前看来仍为安徽永高的招投标渠道优势，该渠道进入壁垒高，竞争对手短期内难以复制；地产直送业务有望在 2014 年进一步扩张，届时须关注公司的付款方式、回款周期和现金流状况的变化，可能会进一步增加资金成本进而导致利润削薄；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。



➤ 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。双浦 5 万吨产能和天津剩余 2 万吨产能投产顺延到 2014 年 1 季度，今年三至四季度黄岩将投产部分 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。

当前股价 11.70

财务报表预测与财务指标

单位：百万

更新日期：

13/10/24

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	10.3	8.6	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	1.5	1.3	1.9	1.7	1.5	现金净变动额	826.54	-302.76	110.39	184.10	320.49



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。