

泰亚股份（002517） 服装鞋类

—具有产业集群区位优势的运动鞋底制造商

建议询价区间 13.95—16.74 元

投资要点：

- **产业集群的区位优势。**公司自成立以来一直从事运动鞋鞋底的研发、生产及销售，一直注重运动鞋鞋底材质的研发及款式的设计，每年推出的产品款式多达百余种。公司位于泉州经济技术开发区，地理位置毗邻安踏、特步、361 度、鸿星尔克、德尔惠、喜得龙、贵人鸟等企业总部，与晋江市陈埭镇、泉州市区相距 10 公里。公司与客户和供应商沟通便利，降低了企业搜索信息的成本和运输成本、交易成本。
- **我国人均运动鞋消费量提升空间大。**2008 年我国人均运动鞋拥有量为 0.6 双，距美国人均 4.5 双、欧洲 3.7 双、日本 4.4 双相差甚远，随着我国居民收入的不断提高，健身意识不断增强，人均运动鞋消费量有望持续提升。福建省鞋业行业协会预测，未来中国运动鞋消费市场将超过世界平均增长速度，年均增长有望保持在 15% 以上，2010 年市场容量将达到 10 亿双，而近年来我国运动鞋鞋底市场的增长速度都达到两位数。
- **营销和客户优势。**目前已建立起了以福建泉州地区为中心的营销网络。公司的主要客户群体是以内销为主的国内知名品牌运动鞋企业，目前公司是安踏、特步最大的鞋底供应商，是 361 度、鸿星尔克、德尔惠排名前五位的鞋底供应商，此外也是喜得龙、贵人鸟、金莱克的鞋底主要供应商。向前 10 名客户销售占总销售收入的比重由 2007 年的 42.24% 上升到 2009 年 73.72%。
- **估值。**我们给予公司 10、11、12 年 EPS 为 0.49 元、0.62 元、0.79 元。公司 2011 年合理 PE 在 25—30 倍，对应的估值区间 15.5 元—18.6 元，建议询价区间 13.95—16.74 元。

重要财务指标 单位：百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入				
收入同比(%)				
归属母公司净利润				
净利润同比(%)				
毛利率(%)				
ROE(%)				
每股收益(元)				

2010 年 11 月 18 日

主要数据

发行量(万股)	2210
发行后总股本(万股)	8840

联系方式

研究员：	李茂娟 邹翠利
执业证书编	S0020109061421
电 话：	021-51097188-1852
电 邮：	limaojuan@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	021-51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	安徽省合肥市寿春路 179 号

目 录

一、公司简介	4
1、主营业务： 运动鞋底生产与销售	4
2、股权结构	4
二、运动鞋鞋底制造业分析	5
1、需求分析：国内运动鞋消费市场年增长率有望达 15%以上	5
2、供给分析：生产企业集群化	6
3、上游行业为化工行业	6
三、公司经营现状	7
1、产品生产：ODM 模式，产能急需扩张	7
2、原材料：价格波动与原油价格联系紧密	8
3、销售：客户集中度较高	8
4、主营业务收入：EVA 鞋底占比大	10
5、毛利率：上升趋势源于不断研发创新	11
6、募投项目：产能将增加 70%	11
四、竞争优势分析	13
1、产业集群的区位优势	13
2、规模优势	13
3、研发设计优势	13
4、营销和客户优势	13
五、盈利预测与风险	14
1、盈利预测	14
2、风险	14

图表目录

图表 1 公司股权结构图.....	4
图表 2 实际控制人及其家族成员控制、参股的结构图	5
图表 3 我国运动鞋鞋底企业分类	6
图表 4 泉州地区运动鞋鞋底企业排名	6
图表 5 公司主要产品产能产量（单位：万双）	7
图表 6 主要原材料构成（单位：万元）	8
图表 7 2007 年以来主要原材料价格季度变动趋势	8
图表 8 公司最近三年及一期主要原材料采购情况	8
图表 9 公司主要产品销售价格变动情况	8
图表 10 对前五大客户销售情况	9
图表 11 公司主要产品销量变动情况（单位：万双）	9
图表 12 公司对主要客户销售变化情况（单位：万元）	9
图表 13 近三年公司营收情况（单位：万元）	10
图表 14 营业收入构成（单位：万元）	10
图表 15 各类产品占销售收入比重	10
图表 16 主营业务利润及毛利率（单位：万元）	11
图表 17 主要产品毛利及毛利率（单位：万元）	11
图表 18 国内主要鞋类上市公司收入和毛利率变化情况（单位：万元）	11
图表 19 募投项目投资金额（单位：万元）	12
图表 20 项目预计效益情况表（单位：万元）	12
图表 21 项目实施进度计划表	12
图表 22 募集资金运用前后各产品产能比较表	12
图表 23 利润表（单位：百万元）	14

