

2011-05-23
造纸印刷轻工

浙江永强 002489-SZ

加速扩张步伐，轰轰烈烈大干一场

◇ 事件：公司公告

◆使用超募资金 7.5 亿元，打造宁波生产、物流基地

公司拟使用超募资金 7.5 亿元，在宁波成立两家公司。投 5.4 亿元设立全资子公司宁波强邦户外休闲家具，实施年产 470 万件户外休闲用品项目。投 2.1 亿元设立全资子公司宁波永宏户外休闲用品，实施户外休闲用品物流中心项目，预计项目将在 2013 年释放产能，2014 年全面达产。

◆产能利用有保障，物流中心不仅提升用户粘性，亦将构筑新增长点

截止目前公司一直存在产能瓶颈的问题，09 年委外加工产品的销量占比为 39%，2010 年上半年该比例接近 47%，我们预计目前委外产能占公司总产能的比例至少 30%。2011 年一季度北美市场 95% 的增速证明历经 5 年的培育，公司在北美的业务已经进入高速成长期，与此同时欧洲除德国之外的其他市场目前也处于大力发展的阶段。

我们判断此次利用超募资金新上 470 万件产能（IPO 募投产能为 345 万件）就是公司相信自身在这些市场将能有快速成长所做出的决策，同时在宁波构建生产基地将有助于降低出港的运输成本。此外 3-5 年之后，类似于中国、印度、南非等新兴经济体将因居民收入的增长而带来可观的户外休闲需求，届时发展中国家将成为公司开疆拓土的新乐园，我们认为未来产能的利用不存在任何问题。

物流中心构建的目的是公司旨在替客户提供更多服务，强化用户粘性，同时也将形成新的增长点。

结合公司今年在德国收购品牌，并成立相应子公司进行运作等事宜，我们预计公司有望在 4 年之后成为具备自主品牌，规模庞大的全球户外休闲家具“航母级”企业，我们看好公司未来的发展前景。

◆出口退税率下调是小概率事件

当前原料价格、人力成本的高涨以及银行收缩信贷给国内的中小企业带来巨大的生存压力，很多小企业目前的销售净利率只有 3% 甚至更低，一旦国家调低出口退税率，将导致大批的中小企业倒闭，故我们认为在中小企业盈利尚未恢复的情况下，下调出口退税率是小概率事件。

◆估值偏低，给予“买入”评级，目标价 45 元

我们暂维持 2011-2012 年 1.41 元和 1.84 元的盈利预测，当前股价对应的 PE 分别为 22 倍和 17 倍。我们认为受中小盘释放系统性风险的影响，公司的价值被低估，我们建议投资者在当前价位进行配置，给予“买入”评级，目标价 45 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,719	2,406	3,155	4,143	5,245
营业收入增长率	-14.18%	39.96%	31.11%	31.30%	26.60%
净利润（百万元）	178	250	340	443	557
净利润增长率	20.10%	40.25%	35.97%	30.31%	25.76%
EPS（元）	0.74	1.04	1.41	1.84	2.32
ROE	27.45%	8.16%	10.75%	12.64%	14.18%
P/E	43	30	22	17	14
P/B	12	2	2	2	2
EV/EBITDA	10	16	12	9	7

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	31.55 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

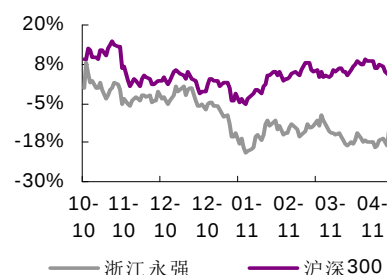
021-22169125

jianghao@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	240
总市值(百万元)	7,572
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)	1.31
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	5.03	-0.36	0.00
绝对收益	-3.36	-4.81	0.00

相关报告：

季度表现尚可，全年达标无碍

..... 2011-04-26

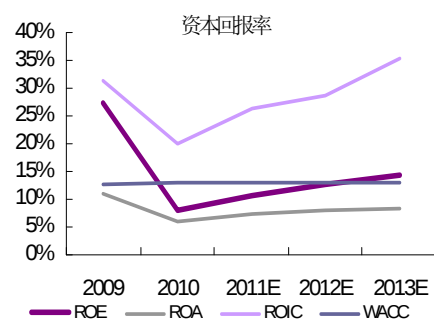
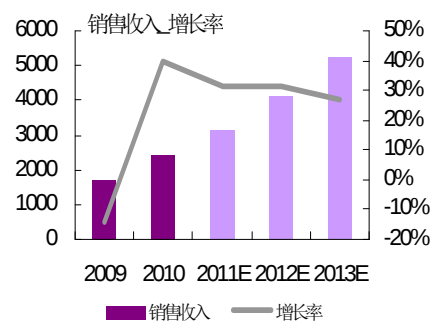
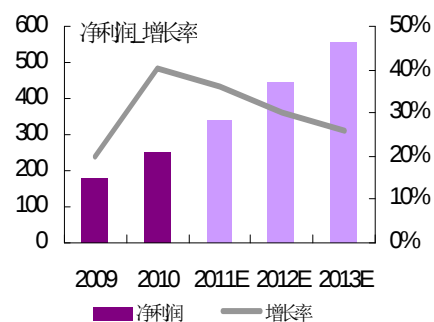
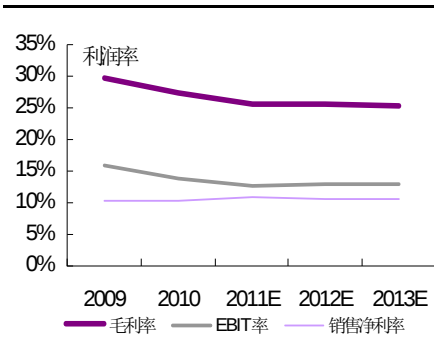
业绩符合预期，未来成长无忧

