

002641.SZ

买入

市场价格：人民币 7.25

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	56.7	(9.9)	(21.6)	60.5
相对上证指数	28.4	(14.0)	(21.5)	18.6

发行股数(百万)	1,194
流通股(%)	78
总市值(人民币 百万)	8,656
3 个月日均交易额(人民币 百万)	80
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
公元塑业集团有限公司	41

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 11 月 27 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S0930510120013

永高股份

低估值管材龙头，业绩高速释放可期

公司是国内 B 端塑料管道龙头，主要深耕华东和华南市场。管材行业在精装房加速渗透驱动下行业集中度提升，2B 为主的公司有望充分受益。未来公司仍有较多产能投放，业绩有望快速增长，低估值龙头投资价值凸显。

支撑评级的要点

- **A 股 B 端管材龙头，坐拥多个生产基地，规模位列国内第二：**公司是国内大型综合类塑料管道生产企业，产销规模达到 A 股第一，以 B 端渠道为主。目前有天津、重庆、上海浦东、安徽广德、浙江黄岩、湖南岳阳、广东广州、深圳等共计 8 个基地，产能超过 60 万吨。
- **深耕华东与华南，主营 PVC 管材：**公司深耕华东和华南地区，2019 年公司华东、华南、其他区域分别收入为 37.4、9.1、16.4 亿元，收入占比分别为 59.4%、14.5%、26.1%。产品上，2019 年 PVC 管、PE 管、PP 管以及其他业务收入分别 30.3、13.7、10.7、8.2 亿元，收入占比分别为 48.2%、21.8%、17.0%、13.0%
- **行业集中度提升+“旧改”推进，B 端龙头充分受益：**随着下游房地产集中度提升以及精装房渗透率加速提升，行业集中度进入快速提升期。同时随着“旧改”逐步推进，老旧小区管网翻新需求明显增加。公司作为国内 B 端管材龙头，有望充分受益行业集中度提升与需求增长，业绩充分释放。
- **公司优势明显，业绩增长点明确：**公司相比同行优势明显：1. 产能较大，成本规模优势明显；2. 布局完善议价能力较强；3. 营销体系成熟，经销商体系完善；4. 品牌知名度明显，业内知名度高；5. 未来仍有较多产能释放。未来业绩有望高速增长。

估值

- 考虑未来公司仍有产能释放，2020-2022 年有望维持高增长，预计 2020-2022 年，公司营收为 73.6、88.3、101.6 亿元；净利润 7.9、9.4、10.6 亿元；EPS 0.64、0.76、0.86 元。首次覆盖给予公司 **买入** 评级。

评级面临的主要风险

- 原料价格大幅上涨，新产能投放不及预期，产品价格下滑，地产投资下降。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	5,354	6,291	7,360	8,832	10,157
变动(%)	17	17	17	20	15
净利润(人民币 百万)	245	514	793	939	1,060
全面摊薄每股收益(人民币)	0.198	0.416	0.642	0.760	0.858
变动(%)	28.1	110.0	54.4	18.4	12.9
全面摊薄市盈率(倍)	35.6	17.0	11.0	9.3	8.2
价格/每股现金流量(倍)	39.1	9.8	14.1	13.2	11.3
每股现金流量(人民币)	0.18	0.72	0.50	0.54	0.62
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	9.8	7.4	6.4	5.7
每股股息(人民币)	0.32	0.42	0.21	0.25	0.28
股息率(%)	4.5	5.9	3.0	3.5	4.0