一、公司简介

公司全称为泰亚鞋业股份有限公司，首次公开拟发行 2210 万股，发行后总股本为 8840 万股。

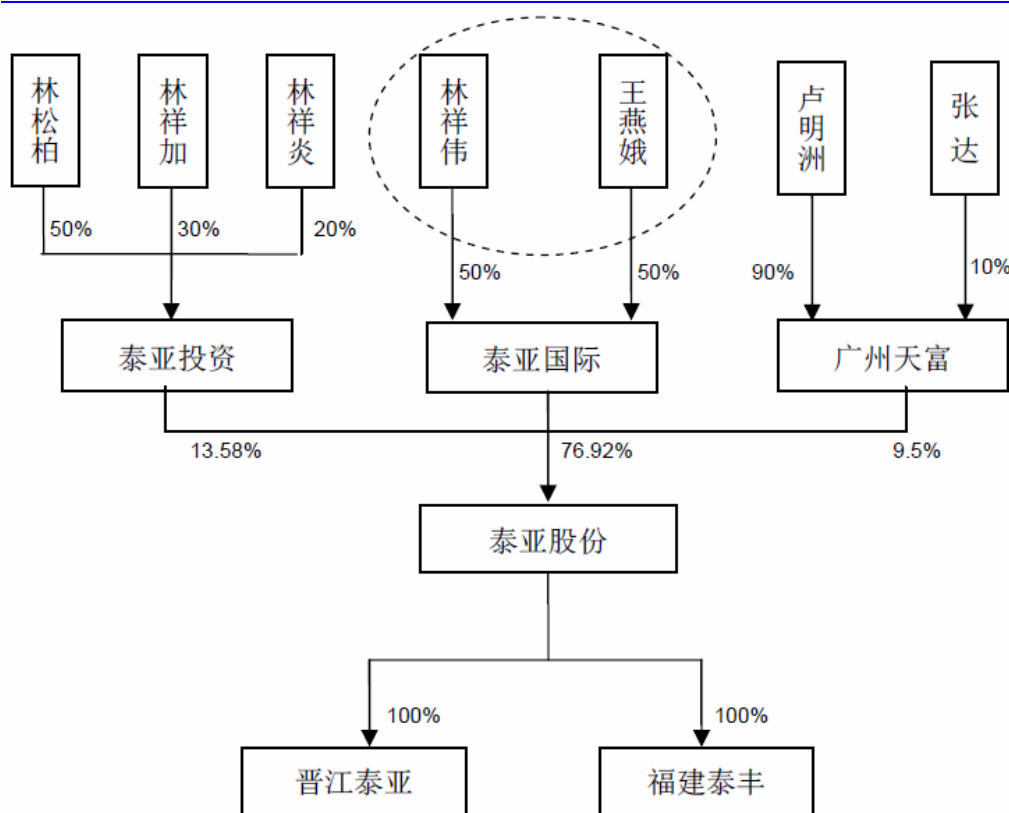
1、主营业务： 运动鞋底生产与销售

公司的主营业务为运动鞋鞋底的研发、生产及销售。公司主要产品为EVA鞋底、PH鞋底、PU鞋底和鞋底配件。鞋底是运动鞋最重要的组成部分，虽然运动鞋鞋底成本仅占运动鞋成本的25%左右，但运动鞋外观效果的50%由鞋底款式决定，而运动鞋的功能性则70%体现在鞋底上。

2、股权结构

公司前身为泰亚（泉州）鞋业有限公司，成立于 2000年1月3日。公司发起人为泰亚国际和泰亚投资。林祥伟、王燕娥夫妇目前间接持有本公司76.92%的股份，为本公司的实际控制人。

