

公司研究

新股研究

建议询价区间: 20.1 - 23.45 元

鞋底小天地,运动大世界

——泰亚股份(002517)新股研究

核心观点

询价结论: 预计 2010 - 2012 年全面摊薄每股收益为 0.47 元、0.67 元和 0.89 元,考虑运动鞋行业的增长空间和公司优势,对应 2011 年业绩,我们给出市盈率区间为 30 倍 - 35 倍,询价区间 20.1 - 23.45 元。

核心依据:

公司专业从事运动鞋鞋底研发、生产及销售,是泉州地区规模最大、设计能力最强、研发技术水平最高的运动鞋鞋底企业,公司重视自有核心技术开发和研发能力建设,定位于运动鞋鞋底专业品牌。2008 年在运动鞋鞋底市场占有率为 4.10%,随着国内主要运动鞋品牌不断集中,运动鞋鞋底行业的市场集中度逐年提高的趋势将更加明显。

受益国内品牌运动鞋崛起,销量增长迅速,国内运动鞋企业最近三年收入平均增速超过 40%,其中,安踏、特步在 2007 年,361 度在 2008 年增速超过 100%。公司各类运动鞋鞋底销量从 2007 年的 2,375 万双增长到 2009 年的 2,822 万双。目前国内人均运动鞋拥有量为 0.6 双,远低于发达国家人均 4 双的水平,随着运动休闲在居民生活方式占比提高,国内运动鞋消费有望保持年均 15% 的增速水平。

公司与五大客户粘度较高,公司凭借自主研发设计能力,与品牌企业共同研究和开发满足市场需求的产品,近年来一直被安踏、特步、361 度、鸿星尔克、德尔惠等知名品牌运动鞋企业列为开发伙伴级供应商。通过与五大客户建立战略合作关系,为公司持续稳定发展提供了保障,同时公司自身品牌影响逐步扩大,吸引更多运动鞋企业与其建立合作关系。

盈利增速维持较高水平,公司近三年销售收入从 2007 年的 2.32 亿元升至 2009 年的 3.27 亿元,年均复合增长率达到 18.5%;销售净利润从 2007 年的 1675 万元升至 2009 年的 3378 万元,年均复合增长率高达 42%。报告期公司综合毛利率从 2007 年 16.57% 提升至 22.86%,呈持续上升态势,主要源于高毛利 PH 鞋底销售占比提升,前十大客户占销售额的比重逐年提高,订单量的增大带来的规模效应提升了生产效率。

本次募集资金项目 年产 2000 万双 EVA/PH 运动鞋鞋底产能扩建,技术中心扩建。募投项目建成后将突破现有产能瓶颈、提高高档产品销售占比,增加新的盈利增长点,同时为公司提供与发展相适应的高效技术创新平台,提升公司的核心价值和竞争力。

风险因素: 运动鞋市场大幅波动和产品开发无法跟上市场需求。

基础数据

总股本(万股)	6630.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	2.90
每股净资产(元)	2.13
建议询价区间(元)	20.1 - 23.45

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	327	359	424	593
同比增速(%)	7.5	10	18	40
净利润(百万)	34	41	59	79
同比增速(%)	33.6	22.5	42	34.4
EPS(元)	0.51	0.47	0.67	0.89
P/E				

研究员:李韵

电话: 010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号: S0940210090002

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

1. 本次发行方案概况

表 1: 发行概况

公司名称	泰亚鞋业股份有限公司
公司简称	泰亚股份
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010 年 11 月日
申购代码	002517
发行股数 (万股)	2,210
发行方式	网下配售与网上定价
发行后总股本 (万股)	8,840
每股收益 (2009) 年	0.51
发行后全面摊薄每股收益 (2009 年) (元)	0.38
发行前每股净资产 (元)	2.13

数据来源: 公司招股说明书, 国都证券研究所

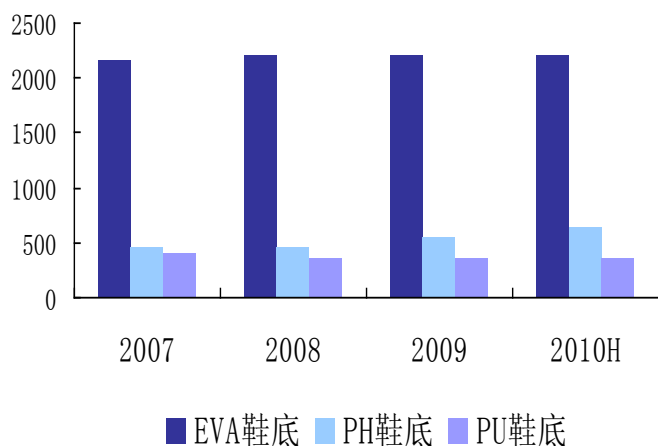
2. 经营概况和财务分析

公司是一家专业从事运动鞋鞋底研发、生产及销售的企业, 是福建泉州地区规模最大、设计能力最强、研发技术水平最高的运动鞋鞋底企业。2008 年公司在运动鞋鞋底市场的占有率为 4.10%, 随着国内主要运动鞋品牌不断集中, 运动鞋鞋底行业的市场集中度逐年提高的趋势将更加明显。

泉州地区运动鞋年总产量约 14 亿双, 约占国内总量的 50%, 产业集群效应下, 大量工序型和中间产品配套企业得到发展机会, 规模经济效益明显。公司现有产能规模 3180 万双, 其中 EVA 鞋底、PH 鞋底和 PU 鞋底的产能分别为 2200 万双、630 万双和 350 万双。

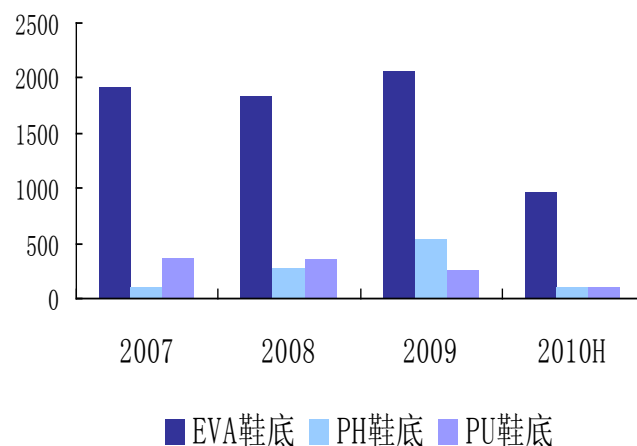
受益于国内品牌运动鞋的快速崛起, 公司产销量增长迅速, 各类运动鞋鞋底销量从 2007 年的 2,375 万双增长到 2009 年的 2,822 万双。在产销量增长的同时, 公司加大产品结构调整力度, 高端鞋底比重不断提升, 如 PH 鞋底从 2007 年的 100 万双增长到 2009 年的 521 万双, 复合增长率达 128%。

图 1: 主要产品产能 (单位: 万双)



数据来源: 公司招股说明书, 国都证券研究所

图 2: 主要产品销量 (单位: 万双)

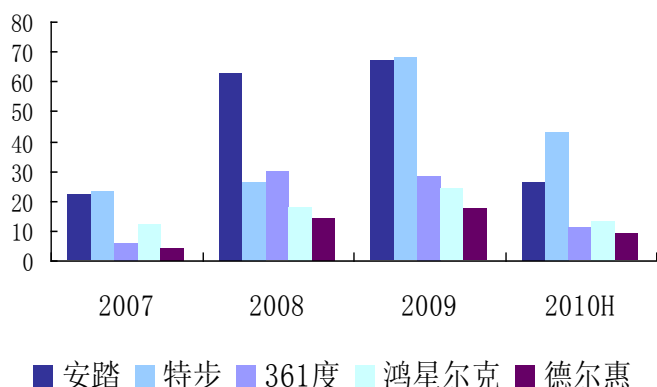


数据来源: 公司招股说明书, 国都证券研究所

已上市的国内运动鞋企业，最近三年运动鞋收入的平均增长速度均超过 40%，远超行业平均约 15% 的增速，其中，安踏、特步在 2007 年，361 度在 2008 年获得爆发性增长，增长速度超过 100% 以上。上述品牌中，安踏、特步、361 度和匹克均是泉州的运动鞋品牌。

公司凭借自主研发设计能力，与品牌企业共同研究和开发满足市场需求的产品，近年来一直被安踏、特步、361 度、鸿星尔克、德尔惠等国内知名品牌运动鞋企业列为开发伙伴级供应商。公司与五大客户粘度较高，通过签订 2008 年 - 2012 年战略合作协议建立了较高水平的合作关系。公司主要客户基本专注于国内销售，受国际金融危机的负面影响小，主要客户业务的快速增长为公司持续、稳定发展提供了保障。

