

中性 首次

泰亚股份 (002517)

2011 年 3 月 2 日

批发和零售贸易行业首席分析师: 路 颖
SAC 执业证书编号: S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403潘 鹤
SAC 执业证书编号: S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423联系人: 唐爽爽
tangss@htsec.com
021-23219716

订单需求有保证, 产能释放需时日

2011 年 3 月 1 日收盘于 29.40 元, 合理价值区间: 21.6-24.3 元

调研简况。2011 年 2 月 24 日, 我们到福建泉州调研了泰亚股份, 并实地考察了泰亚股份在泉州的 PH、EVA 鞋底生产流水线。

简评和投资建议。我们认为, 公司下游客户所在的运动鞋行业未来尚有较强的增长空间, 平均每年可保持 15% 的增长, 为公司提供了一个良好的成长环境; 但我们也注意到, 公司目前的产能扩张节奏低于预期, 短期仍将受制于产能瓶颈; 此外公司基于辅料制造业的属性, 毛利率增长可能较为缓慢。

根据招股书披露的募投规划, “年产 2000 万双运动鞋鞋底项目”到 2012 年底项目可投产; 根据公司 2011 年 1 月 25 日的公告, “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”到 2013 年可投产。因此我们预计到 2013 年公司业绩才有可能加速释放, 在此之前, 由于受产能的限制, 公司一方面为控制客户集中度, 另一方面选择高毛利的订单, 故无法满足全部订单需求。而且, 由于 PH 鞋底采用二次发泡技术、EVA 一次发泡, 它们的生产线之间也无法相互转化以补充产能, 必须重新更换设备。

因此, 根据我们预计的产能释放低于预期的情况, 我们假设 2011 年 PH 鞋底产能新增 300 双、2012 年 PH 鞋底和 EVA 鞋底产能各新增 1000 双、2013 年 PH 鞋底和 EVA 鞋底产能分别新增 700 双和 1000 双, 由此我们较新股报告时下调了盈利预测, 即 **下调 2011-2012 业绩预测至 0.54 和 0.77 元 (参见表 4)**。目前同业可比公司伟星股份、浔兴股份、嘉麟杰 2011 年估值分别为 25、46 和 48 倍, 平均估值为 40 倍; **考虑到泰亚股份的下游客户即安踏、特步等品牌运动鞋企业较可比公司下游行业更具成长性, 我们认为可以给予公司一定的溢价, 即 2011 年 40-45 倍 PE, 对应合理价值区间为 21.6-24.3 元。目前股价 29.40 元对应 2011、2012 年估值分别为 54 倍和 38 倍。虽然公司具有一定的技术壁垒和客户壁垒、下游需求稳定增长, 未来随着产能瓶颈得以突破会加快发展, 但作为一个生产型企业估值相对偏高, 给予“中性”的投资评级。**

风险因素。(1) 募投项目产能释放低于预期; (2) 3 月 2210 万股限售股解禁风险; (3) 人工成本上涨风险; (4) 新股效应对股价的影响。

调研简况及分析。

1. 泉州模式, 成就细分龙头。目前我国运动鞋业在地域上可以分为两大产业集群, 分别代表了两种不同的发展模式 (参见表 1):

(1) 东莞模式: 以裕元集团为代表, 东莞的制鞋企业主要为国外品牌贴牌加工, 从鞋底、鞋面到成鞋全部一体化生产, 而不具备自有品牌和销售渠道。

(2) 泉州模式: 与东莞不同, 泉州地区的制鞋企业呈现出鲜明的专业化分工特征, 这一地区集中了大量国内知名运动鞋品牌, 如安踏、特步、361 度等, 也成就了一批工序型和中间产品配套企业, 形成了完整的产业链集群。正是在泉州这种分工合作的模式下, 泰亚股份得以成长为泉州地区规模最大、研发技术水平最高的鞋底企业, 目前是安踏、特步最大的鞋底供应商, 也是 361 度、鸿星尔克、德尔惠排名前五位的鞋底供应商。

表 1 我国制鞋业概况

目标市场	主要经营模式	代表区域	主要客户
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
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
无特定目标市场	OEM	浙江、其他区域	小规模成鞋生产企业

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

基于泰亚股份作为中间产品生产型企业的属性，我们分析其未来成长空间要考虑以下三个方面：

(1) 下游运动鞋企业的成长性。一方面，中国目前已成为仅次于美国的运动鞋消费市场，但人均运动鞋消费量与发达国家仍有较大差距，我们预计未来行业年均增速仍有望保持在 15% 以上；但另一方面，我们也认为，运动鞋行业竞争日趋激烈，而且在 08 年奥运会后有增速下滑的趋势。

在 1 月月报中，我们对“李宁订单下滑事件”及运动行业现状进行了分析，我们认为，过度依赖加盟分销开店的粗放型模式是无法长期持续的，运动行业的上市公司均面临着单店盈利水平增速低于门店增速的问题。但根据证监会披露，泉州地区乔丹、德尔惠、贵人鸟等企业正在进行上市审批，上市会加速这些企业的增长，也会为泰亚增加新的需求。表 2 是公司主要客户销售增速情况。

表 2 泰亚股份主要客户销售增速 (%)

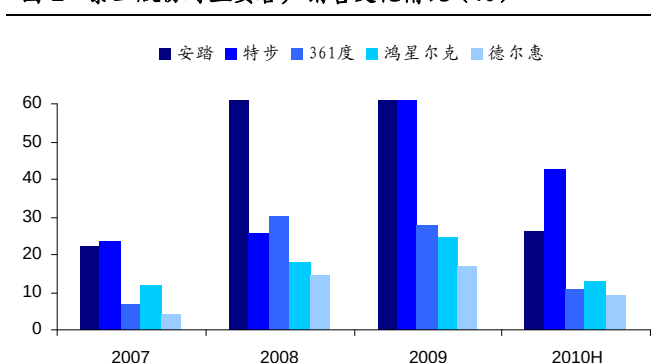
	2007	2008	2009	2010
安踏	154.57	54.81	26.97	26.11
特步	182.27	110.06	23.65	
361 度	-	-	-	29.49

资料来源：公司公告，海通证券研究所

(2) 公司与下游企业的供需关系。2009 年公司前五大客户（安踏、特步、361 度、鸿星尔克、德尔惠）收入占比为 62%（参见图 1-图 2），我们估计，公司占安踏和特步的采购量约为 1/4。

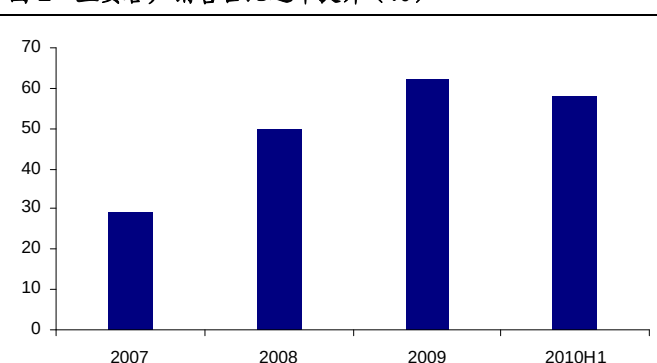
对于市场上所认为的公司受制于客户需求，且并不是下游企业唯一的鞋底供货商，可能面临议价能力不高的问题，我们的看法是，泰亚股份所生产的鞋底主要为 PH 鞋底和 EVA 鞋底，区别于一般鞋底企业，其技术壁垒和客户壁垒更高。一方面，安踏等下游企业所需要的中高端鞋底全部需要泰亚供货，运动鞋外观效果的 50% 由鞋底款式决定，功能性则 70% 体现在鞋底上，而鞋底成本仅占 25% 左右，这就意味着下游企业基本能接受泰亚因成本转嫁的提价；另一方面，安踏等下游企业与公司一般提前半年签订订单，这就在一定程度上避免了下游企业打折销售带来收入波动的影响。

图 1 泰亚股份对主要客户销售变化情况 (%)



资料来源：wind，海通证券研究所

图 2 主要客户销售占比逐年提升 (%)



资料来源：wind，海通证券研究所

(3) 公司是否具备足够的竞争壁垒。同为中间产品生产企业，金融危机期间，生产“鞋底”的企业比生产“鞋面”的企业淘汰率要小得多，这主要是因为鞋底的技术性决定的较高毛利水平；而单就鞋底行业来看，我们认为，公司主要的竞争壁垒可体现在以下两方面。

从技术壁垒上来说，公司主要生产中高端功能性 PH 鞋底和 EVA 鞋底，这需要较大的研发投入。根据我们的测算，公司的研发投入占比为 2.7% 左右，高出业内平均水平。而这种功能性鞋底最核心的难点在于技术参数上，即各种材料的配比，这就需要 53 人研发团队的经验，也意味着即使竞争对手挖走团队中的个别研发人员，也无法在短期内做到完全模仿。

从客户壁垒上说,可以认为,客户水平决定了产品的定位和研发水平,泰亚是安踏、特步等企业唯一的战略供应商,而泉州其他鞋底的客户多为价格敏感的中小运动鞋企业,所采用的多为普通鞋底,对高价功能性鞋底承受力较低。之前与泰亚规模相当的竞争对手“清美”公司,近些年也逐渐转向生产成鞋,因此,可以说在中高端鞋底方面,公司暂无竞争对手。

虽然泰亚主要鞋底产品单价并不能保证逐年提升(参见表3、图3-图4),未反映出其较高的技术壁垒和客户壁垒;然而,我们认为,这主要是由于产品的定价方式所致。正如上文分析泰亚的核心技术体现在技术参数上,泰亚鞋底的定价也主要取决于材料的配置比例,这种比例则源自每年的流行趋势对鞋底的功能性要求。因此,我们认为,单价的波动并不能代表泰亚的竞争力水平,而更应看公司的毛利率水平。

公司毛利率近三年稳步提升,我们认为,其未来也将保持这种趋势,主要是由于:(1)客户因素。高端的前十大客户占比逐年提高;(2)产品结构因素。高毛利PH鞋底的销售占比显著提升。PH鞋底毛利对利润的贡献平均约占主营业务利润的22.19%;(3)规模效应因素。客户订单量的增大提升了生产效率。

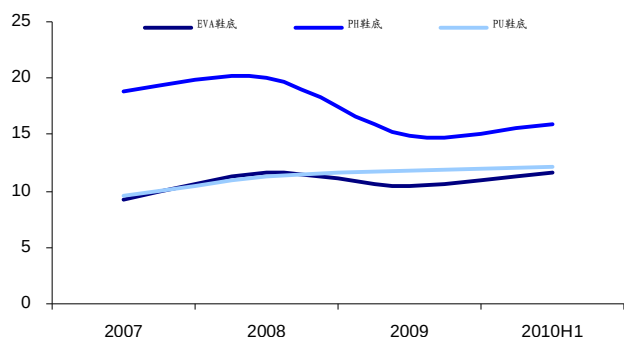
最重要的一点是,由于公司生产的中高端功能性鞋底的高技术属性,定价时可以成功的向下游转嫁原材料价格,而如裕元集团等单纯加工为主的企业则会受到成本上升、下游议价的双面夹击。我们分析,如果放眼全球,以鞋底业内标杆意大利VIBRAM品牌为目标,其毛利率高达50-60%,泰亚的毛利率水平仍有较大上升空间。当然,我们也认为,考虑到公司下游客户的毛利率水平在40%左右,以及公司本身的制造业属性,毛利率提升速度不会太快。

表3 主要产品价格(元)与毛利率(%)

	2007		2008		2009		1H2010	
	价格(元)	毛利率(%)	价格(元)	毛利率(%)	价格(元)	毛利率(%)	价格(元)	毛利率(%)
EVA鞋底	9.33	16.27	11.71	19.76	10.43	21.57	11.63	21.68
PH鞋底	18.89	20.57	20.04	21.26	14.98	26.41	15.97	26.45
PU鞋底	9.55	16	11.25	17.32	11.73	18.96	12.16	19.77
其他	-	11.33	-	13.34	-	17.1	-	14.32

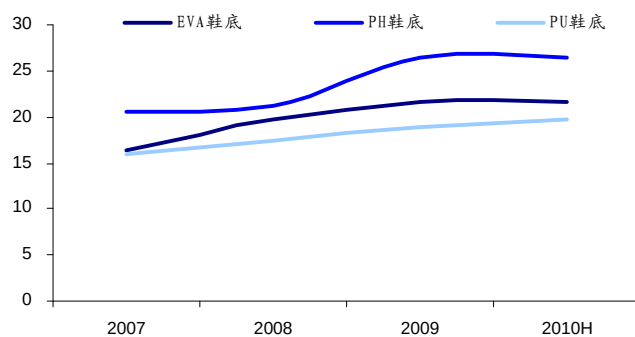
资料来源:公司招股意向书,海通证券研究所

图3 主要产品单价各年情况(元/双)



资料来源:公司招股意向书,海通证券研究所

图4 主要产品毛利率各年情况(%)



资料来源:公司招股意向书,海通证券研究所

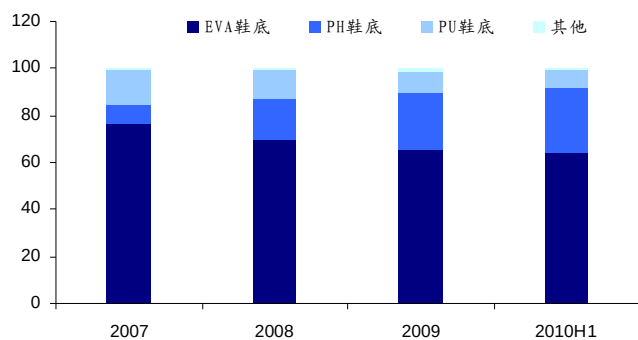
2. 受制于产能瓶颈,且扩张节奏低于预期,我们预计公司收入和净利润增速也将放缓。根据同行业的安踏2010中报,安踏外包生产的比例由上年的64.3%下降至58.8%,我们认为,这主要是由于安踏自己单独设厂满足其普通鞋底的补货需要,并不代表对中高端鞋底需求的下降。

