

永高股份 (002641)

证券研究报告

2021年04月27日

20FY/21Q1 业绩高增长，看好扩张持续性

收入/利润保持较高增长，中长期持续扩张可期，维持“买入”评级

公司发布 20 年年报及 21 年一季报，20 年实现营收 70.4 亿元，yoy+11.9%，归母净利润 7.7 亿元，yoy+49.8%，与业绩快报数值基本一致，扣非净利润 7.2 亿元，yoy+50.9%，20 年公司 CFO 净流入 10.7 亿元，同比多流入 2.1 亿元。21Q1 公司实现营收/归母净利 yoy+87%/+98%，相比 19Q1 增长+33%/29%，延续较高的收入利润增长态势。公司 20 年行业市占率提升 0.5pct 至 3.98%，21FY 预算营收 yoy+17.8%，我们认为行业整合有望延续，随着产能及渠道布局进一步优化，公司中长期规模扩张持续性有望较强，预计 21-23 年 EPS 0.71/0.85/0.99 元，性价比较高，维持“买入”评级。

营收保持较高增长，产能扩张奠定未来成长基础

分季度看，20Q1-21Q1 公司单季度营收增速-29%/21%/22%/21%/87%，归母净利润增速 -35%/70%/102%/24%/98%，扣非净利润增速 -52%/-80%/99%/24%/182%。分业务看，20FY 公司管道业务收入 62.4 亿元，yoy+9.8%，PVC/PE/PPR 管材营收占比 48%/22%/15%，比例基本稳定，PPR 占比同比略有降低。20FY 公司塑料管道销量 64.7 万吨，yoy+17.7%，均价 0.96 万元/吨，yoy-6.8%，或与原材料价格同比下跌相关。20FY 末公司产能 80 余万吨，19 年末为 60 余万吨，我们认为公司后续产能有望持续扩张，且布局有望更加合理，为公司中长期成长奠定基础。

毛利率受益原材料价格下降，规模效应有望逐步显现

20FY 公司 PVC/PE/PPR 管道同口径毛利率同比变化+1.84/+4.39/+3.64pct，我们判断主要与树脂等原材料 20 年初大幅降价，且后期公司通过套期保值规避部分材料价格上涨风险有关，此外也与公司优化生产流程带来人力/能源节约相关。21Q1 毛利率同比降 2.7pct，我们判断同口径毛利率变化或不大，16-19 年公司运输费占收入比重平均为 2.67%。20FY 公司销售（剔除运输费用）/管理/财务/研发费用率同比变动-0.19/-0.15/-0.11/+0.15pct，随着公司规模扩张，费用端规模效应开始逐步显现。

现金流保持较好水平，维持“买入”评级

公司 20FY CFO 净流入同比增加 2.1 亿元，收现比 109%，同比升 5.3pct，现金流保持较好水平。公司太阳能业务 20FY 营收/净利分别为 4.2/0.17 亿元，电器开关贡献收入 0.43 亿元，二者对公司整体业绩影响较小，后续管材业务预计仍是核心增长驱动力。公司 21 年预算在营收增长 17.8%基础上，三费增速目标不高于 12%。今年以来原材料涨价明显，我们略微调整净利润，预计 21-23 年 EPS 0.71/0.85/0.99 元（21/22 年前值 0.85/0.99 元），结合可比公司估值及公司规模，给予 21 年 13 倍 PE，对应目标价 9.23 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料涨价超预期；大 B 端业务回款不及预期；产能释放延迟。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,290.61	7,036.30	8,737.30	10,112.04	11,423.87
增长率(%)	17.50	11.85	24.17	15.73	12.97
EBITDA(百万元)	1,065.81	1,326.89	1,091.34	1,284.81	1,496.79
净利润(百万元)	513.72	769.61	882.91	1,053.59	1,228.08
增长率(%)	109.96	49.81	14.72	19.33	16.56
EPS(元/股)	0.42	0.62	0.71	0.85	0.99
市盈率(P/E)	16.57	11.06	9.64	8.08	6.93
市净率(P/B)	2.52	1.81	1.56	1.34	1.14
市销率(P/S)	1.35	1.21	0.97	0.84	0.75
EV/EBITDA	4.00	4.39	5.34	3.58	2.52

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	6.89 元
目标价格	9.23 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,235.38
流通 A 股股本(百万股)	1,129.73
A 股总市值(百万元)	8,511.79
流通 A 股市值(百万元)	7,783.85
每股净资产(元)	3.80
资产负债率(%)	43.82
一年内最高/最低(元)	9.64/5.80