图表 1 公司股权结构图

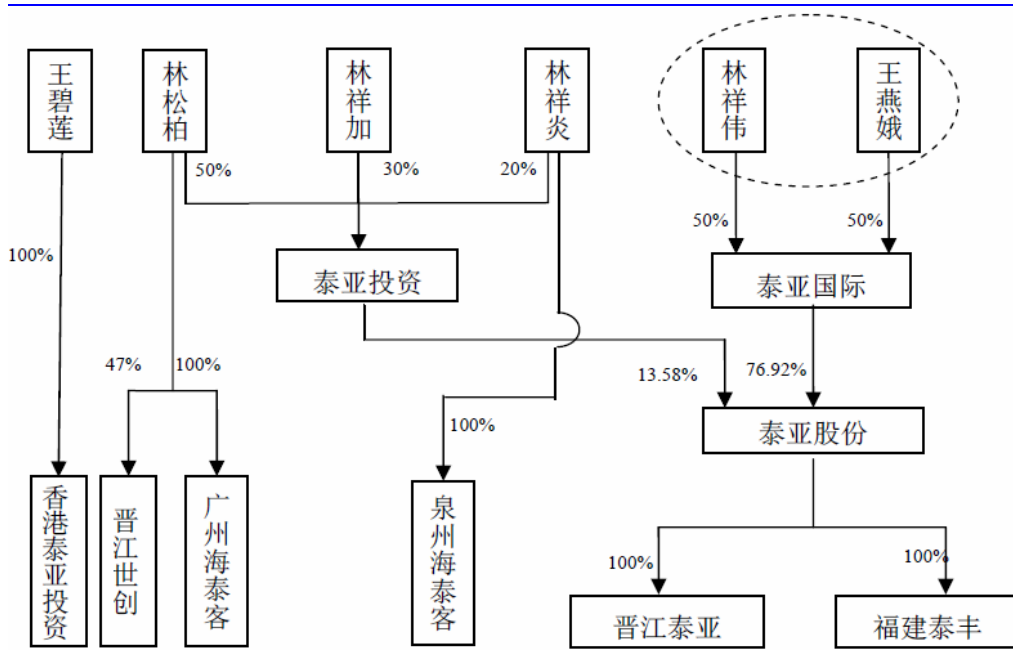


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

除公司及其全资子公司晋江泰亚和福建泰丰以外，公司实际控制人林祥伟、王燕娥夫妇及其家族成员控制、参股的企业共6家。林氏四人为伯、仲、叔、季兄弟，王碧莲与上述四人为母子关系，林祥伟和王燕娥为夫妻关系。其中王碧莲（母）、林祥伟（叔）、

王燕娥为香港公民，林松柏（伯）、林祥加（仲）、林祥炎（季）为境内居民，无境外永久居留权；泰亚股份的实际控制人为林祥伟、王燕娥夫妇，实际控制人最近三年未发生变化。

图表 2 实际控制人及其家族成员控制、参股的结构图



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

二、运动鞋鞋底制造业分析

公司所在的行业为制鞋业，公司主要为运动鞋生产鞋底。

1、需求分析：国内运动鞋消费市场年增长率有望达 15%以上

运动鞋按功能或用途可分为非场地运动鞋和场地运动鞋。目前全球运动鞋消费市场主要集中在两类地区，一类是经济发达的国家和地区，如美国、欧盟、日本等，另一类是人口众多的国家及地区，如中国、印度、巴西、印度尼西亚等。

根据福建省鞋业行业协会的统计，2008年我国人均运动鞋拥有量为0.6双，距美国人均4.5双、欧洲3.7双、日本4.4双相差甚远，随着我国居民收入的不断提高，健身意识不断增强，人均运动鞋消费量有望持续提升。

基于各种有利因素，福建省鞋业行业协会预测，未来中国运动鞋消费市场将超过世界平均增长速度，年均增长有望保持在15%以上，2010年市场容量将达到10亿双。

运动鞋的制造包含鞋底的制造，鞋面材料的切割、缝合，鞋底与鞋面的组装。虽然运动鞋鞋底成本仅占运动鞋成本25%左右，但运动鞋外观效果的50%由鞋底的款式决定，而运动鞋的功能性则70%体现在鞋底上。

根据福建省鞋业行业协会的统计，近年来我国运动鞋鞋底市场的增长速度都达到两位数，2007年、2008年增长速度分别为13.4%、14.2%，2008年国内运动鞋鞋底销售收入为74亿元，2010年预计可以达到98亿元。中国运动鞋鞋底市场规模稳步扩大。

2、供给分析：生产企业集群化

目前我国运动鞋的生产研制形成了以福建泉州、广东东莞等为代表的产业集群。由于运动鞋款式、花色更新速度、市场信息（技术趋势和流行风向）对运动鞋的生产销售尤为重要，使得运动鞋产业链上下游联系紧密。我国运动鞋品牌企业主要有以耐克、阿迪达斯为代表的国外品牌和李宁、安踏、特步、361度、鸿星尔克、喜得龙、贵人鸟等国内品牌，这些品牌企业的周围聚集了大量的包括运动鞋鞋底在内的鞋材生产企业。因此，我国运动鞋鞋底生产企业也主要集中在以福建泉州和广东东莞为核心的地区。

据不完全统计，运动鞋鞋底行业约有生产企业1000多家，市场整体集中度不高。按经营模式不同，我国的运动鞋鞋底生产企业主要分为以下三类：

图表 3 我国运动鞋鞋底企业分类

序号	目标市场	主要经营模式	代表区域	主要客户
第一类	国内运动鞋品牌企业	ODM、OEM	泉州为核心的产业集群	安踏、特步、361度等
第二类	国外运动鞋品牌企业	OEM	东莞为核心的产业集群	耐克、阿迪达斯等
第三类	无特定目标市场	OEM	浙江省及国内其他区域	小规模成鞋生产企业

