

2011-02-11
造纸印刷轻工

浙江永强 002489-SZ

加息对公司是利好，坚定看多

◇ 报告起因：近期国家紧缩银根力度加强

◆ 国家频繁加息利多公司

近期国家加大了银根紧缩的力度以因对通胀和调控房地产，从一般角度来看，加息会导致企业的财务费用增加，并非好事，但我们认为加息对公司是利好。

支持我们观点的理由有两点：1、国内轻工行业是一个市场集中度极低的行业，而且以小企业为主，本轮紧缩货币的调控不仅加大很多小企业贷款的难度（包括民间融资，温州中小企业促进会会长周德文在公开场合明确表示 70% 的会员企业缺钱，民间融资出现资金紧张的局面），加重其财务负担，而且能压制弱小企业扩充产能的步伐，更有利于行业的整合，同时为公司在国内寻找合适的收购标的提供了更好的环境；

2、公司拥有 15.5 亿元的超募资金，根据其最近一期季报显示，公司账面有息负债主要是 4750 万的长期借款，国家不断加息只会使公司的利息收入更为丰厚，我们用超募资金减去负债以 10 个亿计，国家提高 0.25 个百分点的利率将增厚公司 EPS 0.01 元。

◆ 欧美经济仍在延续复苏的步伐，国内出口势头不减

欧元区经济信心指数和工业信心指数仍延续向好的势头，作为公司收入最大来源的德国，其企业景气指数、消费者信心指数亦超乐观的方向发展，同时德国 7.4% 的失业率（西德只有 6.4%）更是对其零售消费提供了良好的支撑。此外，美国 2011 年 1 月的制造业 PMI 已突破 60，美国制造业 PMI 指数已连续第 7 个月保持上升的趋势，同时 2011 年 1 月，美国经季调失业率已降至 9%，总总的事实表明美国的经济也正在朝好的方向前进。

海外经济的回暖最为直接的表现就是国内的出口，2010 年 12 月国内月度出口同比增速达到 25.6%，出口保持高增长的势头不减。

◆ 公司的提升空间巨大，把握机会积极介入

公司目前收入主要来自德国，对于欧洲其他国家和北美市场介入尚浅，我们认为这样的收入来源结构预示着其仍然拥有巨大的成长空间。

当下公司收入以 ODM 为主，虽已拥有“Creador”、“Yotrio”、“Better Garden”三个自主品牌，但 OBM 销售收入占比较低，也正是因为这个原因，市场难以赋予其较高的估值水平。我们认为以 ODM 为主的现状确为不足之处，但这亦预示着如果公司通过并购的方式获取海外的成熟品牌将打开其估值提升的空间。

以公司当前 35.4 元的股价，减去每股超募 6.5 元的现金，对应 2011 年 EPS 的 PE 为 21 倍。我们预计公司 2011-2013 年净利润复合增速将达到 30%，考虑其具备收购的预期，给予公司 2011 年 32 倍 PE，目标价 45 元，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	2,003	1,719	2,306	2,984	3,811
营业收入增长率	21.05%	-14.18%	34.14%	29.39%	27.71%
净利润（百万元）	148	178	253	336	436
净利润增长率	36.94%	20.10%	42.01%	32.71%	30.01%
EPS（元）	0.62	0.74	1.05	1.40	1.82
ROE	33.83%	27.45%	8.02%	9.84%	11.65%
P/E	57	48	34	25	19
P/B	19	13	3	2	2
EV/EBITDA	29	11	17	14	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	35.40 元
目标价格	45.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕

证书编号：S0930511010001

联系人：

姜浩

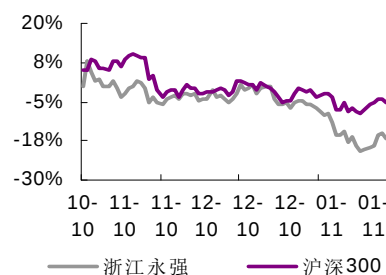
021-22169125

jianghao@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	240
总市值(百万元)	8,496
流通比例(%)	25.00%
12 个月最高/最低(元)	44.11/31.50
近 3 月日均成交量(百万股)	1.90
主要股东	临海市永强投资有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.33	-1.66	0.00
绝对收益	-4.92	-12.46	0.00

