



永高股份(002641)

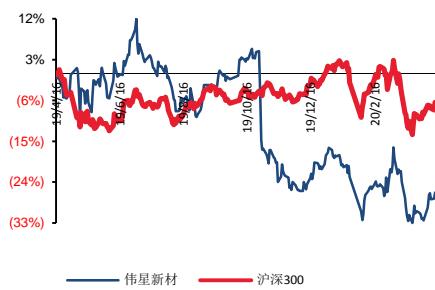
目标价: 9.92

昨收盘: 6.63

工业 资本货物

永高股份：长短期催化兼具，低估值管材龙头再起航

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,123/910
总市值/流通(百万元)	7,447/6,035
12个月最高/最低(元)	7.17/3.73

相关研究报告:

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

报告摘要

行业需求稳定增长，旧改将带来新的增量：2010-2018年国内塑料管道产量复合增速为8.1%，行业需求保持稳定增长，未来在“煤改气”+市政工程建设推动下，需求依旧平稳；同时2020年全国计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700户，同比去年增加一倍，并要求中央财政及地方政府专项债给予资金支持，预计旧改有望带动超百亿的管材增量。

精装修渗透率+地产集中度提升，公司市场份额有望进一步提升。2018年管材CR5市占率也仅为21.5%，市场集中度依旧比较低，但随着精装修渗透率（19年为32%）以及地产集中度快速提升（19年百强销售规模占比达到61.5%），存量博弈时代下行业集中度有望加速提升。永高作为行业产能第二大企业，集规模、品牌、渠道等优势于一体，B端业务有望进入爆发期，市占率快速提升（18年市占率约为3.3%），2019年500强房企品牌首选跃居管材第三位，同比提升12个pct，产品质量及品牌价值深受客户认可。

产能稳步扩张，成本下行带来业绩弹性。公司成功发行7亿可转债，拟投设湖南基地8万吨产能以及浙江5万吨产能，产能保持稳定扩张，规模优势将继续扩大推动降本增效；其次，近期PVC、PP等原材料价格同比降幅在1000元/吨以上，若按照原材料价格分别下行100、500、1000元/吨测算，从二季度开始计算（以Q1营收占比约20%测算），则Q2-Q4共节省成本约0.48/2.4/4.8亿元，业绩弹性十足。

投资建议：我们认为，短期成本下行带来业绩弹性，中期精装修+地产集中度提升倒逼市场份额提升，低估值管材龙头重回增长快车道。预计2019-2021年公司归母净利润分别为5.12、6.93、8.28亿元，对应EPS分别为0.46/0.62/0.74元，对应PE估值分别为14.5/10.7/9倍，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价9.92元。

风险提示：房地产投资大幅下滑，新产能投放不及预期，原材料价格大幅上涨

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	5354	6290	7391	8574
(+/-%)	17.16	17.49	17.50	16.00
净利润(百万元)	408	512	693	828
(+/-%)	111.73	25.59	35.28	19.54
摊薄每股收益	0.22	0.46	0.62	0.74
市盈率(PE)	21.23	14.54	10.74	8.99

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

行业进入良币驱逐劣币阶段，市场集中度有望提升	4
行业需求稳定，“煤改气”+市政工程建设将带来新的增量	6
精装房渗透率+地产集中度提升，B端品牌龙头强者恒强	8
产能扩张+内部管理升级，老牌管材龙头重回增长快车道	11
产能稳步扩张，降本增效提升盈利水平	11
成本下行带来业绩高弹性	12
盈利预测与投资建议	14