..... 2011-03-20

业绩符合预期，期待早日成为 OBM 制造商

..... 2011-02-22

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,719	2,406	3,155	4,143	5,245
营业成本	1,211	1,750	2,349	3,088	3,914
折旧和摊销	105	29	54	60	65
营业税费	15	15	19	25	31
销售费用	127	168	233	294	367
管理费用	107	123	148	186	231
财务费用	42	-5	-56	-57	-59
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-10	0	0	0	0
营业利润	219	338	452	589	741
利润总额	226	335	453	590	742
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	178.09	249.76	339.60	442.54	556.52

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,609	4,150	4,737	5,586	6,613
流动资产	1,110	3,481	4,089	4,784	5,835
货币资金	393	2,276	2,661	2,940	3,527
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	280	413	560	735	931
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	30	34	44	58	73
存货	338	511	662	849	1,057
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	283	411	432	569	566
无形资产	119	130	123	117	111
总负债	960	1,090	1,578	2,085	2,689
无息负债	861	1,090	1,578	2,085	2,689
有息负债	99	0	0	0	0
股东权益	649	3,060	3,160	3,500	3,924
股本	120	240	240	240	240
公积金	150	2,235	2,286	2,353	2,436
未分配利润	381	589	638	912	1,252
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	336	39	611	537	702
净利润	178	250	340	443	557
折旧摊销	105	29	54	60	65
净营运资金增加	-44	405	-124	106	80
其他	97	-645	341	-71	1
投资活动产生现金流	-99	-194	-43	-213	-42
净资本支出	-119	-130	57	213	42
长期投资变化	3	3	0	0	0
其他资产变化	17	-67	-100	-427	-83
融资活动现金流	-190	2,039	-184	-45	-74
股本变化	0	120	0	0	0
债务净变化	-162	-99	0	0	0
无息负债变化	-163	229	487	508	604
净现金流	47	1,883	384	279	587

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-14.18%	39.96%	31.11%	31.30%	26.60%
净利润增长率	20.10%	40.25%	35.97%	30.31%	25.76%
EBITDA 增长率	145.84%	-3.76%	24.40%	31.47%	26.08%
EBIT 增长率	77.00%	22.90%	18.97%	34.41%	28.04%
估值指标					
PE	43	30	22	17	14
PB	12	2	2	2	2
EV/EBITDA	10	16	12	9	7
EV/EBIT	14	17	14	10	7
EV/NOPLAT	18	23	19	14	10
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	6	5	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	29.59%	27.29%	25.56%	25.47%	25.37%
EBITDA 率	21.89%	15.05%	14.28%	14.30%	14.24%
EBIT 率	15.76%	13.84%	12.56%	12.85%	13.00%
税前净利润率	13.13%	13.93%	14.35%	14.24%	14.15%
税后净利润率 (归属母公司)	10.36%	10.38%	10.76%	10.68%	10.61%
ROA	11.07%	6.02%	7.17%	7.92%	8.42%
ROE (归属母公司) (摊薄)	27.45%	8.16%	10.75%	12.64%	14.18%
经营性 ROIC	31.43%	19.89%	26.36%	28.81%	35.43%
偿债能力					
流动比率	1.20	3.22	2.59	2.29	2.17
速动比率	83.69%	275.14%	217.21%	188.70%	177.69%
归属母公司权益/有息债务	6.56	-	-	-	-
有形资产/有息债务	14.95	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.74	1.04	1.41	1.84	2.32
每股红利	0.00	1.00	0.42	0.55	0.70
每股经营现金流	1.40	0.16	2.55	2.24	2.93
每股自由现金流(FCFF)	1.55	0.00	1.78	0.66	1.97
每股净资产	2.70	12.75	13.17	14.58	16.35
每股销售收入	7.16	10.03	13.15	17.26	21.85

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，本证券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	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	lix1@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
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

本证券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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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（以下简称“本公司”）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。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。