

太阳鸟 (300123)



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

在本土有实力的游艇品牌

投资要点:

- ❖ **公司是国内领先的游艇生产企业之一** 主要产品为私人游艇、商务艇和特种艇等的小型艇;公司以玻璃钢客船、公务艇起家,在该细分市场上占据较大份额;同时,公司注重研发设计,逐步从众多竞争对手中脱颖而出,成为国内市场二线品牌中的佼佼者。
- ❖ **国内游艇产业高速发展的土壤已经形成** 2008年,而长三角、珠三角、环渤海地区等经济发达地区的人均GDP已经达到或超过了8,000美元,这些地区随着消费升级,游艇经济可能率先进入快速发展阶段。国家相继出台了推动游艇产业快速发展的重要政策,为游艇产业发展起到了催化剂的作用。然而国内游艇消费爆发式增长仍待条件更为成熟,商务和旅游接待的需求仍占主导。
- ❖ **公司产品定位较为实际,生产营销配合较好** 公司主攻商务旅游船市场,同时兼顾发展私人游艇市场,这较为符合国内现阶段游艇市场的发展状况和公司自身的业务状况;公司致力在复合材料船艇行业实现个性化营销与标准化生产相结合,实现规模化生产,逐步提高公司毛利率水平;
- ❖ **公司订单充足,同时募资扩产,成长可期** 公司2007~2010年上半年的主营业务收入为0.9亿、1.4亿、1.8亿和1亿元,07~09年复合增速39.4%,业务增长情况好于行业的平均水平;另外,公司海外市场业务对于收入的贡献额已逐步提升至2010年上半年的17%;公司公募资金,计划扩大产能80%,成长空间打开可期;
- ❖ **估值预测** 我们预测2010年、2011年和2012年,公司每股收益分别为0.52元、0.89元和1.39元,未来两年净利润复合增长率达63%;创业板机械类股票2011年动态市盈率接近35倍,考虑到公司所处子行业正处于快速增长的初期,我们给予公司2011年40倍PE的估值,6个月目标40.05元,同时给予公司“增持”的评级;

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	181.69	270.70	468.80	688.70
增长率(%)	28.19%	48.99%	73.18%	46.91%
归属母公司股东净利润	28.03	45.33	78.19	121.36
增长率(%)	39.07%	61.70%	72.49%	55.21%
每股收益(EPS)	0.32	0.52	0.89	1.39
净资产收益率(ROE)	16.96%	21.52%	27.07%	29.59%
市盈率(P/E)	106.37	65.78	38.14	24.57
市净率(P/B)	18.04	14.16	10.32	7.27

请务必阅读正文之后的重要声明

交通运输业

评级: 推荐(首次)

目标价格: 40.05

当前价格: ¥34.71

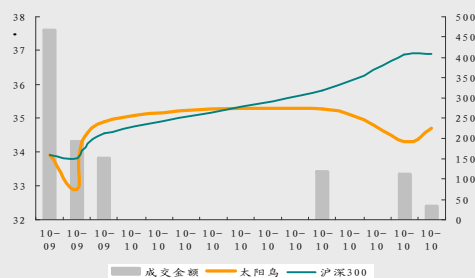
2010.10.12

总市值(百万元)	301.8
总股本/流通A股(百万股)	8694/2200
流通市值(百万元)	76.4
每股净资产(元)	2.80
净资产收益率(%)	24.2

交易数据

52周内股价区间(元)	31.61-42.79
静态市盈率(倍)	65.8
动态市盈率(倍)	N/A
市净率(倍)	1.92

52周内股价走势图



乐旻旸

行业研究员

张欣(执业证书 S08200208030013)

