



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次关注
研究报告

2010 年 11 月 24 日

小盘股

研究部

李永喜

分析师，SAC 执业证书编号：S0080207120070

liyongxi@cicc.com.cn

曾令波

分析师，SAC 执业证书编号：S0080207120069

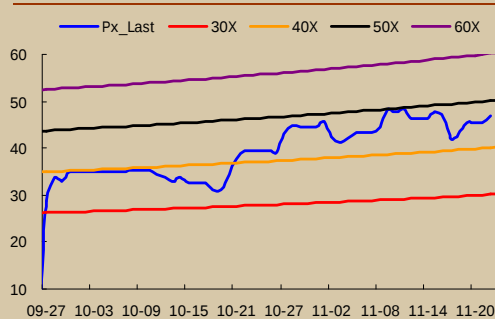
zenglb@cicc.com.cn

审慎推荐

太阳鸟(300123.CH)

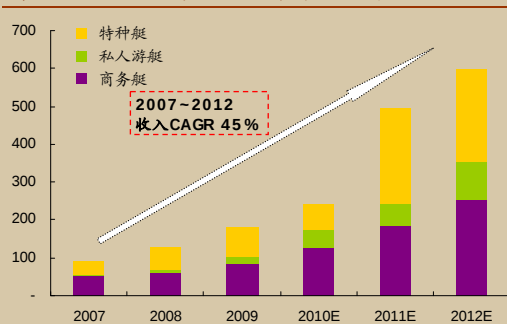
游艇龙头，扬帆起航

图 1：历史股价表现和市盈率区间



资料来源：彭博咨询，中金公司研究部

图 2：公司各类游艇收入均将快速增长



资料来源：彭博咨询，公司公告，中金公司研究部

图 3：分业务预测明细

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
收入	182	241	497	600
(+/-)	28%	33%	106%	21%
商务艇	84	128	185	253
(+/-)	40%	54%	44%	37%
私人游艇	18	43	58	99
(+/-)	103%	140%	35%	70%
特种艇	79	68	252	246
(+/-)	31%	-13%	270%	-2%
毛利率	36.5%	37.0%	38.0%	37.9%
商务艇	37.8%	40.8%	40.8%	40.8%
私人游艇	19.8%	22.8%	24.8%	27.8%
特种艇	39.2%	39.2%	39.2%	39.2%

资料来源：彭博咨询，公司公告，中金公司研究部

投资提示：

在中国经济持续增长，富裕人群逐渐增多的背景下，处于发展初期的游艇消费将迎来强劲的增长势头，A 股市场首家游艇制造企业太阳鸟值得长期关注。

理由：

充足的订单以及产能扩张将驱动公司 09~12 年收入和净利润复合增速分别为 49% 和 69%。目前股价对应 2010~2012 年的市盈率分别为 104x/42x/32x。我们看好游艇行业的蓬勃发展 and 太阳鸟近几年的高速增长，鉴于短期估值偏高且其长期竞争优势仍需持续关注，首次关注给予“审慎推荐”评级。

公司质地：

内资游艇行业龙头。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。公司研发中心是国内首个省级游艇设计中心，拥有国内同行业规模最大的技术研发与设计团队。产品多次获得设计大奖，也是国内首家将性能卓越的连续玄武岩纤维用于船艇生产的厂家。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，2008 年 10 米以上复合材料船艇销量 171 艘，生产规模和销量均位列国内第一。相对外资品牌的价格优势（同类产品价格为国际品牌的一半左右）和相对内资后来者的规模领先和品牌价值明显。

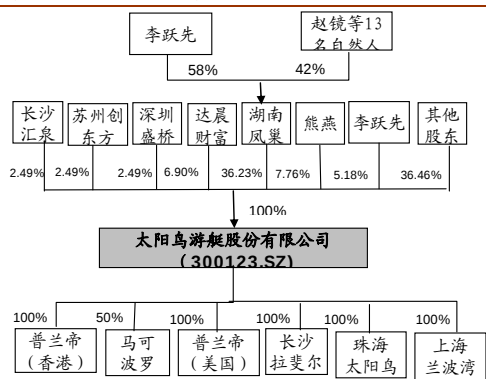
成长动力：

充足的订单推动特种艇业务快速增长，未来 3 年收入复合增速 46%。海事部门、公安部门、水利部门和军队等对特种艇的需求稳健，未来五年国内特种艇市场将保持 20% 左右的复合增长率：1) 我国领水开发程度的提高和水上交通事业的发展使得海事等部门需要新添和更新大量公务船艇；2) 港口建设的加快推动各类高速引航船艇的需求量不断上升。公司中标国家海洋局的 34 艘执法快艇金额高达 2.7 亿元，将于 2011 年交付使用并确认收入。这一订单的实施有助未来取得更多的海监执法快艇订单。

