

浙江永强（002489）

无评级

ODM 领跑中端市场

市场数据

报告日期	2010-9-30
收盘价(元)	
发行前股本(百万股)	180.00
拟发行股本(百万股)	60.00
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	831.17
总资产(百万元)	1913.90
每股净资产	4.62

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1719	2219	2853	3684
同比增长(%)	-14.2%	29.1%	28.6%	29.1%
净利润(百万元)	178	259	336	436
同比增长(%)	20.1%	45.2%	30.1%	29.7%
毛利率(%)	29.6%	28.0%	27.9%	27.4%
净利率(%)	10.4%	11.7%	11.8%	11.8%
净资产收益率(%)	27.5%	8.3%	9.7%	11.2%
每股收益(元)	0.74	1.08	1.40	1.82
每股经营现金流(元)	1.40	1.04	1.53	2.07

雒雅梅 王斌

造纸及轻工行业研究员

证书号: S0190200010016

021-38565935

投资要点

- **行业：处于产业转移阶段，国内以出口代工为主，发展空间较大。**全球行业近 5 年年均增速约 4.5%，市场容量约 230 亿美元。欧美是主要消费市场，近年生产重心逐渐转移至发展中国家，近年国内休闲家具出口年复合增速高达 23%。出口额 45 亿美元，占全球市场 20%。国内厂商主要以代工为主，尚停留在 OEM 阶段，ODM 厂商数量还较少。行业前 4 大企业市场集中度约 20%，竞争激烈。
- **公司：在规模和设计方面具有相对优势。**公司是国内最大的户外家具制造商，年收入规模约 20 亿，净利润约 2 亿。在国内出口市场占有率约 7%，主要产品包括户外家具、帐篷、遮阳伞等。以出口为主，占收入比重高达 99%，销售 95%以上采用 ODM 方式。相对于国内大多数 OEM 企业，公司在规模和设计方面具有显著优势，因此形成了如麦德龙、家乐福、家得宝等一批稳定优质的客户群。
- **未来三年增长将主要来自于北美市场渗透率的提高。**当前公司欧洲市场渗透已较为充分，占营业收入比重高达 75%，而在北美市场渗透率还相对较低，未来将着重加大这一市场的开拓力度。随着募投项目投产，公司规模和技术实力将进一步增强，整体竞争力将再上一个台阶，为北美市场成功拓展提供了可能。
- **定价区间 32.4-37.8 元。**我们预计公司 2010-2012 年收入年复合增速为 30%，净利润增速分别为 45%、30%和 30%，对应 EPS 分别为 1.08 元、1.40 元和 1.82 元，参照当前相似出口类企业估值水平，结合近期新股发行市盈率，我们认为可以给予公司 2010 年 30-35XPE，则定价区间为 32.4 元-37.8 元，取中间价为 35.1 元。

行业观点：主要以出口为主，仍有较大发展空间

产业转移催生国内户外家具行业发展壮大

从行业来看，全球户外休闲家具行业发展已较为成熟，近5年年均增速约4.5%，略高于全球GDP增速，市场容量约230亿美元。其中，欧美是主要消费区域，占全球消费市场比重达60%以上。

而供给方面，与国内众多制造业无异，发达国家依然牢牢占据微笑曲线的两端，即研发和销售渠道，而将生产重心逐渐转移至发展中国家，因此，国内户外休闲家具行业是在发达国家产业转移浪潮的催生下发展起来的。

数据显示，从04年至08年，国内休闲家具出口以每年23%的复合增速快速发展，正是这一趋势的印证。截至08年末，国内休闲家具出口额已达约45亿美元，占全球市场需求的20%。

高端市场被国外品牌制造商牢牢把持，进入壁垒高

从行业竞争格局来看，发达国家经过长期发展，已经形成了Dedon、Lafuma、Magis等一批全球性的户外家具品牌企业，他们汇集了全球顶级的设计师，在创意设计、时尚性和品质方面始终引领全球户外休闲家具潮流，单件产品售价从几百美元到几千美元，甚至上万美元，已成为户外休闲家具行业奢侈品的代言。这一领域类似于寡头垄断市场，竞争缓和，主要靠创意取胜，产品附加值高，但进入壁垒较高，

国内企业主要集中在中低端市场竞争，且以代工方式为主

而在中低端市场，国外品牌厂商则主要通过代工模式逐渐将制造环节转移至成本相对低廉的发展中国家。大批国内企业就主要集中在这一领域进行竞争，由于不具有品牌和渠道优势，竞争力就主要来自于规模、成本等方面，进入壁垒低，竞争激烈，赚取的是微薄的加工费。

从产业转移趋势来看，一般会经历OEM→ODM→OBM这样的转变，最终势必会有少数实力雄厚、技术领先的企业从中脱颖而出，逐步摆脱对国外品牌商的依赖，形成自身和品牌和渠道优势。

而当前我国户外休闲家具出口尚停留在OEM阶段，ODM厂商数量还较少，而能实现OBM经营的厂商更是凤毛麟角。因此未来还有一段相当长的路要走，发展空间较大。

行业集中度低，规模企业间竞争较为激烈

公司当前年销售规模约20亿，占出口市场的份额约6.5%，行业第一，且主要以ODM方式为主，已少量实现了OBM模式，在规模和设计能力方面居于行业领先地位。

我们认为主要竞争对手是以出口为主的国内同行。按照公司招股书披露的竞争对手主要包括：东莞欣鼎五金塑胶制品有限公司、上海基舜兴休闲制品有限公司、佛山市顺德区锡山家具有限公司。根据有关资料，东莞欣鼎年营业额在3.5亿美

金以上，规模与公司相当。而上海基舜兴和佛山锡山家具销售规模可能在 1.5 亿美金左右。据此，则行业前 4 大企业市场集中度约 20%，且彼此间差距不大。

公司观点：在出口领域具有相对竞争力，在北美市场还存在增长潜力

公司是国内最大的户外休闲家具及用品制造商，年收入规模约 20 亿，净利润约 2 亿。主要产品包括户外家具、帐篷、遮阳伞等。主要以出口为主，出口收入占比高达 99%。主要出口区域为欧洲和北美，占比分别为 75% 和 20%。公司销售 95% 以上采用 ODM 方式，4% 为 OBM。

公司在规模和设计方面具有相对优势

我们认为作为代工企业，公司的竞争力是相对的。与上述全球顶级的户外家具厂商（如 Dedon）相比，在品牌、设计等方面还存在很大差距，尚不能构成竞争关系，还有一段相当长的路要走。

但是作为国内最大的户外家具出口企业，公司显然在规模上已走在了行业前列，且 ODM 模式相对于大部分企业的 OEM 也具有一定先进性，毛利率可达 25% 以上，显示出自主研发设计带来了产品附加值的提升。

而在行业当前所处的阶段，我们认为规模和设计优势足以形成一道屏障，将大部分中小企业挡在门外。但与行业内几家规模相当的大企业之间则存在直接竞争。

具有稳定客户群

公司 ODM 的主要客户类型是国外零售商。凭借相对突出的规模和技术优势，公司已经积累了如麦德龙、家乐福、家得宝等一批全球性大型零售商客户，并形成了稳定的合作关系，在部分大客户采购量中的占比已达 30%。且客户数量呈持续增长趋势，当前已达 255 家，基本已涵盖欧美主要零售商。我们认为这也是公司竞争优势的重要体现。

国外市场仍为未来开拓重点

公司未来三年仍将以开拓国外市场为主。当前公司欧洲市场渗透已较为充分，占营业收入比重高达 75%，而在北美市场渗透率还相对较低，未来将着重加大这一市场的开拓力度。因此北美市场占有率的提高是推动公司未来三年业绩增长的重要因素。

随着募投项目投产，公司规模和技术实力将进一步增强，配合物流能力提升，公司整体竞争力将再上一个台阶，因此我们认为北美市场占有率的提升是有可能实现的。

定价区间为 32.4 元-37.8 元

公司募投项目主要为产能扩建，计划总投资 5.3 亿元。按照预测，达产后年销售收入 8.6 亿元，约相当于 09 年收入 50% 增长。预计 2011 年建成投产，2011-2013 年产能释放率分别为 40%、40% 和 20%。

结合根据公司当前接单情况，综合测算，我们预计公司 2010-2012 年收入年复合增速为 30%，净利润增速分别为 45%、30%和 30%，对应 EPS 分别为 1.08 元、1.40 元和 1.82 元，参照当前相似出口类企业估值水平，结合近期新股发行市盈率，我们认为可以给予公司 2010 年 30-35XPE，则定价区间为 32.4 元-37.8 元，取中间价为 35.1 元。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1110	3688	4065	4826
货币资金	393	2753	2863	3269
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	280	400	508	649
其他应收款	30	41	52	67
存货	338	409	531	698
非流动资产	498	707	953	1033
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	3	0	0	0
投资性房地产	15	15	15	15
固定资产	283	410	592	719
在建工程	66	145	208	163
油气资产	0	0	0	0
无形资产	119	119	119	119
资产总计	1609	4395	5017	5859
流动负债	923	1228	1514	1919
短期借款	63	161	145	137
应付票据	595	720	935	1229
应付账款	229	311	397	517
其他	35	36	37	37
非流动负债	38	38	38	38
长期借款	36	36	36	36
其他	2	2	2	2
负债合计	960	1266	1552	1957
股本	120	240	240	240
资本公积	133	2233	2233	2233
未分配利润	381	628	949	1365
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	649	3129	3465	3902
负债及权益合计	1609	4395	5017	5859

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	178	259	336	436
折旧和摊销	0	18	27	36
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	42	-19	-38	-43
投资损失	10	7	8	8
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	13	11	-36	-58
经营活动产生现金流量	240	250	368	496
投资活动产生现金流量	-55	-228	-280	-125
融资活动产生现金流量	-151	2337	22	35
现金净变动	34	2359	111	406
现金的期初余额	384	393	2753	2863
现金的期末余额	418	2753	2863	3269

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1719	2219	2853	3684
营业成本	1211	1598	2058	2676
营业税金及附加	15	17	22	28
销售费用	127	162	209	258
管理费用	107	132	172	206
财务费用	42	-19	-38	-43
资产减值损失	-11	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-10	-7	-8	-8
营业利润	219	323	422	551
营业外收入	12	15	14	14
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	226	333	431	559
所得税	48	74	94	123
净利润	178	259	336	436
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	178	259	336	436
EPS (元)	0.74	1.08	1.40	1.82

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-14.2%	29.1%	28.6%	29.1%
营业利润增长率	-0.5%	47.7%	30.5%	30.4%
净利润增长率	20.1%	45.2%	30.1%	29.7%
盈利能力(%)				
毛利率	29.6%	28.0%	27.9%	27.4%
净利率	10.4%	11.7%	11.8%	11.8%
ROE	27.5%	8.3%	9.7%	11.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	59.7%	28.8%	30.9%	33.4%
流动比率	1.20	3.00	2.68	2.51
速动比率	0.84	2.67	2.33	2.15
营运能力(次)				
资产周转率	103.2%	73.9%	60.6%	67.7%
应收帐款周转率	504.4%	652.1%	628.6%	636.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.74	1.08	1.40	1.82
每股经营现金	1.40	1.04	1.53	2.07
每股净资产	2.70	13.04	14.44	16.26
估值比率(倍)				
PE	0.0	0.0	0.0	0.0
PB	0.0	0.0	0.0	0.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。