相关报告：

进可攻，退可守，买入正当时

..... 2010-12-29

投资要件

关键假设

收入假设:

2010-2012 年收入增速分别为 34.1%、29.4%和 26.5%。

分产品看:

户外休闲家具的增速为 37.2%、21.2%和 22.9%;

遮阳伞的增速为 42.9%、23.1%和 13.3%;

帐篷的增速为 4.8%、112.3%和 58.9%。

毛利率假设:

2010-2012 年的综合毛利率分别为 27.0%、26.8%和 27.4%

分产品看:

户外休闲家具的毛利率为 27.0%、26.8%和 27.7%;

遮阳伞的毛利率为 28.8%、28.6%和 28.6%;

帐篷的毛利率为 23.9%、25.0%和 25.3%。

期间费用率假设:

2010-2012 年的期间费用率分别为 12.3%、11.2%和 11.3%

其中销售费用率分别为 7.1%、7.0%和 6.9%;

管理费用率分别为 5.7%、5.7%和 5.6%;

财务费用率分别为 -0.5%、-1.5%和 -1.2%

我们为什么与市场普遍观点不同

市场对公司的担忧有两点: 1、出口面临不确定性; 2、毛利率能否维持。通过对欧元区和美国经济指标的跟踪, 我们认为欧美经济复苏的步伐虽然较为缓慢, 但复苏势头不改, 国内出口同比增速依旧维持较高的水平, 我们相信 2011 年欧美经济继续回暖是大概率事件。

对于毛利率, 我们的看法是公司的毛利率能够维持, 我们的理由有三点: 1、休闲家具行业更新周期为 1.5 年, 与流行服饰等行业颇为类似, 企业可以通过不断更新设计, 推陈出新来维护自身的盈利能力; 2、公司新募投产能的自动化水平显著高于目前的水平, 未来生产率的提升将能提振毛利率; 3、公司对上游原材料供应商具备不俗的掌控能力 (详见正文)。

估值和目标价格

我们认为结合公司未来三年的成长性, 以及其具备的并购预期, 我们给予公司 2011 年 32 倍 PE, 对应 1.40 元的 EPS, 给予目标价 45 元, 维持“买入”评级。

股价上涨的催化因素

股价潜在的催化因素是公司在海外收购品牌或在国内收购同行业公司。

投资风险

出口退税率下调以及人民币短期升值幅度过大。

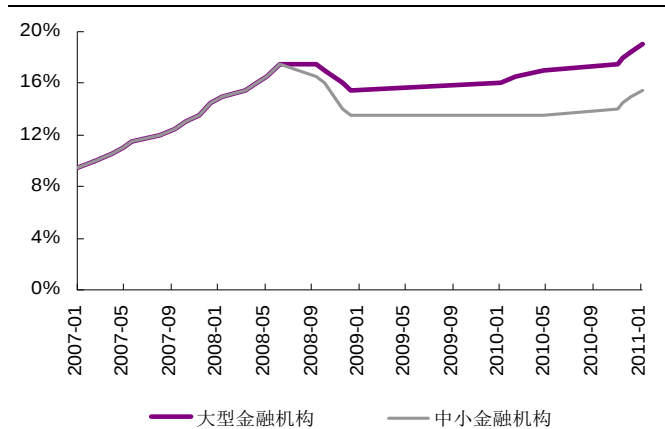
一、国内进入加息通道，对公司构成利好

我们认为加息对公司的意义不同于一般的企业，是利好而不是利空。支持我们观点的理由有两点：

- 1、2011 年 1 月大型金融机构的存款准备金率达到 19%（见图 1），创 07 年以来的新高，表明国家当前在收紧银根方面力度很强。国内轻工行业是一个市场集中度极低的行业，而且以小企业为主，以金属家具为例，2010 年 11 月共有 1186 家企业（见图 2）。本轮紧缩货币的调控不仅加大了很多小企业贷款的难度（包括民间融资，温州中小企业促进会会长周德文在公开场合明确表示 70% 的会员企业缺钱，民间融资出现资金紧张的局面），加重其财务负担，而且能压制弱小企业扩充产能的步伐，有利于行业集中度的提升，同时也为公司在国内寻找合适的收购标的提供了更好的环境；

