

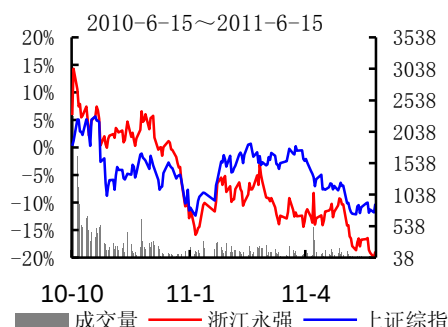
浙江永强(002489) 新增产能和委外加工助推业绩

研究员：肖群
执业证书编号：S0570510120052
电话：025-83290920
E-mail：shawqun@hotmail.com
地址：南京市中山东路 90 号

投资评级：观望

其他轻工制造 II
当前价格(元)：29.81
目标价格(元)：31

股价走势图



相关研究

1 《浙江永强(002489):休闲家具及用品制造龙头》2010.10

投资要点：

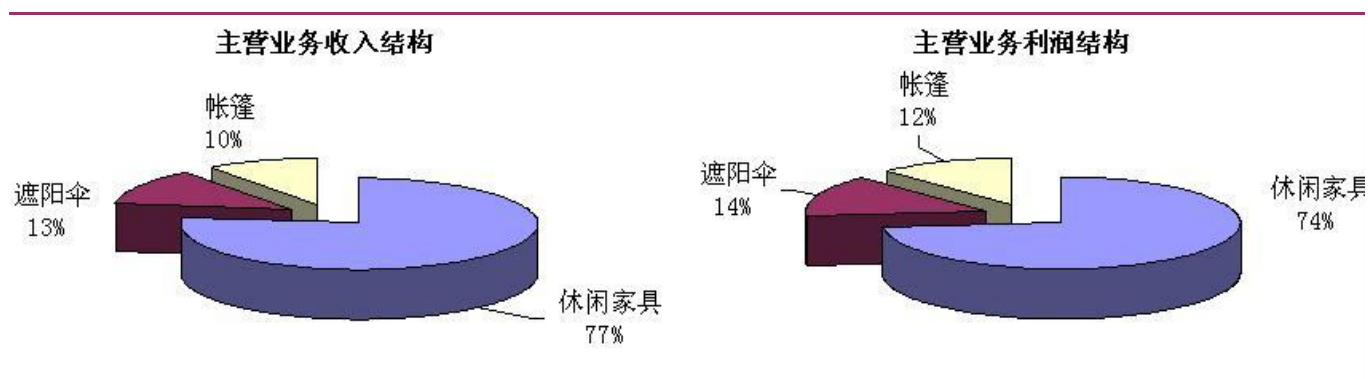
- 浙江永强集团股份有限公司专业从事户外休闲家具及用品的设计研发、生产和销售，是国内最大的户外休闲家具及用品 ODM 制造商。公司产品涵盖户外休闲家具、遮阳伞、帐篷三大系列，产品主要销售地区为欧美等发达国家。
- 自从公司 2001 年最早进入欧洲市场以来，目前已经进入了销售快速增长期，也一直是公司的主要市场，自 2005 年开始，公司加大力度开发北美市场，经过 4 年左右的客户培养周期，业务规模迅速扩张，今年一季度销售收入同比增加 96%，未来形势仍然比较乐观，另外公司也开始关注南美以及国内市场，由于季节性的原因，这些市场的开拓有利于公司化解公司业绩所表现出的季节性波动。
- 公司 IPO 募投项目从去年开始已经有业绩贡献，今年有望新增销售收入 3 亿，明年贡献 5 亿销售收入，由于公司订单增长速度远超产能增长速度，因此公司在自有产能增加的同时不会降低委外生产比例。目前公司在手订单为 3.5 亿美元，公司逐步进入淡季，而今年下半年到明年上半年总共订单数将会超过 4 亿美元，因此募投项目投产以及公司大力发展的委外生产会使得公司未来业绩能显著增长。
- 公司日前决定以 IPO 超募资金 7.5 亿元用于投资两家全资子公司，其中 470 万件户外休闲用品生产线为流水线产品，目标客户为美国市场，预计明年下半年开始投产。
- 今年上半年由于原材料价格上升、人民币升值以及人力成本上升，预计毛利率会同比下滑 2%，不过下半年会止跌回升，主要原因是由于公司推出的新产品报价会上升，另外募投项目产能逐步发挥，其毛利率相对委外生产毛利率有一定的优势。
- 预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.36、1.61、1.8 元，公司作为休闲家具出口制造龙头企业未来有较大成长空间，目前公司股价对应 11 年的 PE 水平为 22，跟行业内相关公司估值水平较为接近，我们给予公司“观望”的投资评级，并给予 31 元的目标价。