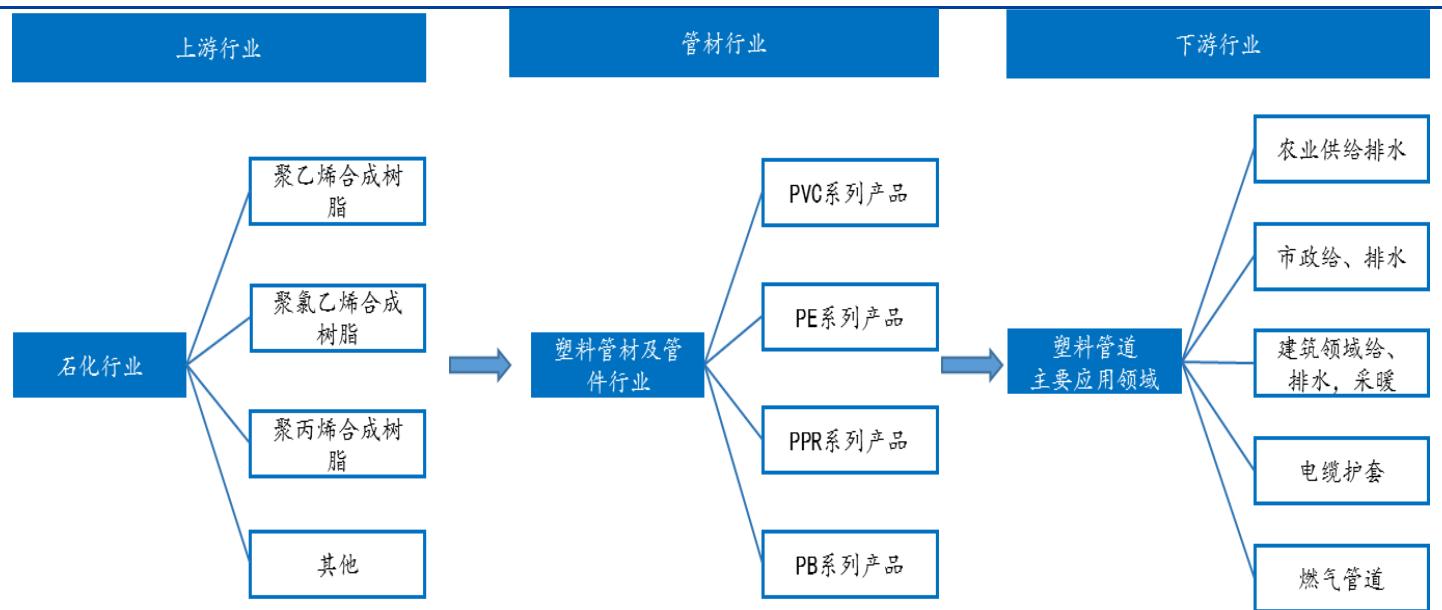
图表目录

图表 1：塑料管道行业上下游产业链	4
图表 2：PVC、PE 和 PP 不同管材的占比	4
图表 3：2015 年塑料管道主要应用领域	4
图表 4：PVC、PE 和 PPR 在不同领域应用比例	5
图表 5：2010 年以来塑料管道产量及增速	5
图表 6：我国天然气管道长度及增速	6
图表 7：我国燃气管道长度结构分布	6
图表 8：我国主要地区海绵城市、地下管廊及旧改规划	7
图表 9：我国城市排水管道长度及增速	8
图表 10：我国城市供水管道长度及增速	8
图表 11：我国塑料管道企业产能分布	8
图表 12：2018 年我国主要塑料管道企业产量市占率	8
图表 13：我国主要塑料管道企业产能分布情况	9
图表 14：2017-2019 年 500 强地产管材管件品牌首选率	10
图表 15：2019 年精装修渗透率达到 32%	10
图表 16：地产集中度快速提升（按销售额占比）	10
图表 17：2015-2019E 公司塑料管件管道产销量	11
图表 18：公司可转债募投项目	11
图表 19：主要管材企业毛利率对比	12
图表 20：主要管材企业管理费用率对比	12
图表 21：公司分产品营收占比	13
图表 22：2018 年公司成本构成分布	13
图表 23：近期 PVC 和 PP 现货价格明显回落	13
图表 24：原材料价格下行带来的成本节约测算（亿元）	14
图表 25：可以公司估值对比（收盘价截止 2020/4/17）	14

行业进入良币驱逐劣币阶段，市场集中度有望提升

从塑料管道行业的上下游来看，上游主要是以聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯以及聚丁烯合成树脂为主的石化行业，原材料作为原油附属品，其价格一定程度上受原油价格波动的影响，下游则广泛应用于市政、燃气、农业、建筑等领域。

图表 1：塑料管道行业上下游产业链

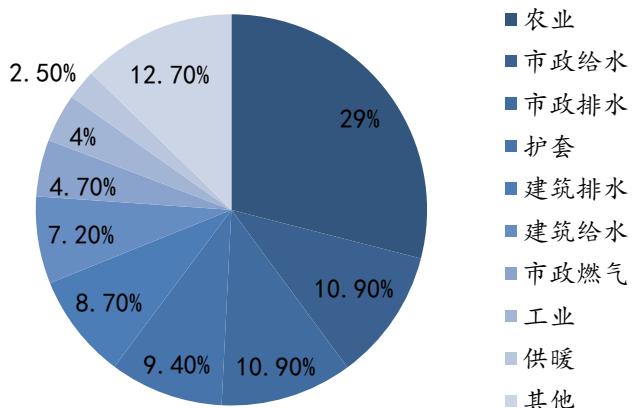
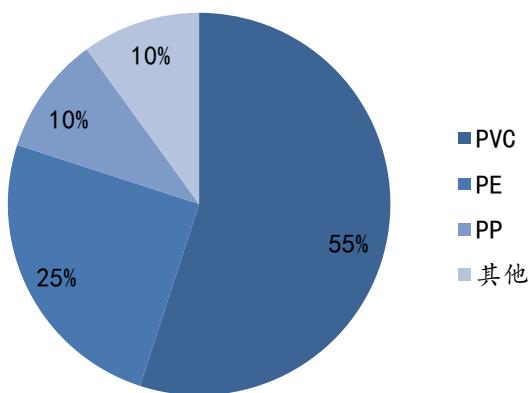


资料来源：公司公告，卓创资讯，太平洋证券研究院

从管材在下游应用比例来看，目前 PVC 管材在塑料管道里占比最大约 55%，其主要应用于建筑排水，市政给排水等领域，但占比呈逐步下降趋势，一方面由于城镇化的发展，大口径的 PE 管道应用场景增多（PVC 管道主要口径在 400mm 以下，PE 管道主要口径在 400mm-1200mm），另一方面由于在消费升级的背景下，性能更高、稳定性更强的 PPR 逐步得到消费者的青睐；近年来 PE 管发展迅速，广泛应用于农业、市场给排水以及燃气管道，目前占比约 25%；而在建筑给水领域 PP 管材增长迅速，当前占比约 10%左右。

