

永高股份

002641

审慎增持 (维持)

多季超预期，盈利能力持续提升

2020年10月20日

市场数据

市场数据日期	2020-10-19
收盘价(元)	8.26
总股本(百万股)	1123.73
流通股本(百万股)	861.95
总市值(百万元)	9282.05
流通市值(百万元)	7119.72
净资产(百万元)	3940.22
总资产(百万元)	7208.05
每股净资产	3.51

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6291	7031	8249	9512
同比增长	17.5%	11.8%	17.3%	15.3%
净利润(百万元)	514	810	915	1065
同比增长	110.0%	57.6%	13.1%	16.3%
毛利率	25.8%	26.3%	25.9%	26.3%
净利润率	8.2%	11.5%	11.1%	11.2%
净资产收益率(%)	15.2%	20.0%	19.2%	19.0%
每股收益(元)	0.46	0.72	0.81	0.95
每股经营现金流(元)	0.77	0.70	0.94	1.07

相关报告

《业绩超预期，关注低估值后端品种》2020-08-17

《永高股份(002641)2019年业绩快报点评：盈利能力提升带动业绩高增》2020-02-23

《收入稳健增长，盈利能力持续提升》2019-08-13

分析师：

李阳

liyanyang20@xyzq.com.cn

S0190520070001

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

投资要点

- **公司披露 2020 三季度报**，报告期内实现营收 47.52 亿元，同比增长 7.9%；归母净利 5.38 亿元，同比高幅增长 64.27%，扣非后归母净利 5.01 亿元，同比高幅增长 66.65%。其中，单三季度实现营收 19.52 亿元，同比增长 21.78%，归母净利 2.62 亿元，同比大幅增长 102.06%，扣非后归母 2.49 亿元，同比大幅增长 98.83%。上半年销售净利率 11.32%，同比提高 3.88 个百分点，Q3 净利率 13.40%，同比大幅提高 5.32 个百分点，今年 Q1 为 4.47%、Q2 为 12.22%。
- **业绩超预期主要受益 3 个因素**：（1）公司管道销售已摆脱疫情影响同比实现稳健增长，二、三单季度增速均超 20%；（2）三季度主要原料价格依然低位运行（PVC 虽有上涨但已通过套保锁定成本，其他综合收益增加 5092.77 万元，主因 PVC 期货套期合约浮动盈利增加）；（3）应收款质量持续向好，信用减值准备有所减少（应收及票据在收入占比 29.35%，中期为 44.71%）。
- **前三季度期间费用率 12.7%，同比下降近 3%**。其中，财务费用下降 85.02%，主因银行借款减少与募集资金存款利息增加，财务费用率 0.03%；管理费用小幅增长 0.93%，管理费用率 4.85%；销售费用增长 14.25%，销售费用率 4.39%，同比下降 2.47 个百分点。公司期末负债率为 45.34%，去年同期为 43.24%。
- **行业仅个位数增长，龙头增速远高于行业，2020 年不可忽视 2 个行业变化**：一是集中度提升或将加速。二是 B 端逻辑可持续。同时，受益湖南与浙江基地投产，明年规模有望进一步提升。对比 A 股装饰材料企业，公司各项指标均反映被低估。我们看好公司表现，在集中度提高主线下，继续受益 B 端/精装集采+旧改+原材料红利+公司治理。结合三季度表现及 Q4 预期环比更旺，上调 2020-2022 年归母净利至 8.1、9.15、10.65 亿元，对应 PE 为 11.5、10.1X、8.7X，维持“审慎增持”评级。

风险提示：地产需求不及预期；房屋施工增速放缓；大 B 客户拓展不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

公司披露 2020 三季报，报告期内实现营收 47.52 亿元，同比增长 7.9%；归母净利润 5.38 亿元，同比高幅增长 64.27%，扣非后归母净利 5.01 亿元，同比高幅增长 66.65%。其中，单三季度实现营收 19.52 亿元，同比增长 21.78%，归母净利润 2.62 亿元，同比大幅增长 102.06%，扣非后归母 2.49 亿元，同比大幅增长 98.83%。上半年销售净利率 11.32%，同比提高 3.88 个百分点，Q3 净利率 13.40%，同比大幅提高 5.32 个百分点，今年 Q1 为 4.47%、Q2 为 12.22%。