一、公司是休闲家具 ODM 制造龙头

浙江永强集团股份有限公司专业从事户外休闲家具及用品的设计研发、生产和销售，是国内最大的户外休闲家具及用品 ODM 制造商。公司产品涵盖户外休闲家具、遮阳伞、帐篷三大系列，产品主要销售地区为欧美等发达国家，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。

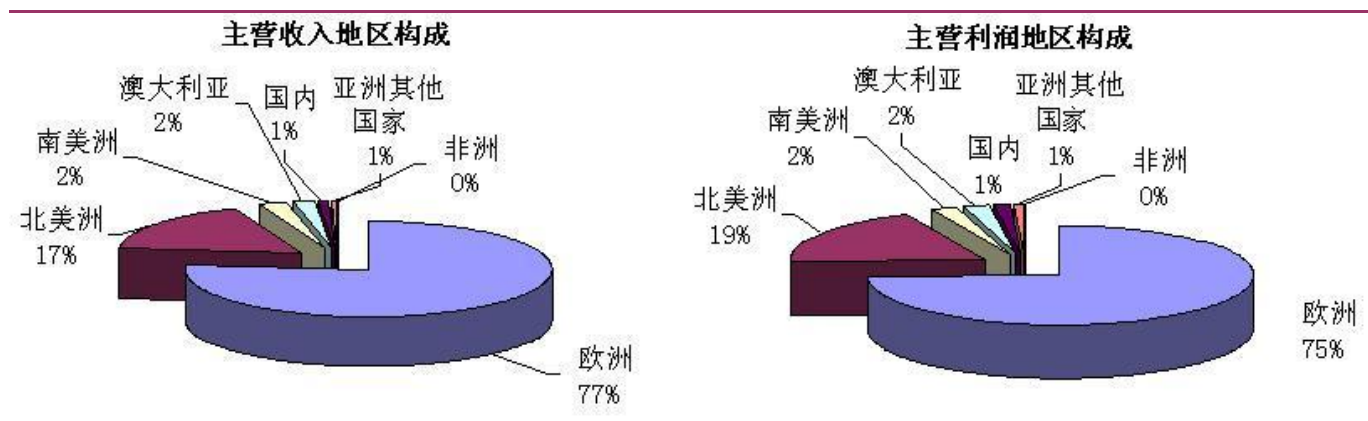
从公司 2010 年公司主营收入和利润构成来看，休闲家具仍然是公司的主打产品，而遮阳伞和帐篷等产品毛利率较高。从公司主营收入和利润地区构成来看，自从公司 2001 年最早进入欧洲市场以来，目前已经进入了销售快速增长期，也一直是公司的主要市场，自 2005 年开始，公司加大力度开发北美市场，经过 4 年左右的客户培养周期，业务规模迅速扩张，今年一季度销售收入同比增加 96%，未来形势仍然比较乐观，另外公司也开始关注南美以及国内市场，由于季节性的原因，这些市场的开拓有利于公司化解公司业绩所表现出的季节性波动。

