

泰亚股份(002517.sz)

依托产业集群优势，分享下游增长盛宴

马涛 分析师

电话: 010-68058657

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210060016

市占率高、研发实力强的运动鞋鞋底生产商。公司依托泉州地区运动鞋产业集群，主要产品为 EVA 鞋底、PH 鞋底、PU 鞋底，年产能 3100 万双，2007-2008 年公司在运动鞋鞋底市场的占有率为 3.57% 和 4.10%。公司是安踏、特步最大的鞋底供应商，同时也是 361°、鸿星尔克、德尔惠排名前五位的鞋底供应商。

分享下游品牌运动鞋业增长盛宴。未来随着居民收入水平提高、服饰休闲化趋势推进、运动产业品牌化进程加速，运动鞋行业仍拥有广阔的市场空间。国际比较显示我国运动鞋人均消费量仍有较大提升潜力，预计未来中国运动鞋消费市场年均增长有望保持在 15% 以上。

公司未来增长点来自于：一、产能瓶颈突破、市场占有率提高；二、研发投入加大、产品结构调整，提升公司综合毛利率。

盈利预测与投资建议。根据核心假设，我们预计 2010-2012 年公司收入和净利润复合增速为 30.6%、37.2%，EPS 分别为 0.43/0.54/0.99 元，目前股价对应 2010-2012 年 PE 为 68/55/30 倍。公司作为国内主要运动鞋品牌商的开发伙伴级供应商，依托泉州地区成熟的产业链优势以及公司自身领先的研发实力，未来将伴随核心客户共同成长。短期看，公司股价虽然偏高，但考虑其募投项目产能集中在 2012 年释放，11 年业绩并不能反映其高增长，因此，我们认为可以给予其相应的估值溢价，首次给予“买入”评级。

风险提示：1、公司主要原材料（EVA、橡胶）价格波动的风险；2、募投项目达产后市场需求不达预期的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	303.63	326.53	354.45	404.16	728.40
增长率(%)	30.61%	7.54%	8.55%	14.02%	80.23%
EBITDA(百万元)	49.67	62.05	61.61	75.26	135.61
净利润(百万元)	25.29	33.78	38.28	47.33	87.17
增长率(%)	50.99%	33.56%	13.33%	23.65%	84.15%
每股收益(元)	0.781	0.510	0.43	0.54	0.99
市盈率	0.00	0.00	68.07	55.06	29.90
市净率	0.00	0.00	4.27	3.97	3.50
EV/EBITDA	0.00	0.00	36.46	30.90	18.48

数据来源: 泰亚鞋业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	29.48
目标价格(元)	36.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	27.12%	22.88%	22.88%
沪深 300	8.58%	-1.01%	-3.07%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

88.40/17.70

主要股东:

泰亚国际贸易有限公司

主要股东持股比例

57.69%

财务比率

ROE	23.96%
ROA	16.69%
资产负债率	51.42%
每股净资产(元)	2.13

2009 年报数据

投资亮点

市占率高、研发实力强的运动鞋鞋底生产商。公司依托泉州地区运动鞋产业集群，主要产品为 EVA 鞋底、PH 鞋底、PU 鞋底，年产能 3100 万双，2007-2008 年公司在运动鞋鞋底市场的占有率为 3.57%和 4.10%。公司是安踏、特步最大的鞋底供应商，同时也是 361°、鸿星尔克、德尔惠排名前五位的鞋底供应商。

分享下游品牌运动鞋业增长盛宴。未来随着居民收入水平提高、服饰休闲化趋势推进、运动产业品牌化进程加速，运动鞋行业仍拥有广阔的市场空间。国际比较显示我国运动鞋人均消费量仍有较大提升潜力，预计未来中国运动鞋消费市场年均增长有望保持在 15%以上。

公司未来增长点来自于：一、产能瓶颈突破、市场占有率提高；二、研发投入加大、产品结构调整，提升公司综合毛利率。

本报告与众有别的观点：部分品牌商自建鞋底厂冲击有限。目前市场担忧部分品牌自建鞋底厂后将减少外部采购需求（在安踏 2010 年中报中，安踏外包生产的比例由上年的 64.3%下降至 58.8%）。我们认为从公司目前与这些品牌的合作情况看，部分品牌商自建鞋底厂冲击有限。

