

永高股份 (002641)

证券研究报告

2020年02月21日

盈利能力提升，增长动能持续

公司发布 2019 年业绩快报，全年实现营收 62.9 亿，同比增长 17.49%；归母净利润 5.12 亿元，同比大幅增长 109.24%。全年综合毛利率推算约 25.67%，同比提高 2.08%；净利率约 8.14%，同比提高 3.57%。2019 年四季度实现营收 18.86 亿，同比增长 15.22%，归母净利润 1.84 亿元，同比大幅增长 124.01%。

业绩显著提升，主要原因包括：①受益规模增长与成本摊薄，以及原材料成本有效管控，毛利率同比上升 2.08%。报告期内，公司在市场开拓与业务创新方面取得长足进步，国内各区域市场份额快速增长，规模优势得以发挥，增加毛利的同时，单位固定成本进一步摊薄。此外，套期保值+低价位储备原料，有效锁定原料成本；②费用管控能力增强，公司整体期间运营费用（剔除研发费用）占营收比例同比下降 1.21%；③受益增值税率下调 3%，叠加社保费用率下降与部分减免。同时，我们还关注到，公司资产结构质量同步改善，长、短期偿债能力增强，期末资产负债率为 41.12%，比年初 46.36%下降 5.24 个百分点，是最近 3 年的最低值。

我们 2020 年 1 月 10 日发布公司深度覆盖报告《低估值管材龙头，长短期动能兼备，关注盈利弹性》，持续看好公司成长空间，关注低估机会，我们继续重点提示：

(1) 2019 年利润弹性释放的动因 (B 端逻辑+集中度逻辑+降本增效) 有望持续；
(2) 行业仅个位数增长，龙头增速远高于行业，2020 年不可忽视 2 个行业变化：一是集中度提升或将加速。2020 年初受疫情影响，短期经济增长压力较大，需求减弱竞争加剧带来的集中度提升或将更为显著。同时，环保管控下不达标企业继续退出，以及采购方式的变化继续为全行业带来挑战，例如与地产商合作集采、和家装企业合作，材料企业话语权有限，难免价格让利或者面临较长应收账款问题，资金实力弱中小企业难以为继，以及批量采购对保供能力、品牌认知度有一定要求，同样加速行业产能优化，管材行业目前仍有 90%左右属于中小规模企业。而下游地产行业集中度持续提升同样不可忽视。**二是 B 端逻辑可持续。**精装集采趋势短期确立，公司集采历史久经验足，经销渠道基础深厚。永高已连续多年当选万科 A 类供应商，今年 2 月披露的最新万科 2019 年度合格供应商名录，永高继续当选。在公司 2011 年前五大客户中已经有恒大材料的身影，另外根据《2019 中国房地产产业链战略诚信供应商研究报告》，公司品牌合作首选率为 7.34%，首选率对于下一年度地产品牌选择具有指导意义，我们看好公司在房企领域拓宽合作面。**此外，公司广泛积累经销群体，同时加强基地配套，扩大市场辐射范围，提高保供与服务能力，降低运输费用，**现有天津滨海新区、重庆、上海浦东、安徽广德、浙江黄岩、广东的广州和深圳等 7 个生产基地，**今年拟发行可转债募投 7 亿资金在湖南、浙江新拓生产基地（今年 1 月已获证监会核准批复）。**

(3) 对比 A 股装饰材料企业，公司各项指标均反映被低估。例如 PE (TTM) 均值为 24.76X (不含北新)，而公司仅 16.74X，PB (MRQ) 均值为 3.84X，公司仅为 2.14X；企业价值/EBITDA 均值为 24.34X，公司仅 13.18X。从 PE (TTM) 历史估值角度，公司也处于较低位置。

盈利预测：考虑到家装建材一季度以淡季为主，我们预计疫情影响有限，装修需求有望回补，结合快报内容，我们将 2019-2020 年归母净利润预测值从 5.04、6.56 亿调整为 5.12、6.59 亿元，对应动态 PE 分别为 13.4X、10.4X，维持“买入”评级。

风险提示：地产投资与家装需求恢复不及预期；地产合作企业拓展不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,569.72	5,353.78	6,290.15	7,485.28	8,608.07
增长率(%)	21.30	17.16	17.49	19.00	15.00
EBITDA(百万元)	406.92	665.98	697.40	837.25	980.69
净利润(百万元)	192.65	244.67	512.28	658.58	770.73
增长率(%)	(10.33)	27.00	109.37	28.56	17.03
EPS(元/股)	0.17	0.22	0.46	0.59	0.69
市盈率(P/E)	35.62	28.05	13.40	10.42	8.90
市净率(P/B)	2.55	2.36	2.06	1.77	1.52
市销率(P/S)	1.50	1.28	1.09	0.92	0.80
EV/EBITDA	11.71	4.70	8.94	6.66	5.34

