



家庭及个人用品/必需消费

浙江永强 (002489)

研发与渠道优势，加速户外休闲市场拓展

	魏涛		胡珏
	0755-23976212		021-38674751
	weitao@gtjas.com		hujue008738@gtjas.com
	S0880209050544		

本报告导读：

投资要点：

- **市场定位：**浙江永强主要从事户外休闲家具及用品的设计研发、生产和销售，主营产品包括户外休闲家具、遮阳伞、帐篷三大系列。2009年公司户外休闲家具、遮阳伞、帐篷的出口排名分别位列国内第二、国内第一、国内第四。
- **行业机遇：**受益产业转移，我国出口类企业发展迅速，2004-2009年户外休闲家具及用品出口额复合增长率高达 23.40%。全球户外休闲家具及用品市场受经济危机影响较大，行业集中度被动提升，公司作为优势企业受益，市场份额提高。欧美市场占比全球市场近 60%，市场成熟度高，增长稳定，为公司重点开发对象。
- **核心竞争力：**公司自主设计研发能力突出，拥有由 240 位境内外专业人员组成的设计研发团队，新产品种类增长迅速，带动毛利率不断攀升。公司开始逐步发展 OBM 业务模式，现在已拥有“Creador”、“Yotrio”、“Better Garden”三个自主品牌。经过多年的不断开发，公司建立了以家得宝、麦德龙、欧倍德、家乐福等核心客户为基础的 255 家客户体系，为未来的持续稳定发展打下坚实基础。
- **未来发展：**目前公司正处于对境外市场的快速扩张阶段，2010 年上半年收入同比增长 32.68%。得益于在欧洲市场多年的布局，欧洲业务比重逐年提高，为公司收入增长主要来源；经过 4 年的客户培养期，北美市场的销售渠道建成，原有客户开始放量，新增客户不断增加，将为公司业绩带来新的增长点；募集资金将投入新增年产 345 万件产能项目，将有效缓解公司目前的自产产能不足的压力，较大提升整体的毛利水平。
- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.24、1.62、2.00 元，给予 2010 年 30-35 倍 PE，合理股价为 37.20-43.40 元，考虑到一定发行折价，建议询价区间为 36.50-42.70 元。

建议询价区间

36.50-42.70

上市首日定价区间

42.00-47.00

2010.09.29

发行上市资料

总股本 (万股)	18,000
发行量 (万股)	6,000
发行日期	2010.10.08
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	招商证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产 (元)	4.62
净资产收益率 (%)	25.2%
资产负债率 (%)	56.6%

主要股东和持股比例

永强投资	40.55%
谢建勇	8.09%
谢建平	7.87%
谢建强	7.87%
复星谱润	2.66%
上海谱润	1.77%
同盛卓越	0.56%
16 名自然人股东	5.63%
本次发行社会公众股	25.00%

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,003	1,719	2,136	2,764	3,434
(+/-)%	21.1%	-14.2%	24.2%	29.4%	24.2%
经营利润 (EBIT)	183	260	345	444	551
(+/-)%	27.47%	42.33%	32.36%	28.82%	24.07%
净利润	148	178	298	388	479
(+/-)%	36.94%	20.10%	67.59%	30.07%	23.49%
每股净收益 (元)	1.24	1.48	1.24	1.62	2.00
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司简况

1.1. 公司简介

浙江永强主要从事户外休闲家具及用品的设计研发、生产和销售，主营产品包括户外休闲家具、遮阳伞、帐篷三大系列。产品以境外销售为主，主要销往欧美等发达国家，各类产品出口销量均位居同行业前列。2009年，公司户外休闲家具出口排名位列国内第二，遮阳伞出口排名位列国内第一，帐篷出口排名位列国内第四。公司是国内最大的户外休闲家具及用品 ODM 制造商，先后获得浙江省“五个一批”重点企业、浙江省外贸出口 50 强企业、中华人民共和国海关“A 类企业”等荣誉称号。

1.2. 公司股本结构

公司控股股东为永强投资，其持有公司股份 9733 万股，占本次发行前总股本的 54.08%，占发行后总股本的 44.17%。公司的共同实际控制人为谢先兴、谢建勇、谢建平、谢建强，其直接和间接持有公司发行前总股本的 85.84%。其中，谢先兴、谢建勇、谢建平、谢建强通过永强投资间接持有公司 54.08% 股份，谢建勇、谢建平、谢建强共直接持有公司 31.76% 股份。

