

方正证券研究所

机械行业资深分析师：李俭俭

SAC 证书编号：S1220208100112

机械行业分析师：彭 民

电话：(8610) 68584886

电邮：pengmin@foundersc.com

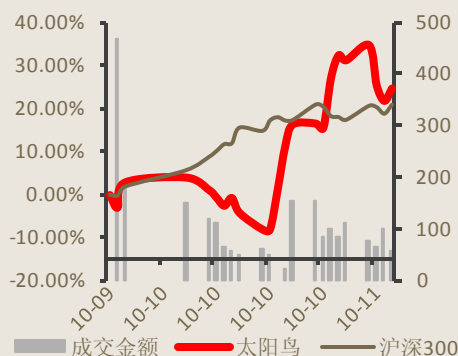
助理分析师：周娅

联系人：杨玢

电话：(0731) 85832449

电邮：yangbin0@foundersc.com

历史表现



市场数据

	本月	近三月	近六月
涨跌幅(%)	21.15	24.72	24.72
相对大盘 涨跌幅(%)	4.91	7.72	15.84

股票数据

总股本(万股)	8694
流通股(万股)	2200
第一大股东	湖南凤巢

盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	181.7	254.29	509.98	703.44
(+/-)	28.20%	39.96%	100.55%	37.93%
净利润	2803	4470	8994	12760
(+/-)	39.07%	59.46%	100.02%	41.86%
EPS(元)	0.32	0.51	1.03	1.46
P/E	131.12	0.21	0.25	0.88

请务必阅读最后特别声明与免责条款

高端消费先行者，迎来黄金 20 年

太阳鸟(300123)调研报告

公司研究·调研报告

2010.11.10 增持

当前股价：44.54

机械行业

我们调研了公司，就企业经营情况、在手订单及未来规划进行了沟通交流。

投资要点：

※游艇行业迎来 20 年黄金发展期

随着政府加快引导发展游艇产业，加快景观水系开发及游艇俱乐部建设，人们消费习惯逐步转变，我国游艇消费刚处于起步阶段。游艇行业有望遵循我国上世纪 90 年代以来汽车的发展轨迹，将迎来 20 年黄金发展期，预计游艇行业未来 5 年市场容量 200 亿元，年均复合增速 40% 左右。

※国内复合材料艇第一制造商

公司是国内唯一上市、规模最大、设计和研发技术水平最高、品种结构最齐全的复合材料船艇企业，2008 年 10 米以上复合材料艇销售中市场占有率第一，产品规模效应初步形成；而近期 IPO 上市后，让公司在管理、品牌及资金等影响企业成长的关键因素取得了重大突破。我们预计公司未来 3 年游艇业务复合增速将在 40% 以上，特种艇将在 30% 以上。

※核心竞争优势明显，市场份额有望快速提升

公司在合理产品结构与丰富产品系列，国内领先世界同步的设计能力，个性化营销与标准化生产的灵活商业模式，最具影响力中国本土品牌等四方面核心竞争优势明显。在当前集中度不高的行业竞争中，公司将遥遥领先其它竞争对手，市场份额有望快速提升。

※在手订单饱满，产能压力较大

公司在意向客户订单谈判方面的工作一直走在行业的前头，目前公司在手订单饱满，其中近期公布的国家海洋局 34 艘特种艇价值 2.7 亿元订单将在明年全部确认收入。目前公司总产能在 240 艘左右，虽然募投项目有望增加约 80% 产能，但得将近 2 年时间才能投产，相对订单而言近两年面临较大压力。

※我们有别于市场的观点：公司上市后资金瓶颈解决、品牌美誉度快速提升，游艇起步阶段公司面临的发展瓶颈得到突破，公司龙头地位与核心竞争力强，IPO 上市后有近 4 亿元超募资金，在当前产能压力较大背景下，公司有望通过内生式投资与外延式收购来提升产能。

※维持增持评级，目标价 54 元

预计 2010-2012 年公司每股 EPS 分别为 0.51 元、1.03 元、1.46 元，对应动态 PE 分别为 82 倍、42 倍和 29 倍。我们看好游艇行业巨大的市场空间，考虑公司的高成长性与稀缺性，给予公司 2011 年 50-55 倍 PE 估值水平，对应股价区间 51.5—56.6 元，维持“增持”评级，目标价 54 元。