电话 021-32229888*3501

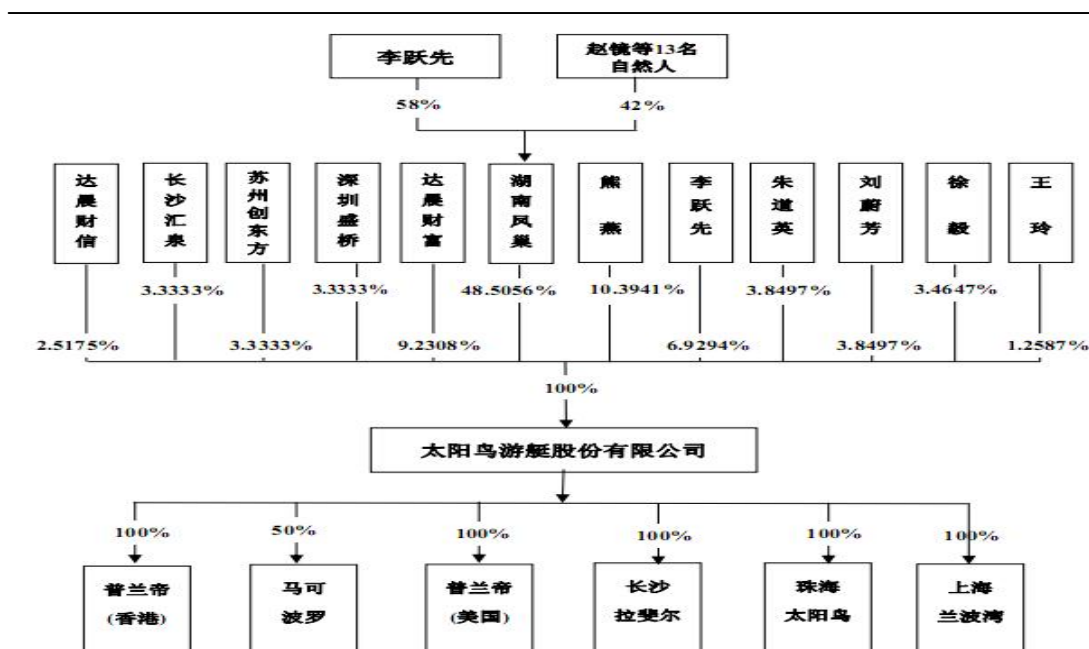
邮箱 leminyong@ajzq.com

相关报告

公司是国内技术水平最高的游艇制造企业之一

公司是国内领先的游艇生产企业之一 主要产品为私人游艇、商务艇和特种艇，主要用于个人休闲娱乐、商务活动、水上旅游观光、水上执法以及军事等领域。公司以玻璃钢客船、公务艇起家，在该细分市场上占据较大份额；公司多款游艇产品代表了我国游艇工艺技术的最高水平，2008 年公司复合材料船艇销售额和产量（10 米以上）位列内资企业第一名。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、爱建证券整理

公司产品以小艇为主 产品的主要技术特征如下：（1）所产船艇均为新型非金属复合材料动力船艇；（2）船艇的尺度一般在 40 米以下，在国际上的各个船级社的规范中，此类船艇被冠以“Small Craft”（小艇）的称谓，适合在近海和淡水区域航行。与公司发生竞争关系的企业均为复合材料船艇企业，钢结构等其他材料船艇与公司产品之间暂时不构成竞争关系。

公司产品的市场定位 国内游艇市场定位在私人游艇和商务艇市场，公司目标客户为社会精英阶层和企业机构客户，产品定价范围从人民币 80 万元至 5,000 万元，公司现阶段的客户构成来看，发展侧重点倾向于发展商务艇市场，这部分客户的价格敏感度较高；同时，在特种艇方面，公司产品主要定位于高技术新型的执法艇、引航艇、指挥艇等。公司产品在国际市场的定位为中高端，定位于飞桥型游艇市场。

公司在设计上在国内领先，品牌意识强 设计是船艇企业的核心竞争力之一。中国复合材料船艇制造企业众多，而其中具有自主设计能力的企业很少，而公司在船艇设计上已经走在了国内前沿，逐步在行业内取得了差异化和专业化的竞争优势。

❖ 国内游艇产业高速发展的土壤已经形成

消费升级带来需求 根据欧美国家的发展经验，2008年，我国国内人均GDP已经达到3,000美元，游艇经济就开始萌芽的条件已经具备，而长三角、珠三角、环渤海地区等经济发达地区的人均GDP更是已经达到或超过了8,000美元，这些地区随着消费升级，游艇经济可能率先进入快速发展阶段。招商银行与贝恩公司发布的《2009中国私人财富报告》显示，2008年中国可投资资产1,000万元以上的高净值人群达30万人，适合游艇消费的富人阶层已经出现。