公司本次将发行 6000 万股社会公众股，发行上市后社会公众股占比 25.00%。募集资金将用于“年产 345 万件新型户外休闲用品生产线项目”与“产品研发检测及展示中心项目”的建设。

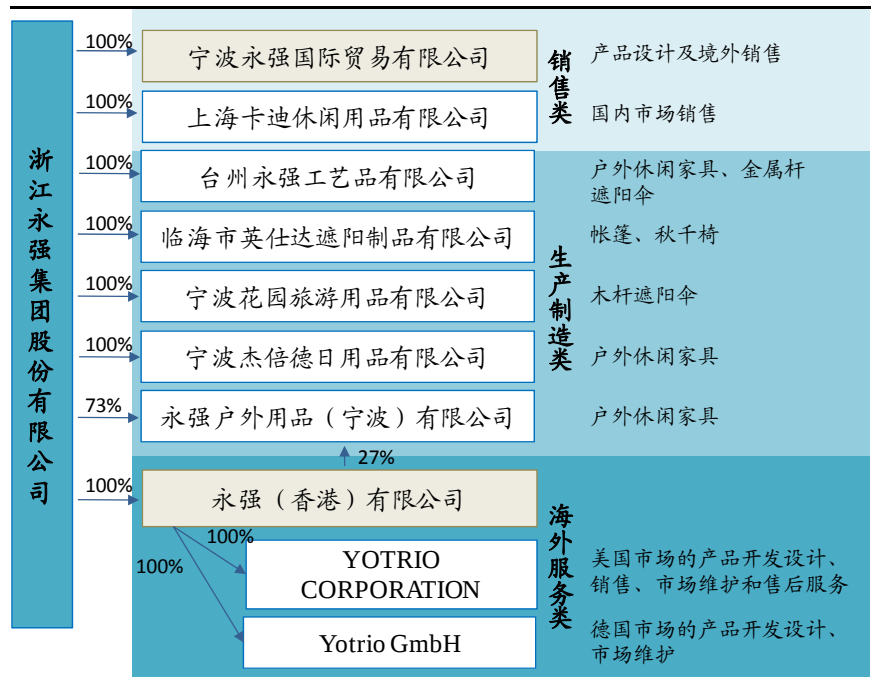
表 1：公司发行前后股本结构

股东名称	股数（万股）	发行前占比 （%）	发行后占比 （%）
永强投资	9733	54.08	40.55
谢建勇	1940	10.78	8.09
谢建平	1888	10.49	7.87
谢建强	1888	10.49	7.87
复星谱润	639	3.55	2.66
上海谱润	426	2.37	1.77
同盛卓越	135	0.75	0.56
16 名自然人股东	1350	7.50	5.63
本次发行社会公众股	6000	-	25.00

资料来源：招股说明书，国泰君安证券

公司旗下的 10 个全资子公司以集团公司为依托形成了一个生产户外休闲用品的现代企业集团。其中，上海卡迪负责境内外的销售管理；永强工艺、英仕达、宁波花园、杰倍德、永强户外分工生产户外休闲家具、遮阳伞、帐篷三大系列产品；由永强（香港）控股的美国永强负责该国的销售与市场维护；德国永强负责德国的产品设计和市场维护。永强国际与永强（香港）目前不经营任何业务。这种分工合作式的集团运作，能够优化资源配置，提高企业运转效率，实现规模化生产与销售。

图 1：全资子公司业务速览



资料来源：招股说明书，国泰君安证券

2. 公司所处行业分析

2.1. 需求稳定增长，发达国家市场主导

全球户外休闲家具及用品行业处于稳定发展阶段，2004年至2008年，全球户外休闲家具及用品市场需求的复合增长率为4.52%。公司推介会上提及，目前市场中近1/3产品为木头和塑料类产品。由于环保压力和时尚消费趋势等因素，现正逐步被金属家具所取代。因此，公司所主营的金属类户外休闲家具市场的增长率还将高于行业平均增长水平。

消费品市场除了自身市场需求增长动力外，还受全球经济走势影响。由于2008年的全球经济危机，发达国家的消费市场出现不同程度的萎缩，对行业内公司提出了严峻的考验，行业集中度被动提升。随着全球经济的复苏，本行业的市场增长率将会逐渐恢复至正常水平。

