

展翅欲飞

——太阳鸟（300123）深度报告

要点:

- **行业发展具备三大前提条件。**游艇行业发展需具备三个方面的前提条件：适当的自然资源、一定的消费能力和相关行业政策。我国拥有丰富的水域资源可用于发展水上运动；全国人均GDP已突破3000美元，沿海发达地区达到8000美元，形成了游艇消费的客户群；游艇建造、管理、检验等行业基本规章已经建立，国家和地方对海洋经济发展的支持政策逐步推出，行业政策面将不断迎来新的利好信息。在具备三大前提条件的情况下，行业各环节积蓄的力量将会发生从量变到质变的飞跃，行业步入快速发展的通道日益迫近。
- **政策监管逐步放松。**由海关总署制定的《中华人民共和国海关对海南省进出境游艇及其所载物品监管暂行办法》将于4月15日开始实施。办法针对目前主要的制约因素：游艇停靠地、逗留时间、出入境管理和游艇担保等多个方面进行了松绑，办理流程更加简洁和易于操作。海南试点若能顺利进行，将为在全国其他地区的铺开推行提供借鉴意义，行业发展的政策利好因素有望逐渐释放。
- **竞争优势明显。**在与国外产品竞争时，公司在产品品质和性能接近国外品牌时，价格只有其一半左右，性价比优势明显；在内部设计、装饰、配置等方面则更加符合国内消费者的偏好，以及售后服务方面均占优。与国内其他产品比较，公司具有设计、技术研发、商业模式、品牌和营销优势以及在管理、人才储备、产品结构和规模化生产方面具有优势。
- **在手订单充足，自建+并购扩张产能。**截止3月底在手订单金额4亿左右，主要集中在下半年交付，预计公司2011年销售目标为5亿。国家海洋局2.7亿大单的交付期截止11月底，目前进展顺利。湖南基地4号、6号厂房以及自筹资金建设的珠海车间正在建设中，预计6/7月份将有部分建成投产，明年年初全部建成，募投项目和自筹项目全部产能达成后可以增加产值4-5亿左右。公司超募资金4.28亿，有实力收购合适竞争对手，实现跨越发展，现阶段公司正积极寻找兼并对象。
- **给予“强烈推荐”评级。**海南游艇管理办法的试点为行业监管松绑透露出了希望，根据现有政策环境，我们预计公司11-13年EPS分别是1.00元、1.32元和1.73元，对应市盈率分别为33.6/25.5/19.3倍。考虑到行业处于发展的初期阶段以及公司作为游艇投资标的的稀有性，享有一定的溢价优势，我们给予公司强烈推荐的投资评级。
- **风险提示：**1) 行业监管政策、专业人才、配套产业链的发展严重滞后将不利于行业和公司的快速发展；2) 未知原因导致公司不能如期交付产品的违约赔偿风险。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2011年4月11日

分析师

严福崙

☎ (86-755) 83515672, ✉ yfy@cgws.com

执业证书编号：S1070511030001

乔培涛

☎ (86-10) 88366060-8781, ✉ qpt@cgws.com

执业证书编号：S1070210050004

投资评级：强烈推荐（首次）

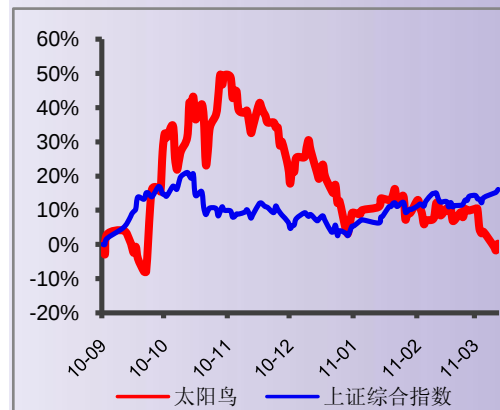
市场数据

总市值（亿元）	29.13
流通市值（亿元）	7.37
总股本（万股）	8694.1
流通股本（万股）	2200.0
12个月最高/最低（元）	51.8/30.30
十大流通股占比（%）	8.30%
大股东	湖南凤巢材料有限责任公司

公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	243.8	543.6	783.9
(+/- %)	34.19%	122.95%	44.21%
净利润(百万元)	32.0	86.7	114.4
(+/- %)	14.05%	171.15%	31.96%
摊薄 EPS(元)	0.37	1.00	1.32
市盈率(倍)	91.1	33.6	25.5

公司股价表现



相关报告

目 录

一、游艇行业发展前提和瓶颈	3
1.1 行业发展前提条件.....	3
1.2 行业发展面临的瓶颈.....	5
1.3 利好接连不断	6
二、国内游艇行业的领先者	9
2.1 公司简介	9
2.2 公司经营情况	10
三、公司竞争优势	13
四、盈利预测与估值	16
五、风险提示	17

近日，我们对太阳鸟进行了实地调研，就公司目前的经营情况和未来扩产计划等事宜与公司领导进行了交流。根据公司提供的信息，我们认为公司将受益于行业快速发展和公司市场份额提升的双重利好，特种艇和商务艇业务齐头并进，产品毛利率保持较高水平。预计2011年公司净利润同比翻番，未来增长空间依然广阔。