水上旅游资源将获得利用 另外，根据世界旅游及旅行理事会发布的报告预测，2007—2016年，中国旅游市场的年平均增长率将为7.6%，这将使中国在旅游和旅行总需求方面成为世界上发展第二快的国家。而中国旅游市场的地域性特点鲜明，根据国家旅游局的统计，我国游客接待量居前的省市为北京、上海、广东、江苏、浙江。上述省市均为沿海临水地区，具有水上旅游资源，这将促进游艇消费。

中国游艇消费远低于世界平均水平 全世界游艇/人口比约为1:171，据国家海事局2008年7月发布的数据，我国大陆目前共有私人游艇102艘，每1,300万人才拥有1条私人游艇。通过对各国民众平均拥有游艇数据比较，中国游艇产业的发展空间巨大。

新兴产业受到地方政府扶持 在国内，游艇产业作为新兴产业受到很多地方领导的高度重视，把它作为城市品牌。辽宁、河北、山东、江苏、上海、浙江、福建、广东、海南等沿海和内陆水上旅游资源丰富且经济相对发达的省市游艇业已有所发展，其中以深圳、上海、青岛、日照等地发展较快。

国家相继出台了推动游艇产业快速发展的两个重要政策。一个是2009年12月1日国家下发的《关于加快发展旅游业的意见》中涉及了游艇行业，这是国务院的文件中第一次出现“游艇”二字；第二个是在2009年底，国务院发布了《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，明确提出发展邮轮、游艇旅游，并提出了“研究完善游艇管理办法，创造条件适当扩大开放水域，做好经批准的境外游艇停泊海南的服务工作”等一系列发展游艇产业的具体措施。这两大政策将给处于起步阶段的我国游艇新兴产业带来极大的发展机遇与契机，对促进我国游艇产业的新一轮发展具有极其重要的意义。

❖ 国内游艇消费爆发式增长仍待条件更为成熟

国内适航水域开放有限，配套政策有待到位 国内水域尚未完全开放，限制了游艇本身那种无拘无束、酣畅淋漓的驾乘感觉。比如常年航道拥挤的黄浦江上航速被严格限制在每小时8海里以下，逢到大型活动还会限航；在上海考的游艇驾照并不适

用于外地，从黄浦江开到太湖需提前向对方的海事部门进行通报。

国内适合开展游艇休闲的优质水域资源比较有限 我国虽然拥有 1.8 万多公里海岸线、6500 多个岛屿、9 万多个(条)湖泊(江河)。但是，人均拥有的水域资源与国际平均水平相比少得多。同时，有限的水域资源首先要保证人民生活、经济建设、水上客货运等之需，真正能留给人们驾驶游艇休闲游玩的水域面积，客观上则非常有限。此外，我国一些水域污染情况比较严重，也影响了游艇休闲活动的体验，从而影响了游艇行业的发展速度。各地水域资源都存在一些短板：

- **上海**基本上看不到人们心中蓝色的大海(离开嵊泗船程较长)，使得上海游艇消费停留在旅游和商务上；
- **青岛**游艇出海潜水效果较差；
- **厦门**大陆海岸水质较差，水底资源贫乏，以致其游艇出海，缺少亲海乐趣；
- **杭州**千岛湖是国内外游艇消费人士钟爱之处，但这种消费形式是有别于国外对游艇定位为亲水运动。

中国目前游艇游艇文化推广滞后 游艇还没有像汽车那样深入人心，国内游艇产业仍然停留在高端消费群体和接待用途。国内高端游艇消费仍处于炫富这一初级阶段。一方面游艇越买越大，长度超过 80 英尺以上的大船苦于找不到停泊的码头。另一方面，一年内难得一动的游艇也不在少数。

