

公司研究/公告点评

2020年07月23日

建材/其他建材 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.92
合理价格区间(元): 10.98~12.20

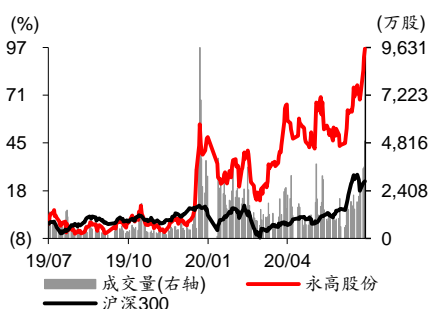
鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《永高股份(002641 SZ,买入): 19年净利率提升, 盈利质量优异》2020.04
- 2《永高股份(002641 SZ,买入): 工程塑料管道龙头, 业绩维持较快增长》2019.10
- 3《永高股份(002641,买入): 中报验证精装房逻辑, 产能扩充打开成长空间》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

管道主业快增长, 成本管理弹性大

永高股份(002641)

主业快速恢复, 材料成本下跌与减值冲回双受益

公司发布 2020 年半年度业绩快报, 预计 20H1 实现营业收入 28 亿元, 同比下降 0.04%; 实现归母净利 2.76 亿元, 同比增长 39.58%, 主要受益于 Q2 收入快速回升、PVC/PE/PPR 等原材料价格跌至历史低位、应收款项减值冲回等。我们认为公司管道主业有望持续受益于工程地产业务快速发展、老旧小区改造等, 且 PVC 套保有望锁定 20H2 原材料价格波动, 考虑 20H1 公司业绩大幅增长, 上调公司 20-22 年 EPS 至 0.61/0.74/0.88 元(调整前 0.56/0.66/0.77 元), 维持“买入”评级。

Q2 主业收入同比增长 19%, 材料贸易同比增幅大

根据公司一季报和中报业绩快报, 我们测算公司 2020 年 Q1/Q2 分别实现营业收入 8.5/19.5 亿元, 同比增长-29%/+21%; 实现归母净利 0.4/2.4 亿元, 同比增长-35%/+71%, Q2 收入和净利润回升显著。公司 20Q2 主营业务收入 18.4 亿元, 同比增长 19%, 材料贸易等其他业务收入 1.1 亿元, 预计 20H1 在 1.5 亿左右, 大幅超过 19H1 的 0.9 亿元。

成本弹性尽显, Q2 归母净利同比增长 71%

公司 19Q2/H1 综合毛利率为 26.1%/24.7%, 而根据公司业绩快报, 受益于 PVC/PE/PPR 等上游原材料价格下跌, 20Q2 综合毛利率同比上升 1.42pct, 我们测算公司 20Q2/H1 毛利率为 27.5%/26.1%。截至公司业绩快报披露日, PVC 套保期货合约累计净盈 3611 万, 我们预计能够有效对冲今年下半年原材料涨价风险。此外, 由于公司加大欠款清收力度, 20H1 转回超过 2000 万应收款减值, 而去年同期计提坏账损失 3136 万元。

可转债加快产能扩张, 子公司盈利有望延续好转

截至 2019 年末, 公司年产能 60 万吨以上, 是目前国内 A 股规模最大的塑料管道公司。公司 20 年 4 月成功发行 7 亿元可转债, 将主要用于台州黄岩 5 万吨高性能管道项目和湖南 8 万吨新型复合材料塑料管道项目建设, 建成后有望提升公司产品在中华和华东市场的影响力, 并降低运输费等销售费用。2018 年公司改善销售管理及经销商激励, 加强原材料和产品经营管控, 广东/深圳/安徽等外省子公司 19 年盈利大幅改善, 重庆子公司显著减亏。19 年期间费用率同比下降 1.0pct 至 15.1%, 内部管理有望持续改善。

成本弹性和管理改善有望持续, 上调 20-22 年盈利预测

公司 20 年主营业务收入目标同比增速 11.3%, 净利润增幅不低于收入增幅, 按照公司 20H1 业绩快报情况, 我们认为公司有望持续受益于基建水利投资加码、老旧小区改造加速、地产集采/精装占比提升等, 小幅上调公司 20-22 年归母净利润至 6.8/8.3/9.9 亿元(调整前 6.3/7.4/8.7 亿元)。当前可比公司对应 20 年 Wind 一致预期平均 25xPE, 但考虑公司原材料价格波动大于其他可比公司, 我们认可给予公司 20 年 18-20xPE, 目标价 10.98-12.20 元(调整前 8.40-10.08 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧导致盈利能力下降, 原材料价格大幅上涨导致生产成本增加。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,123
流通 A 股 (百万股)	910.29
52 周内股价区间 (元)	4.38-8.92
总市值 (百万元)	10,019
总资产 (百万元)	7,031
每股净资产 (元)	3.15