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

熊可为 联系人
xiongkewei@tfzq.com

股价走势



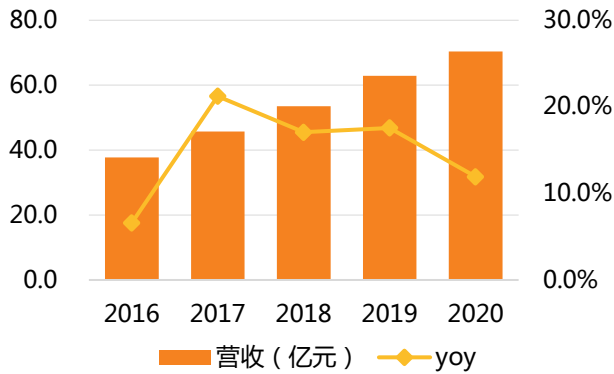
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《永高股份-季报点评:收入继续稳步扩张，单季度净利润率创历史新高》2020-10-20
- 《永高股份-半年报点评:Q2 单季度营收恢复较快增长，盈利能力持续提升》2020-08-18
- 《永高股份-年报点评报告:增长快于行业，弹性继续释放》2020-05-05

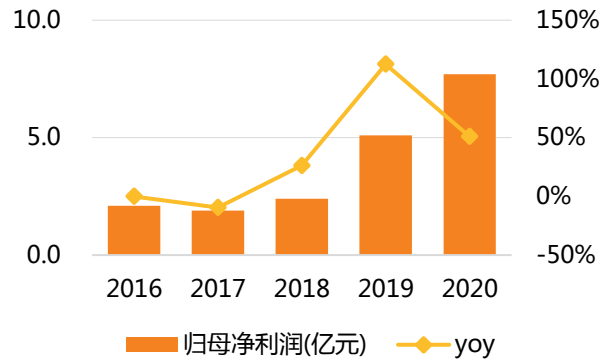
公司经营数据及可比公司估值表

图 1：公司历年营收及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：可比公司估值

公司名称	股价	市值			EPS (元/股)			PE		
		(百万元)	20A	21E	22E	20A	21E	22E		
帝欧家居	19.12	7,436	1.46	2.02	2.54	13.1	9.5	7.5		
伟星新材	25.18	40,089	0.75	0.86	0.98	33.6	29.4	25.7		
蒙娜丽莎	35.33	14,444	1.39	1.85	2.39	25.5	19.1	14.8		
中国联塑	19.98	61,986	1.21	1.41	1.62	16.5	14.1	12.3		
	平均值					22.2	18.0	15.1		
永高股份	6.89	8,512	0.71	0.85	0.99	9.6	8.1	6.9		

资料来源：wind，天风证券研究所，除永高股份外其他盈利预测来源于wind一致预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	996.25	1,724.44	2,407.91	3,697.84	4,616.83
应收票据及应收账款	1,214.08	1,386.27	1,865.82	1,319.81	2,279.09
预付账款	146.22	224.82	194.14	297.05	271.24
存货	988.68	1,176.97	1,645.72	1,576.90	2,081.16
其他	50.73	451.32	343.05	382.14	278.30
流动资产合计	3,395.96	4,963.83	6,456.63	7,273.73	9,526.62
长期股权投资	13.02	12.79	12.79	12.79	12.79
固定资产	1,726.26	1,721.25	1,780.35	1,804.03	1,793.46
在建工程	80.64	322.65	229.59	185.75	141.45
无形资产	387.59	406.55	394.79	383.02	371.26
其他	120.22	123.22	115.41	114.32	114.19
非流动资产合计	2,327.73	2,586.46	2,532.92	2,499.92	2,433.15
资产总计	5,723.68	7,550.29	8,989.55	9,773.65	11,959.77
短期借款	85.83	78.46	90.00	100.00	150.00
应付票据及应付账款	1,355.84	1,698.86	2,063.61	2,309.27	2,628.53
其他	731.49	900.72	1,234.80	859.31	1,574.05
流动负债合计	2,173.16	2,678.05	3,388.42	3,268.58	4,352.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	168.05	171.77	154.29	164.70	163.59
非流动负债合计	168.05	171.77	154.29	164.70	163.59
负债合计	2,341.21	2,849.81	3,542.71	3,433.28	4,516.16
少数股东权益	0.00	0.00	(0.87)	(1.91)	(3.13)
股本	1,123.20	1,235.38	1,235.38	1,235.38	1,235.38
资本公积	637.72	1,226.75	1,226.75	1,226.75	1,226.75
留存收益	2,259.17	3,462.81	4,212.33	5,106.90	6,211.35
其他	(637.63)	(1,224.46)	(1,226.75)	(1,226.75)	(1,226.75)
股东权益合计	3,382.47	4,700.48	5,446.84	6,340.37	7,443.61
负债和股东权益总计	5,723.68	7,550.29	8,989.55	9,773.65	11,959.77