盈利预测与投资建议。根据核心假设，我们预计 2010-2012 年公司收入和净利润复合增速为 30.6%、37.2%，EPS 分别为 0.43/0.54/0.99 元，目前股价对应 2010-2012 年 PE 为 68/55/30 倍。公司作为国内主要运动鞋品牌商的开发伙伴级供应商，依托泉州地区成熟的产业链优势以及公司自身领先的研发实力，未来将伴随核心客户共同成长。短期看，公司股价虽然偏高，但考虑其募投项目产能集中在 2012 年释放，11 年业绩并不能反映其高增长，因此，我们认为可以给予其相应的估值溢价，首次给予“买入”评级。

市占率高、研发实力强的运动鞋鞋底生产商

主营业务结构清晰

公司依托泉州地区运动鞋产业集群，主要产品为 EVA 鞋底、PH 鞋底、PU 鞋底，年产能 3100 万双，公司产品经组装为成品鞋后主要用于体育竞赛、体育锻炼、休闲运动和休闲场合。2007-2008 年公司在运动鞋鞋底市场的占有率为 3.57%和 4.10%。

下游客户皆为国内知名运动鞋品牌商

公司是安踏、特步最大的鞋底供应商，同时也是 361°、鸿星尔克、德尔惠排名前五位的鞋底供应商。公司对前五大客户的销售收入占公司总销售收入的 62.38%，前十大客户占比约为 73.72%。公司上市后，产能将进一步扩张，为提高产能利用率，公司计划未来将订单向优质客户倾斜，走一对一的客户服务模式，继续加强对大客户的集中销售，公司前五大客户承诺未来力争向公司年均采购增长率不低于 20%。

研发实力突出，毛利率稳步提高

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 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，这也是 NIKE 等公司在宣传其鞋类产品时将大部分的精力集中于其鞋底功能。因此，掌握鞋底研发技术对鞋底生产商来说无疑是一柄利器。公司目前已掌握一系列核心技术，2009 年 12 月被福建省认定为福建省省级企业技术中心。受益于领先的研究实力，公司被前五大客户列为开发伙伴级供应商，竞争优势明显。近几年，公司在产能受限的情况下，进行适当的产品结构调整，增加毛利率较高的 PH 产品产量，同时加大研发投入（2007-2009 年分别为：335.13 万元、488.27 万元、843.73 万元），公司产品附加值稳步提高，公司综合毛利率也呈现一个快速提升的态势（综合毛利率从 2007 年的 16.43%提升到最新的 23.14%）。这也是公司 2007-2009 年收入年均复合增速为 18.5%，净利润年均复合增速高达 42%的原因之一。同时，公司上市后将投资 1855 万元用于技术中心的扩建，以占领相应领域的技术高点，我们认为继福建省省级企业技术中心获批后，随着研发投入增加，技术水平提升，公司未来存在高新技术企业获批的可能性。

表 1: 公司下游的主要客户

客户名称	2008 年			2009 年		
	销量	向公司采购量	公司销售占比 (%)	销量	向公司采购量	销售占比 (%)
安踏	2,680	549	20.49	3,464	912	26.33
特步	1,830	156	8.52	1,910	589	30.84
鸿星尔克	1,950	164	8.41	-	212	-
匹克	1,170	18	1.54	1,650	12	0.73
2007.7.1 - 2008.6.30				2008.7.1 - 2009.6.30		
361 度	1,210	125	10.33	2,045	201	9.83

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图 1：2007-2010收入与净利润水平

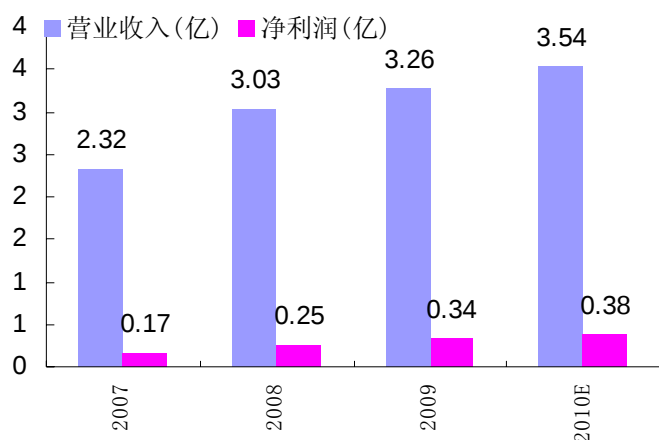
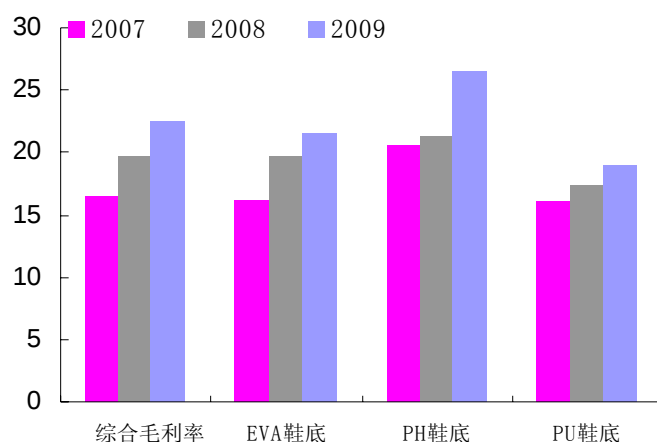