国外富豪游艇消费生涯一般是从没有动力的小舢板开始的，“拾级而上”才慢慢可以戴上船长帽率领一支由几十人组成的船员队伍驾驶大型艇在海上自由遨游。从小型号开始慢慢接触动力艇，逐步体验自己的“船长之路”才是一般的消费习惯；但如果第一艘游艇就中型艇以上的级别，那么游艇消费只能停留在炫富的阶段。如果说小型游艇热卖才是一个国家或地域游艇业发达的标志的话，那国内消费集中在带飞桥的中型艇，甚至大型艇，这说明游艇消费的受众还需要很长时间来培养。

国内游艇行业设计水平落后 设计是游艇行业的核心，为之造船厂要付出高昂的设计费用。抄袭成熟的船型，节省磨具的打造费用，在价格上取得优势的现象很多；而中国的知识产权保护刚刚起步，对于设计方面的知识产权保护还不足够，缺乏原创的优秀设计，使中国内地游艇公司走上类似台湾游艇业发展初期的老路，即给欧美豪华游艇公司代工，但却不具有品牌优势，无法建立正真的竞争优势。

❖ 公司所处细分市场，国内需求保持平稳快速增长

复合材料艇年复合增长超过 30% 2008 年金融风暴直接影响了全球游艇消费市场，而因为中国出口的游艇主要有充气艇、帆船和 40 英尺以上的中型游艇，所受影响相对较小。扣除复合材料船艇进出口因素，国内的复合材料船艇市场规模约为 30 亿元人民币，年均增长率超过 30%。

表 1: 根据中国船舶工业协会《中国船舶工业年鉴》的数据显示, 2005 年—2008 年, 我国复合材料船艇企业产值情况如下:

万元	2008	yoy	2007	yoy	2006	yoy	2005
非金属船舶制造	219915	22.0%	180207	34.8%	133648	50.7%	88683
运动船和娱乐船的建造和修理	168741	46.6%	115105	78.1%	64633	47.2%	43912
净出口	-115627	27.8%	-90460	54.7%	-58477	60.0%	-36559
合计	273029	33.3%	204852	46.5%	139804	45.6%	96036

资料来源: 招股说明书、爱建证券整理

公司处于国内市场的二线品牌 国际小型船艇制造业的竞争主要集中在游艇市场。国际游艇业的竞争呈金字塔形的态势。金字塔结构上层的企业以全球为市场, 凭借卓越的设计水准和强大的技术实力不断推出新产品进行竞争。中层和底层的游艇企业竞争力相对较弱。目前国内的复合材料船艇企业有 370 余家, 90%以上为小型企业, 类似于国际游艇市场的金字塔结构已经显现:

顶层: 国际顶级品牌如 Sunseeker (英国圣汐克)、Ferretti (意大利法拉帝) 等, 占据了国内游艇产业的最高端, 但由于上述品牌产品价格较高, 受众较窄, 在国内销售数量较低;

中层: 太阳鸟、Brunswick (美国宾士域)、显利 (珠海) 造船有限公司、东莞杰腾造船有限公司 (台资)、上海红双喜游艇公司等, 占据了国内游艇市场的中高端, 其中显利、杰腾等企业以出口游艇为主, 仅有少量产品参与国内市场竞争;

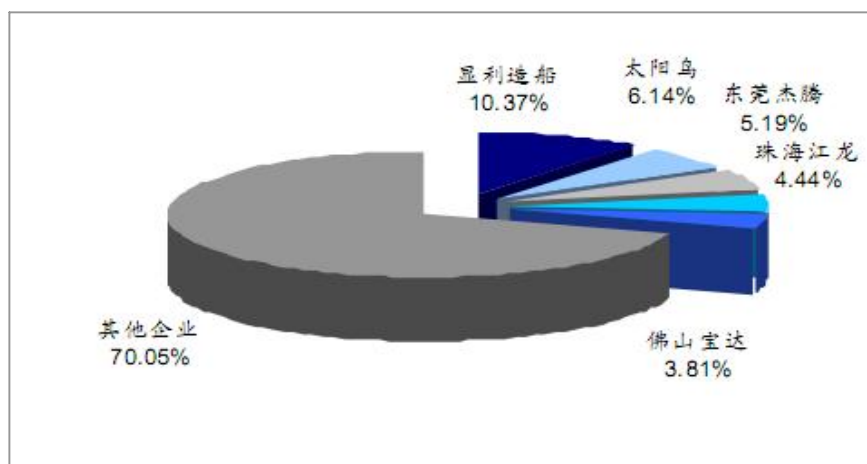
底层: 其他船艇企业仅有少量游艇的生产。

表 2: 公司在国内主要竞争对手 (除海外顶级品牌)