图 2：全球户外休闲家具及用品市场容量

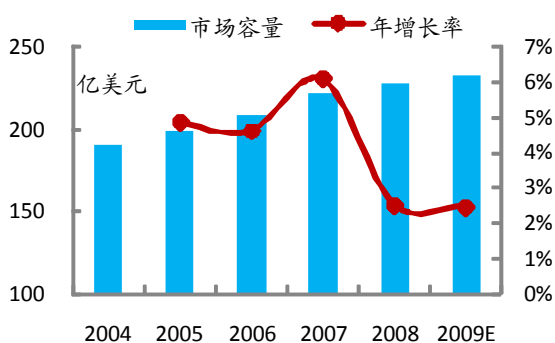
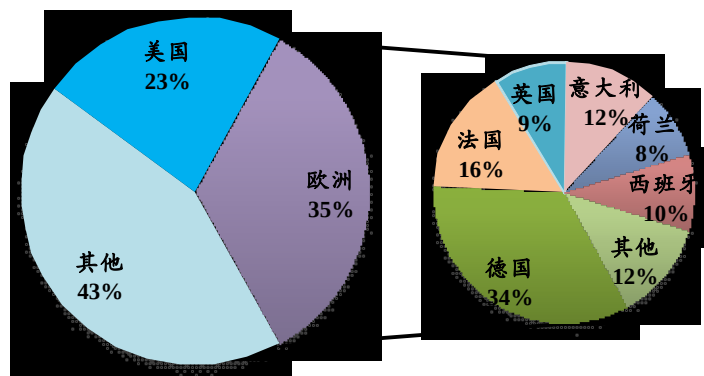


图 3：欧美各国 2008 年市场占比



数据来源：招股说明书，国泰君安证券

在户外休闲家具及用品行业里，不同地区的经济水平和消费习惯差异，将决定了该地区的市场发展状态。发达国家户外休闲家具及用品的市场需求量占比高，产业成熟度较高，需求稳定增长。以 2008 年数据为例，美国和欧洲的消费市场占比分别为 23%、35%，总比重接近 60%。在欧洲，德国的市场最大，占比高达 34%。除欧美市场外，亚洲、大洋洲、南美洲、非洲等地区的需求总量相对较小，市场处于发展初期，增长速度较快。在我国经济高速增长和扩大内需的政策双重刺激下，国内消费品行业已驶入快行道，可以预见，我国的户外休闲家具及用品消费市场的未来发展有着广阔的空间。

2.2. 产业转移，ODM 模式竞争占优

近年由于欧美等发达国家的人力成本较高，欧美户外休闲家具及用品产业中的生产制造环节逐步向发展中国家转移。欧美企业利用多年积累的销售渠道、研发设计和品牌优势，与发展中国家通过 ODM 或 OEM 的方式进行合作，让生产企业根据欧美客户的产品需求进行设计并安排生产，或者按照欧美客户提供的产品设计图进行生产。

目前，我国已发展成为户外休闲家具及用品的制造中心，并形成了明显的区域特征，产值及出口规模增长迅速。根据海关总署和中国轻工工艺品进出口商会的统计数据，中国户外休闲家具及用品出口额由 2004 年的 19.22 亿美元，增长至 2008 年的 44.56 亿美元，复合增长率 23.40%。国内从事户外休闲家具生产的企业约有 400 多家，其中 OEM 厂家数量较多，ODM 厂家数量较少。这两种经营模式的差别在于，ODM 模式企业拥有自主设计的能力，能够根据品牌商的产品性能要求来自行设计，比单纯的依照设计方案制造产品能创造更高的价值和利润率。