图 2：2007-2009毛利率水平



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：2010 年收入与净利润数据来源于公司业绩预告。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 3：2007-2009收入构成

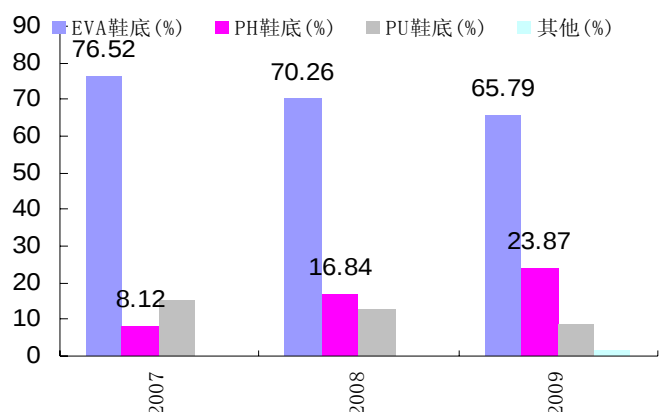
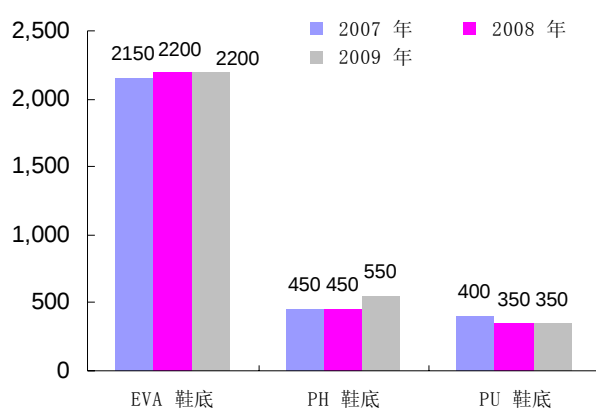


图 4：公司产能分布情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

分享下游品牌运动鞋增长盛宴

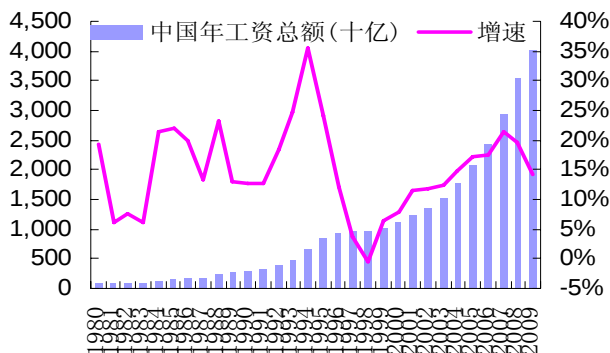
未来随着居民收入水平提高、服饰休闲化趋势推进、运动产业品牌化进程加速，运动鞋行业仍拥有广阔的市场空间。国际比较显示：我国运动鞋人均消费量仍有较大提升潜力，预计未来中国运动鞋消费市场年均增长有望保持在15%以上。

国内居民收入稳步提高

长期因素向好：我们认为工资增长（居民收入增长）和生活水平提高是消费支出增长的主要推动因素。从国际经验看，人均GDP超过3000美元后，消费进入一个加速升级阶段，中国人均GDP于2008年已越过3000美元大关，我们认为，未来随着经济内生动力增长，收入分配等政策推进，“十二五”期间消费升级趋势确立。