图表 2：PVC、PE 和 PP 不同管材的占比

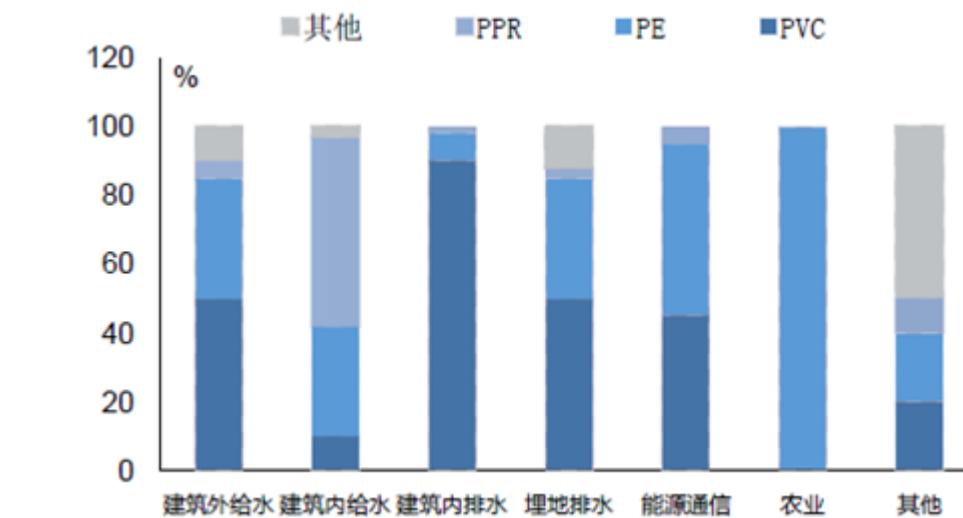
图表 3：2015 年塑料管道主要应用领域



资料来源：中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会，太平洋证券研究院

资料来源：中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会，太平洋证券研究院

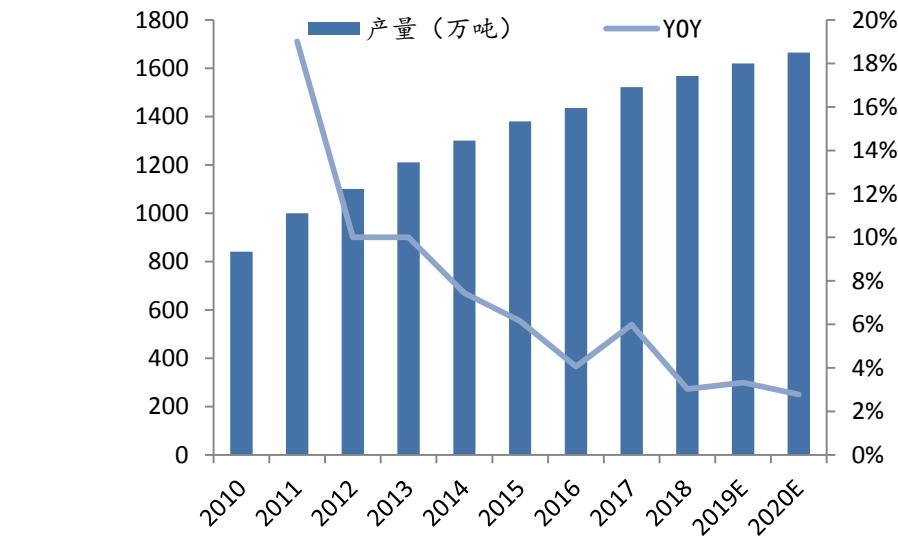
图表 4: PVC、PE 和 PPR 在不同领域应用比例



资料来源：智研咨询，太平洋证券研究院

近年来在“以塑代钢”政策的推动下，塑料管道应用领域不断扩大，如市政给排水、建筑给排水、市政燃气、农业等领域，2010-2018年国内塑料管道产量复合增速为8.11%，行业需求保持稳定增长。根据《中国塑料管道行业“十三五”期间（2016-2020）发展建议》，预计2020年全国塑料管道产量将超过1600万吨，其中涉水产品仍然是塑料管道的主要应用领域，尤其以市政给水排水管道增长为主，预计塑料管道平均市场占有率达到55%。

图表 5: 2010年以来塑料管道产量及增速

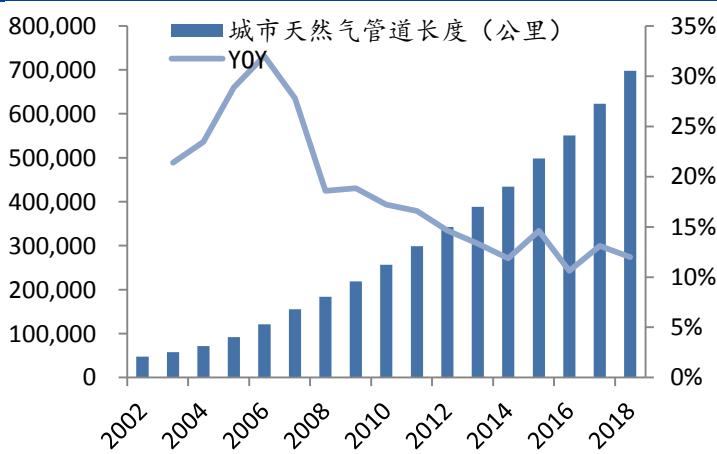


资料来源：中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会，太平洋证券研究院

行业需求稳定，“煤改气”+市政工程建设将带来新的增量

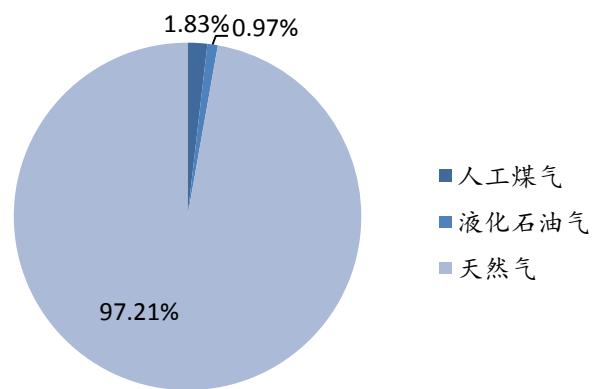
未来随着“煤改气”、“海绵城市”、“地下综合管廊”、市政给排水建设等新兴领域的发展，有望带来塑料管新的增量。根据2017年底颁布的《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021年）》，规划“2+26”城市2017-2021年累计新增天然气供暖面积18亿平方米，新增用气230亿立方米。新增清洁取暖煤改气需求主要集中在城镇地区，新增146亿立方米，占比63%；农村地区新增85亿立方米，占比37%，而近几年我国天然气管道维持10-15%的增速，随着“煤改气”大规模推进，将为塑料管道行业带来新的需求增量。

图表6：我国天然气管道长度及增速



资料来源：国家统计局，太平洋证券研究院

图表7：我国燃气管道长度结构分布



资料来源：国家统计局，太平洋证券研究院

根据《全国城市市政基础设施规划建设“十三五”规划》，十三五期间国内将新建供水管网长度共计 9.3 万公里，改造受损、落后管材约 8.08 万公里；同时新建污水管网 9.5 万公里，改造老旧污水管网 2.3 万公里，建设城市雨水管道 11.24 万公里；改造供热一次网老旧管网 3 万公里，供热二次网 20 万公里，新建燃气管道 13.7 万公里；

在城市综合管廊建设工程项目中，结合道路建设与改造、新旧城区建设轨道交通、地下空间开发等，建设干线、支线地下综合管廊 8000 公里以上，假设按照珠海横琴建设 33.4 公里，投资 20 亿元计算，每公里投资约 6000 万元，则十三五期间，地下管廊市场规模将达 4800 亿元，而管线等材料占比约 10-30%，规模约 480-1440 亿元；海绵城市建设工程中，通过海绵型建筑与小区、海绵型道路与广场、海绵型公园与绿地、雨水蓄排与净化利用等设施建设，使满足海绵城市建设要求的城市建成区达到 1.1 万平方公里。我们认为，未来随着城镇化率不断提升，市政工程基础设施仍将大规模推进，塑料管道市场空间依旧广阔。