一、游艇行业发展前提和瓶颈

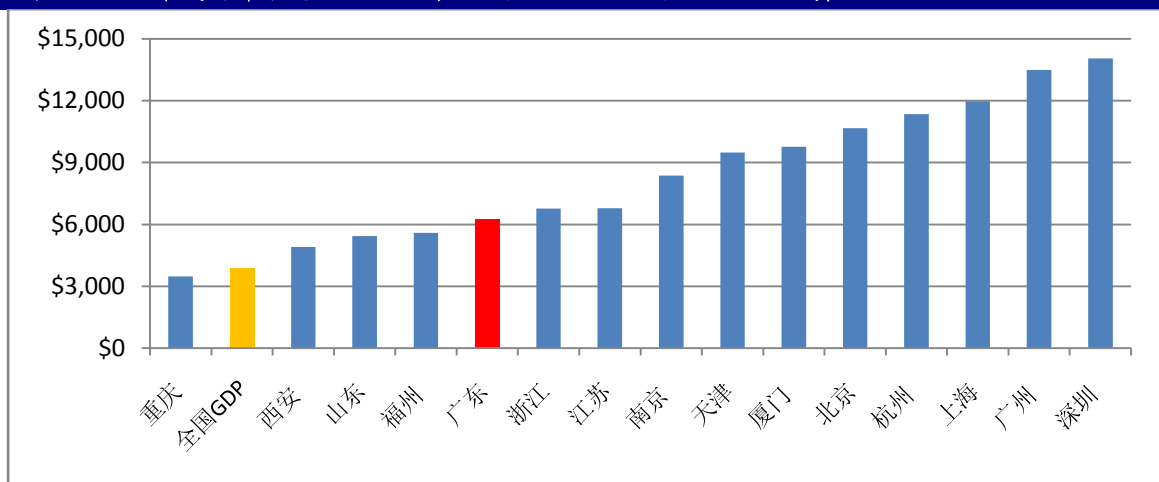
1.1 行业发展前提条件

游艇行业由于其自身特性决定了行业发展需具备三个方面的前提条件：适当的自然资源、一定的消费能力和相关行业政策。目前我国基本具备了上述三个方面的条件，行业发展正逐步驶入快车道。

自然资源：发展游艇业需要有一定面积的水域资源。我国大中湖泊众多，江河纵横，大型水库区星罗棋布。我国拥有1.8万公里的海岸线，300万平方公里经济管辖海域，6,500多座岛屿和24,800个湖泊，还有长江水系、黄河水系、松花江水系、海河水系、辽河水系、淮河水系、珠江水系等七大水系，水域面积广阔，是我国发展游艇业得天独厚的自然资源条件。

消费能力：从欧美国家行业发展经验看，当人均GDP达到3000美元时，游艇行业开始萌芽，达到6000美元时进入快速发展阶段，目前我国人均GDP已超过3000美元，珠三角、环渤海、长三角等地人均GDP已达8000美元，为我国游艇业发展提供了广泛的客户群。目前游艇消费已逐渐成为一种时尚的商务接待活动，未来增长空间广阔。

图 1：2009 年我国部分发达地区人均 GDP 收入（按 1 美元=6.6 元换算）



数据来源：wind 资讯 长城证券研究所

相关行业政策：行业发展需要相关的政策引导和规范，目前我国颁布的



主要相关政策有：由中国船级社编制完成的我国首部《游艇建造规范》，于2008年8月1日开始正式；由交通运输部颁布的《游艇安全管理规定》已于2009年1月1日起开始实施；该规定将游艇安全管理纳入水上交通安全管理的范畴。同时，我国海事局还配套颁布了技术规范《游艇法定检验暂行规定》。这些行业基本规章制度的颁布有利于行业健康发展，也为我国开展游艇运动提供了基础的政策依据，对推动行业起步具有重要意义。

除了上述行业发展的基本规章制度外，我国在调整经济增长结构，拉动内需的目标指引下，陆续出台了一些鼓励支持行业快速发展的政策，主要包括：

1、《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》：“十二五”规划重点强调了要发挥消费对经济的拉动作用，提出要“建立扩大消费需求的长效机制。把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点……增强居民消费能力，改善居民消费预期，促进消费结构升级”。游艇作为一种高端消费品，在我国处于起步阶段，未来有望快速发展，成为消费者的常规消费项目之一。