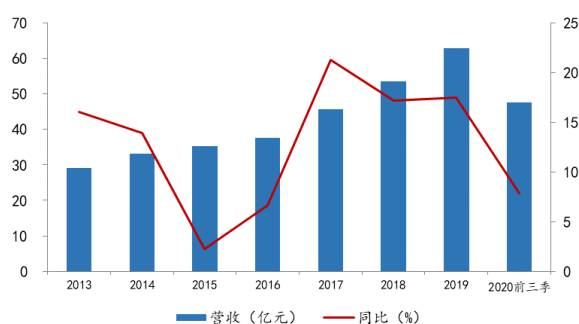
为龙湖集团供货的授权经销商提供担保。为符合条件的授权经销商在与龙湖集团下属各城市项目公司和龙湖集团委托的承包商履行项目合同义务（含服务及其质量）提供连带责任，担保总额度为 2 亿元，担保期限为公司与龙湖集团 2020-2022 年度集采协议签订生效之日起至 2022 年 8 月 31 日。被经销商需资信较好，且被担保的经销商资产负债率应低于 70%。

点评

业绩超预期主要受益 3 个因素：

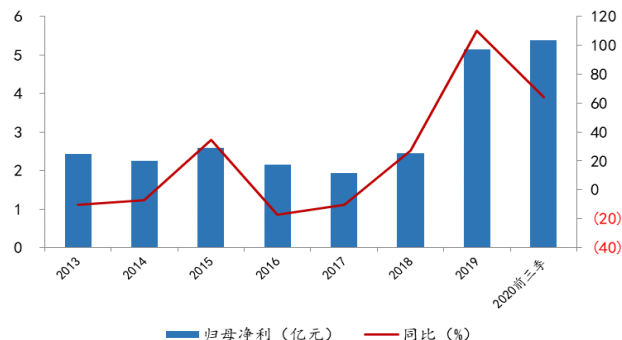
- 公司管道销售已摆脱疫情影响同比实现稳健增长，二、三单季度增速均超 20%；
- 三季度主要原料价格依然低位运行（PVC 虽有上涨但已通过套保锁定成本，其他综合收益增加 5092.77 万元，主因 PVC 期货套期合约浮动盈利增加）；
- 应收款质量持续向好，信用减值准备有所减少（应收及票据在收入占比 29.35%，中期为 44.71%）。

图 1、公司近年来收入变化



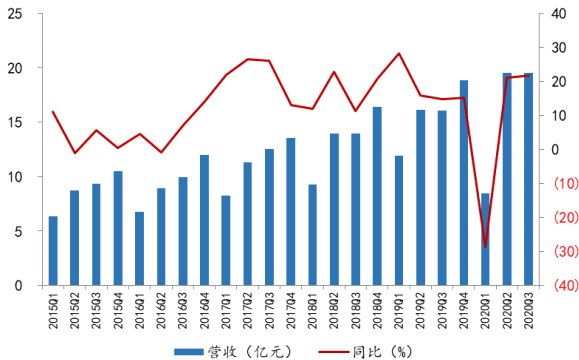
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司近年来归母净利变化



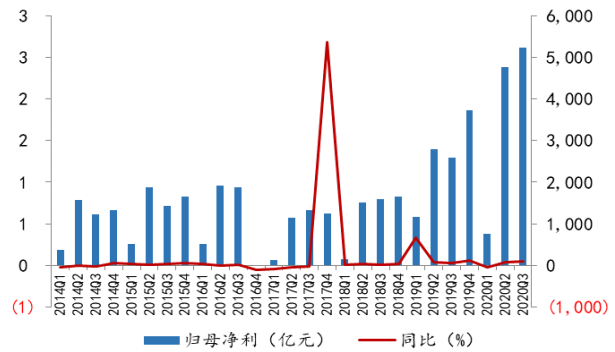
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司近年来单季度收入变化



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司近年来单季度归母净利变化



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

三季度以来原材料价格环比提高:

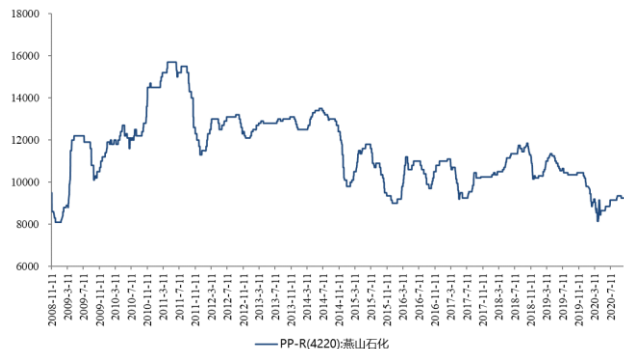
- **PVC 原材料价格变动:** 齐鲁石化聚氯乙烯 PVC 出厂价为例，一季度均价环比下降 6.6%，同比下降 3.1%，二季度均价环比下降 9.2%，同比下降 14.2%，三季度均价环比提高 15.1%，同比下降 1.7%。当前时点价格同比提高 3.6%
- **PE 原材料价格变动:** 以中国塑料城 PE 指数为例，一季度均价同比下降 18%，二季度下降 14%，三季度同比提高 1.1%。当前时点价格同比提高 10.5%。
- **PPR 原材料价格变动:** 以燕山石化 PPR4220 为例，一季度均价环比下降 11%，同比下降 13%，二季度均价环比下降 6%，同比下降 21%，三季度均价环比提高 6%，同比下降 12%，原材料价格单季回升，同比降幅收窄。当前时点价格同比下降 10.6%。

