

## 怀揣全产业链梦想的户外休闲家具及用品 ODM 制造商

浙江永强 (002489)

合理价值范围: 25-35 元

新股研究

2010 年 10 月 8 日 星期五

## 消费品小组

卢媛媛 lyy@longone.com.cn

组长 021-50586660-8635

证书编号 S0630208010054

联系人: 沈燕

021-50586660-8639

shyan@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

## 投资要点

□ 浙江永强是国内最大的户外休闲家具及用品 ODM 制造商。主营业务产品为户外休闲家具、遮阳伞、帐篷三大系列, 主要通过大型超市、品牌连锁店销售, 主要销售地区为欧洲及北美等发达地区。2009 年公司户外休闲家具国内出口排名位列第二、遮阳伞出口排名第一, 帐篷排名第四。

□ 公司设计研发位于国内领先水平, 与境外优势企业差距逐步缩小。稳定的 255 家国际客户体系, 细分化、本土化市场拓展战略。规模优势有效化解市场波动, 逆市增长。

□ 浙江永强未来的战略规划是整合上下游产业资源, 实现全产业链运营。除了募投项目, 公司还计划在未来几年构建一个全球物流系统, 帮助客户实现零库存运营, 与客户分享物流环节的利润, 从而进一步加大对行业利润以及终端的控制力, 进而成为全球户外休闲家具及用品行业的霸主。

我们保守估计公司 2010-2012 年每股收益为 1 元、1.32 元和 1.81 元, 综合考虑公司所处行业地位和属性, 对应公司 2010 年业绩, 我们给出的市盈率区间为 25 倍-35 倍, 建议询价区间为 25-35 元。

风险提示: 作为一个出口型企业, 请投资者重点关注公司汇率波动、出口退税政策变动风险; 谢氏父子四人为公司实际控制人, 本次发行前, 其直接和间接持有公司 85.84% 股份, 发行后仍持有公司 64.38% 股份, 投资者须警惕其损害公司以及其他股东的利益。

| 关键财务与估值指标 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益      | 1.48 | 1.00  | 1.32  | 1.81  |
| 每股净资产     | 5.41 | 11.20 | 12.53 | 14.33 |
| ROE       | 27%  | 9%    | 11%   | 13%   |
| 毛利率       | 30%  | 27%   | 27%   | 28%   |
| 收入增长率     | -14% | 28%   | 29%   | 28%   |
| 净利润增长     | 20%  | 35%   | 33%   | 36%   |
| 资产负债率     | 60%  | 29%   | 32%   | 34%   |
| EV/EBITDA | 0.4  | 3.7   | 3.6   | 3.2   |

### 一、发行基本情况

|           |                                  |
|-----------|----------------------------------|
| 询价推介日期    | 2010 年 9 月 27 日——2010 年 9 月 29 日 |
| 定价公告刊登日期  | 2010 年 10 月 8 日                  |
| 申购日期和缴款日期 | 2010 年 10 月 11 日                 |
| 股票上市日期    |                                  |

拟发行超过 6000 万股

发行后总股本 24000 万股

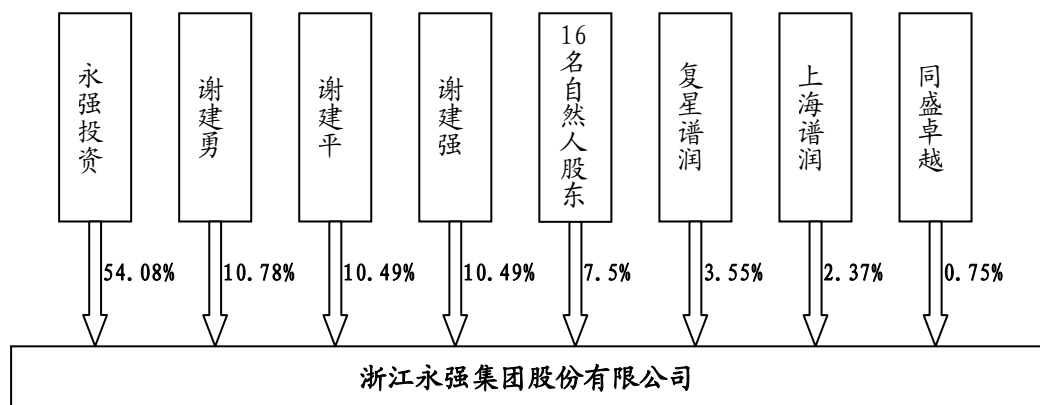
主承销商：招商证券

### 二、财务概况

|           | 2009 年  | 2008 年 | 2007 年 |
|-----------|---------|--------|--------|
| 毛利率       | 29.59%  | 22.15% | 19.39% |
| 营业利润率     | 12.74%  | 10.98% | 9.05%  |
| 净利率       | 10.36%  | 7.40%  | 6.54%  |
| 净资产收益率-加权 | 33.13%  | 36.52% | 32.92% |
| 资产负债率     | 59.68%  | 74.56% | 72.14% |
| 基本每股收益    | 1.48    | 1.24   | 0.90   |
| 主营业务增长率   | -14.33% | 21.90% |        |
| 净利润增长率    | 20.10%  | 36.94% |        |