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	513.72	768.85	882.91	1,053.59	1,228.08
折旧摊销	217.54	227.98	105.73	111.92	116.63
财务费用	10.32	15.13	1.75	3.03	3.43
投资损失	1.10	(3.27)	4.00	6.00	5.00
营运资金变动	132.36	376.24	(150.20)	304.51	(350.88)
其它	(15.75)	(319.19)	(30.83)	(51.07)	(51.21)
经营活动现金流	859.29	1,065.73	813.35	1,427.99	951.05
资本支出	286.72	476.49	77.47	69.59	51.12
长期投资	(0.24)	(0.23)	0.00	0.00	0.00
其他	(594.78)	(1,566.08)	(81.47)	(55.59)	(6.12)
投资活动现金流	(308.30)	(1,089.82)	(4.00)	14.00	45.00
债权融资	85.83	78.46	90.00	100.00	150.00
股权融资	(5.01)	708.49	(4.04)	(3.03)	(3.43)
其他	(501.04)	(266.30)	(211.84)	(249.02)	(223.63)
筹资活动现金流	(420.23)	520.65	(125.88)	(152.05)	(77.06)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	130.76	496.57	683.47	1,289.93	919.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,290.61	7,036.30	8,737.30	10,112.04	11,423.87
营业成本	4,670.28	5,236.04	6,603.73	7,612.03	8,574.44
营业税金及附加	44.00	51.98	61.16	72.81	83.39
营业费用	431.54	317.42	384.44	434.82	479.80
管理费用	309.92	325.45	401.92	455.04	502.65
研发费用	204.19	239.15	279.59	323.59	365.56
财务费用	2.27	(5.09)	1.75	3.03	3.43
资产减值损失	(26.35)	(6.85)	(13.11)	(15.17)	(17.14)
公允价值变动收益	(0.21)	0.47	(29.96)	(50.03)	(50.00)
投资净收益	(9.12)	(10.32)	(4.00)	(6.00)	(5.00)
其他	76.87	4.48	37.27	72.86	74.77
营业利润	587.22	883.58	1,014.51	1,209.05	1,411.95
营业外收入	8.06	3.09	3.00	3.00	3.00
营业外支出	5.83	5.11	6.00	5.00	8.00
利润总额	589.45	881.57	1,011.51	1,207.05	1,406.95
所得税	75.73	112.72	129.47	154.50	180.09
净利润	513.72	768.85	882.04	1,052.55	1,226.86
少数股东损益	0.00	(0.76)	(0.87)	(1.04)	(1.21)
归属于母公司净利润	513.72	769.61	882.91	1,053.59	1,228.08
每股收益(元)	0.42	0.62	0.71	0.85	0.99

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	17.50%	11.85%	24.17%	15.73%	12.97%
营业利润	95.67%	50.47%	14.82%	19.18%	16.78%
归属于母公司净利润	109.96%	49.81%	14.72%	19.33%	16.56%
获利能力					
毛利率	25.76%	25.59%	24.42%	24.72%	24.94%
净利率	8.17%	10.94%	10.11%	10.42%	10.75%
ROE	15.19%	16.37%	16.21%	16.61%	16.49%
ROIC	21.60%	31.94%	33.47%	38.29%	50.90%
偿债能力					
资产负债率	40.90%	37.74%	39.41%	35.13%	37.76%
净负债率	-26.92%	-35.02%	-42.56%	-56.74%	-60.01%
流动比率	1.56	1.85	1.91	2.23	2.19
速动比率	1.11	1.41	1.42	1.74	1.71
营运能力					
应收账款周转率	5.41	5.41	5.37	6.35	6.35
存货周转率	6.28	6.50	6.19	6.28	6.25
总资产周转率	1.13	1.06	1.06	1.08	1.05
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.62	0.71	0.85	0.99
每股经营现金流	0.70	0.86	0.66	1.16	0.77
每股净资产	2.74	3.80	4.41	5.13	6.03
估值比率					
市盈率	16.57	11.06	9.64	8.08	6.93
市净率	2.52	1.81	1.56	1.34	1.14
EV/EBITDA	4.00	4.39	5.34	3.58	2.52
EV/EBIT	5.00	5.29	5.91	3.92	2.73

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