图 3：对主要客户销售收入（单位：百万元）



数据来源：公司招股说明书、国都证券研究所

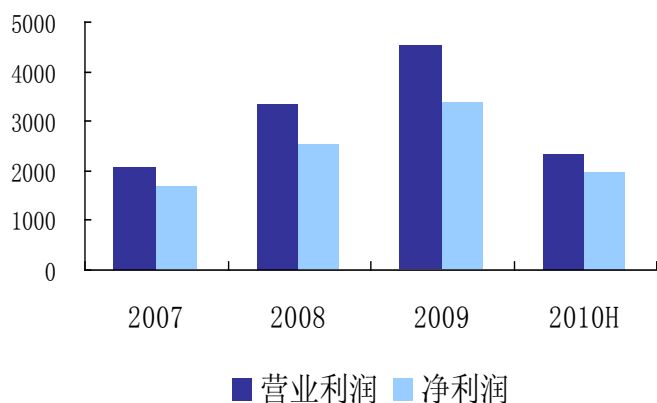
图 4：主要客户运动鞋收入增速

	2007	2008	2009
安踏	101.42%	56.94%	31.48%
特步	444.35%	71.30%	11.31%
361 度	43.93%	150.41%	86.69%

数据来源：公司招股说明书、国都证券研究所

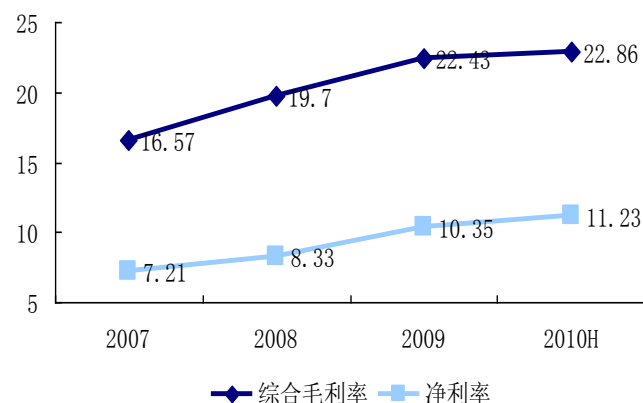
公司近三年销售收入从 2007 年的 2.32 亿元升至 2009 年的 3.27 亿元，年均复合增长率达到 18.5%；销售净利润从 2007 年的 1675 万元升至 2009 年的 3378 万元，年均复合增长率高达 42%。报告期公司综合毛利率从 2007 年 16.57% 提升至 22.86%，呈持续上升态势，主要源于：1、高毛利 PH 鞋底的销售占比显著提升；2、前十大客户占销售额的比重逐年提高；3、客户订单量的增大带来的规模效应提升了生产效率。

图 5：公司盈利变化（万元）



数据来源：公司招股说明书、国都证券研究所

图 6：近年综合毛利率、净利率变动（%）



数据来源：公司招股说明书、国都证券研究所

3.募投项目分析

本次募集资金项目中的扩产项目旨在突破现有产能瓶颈、提高高档产品销售占比，增加新的盈利增长点；技术中心扩建项目则有利于为公司提供与发展相适应的高效技术创新平台，加强其在鞋底制造生产工艺、鞋底材料等技术的研究，为生产提供可靠的工艺技术参数和优良的材料，同时进行新产品、新技术的开发及人才的储备，构建研究开发高性能鞋底的技术平台，提升公司的核心价值和竞争力。

表 2：募集资金投向（万元）

项目名称	新增产能	投资额
运动鞋鞋底项目	年产 2000 万双 EVA/PH 运动鞋鞋底	14,308.50
技术中心扩建项目		1,855.00
合计		16,163.50

数据来源：公司招股说明书、国都证券研究所

表 3：募集资金项目概况（万元）

项目名称	与现有业务及技术关系	新增收入	新增净利
运动鞋鞋底项目	扩大高端产品产能，突破现有产能限制	29,400.00	3,351.70
技术中心扩建项目	—		
合计		29,400.00	3,351.70

数据来源：公司招股说明书、国都证券研究所

4. 盈利预测

表 4：2010 - 2012 盈利预测（单位：百万元）

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	327	359	424	593
营业成本	253	277	326	457
营业税金及附加	0	0	0	1
营业费用	2	2	2	3
管理费用	21	23	28	39
财务费用	8	12	-1	-1
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	10	10	10
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	45	55	78	105
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	46	55	78	105
所得税	12	14	20	26
净利润	34	41	59	79
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	34	41	59	79
EBITDA	61	76	100	153
EPS（元）	0.51	0.47	0.67	0.89

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

5. 估值与投资建议

我们预计 2010 - 2012 年全面摊薄每股收益为 0.47 元、0.67 元和 0.89 元，考虑运动鞋行业的增长空间和公司优势，对应 2011 年业绩，我们给出的市盈率区间为 30 倍 - 35 倍，建议询价区间为 20.1 - 23.45 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			