公司在招股书中已经提到,EVA和PH鞋底的生产能力已趋饱和,接近100%的产能利用率已到极限,在很大程度上制约了公司业绩的持续高增长。根据公司的2010年业绩快报,2010年公司收入仅增长8.54%,我们认为这主要仍是因为产能限制的结果;我们分析,单是安踏和特步两家企业的订单就可消耗公司的全部产能。我们估计,公司募投项目“年产2000万双运动鞋鞋底项目”以及2011年1月25日公告的“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”的产能扩张仍低于预期,预计2011年公司新增产能为PH鞋底300万双左右,2012年新增PH鞋底和EVA鞋底各1000万双。具体可参见图5、图6。

3. 盈利预测和投资建议。根据我们预计的产能释放低于预期的情况,我们假设2011年PH鞋底产能新增300双、2012年PH鞋底和EVA鞋底产能各新增1000双、2013年PH鞋底和EVA鞋底产能分别新增700双和1000双,由此我们较新股报告时下调了盈利预测,即**下调2011-2012业绩预测至0.54和0.77元(参见表4)**。目前同业可比公司伟星股份、浔兴股

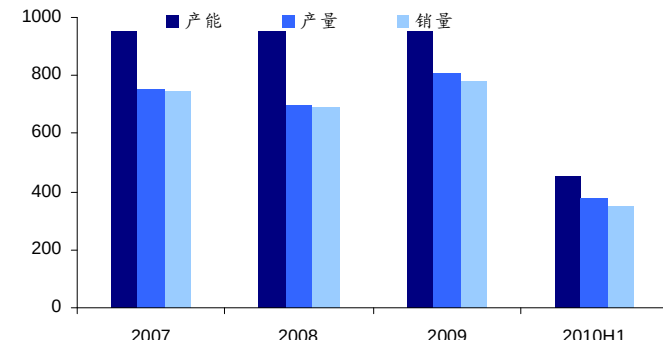
份、嘉麟杰 2011 年估值分别为 25、46 和 48 倍，平均估值为 40 倍；考虑到泰亚股份的下游客户即安踏、特步等品牌运动鞋企业较可比公司下游行业更具成长性，我们认为可以给予公司一定的溢价，即 2011 年 40-45 倍 PE，对应合理价值区间为 21.6-24.3 元。目前股价 28.51 元对应 2011、2012 年估值分别为 52 倍和 37 倍。虽然公司具有一定的技术壁垒和客户壁垒、下游需求稳定增长，未来随着产能瓶颈得以突破会加快发展，但作为一个生产型企业估值相对偏高，给予“中性”的投资评级。

图 5 主要产品销售占比情况 (%)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图 6 产能情况 (万双)



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

表 4 盈利预测 (百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
一、营业总收入	232.47	303.63	326.53	354.43	389.61	529.61
二、营业总成本	211.99	270.26	281.46	308.71	325.10	438.74
营业成本	193.95	243.68	253.08	272.91	295.71	397.74
营业税金及附加	0.10	0.21	0.31	0.34	0.38	0.51
销售费用	1.45	1.93	1.67	2.13	3.12	4.24
管理费用	10.78	15.53	20.80	24.10	27.27	38.13
财务费用	7.25	8.23	7.64	9.23	-1.38	-1.87
资产减值损失	-1.54	0.68	-2.05	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	20.48	33.38	45.08	46.07	64.51	91.38
加: 营业外收入	0.01	0.11	0.92	3.87	1.00	1.00
减: 营业外支出	0.53	0.40	0.01	0.01	0.01	0.01
四、利润总额	19.97	33.09	45.98	49.93	65.49	92.36
减: 所得税	3.22	7.80	12.20	12.08	17.38	24.51
五、净利润	16.75	25.29	33.78	37.85	48.11	67.85
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	16.75	25.29	33.78	37.85	48.11	67.85
总股本 (百万股)	88.40	88.40	88.40	88.40	88.40	88.40
六、每股收益 (元)	0.19	0.29	0.38	0.43	0.54	0.77

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

相关报告:

泰亚股份新股询价报告: 处泉州之势, 分鞋业之羹 (询价区间: 15.8-16.1 元)

信息披露

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：报喜鸟（002154.SZ）、美邦服饰（002269.SZ）、雅戈尔（600177.SZ）、希努尔（002485.SZ）、浔兴股份（002098.SZ）、泰亚股份（002517.SZ）、七匹狼（002029.SZ）等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。