图 4：国内外贸型企业业务模式演变



资料来源：招股说明书，国泰君安证券

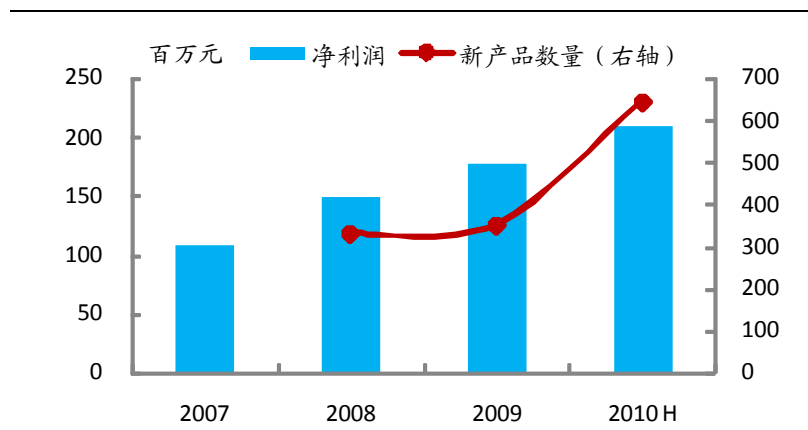
另外，户外休闲家具及用品市场具有以下特点：更新周期短（根据《Casual Living》杂志调研报告，产品更换周期为 1.48 年，属于损耗品）、需求变化快；因不同地区和国家由于文化、气候等差异导致的消费偏好，要求产品设计研发的针对性强；原材料的多样化趋势。具有自主设计研发能力的企业，能够针对以上的市场特征及时地更新产品，有助于市场的拓展与推广，具有更大的竞争优势。部分优势企业已开始向生产自主品牌即 OBM 方式过渡。

3. 公司主营业务分析

3.1. 公司核心竞争力

行业领先的业务模式：公司的主要生产业务模式为 ODM (Original Design Manufacture)，并开始逐步发展 OBM (Original Brand Manufacture) 业务模式，现在已拥有“Creador”、“Yotrio”、“Better Garden”三个自主品牌。在这两种业务模式中，最核心的是企业的自主设计研发能力。目前，公司分别在中国境内、德国、美国均设立了研发团队，组建成一支由 240 位境内外专业人员组成的设计研发中心。2008-2010 业务年度，公司新产品种类分别为 329、351、645；产品型号规格更新率分别为 22.38%、22.41%、30.04%，均在行业内处于领先地位。公司突出的研发能力是业绩增长的内在动力，保障了产品毛利率的不断攀升。

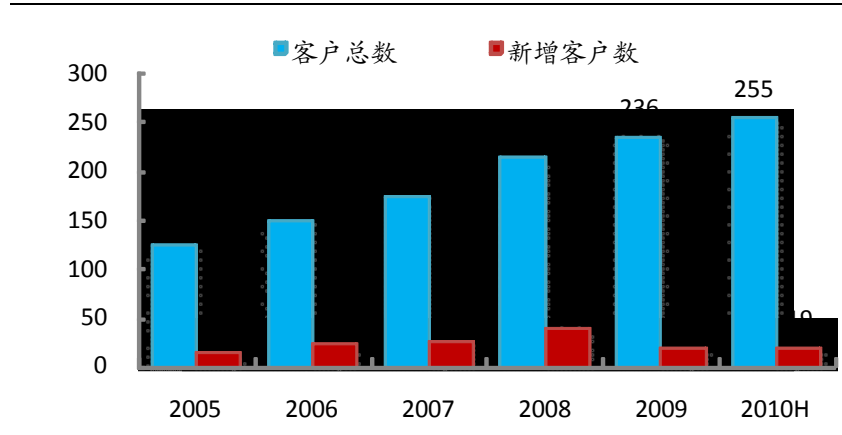
图 5：公司净利润与新产品研发数量



数据来源：招股说明书，国泰君安证券

稳定发展的渠道销售：公司主要市场的销售采用了直接销售给境外大型超市、品牌连锁店、经销商。在经过了 4 年的培养周期的客户供应合作关系，是十分稳固的，并具有先入优势。多年来，公司持续地进行境外市场的开发，2001 年公司进驻欧洲市场、2003 年进入南美洲市场、2005 年开始大力发展北美市场，并进入大洋洲市场。公司已经构建了以家得宝、麦德龙、欧尚、劳氏、欧倍德、家乐福、百安居、宜家等核心客户为基础的 255 家客户体系。

图 6 境外市场的客户开发情况



数据来源：招股说明书，国泰君安证券

3.2. 市场扩张，公司 2010 年上半年业绩创新高

公司 2010 年 1-6 月主营业务收入较去年同期未审计数 114,818.92 万元增长 32.68%，第一、二季度的销售收入均创历史新高。推动业绩快速增长的主要动力为订单数同比增加，销量带动收入。这一方面是由于欧美发达国家和地区消费品市场复苏的推动，另一方面是公司在北美的销售渠道已成熟和已有客户订单放量所致。

