

评级: 审慎推荐 (首次评级)

纺织服装

公司调研报告

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话: 0755-82485024

邮件: lvlihua@fcsc.cn

泰亚股份(002517):**12年政府补助贡献大, 13年新增产能开始释放****事件:**

上周我们实地调研了泰亚股份, 与公司董秘进行了交流, 并参观了生产线。通过该此调研, 我们的观点如下:

点评:

- **户外运动品牌“RAX”短期内难有业绩贡献:** 公司2011年7月设立全资子公司厦门市瑞行电子商务有限公司开始致力打造户外运动品牌“RAX”, 希望借助公司强大的鞋底制造、研发能力及福建地区整鞋加工的区域优势, 通过与京东、淘宝等各平台式渠道分销网站, 把“RAX”品牌打造成“微户外第一品牌”。2011年12月, 该产品正式上线, 当年实现营业收入19.83万元, 亏损202.52万元。由于公司首次涉足品牌运营、终端零售渠道管理及电子商务运作等, 预计三年内才可摸索出较成功的运营经验和人才队伍, 因此短期内难有业绩贡献, 而且该项目总投资达4650万元, 在公司产能未提高之前, 亦将拉低主营业务。
- **预计惠安和安庆项目将于2013年投产:** 公司募投两项目分别为“惠安年产2000万双运动鞋鞋底项目”和“安庆安踏年产2000万双运动鞋鞋底项目”, 目前该两项目尚处建设期, 预计惠安项目将于2013年春节前投产, 安庆项目将于2013年下半年投产。
 - **惠安项目:** 该项目总投资1.32亿元, 为年产2000万双的EVA/PH鞋底生产线, EVA/PH是最成熟的运动鞋底应用材料, 目前尚无新的材料可以替代EVA和PH, 尤其是PH鞋底因其具有很好的缓震性、轻便、弹性好等更优异的性能, 受到高端运动鞋的青睐, 消耗量逐步上升, 在品牌运动鞋中的应用比例逐步上升。由于该项目受泉州湾跨海大桥工程规划路线的影响, 重新置地而建, 导致投产时间延迟两年, 预计2013年春节前投产, 当年可实现产能600万双; 2014年达到1200万双, 2015年达产2000万双。该部分新增产能主要为公司前五大客户消化, 如安踏、特步、361°、鸿星尔克、德尔惠, 其采购比重仍有上升空间; 此外如喜得龙、贵人鸟、金莱克、匹克、乔丹等泉州地区的品牌运动鞋企业, 未来提高订单的空间亦很大。
 - **安庆项目:** 该项目总投资1.64亿元, 位于安徽省安庆市安踏工业园内, 主要为安踏提供鞋底配套生产, 预计2013年下半年投产, 当年实现产能1000万双, 2014年产能1500万双, 2015年达产2000万双。安踏是公司长期战略合作伙伴, 2011年安踏贡献销售额(不包括安踏代工厂)为5305.56万元, 占公司营业收入比例达13.53%; 若包括安踏代工厂的销售额, 其对公司销售额贡献给25%。
 - **两募投项目进一步增强市场竞争力:** 虽然自2011年以来, 运动品牌行业遭遇销售增速放缓、去库存化压力大、下游订单缩减、业绩下滑等, 但以内销为主的安踏、特步、361°、鸿星尔克、德尔惠、贵人鸟等多家运动鞋品牌运营商的产量并没有受到太大影响, 从而缩减公司订单, 其中安踏和特步两品牌对公司的销售贡献约有一半。而且运动品牌行业经过前几年的高速成长后, 目前进入了平台整合期, 行业格局整合和品牌集中度提升势在必行; 同时, 随



着两募投项目投产，公司的产品技术含量进一步提高、规模优势更明显，加之与安踏的强强联合等，均进一步提升公司在鞋底行业的竞争力和领导力，有望成为鞋底行业的整合者。

- **核心竞争优势体现为研发设计优势和规模优势：**相比普遍企业，品牌运动鞋企业更关注产品质量和款式，对鞋底的功能性和设计要求更高，公司是安踏、特步、361、鸿星尔克、德尔惠的开发伙伴级供应商，在同等价格条件下，会优先采购公司的各种鞋材，每年向公司采购的鞋材数量平均不低于 20% 增长率，这主要得益于公司强大的研发设计实力；同时，公司所处的泉州，是安踏、特步、361 度、鸿星尔克、德尔惠、喜得龙、贵人鸟等诸多运动品牌总部，约占国内运动品牌 70% 的市场份额，产业集群优势强，公司不断上升的规模优势，即有利于体现承接高技术含量订单的能力；又有利于增强原材料采购成本议价能力，获得成本优势。
- **预计 2012 年主营业务难有起色，2013 年新增产能释放推动业绩回升：**公司预计 2012 年实现营业收入 4 亿元，净利润 3200 万元，主要原因是惠安和安庆两募投项目尚无法投产，在产能规模不变的情况下，因材料价格变动和鞋型结构变化，销售额会略有下降；子公司厦门瑞行新增了产品推广费及品牌广告费；募投项目陆续建设，原募集资金的利息收入相应减少。但因安庆项目，公司获得安庆市财政局重点项目资金补助款 5474.53 万元，对全年业绩拉动显著，增厚 2012 年 EPS 0.23 元。2013 年随着惠安和安庆两募投项目的投产，产品结构将逐步向 PH 鞋底调整、优质客户进一步优化，主营业务将获得回升。
- **给予“审慎推荐”投资评级：**预测 2012 ~ 2014 年 EPS 分别为 0.43、0.24、0.36 元，当前股价对应下的 PE 为 26 倍，给予“审慎推荐”投资评级。
- **风险提示：**募投项目产能难以消化的风险、体育运动行业衰落的风险。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	544	661	740	810
现金	258	375	369	269
应收账款	89	92	120	175
其他应收款	0	0	1	1
预付账款	57	47	61	89
存货	103	105	136	199
其他流动资产	37	40	53	77
非流动资产	91	114	121	126
长期投资	0	0	0	0
固定资产	65	91	99	103
无形资产	16	17	18	18
其他非流动资产	10	6	5	4
资产总计	634	775	861	935
流动负债	34	116	193	223
短期借款	0	80	150	165
应付账款	16	16	20	30
其他流动负债	18	21	23	28
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	34	116	193	223
少数股东权益	0	0	0	0
股本	88	177	177	177
资本公积	421	333	333	333
留存收益	90	149	158	203
归属母公司股东权益	600	659	667	713
负债和股东权益	634	775	861	935

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-33	91	-15	-65
净利润	40	76	43	64
折旧摊销	9	11	14	17
财务费用	-1	1	6	10
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-86	2	-79	-159
其他经营现金流	5	1	1	3
投资活动现金流	-26	-34	-21	-21
资本支出	26	33	20	20
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-1	-1	-1
筹资活动现金流	-27	61	30	-14
短期借款	0	80	70	15
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	88	0	0
资本公积增加	0	-88	0	0
其他筹资现金流	-27	-19	-40	-29
现金净增加额	-86	118	-6	-100

资料来源:天软估值模型、第一创业证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	392	404	526	769
营业成本	306	315	406	593
营业税金及附加	3	3	4	6
营业费用	3	4	5	8
管理费用	29	30	42	62
财务费用	-1	1	6	10
资产减值损失	4	5	5	5
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	49	46	57	86
营业外收入	5	55	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	53	101	57	86
所得税	14	25	14	21
净利润	40	76	43	64
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	40	76	43	64
EBITDA	57	58	77	112
EPS (元)	0.45	0.43	0.24	0.36

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	10.6%	3.1%	30.2%	46.1%
营业利润	6.5%	-5.3%	22.4%	51.2%
归属于母公司净利润	4.8%	91.7%	-43.9%	51.2%
获利能力				
毛利率(%)	22.1%	22.1%	22.8%	22.9%
净利率(%)	10.1%	18.8%	8.1%	8.4%
ROE(%)	6.6%	11.6%	6.4%	9.0%
ROIC(%)	10.4%	9.9%	10.6%	11.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	5.4%	15.0%	22.5%	23.8%
净负债比率(%)	0.00%	68.76%	77.53%	73.97%
流动比率	16.01	5.68	3.82	3.64
速动比率	12.99	4.78	3.12	2.75
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.57	0.64	0.86
应收账款周转率	4	4	5	5
应付账款周转率	18.40	20.09	22.54	23.73
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.43	0.24	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.19	0.51	-0.08	-0.37
每股净资产(最新摊薄)	3.40	3.73	3.77	4.03
估值比率				
P/E	50.08	26.12	46.59	30.82
P/B	3.31	3.02	2.98	2.79
EV/EBITDA	30	30	22	15

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135