图1：2010公司主营收入以及利润构成



资料来源：公司公告

图2：2010公司主营收入以及利润地区构成



资料来源：公司公告

二、休闲家具产业逐步向中国转移

消费支出构成欧美发达国家经济发展的主要动力，而且消费品需求受经济波动的影响相对较小，受益于全球消费品市场需求的不断增长，户外休闲家具及用品市场需求增长趋势明确。目前欧美发达国家户外休闲家具及用品的市场需求量占全球的比重接近 60%，户外休闲家具及用品在欧洲、北美发达国家已形成稳定的市场规模，产业成熟度较高，市场需求稳定增长，而亚洲、大洋洲、南美洲、非洲等地区市场需求总量相对较小，但增长速度较快。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%，其中欧美地区增长率约为 3.3%，2009 年度全球户外休闲家具及用品的市场需求总量约为 233.40 亿美元。

在欧美等发达国家，对户外休闲家具及用品的市场需求旺盛，但自身产能有限，对进口的依赖度高。由于人力成本优势以及工厂管理方面经验，休闲家具产业逐步向我国转移，全球市场份额迅速提高。近年来，我国户外休闲家具及用品行业的产值及出口规模增长迅速，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%。

三、新增产能和大力培养委外生产助推业绩

公司目前产品流入对象基本都是国外超市，没有进入专卖店，而当地本土产品相对处于高端地位。由于公司现有产能不足，公司一直通过委外生产解决产能不足问题，从主营收入比例来看，2010 年公司主要产品休闲家具、遮阳伞和帐篷的委外生产比例分别为 26.54%、29.1%、33.5%，委外生产弥补了公司自主生产的不足，但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，但是短期内适应了市场发展需求。由于行业设备通用性比较强，公司会把一些相对比较成熟而且质量要求低一些的产品交给这些企业生产，对于委外生产企业，自原料采购起实施与自主生产企业相同的质量标准体系进行质量控制，而且委外企业需要得到客户的认可，每年客户也要过来验厂，通过后能够保证供应商至少五年的长期供应合同后才会得到订单。

目前公司自有产能分别为休闲家具 445 万件、遮阳伞 140 万件、帐篷 16 万件，公司 IPO 项目包括年产 245 万件户外休闲家具、70 万件遮阳伞、30 万件帐篷的生产能力，募投项目从去年开始已经有业绩贡献，今年有望新增销售收入 3 亿，明年贡献 5 亿销售收入，由于公司订单增长速度远超产能增长速度，因此公司在自有产能增加的同时不会降低委外生产比例，而且在继续开拓市场的基础上，今年会大力培养外加工企业。公司主要客户分布在欧美地区，消费者消费旺季为每年的 3 月至 9 月，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，第三季度是公司产品销售淡季，目前公司在手订单为 3.5 亿美元，公司已经逐步进入淡季，而今年下半年到明年上半年总共订单数将会超

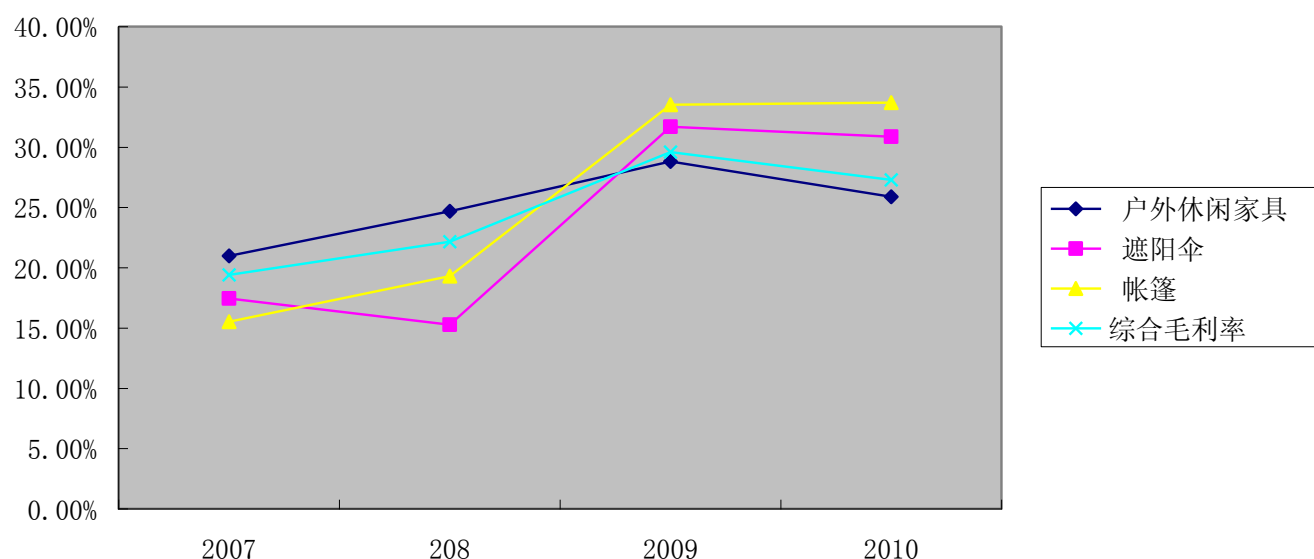
过 4 亿美元，因此募投项目投产以及公司大力发展的委外生产会使得公司未来业绩能显著增长。

