



综合优势突出抗风险能力强，乘势而上直面新时代开启新战略

——永高股份（002641）2014年财报点评

2015年4月22日

强烈推荐/维持

永高股份

财报点评

姓名	分析师 赵军胜	执业证书编号: S1480512070003
	Email: zhaojs@dxzq.net.cn	Tel:010-66554088

事件：

公司2014年全年营业收入为33.26亿元，同比增长13.95%；营业利润为2.61亿元，同比下降7.10%；利润总额为2.72亿元，同比下降6.49%；归属于母公司所有者的净利润为2.25亿元，同比下降7.37%。每股收益为0.52元。每10股送3股转增7股，派现金红利1元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4
营业收入（百万元）	789.47	781.19	828.20	570.05	874.38	856.99	1024.18
增长率（%）	15.53%	16.01%	18.95%	9.72%	10.76%	9.70%	23.66%
毛利率（%）	26.97%	25.99%	23.18%	23.95%	25.29%	24.46%	26.02%
期间费用率（%）	14.28%	13.64%	16.12%	18.16%	14.04%	15.61%	16.60%
营业利润率（%）	11.82%	11.70%	6.45%	4.17%	10.37%	8.26%	7.35%
净利润（百万元）	82.79	81.01	42.38	18.93	78.22	61.33	66.55
增长率（%）	14.84%	5.96%	-52.60%	-48.54%	-5.51%	-24.28%	57.04%
每股盈利（季度，元）	0.230	0.225	0.118	0.053	0.181	0.142	0.154
资产负债率（%）	34.14%	33.33%	31.90%	34.01%	36.10%	35.86%	36.35%
净资产收益率（%）	4.34%	4.07%	2.09%	0.92%	3.76%	2.86%	3.01%
总资产收益率（%）	2.86%	2.71%	1.42%	0.61%	2.40%	1.84%	1.92%

观点：

➤ 量价共增带动2014年收入继续增长，毛利率下降和费用率提升等因素影响利润增长。2014年公司管材销量为32.2万吨，同比增长12.59%。总产品综合销售价格约为1.03万元/吨，同比增长1.22%。在销量和价格共增的情况下，2014年营业收入同比增长13.95%。但是毛利率的下降、期间费用率的提升、资产减值的计提和实际所得税率的提升使得利润同比下降。

2014年综合毛利率为25.07%，同比下降0.3个百分点。期间费用率为15.94%，同比提高0.91个百分点，其中销售费用同比提高0.48个百分点，管理费用率提高0.12个百分点，财务费用率提高0.47个百分点。同时公司资产减值计提2449万元，较2013年多计提1660万元。实际所得税率为17.31%，同比提高0.79个百分点。

➤ 2014年4季度业绩增长拐点明显，进入高增长阶段。2014年第四季度在营业收入增长和毛利率提升的影

响下, 业绩大幅增长, 2014年第4季度营业收入为10.24亿元, 同比增长23.66%, 五水共治的增量对于销量的增长起到积极作用。同时第4季度单季度毛利率为26.02%, 同比提高2.84个百分点。主要原因是原材料价格的下降所致, 2014年4季度PVC价格为6517万元/吨, 同比下降7%。虽然单季度期间费用率为16.6%, 同比提高0.48个百分点, 但2014年第4季度营业利润仍同比增长40.95%。公司业绩拐点明显, 进入高增长阶段。

➤ **综合竞争力强, 品牌和规模优势突出。**公司产品属于国家免检产品, 2014年为中国绿色建筑首选品牌等10多项品牌荣誉。是建筑下乡产品指定单位、第一批保障房采购指定供货单位、农村饮水安全指定供货单位。产品在华东地区口碑好, 在浙江五水共治的工程中中标率达到50%。作为可比上市公司的第二大企业, 产能超过45万吨, 规模优势突出。有3500 多种不同规格的管材管件, 在采购上有着较高的议价能力, 运营成本较低, 具有持续稳定发展的综合基础和实力。

➤ **渠道和技术实力保证公司业绩稳定增长。**截止到 2014 年底公司在全国拥有一级经销商 1100 家, 已经形成快速的分销网络。同时直销上市公司和大房地产万科、中海等合作直接配送, 工程上的直销使得公司可以获得像五水共治等各种水利建设工程的大订单。也有助于公司能够受益水利工程等建设。

公司技术实力强, 拥有240项专利。并搭建了以永高研究院、国家级博士后科研工作站、国家级企业技术中心等为创新平台。2015年重点推进“智能管道系统研发项目”和“雨水收集系统研发项目”。

➤ **盈利预测和投资评级:** 我们假设 2015 到 2017 年的每股收益为 0.97 元、1.24 元和 1.35 元, 以收盘价 19.69 元计算, 对应动态 PE 为 20 倍、16 倍和 14 倍, 考虑到公司业绩增长拐点且进入高增、公司综合竞争力强、渠道和技术实力突出、公司积极面对变化的新时代并开始进入新的成长期。维持公司“强烈推荐”的投资评级。