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

经过二十几年的发展，泉州的运动鞋鞋底供应商在完善产业链的同时也逐渐成熟，不再是简单地供应材料，而是从源头上对流行趋势加以引领。有实力的鞋底生产企业和成鞋品牌企业一起，站在消费者的角度上，共同开发有新款鞋底，为品牌鞋企在推广品牌时增添亮点，提高品牌附加值。同时，业内领先的鞋底生产商也开始注重自己的品牌塑造。

图表 4 泉州地区运动鞋鞋底企业排名

年度	排名	企业名称
2009年	1	泰亚鞋业股份有限公司
	2	清美（中国）有限公司
	3	福建隆盛轻工有限公司
	4	泉州恒茂塑胶有限公司
	5	泉州市新协志鞋塑有限公司
2008年	1	泰亚（泉州）鞋业有限公司
	2	泉州恒茂鞋业塑胶有限公司
	3	泉州鑫泰鞋塑有限公司
	4	福建隆盛轻工有限公司
	5	泉州市新协志鞋塑有限公司
2007年	1	泉州鑫泰鞋塑有限公司
	2	泰亚（泉州）鞋业有限公司
	3	福建隆盛轻工有限公司
	4	泉州市新协志鞋塑有限公司
	5	泉州恒茂塑胶有限公司

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

3、上游行业为化工行业

运动鞋鞋底的上游为塑胶、橡胶及辅料等化工行业，上下游产品关联度高。上游行业基本属于竞争性行业，上游行业的产能、需求变化对本行业自身发展的影响较小。随

着上游行业在国内的不断发展，本行业所需的大多数原材料及辅料都可以从国内得到充足供应，但上游行业的成本上升会增加本行业的成本。

三、公司经营现状

公司前身为泰亚有限，自2000年1月3日设立起，一直从事运动鞋鞋底的研发、生产及销售。自设立以来，公司一直注重运动鞋鞋底材质的研发及款式的设计，每年推出的产品款式多达百余种。

1、产品生产：ODM 模式，产能急需扩张

公司的主营业务为运动鞋鞋底的研发、生产及销售。按所用主要原料不同，公司产品可分为EVA鞋底、PH鞋底、PU鞋底和鞋底配件。产品按各种运动鞋功能不同，可进一步加工成休闲鞋鞋底、跑步鞋鞋底、篮球鞋鞋底、网球鞋鞋底、板鞋鞋底及户外鞋鞋底等，最后制成成品鞋后主要供人们从事体育竞赛、体育锻炼、休闲运动和休闲场合穿着。

多年来公司一直是安踏、特步、361度、鸿星尔克、德尔惠等国内知名品牌运动鞋企业的开发伙伴级供应商。公司目前是ODM模式。

图表 5 公司主要产品产能产量（单位：万双）

产品类别	2010 年 1-6 月					2009 年				
	产能	产量	产能利用率(%)	销量	产销率(%)	产能	产量	产能利用率(%)	销量	产销率(%)
EVA 鞋底	1050	996.44	94.90	958.16	96.16	2200	2091.48	95.07	2059.29	98.46
PH 鞋底	300	298.57	99.52	303.56	101.67	550	535.2	97.31	520.53	97.26
PU 鞋底	170	113.47	66.75	110.20	97.11	350	239.94	68.55	242.61	101.11
鞋底合计	1520	1408.48	92.66	1371.91	97.40	3100	2866.62	92.47	2822.43	98.46
其他	-	48.38	-	48.38	100	-	206.71	-	206.71	100

续表：

产品类别	2008 年					2007 年				
	产能	产量	产能利用率(%)	销量	产销率(%)	产能	产量	产能利用率(%)	销量	产销率(%)
EVA 鞋底	2200	1866.56	84.84	1820.88	97.55	2150	1912.43	88.95	1906.03	99.67
PH 鞋底	450	260.73	57.94	255.24	97.89	450	100	33.33	100.03	100.03
PU 鞋底	350	339.8	97.09	344.78	101.47	400	375.54	93.89	368.98	98.25
鞋底合计	3000	2467.09	82.24	2420.9	98.13	3000	2387.97	79.60	2375.04	99.46
其他	-	57.25	-	57.25	100	-	7.66	-	7.66	100

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

一般来说，每个鞋底订单都会要求生产数量不等的不同码数的产品，而不同码数的鞋底必须使用不同的模具，每个订单的完成时间取决于所有码数的产品全部完工时间。因此，订单对码数的要求从而对模具数量的需求直接影响生产线产能的发挥。

对于大订单，每个型体和单一码数的产品数量多，模具使用效率高，产能利用率也较高；而对于小订单，单一码数和型体的产品数量少，模具更换频繁，产能利用率也就相对较低。因此，公司近年来积极调整产品和客户结构，向优质客户倾斜，效果明显，向前10名客户销售占总销售收入的比重由2007年的42.24%上升到2009年73.72%，前五大客户均为泉州地区的国内知名品牌运动鞋企业。