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.11 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,123.20
流通 A 股股本(百万股)	910.29
A 股总市值(百万元)	6,862.75
流通 A 股市值(百万元)	5,561.85
每股净资产(元)	2.85
资产负债率(%)	43.24
一年内最高/最低(元)	7.19/3.52

作者

盛昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com

李阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519060001
yanglitf@tfzq.com

股价走势

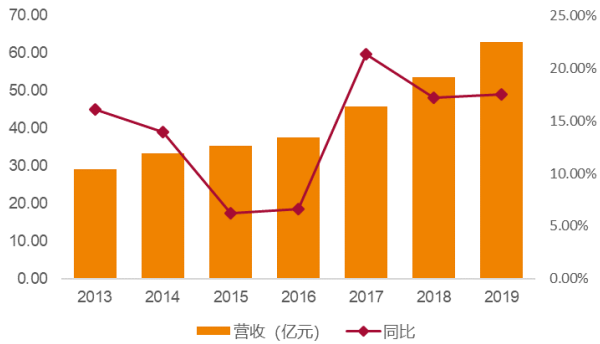


资料来源：贝格数据

相关报告

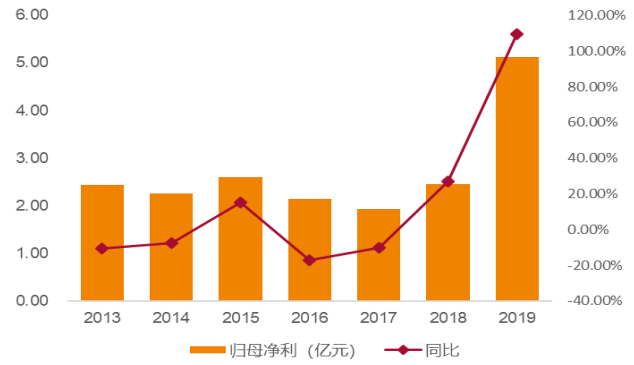
1 《永高股份-首次覆盖报告:低估值管材龙头，长短期动能兼备，关注盈利弹性》2020-01-10

图 1：公司近年来收入变化



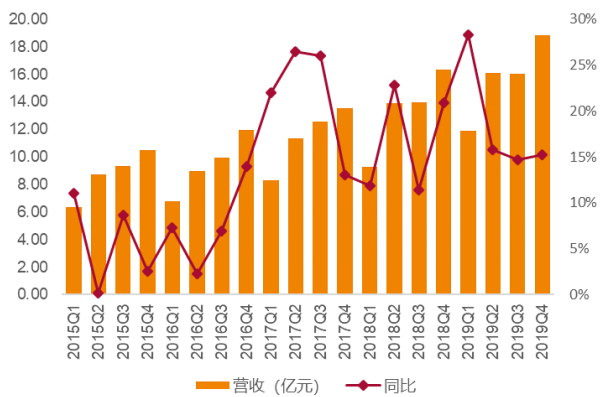
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司近年来归母净利变化



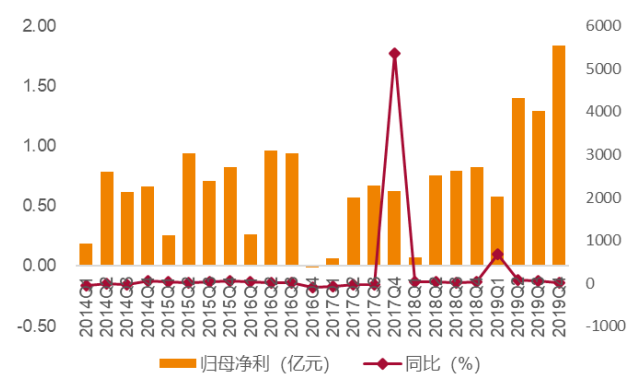
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：公司近年来单季度收入变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司近年来单季度归母净利变化