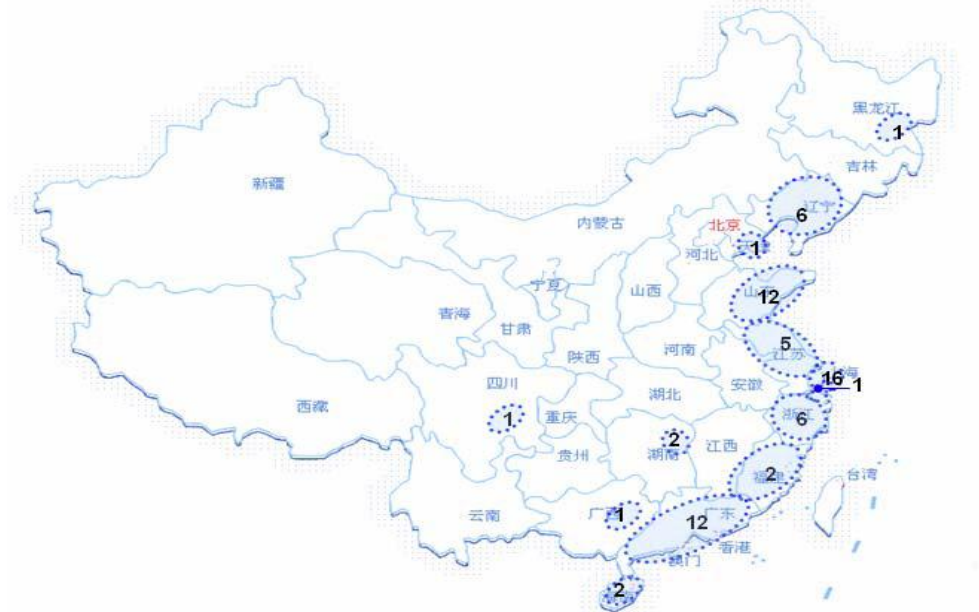
2、《关于加快发展旅游业的意见》：国务院常务会议2009年11月25日讨论并原则通过了该意见。国务院常务会议提出把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业，为不断增进在旅游休闲方面的国民福利，为我国旅游业新一轮腾飞确定了方向。意见提出，“支持有条件的地区发展生态旅游、森林旅游、商务旅游、体育旅游、工业旅游、医疗健康旅游、**邮轮游艇旅游**。把旅游房车、**邮轮游艇**、景区索道、游乐设施和数字导览设施等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录”。

3、《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》：2009年12月31日，国家通过了海南国际旅游岛的发展意见。海南四面环海，有我国最好的海滨沙滩，是理想的游艇休闲度假地。意见指出要“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”，基础设施建设方面提出要“加强港口基础设施和集疏运体系建设，尽快形成功能配套齐全的港口格局，积极推进邮轮、**游艇码头建设**”，同时鼓励相关产业落户海南发展，“培育发展房车、游艇、轻型水上飞机、潜水设备、高尔夫用具等旅游装备制造业”。

4、《船舶工业中长期发展规划》中提出：“大力发展救助打捞装备、远洋渔船、大型工程船和**个性化游艇**等产品”、“依托国内重点需求，瞄准国内外两个市场，采取引进技术、联合建造等方式，发展液化天然气（LNG）船、高速大型集装箱船、滚装船以及**豪华旅游船**等高新技术、高附加值船舶，逐步填补国内空白。”

我国沿海地区天然具有发展游艇产业的自然资源，加之沿海地区一直处于我国改革开放和经济建设的领先地位，经济实力优于中西部地区，在各地配套政策出台后，游艇行业的发展将直接步入快车道。

图 2：游艇俱乐部主要分布在自然资源和消费能力俱佳的东部沿海



数据来源：中国船舶行业协会船艇分会 长城证券研究所（数字表示俱乐部家数）

1.2 行业发展面临的瓶颈

游艇作为一种高尚的休闲旅游方式，逐渐成为一个地区经济发展程度的标志和吸引投资的形象，被誉为“城市的名片”。游艇产业的发展将带动新型金属加工、化工、木器制造、复合材料、高分子材料、电子仪器、电器设备、通信、航海器材，甚至雷达和卫星导航等各种技术几十个配套工业的发展；游艇消费也将带动游艇码头、房地产、驾驶培训、游艇维修保养、水上运动、餐饮服务及休闲购物等相关行业的发展。有研究报告显示，在游艇上1美元的投资，可以引发6.5至10美元的带动效应，游艇产业为此被誉为“漂浮在黄金水道上的巨大商机”。但我国游艇业的发展却面临着以下约束：

检验登记难。通常一艘游艇要取得航行权，必须先向中国船级社、海事局办理所有权证、船舶检验合格证、国籍证等证件，然后购买相关保险，才能航行。但办证过程中通常要求提供游艇设计图，厂家处于对产品知识产权方面的保护通常不会向消费者提供设计图，这样就很难办齐证件，尤其是进口游艇更难办到相关证件。目前各码头停靠的游艇中就有相当一部分的无证艇，如果有关部门严格执法查出，这部分游艇还有可能遭到查扣风险。去年11月底海南省为鼓励游艇业发展，出台了《海南省游艇管理试行办法》，办证难的问题在海南得到了一定解决，但是全国很多地区依然存在这一障碍。