※风险提示：公司快速发展带来的管理风险；游艇产业发展相关配套设施滞后风险；国家水域放开的确定性风险；

一、我国游艇行业刚进入起步阶段，迎来黄金 20 年

1、受国家政策大力支持，游艇制造开始启航

游艇制造作为新兴装备制造产业，越来越受到政府的重视。2009 年 12 月初，国务院下发了《关于加快发展旅游业的意见》，首次提出要支持有条件地区发展邮轮、游艇等新兴旅游；同年 12 月底，国务院办公厅《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，支出要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；并培育发展游艇、轻型水上飞机、潜水设备等旅游装备制造业。同时各地方政府对发展游艇经济也越来越重视，其中上海市规划建设 10 座以上游艇码头，杭州市提出 3 年内要打造 2 个游艇产业带，总计有 17 个省市地方政府和企业正在规划和布局景观水系开发和游艇俱乐部建设。

根据国际经验，当人均 GDP 达到 3000 美元时，游艇产业将开始萌芽；当人均 GDP 超过 6000 美元时，游艇产业将快速发展。2009 年我国人均 GDP3687 美元，其中长三角地区已超 8000 美元，已经具备游艇产业发展的经济基础，同时在政府政策支持下，将逐步加快游艇码头建设数量，并有望放宽内陆水域管制，游艇产业将进入加速发展阶段。

2、消费升级与游艇文化推广是行业发展核心驱动力

随着经济的高速增长、居民财富的积累，人们进行消费升级已成为必然；同时随着游艇俱乐部与规划游艇俱乐部的迅速崛起壮大，游艇已经做为一种文化一种理念，越来越被精英富裕阶层所接受与喜好。在消费升级与游艇文化推广的双重驱动下，游艇必将在中国得到快速发展。

图表 1 中国现有游艇俱乐部 68 个，未来有望实现井喷增长

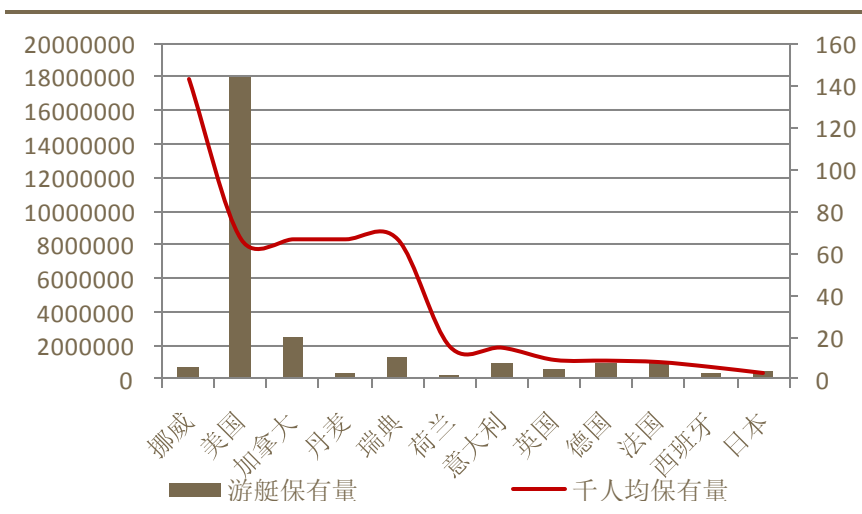


资料来源：公司公告 方正证券研究所

3、未来 5 年市场容量 200 亿元，空间巨大

据统计我国净资产千万以上富裕阶层人数已经超过 40 万，但是 2008 年我国私人艇仅有 102 艘，富裕阶层人均游艇占比为 1: 4000，跟全球人均占比 1: 171、美国人均占比 1:14 相比，差距极其巨大，这尚且是富裕阶层人士，更不论全国人均水平。假设未来我国 5% 的净资产千万以上人士购买游艇，平均每艘游艇单价为 100 万元，按此初步估算，未来 5 年游艇市场容量高达 200 亿元，预计游艇需求未来年均复合增速有望达到 40% 水平。