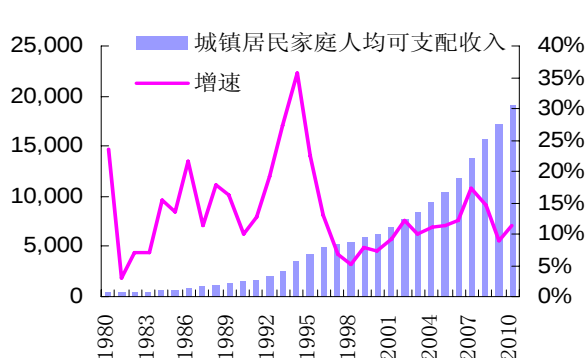
政策面上，“十二五”规划建议指出“十二五”期间“努力实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步”。结合中国过去20多年的历史趋势，我们认为这些因素短期内会持续走强。

图 5：中国年工资水平



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

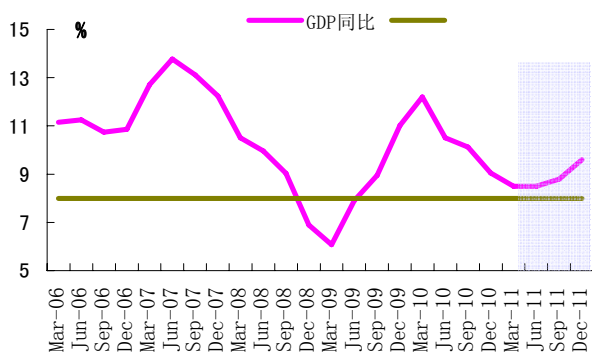
图 6：中国人均可支配收入



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

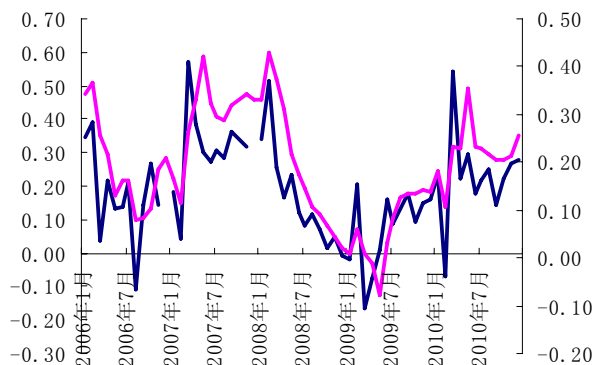
短期宏观推动因素增强。在中长期因素向好背景下，短期宏观推动因素也给力，我们用来衡量月工资收入增长的个税增速稳中有升。广发宏观组预计 2011 年宏观经济将是一个稳步向上的过程。因此，在当前宏观经济景气向上的时期，国内消费品的支出将呈现增长。

图 7：2011 广发宏观组经济增速预测



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

图 8：月工资增长率

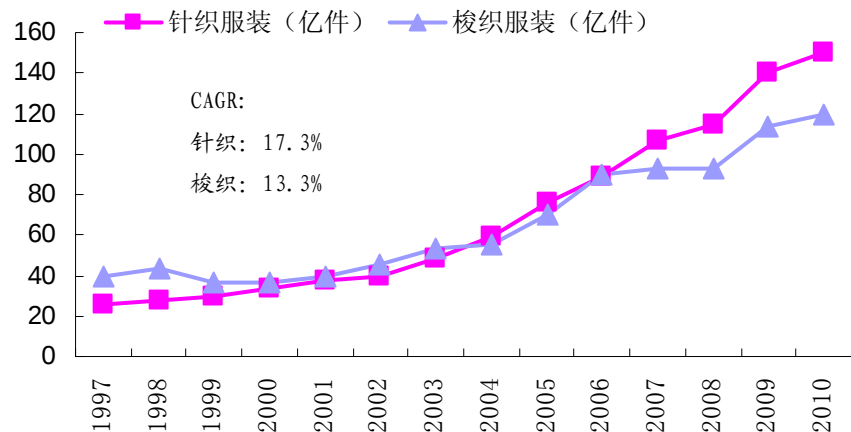


服饰休闲化趋势明显

从目前国内品牌服装企业的战略布局看，服饰休闲化趋势明显。以国内上市公司为例：报喜鸟的西服产品所占比重已经低于 50%，未来将实行多品牌战略，如其推出的圣捷罗时尚休闲系列；七匹狼推出蓝标系列，定位个性、休闲、时尚，目标客户主要是 28 岁以下追求时尚潮流的年轻群体；雅戈尔针对年轻人的绿标品牌 GY 等。这些从侧面反映正装市场的增速可能遇到了一定的瓶颈。从国内梭织服装与针织服装的产量与增速对比看，除 2006 年外，针织服装产量均超过梭织服装产量。

