

永高股份 (002641)

证券研究报告

2021年08月25日

Q2 单季度利润承压，看好中长期产能扩张

收入保持较高增长，维持“买入”评级

8月24日晚公司发布21年中报，21H1公司实现收入39.5亿元，YOY+41.0%，归母净利润2.5亿元，YOY-8.7%，与此前业绩快报一致，符合我们与市场的预期。其中21Q2单季度实现收入23.7亿元，YOY+21%，归母净利润1.8亿元，YOY-25.7%，受原材料涨价影响，利润端承压明显。我们认为管材行业整合有望延续，随着公司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，维持“买入”评级。

Q2 单季度利润承压，预计 21H2 毛利率下行压力有望缓释

21Q1/Q2 公司单季度营收增速 87%/21%，单季度归母净利增速 97%/-26%，Q2 单季度利润承压主要系原材料涨价影响下毛利率同比下降明显（21Q2 同比-4.7pct）叠加减值损失同比增加（0.1 亿）所致。21H1 公司管道业务实现收入 34.3 亿元，YOY+39.1%，其中 PVC/PE/PPR 管材分别实现收入 20.0/6.6/6.5 亿元，YOY+50.2%/+18.4%/+38.9%，21H1 公司销售毛利率 19.7%，同比-4.04pct，其中 PVC/PE/PPR 管材的毛利率同比-5.6/-0.66/-1.2pct。展望 21H2，若管材产品售价及成本维持稳定，我们预计 21Q3 毛利率环比维持稳定，同比 20Q3 或仍有较大的压力，但进入 Q4，毛利率下行压力或有明显减缓。

费用率控制能力增强，现金流仍存改善空间

21H1 年公司期间费用率 11.99%，同比下降 1.13pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别变动-0.59/-0.06/-0.41/-0.08pct，随着公司规模扩张，费用端规模效应逐步显现。21H1 公司资产（含信用）减值损失同比多计提 0.41 亿元，综合影响下，21H1 公司净利率 6.39%，同比下降 3.48pct。21H1 公司 CFO 净流出 2.57 亿元，同比多流出 6.89 亿元，收现比 107%，同比-0.09pct，付现比 102%，同比+0.12pct，现金流承压主要系收现同比减少且付现同比增加较多所致。21H1 公司应收票据同比增加 0.74 亿元，应收账款同比增加 2.26 亿元。

看好公司中长期规模扩张持续性，维持“买入”评级

20 年末公司产能 80 余万吨，19 年末为 60 余万吨，我们预计 21 年产能同比增长 20%左右，其中：1）台州黄岩基地 21 年释放 70%-80%的产能；2）湖南岳阳 21 年预计投放 30%的产能；3）21 年山东市场划分给天津永高，就近服务市场客户，也能有效的降低物流成本，产能利用率有望提升；4）安徽、重庆等基地的产能有所提升，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。我们维持对公司 21-23 年归母净利 7.8/9.8/11.7 亿元的预测，参照可比公司估值，认可给予 21 年 13 倍 PE，对应目标价 8.19 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	8,546.26	9,892.34	11,352.11
增长率(%)	17.50	11.85	21.46	15.75	14.76
EBITDA(百万元)	1,065.81	1,326.89	1,001.34	1,201.38	1,425.19
净利润(百万元)	513.72	769.61	782.51	981.39	1,165.78
增长率(%)	109.96	49.81	1.68	25.42	18.79
EPS(元/股)	0.42	0.62	0.63	0.79	0.94
市盈率(P/E)	13.59	9.07	8.92	7.11	5.99
市净率(P/B)	2.06	1.48	1.31	1.15	1.00
市销率(P/S)	1.11	0.99	0.82	0.71	0.61
EV/EBITDA	4.00	4.39	4.37	2.80	1.89

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	5.65 元
目标价格	8.19 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)	6,979.92
流通 A 股市值(百万元)	6,382.98
每股净资产(元)	3.80
资产负债率(%)	43.82
一年内最高/最低(元)	9.35/5.42

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
wangtaoa@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

股价走势



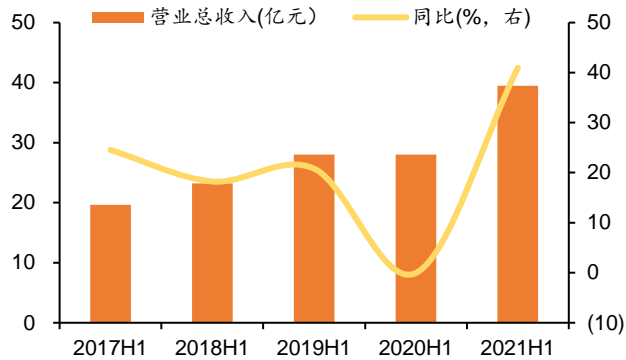
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《永高股份-公司点评:21H1 收入维持较快增长，看好产能持续性扩张》2021-07-20
- 《永高股份-年报点评报告:20FY/21Q1 业绩高增长，看好扩张持续性》2021-04-27
- 《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

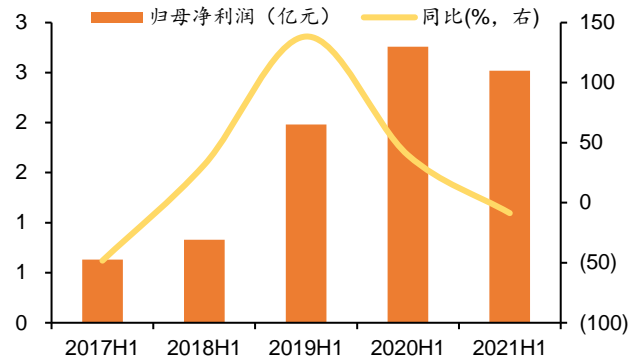
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司历年中报营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司历年中报归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

公司名称	股价	市值 (百万元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
帝欧家居	13.75	5,320	1.46	2.00	2.49	9.4	6.9	5.5
伟星新材	20.88	33,243	0.75	0.86	1.00	27.9	24.2	20.9
蒙娜丽莎	27.58	11,305	1.38	1.85	2.39	20.0	14.9	11.5
中国联塑	14.48	44,923	1.21	1.41	1.62	12.0	10.3	9.0
平均值						17.3	14.1	11.7
永高股份	5.65	6,980	0.62	0.63	0.79	9.1	9.0	7.1

注：数据截至 20210824 收盘，除永高股份 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	996.25	1,724.44	2,319.91	3,400.23	4,167.98
应收票据及应收账款	1,214.08	1,386.27	1,794.71	1,321.70	2,254.59
预付账款	146.22	224.82	190.09	294.09	274.78
存货	988.68	1,176.97	1,618.42	1,558.21	2,103.57
其他	50.73	451.32	340.84	381.66	277.81
流动资产合计	3,395.96	4,963.83	6,263.97	6,955.89	9,078.73
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	8,796.89	9,455.80	11,511.88
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	2,027.22	2,283.24	2,659.57
其他	731.49	900.72	1,216.00	853.70	1,575.91
流动负债合计	2,173.16	2,678.05	3,333.22	3,236.94	4,385.48
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	3,487.51	3,401.65	4,549.07
少数股东权益	0.00	0.00	(0.77)	(1.74)	(2.89)
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	4,074.76	4,820.51	5,730.32
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	5,309.37	6,054.15	6,962.81
负债和股东权益总计	5,723.68	7,550.29	8,796.89	9,455.80	11,511.88

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	513.72	768.85	782.51	981.39	1,165.78
折旧摊销	217.54	227.98	105.73	111.92	116.63
财务费用	10.32	15.13	1.71	2.97	3.41
投资损失	1.10	(3.27)	4.00	6.00	5.00
营运资金变动	132.36	376.24	(100.73)	243.65	(307.54)
其它	(15.75)	(319.19)	(30.73)	(51.00)	(51.15)
经营活动现金流	859.29	1,065.73	762.48	1,294.93	932.13
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	(4.00)	(2.97)	(3.41)
其他	(501.04)	(266.30)	(249.01)	(325.64)	(355.97)
筹资活动现金流	(420.23)	520.65	(163.01)	(228.61)	(209.38)
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	595.47	1,080.32	767.75

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	8,546.26	9,892.34	11,352.11
营业成本	4,670.28	5,236.04	6,539.86	7,503.39	8,583.17
营业税金及附加	44.00	51.98	59.82	71.22	82.87
营业费用	431.54	317.42	376.04	425.37	476.79
管理费用	309.92	325.45	393.13	445.16	499.49
研发费用	204.19	239.15	273.48	316.55	363.27
财务费用	2.27	(5.09)	1.71	2.97	3.41
资产减值损失	(26.35)	(6.85)	(25.64)	(14.84)	(17.03)
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	62.34	72.20	74.55
营业利润	587.22	883.58	899.49	1,126.34	1,340.58
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	896.49	1,124.34	1,335.58
所得税	75.73	112.72	114.75	143.92	170.95
净利润	513.72	768.85	781.74	980.42	1,164.63
少数股东损益	0.00	(0.76)	(0.77)	(0.97)	(1.15)
归属于母公司净利润	513.72	769.61	782.51	981.39	1,165.78
每股收益(元)	0.42	0.62	0.63	0.79	0.94

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	17.50%	11.85%	21.46%	15.75%	14.76%
营业利润	95.67%	50.47%	1.80%	25.22%	19.02%
归属于母公司净利润	109.96%	49.81%	1.68%	25.42%	18.79%
获利能力					
毛利率	25.76%	25.59%	23.48%	24.15%	24.39%
净利率	8.17%	10.94%	9.16%	9.92%	10.27%
ROE	15.19%	16.37%	14.74%	16.21%	16.74%
ROIC	21.60%	31.94%	29.68%	36.33%	48.10%
偿债能力					
资产负债率	40.90%	37.74%	39.64%	35.97%	39.52%
净负债率	-26.92%	-35.02%	-42.00%	-54.51%	-57.71%
流动比率	1.56	1.85	1.88	2.15	2.07
速动比率	1.11	1.41	1.39	1.67	1.59
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	6.11	6.23	6.20
总资产周转率	1.13	1.06	1.05	1.08	1.08
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.62	0.63	0.79	0.94
每股经营现金流	0.70	0.86	0.62	1.05	0.75
每股净资产	2.74	3.80	4.30	4.90	5.64
估值比率					
市盈率	13.59	9.07	8.92	7.11	5.99
市净率	2.06	1.48	1.31	1.15	1.00
EV/EBITDA	4.00	4.39	4.37	2.80	1.89
EV/EBIT	5.00	5.29	4.89	3.08	2.06

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