游艇驾照不能跨省使用。在我国各省之间基本是互不承认其他地区考取的游艇驾照。比如在海南考取游艇驾照大约需要花费1.3万元，但是到广

东是不被承认的，这些规定极大的限制了游艇自由活动的区域，削弱了驾驶游艇的吸引力，不利于行业的发展。

进口游艇通常被算作外轮。进口的私家游艇目前通常被视作外轮，按照外轮的相关管理规定，其须经边检部门批准，在边检人员随行下才能航行。这样就基本失去了游艇的自由驾驶性和私密性，严重影响了游艇的休闲娱乐和商务接待等功能。同时外国游艇在我国临时停泊最长时间为15天，超期将承担每月数万元的停靠费，都不利于游艇消费的开展。

码头建设等相关配套产业发展滞后。我国游艇消费起步较晚，船艇设计、船用发动机、通导设备、游艇服务业等上下游配套产业的发展相比于欧美存在较大差距，在相当长时间内制约了市场需求的释放。

1.3 利好接连不断

近日有媒体报道，《全国海洋经济发展规划》已完成对有关部门的意见征求工作，不久将上报国务院。规划提出，全国海洋经济增长目标是到2020年海洋产业增加值占国内生产总值的20%以上，2010年我国海洋生产总值达到3.8万亿元，占GDP的10%，规划提出的目标表明未来10年占比将提高一倍，按照我国现在年均7%左右的GDP增速，未来海洋经济的产值将远超翻番水平，沿海地区的占比应该也高于20%。港口码头、滨海旅游等相关产业基础设施建设将更加完善，也为游艇行业发展带来了极大的空间。

1.3.1 我国游艇市场发展空间巨大

有资料统计表明，我国游艇保有量远低于世界平均水平的171人/艘，我国人均保有量是130万人/艘，相差几个数量级。

表 2：世界发达国家人均游艇保有量（2007 年）

国别	游艇保有数量（艘）	游艇/人口比
挪威	700,000	1:7
美国	18,000,000	1:15
加拿大	2,500,000	1:15
丹麦	366,000	1:15
瑞典	1,300,000	1:15
荷兰	250,000	1:64
意大利	1,000,000	1:66
英国	600,000	1:107
德国	950,000	1:111
法国	900,000	1:120
西班牙	300,000	1:167
日本	450,000	1:320

数据来源：国际游艇工业杂志，IBI, 2007



香港地区游艇保有量在2000-3000艘，我国经济最发达的长三角、珠三角地区私人游艇保有量也只有100艘左右。

2010年4月1日《2010胡润财富报告》在三亚发布，报告统计全国有875,000个千万富豪，其中包括55,000个亿万富豪，分别比去年增长6.1%和7.8%。中国游艇和私人飞机市场存在巨大潜力，有一半富豪打算购买游艇，1/6的富豪计划购买私人飞机。

中国邮轮游艇协会和全国游艇俱乐部协作联盟的一项调查称，价格在人民币50万元—100万元左右的钓鱼艇、帆船等中低档游艇将最受欢迎。这些游艇既可以作为海上运动、游乐休闲、商务社交的工具，也可用作载客经营。按照平均每条游艇价值50-100万元，87万个千万富豪中若有一半人数购买游艇，则市场规模将达到2000亿-4000亿元以上。随着行业配套设施的完善，市场规模将更加庞大。

1.3.2 沿海地区纷纷争抢游艇大蛋糕

面对如此广阔的市场空间，各地纷纷出招，因地制宜的制定相应规划，争取获得更大份额的蛋糕。

海南：借力国际旅游岛建设，加速发展游艇产业。

由海关总署制定的《中华人民共和国海关对海南省进出境游艇及其所载物品监管暂行办法》(下称“《办法》”)将于4月15日马上开始实施了。《办法》的重点内容主要包括：

游艇停靠地：除开放口岸码头外，增加了更多的港口码头；

出入境：增加了以前非开放码头的港口，同时参照运输工具的出入境手续办理，简化了出入境流程；

游艇担保：提供更多形式的担保，简化手续，便于实际操作；

停留时间：最新规定放宽境外游艇一次停留时间最长可以达到30日，而且期满后经批准还可延期2次，每次不超过30日；每一公历年度在海南省内的停留期限累计不得超过183天。

据海口海关统计，2009年海南的进出境游艇仅8艘次，2010年达到64艘次，增长了8倍。海南中长期规划建设游艇码头9个，近期规划建设4个，共1100个泊位。

广州：依托CEPA, 打造粤港澳游艇自由行

粤港澳经济合作逐步深入符合各方利益发展，广州将积极争取CEPA先行先试，颁发类似粤港澳两地车牌类似的游艇牌照，方便区域内游艇的出行，解决以前自有出入的难题。今年两会期间，霍震霆透露，由霍家投资的南沙游艇会预计将在年底开业运营，若能取得粤港澳游艇“一证通”的试点，南沙游艇会将作为粤港澳地区游艇的主要停泊基地。南沙游艇会项目总投资2.7亿元，首期开发建设80个水上泊位，计划今年上半年完工并投入使用，建成



后将拥有352个游艇泊位。

目前已经确认的广州游艇泊位建设项目多达10个，全部落成后将向市场提供超过1000个游艇泊位，相信随着广州游艇产业发展的各种瓶颈被逐步突破，广州游艇产业市场将很快迎来一场酝酿已久的爆发。