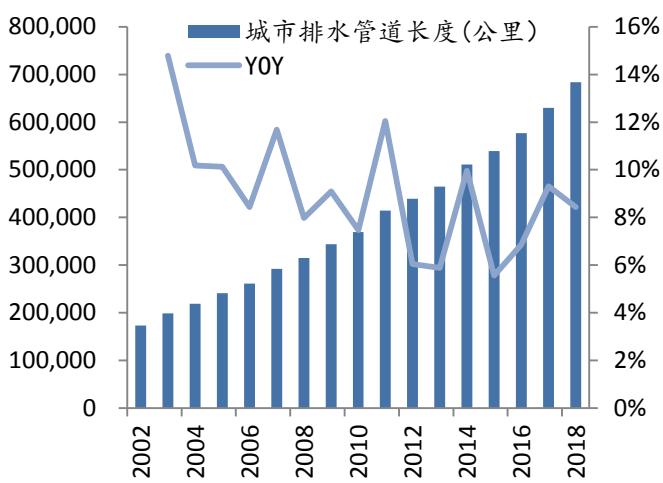
图表 8：我国主要地区海绵城市、地下管廊及旧改规划

地区	时间	项目内容
湖北潜江	2018. 3	湖北省潜江市筹资 1.3 亿元，大力实施黑臭水体整治。截至目前，潜江市二、五支渠相关工程已完成总工程量的 95%，城南河清淤项目已正式开工。
山东德州	2018. 3	2018 年德州市棚户区改造计划共计 82 个项目 61161 套。目前，德州市已有 9 个县市区、21 个项目提前开工，包括货币化安置在 内开工量已达到 9239 套。同时，争取中央专项补助资金 5.1 亿元。
广东深圳	2018. 3	2018 年深圳将完成新建污水管网 2353 公里，5 座水质净化厂的新扩建，12 座水质净化厂的提标拓能，污水收集率提高至 90%以上。
北京	2018. 5	《北京市 2018 年棚户区改造和环境整治任务》明确，2018 年全市棚改项目共 236 个，占地面积 13430 公顷，包括 23550 户，其中中心城区共 92 个项目，占地 4959 公顷，共 15300 户。
河南	2018. 6	河南省财政下达资金 30.3 亿元，重点用于农村饮水安全提升、重大水利工程建设、重点流域水环境综合治理、黄河滩区居民迁建。
山东济宁	2018. 6	2018 年，山东省济宁市市将在城市居住环境、停车位建设、小城镇建设、棚户区改造等方面有大动作，将大力实施 14 万户的棚改攻坚三年计划，其中 2018 年 5.8 万户，2019 年 4.7 万户，2020 年 3.5 万户，并加快老旧小区改造工作。
安徽六安	2018. 8	近年来，安徽省六安市持续推进污水处理设施建设，建成 3 座污水处理厂、410 公里污水管网、11 座污水提升泵站及 4 座一体化污水泵站，累计处理污水 3.76 亿吨，完成整治达标水体 7 条。计划 2018 年底完成 3 条水体整治达标任务。
广东惠州	2018. 8	今年，广东省惠州市计划新建设污水管道 121.69 公里，到年底，力争各镇（街道）污水收集率、处理率达 95%以上，基本实现污水全收集、全处理目标。
黑龙江	2018. 10	近日，黑龙江省天然气管网公司在哈尔滨市挂牌成立。新组建的黑龙江天然气管网公司将负责黑龙江连接中俄天然气管道干支线的省内管网建设和运营，按照省发展改革委制定的省内天然气管网基础设施规划，该项目总投资 130 多亿元，涉及天然气干支线管网 36 条，总里程 2800 余公里。
河北	2018. 10	为优化城市管网布局，提升城市管网承载能力，该厅日前发布《河北省城市市政老旧管网改造三年行动实施方案（2018-2020 年）》，方案提出未来三年将重点改造县级及以上城市供水、供热、燃气老旧管网及合流制排水管网。确保到 2020 年底，河北省现状市政供水、供热和燃气老旧管网改造率达 80%以上，雨污分流制排水管网占现状排水管网总量达 80%以上。
山西太原	2018. 10	近日，《太原市海绵城市专项规划（2016-2020 年）》已于 2018 年 7 月 10 日经市政府批复，向社会公布。本次规划以生态修复、治理水环境和强化水安全为着力点，拓展城市蓝绿空间，建设 78 平方公里的海绵城市。

北京	2018. 10	作为全国第二批海绵城市建设试点城市，北京市通州区海绵城市改造不断加速，近期 20 余个改造项目已全面启动。预计年底前，改造项目 75%的雨水径流将会就地消纳和利用。
重庆	2018. 11	根据《重庆市海绵城市建设管理办法（试行）》，重庆市“海绵城市”将实现精细化管理。按照计划，到 2020 年城市建成区 20%以上面积达到海绵城市指标要求，到 2030 年城市建成区 80%以上面积达到海绵城市指标要求。