企业名称	主要产品	2008 年产值 (万元)	2008 年排名
显利 (珠海) 造船有限公司 (港资)	游艇、工程船	28,000	1
太阳鸟游艇股份有限公司	各类复合材料私人游艇、商务艇、特种艇	16,583	2
东莞杰腾造船有限公司 (台资)	拖船型游艇	14,000	3
珠海江龙船舶制造有限公司	复合材料商务艇、特种艇	12,000	4
佛山宝达船舶工程有限公司	小型拖船型游艇、运动钓鱼艇和海关执法艇	10,280	5
珠海市琛龙船厂有限公司	复合材料特种艇、渔船、游艇	10,140	6
上海红双喜游艇公司	游艇、帆船	9,210	7
常州玻璃钢造船厂	复合材料特种艇、渔船和大型 FRP 制品及不饱和聚酯树脂	9,170	8
上海宝岛游艇有限公司	复合材料游艇	9,100	9
无锡东方高速艇发展有限公司	复合材料船艇、游艇、水上游乐装备	4,500	10

资料来源: 招股说明书、爱建证券整理

图 2：国内市场集中度不高，公司暂列第二



资料来源：招股说明书、爱建证券整理

在国内特种艇市场，太阳鸟、珠海江龙船舶制造有限公司、佛山宝达船舶工程有限公司、常州玻璃钢造船厂等企业，占据了行业的中高端市场，有能力在招标中获得国家海洋局、海关、港口引航站及军事单位等高端客户的订单；大量低端企业以生产多用途快艇和冲锋舟为主，产品同质化严重。公司的研发技术优势使得产品性能极大提升，不仅得到了民用船艇用户的认可，也得到了军事用户认可，公司已被国家有关部门和军事单位列为装备定点生产单位。

公司产品定位较为实际 从现阶段国内游艇消费客户群分来看，游艇买家大致可以分成三类：

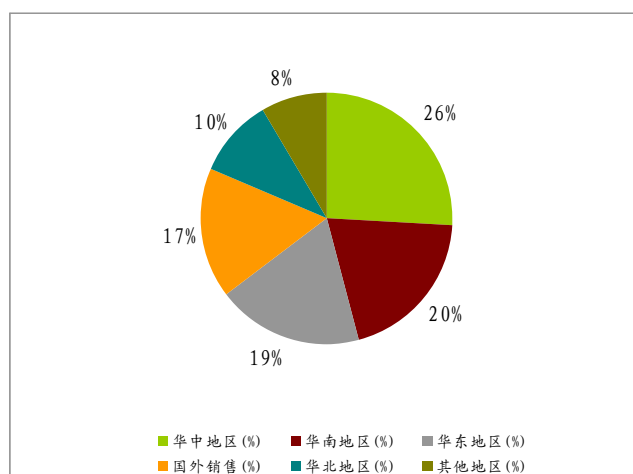
- **富豪**，其购买量约占全国总销售额的 20%。富人们对价格的关注度相对较低，他们更注重游艇的品质、代表的社会地位，所以多青睐于国外知名品牌。
- **大型旅游及航运公司、房地产商**等实力雄厚的企业，购买游艇用作旅游运输和公务性消费，这部分客户的价格敏感度较高。
- **政府采购**，用于边防和海事，价格敏感度中等，需求稳定。

从公司产品定位来看，公司主攻商务旅游船市场，同时兼顾发展私人游艇市场，这较为符合国内现阶段游艇市场的发展状况和公司自身的业务状况：

- 目前中国 58 个城市正在开发景观水系以及游艇俱乐部，无论是以商务为主的华东市场，还是以体育为主的华北市场，商务旅游以及会务餐饮是主力方向，市场的主要需求还在于接待功能；
- 私人艇主要消费群暂时局限于富豪阶层，这部分客户价格敏感度低，优先选择国外知名品牌的可能性较大；相对而言，公司产品在私人艇市场的话语权较弱，业务收入占比也较小；

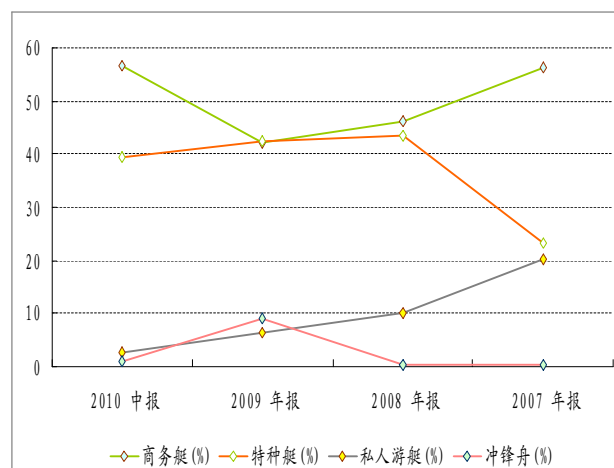
- 公司从事游艇设计、生产时间仍较短，品牌影响力等方面与同类已进入国际市场的竞争对手存在一定的差距，在竞争国际中高端市场上存在一些劣势；公司的优势现阶段暂时仅能体现在价格优势方面
- 公司在个人客户市场还处于起步阶段，个人客户业务对于公司销售额的贡献 2009 年和 2010 上半年分别为 7.36% 和 6.98%，占比较小，仍然处于客户群的培育、引导和开发阶段。

图 3：各地区业务收入分布



资料来源：爱建证券整理

图 4：10 年中报显示公司商务艇业务占比达 56%



资料来源：爱建证券整理

表 3：公司在个人客户市场仍然处于业务开发的初期

项 目	船 型	数 量 (艘)	平均单价	销售额	占营业收入比例 (%)
2010 年 1-6 月	商务艇	1	384.62	384.62	3.50
	私人游艇	1	382.75	382.75	3.48
	合 计	2	-	767.37	6.98
2009 年	商务艇	8	167.07	1,336.56	7.36
2008 年	商务艇	-	-	-	-
2007 年	商务艇	4	17.69	70.77	0.76