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	558.26	921.48	943.52	1,497.06	1,893.78	营业收入	4,569.72	5,353.78	6,290.15	7,485.28	8,608.07
应收票据及应收账款	905.32	1,113.41	1,227.92	1,558.26	1,645.85	营业成本	3,520.40	4,090.66	4,675.47	5,561.56	6,369.97
预付账款	115.58	130.63	155.09	184.78	204.50	营业税金及附加	39.09	40.60	44.03	52.40	60.26
存货	783.57	1,015.02	1,062.97	1,408.84	1,422.26	营业费用	338.49	359.52	396.28	449.12	516.48
其他	43.96	38.69	67.31	51.86	79.79	管理费用	431.42	313.70	333.38	374.26	430.40
流动资产合计	2,406.68	3,219.23	3,456.82	4,700.80	5,246.17	研发费用	145.20	163.23	191.85	261.98	344.32
长期股权投资	0.90	13.26	13.26	13.26	13.26	财务费用	12.21	22.73	15.93	7.59	0.82
固定资产	1,770.60	1,740.19	1,694.19	1,659.34	1,618.17	资产减值损失	33.09	88.21	50.00	50.00	10.00
在建工程	61.03	51.91	67.15	88.29	82.97	公允价值变动收益	0.00	(0.12)	(0.08)	0.01	0.02
无形资产	291.29	284.34	275.77	267.20	258.63	投资净收益	(0.22)	(2.75)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
其他	102.00	113.20	105.20	101.67	101.67	其他	(175.01)	(22.12)	2.16	1.97	1.96
非流动资产合计	2,225.82	2,202.90	2,155.57	2,129.76	2,074.71	营业利润	225.05	300.11	582.13	727.38	874.83
资产总计	4,632.50	5,422.13	5,612.39	6,830.55	7,320.88	营业外收入	4.22	1.44	2.00	23.00	21.00
短期借款	393.13	458.26	374.88	263.36	323.72	营业外支出	2.81	22.64	2.00	2.00	20.00
应付票据及应付账款	965.34	1,307.41	1,160.20	1,775.07	1,586.86	利润总额	226.45	278.91	582.13	748.38	875.83
其他	460.04	624.84	621.28	796.05	782.24	所得税	33.80	34.24	69.86	89.81	105.10
流动负债合计	1,818.51	2,390.51	2,156.36	2,834.49	2,692.82	净利润	192.65	244.67	512.28	658.58	770.73
长期借款	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
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	192.65	244.67	512.28	658.58	770.73
其他	123.74	123.06	120.00	120.00	120.00	每股收益(元)	0.17	0.22	0.46	0.59	0.69
非流动负债合计	123.74	123.06	120.00	120.00	120.00						
负债合计	1,942.25	2,513.57	2,276.36	2,954.49	2,812.82						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1,123.20	1,123.20	1,123.20	1,123.20	1,123.20	成长能力					
资本公积	637.72	637.72	637.72	637.72	637.72	营业收入	21.30%	17.16%	17.49%	19.00%	15.00%
留存收益	1,567.05	1,782.52	2,212.83	2,752.86	3,384.86	营业利润	-4.70%	33.35%	93.97%	24.95%	20.27%
其他	(637.72)	(634.89)	(637.72)	(637.72)	(637.72)	归属于母公司净利润	-10.33%	27.00%	109.37%	28.56%	17.03%
股东权益合计	2,690.25	2,908.56	3,336.03	3,876.06	4,508.06	获利能力					
负债和股东权益总	4,632.50	5,422.13	5,612.39	6,830.55	7,320.88	毛利率	22.96%	23.59%	25.67%	25.70%	26.00%
						净利率	4.22%	4.57%	8.14%	8.80%	8.95%
						ROE	7.16%	8.41%	15.36%	16.99%	17.10%
						ROIC	8.68%	11.47%	22.12%	23.88%	29.78%
						偿债能力					
						资产负债率	41.93%	46.36%	40.56%	43.25%	38.42%
						净负债率	-6.14%	-15.93%	-17.05%	-31.83%	-34.83%
						流动比率	1.32	1.35	1.60	1.66	1.95
						速动比率	0.89	0.92	1.11	1.16	1.42
						营运能力					
						应收账款周转率	5.62	5.30	5.37	5.37	5.37
						存货周转率	6.12	5.95	6.05	6.06	6.08
						总资产周转率	1.02	1.06	1.14	1.20	1.22
						每股指标(元)					
						每股收益	0.17	0.22	0.46	0.59	0.69
						每股经营现金流	0.18	0.37	0.24	0.78	0.47
						每股净资产	2.40	2.59	2.97	3.45	4.01
						估值比率					
						市盈率	35.62	28.05	13.40	10.42	8.90
						市净率	2.55	2.36	2.06	1.77	1.52
						EV/EBITDA	11.71	4.70	8.94	6.66	5.34
						EV/EBIT	23.03	6.83	10.43	7.58	5.98

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com