图 7：公司主要产品收入

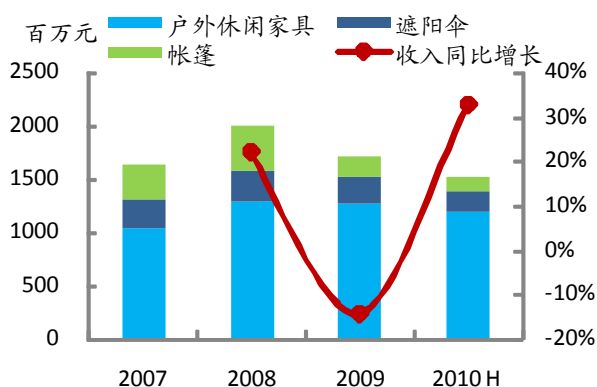
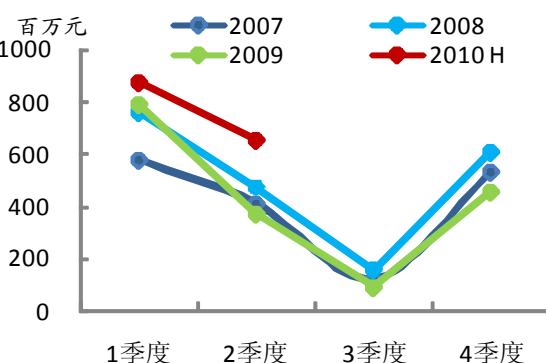


图 8：各季度主营业务收入



数据来源：招股说明书，国泰君安证券

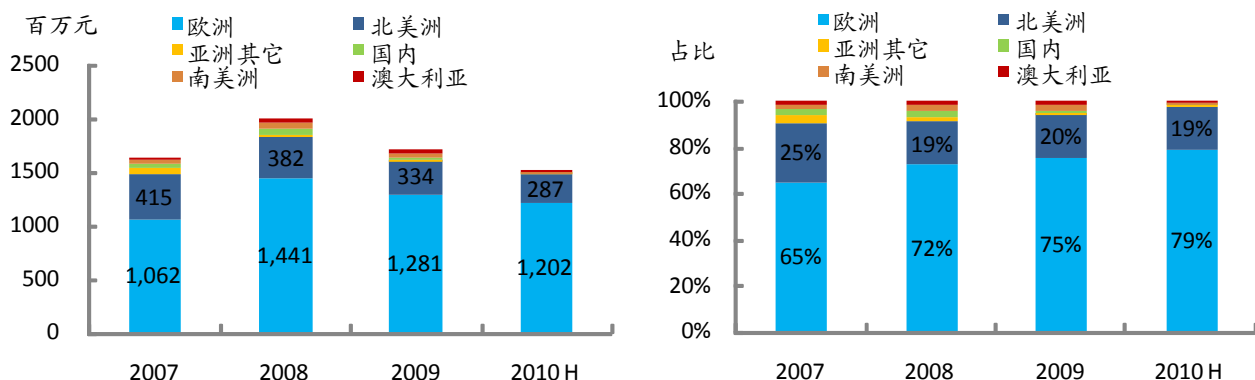
从公司各季度销售收入数据中可以看出，公司运营具有较强的季度性。每年的 3 月至 9 月为消费旺季，而公司生产旺季集中于 9 月至次年 4 月，销售出货旺季集中在 11 月至次年 5 月。正是由于季节性，行业对经济危机的反映会滞后约半年左右，体现在 2009 年的第 2、3、4 季度。在经历 2009 年业绩低谷，行业淘汰了部分落后企业，优势企业的市场占有率有所提高。公司在欧洲和北美市场均体现出了这一点，因此当随着全球经济的回暖，消费品市场需求的增长，客户相应加大了采购规模，公司 2010 年第 1、第 2 季度主营业务收入较去年同期有较明显增长。