深圳：中国杯帆船赛助力游艇运动发展

深圳海域总面积1952.47平方公里，海岸线长257.3公里。其中长达154.69公里的东部海岸线沿岸有着连绵的小山，沙滩，海景迷人是海上观光旅游的绝佳之地。深圳市政府提出“大力建设国际化滨水城市，发展游艇邮轮产业”，通过举办游艇展、游艇赛、F1摩托艇赛以及中国杯帆船赛来营造水上运动的氛围，越来越多游艇会的批建和运营正一步步拉动着深圳游艇市场的崛起。

其他城市的游艇蓝图

《2009-2010中国游艇产业发展报告》称，广东、海南、上海、浙江、江苏、福建等沿海和内陆水上旅游资源丰富且经济相对发达的省市，游艇业已开始起步。其中：

青岛、日照：凭借2008年奥运会帆船赛和中日韩国际帆船赛的举办，游艇业发展势头迅猛。

中山：意欲打造国内最大的游艇会所。2009年，总投资26亿、全国最大规模的游艇会所——中山盛世游艇会在神湾正式动工；项目规划面积1200多亩，项目规划超过615个游艇泊位码头，同时配套建设集酒店、产权式公寓、维修补给、驾驶培训等于一体大型综合性项目。

辽宁：游艇经济破“茧”而出，出口量全国排前10。2010年，大连已建和在建的游艇港共有6个，包括79个游艇泊位。按照规划，大连要建造20个游艇港。

厦门：毗邻全球游艇制造业第五位的宝岛台湾，意欲承接台湾游艇产业转移，打造“全天候游艇之都”；

天津：滨海新区获批全国综合配套改革实验区，紧紧依托北京、天津两大直辖市，拥有中国最大的人工港、最具潜力的消费市场，宣称要建我国北方最大的游艇产业基地；

上海：上海市“十二五”旅游规划提出将重点发展“水上旅游”，其中包括游艇、游船及邮轮等。

随着越来越多地区开始重视游艇对经济发展的拉动作用，游艇行业规章制度的完善、上下游产业链的培育将不断成熟。现有的制约因素将在承受各地发展游艇的呼声中逐步消减，一旦得到妥善解决，游艇行业需求将成倍释放，行业发展的黄金期将如约而至。

二、国内游艇行业的领先者

2.1 公司简介

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一，2008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，去年公司继续保持行业第一。公司多项产品均是行业首创，作为高新技术企业，公司研发中心被评为省级研发中心，也是国内首个省级游艇设计中心。