2000-2009 年期间，针织服装、梭织服装产量分别保持 17.3%、13.3% 的年均复合增速。我们认为服饰休闲化趋势的推进，作为搭配的鞋产品需求将呈现水涨船高的态势。

图 9：2000-2010 年针织和梭织服装产量走势



数据来源：wind，广发证券发展研究中心。注：2010 年数据截止到 11 月。

运动产业品牌化进程加速

国内运动鞋产业集群突出，品牌化趋势明显，集中度有望进一步提高。国内最具代表性的运动鞋产业集群包括福建泉州、广东东莞地区，泉州地区鞋产量约为 14 亿双，东莞地区约 8 亿双。这两个集群的运作模式各有不同。其中东莞地区则主要以 OEM 模式为主，多数给国外知名品牌如阿迪达斯、耐克等贴牌生产为主，目前暂无知名的自有品牌。公司所在的泉州地区产业链配套完整，产业链内各企业分工明确，不同企业承担其中某一个产品的开发生产。泉州地区在安踏为首的品牌示范效应带动下，涌现出了如特步、361 度、鸿星尔克、喜得龙、贵人鸟等品牌鞋业企业，而且发展迅速。

国内运动鞋人均消费量仍有较大提升潜力

据福建省鞋业协会统计显示：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。而中国市场监管中心预测数据显示国际运动鞋市场未来几年仍有望保持 10% 左右的增速，2010 年全球运动鞋市场需求将达 85 亿双。中国 2008 年运动鞋产量约 28 亿双，国内消费约为 7.8 亿双。

已上市的国内运动鞋企业近三年运动鞋收入的平均增长速度均超过 40%，花旗等投行对安踏、特步等企业未来三年收入增速的预测均高于 20%，远高于福建省鞋业协会预测的国内运动鞋市场 15% 的行业增速。综上因素，我们认为公司分享下游行业增长盛宴的逻辑成立。

表 2: 国内主要体育用品上市企业近几年运动鞋收入增长情况

企业名称	收入增速		
	2007 (%)	2008 (%)	2009 (%)
李宁	45.74	59.31	20.08
安踏	101.42	56.94	31.48
特步	444.35	71.30	11.31
匹克	55.68	80.33	35.80
361 度	43.93	150.41	86.69

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

未来增长点：产能释放+市占率、毛利率提升

产能瓶颈突破、市场占有率提高

公司原有募投项目加超募项目合计新增 4000 万双鞋底产能，相比原有的 3100 万双，达产后产能增加 129%。从公司募投项目目前的进展情况看，产能将在 2012 年集中释放。公司是国内运动鞋行业主要品牌商的开发伙伴级供应商，未来将可伴随核心客户的成长而实现增长，同时由于其与这些品牌商合作多年，关系稳定，而下游品牌商客户注重自身产品美誉度的建设，注重其产品质量，不会轻易更换供应商，因此，公司产能扩张将有利于提高其产品在客户产品中的份额。我们分三个部分来看：

1、现有核心大客户的快速增长为公司新增产能销售提供保障。从公司使用超募资金投资安踏工业园“年产 2000 万双运动鞋鞋底项目”就足以反映这些大客户的快速增长。

2、对 361 度、鸿星尔克、德尔惠，公司只是其前五大供应商之一，采购比重仍有上升空间；而其他客户如喜得龙、贵人鸟、金莱克等，公司目前的生产能力还不能满足其下单需求，还不是其前五大的鞋底供应商，新项目投产后，这部分上升空间更大。

3、新客户开拓：对同样处在泉州地区的匹克、乔丹等运动鞋品牌企业，由于产能关系，目前公司对其销售额较小，只是维持常年合作的关系，产能瓶颈突破后，对其销量空间也将进一步提升。

另外，目前市场担忧部分品牌自建鞋底厂后将减少外部采购需求（在安踏 2010 年中报中，安踏外包生产的比例由上年的 64.3% 下降至 58.8%）。我们认为从公司目前与这些品牌的合作情况看，部分品牌商自建鞋底厂冲击有限。

公司客户主要集中于泉州地区，公司与这些品牌商是共同成长起来的，且集群内分工明确，每个企业都在专注于自己擅长的领域。据我们了解，部分品牌商曾尝试过自建鞋底厂，但由于技术、管理等方面原因，这部分占比并不高。另外，从公司超募项目的投向，也侧面反映这部分影响较小。

毛利率的提高

1、公司“成本加管理利润”的方式确定产品销售价格至少可使公司毛利率保持一个合理稳定的水平；

2、研发投入加大、产品结构调整，产品毛利率提升的弹性加大。公司技术中心扩建项目如期进行，研发投入不断加大，我们认为未来有望达到 3%的高新科技企业评定标准；

盈利预测与投资建议

核心假设

1、2011 年新增 300 万双，2012 年新增 2300 万双；2、毛利率稳中有升。2010-2012 分别为 22.9%/23.0% 23.6%。

根据核心假设，我们预计 2010-2012 年公司收入和净利润复合增速为 30.6%、37.2%，EPS 分别为 0.43/0.54/0.99 元，目前股价对应 2010-2012 年 PE 为 68/55/30 倍。**我们 2011 年的盈利预测相对偏低的原因：**从公司募投项目计划进程以及实际进展情况，我们乐观估计 2011 年公司可以释放 300-400 万双产能。

公司作为国内主要运动鞋品牌商的开发伙伴级供应商，依托泉州地区成熟的产业链优势以及公司自身领先的研发实力，未来将伴随核心客户共同成长。短期看，公司股价虽然偏高，但考虑其募投项目产能集中在 2012 年释放，11 年业绩并不能反映其高增长，因此，我们认为可以给予其相应的估值溢价，首次给予“买入”评级。

风险提示

- 1、公司主要原材料（EVA、橡胶）价格波动的风险；
- 2、募投项目达产后市场需求不达预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

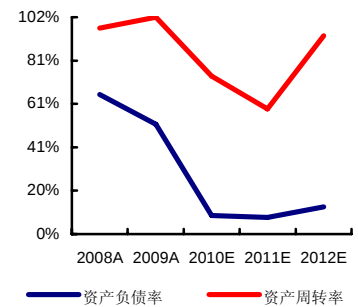
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	275	207	578	516	535
货币资金	45	57	360	281	100
应收及预付	150	76	140	144	273
存货	80	74	78	92	162
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	77	83	90	196	318
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	71	65	62	124	205
在建工程	0	2	8	46	81
无形资产	6	15	20	27	32
其他长期资产	1	1	0	0	0
资产总计	352	290	668	713	854
流动负债	230	149	58	56	109
短期借款	139	110	0	0	0
应付及预收	91	39	58	56	109
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	230	149	58	56	109
股本	32	66	88	88	88
资本公积	32	35	444	444	444
留存收益	57	39	78	125	212
归属母公司股东权益	122	141	610	657	744
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	352	290	668	713	854

利润表

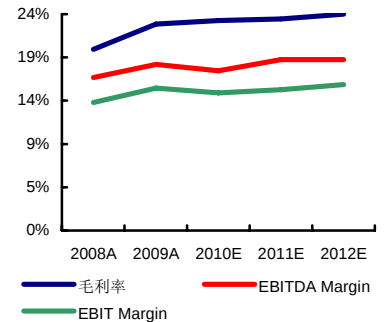
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	304	327	354	404	728
营业成本	244	253	273	311	557
营业税金及附加	0	0	0	0	1
销售费用	2	2	2	3	5
管理费用	16	21	25	28	50
财务费用	8	8	2	-1	-1
资产减值损失	1	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	33	45	51	63	116
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	33	46	51	64	117
所得税	8	12	13	16	30
净利润	25	34	38	47	87
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	25	34	38	47	87
EBITDA	51	59	62	75	136
EPS (元)	0.78	0.51	0.43	0.54	0.99

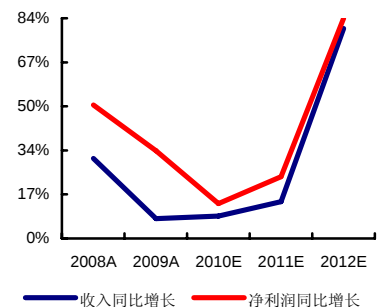
资产负债率趋势



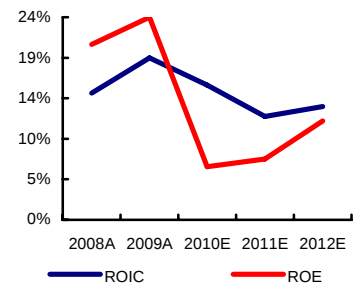
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