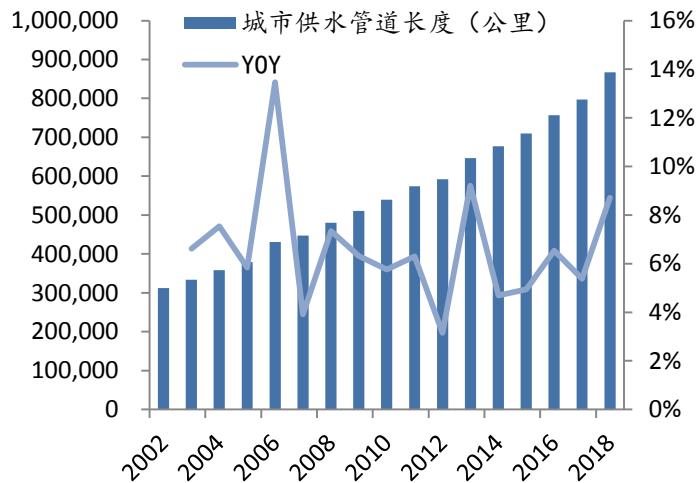
资料来源：中国塑协塑料管道专业委员会，太平洋证券研究院

图表 9：我国城市排水管道长度及增速



资料来源：wind，太平洋证券研究院

图表 10：我国城市供水管道长度及增速



资料来源：wind，太平洋证券研究院

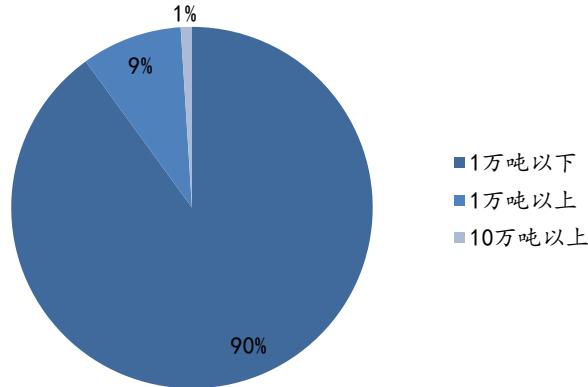
同时，2020 年老旧小区改造再发力，也将带来新的增量。根据近期国常会确定要加大城镇老旧小区改造力度，预计全年改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 户，同比去年增加一倍。同时明确旧改资金来源中，中央财政给予补助，地方政府专项债给予倾斜，一季度国内新发行专项债额度约 1.1 万亿，占提前发放规模的 84%，后续或将提前发放第二批专项债额度，这大大提高了资金保障，旧改大力推进将对于管材带来新的增量需求。

精装房渗透率+地产集中度提升，B 端品牌龙头强者恒强

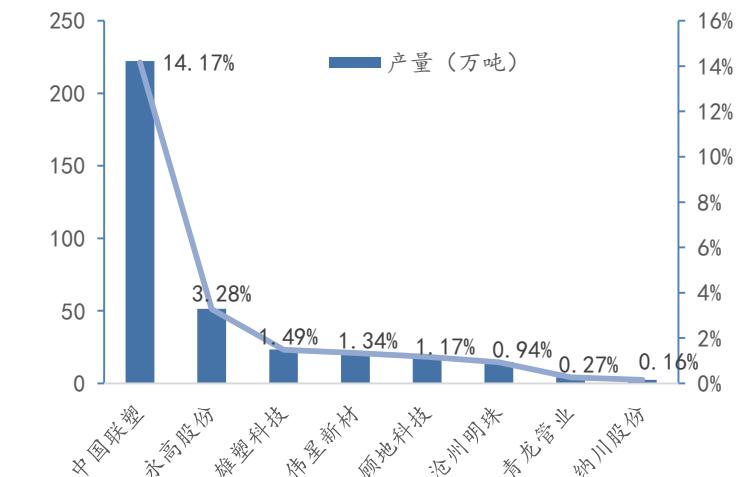
塑料管道行业集中度仍然较低。由于进入门槛较低，行业内存在大量中小企业，目前国内较大规模的塑料管道生产企业有 3000 家以上，年生产能力达到 3000 万吨以上，但 18 年产能利用率只有 50%左右，年生产能力 1 万吨以上的企业有 300 家左右，只有约 20 家企业年生产能力超过了 10 万吨，其中中国联塑为国内最大的塑料管材生产企业，但其 18 年产量市占率仅为 14.17%，CR5 市占率也仅为 21.5%，市场集中度依旧很低。

图表 11：我国塑料管道企业产能分布

图表 12：2018 年我国主要塑料管道企业产量市占率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

从主要管道企业的产能分布来看，我国塑料管道主要分布在华北、华东以及华南，根据中国塑料管道协会的数据，广东、浙江、山东三省位居我国塑料管道产能排名的前三位，占比约 40%左右。目前除了中国联塑产能为全国布局之外，其他企业多为区域性布局，我们认为，当前行业处于“一超多强”的局面，中国联塑从规模上一枝独秀(截止 19 年底，总产能达到 278 万吨)，短时间很难有企业从体量上实现超越(第二名永高产能超过 60 万吨)，由于管材具有运输半径，区域龙头必须深耕自身优势区域做出特色，才有望提升市场份额。

图表 13：我国主要塑料管道企业产能分布情况

企业	地区
中国联塑	河北、黑龙江、吉林、江苏、湖北、河南、广东、贵州、四川、云南、新疆、陕西
雄塑科技	广东、江西、河南、重庆
永高股份	天津、上海、浙江、安徽、广东、重庆
沧州明珠	河北、山东、安徽、重庆
伟星新材	天津、浙江、上海、重庆、陕西
金德管业	辽宁、浙江、山东、湖南、广东、四川、陕西
顾地科技	北京、河北、安徽、湖北、河南、广东、重庆、甘肃
佛山日丰	天津、湖北、广东、重庆、陕西
武汉金牛	湖北

资料来源：各企业官网，太平洋证券研究院

过去三年，地产 500 强对管材管件前十名的品牌首选率，从 2017 年的 87%提升至 2019 年的 95%，品牌集中度越来越高，其中中国联塑位居第一，2019 年达到 29%，其次日丰、公元（永高）品牌首选率分别为 15%和 14%，在精装修渗透率提升以及地产集中度提升的背景下，品牌建材龙头优势愈发明显。

图表 14: 2017-2019 年 500 强地产管材管件品牌首选率

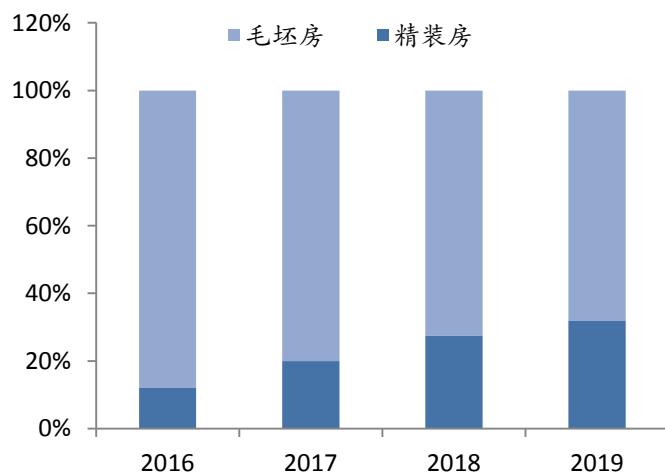
序号	品牌	2017		2018		2019	
		首选率		首选率		首选率	
1	联塑	25%		29%		29%	
2	伟星	14%		15%		15%	
3	日丰	12%		14%		14%	
4	中财	9%		13%		13%	
5	金德	7%		6%		6%	
6	公元	6%		5%		6%	
7	宏岳	5%		3%		5%	
8	多联实业	4%		2%		3%	
9	金牛角	3%		2%		2%	
10	中德管业	2%		1%		2%	
合计		87%		90%		95%	