图 5、齐鲁石化聚氯乙烯 PVC(S-1000)出厂(元/吨)



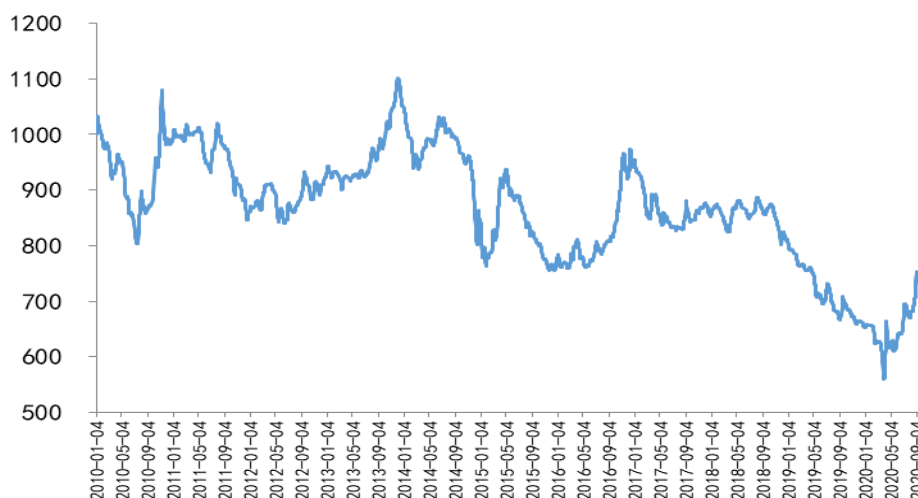
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、燕山石化 PPR4220 市场价(元/吨)



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、中国塑料城 PE 指数变动情况

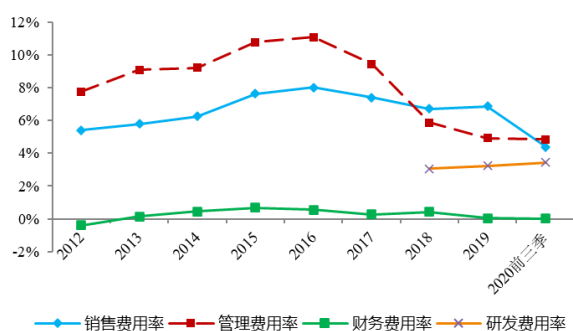


资料来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

前三季度期间费用率 12.7%，同比下降近 3%。其中，财务费用下降 85.02%，主因银行借款减少与募集资金存款利息增加，财务费用率 0.03%；管理费用小幅增长 0.93%，管理费用率 4.85%；销售费用增长 14.25%，销售费用率 4.39%，同比下降 2.47 个百分点。

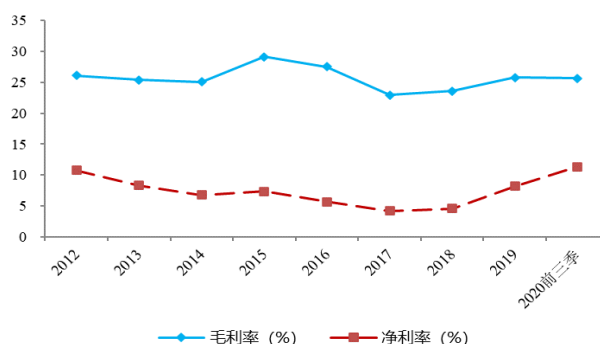
其他方面，例如投资收益同比下降 491.67%，主因保理手续费增加。信用减值损失同比增长 127.44%，主因浙江五水共治三年以上欠款收回及华燃长通诉讼货款收回形成减值转回。

图 8、公司近年来期间费用率变化



数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司近年来毛利率、净利率变化



数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

7 亿可转债发行带来筹资活动产生的现金流量净额同比增加 7.16 亿元，以及现金及现金等价物净增加 7.87 亿元，货币资金期末数比年初数增长 65.00%，应付债

券与其他权益工具分别比年初增加 5.86 亿元、1.20 亿元。短期借款期末数比年初下降 100%，主因自有资金充足偿还借款，无长期借款。公司期末负债率为 45.34%，去年同期为 43.24%。