由于公司采用直销模式、订单式生产，产销率基本为100%。2008年以来，由于公司资金和场地不足，公司在选择订单时，只能优先保证重点客户和策略性地选择毛利率较高的订单。因此，公司的产能扩张需求已非常紧迫。

2、原材料：价格波动与原油价格联系紧密

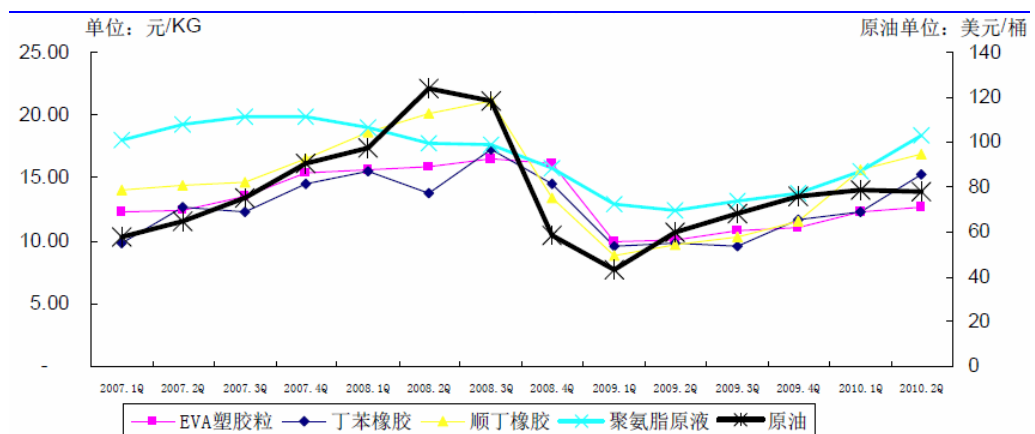
公司生产所需原材料主要是EVA塑胶粒、橡胶等，辅料主要是AC发泡剂、白炭黑、钛白粉、滑石粉、色母、交联剂、促进剂、活性剂等。公司原材料采购均按市场价格定价。公司上游企业为塑胶、橡胶等化工行业，与原油价格联系紧密。

图表 6 主要原材料构成（单位：万元）

主要原材料	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
EVA 塑胶粒	2,894.42	29.07	5,299.26	28.98	4,804.72	27.15	3,798.13	27.96
顺丁橡胶	1,447.71	14.54	2,554.30	13.97	2,700.18	15.26	2,424.23	17.85
丁苯橡胶	1,244.99	12.51	2,201.68	12.04	1,677.14	9.48	882.01	6.49
聚氨酯原液	563.54	5.66	1,096.30	6.00	1,340.99	7.58	1,731.31	12.75
合计	9,955.57	61.78	11,151.54	60.99	10,523.03	59.47	8,835.68	65.05

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 7 2007 年以来主要原材料价格季度变动趋势



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 8 公司最近三年及一期主要原材料采购情况

原材料项目	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	数量 (吨)	单价 (元/吨)	数量 (吨)	单价 (元/吨)	数量 (吨)	单价 (元/吨)	数量 (吨)	单价 (元/吨)
EVA 塑胶粒	2,411.66	12,484.09	4,587.39	10,375.17	3,632.14	15,828.62	2,908.68	13,686.98
顺丁橡胶	855.16	16,420.91	2,812.09	10,230.89	1,501.95	17,803.63	1,622.93	14,847.77
丁苯橡胶	952.75	12,717.43	2,782.66	10,428.60	1,088.19	14,963.63	713.20	12,391.05
聚氨酯原液	230.09	17,983.61	471.87	12,888.35	750.95	17,515.28	1,044.34	19,403.12

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

3、销售：客户集中度较高

图表 9 公司主要产品销售价格变动情况

产品类别	单位	平均单价			
		2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
EVA 鞋底	元/双	11.63	10.43	11.71	9.33
PH 鞋底	元/双	15.97	14.98	20.04	18.89
PU 鞋底	元/双	12.16	11.73	11.25	9.55

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

公司产品主要销售给安踏、特步、鸿星尔克、361 度、德尔惠、喜得龙、贵人鸟、金莱克等位于泉州地区的全国知名品牌运动鞋企业。

图表 10 对前五大客户销售情况

年份	销售客户名称	销售收入（万元）	比例
2010 年 1-6 月	特步	4,259.00	24.53%
	安踏【注】	2,602.85	14.99%
	鸿星尔克	1,282.05	7.38%
	佛山市南海南岗鞋业有限公司	1,278.00	7.36%
	三六一度	1,059.81	6.10%
	合计	10,481.71	60.36%
2009 年	特步	6,751.42	20.69%
	安踏	6,703.75	20.55%
	三六一度	2,757.34	8.45%
	鸿星尔克	2,435.90	7.47%
	德尔惠	1,704.58	5.22%
	合计	20,352.99	62.38%
2008 年	安踏	6,287.21	20.72%
	三六一度	3,005.08	9.90%
	特步	2,554.91	8.42%
	鸿星尔克	1,794.87	5.91%
	德尔惠	1,421.36	4.68%
	合计	15,063.43	49.63%
2007 年	特步	2,341.75	10.07%
	安踏	2,217.37	9.54%
	鸿星尔克	1,154.21	4.96%
	金莱克	1,028.51	4.42%
	莆田华丰鞋业有限公司	653.25	2.81%
	合计	7,395.09	31.80%