数据来源：公司招股说明书

### 三、股权结构



数据来源：公司招股说明书，东海证券研究所整理

公司控股股东为永强投资，其持有发行前公司 54.08% 股份。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 85.84% 股份。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。

本次拟公开发行社会公众股 6000 万股，占公开发行后总股本的 25%，发行后总股本为 24000 万股。

### 四、公司概况

公司是国内最大的户外休闲家具及用品 ODM 制造商。主营业务产品为户外休闲家具、遮阳伞、帐篷三大系列，主要产品包括桌、椅、秋千、普通遮阳伞、吊伞、帐篷等户外休闲消费品。产品主要用于家庭庭院和露台、户外休闲场所及酒店等场所，主要通过大型超市、品牌连锁店销售，主要销售地区为欧洲及北美等发达地区。

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。

公司在积极推进 ODM 业务持续发展的基础上，逐步加强 OBM 业务的前期拓展，公司现已拥有“Creador”、“Yotrio”、“Better Garden”三个自主品牌。目前，公司 OEM、ODM、OBM 业务的比重大概是 1%、95%、4%。

公司的竞争优势源于：

1、公司设计研发位于国内领先水平，与境外优势企业差距逐步缩小

公司经营模式以 ODM 为主，自主进行产品设计、研发是公司生产经营的重要环节，也是获取高毛利的重要手段。目前公司设有中国、德国、美国 3 个研发机构共 240 名研发专业人员。2008-2010 业务年度，公司产品型号、规格更新率分别为 22.38%、22.41%、30.04%，以适应休闲消费品更新换代快、个性化、

本地化的市场需求。

## 2、稳定的 255 家国际客户体系，细分化、本土化市场拓展战略

在海外市场拓展中，公司以欧洲市场为拓展基础，有序开发其他海外市场。2009 年度，欧洲市场形成的营业收入所占比重达到 75.00%，北美市场所占比重为 19.55%。

目前，公司已构建了以家得宝、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。欧洲市场仍处于高增长，公司的目标是巩固现有优势，加强细分市场拓展，由广度拓展转为深度拓展；北美市场经过 05 年起的前期开拓已进入增长期，公司计划加强该市场拓展力度，实现与欧洲市场的均衡发展；南半球市场尚处于培养期一旦进入业绩释放期可有效利用公司淡季产能。09 年公司克服金融危机带来各种不利因素，新增北美、大洋洲重点客户 7 家，拿到 2010 年订单 191.4 万美元。

## 3、规模优势有效化解市场波动，逆市增长

2009 年度公司各类产品销量为 940.87 万件，其中自产产品销量为 572.93 万件，销售毛利率为 32.15%；委外生产产品销量为 367.94 万件，销售毛利率为 23.76%。公司通过委外生产来弥补自有产能的不足。但委外生产一定程度上加大了公司管理难度，并降低了公司整体盈利水平。随着募投项目新增 345 万件产能的投放，公司自有产能将由 601 万件提升到 946 万件，规模优势将得到进一步巩固。

在金融危机、人民币升值的双重冲击下，09 年行业内部分企业处于经营困顿，公司凭借规模、品质、信誉优势，在营业收入下降-14.18%的情况下，净利润增长 20.10%。

## 五、主要产品产能产量：

### 自主生产产能产量

| 2010 年1-6 月 |     |        | 2009 年度 |        | 2008 年度 |        | 2007 年度 |        |
|-------------|-----|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 项目<br>(万件)  | 产能  | 产量     | 产能      | 产量     | 产能      | 产量     | 产能      | 产量     |
| 户外休闲家具      | 445 | 367.51 | 445     | 464.16 | 525     | 600.37 | 525     | 558.57 |
| 遮阳伞         | 140 | 65.62  | 140     | 109.91 | 140     | 129.93 | 140     | 122.18 |
| 帐篷          | 16  | 8.23   | 16      | 13.03  | 20      | 22.59  | 20      | 18.55  |
| 合计          | 601 | 441.36 | 601     | 587.10 | 约685    | 752.89 | 685     | 699.30 |

数据来源：公司招股说明书，东海证券研究所整理

2009 年 4 月 29 日，公司控股子公司杰倍德租赁的厂房到期后未再续约，由此户外休闲家具减少产能约 80 万件；2009 年 2 月 4 日，公司控股子公司英仕达租赁的厂房到期后未再续约，由此帐篷减少产能约 4 万件。

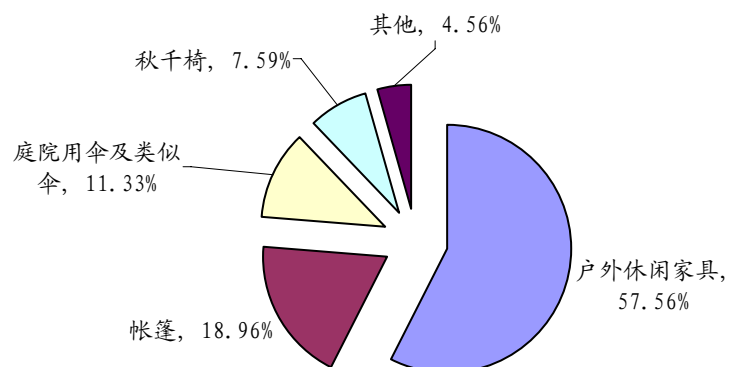
由于公司现有产能不足，目前公司产成品的生产方式由自主生产和委外生产两部分组成。2009 年户外休闲家具、遮阳伞、帐篷的自产/委外销量比例分别为：1.77、1.07、0.68。

## 六、行业状况和发展前景

### 1、行业市场需求分析

户外休闲家具及用品主要由户外休闲家具、伞类、帐篷、秋千椅及其他产品构成，2008 年全球户外休闲家具及用品行业各类细分产品销售构成如下：

2008 年全球户外休闲家具及用品销售构成



数据来源：公司招股说明书，东海证券研究所整理

欧洲和美国是全球最大的户外休闲用品消费区域。欧洲和北美占全球需求的比重接近 60%，也是公司主要销售区域。

欧洲、美国户外休闲家具及用品市场情况

|    | 2004-2008 年复合增长率 | 2009 年市场规模（亿美元） |
|----|------------------|-----------------|
| 欧洲 | 3.29%            | 66.44           |
| 美国 | 3.36%            | 50.37           |

数据来源：公司招股说明书，东海证券研究所整理

随着国内人民生活水平的提高、休闲时间的增加、住宅的改善，国内的户外休闲家具及用品市场具有巨大的潜力。但目前国内市场仍处于开拓期，境外

市场是公司目前的发展重心。

全球户外休闲家具及用品市场规模预测

| 项目      | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全球市场需求量 | 239.2 | 245.9 | 254.0 | 263.7 | 272.9 | 281.7 |
| 增长率     |       | 2.80% | 3.29% | 3.82% | 3.49% | 3.22% |

数据来源：公司招股说明书，东海证券研究所整理

## 2、行业市场供给分析

欧美品牌企业在发达国家占主导地位，但考虑到劳动力成本，这些企业在保留研发设计环节、高端产品生产环节的基础之上以 OEM、ODM 的模式将生产制造转移到发展中国家及地区。中国凭借基础设施、人力资本、行业配套等优势，在 OEM、ODM 领域占有重要地位。目前，境内从事户外休闲家具生产的企业约有 400 多家，除极少数领先企业进军 OBM 市场外，基本以 OEM、ODM 市场为主，其中 OEM 厂家数量较多，ODM 厂家数量较少。中国户外休闲家具及用品的出口额增长迅速，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%。

公司的主要竞争对手情况如下：

| 企业名称                       | 主要产品及市场                                  |
|----------------------------|------------------------------------------|
| 东莞欣鼎五金塑胶制品有限公司             | 主要产品是沙滩椅、桌子、太阳伞等，产品 80% 以上出口到欧洲及美国       |
| 上海基舜兴休闲制品有限公司、基胜工业（上海）有限公司 | 主要生产庭院金属家具及其相关用品，产品全部外销至欧美、日本、澳大利亚等国家和地区 |
| 佛山市顺德区锡山家具有限公司             | 主要生产自主品牌的金属户外家具，产品全部出口美国、欧洲              |

数据来源：公司招股说明书，东海证券研究所整理

未来行业的发展趋势是：

- 1) 产品研发设计能力将成为企业核心竞争优势。且朝着设计更时尚、功能更新、材料更环保的趋势发展。
- 2) 由于户外家具及用品的多样化和个性化的需求，目前国内产业的机械化水平还有待提高。随着专业设备的不断开发，产业整体生产效率将会提升。

## 七、募投项目简介

公司本次拟向社会公开发行境内上市人民币普通股（A 股）6,000 万股，

本次募集资金在扣除发行费用后，将投资于“年产 345 万件新型户外休闲用品生产线项目”以及“产品研发检测及展示中心项目”，项目计划总投资为 61,310.00 万元。

#### 1、年产 345 万件新型户外休闲用品生产线项目

该项目建成投产后，公司将新增年产 245 万件户外休闲家具、30 万件帐篷、70 万件遮阳伞的生产能力。因公司现有产能不足，公司通过委外生产解决产能不足问题，本次募集资金投资项目建成后，自主生产能力将有较大幅度提升，产能瓶颈将在一定程度上得到缓解。该项目已于 2009 年 6 月开工建设，项目建设期为 2.5 年，项目达产后，预计正常年份可实现新增销售收入 85,650 万元。

#### 2、产品研发检测及展示中心

公司计划将展示中心在现有 7,230.00 平方米基础之上新增 14,802.00 平方米，实现公司 2000 多款产品按主要国家和地区布局，在注重各国消费偏好的基础上，推进公司的细分化和本土化的拓展战略。

随着研发设计中心的建成，公司研发设计中心将转移至宁波，构建以宁波为中心的境内外有机结合的研发体系。

检测中心建成能够有效适应研发设计的需要，提高客户检测效率。

### 募集资金的时间安排

| 项目名称                  | 总投资额      | 第一年       | 第二年       | 第三年       |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 年产345 万件新型户外休闲用品生产线项目 | 52,610.00 | 21,805.00 | 21,805.00 | 9,000.00  |
| 产品研发检测及展示中心           | 8,700.00  | 590.00    | 5,378.00  | 2,732.00  |
| 合计                    | 61,310.00 | 22,395.00 | 27,183.00 | 11,732.00 |

数据来源：公司招股说明书，东海证券研究所整理

### 八、申购策略

| 名称   | 申购代码   | 申购日期       | 解冻日期       | 发行量     |
|------|--------|------------|------------|---------|
| 浙江永强 | 002489 | 2010/10/11 | 2010/10/14 | 6000 万股 |

浙江永强作为目前国内最大的户外休闲家具及用品 ODM 制造商，其未来的战略规划是整合上下游产业资源，实现全产业链运营，从而提高自身在全球的影响力和盈利能力。上游通过规模经营提高议价能力；下游通过渠道的整合、销售服务的跟进，提高市场占有率；除了募投项目，公司还计划在未来几年构

建一个全球物流系统，帮助客户实现零库存运营，与客户分享物流环节的利润，从而进一步加大对行业利润以及终端的控制力，进而成为全球户外休闲家具及用品行业的霸主。

我们保守估计公司 2010-2012 年每股收益为 1 元、1.32 元和 1.81 元，综合考虑公司所处行业地位和属性，对应公司 2010 年业绩，我们给出的市盈率区间为 25 倍-35 倍，建议询价区间为 25-35 元。

**风险提示：**作为一个出口型企业，请投资者重点关注公司汇率波动、出口退税政策变动风险；谢氏父子四人为公司实际控制人，本次发行前，其直接和间接持有公司 85.84%股份，发行后仍持有公司 64.38%股份，投资者须警惕其损害公司以及其他股东的利益。

### 九、盈利预测

单位：百万元

| 资产负债表         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 利润表        | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|------|-------|-------|-------|------------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物      | 393  | 2181  | 2302  | 2672  | 营业收入       | 1719.3 | 2196.5 | 2828.1 | 3613.7 |
| 应收款项          | 310  | 421   | 542   | 693   | 营业成本       | 1210.6 | 1608.7 | 2061.1 | 2590.6 |
|               |      |       |       |       | 营业税金       |        |        |        |        |
| 存货净额          | 338  | 406   | 522   | 661   | 及附加        | 14.6   | 12.1   | 15.6   | 19.9   |
| 其他流动资产        | 68   | 104   | 123   | 160   | 销售费用       | 127.0  | 153.8  | 198.0  | 253.0  |
| 流动资产合计        | 1110 | 3112  | 3490  | 4186  | 管理费用       | 106.7  | 131.8  | 183.8  | 234.9  |
| 固定资产          | 349  | 551   | 802   | 899   | 财务费用       | 42.0   | (24.3) | (47.4) | (52.9) |
| 无形资产及其他       | 119  | 117   | 114   | 112   | 投资收益       | (10.1) | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
|               |      |       |       |       | 资产减值及公允价值  |        |        |        |        |
| 投资性房地产        | 27   | 27    | 27    | 27    | 变动         | (10.3) | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 长期股权投资        | 3    | 3     | 3     | 3     | 其他收入       | 21.0   | 0.0    | 0.0    | (0.0)  |
| 资产总计          | 1609 | 3810  | 4436  | 5227  | 营业利润       | 219.1  | 314.5  | 417.0  | 568.3  |
| 短期借款及交易性金融    |      |       |       |       |            |        |        |        |        |
| 融负债           | 63   | 0     | 0     | 0     | 营业外净收支     | 6.7    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 应付款项          | 825  | 1024  | 1310  | 1654  | 利润总额       | 225.8  | 314.5  | 417.0  | 568.3  |
| 其他流动负债        | 35   | 60    | 82    | 96    | 所得税费用      | 47.7   | 74.7   | 99.0   | 135.0  |
| 流动负债合计        | 923  | 1084  | 1392  | 1750  | 少数股东损益     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 长期借款及应付债券     | 36   | 36    | 36    | 36    | 归属于母公司净利润  | 178.1  | 239.8  | 317.9  | 433.3  |
| 其他长期负债        | 2    | 2     | 2     | 2     | 现金流量表(百万元) | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 长期负债合计        | 38   | 38    | 38    | 38    | 净利润        | 178    | 240    | 318    | 433    |
| 负债合计          | 960  | 1121  | 1430  | 1787  | 资产减值准备     | (41)   | 13     | 0      | 0      |
| 少数股东权益        | 0    | 0     | 0     | 0     | 折旧摊销       | 27     | 25     | 40     | 58     |
| 股东权益          | 649  | 2688  | 3006  | 3440  | 公允价值变动损失   | 10     | 0      | 0      | 0      |
| 负债和股东权益总计     | 1609 | 3810  | 4436  | 5227  | 财务费用       | 42     | (24)   | (47)   | (53)   |
| 关键财务与估值指标     | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 营运资本变动     | (34)   | 23     | 52     | 31     |
| 每股收益          | 1.48 | 1.00  | 1.32  | 1.81  | 其它         | 41     | (13)   | (0)    | (0)    |
| 每股红利          | 0.00 | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 经营活动现金流    | 181    | 287    | 410    | 523    |
| 每股净资产         | 5.41 | 11.20 | 12.53 | 14.33 | 资本开支       | (20)   | (237)  | (289)  | (153)  |
| ROS           | 10%  | 11%   | 11%   | 12%   | 其它投资现金流    | (0)    | 0      | 0      | 0      |
| ROE           | 27%  | 9%    | 11%   | 13%   | 投资活动现金流    | (20)   | (237)  | (289)  | (153)  |
| 毛利率           | 30%  | 27%   | 27%   | 28%   | 权益性融资      | 0      | 1800   | 0      | 0      |
| EBIT Margin   | 15%  | 13%   | 13%   | 14%   | 负债净变化      | 36     | 0      | 0      | 0      |
| EBITDA Margin | 16%  | 14%   | 14%   | 16%   | 支付股利、利息    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 收入增长          | -14% | 28%   | 29%   | 28%   | 其它融资现金流    | (223)  | (63)   | 0      | 0      |
| 净利润增长         | 20%  | 35%   | 33%   | 36%   | 融资活动现金流    | (151)  | 1737   | 0      | 0      |
| 资产负债率         | 60%  | 29%   | 32%   | 34%   | 现金净变动      | 10     | 1787   | 121    | 370    |
| 息率            |      |       |       |       | 货币资金的期初余额  | 384    | 393    | 2181   | 2302   |
| P/E           | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 货币资金的期末余额  | 393    | 2181   | 2302   | 2672   |
| P/B           | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 企业自由现金流    | 221    | 31     | 85     | 330    |
| EV/EBITDA     | 0.4  | 3.7   | 3.6   | 3.2   | 权益自由现金流    | 34     | (13)   | 121    | 370    |

**附注:****分析师简介及跟踪范围:****一、行业评级**

|    |             |                           |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line:    | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious:   | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

**二、股票评级**

|    |             |                                |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy:        | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$      |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$   |
| 中性 | Neutral:    | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell:       | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$         |

**三、免责声明**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址:上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122