

蓄力起跳无惧，新战略是关键

——永高股份（002641）2015年1季度财报点评

2015年4月26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2015年1季度营业收入为6.33亿元，同比增长11.03%；营业利润为2983万元，同比增长25.61%；利润总额为3308万元，同比增长30.06%；归属于母公司所有者的净利润为2594万元，同比增长37.04%。每股收益为0.06元。略低于我们的预期。

公司分季度财务指标

指标	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1
营业收入（百万元）	781.19	828.20	570.05	874.38	856.99	1024.18	632.94
增长率（%）	16.01%	18.95%	9.72%	10.76%	9.70%	23.66%	11.03%
毛利率（%）	25.99%	23.18%	23.95%	25.29%	24.46%	26.02%	26.78%
期间费用率（%）	13.64%	16.12%	18.16%	14.04%	15.61%	16.60%	21.50%
营业利润率（%）	11.70%	6.45%	4.17%	10.37%	8.26%	7.35%	4.71%
净利润（百万元）	81.01	42.38	18.93	78.22	61.33	66.55	25.94
增长率（%）	5.96%	-52.60%	-48.54%	-5.51%	-24.28%	57.04%	37.04%
每股盈利（季度，元）	0.225	0.118	0.053	0.181	0.142	0.154	0.060
资产负债率（%）	33.33%	31.90%	34.01%	36.10%	35.86%	36.35%	39.04%
净资产收益率（%）	4.07%	2.09%	0.92%	3.76%	2.86%	3.01%	1.16%
总资产收益率（%）	2.71%	1.42%	0.61%	2.40%	1.84%	1.92%	0.71%

观点:

- **促销打折和五水共治工程启动晚导致营业收入同比增速较2014年下降。**2015年1季度公司营业收入同比增速较2014年增速有所下降。主要原因是：2015年1季度公司进行了促销活动，导致总体促销价格较正常价格下降了约5%左右，但是这种促销活动在3月份下旬停止，价格恢复到正常水平。同时1季度由于五水共治等工程项目的供管还没有开始影响到营业收入的增长。
- **促销打折和新产能投放导致综合毛利率下降。**公司综合毛利率2015年1季度水平为26.78%，较2014年同期提高2.83个百分点，提高幅度略低于我们此前的预期。主要原因是2015年一季度除了促销导致的价格下降外，还有由于天津的生产线完全投产，但销量较少，导致的折旧较大水平较高所致。
- **广告和管理层提薪等多因素推高期间费用率。**公司期间费用率2015年1季度为21.50%，处于历史较高水平，主要原因是销售费用率和管理费用率提高较多。主要原因是销售费用率同比提高1.65个百分点，管

理费用率同比提高1.42个百分点。公司加大广告宣传和运输配送费增加提升销售费用率, 公司提升管理层的薪酬等各种因素导致管理费用提高。这些都表明公司在为未来的业绩高增长积蓄力量。另外财务费用率同比提高0.27个百分点, 主要是银行借款增长所致, 其中短期借款同比增加1.5亿元, 长期借款同比增加4000万元。

- **2015年1季度公司扣非后净利润增长略低于预期, 但全年继续高增确定。**2015年1季度扣非后归属于母公司所有者的净利润为2329万元, 同比增长0.58%, 略低于我们的预期。主要原因是促销和工程启动慢导致营业收入增速低于预期, 同时公司新线投产的折旧增加和价格下降导致毛利率同比提升低于预期。以及由于公司积蓄力量导致期间费用率同比提高高于预期。但是我们可以看到公司从1季度末销售价格和销量开始恢复正常, 新产能的投产将为销量提升提供基础, 期间费用率的提升为2015年的公司经营打好销售和管理的基础。
- **回款较好, 稳健发展和新战略启动有充足的资金基础。**公司2015年1季度加大回款力度, 应收账款余额较2014年下降2403万元, 同时也和2015年1季度工程项目启动较晚有关。2015年1季度末公司货币资金达到4.53亿元, 其中募集资金余额为1亿多元。公司有着充足的资金储备, 有利于公司新战略的实施。公司2014年年报中发布了七大战略包括销售战及产品战略、品牌战略、信息化战略和研发战略等。
- **2015年业绩增长进入拐点, 作为传统产业新战略的落实和拓展是公司未来成长和发展的关键。**公司作为塑料管材行业的龙头企业之一, 品牌、规模化、渠道和技术优势突出, 带来了公司低成本等综合竞争优势。包括管理水平的进一步提升等保证了公司稳定的发展以及较强的抗风险能力。经过几年来公司对于粗放式外延投资带来的负面影响的消化以及外部环境的改善, 2015年公司业绩增长进入拐点。更重要的是2015年公司提质增效, 改变了以前的战略模式, 开始新战略的启动, 像放弃了河北屯仓管业的低效率投资、加强销售的统一管控, 发布了七大新战略等。这些新战略的落实和新拓展将开始公司新的独具一格的发展和成长之路, 新战略将成为公司成长的关键。
- **盈利预测和投资评级:** 我们预计2015到2017年的每股收益为0.97元、1.24元和1.35元, 以收盘价20.71元计算, 对应动态PE为21倍、17倍和15倍, 考虑到公司当前蓄力增长的态势、公司较强的综合竞争力和公司新战略的落实带来的新成长。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	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	-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
应付账款的变化	24.21	21.84	43.40	42.13	32.12	营运能力					
预收账款的变化	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	2.07	(2.07)	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	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。