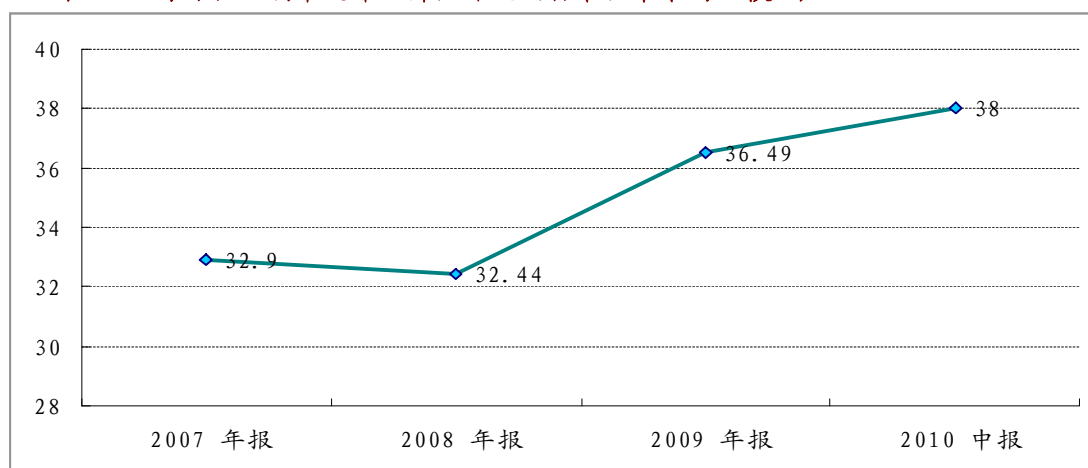
资料来源：招股说明书

生产和营销模式适合目标市场的拓展 公司目标市场为中端市场，该细分市场也是价格战集中的市场，价格议价空间越大，达成销售的主动权越大。

船艇建造复杂度较高，用户需求千差万别，难以形成像汽车、工程机械一样标准化、成组化的流水线生产或大批量生产。游艇基本价格组成是经验值，举例来说，对批量少于 2 艘的新产品来说，约占出厂价格 50% 的采购费用可认为是一个比较合理的价格，极限应为 55%，如果是后续产品或批量产品 (大于 5 艘)，极限可以为 65%；而尽可能实现规模化生产，即某一船型批量生产越多，船厂约容易取得规模经济，并降低该船型的建造风险。

而公司商业模式的优势主要表现为在复合材料船艇行业实现了个性化营销与标准化生产相结合的新商业模式：即一方面，在生产环节实现标准化、模块化，尽可能消除无效的劳动与浪费，不断降低成本，提高生产的灵活度；另一方面，在营销环节采用与用户间的个性化营销方式，加强与客户之间的互动关系，使双方在交互中实现价值增值。在大型产品的设计和建造方面，公司逐步实现标准化、模块化生产，一定程度上实现了批量化生产，缩短了大型船艇的交船周期，从而提高了实际产能，降低了制造成本，提高了销售收入。

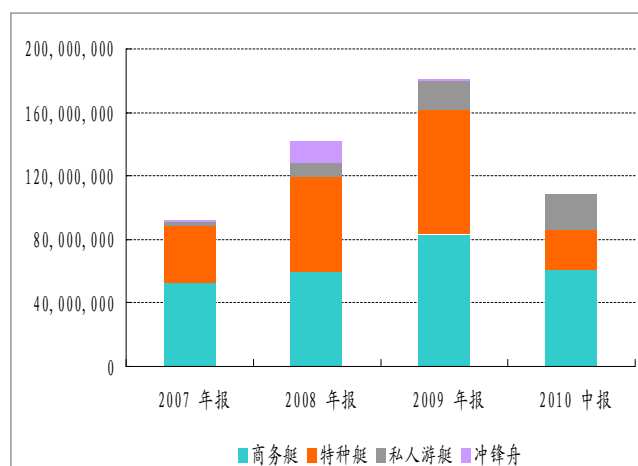
图 5：公司综合毛利率逐年上升，体现出标准化带来的规模效应



资料来源：爱建证券整理

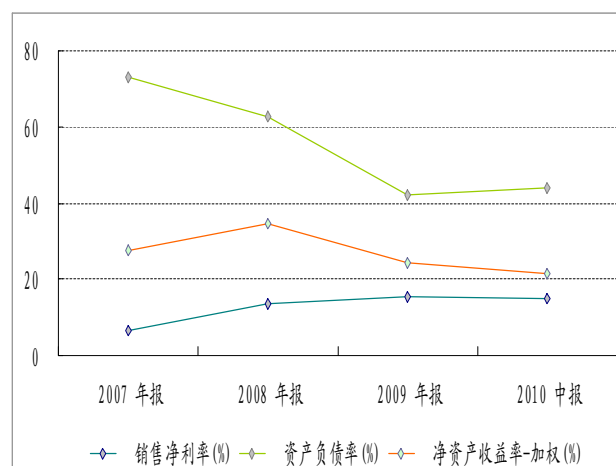
公司业务增长高于行业水平 公司 2007~2010 年上半年的主营业务收入为 0.9 亿、1.4 亿、1.8 亿和 1 亿元，07~09 年复合增速 39.4%，业务增长情况好于行业的平均水平；公司净利润分别为 615 万元、1910 万元、2803 万元和 1623 万元，07~09 年复合增速 113%。公司海外市场业务对于收入的贡献额已逐步提升至 2010 年上半年的 17%。