3.3. 欧洲市场带动业绩增长，北美市场逐渐放量

公司于 2001 年开始进入欧洲市场，经过多年的开拓与经营，欧洲市场的销售已进入了稳步增长期，成为公司收入增长的主要来源。报告期内，公司欧洲市场形成的业务收入所占比重呈上升趋势，2010 年 1-6 月已达 78.91%。公司在该市场的继续深度发掘，如对北欧、东欧市场的开拓，还将带来公司业绩的增长。2007-2009 业务年度，公司对 Metro Group(麦德龙)、Carrefour(家乐福)、Auchan(欧尚)的销售收入复合增长率分别为 25.41%、131.83%、18.13%。

图 9：公司在境外各国市场的业务收入

图 10：各国市场业务收入占比



数据来源：招股说明书，国泰君安证券

公司于 2005 年开始开拓北美市场，持续致力于客户开发。但由于处于市场开拓初期，加之美国受金融危机影响，导致 2008 年和 2009 年北美市场的销售收入出现小幅下降。而至 2009 年，随着客户资源的 4 年培养期的完成，前期获得的客户订单将由小批量供应升级为大批量供应；另一方面公司还在不断开发新的客户资源，2010 业务年度公司新开发了包括 Fred Meyer 在内的多家美国零售业巨头。这些客户资源的确定，将成为公司新的增长点。

2010 年 1-6 月，公司北美市场的业务收入出现了明显增长，对美国实现销售收入 4,066 万美元，较去年同期末审数 3,364 万美元增长 20.87%。伴随着后续新的客户资源开发和前期客户订单放量，公司在北美市场的高速增长将得到保持。

表 2：2009 年新增重点客户列表

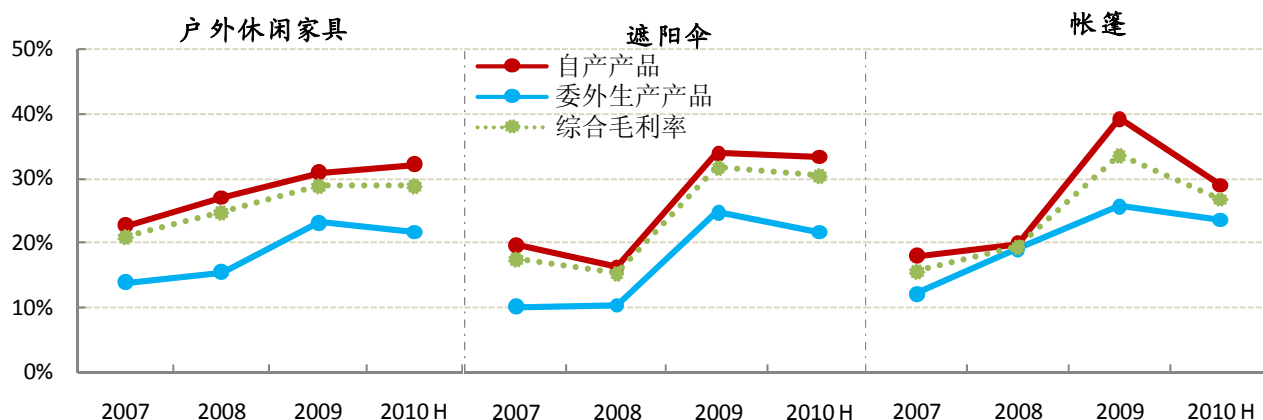
客户名称	国家	市场地位	2010 业务年度签订合同额(美元)
Fred Meyer	美国	世界零售业百强之一 Kroger 集团下属的百货公司。Kroger 集团有 3,637 家门店，2008 年度销售额达到 760 亿美元	550,210.28
Stop & Shop	美国	美国区域性领先零售商，有 711 家店，2008 年度的销售额达到 218.35 亿美元	294,553.14
Homegoods	美国	美国零售业领先企业 TJX 的分支机构，TJX 在全球有 2,652 家门店，其中 Homegoods 有 318 家，其 2008 年度销售额达到 15.78 亿美元	113,454.00
Academy Sports +Outdoors	美国	美国最大的体育用品零售商之一，有 112 家门店，具备地区优势	634,503.75
Dahlsens	澳大利亚	澳大利亚主要经销商	235,233.51
BuildingCentres Pty Ltd	澳大利亚	澳大利亚主要经销商	54,822.80
Goodliving Global	澳大利亚	主要为澳大利亚 Mitre 10 Group 供货。Mitre 10 Group 成立于 1953 年，是澳大利亚领先的家居连锁店，目前拥有超过 450 家门店	31,585.35
Yale Prima Pty Ltd	澳大利亚		