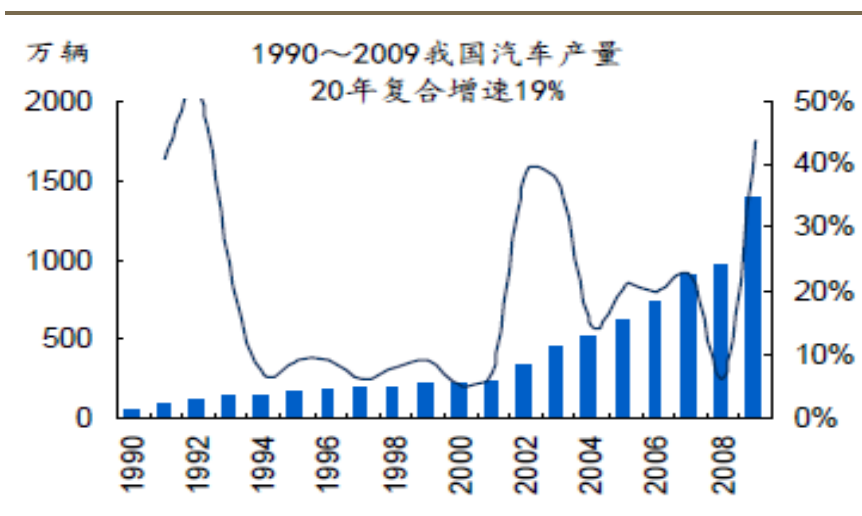
图表 2 世界主要国家游艇保有量与千人人均保有量比较



资料来源：公司公告 方正证券研究所

从人均占比数来看，目前我国游艇消费刚处于起步阶段，随着政府引导发展游艇产业，加快景观水系开发及游艇俱乐部建设，人们消费习惯升级，游艇有望遵循我国上世纪 90 年代以来汽车的发展轨迹，将迎来长达 20 年的黄金发展期。

图表 3 1990-2009 年中国汽车行业发展经历黄金 20 年

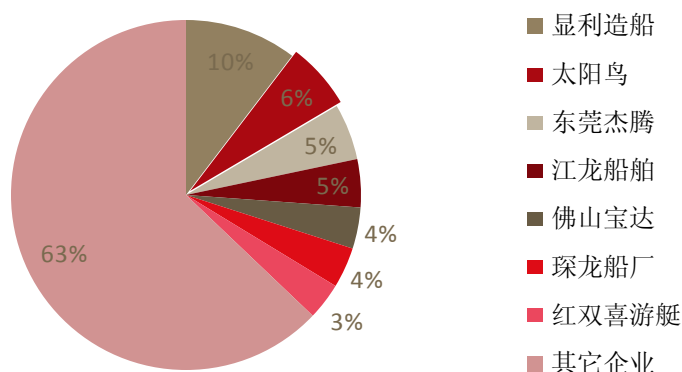


资料来源：wind 方正证券研究所

二、国内第一游艇制造商，龙头地位显著

公司是国内规模最大、设计和研发技术水平最高、品种结构最齐全的复合材料船艇企业之一，目前公司拥有湖南沅江和广东珠海两个生产基地，总占地面积 21.6 万平方米，生产场地规模居国内同行业之首；从 2008 年行业 10 米复合材料船艇产量和销售来看，公司共计销售 171 艘，位列内资企业第一名。

图表 4 2008 年中国游艇制造企业市场份额



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 5 2008 年中国前 10 名游艇制造企业主导产品比较

企业名称	主要产品	2008 产值(万元)
显利（珠海）造船有限公司（港资）	游艇、工程船	28,000
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
东莞杰腾造船有限公司（台资）	拖船型游艇	14,000
珠海江龙船舶制造有限公司	复合材料商务艇、特种艇	12,000
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
珠海市琛龙船厂有限公司	复合材料特种艇、渔船、游艇	10,140
上海红双喜游艇公司	游艇、帆船	9,210
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
上海宝岛游艇有限公司	复合材料游艇	9,100
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

资料来源：公司公告 方正证券研究所

目前国内约 370 余家游艇制造企业中，90%的企业销售收入低于 1000 万元，而其中具有自主设计能力与形成规模的企业更少，2008 年产值过亿元的企业仅有显利、太阳鸟、杰腾、江龙、宝达、琛龙等 6 家公司。游艇制造与汽车制造在很多地方相似，是典型的资本、技

术与劳动密集型企业，现阶段游艇类似于 90 年代的汽车，属于高端消费品，对产品规模、设计制造能力、品牌形象与企业的资金实力要求很高，尤其是在行业的成长初期，企业形象与资金实力显得尤为重要。我们认为随着行业的发展，未来几年一大批规模小，资金实力不济的企业将被市场淘汰，行业集中度将逐步提高。太阳鸟的成功上市，公司管理能力、品牌形象与资金流得到了质的飞跃，市场份额将快速提升，并有望推动行业加快整合，为行业发展最大受益者。