图 3：私人游艇（该艇出口至英国）



图 4：该艇作为青岛奥帆赛接待艇、指挥艇



图 5：中信轮船订购用于上海世博会观光用途



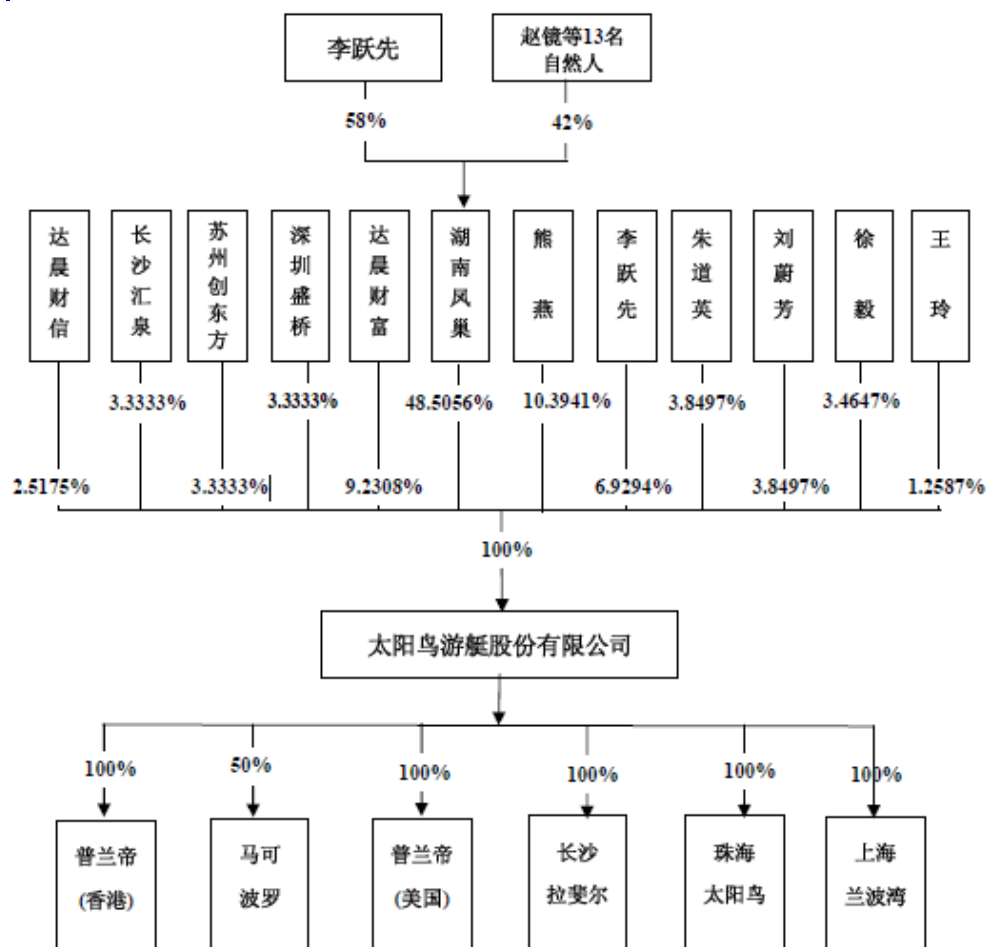
图 6：特种艇—执法艇



数据来源：招股说明书 长城证券研究所

公司控股股东为湖南凤巢材料有限责任公司，截至2010年12月31日，持有公司股份31,500,000股，占公司总股本的36.2315%。公司实际控制人为李跃先，直接和间接持有公司股份合计为22,770,000股，占公司总股本的26.1902%。上市前股权结构图如下：

图 7：上市前股权结构图



数据来源：招股说明书 长城证券研究所

2.2 公司经营情况

受益于行业持续向好的发展趋势，公司收入近 4 年的复合增长率达到 37.7%。由于公司产品较进口同类产品价格优势明显，一般只有国外产品价格的 1/2-2/3 之间，毛利率也一直保持在 30%-40% 的高位水平，随着中高端产品占比的提高以及部分产品模块化生产带来的成本节约，毛利水平仍有提升空间。

图8：营业收入增长图（百万元）

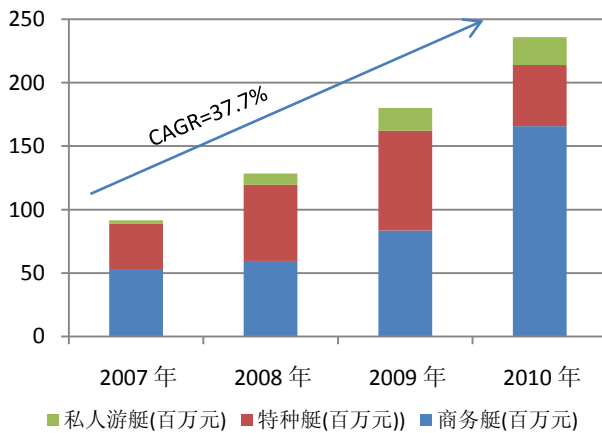


图9：主营产品毛利率维持高位（%）

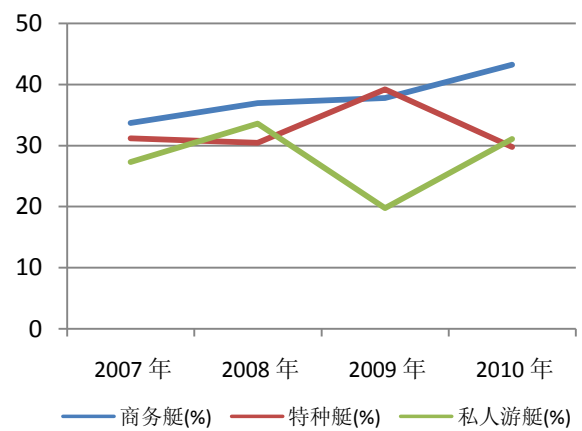


图 30：2010 年各产品占比

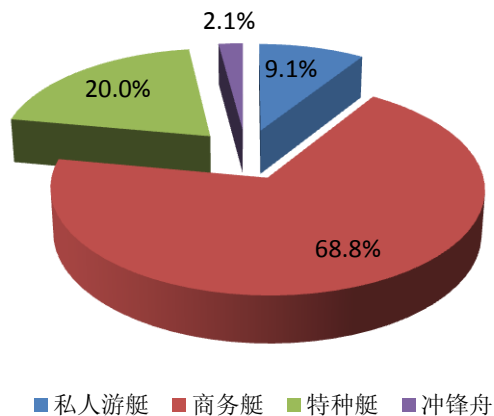
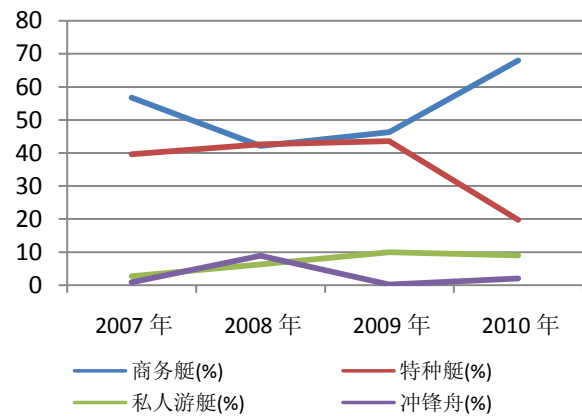