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 11 公司主要产品销量变动情况（单位：万双）

产品类别	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年
	销量	比上年增长	销量	比上年增长	销量	比上年增长	销量
EVA 鞋底	958.16	-	2,059.29	13.09%	1,820.88	-4.47%	1906.03
PH 鞋底	303.56	-	520.53	103.94%	255.24	155.16%	100.03
PU 鞋底	110.20	-	242.61	-29.63%	344.78	-6.56%	368.98
合计	1,371.92	-	2822.43	16.59%	2,420.9	1.93%	2375.04

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 12 公司对主要客户销售变化情况（单位：万元）

客户名称	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年
	销售收入	销售增长率(%)	销售收入	销售增长率(%)	销售收入	销售增长率(%)	销售收入
安踏	2,602.85	-	6,703.75	6.63	6,287.21	183.54	2,217.37
特步	4,259.00	-	6,751.42	164.25	2,554.91	9.10	2,341.75
361 度	1,059.81	-	2,757.34	-8.24	3,005.08	368.24	641.78
鸿星尔克	1,282.05	-	2,435.90	35.71	1,794.87	55.51	1,154.21
德尔惠	907.58	-	1,704.58	19.93	1,421.36	262.21	392.41

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

4、主营业务收入：EVA 鞋底占比大

公司营业收入主要来源于EVA鞋底、PH鞋底及PU鞋底的销售，公司2008年营业收入较2007年营业收入增加7,116.19万元，增长比例为30.61%，2009年营业收入较2008年营业收入增加2,289.91万元，增长比例为7.54%，主要原因系公司根据发展战略，加大了产品结构调整力度，积极向高端鞋底的设计和生 产转型。EVA鞋底和PH鞋底产品比重逐年增加，对市场需求渐少的PU鞋底逐步收缩。

图表 13 近三年公司营收情况（单位：万元）

项目	2010年1-6月	2009年	2008年	2007年
营业收入	17,371.47	32,653.30	30,363.39	23,247.20
营业利润	2,326.83	4,507.55	3,337.75	2,048.16
利润总额	2,548.31	4,598.39	3,308.67	1,996.68
净利润	1,951.07	3,378.00	2,529.13	1,675.06

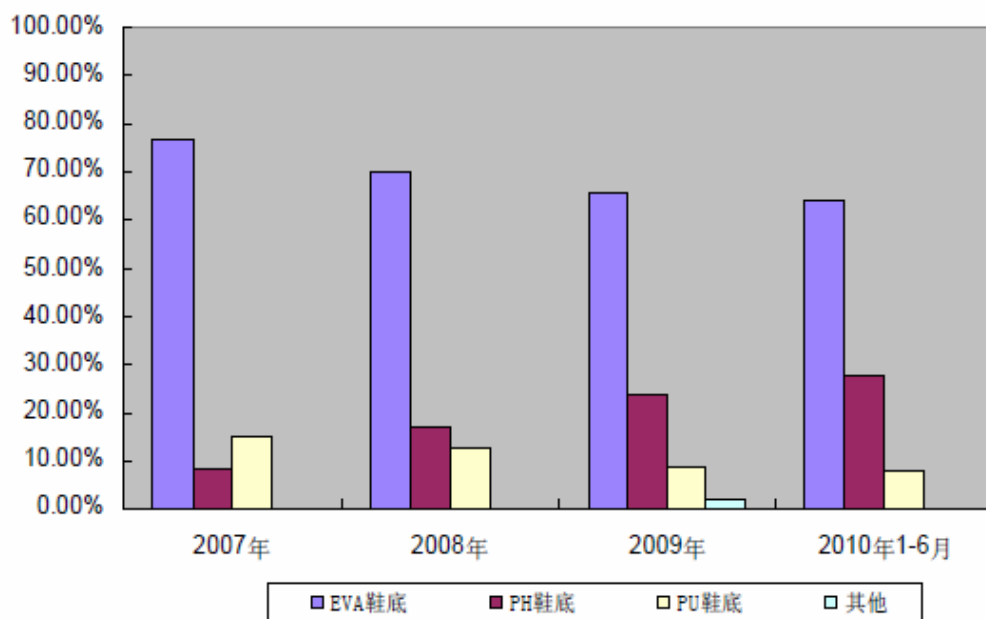
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 14 营业收入构成（单位：万元）