资料来源：招股说明书，国泰君安证券

3.4. 产能亟待扩张，委外生产拉低毛利率

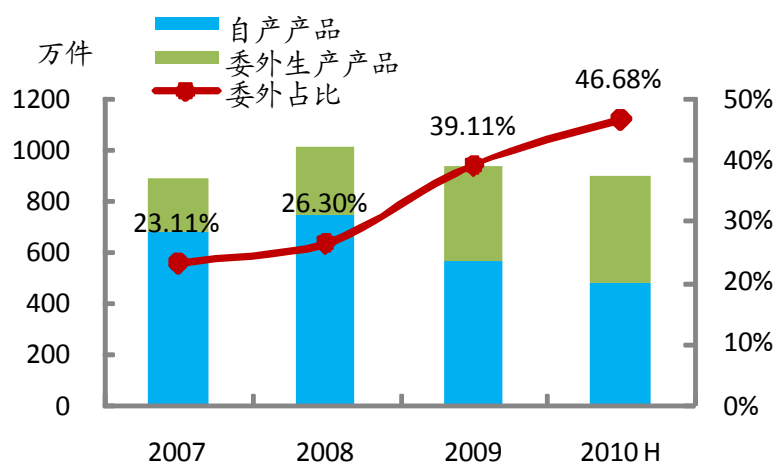
2007 年至 2010 年 1-6 月, 公司的主营业务毛利率分别 19.44%、22.19%、29.77%、28.74%。毛利率总体呈上升趋势, 细分产品的毛利率则存在一定的波动性, 而影响公司主营业务毛利率的因素有产品价格变动、成本变动、出口退税率变动和汇率变动等。其中, 公司可控的因素为成本中的委外生产成本, 它对整体毛利率的下拉效应显著。

图 11: 自产与委外生产的主营产品毛利率对比



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券

图 12: 委外生产占总产量比



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券

公司正处于快速扩张阶段, 相对销售规模, 公司自产产能过小, 委外生产作为一种轻资产扩张模式, 成为公司短期内的首选。目前近 30%-50% 的订单需要委外生产, 且随着公司的快速扩张, 委外生产比例不断提高。委外生产加大了公司的管理难度, 特别是产品质量的控制; 并且降低了公司的整体毛利率。委外生产产品毛利率平均比自产产品毛利率低近 10 个点。由此可见, 公司募集资金的新增 345 万件产能项目的必要性。公司自产产能提高后, 将会使公司的盈利能力上一个台阶。

4. 募集资金项目

公司此次计划发行 6000 万股, 募集资金用于年产 345 万件新型户外休闲用

品生产线项目（年产 245 万件户外休闲家具、30 万件帐篷、70 万件遮阳伞）和产品研发检测及展示中心项目（新增 14,802.00 平方米展示中心），预计总投资额为 6.13 亿元。其中年产 345 万件新型户外休闲用品生产线项目已于 2009 年 6 月开工建设。

表 3：募集资金项目情况

项目名称	总投资额	建设期	投资回收期 (含建设期)	投资收益率
年产 345 万件新型户外休闲用品生产线项目	52,610.00	2.5 年	7.9	15.89%
产品研发检测及展示中心	8,700.00	1 年	-	-
合计	61,310.00	-	-	-

数据来源：招股说明书，国泰君安证券

5. 盈利预测及估值

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.24、1.62、2.00 元，给予 2010 年 30-35 倍 PE，合理股价为 37.20-43.40 元，考虑到一定发行折价，建议询价区间为 36.50-42.70 元。

风险提示

汇率风险：公司销售以美元为主要结算货币，且自合同签署日至收汇日周期较长，一般需要 6-9 个月。因此人民币持续升值给公司带来了一定的盈利压力。公司本着积极应对，主动防御的原则，采用远期结汇，并以远期汇率作为合同美元报价的依据，但仍不能完全规避风险。

出口退税政策变动风险：公司以出口业务为主，国家目前对户外休闲家具、遮阳伞和帐篷分别实行 15%、15%、16% 的退税费。如未来国家的出口退税政策出现变动，将会影响公司短期经营业绩。

作者简介:**魏涛:**

魏涛:2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在2009年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。

胡珏: 清华大学理学硕士, 国泰君安证券化工行业助理研究员。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		