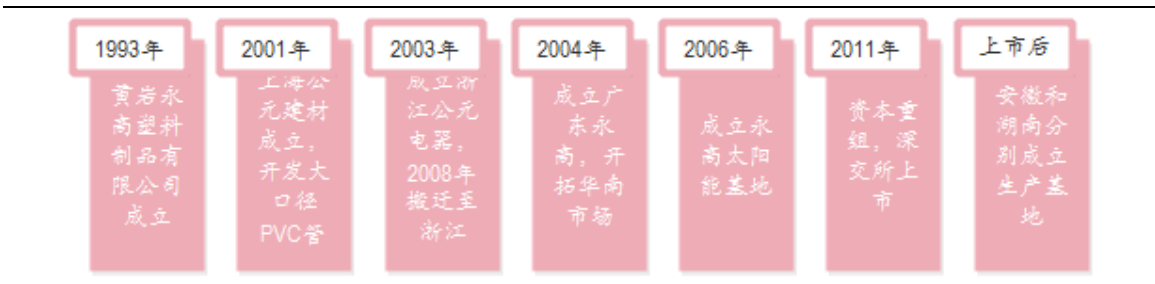
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、上市管材龙头股，塑管产销规模中国第二

1. 深耕塑料管道业务二十余年，塑管产品步步为营

A股上市塑管龙头，深耕行业 27 年：公司主要从事塑料管道产品的研发、生产和销售，是城乡管网建设的综合配套服务商。主要生产聚氯乙烯（PVC）、聚乙烯（PE）、无规共聚聚丙烯（PP-R）等几大系列，共计 5,000 余种不同规格、品种的管材、管件及阀门。经过多年的销售实践，公司建立起了以渠道经销为主，房地产配送、直接承揽工程、自营出口为辅的销售模式。目前，公司已构建了一张涵盖省地级中心城市，并辐射下属县城、乡镇的庞大经销网络。经过二十多年的诚信经营，公司已成为国内塑料管道行业中产品系列化、生产规模化、经营品牌化、布局全国化的大型城乡管网建设的综合配套服务商。

图表 88. 公司历史发展沿革

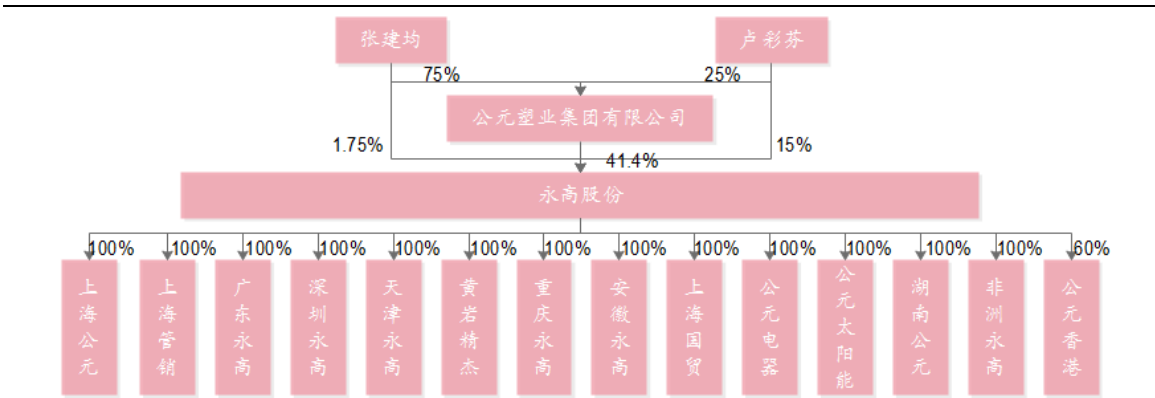


资料来源：万得，公司公告，中银证券

2. 实际控制人对公司掌控能力较强

张建均、卢彩芬夫妇为公司实际控制人：公司控股股东为公元塑业集团有限公司，张建均、卢彩芬夫妻两人分别持有公元塑业集团 75%、25% 的股权，为公司实际控制人。截至 2020 年上半年，卢彩芬、张建均分别直接持有公司 15%、1.75% 的股份，合计直接或间接控制公司 58.18% 的股份。股权集中，对公司掌控能力强。