图 1：大型金融机构的存款准备金率创 07 年以来新高

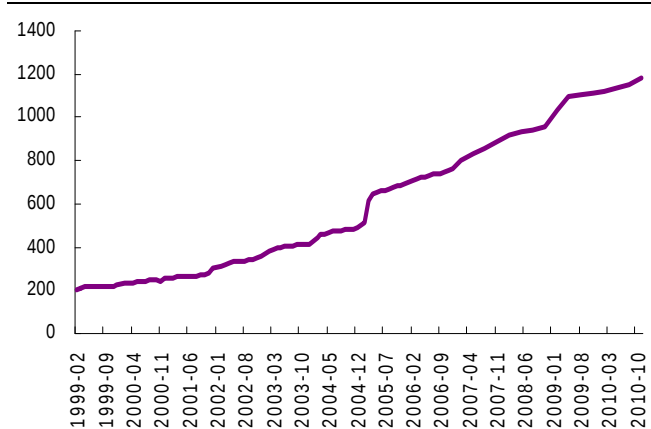
2007/01-2011/01 大型和中小型金融机构存款准备金率情况



资料来源：央行、光大证券研究所

图 2：金属家具行业有待整合

1999/02-2010/10 国内金属家具企业的数量（单位：家）



资料来源：WIND、光大证券研究所

- 2、公司拥有 15.5 亿元的超募资金，根据其最近一期季报显示，公司账面有息负债主要是 4750 万的长期借款，国家不断加息只会使公司的利息收入更为丰厚，我们用超募资金减去有息负债以 10 个亿计，国家提高 0.25 个百分点的利率将增厚公司 EPS 0.01 元。

二、欧美经济仍在延续复苏的步伐，国内出口势头不减

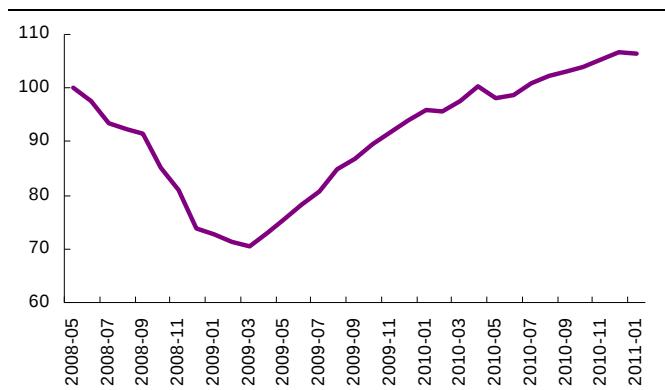
我们注意到欧元区和美国的经济虽然复苏的步伐缓慢，但总体来看依旧延续着复苏的趋势。

2011 年 1 月欧元区经济信心指数达到 106.5，已连续 9 个月上升（见图 3）；同时欧元区工业信心指数上升至 6（见图 4），已达到 07 年的水平，我们认为欧元区再经历债务危机之后，现已重回复苏轨道。

作为公司收入最大的来源地德国，其企业景气指数、消费者信心指数亦超乐观的方向发展，2011 年 1 月德国 IFO 企业景气指数达到 110.3（见图 5），较上月上升 0.5 个百分点，2 月德国 GFK 消费信心指数达到 5.7（见图 6），连续 13 个月回升。于此同时，德国的失业率已降至 7.4%（西德为 6.4%）更是对其零售消费提供了良好的支撑。德国经济的健康发展对于公司意义非凡。