资料来源：中国房地产业协会，中国房地产测评中心，太平洋证券研究院

精装房渗透率提升+地产集中度提升倒逼品牌龙头市占率提升。2019 年我国精装房渗透率达到 32%，提前完成国家要求 2020 年前达到全国 30%的水平，预计未来 2-3 年仍呈加速态势。我们认为精装房的推行使得消费建材领域进入良币驱逐劣币时代，过去零散的销售市场转向地产商集采，而地产商集采供应商主要集中在细分行业的前几位，因此，具有品牌溢价的龙头企业优势明显，地产集中度提升倒逼龙头市场份额提升。

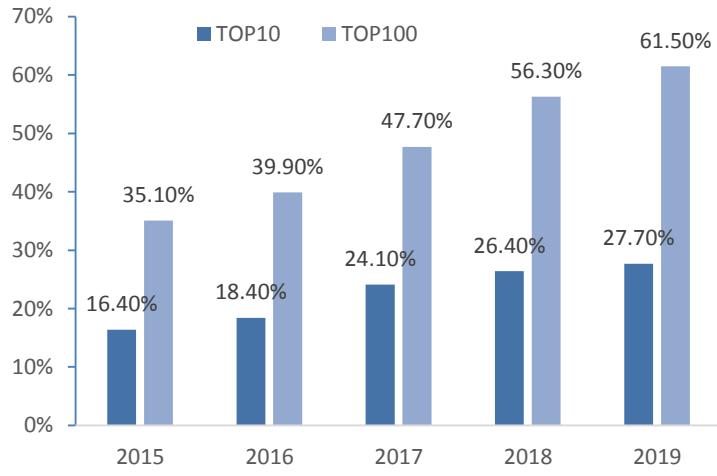
同时，2019 年国内 TOP10 地产商销售集中度达到 27.7%，TOP100 集中度达到 61.5%，同比提升 5 个 pct，在地产调控不断加码的背景下，土地成本居高不下、开发商融资渠道收紧导致小型地产开发商拿地愈发困难，规模发展受到限制，地产行业仍在加速向头部集中。未来的房地产市场将保持强者恒强的局面，而大型房企更重视自身品牌的维护，更倾向于与有实力的品牌供应商合作，与供应商强强联合的局面将推动上游行业集中度提升。

图表 15: 2019 年精装修渗透率达到 32%



资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

图表 16: 地产集中度快速提升（按销售额占比）



资料来源：中指研究院，太平洋证券研究院

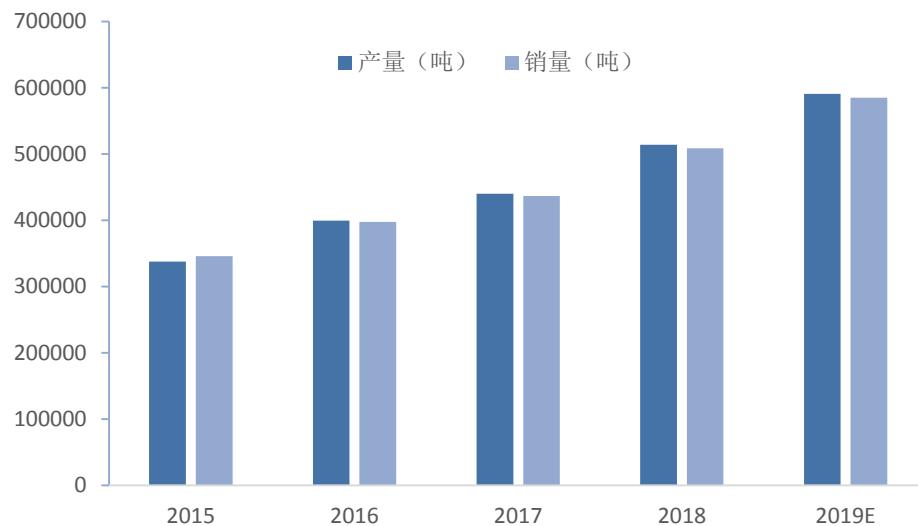
产能扩张+内部管理升级，老牌管材龙头重回增长快车道

产能稳步扩张，降本增效提升盈利水平

目前公司拥有浙江、上海、重庆、安徽、天津、广东广州及深圳7个生产基地，截止19年末公司总产能突破60万吨，其中PVC产能约40万吨，PE产能约15万吨，PPR产能约5万吨；过去5年公司产销率基本维持在100%左右，且销量符合增速约14%左右，保持稳定增长。

公司销售模式为以渠道经销为主（占比约70%），工程直揽（包括房地产配送、市政工程和燃气管道，占比20%左右）及出口为辅（占比10%左右），公司在全国拥有一级经销商2000多家，且与万科、恒大、中海等地产巨头保持良好战略关系，2019年公司继续入选万科A类供应商，且2019年地产500强首选率达到14%，同比提升12个pct，产品品质及品牌价值获得客户高度认可。

图表 17：2015-2019E 公司塑料管件管道产销量



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

产能继续扩张，市占率有望进一步提升。2020年公司成功发行7亿元可转债，将在湖南新建年产8万吨新型复合材料管道以及在浙江本部建设年产5万吨高性能管道，届时公司总产能将突破70万吨，进一步发挥规模优势，降本增加提升盈利水平。我们认为，随着公司新产能投产，产能布局更加完善，在精装修及地产集中度提升的背景下，B端业务有望继续快速放量。

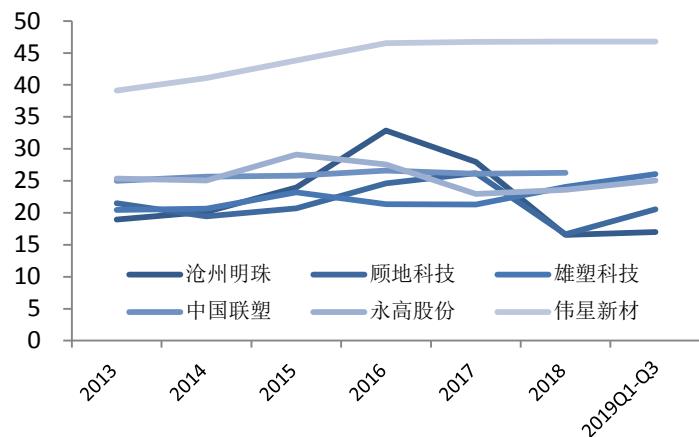
图表 18：公司可转债募投项目

项目名称	实施主体	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金投入 (万元)
新建年产 8 万吨新型复合材料塑料管道项目	湖南公元	41700	33700
新建年产 5 万吨高性能管道项目	公司	32022	25000
补充流动资金	公司	11300	11300
合计		85022	70000

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

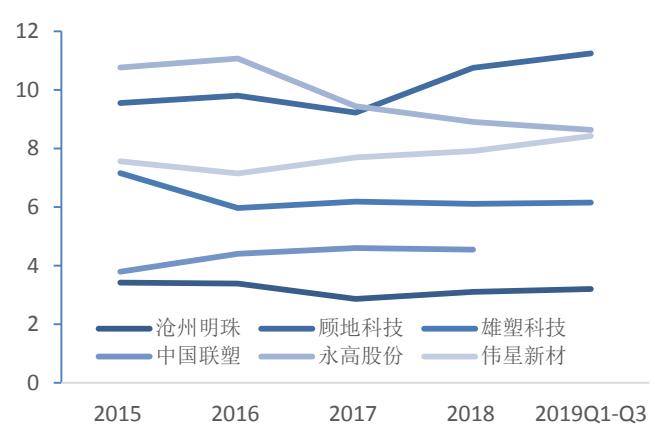
内部管理升级，盈利水平有望进一步提升。与竞争对手相比，永高毛利率低于同样以 B 端业务为主的中国联塑和雄塑科技，我们认为，主要由于公司产能是逐步爬坡的过程，产能规模优势逐步释放，到 19 年三季度末，公司毛利率达到 25% 左右，较年初提升约 1.5 个 pct；其次，公司内部管理不断升级，管理费用率从 15 年 10.77% 降至 19 年三季度的 8.63%，随着产能规模的不断扩张以及采取精细化管理措施（公司地产业务由原来的经销商配送逐渐转变为由公司直接配送，配送费用明显降低），整体费用有望进一步降低，盈利水平也将稳步提升。

图表 19：主要管材企业毛利率对比



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

图表 20：主要管材企业管理费用率对比

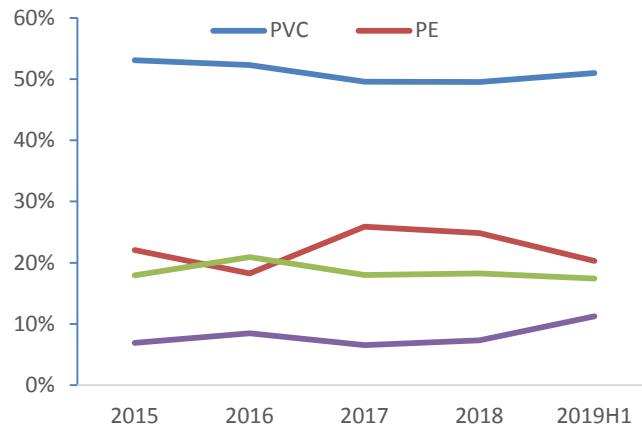


资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

成本下行带来业绩高弹性

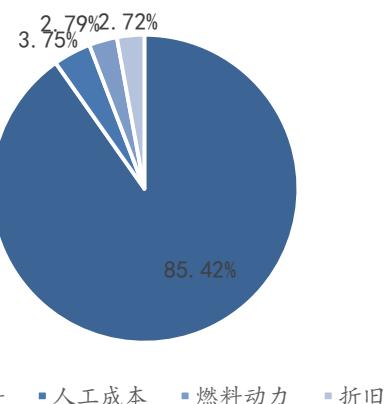
成本下行带来业绩弹性。从收入占比来看，过去几年 PVC 营收占比始终维持在 50% 左右，为公司第一大产品品类，公司生产所需主要原材料 PVC、PPR、PE 等专用树脂目前占公司塑料管道产品生产成本 85% 左右，而管材的生产过程属于物理过程，基本原材料与成品比例约 1:1，中间损耗很少。因此塑料管道生产专用树脂的采购价格波动是影响公司盈利水平的重要因素，该主要原材料属于石油化工行业下游产品，石油价格的大幅波动对公司原材料采购价格产生一定的影响。