图 6：公司业务构成情况



资料来源：爱建证券整理

图 7：公司财务数据情况



资料来源：爱建证券整理

❖ 公司募投项目

- **高性能复合材料船艇扩能建设项目：**本项目建设期 18 个月，预计在 2013 年全面达产。该项目将新增游艇产能 84 艘、特种艇产能 116 艘，较公司现有 250 艘船艇的产能在船只数量上扩产 80%，预计新增销售收入 2 亿元左右。

- **技术研究与工业设计中心技术升级改造项目：**主要是对公司研发中心下设的长沙游艇设计中心进行升级改造，以加强游艇设计中心的设计研发能力，具体目标包括以下几个方面：一是创建一流的仿真设计软件实验室；二是组建一支高素质的设计研发队伍；三是完善设计中心网络信息硬件设施。

- **营销服务网络建设项目：**一方面对原有的上海、珠海营销服务中心进行升级改造；另一方面，在三亚、深圳、厦门、青岛、北京、重庆等地新建营销服务中心和销售中心；公司将与三亚、深圳、厦门、上海等地的游艇俱乐部合作，购买其会员资格，租用其泊位，并将于青岛奥帆赛基地租赁游艇泊位，以便于产品展示、试驾和维修服务的实施。项目完成后，公司营销网络将形成一个总部营销服务中心、六个营销服务分中心、两个营销中心、五个游艇展示区的架构。

❖ 盈利预测和估值

主要假设：

- 宏观经济未出现大的波动，游艇市场的大环境有利行业发展，未来 5 年私人游艇市场复合增长率达到 50%，商务艇市场复合增长率保持 25%，特种艇复合增长率保持 20%；
- 公司在研发、设计和品牌上的优势使公司业务增速高于市场平均水平；
- 行业格局未出现重大变化，公司市场份额稳固；
- 毛利率水平稳健增长；
- 公司在手订单（新订单和以获得的特种船订单）完成情况良好，交付如预期；

估值预测 我们预测 2010 年、2011 年和 2012 年，公司每股收益分别为 0.52 元、0.89 元和 1.39 元，未来两年净利润复合增长率达 63%，对应 2010 年至 2012 年市盈率分别为 65.8 倍、38.1 倍和 24.6 倍；创业板机械类股票 2011 年动态市盈率接近 35 倍，考虑到公司所处子行业正处于快速增长的初期，我们给予公司 2011 年 40 倍 PE 的估值，6 个月目标 40.05 元，同时给予公司“增持”的评级。

表 4. 盈利预测 1

营业收入	2009	2010E	2011E	2012E
私人游艇（百万元）	18.1	30.1	51.2	89.5
商务艇（百万元）	83.5	122.2	180.9	267.7
特种艇（百万元）	78.9	118.4	236.8	331.5
合计	180.5	270.7	468.8	688.7
综合毛利率（%）	36.5%	37.9%	38.3%	38.4%
营业收入增速（%）				
私人游艇	102.8%	66.7%	70.0%	75.0%
商务艇	40.5%	46.3%	48.0%	48.0%
特种艇	8.6%	50.0%	100.0%	40.0%
业务占比（%）				
私人游艇	10.0%	11.1%	10.9%	13.0%
商务艇	46.3%	45.1%	38.6%	38.9%
特种艇	43.7%	43.7%	50.5%	48.1%

资料来源：爱建证券整理

表 5: 盈利预测 2

报表预测				
利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	181.69	270.70	468.80	688.70
减：营业成本	115.40	168.16	289.06	423.96
营业税金及附加	1.28	2.05	3.56	5.23
营业费用	10.71	17.00	34.67	45.17
管理费用	19.80	30.68	53.14	78.06
财务费用	3.88	0.48	-1.87	-3.79
资产减值损失	0.65	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	29.97	52.32	90.24	140.07
加：其他非经营损益	2.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	32.64	52.32	90.24	140.07
减：所得税	4.61	7.85	13.54	21.01
净利润	28.03	44.47	76.71	119.06
减：少数股东损益	0.00	-0.86	-1.49	-2.31
归属母公司股东净利润	28.03	45.33	78.19	121.36

资料来源：爱建证券整理

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级:

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在 $\pm 5\%$ 以内

回 避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于 -5% ~ 5% 之间;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。