➤ **风险提示:**

1. 原材料价格上涨超预期的风险。
2. 房地产影响下管材需求下降超预期的风险。
3. 公司新战略落实速度低于预期的风险。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	1400.10	1627.84	1790.96	2143.52	2406.67	营业收入	2918.42	3325.60	4061.00	4898.00	5515.00
货币资金	497.03	417.60	511.69	617.15	694.89	营业成本	2178.01	2491.85	2898.00	3513.00	3982.00
应收账款	264.54	454.14	445.04	536.77	604.38	营业税金及附加	15.59	15.06	18.00	20.00	22.00
其他应收款	9.48	26.54	32.41	39.09	44.01	营业费用	168.73	208.32	254.22	284.08	319.87
预付款项	81.98	97.97	97.97	97.97	97.97	管理费用	265.29	306.44	374.42	416.33	468.78
存货	420.06	521.41	603.42	731.47	829.13	财务费用	4.55	15.33	23.38	37.89	37.11
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	7.89	24.49	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1583.48	1844.40	2155.04	2530.11	2936.73	公允价值变动收益	2.07	(2.07)	0.00	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	(1.51)	0.00	0.00	0.00
固定资产	867.68	1087.00	1603.12	2096.43	2577.45	营业利润	280.44	260.54	492.98	626.70	685.24
无形资产	312.08	305.67	275.10	244.53	213.96	营业外收入	13.00	17.96	17.00	20.00	22.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.39	6.34	5.00	3.00	3.00
资产总计	2983.58	3472.24	3946.00	4673.63	5343.40	利润总额	291.04	272.16	504.98	643.70	704.24
流动负债合计	724.92	1081.39	1739.41	1902.20	1956.88	所得税	48.08	47.12	87.51	109.43	119.72
短期借款	97.00	210.00	758.75	839.89	778.93	净利润	242.96	225.04	417.47	534.27	584.52
应付账款	133.25	155.09	198.49	240.62	272.74	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收款项	52.99	66.09	66.09	66.09	66.09	归属母公司净利润	242.96	225.04	417.47	534.27	584.52
一年内到期的非流动负债	7.50	70.00	70.00	0.00	0.00	EBITDA	377.28	393.11	691.35	874.68	974.62
非流动负债合计	226.83	180.78	0.20	0.20	0.20	EPS (元)	0.67	0.52	0.97	1.24	1.35
长期借款	140.00	70.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
负债合计	951.74	1262.17	1739.61	1902.40	1957.08	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	16.07%	13.95%	22.11%	20.61%	12.60%
实收资本(或股)	360.00	432.00	432.00	432.00	432.00	营业利润增长	-11.67%	-7.10%	89.21%	27.12%	9.34%
资本公积	721.07	721.07	721.07	721.07	721.07	归属于母公司净利润	-10.37%	-7.38%	85.51%	27.98%	9.41%
未分配利润	842.45	926.62	1302.34	1783.18	2309.25	获利能力					
归属母公司股东	2031.84	2210.08	2627.55	3161.82	3746.34	毛利率 (%)	25.37%	25.07%	28.64%	28.28%	27.80%
负债和所有者权益	2983.58	3472.24	3946.00	4673.63	5343.40	净利率 (%)	8.33%	6.77%	10.28%	10.91%	10.60%
现金流量表					总资产净利润 (%)	8.14% 6.48% 9.56% 10.55%					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE (%)	11.96%	10.18%	15.89%	16.90%	15.60%
经营活动现金流	105.67	133.77	621.50	686.80	804.13	偿债能力					
净利润	242.96	225.04	417.47	534.27	584.52	资产负债率 (%)	31.90%	36.35%	39.83%	37.57%	34.31%
折旧摊销	92.29	117.24	174.99	210.09	252.27	流动比率	1.93	1.51	1.03	1.13	1.23
财务费用	(4.55)	(15.33)	(23.38)	(37.89)	(37.11)	速动比率	1.35	1.02	0.68	0.74	0.81
应付帐款的变化	24.21	21.84	43.40	42.13	32.12	营运能力					
预收帐款的变化	3.47	13.10	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.02	1.03	1.09	1.14	1.10
投资活动现金流	(319.32)	(304.12)	(454.66)	(554.59)	(628.32)	应收账款周转率	12.11	9.25	9.03	9.98	9.67
公允价值变动收益	2.07	(2.07)	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	17.98	17.28	16.39	16.00	15.51
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	(1.51)	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊	0.67	0.52	0.97	1.24	1.35
筹资活动现金流	(8.51)	91.02	454.79	(26.75)	(98.07)	每股净现金流(最	0.08	0.02	1.44	0.24	0.18
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新	5.64	5.12	6.08	7.32	8.67
长期借款增加	140.00	(70.00)	(70.00)	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	160.00	72.00	0.00	0.00	0.00	P/E	28.94	37.29	20.07	15.68	14.33
资本公积增加	(160.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.44	3.79	3.19	2.65	2.24
现金净增加额	(222.16)	(79.33)	621.63	105.46	77.74	EV/EBITDA	17.83	21.14	12.57	9.83	8.68

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师: 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, 多年行业研究经验, 2011 年加盟东兴证券, 从事建筑建材等行业研究。2014 年第十届 (暨 2013 年度)“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，需注明出自为东兴证券研究所，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。