私人游艇业务爆发式增长，空间广阔。随着国家政策法规日益完善、水域开放逐步推进、地方政府的游艇码头及其配套设施陆续跟上，国内私人游艇将迎来发展良机。公司凭借设计研发优势以及超募资金实力，私人游艇业务未来 3 年收入复合增长 77%，收入占比也将提高到 19%，不断提升公司盈利能力。

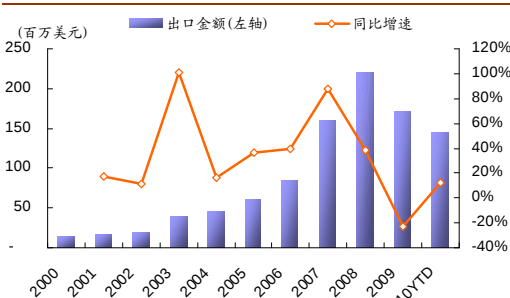
产能扩张 80% 推动商务艇业务稳健增长。旅游业成为中国战略支柱产业，游艇旅游作为新的旅游消费热点，潜在需求较大。随着中国企业发展壮大，商务活动和公关宣传等接待用商务艇的需求将上升。公司募投项目投入后推动商务艇业务收入将保持 45% 的增长速度。

图 4：股权结构图



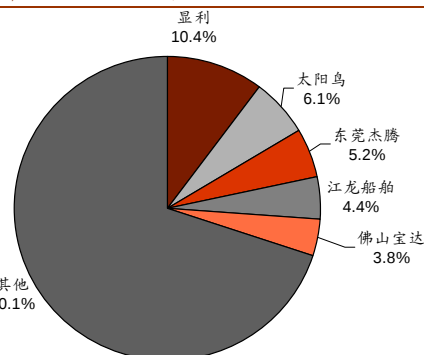
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图 5：中国游艇制造出口势头回升