公司日前决定以 IPO 超募资金 7.5 亿元用于投资两家全资子公司，其中 5.4 亿元设立宁波强邦户外休闲用品有限公司，实施年产 470 万件户外休闲用品生产线，2.1 亿元设立宁波永宏户外休闲用品有限公司，负责实施户外休闲用品物流中心项目，470 万件户外休闲用品生产线为流水线产品，目标客户为美国市场，预计明年下半年开始投产，预计这两个项目新增销售收入 18 亿元，实现净利润 1.8 亿元。公司手头还有 7.5 亿元超募资金，不排除未来会继续进行大的投资，保证公司业绩显著增长。

四、毛利率有望稳步回升

公司生产成本中直接材料和委外生产产品成本占比较大，分别占 47.67%、35.89%，直接人工和制造费用分别占比 8.97%、4.87%，因此主要原材料铝型材、钢（铁）管和 PE 藤条的价格变动对公司毛利率影响较大。2009 年毛利率相比 2008 年增加较多原因是公司主要原材料价格大幅下降以及产品出口退税率提高的原因所导致；2010 年毛利率同比 2009 年下降的主要原因是由于原材料价格的上涨所致，2010 年铝型材、钢（铁）管和 PE 藤条平均价格同比上涨分别为 3.35%、14.23%、-1.68%。今年上半年由于原材料价格上升、人民币升值以及人力成本上升，预计毛利率会同比下滑 2%，不过下半年会止跌回升，主要原因是由于公司推出的新产品报价会上升，另外募投项目产能逐步发挥，其毛利率相对委外生产毛利率有一定的优势。

图 3：公司主要产品毛利率情况



资料来源：公司公告

五、盈利预测与投资建议

公司募投项目 2010-2012 年分别新增 0.4、3、5 亿销售收入，公司新投宁波项目预计 12 年下半年开始投产，而且公司会继续大力发展委外生产企业，我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.36、1.61、1.8 元，公司作为休闲家具出口制造龙头企业未来有较大成长空间，目前公司股价对应 11 年的 PE 水平为 22，跟行业内相关公司估值水平较为接近，公司总股本为 2.4 亿股，而目前流通股为 0.8 亿股，今年 10 月份会有 900 万股首发原股东限售股解禁，这会给公司股价带来一定的压力，我们给予公司“观望”的投资评级，并给予 31 元的目标价。

表 1：公司主营业务预测（单位：百万元）

		2009	2010	2011	2012	2013
户外休闲家具	销量(万件)	741.60	946.88	1050.00	1200.00	1280.00
	单价(元/件)	170.28	195.66	200.00	205.00	207.00
	成本(元/件)	121.22	145.02	149.40	152.93	154.01
	主营收入	1262.80	1852.67	2100.00	2460.00	2649.60
	主营成本	898.98	1373.20	1568.70	1835.16	1971.30
	毛利率	28.81%	25.88%	25.30%	25.40%	25.60%
遮阳伞	销量(万件)	166.79	186.11	200.00	240.00	270.00
	单价(元/件)	151.39	164.56	170.00	175.00	180.00
	成本(元/件)	103.41	113.76	117.64	120.75	123.84
	主营收入	252.50	306.26	340.00	420.00	486.00
	主营成本	172.49	211.72	235.28	289.80	334.37
	毛利率	31.69%	30.87%	30.8%	31.0%	31.2%
帐篷	销量(万件)	32.48	37.09	43.00	55.00	70.00
	单价(元/件)	593.40	638.37	640.00	645.00	650.00
	成本(元/件)	394.55	423.37	435.20	432.15	429.00
	主营收入	192.74	236.77	275.20	354.75	455.00
	主营成本	128.15	157.03	187.14	237.68	300.30
	毛利率	33.51%	33.68%	32.0%	33.0%	34.0%
总收入		1708	2396	2715	3235	3591
总成本		1200	1742	1991	2363	2606
毛利率		29.77%	27.29%	26.67%	26.96%	27.42%
主营利润		508	654	724	872	985

资料来源：华泰证券研究所

表 2：公司三表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3481	3472	3518	3733	营业收入	2406	2715	3235	3591
现金	2276	2188	1969	2009	营业成本	1750	1991	2363	2606
应收账款	413	497	590	661	营业税金及附加	15	19	22	24
其他应收款	34	45	52	58	营业费用	168	194	230	255
预付账款	212	173	218	248	管理费用	123	150	178	195
存货	511	550	666	734	财务费用	-5	-67	-62	-60
其他流动资产	35	19	22	23	资产减值损失	18	0	0	0
非流动资产	670	947	1357	1504	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	411	583	868	1077	营业利润	338	429	504	570
无形资产	130	130	130	130	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	126	231	356	294	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	4150	4419	4875	5237	利润总额	335	429	504	570
流动负债	1080	1267	1494	1641	所得税	85	102	118	138
短期借款	0	0	0	0	净利润	250	327	386	432
应付账款	288	354	414	454	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	792	913	1080	1187	归属母公司净利润	250	327	386	432
非流动负债	11	0	0	0	EBITDA	367	388	480	563
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.04	1.36	1.61	1.80
其他非流动负	11	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1090	1267	1494	1641	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	240	240	240	240	营业收入	40.0%	12.8%	19.1%	11.0%
资本公积	2201	2201	2201	2201	营业利润	54.3%	26.9%	17.5%	13.1%
留存收益	623	711	939	1155	归属于母公司净利润	40.2%	31.1%	17.9%	11.9%
归属母公司股东	3060	3152	3380	3596	获利能力				
负债和股东权益	4150	4419	4875	5237	毛利率 (%)	27.3%	26.7%	27.0%	27.4%
现金流量表					净利率 (%)	10.4%	12.1%	11.9%	12.0%
单位: 百万元					ROE (%)	8.2%	10.4%	11.4%	12.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	32.1%	29.4%	24.3%	24.7%
经营活动现金流	39	385	326	396	偿债能力				
净利润	250	327	386	432	资产负债率 (%)	26.3%	28.7%	30.7%	31.3%
折旧摊销	34	25	39	53	净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-5	-67	-62	-60	流动比率	3.22	2.74	2.35	2.27
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	2.75	2.31	1.91	1.83
营运资金变动	-299	156	-38	-29	营运能力				
其他经营现金	60	-57	1	-0	总资产周转率	0.84	0.63	0.70	0.71
投资活动现金流	-194	-300	-450	-200	应收账款周转率	7	6	6	6
资本支出	195	300	450	200	应付账款周转率	6.77	6.21	6.15	6.00
长期投资	0	0	-0	-0	每股指标 (元)				
其他投资现金	1	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	1.04	1.36	1.61	1.80
筹资活动现金流	2039	-173	-95	-157	每股经营现金流 (最	0.16	1.61	1.36	1.65
短期借款	-63	0	0	0	每股净资产 (最新摊	12.75	13.13	14.08	14.98
长期借款	-36	0	0	0	估值比率				
普通股增加	120	0	0	0	P/E	28.65	21.86	18.54	16.57
资本公积增加	2068	0	0	0	P/B	2.34	2.27	2.12	1.99
其他筹资现金	-51	-173	-95	-157	EV/EBITDA	13	13	10	9
现金净增加额	1876	-88	-219	40					

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。