图表 89. 公司股权结构图

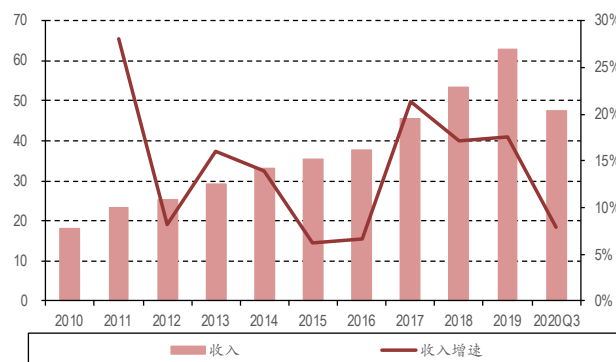


资料来源：万得，公司公告，中银证券

二、费用下降带来利润上升，营收稳步增长

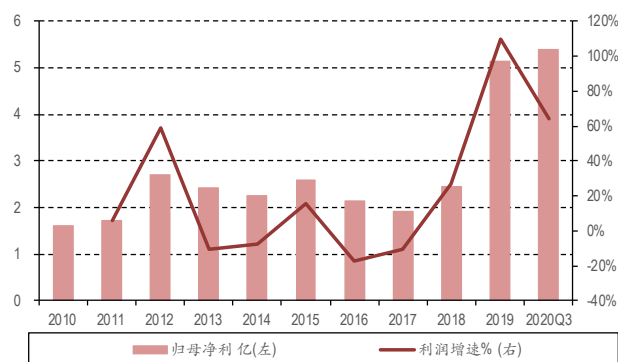
PVC 管材产能稳步增长，行业景气驱动产品量价齐升：PVC 管材管件、PE 管材管件、PPR 管材管件是公司主营产品，三者构成了永高股份主营业务收入的 85%。这三种主要产品具有节能、节水、节地节材等特点，符合我国政府倡导的节能减排和可持续发展的要求。近十年，公司营业收入规模稳步增长，净利润表现存在波动但这两年十分强势。过去几年，永高股份仍在开拓市场，部分区域产能未完全利用、材料价格波动等原因导致净利润在 2012-2017 年间波动下滑。而 2018 年开始，公司战略中前期营销、内部管理、智能制造的效果显著，期间费用下降，带来了净利润的上升。2020 年上半年受疫情影响，公司营业收入同比下降 0.04%，但二三季度公司净利润增长迅猛，主要由于原材料成本下降。

图表 90. 多年以来公司营业收入稳步增长



资料来源：万得，中银证券

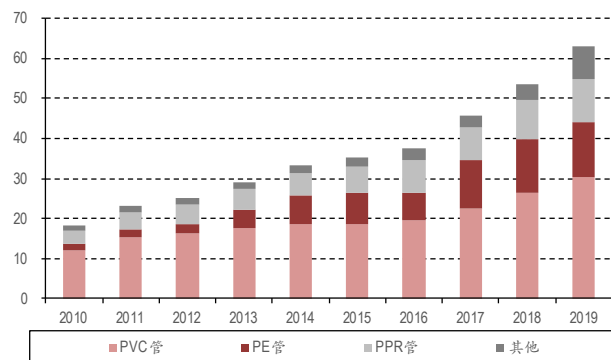
图表 91. 2018 年以来公司归母净利润表现亮眼



资料来源：万得，中银证券

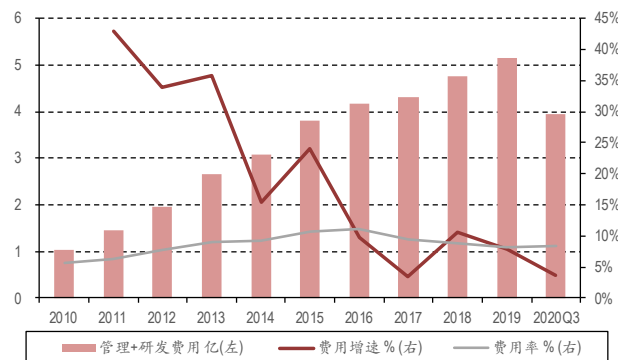
太阳能与电器开关业务布局多年，市场培育仍未完成：公司全资子公司公元太阳能主要从事太阳能光伏发电系统和新能源领域节能环保产品的研发、生产及销售。公司全资子公司公元电器主要从事电器开关等家电产品的开发研究和生产经营。主要产品为各类中高档电器开关、插座、断路器、浴霸、换气扇、集成吊顶电器等。公司布局太阳能有电器开关业务已经多年，但这两块业务都仍处于市场培育阶段，虽保持增长，但合计仅占公司主营收入的 5.6% 左右，前景如何，尚未可知。