产品类型	2010年1-6月		2009年		2008年		2007年	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
EVA鞋底	11,144.90	64.16	21,483.57	65.79	21,334.17	70.26	17,789.63	76.52
PH鞋底	4,848.69	27.91	7,796.82	23.88	5,115.93	16.85	1,889.03	8.13
PU鞋底	1,339.53	7.71	2,844.81	8.71	3,868.89	12.74	3,522.06	15.15
其他	32.31	0.19	502.96	1.54	27.60	0.09	46.18	0.20
产品销售收入小计	17,365.42	99.97	32,628.15	99.92	30,346.59	99.94	23,246.90	100
主营业务收入合计	17,365.42	99.97	32,628.15	99.92	30,346.59	99.94	23,246.90	100
其他业务收入	6.05	0.03	25.15	0.08	16.80	0.06	0.30	0.001
营业收入合计	17,371.47	100	32,653.30	100	30,363.39	100	23,247.20	100

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 15 各类产品占销售收入比重



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

尽管目前EVA鞋底仍然是公司占营业收入比重最高的产品，但销售单价最高、毛利率水平最高的PH鞋底销售收入增长迅猛，且占营业收入比重逐年上升，2009年和2008年

分别较上年增加7.03个百分点和8.72个百分点，2010年1-6月该比例较2009年度又增加了4.03个百分点。上述情况显示公司产品结构调整取得成效，产品赢得市场认可，PH鞋底销售额不断上升。未来公司将加大产品创新力度，持续开发出能满足市场需求的产品，增加新的盈利增长点。

5、毛利率：上升趋势源于不断研发创新

图表 16 主营业务利润及毛利率（单位：万元）

项目	2010年1-6月	2009年	2008年	2007年
主营业务收入	17,365.42	32,628.15	30,346.59	23,246.90
主营业务利润	3,968.93	7,319.83	5,978.76	3,852.46
主营业务毛利率(%)	22.86	22.43	19.70	16.57
净利润	1,951.07	3,378.00	2,529.13	1,675.06
主营业务净利率(%)	11.24	10.35	8.33	7.21

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 17 主要产品毛利及毛利率（单位：万元）

产品类别	2010年1-6月		2009年		2008年		2007年	
	毛利	毛利率(%)	毛利	毛利率(%)	毛利	毛利率(%)	毛利	毛利率(%)
EVA 鞋底	2,416.59	21.68	4,634.62	21.57	4,216.59	19.76	2,895.04	16.27
PH 鞋底	1,282.75	26.46	2,059.81	26.42	1,088.02	21.27	388.60	20.57
PU 鞋底	264.95	19.78	539.38	18.96	670.47	17.33	563.58	16.00
其他	4.63	14.33	86.02	17.10	3.68	13.34	5.23	11.33
合计	3,968.93	22.86	7,319.83	22.43	5,978.76	19.70	3,852.46	16.57

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 18 国内主要鞋类上市公司收入和毛利率变化情况（单位：万元）

上市公司	2009年				2008年				2007年	
	收入	收入增长率(%)	毛利率(%)	毛利率变动(%)	收入	收入增长率(%)	毛利率(%)	毛利率变动(%)	收入	毛利率(%)
李宁	355,634	20.08	47.3	-0.80	296,167	59.31	48.1	0.20	185,907	47.9
安踏	331,530	31.48	44.4	3.10	252,155	56.94	41.3	8.00	160,670	33.3
特步	161,913	11.31	39.1	2.90	145,460	71.30	36.2	4.50	84,914	31.7
361度	161,698	86.69	32.9	9.10	86,613	150.41	23.8	3.10	34,589	20.7
匹克	139,720	35.80	37.8	5.70	102,890	80.33	32.1	1.80	57,057	30.3
星期六	87,987	14.43	47.0	2.13	76,889	26.78	44.9	3.11	60,649	41.8

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

最近三年及一期公司主营业务毛利率逐年上升，2010年1-6月、2009年及2008年主营业务毛利率较上一年度分别增加0.43个百分点、2.73个百分点和3.13个百分点，主要原因系公司以前年度不断加强对产品研发设计的投入所形成的研发设计优势正逐步在产品毛利率上得以体现。

6、募投项目：产能将增加 70%

首次公开发行股票募集资金拟投资于年产2000万双运动鞋鞋底项目和技术中心扩建项目，其中年产2000万双运动鞋鞋底项目由公司以增资的方式，由福建泰丰负责实施。

技术中心扩建项目由公司直接实施。

本项目财务评价计算期12年，其中建设期为2年，运营期10年。项目建设期第二年将达到600万双产能，建成后第一年达到1,200万双产能，第二年达到设计产能2,000万双。

