

2 August 2011 | 5 pages

浙江永强(002489)

成本冲击将逐步趋弱

黄薇 执业证书编号: S1230511010005
 021-64718888-1813
 huangwei@stocke.com.cn

本报告导读:
 中报: 营业收入增长6.35%, 净利润增长1.22%
 高通胀下以原材料为主的成本上升超预期

投资要点:

■ 事件

公司中报业绩: 2011 上半年营业收入 16.27 亿元, 同比增 6.53%, 归属上市公司净利润 2.12 亿元, 同比增 1.22%, 经营活动现金流净额 4.70 亿元, 同比增 23%。

■ 点评

毛利较 2010 年同期的 28.87% 下降了 5.76 个 pc 至 23.11%。对照去年财务费用中的汇兑损益值-21.5 万, 调整该影响后的 2011 上半年毛利率下降约 4.5 个 pc, 主要受单位成本上升的影响, 我们预计原材料价格上涨(主要由于价格锁定的覆盖程度还不够)、委外采购(委外工厂面临的成本上升压力大于永强, 故委外业务的毛利降幅较大)、人工费用(公司去年 9 月上调了工人工资)等是主要因素。

营业收入增长 6.35%, 尽管亚洲南美洲等区域的收入大增, 但占 8 成收入的欧洲增长仅 3%, 预计有需求和季节的双重因素。从历史情况来看, 上半年营业收入占全年的 60% 水平, 照此推算公司 11 年营业收入在 27 亿左右, 低于之前预计的 30 亿水平。

7 月为 2012 业务年度的开始, 基于原材料和订单价格都将重订, 永强自产和委外的毛利将稳中有升, 即成本冲击的最坏时期已经过去, 但 IPO 和超募项目产能的同时进行会导致折旧摊销费用增长较快, 对净利润有一定负面影响。

■ 投资建议

预计 2011-13 年 EPS 分别为 1.11、1.41 和 1.99 元, 未来 3 年的收入和净利润 CAGR 分别为 23.2% 和 24.2% (之前为 27% 和 29%)。我们之前认为今年开始的海外品牌收购及生产/物流基地建设是永强经营模式升级中的重要环节, 13 年以后可逐步完成业务模式升级, 今后 3 年都属于打基础阶段, 目前依然维持该判断。在重估了通胀冲击的影响后, 下调盈利水平和收入增速, 同时认为给予公司 2012 年 20-24 倍市盈率较为合理, 即 31~34 元区间。

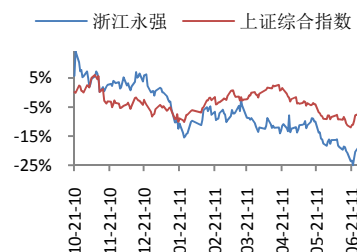
财务摘要 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	2406.41	2784.44	3584.47	4496.20
(+/-)	39.96%	15.71%	28.73%	25.44%
净利润	249.76	267.33	338.05	477.55
(+/-)	40.25%	7.04%	26.45%	41.27%
每股收益 (元)	1.04	1.11	1.41	1.99
P/E	27.87	26.04	20.59	14.57

评级: 增持

上次评级: 增持

当前价格: ¥ 29.90

单季度业绩	元/股
2Q/2011	0.29
1Q/2011	0.59
4Q/2010	0.24
3Q/2010	-0.10



公司简介

相关报告

《品牌收购+物流中心助推经营模式升级》

《高通胀对毛利冲击较大——浙江永强中报修正公告点评》

报告撰写人: 黄薇

数据支持人: 黄薇





表 1：分区域业务收入及毛利

	收入（百万）	同比增长	毛利率
欧州	1,236	3%	22.10%
北美洲	340	18%	25.49%
南美洲	12	239%	21.93%
澳大利亚	12	-23%	22.74%
国内	9	-16%	45.86%
亚洲其他国家	10	124%	35.37%
非洲	1		32.80%
小 计	1620	6.31%	23.05%

表 2：分主营业务收入及毛利

	收入（百万）	同比增速	毛利率
休闲家具	1248	4.32%	22.97%
遮阳篷制品	172	27.64%	21.96%
伞类	199	3.76%	24.47%
小 计	1620	6.31%	23.05%

表 3：财务费用

财务费用	2011H	2010H
利息收入	-39.15	-4.33
利息支出	0.10	0.41
汇兑损失	27.72	8.04
汇兑收益	-45.79	-5.23
银行手续费	0.58	1.17
其他		
合 计	-56.54	0.07





表 4：单季度财务分析

单位：百万	20100331	20100630	20100930	20101231	20110331	20110630
成长性						
营业收入增长率			32.27%	39.96%	23.06%	6.53%
营业利润增长率			52.60%	54.27%	19.65%	-0.88%
净利润增长率			38.86%	40.25%	19.56%	1.22%
总资产增长率				158.00%		
母公司所有者权益增长率				371.74%		
经营效率						
销售毛利率	27.40%	28.87%	27.89%	27.29%	25.04%	23.11%
销售净利率	13.80%	13.74%	11.47%	10.38%	13.41%	13.05%
三费 / 营业收入	8.77%	10.67%	12.45%	11.89%	6.86%	7.17%
净资产收益率(ROE)		25.25%	22.93%	8.16%	4.41%	7.04%
资产收益率(ROA)		10.96%	9.94%	6.02%	3.32%	5.60%
投资收益 / 净利润	0.38%	0.23%	0.26%	0.20%	0.32%	0.21%
存货周转率		20.52	6.93	4.12	4.02	5.32
应收账款周转率		15.36	47.08	6.94	4.79	9.70
固定资产周转率		11.11	11.55	6.94	5.09	4.74
总资产周转率		1.60	1.73	0.84	0.49	0.57
财务政策						
资产负债率		56.57%	56.65%	26.27%	24.73%	20.49%
流动资产 / 总资产		71.15%	69.31%	83.87%	83.35%	80.03%
固定资产 / 总资产		14.37%	15.01%	9.89%	9.72%	10.86%
权益乘数		230.26%	230.68%	135.63%	132.86%	125.77%
偿债能力						
流动比率(倍)		1.32	1.28	3.22	3.40	3.93
速动比率(倍)		1.21	0.95	2.75	3.02	3.46
现金比率(倍)		0.91	0.65	2.11	2.34	2.81
负债合计 / 股东权益		1.30	1.31	0.36	0.33	0.26
长期资本负债率		0.05	0.06	0.00	0.00	0.00
每股指标						
每股收益 EPS		1.17	1.06	1.04	0.59	0.88
每股净资产 BPS		4.62	4.63	12.75	13.30	12.56
每股销售额		8.49	9.26	10.03	4.37	6.78





附录：三大报表预测值

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	3480.84	3903.97	3872.61	4676.28	营业收入	2406.41	2784.44	3584.47	4496.20
现金	2276.48	2276.48	2276.48	2331.35	营业成本	1749.70	2101.32	2680.58	3282.32
应收账款	413.26	538.58	667.43	772.60	营业税金及附加	14.80	18.67	25.52	29.94
其它应收款	33.57	57.60	58.03	77.79	营业费用	167.91	198.96	257.02	319.14
预付账款	211.58	27.87	304.96	128.43	管理费用	122.85	155.11	201.69	244.33
存货	510.60	990.34	548.26	1344.15	财务费用	-4.72	-53.57	-39.48	-36.57
其他	35.35	13.09	17.45	21.96	资产减值损失	18.19	15.19	20.07	27.90
非流动资产	669.55	778.59	927.91	1121.69	公允价值变动收益	-0.20	0.19	0.06	0.02
长期投资	3.00	3.00	3.00	3.00	投资净收益	0.49	0.50	0.80	1.00
固定资产	410.57	471.85	589.57	716.38	营业利润	337.97	349.44	439.92	630.17
无形资产	129.99	149.66	194.23	242.09	营业外收入	2.66	6.75	7.28	5.56
其他	125.98	154.09	141.11	160.21	营业外支出	5.44	5.80	5.64	5.63
资产总计	4150.38	4682.56	4800.52	5797.97	利润总额	335.19	350.39	441.55	630.11
流动负债	1079.53	1665.59	1500.26	2192.02	所得税	85.44	83.06	103.51	152.56
短期借款	0.00	100.00	0.00	0.00	净利润	249.76	267.33	338.05	477.55
应付账款	287.50	470.02	484.16	613.78	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	792.03	1095.56	1016.11	1578.24	归属母公司净利润	249.76	267.33	338.05	477.55
非流动负债	10.75	6.13	8.44	7.28	EBITDA	289.08	315.60	420.17	619.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	1.04	1.11	1.41	1.99
其他	10.75	6.13	8.44	7.28					
负债合计	1090.28	1671.72	1508.70	2199.30	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	3060.10	3087.43	3313.41	3620.26	成长能力				
负债和股东权益	4150.38	4759.15	4822.12	5819.57	营业收入增长率	39.96%	15.71%	28.73%	25.44%
					营业利润增长率	54.27%	3.40%	25.89%	43.25%
现金流量表				单位: 百万元	归属于母公司净利润增长率	40.25%	7.04%	26.45%	41.27%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	获利能力				
经营活动现金流	14.54	307.54	325.06	451.18	毛利率	27.29%	24.53%	25.22%	27.00%
净利润	249.76	267.33	338.05	477.55	净利率	10.38%	9.60%	9.43%	10.62%
折旧摊销	33.57	41.60	55.02	70.28	ROE	8.16%	8.66%	10.20%	13.19%
财务费用	-4.72	-53.57	-39.48	-36.57	ROIC	6.22%	6.56%	8.44%	11.50%
投资损失	-0.49	-0.50	-0.80	-1.00	偿债能力				
营运资金变动	-267.81	62.99	-33.94	-57.09	资产负债率	26.27%	35.70%	31.43%	37.93%
其它	4.23	-10.31	6.21	-1.99	净负债比率	0.00%	3.24%	0.00%	0.00%
投资活动现金流	-203.38	-144.53	-207.47	-262.19	流动比率	3.22	2.34	2.58	2.13
资本支出	161.63	107.61	151.17	194.18	速动比率	2.75	1.75	2.22	1.52
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
其他	-41.75	-36.93	-56.30	-68.01	总资产周转率	0.84	0.63	0.76	0.85
筹资活动现金流	2067.54	#REF!	#REF!	-134.13	应收账款周转率	6.94	5.85	5.94	6.24
短期借款	-62.83	100.00	-100.00	0.00	应付账款周转率	6.77	5.55	5.62	5.98
长期借款	-36.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
其他	2166.37	#REF!	#REF!	-134.13	每股收益 (最新摊薄)	1.04	1.11	1.41	1.99
现金净增加额	1878.70	0.00	0.00	54.87	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.06	1.28	1.35	1.88

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