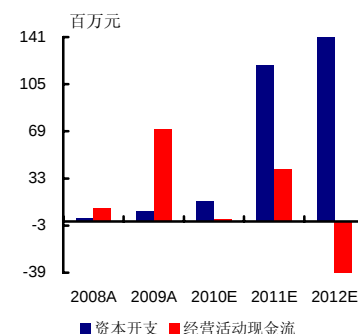
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	10	71	2	40	-39
净利润	25	34	38	47	87
折旧摊销	8	8	9	13	20
营运资金变动	-32	23	-49	-20	-146
其它	9	5	4	-1	0
投资活动现金流	-3	-35	-16	-119	-141
资本支出	-3	-8	-16	-119	-141
投资变动	0	-27	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	22	-24	317	0	0
银行借款	144	127	-110	0	0
债券融资	-117	-156	0	0	0
股权融资	5	13	430	0	0
其他	-10	-8	-3	0	0
现金净增加额	29	11	303	-79	-180
期初现金余额	16	45	57	360	281
期末现金余额	45	57	360	281	100

主要财务比率

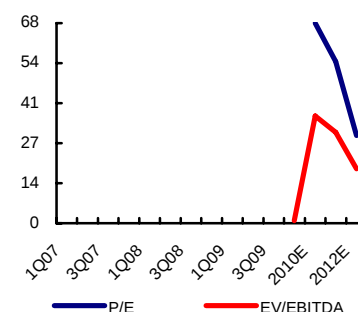
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	30.6%	7.5%	8.6%	14.0%	80.2%
营业利润	63.0%	35.0%	12.6%	24.4%	84.3%
归属于母公司净利润	51.0%	33.6%	13.3%	23.6%	84.2%
获利能力					
毛利率	19.7%	22.5%	22.9%	23.0%	23.6%
净利率	8.3%	10.3%	10.8%	11.7%	12.0%
ROE	20.7%	24.0%	6.3%	7.2%	11.7%
ROIC	15.0%	19.2%	15.9%	12.2%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	65.4%	51.4%	8.7%	7.8%	12.8%
净负债比率	76.9%	37.8%	-59.0%	-42.7%	-13.5%
流动比率	1.20	1.39	9.95	9.27	4.90
速动比率	0.72	0.82	8.21	7.27	3.04
营运能力					
总资产周转率	0.97	1.02	0.74	0.59	0.93
应收账款周转率	6.72	5.29	5.92	5.59	5.75
存货周转率	3.74	3.29	3.50	3.39	3.44
每股指标 (元)					
每股收益	0.78	0.51	0.43	0.54	0.99
每股经营现金流	0.32	1.07	0.02	0.45	-0.44
每股净资产	3.77	2.13	6.90	7.43	8.42
估值比率					
P/E	0.0	0.0	68.1	55.1	29.9
P/B	0.0	0.0	4.3	4.0	3.5
EV/EBITDA	1.9	0.9	36.5	30.9	18.5

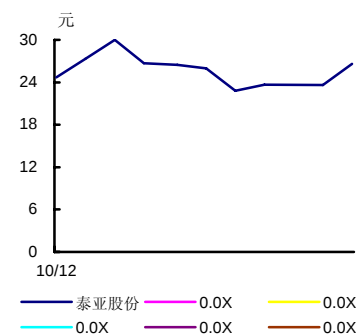
资本支出与经营活动现金流



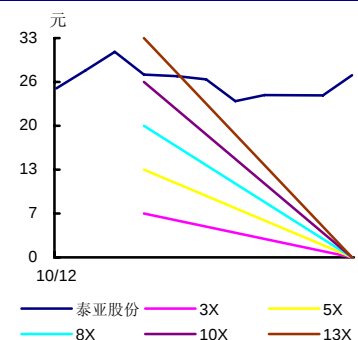
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学 MBA，7 年钢铁企业工作经历，2 年证券从业经历，2009 年进入广发证券发展研究中心。

林海，研究助理，浙江大学经济学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lh19@gf.com.cn，020-87555888-418。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。