三、坚持持续创新，核心竞争优势明显

公司一直坚持自主创新，在产品设计方面：公司拥有国内首个省级游艇设计中心—湖南现代游艇技术与工业设计中心，设计团队规模与设计能力都在国内居首位，计成功的储备产品多达 100 余艘，同时非常重视对外交流学习，与美国、意大利等知名游艇设计师有良好的长期合作关系，让公司设计理念与文化能与国际先进水平同步，共有外观设计专利 18 项，并多次获得各类设计大奖，设计能力处于国内首位。在产品营销方面：坚持多品牌销售策略与 6 大营销点布局，品牌方面，公司目前拥有太阳鸟、马可波罗、普兰帝、拉斐尔等品牌，通过差异化市场定位方式，分别用于开拓内陆、欧洲、美国等市场，争取做到国内、国际两个并举发展。营销中心方面，在目前上海和珠海两个营销中心基础上，继续在厦门、青岛等各大沿海城市的游艇俱乐部旁边建设 6 个营销服务中心，未来有望采用 4S 店形式进行产品销售。在商业模式方面：采用个性化营销与标准化生产相结合，在内部通过标准件生产能大大降低生产成本与提高生产效率的同时，还能满足客户的个性化需求。

图表 6 公司 IPO 募投项目投资计划

项目名称	募投项目投资计划			
	投资总额	拟投入募集资金	第 1 年	第 2 年
高性能复合材料船艇扩能建设项目	12,012	12,012	5,107	6,905
技术研究与工业设计中心技术升级改造项目	1,836	1,836	918	918
营销服务网络建设项目	2,055	2,055	1,027	1,028

资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 7 公司 IPO 募投项目投资计划

项目名称	募投项目投资计划			
	投资总额	拟投入募集资金	第 1 年	第 2 年
高性能复合材料船艇扩能建设项目	12,012	12,012	5,107	6,905
技术研究与工业设计中心技术升级改造项目	1,836	1,836	918	918
营销服务网络建设项目	2,055	2,055	1,027	1,028

资料来源：公司公告 方正证券研究所

我们认为公司的持续创新能力是公司最关键的竞争优势，通过近年来连续快速发展，公司已经成为内资第一品牌，产品规模效应初步形成；而近期 IPO 上市后，让公司在管理、品牌及资金等影响企业成长的关键因素取得了重大突破，公司很有潜力成为游艇制造领域的“三一”。

四、在手订单饱满，产能压力较大

公司在意向客户订单谈判方面的工作一直走在行业的前头，目前公司在手订单饱满，我们估计在 4 亿元以上，其中公司近期公布的国家海洋局 34 艘特种艇价值 2.72 亿元订单将在年内正式签订合同，并将在明年全部确认收入。目前公司沅江基地产能在 200 艘左右，珠海基地在 50 艘左右，相对订单而言，公司产能面临较大压力。公司募投“高性能复合材料船艇扩能建设”项目，计划建成后新增产能游艇 84 艘、特种艇 116 艘，相对而言能提升近 80%的产能，但是建设期 1.5~2 年，近两年产能压力仍然很大。

图表 8 公司 IPO 募投项目投资计划

项目名称	募投项目投资计划			
	投资总额	拟投入募集资金	第 1 年	第 2 年
高性能复合材料船艇扩能建设项目	12,012	12,012	5,107	6,905
技术研究与工业设计中心技术升级改造项目	1,836	1,836	918	918
营销服务网络建设项目	2,055	2,055	1,027	1,028

资料来源：公司公告 方正证券研究所

公司通过 IPO 上市，有近 4 亿元超募资金，在当前产能压力较大背景下，我们认为公司有望通过内生式投资或外延式收购来快速提升产能。我们预计公司未来 3 年游艇业务（包括私人艇与商务艇）复合增速将在 40%以上，而特种艇将在 30%以上。

五、盈利预测与评级

预计 2010-2012 年公司营业收入分别为 2.54、5.10 与 7.03 亿元，年均复合增速为 57.02%。对应 2010-2012 年每股 EPS 分别为 0.51 元、1.03 元、1.46 元，对应动态 PE 分别为 82 倍、42 倍和 29 倍。我们看好游艇行业巨大的市场空间，公司上市后资金瓶颈解决、品牌美誉度快速提升，龙头地位与核心竞争力强，有望高速增长成为游艇制造领域的“大众”与“三一”，考虑公司的高成长性稀缺性，给予公司 2011 年 50-55 倍 PE 估值水平，对应股价区间为 51.5 元—56.6 元，维持公司“增持”评级，目标价 54 元。