图表 92. 塑料管是收入的主要构成



资料来源：万得，中银证券

图表 93. 近年来管理费用率有所下降



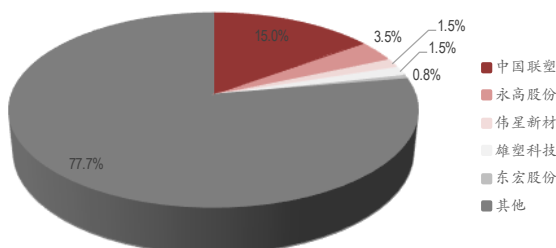
资料来源：万得，中银证券

三、塑料管道行业：需求稳健增加，产品标准化程度提升

1. 行业市场集中度较低，市场份额向龙头聚集

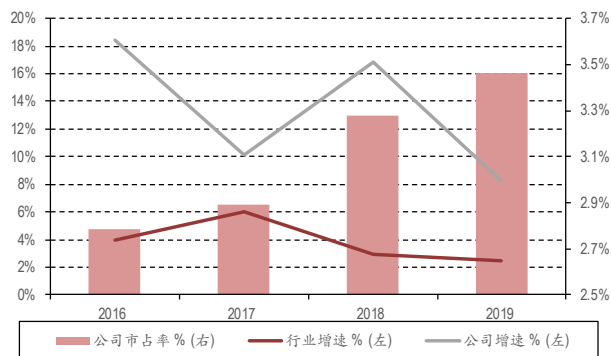
行业集中度不高，有较大发展空间：在中国内地，管材行业企业数量众多，但集中度较低。2019 年行业产量总产能 1606 万吨，公司产量 55.64 万吨，行业市占率达到 3.46%，位居行业第二。虽然行业整体集中度不高，但过去几年，行业的集中度已经在不断提，中国塑联集中度从 11.01% 提升到 14.93%，永高股份市占率从 2.53% 提升到 3.46%。行业集中度提升的原因主要有以下几点：行业质量标准提升，中小企业在新标准下经营压力变大；城镇化持续推进、海绵城市发展、市场对塑料管道的需求质量提高，中小企业产品质量面对难题；政策倡导塑管行业发展节能环保和可持续生产能力，国家指定一系列鼓励、促进行业发展的政策及发展规划，行业标准趋严，中小企业落后产能淘汰加剧。

图表 94. 塑料管行业集中度较低



资料来源：万得，中银证券

图表 95. 公司市占率逐年提升



资料来源：万得，中银证券

2. 行业市场集中度较低，市场份额向龙头聚集

住宅改造带来较大管材需求扩大：2020 年 7 月 20 日，国务院发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，明确表示力争到“十四五”收官阶段基本完成 2000 年底前建成的老旧小区的改造任务。2020 年要改造老旧小区 3.9 万个。塑料管材应用于多层住宅给排水工厂改造、小区污水外线更换工程等。老旧小区改造将为整个塑管行业带来较显著的需求增长。

图表 96. 政策推动行业高质量发展

政策名称	发布单位	发布时间
《塑料加工业技术进步“十三五”发展指导意见》	塑料加工协会	2017-07
《塑料加工业“十三五”发展规划指导意见》	塑料加工协会	2016-04
《中国塑料管道行业“十三五”期间发展建议》	中塑协管道专委会	2016-04
《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》	国务院	2015-10
《国务院办公厅关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》	国务院	2015-08
《中国制造 2025》	国务院	2015-05
《水污染防治行动计划》	国务院	2015-04
《国务院关于加强地下管线建设管理的指导意见》	国务院	2014-06
《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》	国务院	2013-10