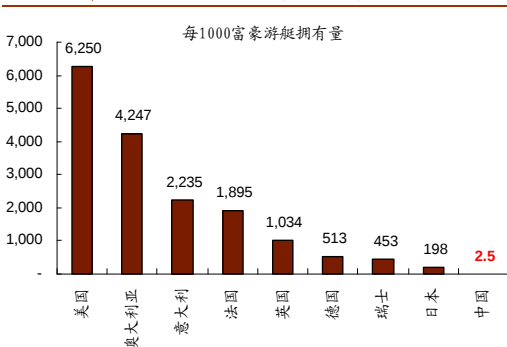
资料来源：海关总署；国研网，中金公司研究部

图 6：中国游艇行业市场份额



资料来源：《船舶工业年鉴》，中金公司研究部

图 7：中国居民游艇拥有量非常少



资料来源：《全球财富报告》，《2009-2010 中国游艇产业报告》，中金公司研究部

行业背景：

游艇被称为“漂浮在黄金水道上的商机”，在国际上早已成为一个庞大的热门产业。根据 E-Composites 公司预测，2005-2010 年，世界游艇市场将保持年均 7% 的增长率，2010 年市场规模将达到 332 亿美元。未来 5-10 年，游艇休闲、运动将成为海洋旅游、个性消费和追求品味的新亮点。目前中国游艇市场规模仅有约 30 亿元，预计未来 5-10 年，我国游艇的市场总量在 150 亿-200 亿元。**中国游艇消费巨大的潜在需求亟待开发：**我国是海洋大国，拥有 9 万个湖泊、6500 个岛屿、1.8 万公里海岸线，为游艇消费提供了优良的自然地理条件。而游艇的潜在消费者-我国的富裕人群也在不断增大。根据美林与凯捷联合发布的《全球财富报告》显示，2009 年中国可投资资产规模超过 100 万美元的富豪人数同比增长 30.7% 达到 47.7 万人。《2010 胡润财富报告》亦显示，全国有 87.5 万个千万富翁和 5.5 万个亿万富翁，且调查显示有一半的富豪表示打算购买游艇。**广阔的行业空间吸引越来越多的海内外游艇制造商进入中国：**由于生产成本较低，中国制造的游艇总体要比欧美游艇便宜 20-30%，具有较大的价格优势。40 家外资企业在中国独资/合资建厂生产游艇用以出口。目前全国游艇生产企业多达 250 家，其中有 76 家生产游艇。由于设计能力仍存差距，中国目前生产销售的主要是中小型游艇，规格集中在 24-48 英尺之间。随着国内游艇消费的逐步启动，全球知名游艇企业纷纷进入中国，目前有 70 家海外游艇品牌通过代理在国内销售。**国家政策的逐步完善将有效推动游艇行业走上快速发展之路：**2009 年 12 月 1 日，国务院发文《关于加快发展旅游业的意见》，首次提出把旅游也培育成国民经济战略性支柱产业，并首次提出“...要培育新的旅游消费热点，支持有条件的地区发展邮轮、游艇等新兴旅游；把邮轮、游艇等旅游装备制造制造业纳入国家鼓励类产业目录。”2009 年 1 月 1 日，中华人民共和国海事局制订的《游艇安全管理条例》和《游艇法定检验暂行规定》正式实施，标志着国家开始关注中国游艇发展，开始给予政策引导和支持。另外，各地方政府尤其是沿海发达城市，也陆续推出政策大力支持本地游艇产业发展。目前全国已有 17 个省市政府和正在规划和布局景观水系开发和游艇俱乐部建设。

成长持续性：

游艇行业尚处发展初期，空间广阔。依托劳动力成本优势，中国必将成为未来的世界游艇制造中心。近几年来，国际游艇制造业正加快向中国沿海地区转移，该趋势仍将持续 5-10 年。发达国家平均每 171 人就拥有 1 艘游艇，挪威、新西兰等地更高达每 8 人拥有一艘游艇。而在中国，超过 40 万的富翁拥有的游艇数目不超过 1500 艘。差距巨大，空间广阔。公司募投扩产项目将于 2012 年陆续投产，产能扩张幅度将达到 80%，推动公司业绩持续快速增长。

我国海洋开发持续深入，年初更是通过《海岛保护法》加大海岛保护。而我国目前海监的海洋执法船、艇 260 余艘，距离每千平方公里海域配备一艘的水平（4730 艘）差距甚大，特种艇需求空间很大。

财务分析：

资金周转较慢。游艇生产周期较长，存货、应收账款占比较高导致资产周转率较低。应收账款周转率总体平稳且维持在 9 次左右的高位。**产品结构变化推升毛利率水平。**近几年来，私人游艇和商务艇的收入占比逐步提升，合计超过 70%；同时船型结构也发生较大变化，15 米以上的大型船艇收入占比由 58% 上升到 89%，高端化明显。

股价催化剂：

大额订单的签订；新建产能投放快于预期。

风险因素：

行业相关政策开放慢于预期阻碍行业发展；新进入者众多带来恶性竞争；市场持续调整带来估值修复压力。

图表 8: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

太阳鸟 损益表 (人民币百万)						
300123	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	93	142	182	241	497	600
销售成本	-63	-96	-115	-152	-308	-372
营业费用	-7	-6	-11	-12	-20	-22
管理费用	-13	-14	-20	-24	-49	-47
EBIT	11	25	35	51	116	154
EBITDA	15	32	44	52	116	155
财务费用	-2	-4	-4	-4	1	1
投资收益	0	0	0	0	0	0
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	-3	-3	-5	-7	-16	-22
少数股东损益	0	1	0	0	0	0
归属于股东的净利润	6	20	28	40	100	133

太阳鸟 资产负债表 (人民币百万)						
300123	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
现金	8	7	37	537	398	339
应收帐款	10	15	25	33	67	81
预付帐款	6	8	21	28	56	68
存货	42	58	51	67	136	165
其他流动资产	-	-	-	-	-	-
流动资产	81	96	140	672	673	671
固定资产	85	89	126	226	386	546
长期投资	-	-	-	-	-	-
其他长期资产	-	-	-	-	-	-
长期资产	104	108	145	244	404	564
资产总额	185	204	284	916	1,077	1,235
短期借款	-	19	34	34	14	4
各项应付款	21	26	26	34	69	84
应交税费	4	4	6	8	16	19
应付职工薪酬	0	2	2	3	7	8
其他流动负债	93	67	40	29	59	72
流动负债	119	118	108	108	165	186
长期借款	16	10	10	14	18	21
其他长期负债	-	-	2	2	2	2
长期负债	16	10	12	16	19	22
负债总额	135	128	119	124	184	209
少数股东权益	5	-	-	-	-	-
股本	36	50	65	87	87	87
公积金及未分配利润	9	26	100	706	806	939
股东权益	45	76	165	793	893	1,026
负债及股东权益	185	204	284	916	1,077	1,235