图 3: 欧元区经济信心指数持续回升

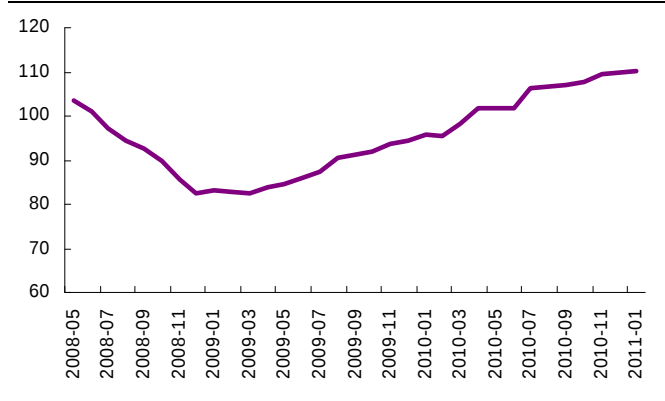
2008/05-2011/01 欧元区经济信心指数情况



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 5: 德国企业景气指数持续攀升

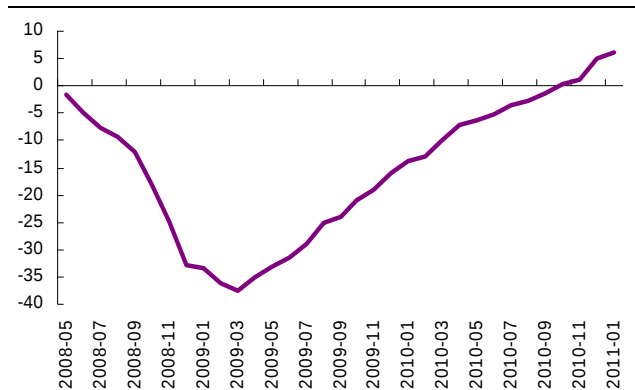
2008/05-2011/01 德国 IFO 企业景气指数情况



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 4: 欧元区工业信心指数已恢复至 07 年水平

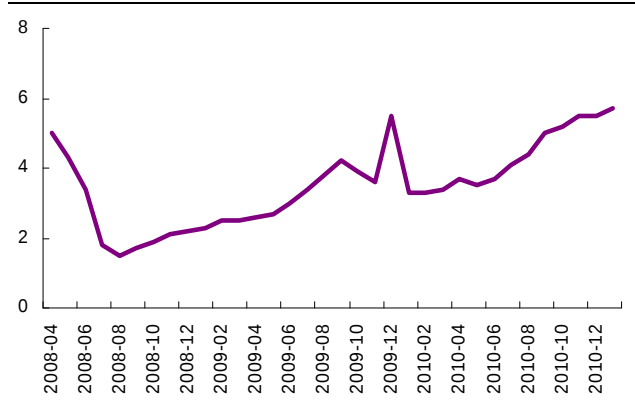
2008/05-2011/01 国内金属家具出口额同比增速情况



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 6: 德国消费信心指数已连续 13 个回升

2008/04-2011/02 德国 GFK 消费者信心指数情况

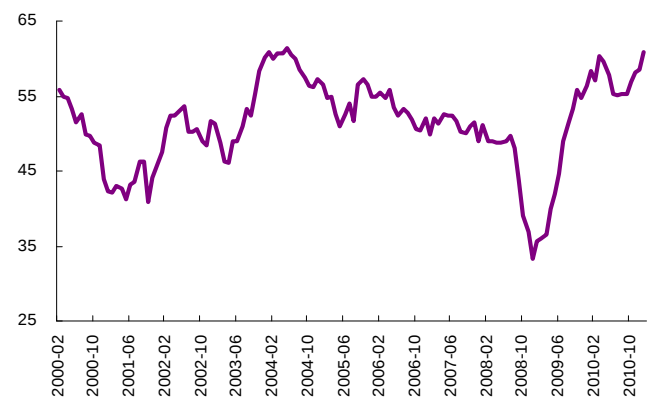


资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

不仅欧洲的经济延续复苏的趋势, 美国经济也出现了可喜的苗头。美国 2011 年 1 月的制造业 PMI 已突破 60 (见图 7), 美国制造业 PMI 指数已连续第 7 个月保持上升的趋势, 同时 2011 年 1 月, 美国经季调失业率已降至 9% (见图 8), 总总的事实表明美国的经济也正在朝好的方向前进。