资料来源：国务院、塑料加工协会、中塑协管道专委会，中银证券

四、规模优势显著、营销体系成熟、品牌优势发酵

1. 深耕华东地区，产能辐射全国，行业影响力扩大

深耕华东地区，辐射全国：公司起步于浙江省，主要生产基地大多布局在华东地区。随着近年新的产能不断布局，公司已在全国拥有七个生产基地，生产基地布局广泛，使公司产品运输半径覆盖全国大多数地区。公司年产能 60 万吨，塑管产销规模达全国第二，仅次于港股上市的中国联塑。随着

产能和销售半径的进一步完善，公司的行业影响力不断增强。

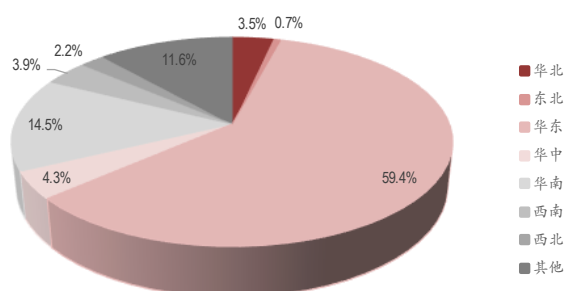
2.规模较大、成本优势明显，布局完善、议价能力较强

产能行业第二，规模带来议价能力：目前，公司年生产能力在 60 万吨以上，塑管产销规模在国内可比上市公司中位列第二，是目前国内 A 股上市的规模最大的塑料管道企业。公司在全国拥有七大生产基地，合理的生产基地布局使公司运送产品半径能够覆盖全国绝大多数地区。公司与万科、中海、招商、恒大等地产巨头保持着良好的战略合作关系。享受到下游地产行业扩张带来的红利。凭借规模优势，公司在采购上具有较高的议价能力和获取供应商信用的能力，在渠道上具有较强的掌控能力，能保持较低的运营成本。

3.营销体系成熟、经销商体系完善

公司在全国拥有一级经销商 2,200 多家。公司通过以渠道经销为主、房地产直接配送、直接承揽工程、自营出口为辅的销售模式，在全国建立了经销商、分销商、零售商多层次、一体化的销售网络体系，可以实现产品的快速分流。经销商的分销模式有利于公司构建完善的销售网络，实现迅速抢占市场、转嫁工程项目的应收款风险和降低运营成本的目的，进一步巩固市场。

图表 97. 公司深耕华东，收入占比达到 59.4%



资料来源：公司官网，中银证券

图表 98. 公司注重营销，聘请黄渤作为代言人



资料来源：公司官网，中银证券

4.品牌优势，行业内知名度高

公司精耕塑料管道行业二十余年，凭借对诚信经营理念的坚持、对产品质量的追求，在行业内积累了不小的知名度，再加上公司近些年加大了营销力度，在行业内具有一定的品牌优势。“公元”牌塑料管道、“ERA 公元”和“永高牌”商标曾获多项国家级、省级殊荣。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	5,354	6,291	7,360	8,832	10,157
销售成本	4,091	4,670	5,446	6,536	7,516
经营费用	714	785	983	1,192	1,386
息税折旧前利润	514	809	1,073	1,247	1,391
折旧及摊销	212	218	179	186	191
经营利润 (息税前利润)	302	592	894	1,061	1,200
净利息收入/(费用)	(23)	(2)	(3)	(6)	(9)
其他收益/(损失)	(24)	(7)	5	8	8
税前利润	279	589	891	1,055	1,191
所得税	34	76	98	116	131
少数股东权益	0	0	0	0	2
净利润	245	514	793	939	1,060
核心净利润	269	521	789	932	1,052
每股收益 (人民币)	0.198	0.416	0.642	0.760	0.858
核心每股收益 (人民币)	0.218	0.422	0.638	0.754	0.852
每股股息 (人民币)	0.318	0.418	0.210	0.250	0.280
收入增长(%)	17	17	17	20	15
息税前利润增长(%)	26	96	51	19	13
息税折旧前利润增长(%)	16	57	33	16	12
每股收益增长(%)	28	110	54	18	13
核心每股收益增长(%)	66	94	51	18	13

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	925	1,005	1,330	1,352	1,729
应收帐款	1,134	1,248	1,447	1,897	2,139
库存	1,015	989	1,143	1,402	1,590
其他流动资产	129	146	154	154	154
流动资产总计	3,219	3,396	4,075	4,805	5,611
固定资产	1,740	1,726	1,617	1,549	1,377
无形资产	284	388	375	385	372
其他长期资产	178	214	158	370	365
长期资产总计	2,203	2,328	2,149	2,304	2,114
总资产	5,422	5,723	6,224	7,110	7,725
应付帐款	1,307	1,356	1,568	1,961	2,229
短期债务	458	86	86	163	163
其他流动负债	625	731	445	94	(323)
流动负债总计	2,391	2,173	2,099	2,218	2,069
长期借款	0	0	0	6	6
其他长期负债	123	168	186	237	254
股本	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123
储备	1,785	2,259	2,817	3,526	4,273
股东权益	2,909	3,382	3,940	4,649	5,396
少数股东权益	0	0	0	51	53
总负债及权益	5,422	5,723	6,224	7,110	7,725
每股帐面价值 (人民币)	2.35	2.74	3.51	4.09	4.76
每股有形资产 (人民币)	4.07	4.23	5.11	5.68	6.24
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.28)	(0.61)	(0.94)	(0.84)	(1.16)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	279	589	891	1,055	1,191
折旧与摊销	212	218	179	186	191
净利息费用	23	2	3	6	9
运营资本变动	(126)	313	428	589	579
税金	170	221	441	537	634
其他经营现金流	(393)	143	(526)	(597)	(750)
经营活动产生的现金流	417	859	560	598	695
购买固定资产净值	167	328	1	0	0
投资减少/增加	14	1	(5)	289	(5)
其他投资现金流	(14)	361	1	294	0
投资活动产生的现金流	(194)	33	5	5	5
净增权益	0	(2)	0	0	0
净增债务	65	(372)	0	0	0
支付股息	393	517	236	281	314
其他融资现金流	342	471	(3)	(6)	(8)
融资活动产生的现金流	14	(420)	(239)	(287)	(323)
现金变动	233	129	325	22	376
期初现金	558	925	1,005	1,330	1,352
公司自由现金流	223	893	564	603	699
权益自由现金流	630	991	562	597	691

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.6	12.9	14.6	14.1	13.7
息税前利润率(%)	5.6	9.4	12.1	12.0	11.8
税前利润率(%)	5.2	9.4	12.1	11.9	11.7
净利率(%)	4.6	8.2	10.8	10.6	10.5
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.6	1.9	2.2	2.7
利息覆盖率(倍)	22.6	356.1	382.9	211.8	160.4
净权益负债率(%)	(11.8)	(22.2)	(26.9)	(20.4)	(24.2)
速动比率(倍)	0.9	1.1	1.4	1.5	1.9
估值					
市盈率(倍)	35.6	17.0	11.0	9.3	8.2
核心业务市盈率(倍)	32.5	16.7	11.1	9.4	8.3
市净率(倍)	3.0	2.6	2.0	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	39.1	9.8	14.1	13.2	11.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	9.8	7.4	6.4	5.7
周转率					
存货周转天数	69.2	57.4	56.7	58.0	57.1
应收帐款周转天数	77.3	72.4	71.8	78.4	76.9
应付帐款周转天数	116.7	106.0	105.1	109.5	108.3
回报率					
股息支付率(%)	160.7	100.6	32.7	32.9	32.6
净资产收益率(%)	8.4	15.2	20.1	20.2	19.7
资产收益率(%)	4.5	9.0	12.7	13.2	13.7
已运用资本收益率(%)	7.6	14.2	18.9	18.7	18.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测