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,354	6,291	7,238	8,457	9,879
+/-%	17.16	17.50	15.06	16.84	16.81
归属母公司净利润 (百万元)	244.67	513.72	684.99	825.76	989.81
+/-%	27.00	109.96	33.34	20.55	19.87
EPS (元, 最新摊薄)	0.22	0.46	0.61	0.74	0.88
PE (倍)	40.95	19.50	14.63	12.13	10.12

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司近期经营与估值一览

受益于原材料价格下降,公司2020年上半年综合毛利率提升,带动20H1业绩大幅增长,我们认为公司成本弹性有望持续,同时管理效益有望显现,上调公司盈利预测。

图表1: 盈利预测变动表

	本次调整后			本次调整前			调整幅度(%, pct)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	72.4	84.6	98.8	70.4	79.8	90.0	2.9%	6.0%	9.8%
毛利率(%)	27.0%	26.8%	26.6%	26.4%	26.2%	26.1%	0.6pct	0.6pct	0.5pct
净利率(%)	9.5%	9.8%	10.0%	9.0%	9.2%	9.6%	0.5pct	0.5pct	0.4pct
归母净利润(亿元)	6.85	8.26	9.90	6.32	7.38	8.66	8.3%	11.9%	14.2%

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

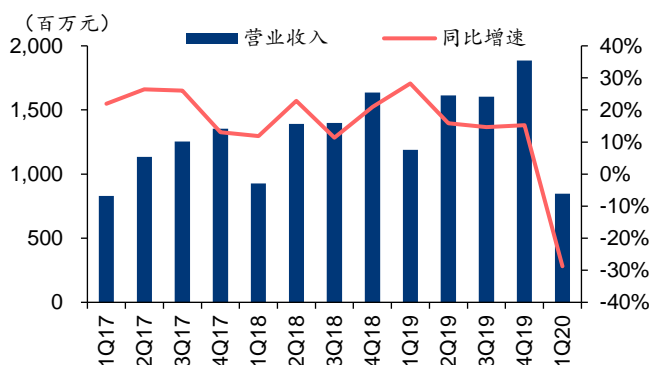
图表2: 可比公司估值表(2020/7/22)

公司名称	股票代码	市值(百万元)	评级	目标价	每股收益(元/股)			P/E(x)			每股净资产(元/股)			P/B(x)			
					19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	
帝欧家居	002798	CH	16,892	买入	31.11-32.94	1.47	1.83	2.28	29.54	23.73	19.05	9.48	11.41	13.24	4.58	3.81	3.28
伟星新材	002372	CH	22,370	买入	13.00-14.30	0.63	0.69	0.77	22.57	20.61	18.47	2.47	2.73	2.97	5.76	5.21	4.79
蒙娜丽莎	002918	CH	17,281	买入	36.66-39.48	1.07	1.38	1.81	39.78	30.84	23.51	7.24	8.32	9.76	5.88	5.12	4.36
平均值									30.63	25.06	20.34				5.41	4.71	4.14
永高股份	002641	CH	10,019	买入	10.98-12.20	0.46	0.61	0.74	19.50	14.63	12.13	3.01	3.48	4.03	2.96	2.56	2.21

注:除永高股份外,盈利预测均来自Wind一致预期

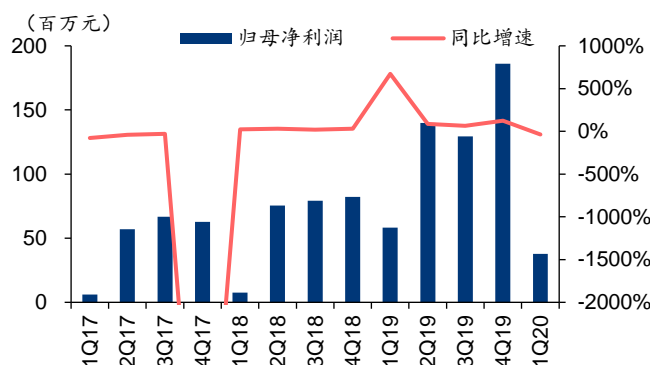
资料来源:Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

图表3: 近年公司单季度收入及同比增速趋势



资料来源:Wind、华泰证券研究所

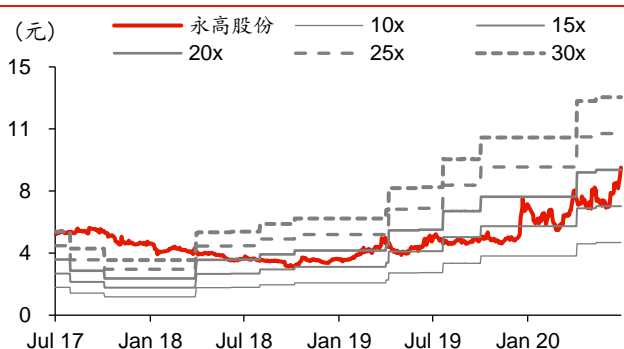
图表4: 近年公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源:Wind、华泰证券研究所

PE/PB - Bands

图表5: 永高股份历史 PE-Bands



资料来源:Wind、华泰证券研究所

图表6: 永高股份历史 PB-Bands



资料来源:Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,219	3,396	4,690	5,649	6,960
现金	921.48	996.25	1,987	2,482	3,251
应收账款	945.29	951.65	1,095	1,279	1,494
其他应收账款	20.58	33.69	38.77	45.29	52.91
预付账款	130.63	146.22	165.49	193.87	227.11
存货	1,015	988.68	1,083	1,275	1,500
其他流动资产	186.24	279.47	320.40	373.07	434.48
非流动资产	2,203	2,328	2,458	2,547	2,480
长期投资	13.26	13.02	13.02	13.02	13.02
固定投资	1,740	1,726	1,712	1,689	1,645
无形资产	284.34	387.59	487.86	585.22	679.78
其他非流动资产	165.11	200.86	244.84	260.09	142.61
资产总计	5,422	5,724	7,147	8,196	9,440
流动负债	2,391	2,173	2,496	2,926	3,429
短期借款	458.26	85.83	72.38	84.57	98.79
应付账款	380.14	363.96	411.95	482.58	565.31
其他流动负债	1,552	1,723	2,011	2,359	2,765
非流动负债	123.06	168.05	739.05	739.05	739.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	123.06	168.05	739.05	739.05	739.05
负债合计	2,514	2,341	3,235	3,665	4,168
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123
资本公积	637.72	637.72	637.72	637.72	637.72
留存公积	1,145	1,621	2,152	2,771	3,511
归属母公司股东权益	2,909	3,382	3,912	4,532	5,272
负债和股东权益	5,422	5,724	7,147	8,196	9,440

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	417.04	859.29	961.32	1,040	1,207
净利润	244.67	513.72	684.99	825.76	989.81
折旧摊销	212.18	217.54	232.81	249.38	265.78
财务费用	22.73	2.27	9.71	9.85	4.11
投资损失	2.75	1.10	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(172.26)	41.73	32.91	(46.08)	(53.21)
其他经营现金	106.96	82.93	0.92	0.92	0.92
投资活动现金	(193.87)	(308.30)	(363.65)	(340.03)	(199.31)
资本支出	168.64	330.37	361.91	338.30	197.58
长期投资	13.70	0.50	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	11.53	(22.58)	1.73	1.73	1.73
筹资活动现金	13.65	(420.23)	392.84	(204.34)	(239.05)
短期借款	65.13	(372.43)	(13.45)	12.19	14.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(51.48)	(47.80)	406.29	(216.53)	(253.26)
现金净增加额	236.82	130.76	990.52	495.47	769.04

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,354	6,291	7,238	8,457	9,879
营业成本	4,091	4,670	5,286	6,192	7,254
营业税金及附加	40.60	44.00	50.63	59.20	69.15
营业费用	359.52	431.54	496.55	563.27	638.19
管理费用	313.70	309.92	349.37	382.84	427.43
财务费用	22.73	2.27	9.71	9.85	4.11
资产减值损失	(88.21)	(71.76)	(65.14)	(76.12)	(88.91)
公允价值变动收益	0.12	0.21	0.21	0.21	0.21
投资净收益	(2.75)	(9.12)	0.00	0.00	0.00
营业利润	300.11	587.22	785.34	947.15	1,136
营业外收入	1.44	8.06	3.00	3.00	3.00
营业外支出	22.64	5.83	1.00	1.00	1.00
利润总额	278.91	589.45	787.34	949.15	1,138
所得税	34.24	75.73	102.35	123.39	147.90
净利润	244.67	513.72	684.99	825.76	989.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	244.67	513.72	684.99	825.76	989.81
EBITDA	593.83	1,049	1,050	1,239	1,451
EPS (元, 基本)	0.22	0.46	0.61	0.74	0.88

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	17.16	17.50	15.06	16.84	16.81
营业利润	33.35	95.67	33.74	20.60	19.91
归属母公司净利润	27.00	109.96	33.34	20.55	19.87
获利能力 (%)					
毛利率	23.59	25.76	26.97	26.78	26.57
净利率	4.57	8.17	9.46	9.76	10.02
ROE	8.74	16.33	18.78	19.56	20.19
ROIC	14.16	30.88	32.14	42.13	48.97
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.36	40.90	45.26	44.71	44.15
净负债比率 (%)	18.23	3.67	2.24	2.31	2.37
流动比率	1.35	1.56	1.88	1.93	2.03
速动比率	0.92	1.11	1.45	1.50	1.59
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.13	1.12	1.10	1.12
应收账款周转率	6.41	6.63	7.07	7.12	7.12
应付账款周转率	12.67	12.55	13.63	13.84	13.84
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.46	0.61	0.74	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.77	0.86	0.93	1.08
每股净资产(最新摊薄)	2.59	3.01	3.48	4.03	4.69
估值比率					
PE (倍)	40.95	19.50	14.63	12.13	10.12
PB (倍)	3.44	2.96	2.56	2.21	1.90
EV_EBITDA (倍)	14.98	8.48	8.47	7.18	6.13

免责声明

分析师声明

本人，鲍荣富、方晏荷，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师鲍荣富、方晏荷本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司