太阳鸟 现金流量表 (人民币百万)						
300123	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	6	20	28	40	100	133
折旧/摊销	4	8	10	0	0	0
运营资本变化	37	-27	-56	-15	-63	-26
其他项	-46	5	34	4	-1	-1
经营活动现金流	1	6	16	30	37	107
固定资产投资	-11	-13	-45	-100	-160	-160
其他投资活动	-7	-5	-	-	-	-
投资活动现金流	-18	-17	-45	-100	-160	-160
股权融资	8	10	61	587	-	-
借款变动	17	5	3	-14	-16	-6
其他融资活动	-2	-4	-4	-4	1	1
融资活动现金流	24	11	60	569	-15	-6
现金(等价物)变化	7	-1	30	500	-139	-59

历史股价表现						
(%)	4%	23%	N/A	半年	1年	2年
行业板块	交运设备		二级行业	N/A	N/A	N/A
第一大股东	湖南凤巢材料有限	持股比率				36.2%
总市值(百万元)	4,213		流通市值(百万元)			853
发行股数(百万股)	87		股票现价(元)			48.46

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	n.a.	51.7%	28.2%	32.8%	105.9%	20.8%
销售毛利	n.a.	45.0%	47.2%	34.6%	112.0%	20.4%
EBITDA	n.a.	109.0%	38.3%	16.4%	124.8%	33.0%
EBIT	n.a.	116.7%	40.3%	48.8%	125.9%	33.2%
净利润	n.a.	227.1%	39.1%	44.4%	147.7%	32.8%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	32.6%	31.2%	35.8%	36.3%	37.3%	37.2%
营业费用率	7.0%	4.2%	5.9%	5.1%	4.1%	3.6%
管理费用率	13.4%	9.7%	10.9%	9.9%	9.9%	7.9%
EBITDA利润率	16.5%	22.7%	24.5%	21.5%	23.4%	25.8%
EBIT利润率	12.1%	17.4%	19.0%	21.3%	23.3%	25.7%
净利润率	6.6%	14.2%	15.4%	16.8%	20.2%	22.2%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动比率	0.68	0.82	1.30	6.22	4.09	3.60
速动比率	0.33	0.32	0.82	5.60	3.26	2.72
现金比率	4%	3%	13%	59%	37%	27%
资产负债率	73%	63%	42%	13%	17%	17%
债务/权益	297%	168%	72%	16%	21%	20%
净债务/权益	38%	29%	15%	-62%	-41%	-31%
利息覆盖倍数	8	9	11	12	-147	-222

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
税后利润/EBIT	54%	82%	81%	79%	86%	86%
×EBIT利润率	12.1%	17.4%	19.0%	21.3%	23.3%	25.7%
= 销售净利润率	6.6%	14.2%	15.4%	16.8%	20.2%	22.2%
×资产周转率	0.51	0.69	0.64	0.26	0.46	0.49
= 总资产收益率	6.7%	10.4%	11.5%	6.7%	10.1%	11.5%
×总资产/净资产	4.07	2.68	1.72	1.16	1.21	1.20
=净资产收益率	13.6%	26.4%	17.0%	5.1%	11.2%	13.0%

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
投入资本回报率	18.6%	26.5%	21.3%	8.2%	11.7%	13.6%
平均资本回报率	3.3%	9.9%	9.9%	4.4%	9.3%	10.8%

每股指标分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.07	0.23	0.32	0.47	1.15	1.53
每股经营性现金	0.03	0.11	0.24	0.35	0.42	1.23
每股股息	-	-	-	-	-	-
每股净资产	0.52	0.88	1.90	9.12	10.27	11.80

估值分析						
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
市盈率	209.0	150.3	104.0	42.0	31.6	
市净率	55.2	25.5	5.3	4.7	4.1	
股价/每股经营性现金流	428.1	200.7	139.3	115.4	39.4	
红利收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED