



东兴证券
DONGXING SECURITIES

五水共治和地下管廊等政策的受益者

——永高股份（002641）2015 年中报点评

2015 年 8 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 年上半年实现营业收入 15.09 亿元,同比增长 3.59%; 营业利润为 14.89 亿元,同比增长 29.43%; 利润总额为 1.54 亿元,同比增长 28.97%; 归属于上市公司净利润 1.20 亿元,同比增长 22.33%。实现每股收益为 0.14 元。

公司分季度财务指标

指标	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2
营业收入(百万元)	828.20	570.05	874.38	856.99	1024.18	632.94	876.11
增长率(%)	18.95%	9.72%	10.76%	9.70%	23.66%	11.03%	0.20%
毛利率(%)	23.18%	23.95%	25.29%	24.46%	26.02%	26.78%	31.57%
期间费用率(%)	16.12%	18.16%	14.04%	15.61%	16.60%	21.50%	17.12%
营业利润率(%)	6.45%	4.17%	10.37%	8.26%	7.35%	4.71%	13.60%
净利润(百万元)	42.38	18.93	78.22	61.33	66.55	25.94	93.71
增长率(%)	-52.60%	-48.54%	-5.51%	-24.28%	57.04%	37.04%	19.80%
每股盈利(季度,元)	0.118	0.053	0.181	0.142	0.154	0.060	0.108
资产负债率(%)	31.90%	34.01%	36.10%	35.86%	36.35%	39.04%	39.50%
净资产收益率(%)	2.09%	0.92%	3.76%	2.86%	3.01%	1.16%	4.13%
总资产收益率(%)	1.42%	0.61%	2.40%	1.84%	1.92%	0.71%	2.50%

观点:

- **需求疲弱影响上半年营业收入增长。**受公司2015年上半年营业收入增速低于全年销售目标,20%的增速。并且第2季度增速较第一季度出现明显的下降,第2季度营业收入增速为0.2%,较1季度下降10.83个百分点。房地产投资低迷的影响排供水管的需求,公司U-PVC管的营业收入同比增长仅为1.41%。房地产装修需求的疲弱使得PPR管的营业收入同比增长为9.16%。同时,市政排水用的PE管由于上半年供货较少,营业收入增速为15.54%,型材和其他营业收入同比下降分别为20.01%和29.71%。但公司的C-PVC管营业收入增速为25.99%,增速较去年明显提升。

2015年下半年随着房地产投资增速的见底改善和浙江五水共治的集中供货,下半年营业收入增速将会逐步改善提升。

- **成本下降保证公司毛利率水平大幅提升。**2015年上半年公司综合毛利率为29.57%,同比提高4.81个百分点

点。特别是第2季度综合毛利率为31.57%，同比提高6.28个百分点，PVC等原材料价格的下降使得公司的成本下降较大。以天津大沽（SLK-1000）PVC价格为例2015年上半年均价为5606元/吨，同比下降18.41%。考虑到下半年PVC价格继续处于低位，预计下半年公司综合毛利率将继续提升。

- **提薪、研发投入和广告宣传等投入提升期间费用率。**2015年上半年公司期间费用率为18.96%，同比提高3.29个百分点。其中销售费用率为7.23%，同比提升1.52个百分点，销售人员工资福利提升、配送服务加大和广告宣传费用提升导致销售费用率上升较大；管理费用率为11.13%，同比提高1.61个百分点，高管福利和工资提升、研究开发投入以及公司聘请外部顾问公司的咨询费对管理费用影响较大；财务费用率为0.60%，同比提高0.16个百分点，公司银行借款增加，利息支出提升财务费用率。
- **公司规模、品牌、技术和渠道优势明显。**公司产能在45万吨以上，生产线全国布局合理，能够提供4200多种管材管件，具有较高的议价权和规模化带来的低成本优势。公司品牌得到国内外客户认可，特别在华东地区具有很强的品牌效应。公司为国家级高新技术企业，拥有高素质的研发团队，并形成独特的产品配方体系，拥有200多项专利。公司拥有1100多家一级经销商，形成多层次覆盖广的销售渠道，实现产品的快速分流。
- **受益五水共治和地下管廊建设等政策推动公司进一步发展。**公司由于较强的综合竞争力，在浙江五水共治项目获得订单最多，下半年市政管网将进入集中供货期，五水共治将提升下半年业绩的增长。也将使得公司能够在市政管道领域加快发展。

2015年7月20日国务院会议推进城市地下综合管廊建设，公司作为可以提供供水排水、电力通信和燃气等多种管道的公司将受益于地下管廊的建设。并且公司还正在积极推进智能管网的研发。台州作为智慧管网试点城市，公司参股相关智慧管网公司，为未来地下智慧管网的建设积极储备。

- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司2015到2017年公司的每股收益0.43元、0.58元和0.77元，以收盘价7.74元计算，对应的动态PE为18倍、13倍和10倍，维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**房地产建设改善低于预期的风险。

公司盈利预测表

资产负债表				单位：百万元		利润表		单位：百万元			
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	1400.	1627.84	2020.22	2181.66	2472.20	营业收入	2918.42	3325.60	3548.00	4293.00	5340.00
货币资金	497.0	417.60	806.87	731.39	694.20	营业成本	2178.01	2491.85	2465.00	2996.00	3717.00
应收账款	264.5	454.14	486.03	588.08	731.51	营业税金及	15.59	15.06	16.00	19.00	21.00
其他应收款	9.48	26.54	28.31	34.25	42.60	营业费用	168.73	208.32	248.36	283.34	336.42
预付款项	81.98	97.97	97.97	97.97	97.97	管理费用	265.29	306.44	390.28	407.84	480.60
存货	420.0	521.41	513.26	623.82	773.95	财务费用	4.55	15.33	6.26	7.49	18.45
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损	7.89	24.49	3.00	3.00	3.00
非流动资产合	1583.	1844.40	2191.32	2774.01	3518.84	公允价值变	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	867.6	1087.00	1589.40	2165.33	2872.06	营业利润	280.44	260.54	419.10	576.33	763.53
无形资产	312.0	305.67	275.10	244.53	213.96	营业外收入	13.00	17.96	18.00	18.00	18.00
其他非流动资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.39	6.34	3.00	3.00	3.00
资产总计	2983.	3472.24	4211.54	4955.67	5991.04	利润总额	291.04	272.16	434.10	591.33	778.53
流动负债合计	724.9	1081.39	873.90	934.83	1127.88	所得税	48.08	47.12	65.12	88.70	116.78
短期借款	97.00	210.00	0.00	0.00	15.27	净利润	242.96	225.04	368.98	502.63	661.75
应付账款	133.2	155.09	168.84	205.21	254.59	少数股东损	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	242.96	225.04	368.98	502.63	661.75
一年内到期的	7.50	70.00	70.00	0.00	0.00	EBITDA	377.28	393.11	602.88	814.19	1075.40
非流动负债合	226.8	180.78	220.20	370.20	520.20	EPS（元）	0.67	0.52	0.43	0.58	0.77
长期借款	140.0	70.00	220.00	370.00	520.00	主要财务比 率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	951.7	1262.17	1094.10	1305.03	1648.08	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	16.07%	13.95%	6.69%	21.00%	24.39%
实收资本（或	360.0	432.00	864.00	864.00	864.00	营业利润增	-11.67%	-7.10%	60.86%	37.52%	32.48%
资本公积	721.0	721.07	721.07	721.07	721.07	归属于母公	-10.37%	-7.38%	63.96%	36.22%	31.66%
未分配利润	842.4	926.62	1259.44	1712.81	2309.71	获利能力					
归属母公司股	2031.	2210.08	3011.06	3513.69	4175.44	毛利率(%)	25.37%	25.07%	30.52%	30.21%	30.39%
负债和所有者	2983.	3472.24	4211.54	4955.67	5991.04	净利率(%)	8.33%	6.77%	10.40%	11.71%	12.39%
现金流量	单位：百万元					总资产净利		8.14%	6.48%	8.99%	10.43%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	11.96%	10.18%	12.25%	14.30%	15.85%
经营活动现金	105.6	133.77	520.58	637.50	826.67	偿债能力					
净利润	242.9	225.04	368.98	502.63	661.75	资产负债率	31.90%	36.35%	26.65%	27.08%	28.30%
折旧摊销	92.29	117.24	177.52	230.37	293.42	流动比率	1.93	1.51	2.31	2.33	2.19
财务费用	(4.55)	(15.33)	(6.26)	(7.49)	(18.45)	速动比率	1.35	1.02	1.72	1.67	1.51
应付账款的变	24.21	21.84	13.75	36.37	49.38	营运能力					
预收账款的变	3.47	13.10	0.00	0.00	0.00	总资产周转	1.02	1.03	0.92	0.94	0.98
投资活动现金	(319.)	(304.12)	(496.47)	(785.49)	(1010.68)	应收账款周	12.11	9.25	7.55	7.99	8.09
公允价值变动	2.07	(2.07)	0.00	0.00	0.00	应付账款周	17.98	17.28	15.22	16.02	16.17
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标					
投资收益	0.00	(1.51)	0.00	0.00	0.00	每股收益(最	0.67	0.52	0.43	0.58	0.77
筹资活动现金	(8.51)	91.02	365.16	72.51	146.82	每股净现金	0.08	0.02	0.45	(0.09)	(0.04)
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	5.64	5.12	3.49	4.07	4.83
长期借款增加	140.0	(70.00)	150.00	150.00	150.00	估值比率					
普通股增加	160.0	72.00	432.00	0.00	0.00	P/E	11.04	14.23	17.33	12.71	9.66
资本公积增加	(160.)	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.31	1.45	2.12	1.82	1.53
现金净增加额	(222.)	(79.33)	389.27	(75.48)	(37.19)	EV/EBITDA	6.39	7.96	9.75	7.41	5.80

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。