图表 19 募投项目投资金额（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟用募集资金投入金额	批准文号
年产2000万双运动鞋鞋底项目	14,308.50	13,169.98	惠发改[2010]113号
技术中心扩建项目	1,855.00	1,855.00	泉开管经[2010]3号
合计	16,163.50	15,024.98	

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 20 项目预计效益情况表（单位：万元）

新增产能	预计效益				
	正常年销售收入	正常年利润额	财务内部收益率	静态投资回收期（含建设期，年）	盈亏平衡点
2,000(万双)	29,400	3,351.7	22.7%	5.8	46%

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 21 项目实施进度计划表

时间 项目	第一年（季度）				第二年（季度）			
	1	2	3	4	1	2	3	4
前期工作	■							
初步设计		■						
施工图设计		■						
土建施工		■	■	■		■	■	
设备采购			■	■	■	■	■	
设备安装				■	■	■	■	
联动试车				■	■	■	■	
试运行、竣工				■	■	■	■	

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 22 募集资金运用前后各产品产能比较表

产品类别	单位	募集资金运用前产能	本项目新增产能	募集资金运用后产能	增长幅度（%）
EVA鞋底	万双	2,200	1,000	3,200	45.45
PH鞋底	万双	630	1,000	1,630	158.73
合计	万双	2,830	2,000	4,830	70.67

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

四、竞争优势分析

公司是泉州地区经营规模最大、研发设计实力最强的运动鞋鞋底企业。公司成立以来，在业内率先推出多款引领行业趋势的新产品，已掌握一系列核心技术，建立了较为完善的营销和服务网络，积累了丰富的运营经验。

1、产业集群的区位优势

公司位于泉州经济技术开发区，地理位置毗邻安踏、特步、361度、鸿星尔克、德尔惠、喜得龙、贵人鸟等企业总部，与晋江市陈埭镇、泉州市区相距10公里。公司与客户和供应商沟通便利，降低了企业搜索信息的成本和运输成本、交易成本。另外，运动鞋鞋底行业属于劳动密集型产业，需要大量的熟练技术工人。泉州市鞋业经过多年的发展已经培养一大批熟练技术工人，保证了产品的质量，而充足的劳动力资源有利于降低产品成本，增强产品的市场竞争力。

2、规模优势

公司是泉州地区规模最大运动鞋鞋底企业。根据税务局的统计数据，公司是2008年唯一纳税（含增值税和企业所得税）超过1,000万元的运动鞋鞋底企业，公司2009年纳税更是超过2,000万元。2009年公司营业收入超过3.2亿元，拥有EVA全自动射出机等先进生产设备和检测仪器数百台，名列泉州市运动鞋鞋底生产企业前列。同时，公司通过对原材料的大批量采购，具有较强的议价能力，降低了原材料采购成本；另一方面，公司可以满足优质客户需求，承接高技术含量的订单，并凭借国内领先的研发设计能力，为客户提供高性价比产品。

3、研发设计优势

公司于2005年在行业内率先成立技术中心，2008年8月被认定为泉州市首家鞋底企业技术中心，2009年12月被福建省认定为福建省省级企业技术中心。截至目前，公司是福建省同时拥有市级、省级企业技术中心的两家运动鞋鞋底企业之一。公司历来重视研发设计，研发费用逐年提高，并优先保证费用的投入，近年来取得明显成果。

4、营销和客户优势

目前已建立起了以福建泉州地区为中心的营销网络。公司的主要客户群体是以内销为主的国内知名品牌运动鞋企业，目前公司是安踏、特步最大的鞋底供应商，是361度、鸿星尔克、德尔惠排名前五位的鞋底供应商，此外也是喜得龙、贵人鸟、金莱克的鞋底主要供应商。

五、盈利预测与风险

1、盈利预测

根据运动鞋行业年增长率15%和公司募投项目投产后公司营收增长可达20%的假设，我们给予公司2010、2011、2012年营收增长率分别为10%、18%、22%，对应的EPS为0.49元、0.62元、0.79元。根据A股上市公司可对比公司嘉麟杰、星期六、伟星股份、浔兴股份、山东如意2011年平均PE27倍，我们认为公司2011年合理PE在25—30倍，对应的估值区间为15.5元—18.6元。建议询价区间13.95—16.74元，建议挂档13.95元30%、15.35元30%、16.74元30%。

图表 23 利润表（单位：百万元）

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	327	359	424	517
营业成本	253	278	328	398
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	2	2	2	3
管理费用	21	21	26	31
财务费用	8	2	-3	-6
资产减值损失	-2	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	45	57	73	92
营业外收入	1	0	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	46	57	73	92
所得税	12	14	18	23
净利润	34	43	55	69
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	34	43	55	69
EBITDA	61	66	77	93
EPS（元）	0.51	0.49	0.62	0.79

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

2、风险

公司面临的风险主要来自于原材料价格上涨风险、客户集中风险等。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm$ 5%之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn