



塑管龙头综合竞争力强，政策、成本和销售发力助业绩高增

2015年2月12日

强烈推荐/首次

永高股份

调研简报

——永高股份（002641）调研简报

赵军胜 建筑建材行业分析师

zhaojs@dxzq.net.cn 010-66554088

执业证书编号：S1480512070003

事件：

近日我们调研了永高股份，和公司董秘等就公司的业务经营和发展等进行了交流。

我们对于公司的观点如下：

公司是塑料管材的大型综合供应商，主要产品为 PVC-U、PE 和 PPR 等树脂系列管材管件，其中 PVC-U 管营业收入占比近 60%，PE 和 PPR 收入占比各近 20%。产品主要用于市政、建筑和工业供排水，电力电缆保护、燃气输送、农村饮用水和农业灌溉等领域。公司位居国内第二龙头企业，为全国民营企业 500 强，规模化优势突出。特别是在华东地区，品牌、技术和销售网络带来的综合竞争力强，成为浙江五水共治工程的管材公司最大受益者。公司拥有多项专利并主持和参与了多项国家标准的制定和修订。公司拥有完善的销售网络，形成强大的渠道优势，全国市场占有率为 2.5%，市场占有率提升空间大。2015 年公司加大销售的管控和品牌的宣传，积极探索和实践新产品和新营销模式，2015 年在需求改善和成本下降的优势下业绩拐点显现且跳跃式增长。

一、塑管领先企业受益政策和销售加强管控，2015 年收入增速继续提升。公司产品 PVC 和 PE 管材主要用于市政、建筑供排水等各种领域。根据发达国家统计 PVC 管材的消费比例一般是供水管占 33%、下水管占 22.3%、排污管占 15.7%、灌溉管占 5.2%、煤气管占 0.8%、其它管材占 22.7%。PPR 管材主要用于家装等。

1.公司产品综合竞争力强，五水共治中标率高。2014 年浙江省规划的五水共治规划，治理项目达到 125 个，总投资额为 4680 亿元，年度投资超过 650 亿元，并通过 PPP 模式定向筹集资金。截止到 2015 年初，浙江五水共治已招标 60 多个，永高股份中标率达到 50%，获得订单达超 10 亿元，年均贡献收入 3.3 亿元。预计 2015 年将还有 30-40 个项目逐步开始招标，公司将继续获得新的订单，公司作为华东地区的龙头企业成为浙江省五水共治的最大受益者。2014 年 4 季度为了应对五水共治的旺盛需求还上马了 2 万吨的 PE 大管道。

2.房地产下游需求将逐步见底回升。受房地产投资增速下降影响，2015 年特别是上半年需求会受到一定的负面影响，但是从公司直接配送给万科等大房地产商的管材看，2015 年框架协议额度为 4 亿元，低于 2014 年的 5 亿元。但 2015 年全年来看总体影响会被五水共治等各地其它管材需求所抵消掉，并随着房地产投资增速的见底回升，需求将得到一定的改善。

3.产销分离定考核目标，加强营销宣传。2015 年公司将销售和生产分离，销售由总部统一管理，对各个区域销售子公司负责人签订考核协议，由总部营销中心向下分解指标合同。一改以前销售管理分散、不统一、考核标准不清晰的状态，这将进一步提升公司的销售能力的提升。公司还找黄渤作为代言人，加大营销和品牌方面的建设。

4. 受益京津冀一体化战略, 天津基地销售增速提升大。天津永高为公司的IPO募投项目之一, 规划最大产能达到5万吨, 2014年底全部投产。但是2014年销售量不到1万吨, 产能利用率不到20%, 处于亏损的状态。2015年随着京津冀一体化政策的逐步落实, 区域需求将得到提升。未来天津基地超预期的概率大, 预计2015年营业收入增速达到50%左右是大概率事件。

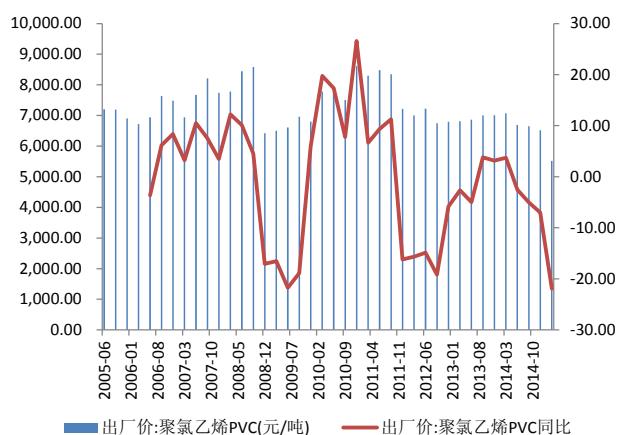
二、原材料下降和折旧比例下降将大幅提升2015年毛利率水平。公司产品为塑料管材, 主要原材料成为PVC、PPR和PE等。2014年下半年以来原材料价格持续下降, 但对于2014年毛利率影响较小, 同时公司天津、重庆的产能利用率较低导致折旧较大, 提升了公司的单位成本。但随着2015年产销量的提升, 公司单位成本也将得到下降。更重要的是公司原材料PVC出厂价格在2015年1季度同比下降20%, 下降幅度超过了几年来的新低。在PVC价格大幅下降和折旧比率下降的情况下, 2015年公司毛利率将得到大幅的提升。保守估计考虑到销售价格的下降, 预计2015年综合毛利率将提升4个点左右, 从而使得净利润出现跳跃式增长。

图1: 永高股份单季度毛利率图



资料来源: 东兴证券

图4: PVC价格和同比变化图



资料来源: 东兴证券

三、销售网络完善和技术水平为公司的核心竞争力, 外部拓展效果将会逐步显现。永高股份作为塑料管道的国内第2大龙头公司, 在华东地区具有绝对的竞争优势。公司是国家级高新技术企业, 有省级高新技术研发中心, 2014年中期已拥有242项专利, 公司还主持和参与17项国家(行业)标准的制定或修订, 并参编我国唯一一本《工业用塑料管道设计手册》, 公司产品可以根据市场需求定制个性化和创意产品。

公司在全国拥有超过1200家的一级独立经销商, 销售网络完善, 渠道推力强, 经销网络销售占比高达60%, 降低了公司工程应收账款的比例。其中天津、重庆地区一级经销商已经达到70-80家和100家, 有利于公司快速地提升区域的占有率。

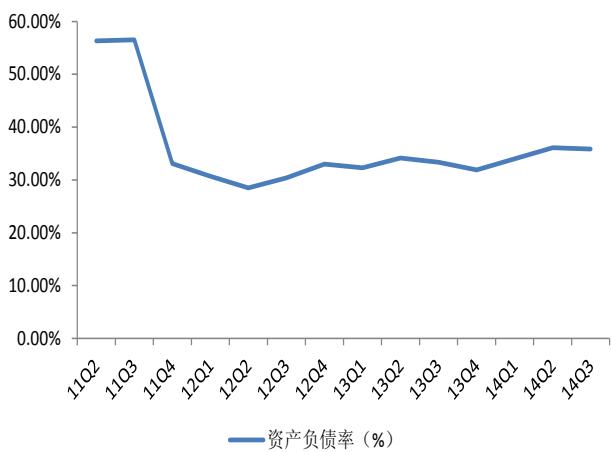
外部拓展虽然当前还处于艰难期, 但未来效果将逐步体现。公司在安徽、广州、天津和重庆的拓展状况不佳, 广州和安徽处于微利状态, 天津和重庆还处于亏损状态, 但这些并不影响公司的综合净利润高率达7%左右、净资产收益率超过10%。随着未来公司外部拓展的进一步深入, 公司的总体产能利用率将得到提升, 利润率水平将得到持续地提升。

四、公司积极发展新品和拓展新的营销模式，成为新的看点。公司利用现有设备资源积极发展新品，像节水节能管道、智能管道和天然气管道等。天然气管道虽然毛利率低，但市场空间大，下游客户主要是几家天然气公司，有利于公司快速地利用自身优势拓展，提升业绩。同时，公司也积极发展高毛利率的优家管，专门成立了家装事业部。在营销模式公司也在积极探索网络结合的新路径，像在京东商城开辟旗舰店、利用微博和微信等新营销手段，积极考证一些 B2B、B2C 等各种模式，成为传统产业的新看点。

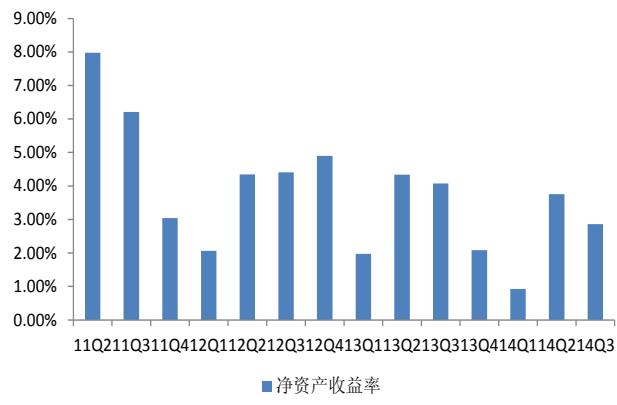
五、2014 年第 4 季度收入和毛利率微升致净利润增速大幅提升在 2015 年延续。公司 2014 年第 4 季度单季度营业收入为 10.29 亿元，同比增长 24.27%，为 2011 年 4 季度以来的新高。归属于母公司所有者的净利润为 7091 万元，同比增长 67.33%。公司业绩的改善主要的得益于：1、2014 年五水共治对于营业收入的影响仅为 1.4 亿元，提升营业收入比例为 16%，未来五水共治作为公司新的营业收入增量将在 2015 年得到充分体现。2、单季度综合毛利率为 26.02%，同比提高 2.83 个百分点。毛利率的提升主要是 PVC 等原材料价格的同比下降。2015 年原材料下降的影响对于公司毛利率的提升影响更大。2015 年公司业绩拐点显现，并出现跳跃式增长。

六、盈利预测和投资评级：预计公司 2015 年到 2016 年的每股收益为 0.966 元和 1.238 元，以收盘价 11.42 元计算，对应的动态 PE 为 11.8 倍和 9 倍，考虑到公司受益政策、原材料成本下降、公司的综合竞争力、积极致力经营发展模式的转变和外部拓展效果的进一步逐步体现，给予公司“强烈推荐”投资评级，未来 6 个月的目标价为 16 元。

七、风险提示：房地产投资增速下降超预期和公司外部拓展情况改善不及预期。

图 1：永高股份资产负债率


资料来源：东兴证券

图 2：永高股份单季度资产收益率变化


资料来源：东兴证券

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E					2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产合计	1497.93	1400.10	1485.2	1770.2	2115.6	营业收入				2514.28	2918.4	3332.0	4081.00	4909.00	
货币资金	787.61	497.03	499.80	612.15	736.35	营业成本				1858.21	2178.0	2496.0	2913.00	3520.00	
应收账款	217.55	264.54	301.25	368.97	443.83	营业税金及附加				13.83	15.59	14.00	22.00	26.00	
其他应收款	8.34	9.48	10.82	13.25	15.94	营业费用				135.95	168.73	209.58	257.10	284.72	
预付款项	55.86	81.98	81.98	81.98	81.98	管理费用				195.38	265.29	307.54	376.68	417.27	
存货	372.68	420.06	478.68	558.66	675.07	财务费用				(9.97)	4.55	13.12	17.69	24.37	
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失				3.38	7.89	9.30	0.00	0.00	
非流动资产合计	1225.35	1583.48	1874.0	2260.0	2725.0	公允价值变动收益				0.00	2.07	(9.50)	0.00	0.00	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益				0.00	0.00	(6.20)	0.00	0.00	
固定资产	652.96	867.68	1364.3	1859.7	2395.0	营业利润				317.50	280.44	266.76	494.53	636.64	
无形资产	232.73	312.08	280.87	249.66	218.45	营业外收入				8.13	13.00	13.00	13.00	13.00	
其他非流动资产	3.37	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出				3.50	2.39	2.00	2.00	2.00	
资产总计	2723.28	2983.58	3359.3	4030.3	4840.7	利润总额				322.12	291.04	277.76	505.53	647.64	
流动负债合计	825.45	724.92	826.02	1048.3	1292.7	所得税				51.04	48.08	48.39	88.06	112.82	
短期借款	227.20	97.00	130.05	264.41	380.71	净利润				271.08	242.96	229.37	417.47	534.82	
应付账款	109.04	133.25	150.44	175.58	212.16	少数股东损益				0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
预收款项	49.52	52.99	52.99	52.99	52.99	归属母公司净利润				271.08	242.96	229.37	417.47	534.82	
一年内到期的非流动负债	25.00	7.50	7.00	7.00	7.00	EBITDA				378.71	377.28	478.96	748.62	944.69	
非流动负债合计	72.96	226.83	226.85	226.85	226.85	EPS (元)				1.36	0.67	0.53	0.97	1.24	
长期借款	0.00	140.00	140.00	140.00	140.00	主要财务比率									
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	898.40	951.74	1052.8	1275.2	1519.5	成长能力									
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长					8.17%	16.07	14.17	22.48%	20.29%
实收资本 (或股)	200.00	360.00	432.00	432.00	432.00	营业利润增长					67.69%	-11.67	-4.88%	85.38%	28.74%
资本公积	881.07	721.07	721.07	721.07	721.07	归属于母公司净利润					58.88%	-10.37	-5.59%	82.01%	28.11%
未分配利润	665.93	842.45	1042.0	1405.2	1870.4	获利能力									
归属母公司股东	1824.88	2031.84	2333.2	2750.6	3285.5	毛利率 (%)					26.09%	25.37	25.09	28.62%	28.29%
负债和所有者权益	2723.28	2983.58	3359.3	4030.3	4840.7	净利率 (%)					10.78%	8.33%	6.88%	10.23%	10.89%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)					9.95%	8.14%	6.77%	10.37%	
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE (%)					14.85%	11.96	9.83%	15.18%	16.28%
经营活动现金流	230.17	105.67	441.33	584.79	749.73	偿债能力									
净利润	271.08	242.96	229.37	(0.06)	417.47	资产负债率 (%)					32.99%	31.90	31.09	31.68%	31.62%
折旧摊销	71.18	92.29	2.81	(0.97)	236.40	流动比率					1.81	1.93	1.80	1.69	1.64
财务费用	9.97	(4.55)	(13.12)	(17.69)	(24.37)	速动比率					1.36	1.35	1.22	1.16	1.11
应付帐款的变化	20.85	24.21	17.19	25.14	36.58	营运能力									
预收帐款的变化	5.40	3.47	0.00	0.00	0.00	总资产周转率					0.99	1.02	1.05	1.10	1.11
投资活动现金流	(482.84)	(339.43)	(529.9)	(589.1)	(717.4)	应收账款周转率					14.51	12.11	11.78	12.18	12.08
公允价值变动收益	0.00	2.07	(9.50)	0.00	0.00	应付帐款周转率					18.84	17.98	17.60	17.87	18.16
长期股权投资减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)									
投资收益	0.00	0.00	(6.20)	0.00	0.00	每股收益(最新摊)					1.36	0.67	0.53	0.97	1.24
筹资活动现金流	9.61	(56.84)	91.43	116.67	91.93	每股净现金流(最新)					(4.04)	0.08	0.01	0.26	0.29
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊)					9.12	5.64	5.40	6.37	7.61
长期借款增加	(25.00)	140.00	0.00	0.00	0.00	估值比率									
普通股增加	0.00	160.00	72.00	0.00	0.00	P/E					8.58	17.42	21.98	12.08	9.43
资本公积增加	0.50	(160.00)	0.00	0.00	0.00	P/B					1.28	2.07	2.16	1.83	1.53
现金净增加额	(243.06)	(290.60)	2.77	112.35	124.20	EV/EBITDA					4.75	10.47	10.06	6.47	5.12

分析师简介

赵军胜

中央财经大学产业经济学硕士研究生，2008年进入证券行业，4年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建筑建材等行业研究。2014年第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。慧眼识券商2014年度最佳分析师量化评选行业第4名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。