图表 21：公司分产品营收占比



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

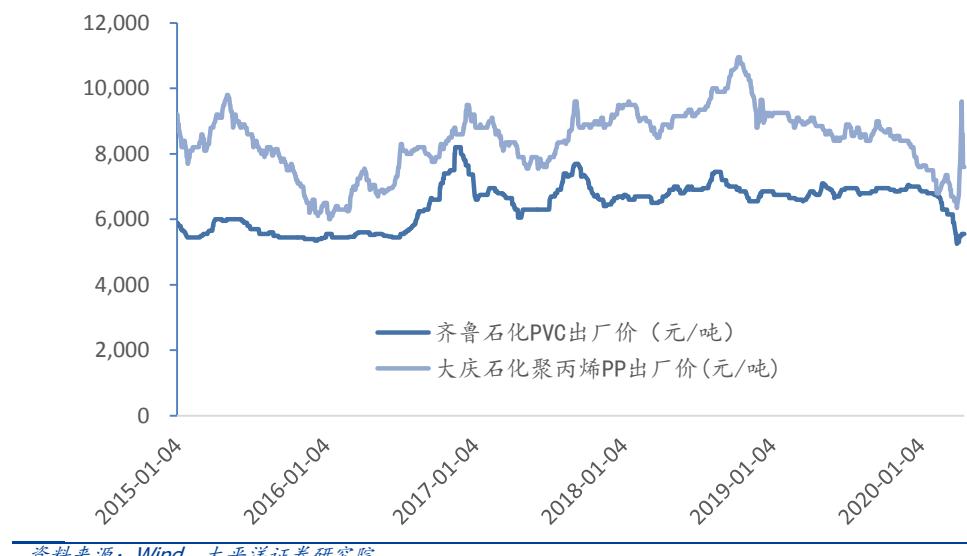
图表 22：2018 年公司成本构成分布



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

而近期由于原油价格暴跌，与之相关的 PVC、PP 等价格也出现不同程度回调，目前齐鲁石化 PVC 出厂价约 5550 元/吨，较年初下降约 1500 元/吨，同比下滑约 1300 元/吨；大庆石化 PP 出厂价约 7600 元/吨，同比下滑约 1500 元/吨。若原材料价格分别下行 100/500/1000 元/吨，我们测算，60 万吨产量将节省成本分别为 0.6/3/6 亿元，若原材料价格下降从二季度开始计算，以 Q1 营收占比约 20%测算，则 Q2-Q4 成本共节省约 0.48/2.4/4.8 亿元，而短期终端价格暂时以稳为主，业绩弹性十足。

图表 23：近期 PVC 和 PP 现货价格明显回落



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

图表 24: 原材料价格下行带来的成本节约测算 (亿元)

品类	产能 (万吨)	原材料价格降幅 (元/吨)		
		100	500	1000
PVC	40	0.4	2	4
PE	15	0.15	0.75	1.5
PPR	5	0.05	0.25	0.5
合计	60	0.6	3	6

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

盈利预测与投资建议

我们认为, 永高作为行业产能第二大企业, 集规模、品牌、渠道等优势于一体, 随着精装房渗透率与地产集中度不断提升, 叠加 20 年老旧小区改造规模扩大, 公司市场份额有望继续提升; 同时公司产能继续扩张提升规模优势, 内部管理不断升级, 未来盈利水平有望逐步提升。

根据消费建材类可比公司平均估值来看, 目前 PE (TTM) 约 35.6 倍, PB 约 4.6 倍, 明显高于永高股份的 14.5 倍和 2.2 倍。因此, 低估值、稳定成长的管材龙头极具性价比, 我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 5.12/6.93/8.28 亿元, 对应 EPS 分别为 0.46/0.62/0.74 元, 对应 PE 估值分别为 14.5/10.7/9 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 目标价 9.92 元。

图表 25: 可比公司估值对比 (收盘价截止 2020/4/17)

证券简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	PE(TTM)	PB(LF)	企业倍数 (EV2/EBITDA)
北新建材	25.70	434.20	98.43	3.11	37.32
兔宝宝	7.45	57.72	14.57	3.13	13.49
东方雨虹	37.57	587.75	28.19	5.59	28.44
伟星新材	11.70	184.05	18.72	4.74	13.18
坚朗五金	57.38	184.50	43.80	6.06	66.63
帝欧家居	27.48	105.79	18.69	2.90	13.09
蒙娜丽莎	23.10	92.91	21.31	3.18	14.94
雄塑科技	12.45	37.85	16.26	2.37	11.19
科顺股份	18.80	114.25	31.09	3.54	
三棵树	98.50	183.43	65.12	11.52	33.62
平均		198.25	35.62	4.61	25.77
永高股份	6.63	74.47	14.55	2.20	13.83

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	558	921	1572	1879	2239	营业收入	4570	5354	6290	7391	8574
应收和预付款项	840	1076	1131	1327	1540	营业成本	3520	4091	4712	5470	6345
存货	784	1015	1037	1204	1396	营业税金及附加	39	41	48	56	65
其他流动资产	225	207	246	286	328	销售费用	338	360	422	496	576
流动资产合计	2407	3219	3986	4696	5503	管理费用	431	314	369	433	502
长期股权投资	1	13	255	255	255	财务费用	12	23	20	26	31
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	33	88	5	4	4
固定资产	1771	1740	1511	1502	1290	投资收益	0	-3	-1	0	0
在建工程	61	52	112	2	22	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	291	284	268	252	237	营业利润	225	463	564	756	901
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	1	-21	-9	-5	-3
其他非流动资产	2226	2203	2255	2119	1913	利润总额	226	442	555	751	898
资产总计	4633	5422	6241	6815	7416	所得税	34	34	43	58	70
短期借款	393	458	529	730	773	净利润	193	408	512	693	828
应付和预收款项	445	637	673	786	912	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	193	408	512	693	828
其他负债	1104	1419	2291	2533	2811						
负债合计	1942	2514	3494	4049	4495						
股本	1123	1123	1123	1123	1123	预测指标					
资本公积	638	638	638	638	638		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	929	1145	983	1002	1157	毛利率	22.96%	23.59%	25.10%	26.00%	26.00%
归母公司股东权益	2690	2909	2747	2766	2921	销售净利率	4.22%	7.62%	8.14%	9.38%	9.66%
少数股东权益	0	0	0	0	0	销售收入增长率	21.30%	17.16%	17.49%	17.50%	16.00%
股东权益合计	2690	2909	2747	2766	2921	EBIT 增长率	-16.05%	94.78%	23.84%	35.01%	19.53%
负债和股东权益	4633	5422	6241	6815	7416	净利润增长率	-10.33%	111.73%	25.59%	35.28%	19.54%
						ROE	7.16%	14.02%	18.65%	25.06%	28.37%
						ROA	4.16%	7.52%	8.21%	10.17%	11.17%
						ROIC	8.04%	17.58%	36.34%	52.18%	70.71%
						EPS(X)	0.17	0.22	0.46	0.62	0.74
经营性现金流	206	417	871	893	1047	PE(X)	19.18	21.23	14.54	10.74	8.99
投资性现金流	-171	-194	-271	-87	-25	PB(X)	1.36	1.80	2.71	2.69	2.55
融资性现金流	-8	14	51	-499	-662	PS(X)	0.80	0.98	1.18	1.01	0.87
现金增加额	2	-4	0	0	0	EV/EBITDA(X)	7.90	7.06	8.21	6.36	5.18

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。