图 7: 美国制造业 PMI 已突破 60

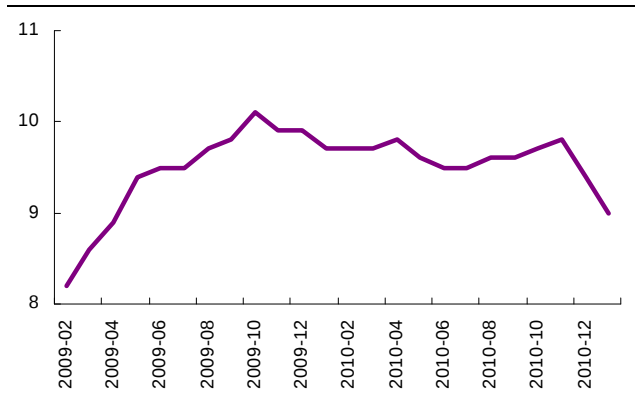
2008/05-2011/01 美国制造业 PMI 情况



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 8: 美国失业率已降至 9%

2009/02-2011/01 美国失业率情况 (%)

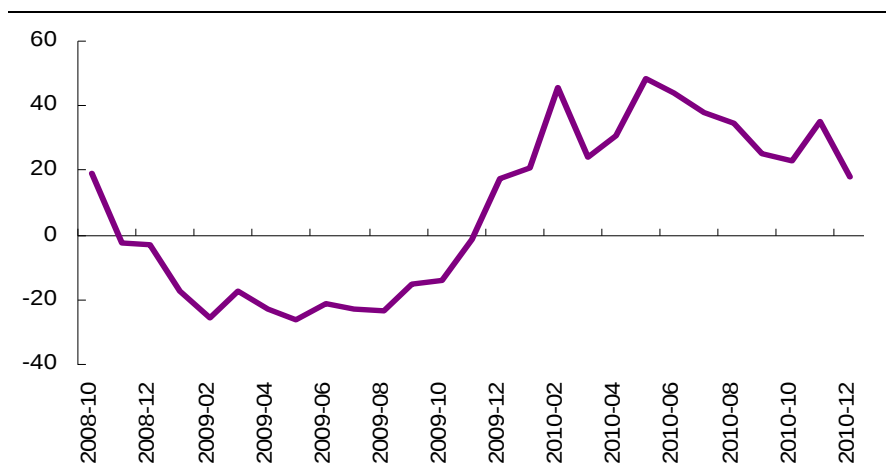


资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

海外经济的回暖最为直接的表现就是国内的出口，2010 年 12 月国内单月出口同比增速为 25.6%（见图 9），出口保持高速增长的趋势不减。

图 9：国内出口延续高速增长势头

2008/10-2010/12 国内出口月度同比情况（%）



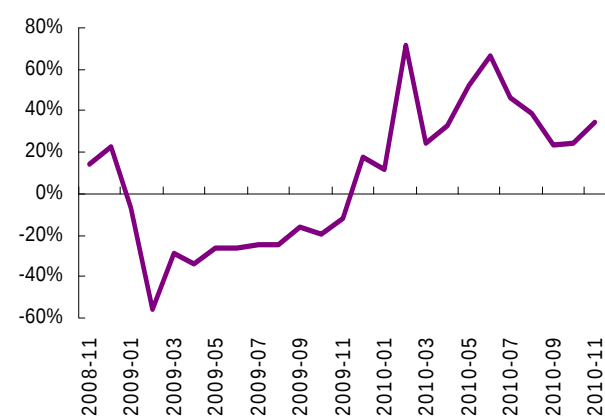
资料来源：WIND、光大证券研究所

三、行业成长情况不俗，坚定看好优质企业

2010 年 11 月国内金属家具单月出口金额同比增速达到 34.8%（见图 10），较 10 月提升 10 个百分点，于此同时 2010 年 11 月国内金属家具行业累计收入增速达到 32.8%（见图 11），较上月提升 1.5 个百分点。无论出口还是行业的收入增速均呈现出良好的成长势头，我们认为产业中移和行业整合将为优势企业创造出巨大的成长空间。

图 10：产业中移令家具出口快速增长

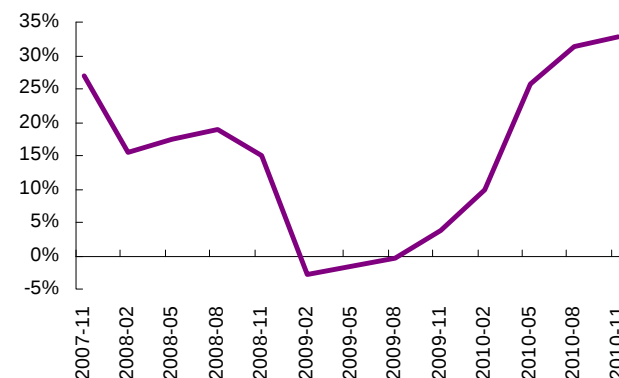
2008/11-2010/11 国内金属家具出口额同比增速情况



资料来源：家具行业协会、光大证券研究所

图 11：国内金属家具行业累计收入增速达到 32.8%

2007/11-2010/08 金属家具累计主营收入同比增长情况



资料来源：WIND、光大证券研究所

注：公司生产的是铝制家具，故我们选择金属家具的行业数据

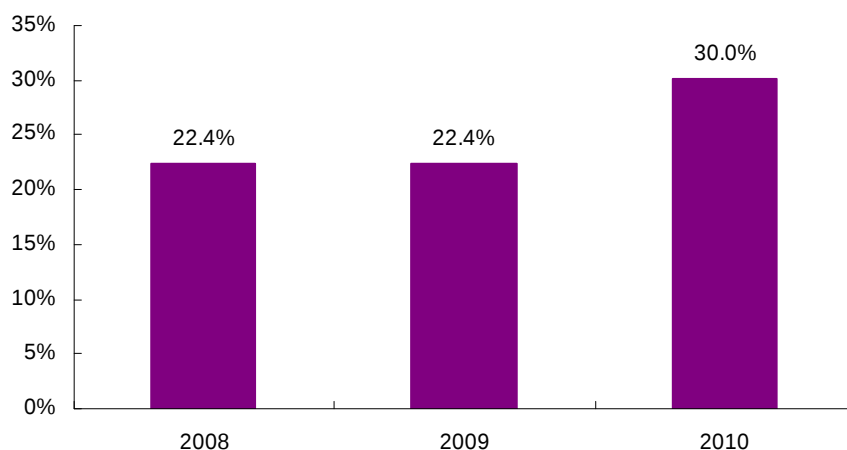
四、公司毛利率能够维持吗？

我们认为公司的毛利率能够维持，理由有三点：

1、由于户外休闲家具行业的更新周期为 1.5 年，行业的属性与流行服饰颇为类似，优秀的公司可以通过不断推出新产品获取不俗的毛利率，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%（见图 12），我们认为公司对研发设计所支付的代价，理所应当为其带来回报，这也是 ODM 制造商同 OEM 制造商的区别。

图 12：不俗的设计能力将为公司带来盈利上的回报

2009-2010 公司产品的更新率



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

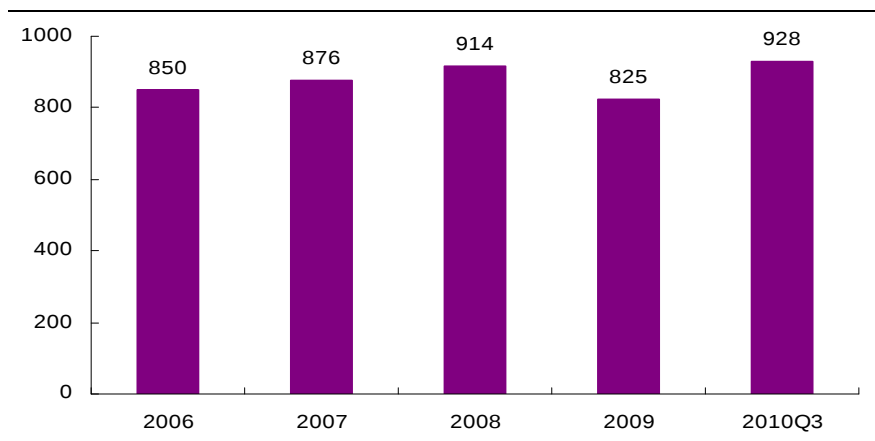
2、公司新募投产能的自动化水平显著高于目前的水平，未来生产率的提升将能提振毛利率；

3、公司对上游原材料供应商具备不俗的掌控能力。

我们注意到，2006-2010 年前三季度，公司应付账款和应付票据加总的金额均在 8 个亿以上（见图 13），其中应付票据为银行承兑票据，公司按照原材料采购金额的一定比例作为保证金存于银行，6 个月以后，供应商凭票据在银行承兑，期间的利息收入归公司所有。公司对上游供应商很强的资金占用能力变相降低了其采购的成本，我们认为这也是公司具备较强的核心竞争力的体现。

图 13: 公司对上游原材料供应商具备不俗的掌控能力

2006-2010Q3 公司应付账款和应付票据加总金额情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司财报、光大证券研究所

四、公司的提升空间巨大，把握机会积极介入

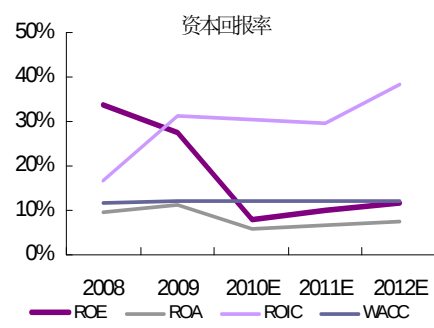
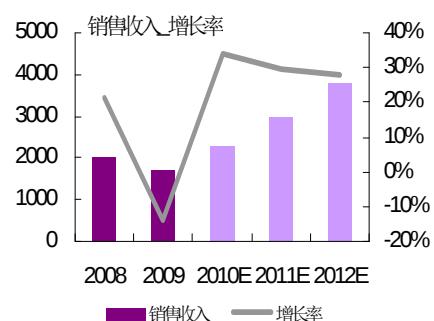
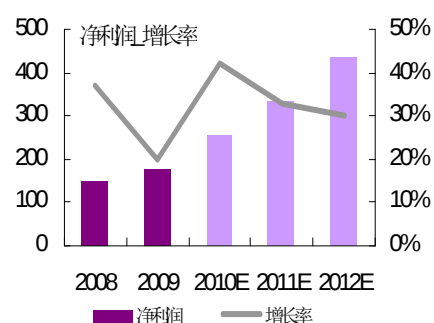
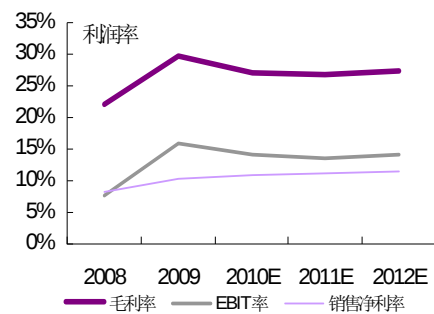
公司以 ODM 为主，虽已拥有“Creador”、“Yotrio”、“Better Garden”三个自主品牌，但 OBM 销售收入占比较低，也正是因为这个原因，市场难以赋予其较高的估值水平。但也正是基于此，我们认为公司的提升空间巨大，一旦公司利用超募资金在海外收购成熟品牌，则公司的估值和盈利将同时得到提升。

以公司当前 35.4 元的股价，减去每股超募 6.5 元的现金，对应 2011 年 EPS 的 PE 为 21 倍。我们预计公司 2011-2013 年净利润复合增速将达到 30%，考虑其具备收购的预期，给予公司 2011 年 32 倍 PE，目标价 45 元，维持“买入”评级。

五、风险分析

我们认为公司最大的风险来自于出口退税率下降以及人民币短期升值幅度过大。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,003	1,719	2,306	2,984	3,811
营业成本	1,560	1,211	1,684	2,184	2,770
折旧和摊销	0	105	40	45	50
营业税费	11	15	12	15	19
销售费用	142	127	164	209	263
管理费用	108	107	131	170	213
财务费用	-67	42	-12	-44	-46
公允价值变动损益	1	0	0	0	0
投资收益	0	-10	0	0	0
营业利润	220	219	341	448	582
利润总额	219	226	337	448	582
少数股东损益	17	0	0	0	0
归属母公司净利润	148.28	178.09	252.90	335.63	436.35

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,723	1,609	4,362	5,025	5,853
流动资产	1,252	1,110	3,871	4,366	5,203
货币资金	384	393	2,830	3,016	3,490
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	401	280	432	562	713
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	40	30	39	51	65
存货	347	338	475	616	781
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	3
固定资产	278	283	311	457	464
无形资产	122	119	113	108	102
总负债	1,285	960	1,211	1,614	2,106
无息负债	1,024	861	1,175	1,578	2,070
有息负债	261	99	36	36	36
股东权益	438	649	3,152	3,411	3,747
股本	120	120	240	240	240
公积金	86	150	2,318	2,368	2,434
未分配利润	237	381	596	805	1,075
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	95	336	280	431	570
净利润	148	178	253	336	436
折旧摊销	0	105	40	45	50
净营运资金增加	-38	-44	126	41	36
其他	-16	97	-139	9	47
投资活动产生现金流	-170	-99	-42	-213	-42
净资本支出	-122	-119	57	213	42
长期投资变化	3	3	0	0	0
其他资产变化	-52	17	-99	-427	-83
融资活动现金流	1	-190	2,199	-32	-55
股本变化	0	0	120	0	0
债务净变化	7	-162	-63	0	0
无息负债变化	129	-163	314	403	492
净现金流	-74	47	2,437	186	474

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	21.05%	-14.18%	34.14%	29.39%	27.71%
净利润增长率	36.94%	20.10%	42.01%	32.71%	30.01%
EBITDA 增长率	8.73%	145.84%	-1.93%	21.75%	30.55%
EBIT 增长率	8.73%	77.00%	21.32%	22.86%	32.77%
估值指标					
PE	57	48	34	25	19
PB	19	13	3	2	2
EV/EBITDA	29	11	17	14	10
EV/EBIT	29	16	19	15	11
EV/NOPLAT	39	20	25	20	14
EV/Sales	2	2	3	2	2
EV/IC	6	6	8	6	6
盈利能力 (%)					
毛利率	22.15%	29.59%	26.98%	26.81%	27.31%
EBITDA 率	7.64%	21.89%	16.00%	15.06%	15.39%
EBIT 率	7.64%	15.76%	14.25%	13.53%	14.07%
税前净利润率	10.93%	13.13%	14.62%	15.00%	15.27%
税后净利润率 (归属母公司)	7.40%	10.36%	10.97%	11.25%	11.45%
ROA	9.59%	11.07%	5.80%	6.68%	7.45%
ROE (归属母公司) (摊薄)	33.83%	27.45%	8.02%	9.84%	11.65%
经营性 ROIC	16.56%	31.43%	30.23%	29.56%	38.23%
偿债能力					
流动比率	0.97	1.20	3.30	2.77	2.51
速动比率	70.37%	83.69%	289.09%	237.65%	213.59%
归属母公司权益/有息债务	1.68	6.56	87.54	94.76	104.08
有形资产/有息债务	6.02	14.95	117.95	136.53	159.67
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.62	0.74	1.05	1.40	1.82
每股红利	0.00	0.00	0.32	0.42	0.55
每股经营现金流	0.39	1.40	1.17	1.80	2.38
每股自由现金流(FCFF)	1.30	1.55	0.38	0.40	1.60
每股净资产	1.83	2.70	13.13	14.21	15.61
每股销售收入	8.35	7.16	9.61	12.43	15.88

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。