行业仅个位数增长，龙头增速远高于行业，集中度继续快速提升，相对其他 B 端消费建材，公司收现比（1.2）、净现比（1.6）、应收占比 45%，经营质量较好。公司已连续多年当选万科 A 类供应商，现有天津滨海新区、重庆、上海浦东、安徽广德、浙江黄岩、广东的广州和深圳等 7 个生产基地，截止年中湖南、浙江新拓基地进程 13.41%、14.38%。假设基地 2021 年投产，保守贡献 1/5 产能至少拉动 4% 收入，叠加存量基地的增速预期，2021 年收入端仍预期不错表现，子公司持续良性发展，继续发挥成本费用摊薄效益。

对比 A 股装饰材料企业，公司各项指标均反映被低估。例如 WIND 装饰材料 PE(TTM) 均值为 33.65X，而公司估值不及均值一半。从 PE(TTM) 历史估值角度也不及前期高点。

我们看好公司表现，在集中度提高主线下，继续受益 B 端/精装集采+旧改+原材料红利+治理改善。结合三季报表现及 Q4 预期环比更旺，上调 2020-2022 年归母净利至 8.1、9.15、10.65 亿元，对应 PE 为 11.5、10.1X、8.7X，维持“审慎增持”评级。

风险提示：地产需求不及预期；房屋施工增速放缓；大 B 客户拓展不及预期。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3396	4342	5391	6537
货币资金	996	1559	2131	2809
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	952	1131	1321	1512
其他应收款	34	36	41	48
存货	989	1170	1374	1563
非流动资产	2328	2347	2362	2359
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	13	11	12	12
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1726	1785	1766	1723
在建工程	81	19	9	3
油气资产	0	0	0	0
无形资产	388	426	473	526
资产总计	5724	6689	7753	8896
流动负债	2173	2510	2839	3131
短期借款	86	261	236	219
应付票据	992	1113	1321	1508
应付账款	364	428	506	574
其他	731	708	777	830
非流动负债	168	141	144	150
长期借款	0	0	0	0
其他	168	141	144	150
负债合计	2341	2651	2983	3281
股本	1123	1123	1123	1123
资本公积	638	638	638	638
未分配利润	1340	1994	2726	3572
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3382	4038	4770	5615
负债及权益合计	5724	6689	7753	8896

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	514	810	915	1065
折旧和摊销	218	213	238	260
资产减值准备	72	6	50	42
无形资产摊销	13	13	13	13
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	10	-7	17	18
投资损失	1	7	5	5
少数股东损益	0	0	0	0

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6291	7031	8249	9512
营业成本	4670	5182	6113	7013
营业税金及附加	44	49	56	65
销售费用	432	323	371	428
管理费用	310	337	384	433
财务费用	2	-7	17	18
资产减值损失	-26	21	25	57
公允价值变动	-0	0	0	0
投资收益	-9	-7	-5	-5
营业利润	587	926	1041	1215
营业外收入	8	7	7	4
营业外支出	6	4	4	5
利润总额	589	929	1044	1214
所得税	76	119	128	149
净利润	514	810	915	1065
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	514	810	915	1065
BPS(元)	0.46	0.72	0.81	0.95

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	17.5%	11.8%	17.3%	15.3%
营业利润增长率	95.7%	57.7%	12.4%	16.8%
净利润增长率	110.0%	57.6%	13.1%	16.3%
盈利能力				
毛利率	25.8%	26.3%	25.9%	26.3%
净利率	8.2%	11.5%	11.1%	11.2%
ROE	15.2%	20.0%	19.2%	19.0%

偿债能力

资产负债率	40.9%	39.6%	38.5%	36.9%
流动比率	1.56	1.73	1.90	2.09
速动比率	1.09	1.25	1.40	1.57

营运能力

资产周转率	112.9%	113.3%	114.2%	114.3%
应收帐款周转率	569.9%	577.2%	579.0%	576.4%

每股资料(元)

营运资金的变动	44	-225	-167	-196	每股收益	0.46	0.72	0.81	0.95
经营活动产生现金流量	859	782	1059	1200	每股经营现金	0.77	0.70	0.94	1.07
投资活动产生现金流量	-308	-247	-262	-268	每股净资产	3.01	3.59	4.25	5.00
融资活动产生现金流量	-420	28	-226	-254					
现金净变动	129	563	572	678	估值比率(倍)				
现金的期初余额	588	996	1559	2131	PE	18.1	11.5	10.1	8.7
现金的期末余额	717	1559	2131	2809	PB	2.7	2.3	1.9	1.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyqzq.com.cn	邮箱：research@xyqzq.com.cn	邮箱：research@xyqzq.com.cn