图表 9 太阳鸟 2010-2012 年分项业务预测

项目 单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
私人游艇	18.05	27.08	40.61	60.92
增长率	102.80%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	19.76%	33.00%	35.00%	36.00%
商务艇	83.53	116.94	163.72	245.58
增长率	40.50%	40.00%	40.00%	50.00%
毛利率	37.78%	39.50%	40.00%	40.00%
特种艇	78.58	108.44	303.63	394.72
增长率	30.80%	38.00%	180.00%	30.00%
毛利率	39.10%	38.30%	39.00%	39.00%
冲锋艇及其他	1.53	1.84	2.02	2.22
增长率	-88.50%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	11.53%	20.00%	18.00%	18.00%
营业收入合计	181.69	254.29	509.98	703.44
增长率	28.20%	39.96%	100.55%	37.93%
综合毛利率	36.34%	38.16%	38.92%	39.02%

资料来源：公司公告 方正证券研究所

风险提示：

公司快速发展带来的管理风险；游艇产业发展相关配套建设滞后风险；国家水域放开的不确定性风险；

附：盈利预测表（金额：百万元）

太阳鸟 (300123) 调研报告



利润表：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	182	254	510	703	净利润	28	44	90	127
营业成本	115	157	312	429	折旧与摊销	11	13	18	21
营业税金及附加	1	3	6	7	财务费用	4	2	-1	-1
销售费用	11	14	30	41	投资损失	0	0	0	0
管理费用	20	29	58	80	净营运资本变动	-28	-37	-74	-59
财务费用	4	2	-1	-1	经营活动现金流	16	22	33	89
资产减值损失	1	1	2	3	资本支出	-45	-56	-40	-62
其他经营收益	0	0	0	0	其它投资	0	0	0	0
营业利润	30	48	104	145	投资活动现金流	-45	-56	-40	-62
利润总额	33	51	105	148	股权融资	61	587	0	0
减 所得税	5	7	15	21	债券融资	31	-1	18	56
净利润	28	44	90	127	股利分配及其它	-4	-2	1	1
减 少数股东损益	0	0	0	0	筹资活动现金流	88	584	18	57
归母公司净利润	28	44	90	127	货币资金净变动	58	551	12	84
资产负债表：	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务比率：	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	37	589	600	684	成长能力 (YOY)				
应收账款	25	30	61	88	营业收入	28.19%	39.96%	100.55%	37.93%
预付账款	21	29	57	78	营业利润	41.02%	61.50%	114.66%	39.95%
存货	51	70	138	190	归母公司净利润	39.07%	57.10%	104.07%	41.48%
其它	5	8	15	21	盈利能力				
流动资产合计	140	724	871	1,061	销售毛利率	36.49%	38.16%	38.92%	39.02%
长期股权投资	0	0	0	0	销售净利率	15.43%	17.32%	17.62%	18.08%
固定资产合计	117	158	179	219	ROE	16.96%	5.53%	10.14%	12.55%
长期待摊费用	0	0	0	0	ROIC	15.29%	5.48%	9.41%	11.19%
其它	28	28	28	28	偿债能力				
非流动资产合计	145	186	207	248	资产负债率	41.89%	12.50%	17.83%	22.55%
资产总计	284	910	1,078	1,308	流动比率	1.30	7.41	5.44	4.20
短期借款	34	27	29	75	速动比率	0.82	6.69	4.58	3.45
应付账款	26	35	70	96	营运能力				
预收款项	17	23	46	64	资产周转率	0.74	0.43	0.51	0.59
其它	31	12	15	18	存货周转率	2.11	2.61	3.01	2.62
流动负债合计	108	98	160	253	应收账款周转率	9.15	9.31	11.20	9.46
长期借款	10	16	32	42	每股指标				
其它	2	0	0	0	每股收益	0.32	0.51	1.03	1.46
非流动负债合计	12	16	32	42	每股经营现金流	0.18	0.26	0.38	1.02
负债合计	119	114	192	295	每股净资产	1.90	9.16	10.19	11.65
实收资本	65	87	87	87	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
资本公积	64	629	629	629	估值指标				
留存收益及其它	36	80	170	297	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	165	796	886	1,013	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和权益总计	284	910	1,078	1,308	EV/EBITDA	0.13	0.09	0.05	0.04

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	北京
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼研究所（410015）	北京市西城区阜成门外大街甲 34 号方正证券大厦 8 楼研究所（100037）
电话：	（86731）85832274	（8610）68584803
传真：	（86731）85832380	（8610）68584803
网址：	http://www.foundersec.com	http://www.foundersec.com
E-mail：	yjzx@foundersec.com	yjzx@foundersec.com