图 41：商务艇+私人游艇艇收入占比提高



数据来源：Wind，10年年报，长城证券研究所

订单情况：2010年，公司累计签订销售合同5.48亿元，其中结转到2011年生产的合同为3.59亿元，截止3月底在手订单金额4亿左右，预计公司2011年销售目标为5亿，2012年的销售收入冲击10亿元。

2010年12月份，公司与中国海监大连市支队、青岛市海洋与渔业局、辽宁省海洋与渔业厅等国家海洋局的24家下属单位签订《海岛保护和管理执法快艇建造合同》，合同总金额27,159.2万元。合同约定，公司将于2011年11月30日前交付海岛保护和管理执法快艇34艘。由于执法艇很多是同一船型，目前公司已有2个模具在同时使用，大大加快了建造速度。目前整个生产进度顺利，11月底应该能够交付。

目前在手订单完工交付期在3、4季度比较集中，上半年占30%多，下半年占70%左右，船型以20m以上为主。由于公司是按照完工交付后进行收入确认，预计要到下半年才能看到公司业绩的爆发。

产能情况：公司计划通过自身扩建和兼并收购两条途径进行产能扩张。



按募投项目的计划，2012年募投项目达成，届时可增加84艘复合材料游艇、116艘复合材料特种艇产能，产值增加2.1亿。公司2011年将在湖南基地建造完成船体成型车间，游艇成型车间开始施工，综合楼建成投入使用，包括办公与员工宿舍共16000m²，12米-15米商务艇模具、28米-32米商务艇模具、特种艇模具、游艇模具建造完成8台套。公司已利用自有资金在珠海新建游艇成型车间，预计今年7、8月期间将投入使用，进一步提升公司产能2亿左右。湖南基地新建的4号和6号厂房一部分将于6月建成投入使用，明年初将全部完工。

表 2：募投项目产能规划

序号	产品名称	单位	新增产量 (艘)	单价 (万元)	新增营业收入 (万元)
1	复合材料游艇				
1.1	128FT	艘	1	1,709	1,709
1.2	98FT	艘	1	1,368	1,368
1.3	88FT	艘	2	1,026	2,052
1.4	78FT	艘	2	752	1,504
1.5	68FT	艘	4	650	2,600
1.6	58FT	艘	6	308	1,848
1.7	48FT	艘	6	239	1,434
1.8	S3600	艘	2	547	1,094
1.9	S2160	艘	10	154	1,540
1.10	S1580	艘	20	34	680
1.11	S1350	艘	30	17	510
	小 计		84		16,339
2	复合材料特种艇				
2.1	S2800	艘	4	222	888
2.2	S2000	艘	20	85	1,700
2.3	S1700	艘	4	51	204
2.4	S1200	艘	50	24	1,200
2.5	S780	艘	38	22	836
	小 计	艘	116		4,828
	合 计	艘	200		21,167

数据来源：招股说明书，长城证券研究所整理

积极寻找合适的收购兼并机会。公司超募资金4.28亿元，截止2010年12月31日扣除4800万元用于永久性补充公司流动资金外，其他资金现存放于募投专用账户。公司正积极寻找业内有合作潜力的企业，在适当情况下进行收购兼并。目前国内游艇企业规模一般不大，去年公司销售额为2.4亿位列第一，第二、三名的销售额在1亿左右，全国销售规模在1000万以上的企业有30多家，市场集中度低，公司利用超募资金将有机会实施兼并收购，实现跨越式发展，提高公司市场占有率，扩大领先优势。

模块化生产：游艇不同于汽车可以进行大规模的流水线、标准化生产，根据客户的需要游艇多有自己独特的设计，在私人游艇产品方面更是讲究个性化的特点。公司积极推进个性化产品的模块化建造。通过工艺流程的合理设计，对轮机、船体、装修等进行模块化的制作，达到在不同船型间的通用，或者只需做少量修改，达到节约工期和成本的效果，提高产品的生产效率和经济效益。

图12：湖南沅江特种艇生产车间情况



图13：海洋局巡逻艇

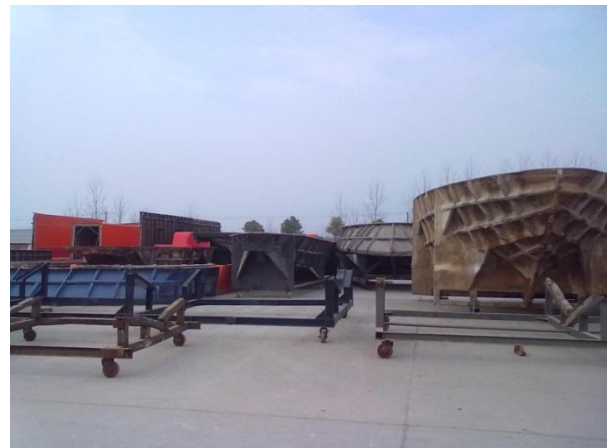


数据来源：长城证券研究所整理

图14：游艇装配现场



图15：游艇模具



数据来源：长城证券研究所整理

三、公司竞争优势

国内游艇市场规模的持续放大，引来了包括国际知名豪华游艇法拉帝、博纳多、圣汐、公主号、Fairline、Benetti等众多企业，每年在上海、海南、广州等地举行的游艇展上上述厂家纷纷携自己的主打产品积极宣传。国

内企业也是积极参与，游艇市场的竞争将日趋激烈。在国内外企业的同台竞技中，公司分别有其自己的竞争优势。

表 3：公司竞争优势对比表

	对国外企业竞争优势	对国内企业竞争优势
性价比优势	产品的品质和性能已接近或达到上述国际性游艇品牌，但在价格方面，公司同类产品的价格仅为国际品牌的二分之一。	
设计优势		具有设计优势，有国内首个省级游艇设计中心。
技术研发优势		不断开发出各类新型船用复合材料；具有国内领先水平的真空树脂导流成型工艺和 FRP 无模建造技术
商业模式优势	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。	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。
品牌和营销优势		2009 年度被评为最具影响力中国本土游艇品牌，已在美国意大利设子公司提高国际知名度。与客户之间交互式、个性化营销的模式。
管理、人才优势		“五定管理”模式；拥有国内规模最大、实力最强的设计研发团队，与国内多所高校等合作培养专业人才。
规模和产品结构齐全优势		是国内生产场地规模最大的船艇企业之一，2008 年公司 10 米以上复合材料船艇产销量为 171 艘，位列国内同类企业第一
售后服务优势	及时。拥有多年国内船艇市场的售后服务经验，并将进一步完善营销服务网络，更贴近消费群	
产品符合国内消费者偏好	在内部设计、装饰、配置等方面则更加符合国内客户的个性化需求	

数据来源：公司公告、长城证券研究所整理

公司营销网络建设布局合理，成为公司后期发展的重要依托，是公司竞争优势的集中体现之一。目前公司在上海、珠海设有营销服务中心，今年计划在沿海游艇主要消费市场的三亚、厦门、青岛等地陆续建设4-6个营销中心，提供品牌展示、消费体验和维修等服务，通过租赁泊位、放置样艇等形式引导、培养国内游艇的消费市场，增强公司对产业链的掌控能力。通过募投项目的建设完成后，公司的营销中心布局、服务区域和功能定位情况大致如下：

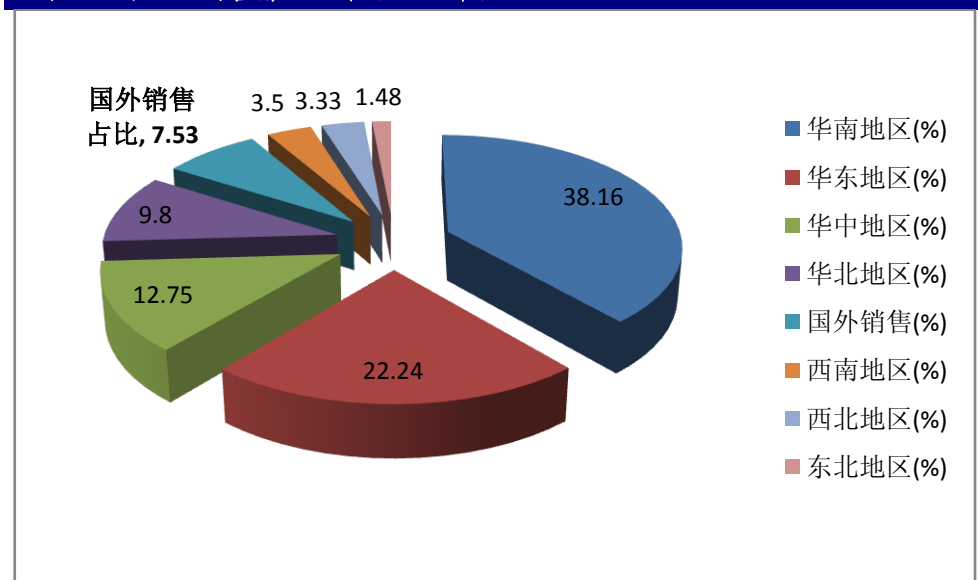
表 4: 营销服务中心建设

中心名称	服务区域	功能定位
三亚营销服务中心	海南全省	作为营销前端，为客户提供专业咨询、产品销售、售后维修等个性化服务；作为公司窗口展示产品形象；其中在三亚、厦门、上海、青岛四个营销服务中心通过与游艇俱乐部、奥帆赛基地合作，租用其泊位，建立品牌展示区，通过产品体验等活动引导客户需求，并提升公司品牌形象
珠海营销服务中心	以珠三角地区为主，辐射广东、广西地区	
上海营销服务中心	以长三角地区为主，辐射上海、江苏、浙江等省市	
青岛营销服务中心	以环渤海为主，辐射北京、山东、河北、东北	
重庆营销服务中心	以重庆地区为主，辐射四川、云南、贵州等	
深圳营销中心	深港经济圈	作为营销前端，为客户提供专业咨询、产品销售、品牌推广等服务。其中在深圳，通过与游艇俱乐部合作，租用其码头，建立品牌展示区，通过产品体验等活动，引导客户需求，并提高公司品牌形象
北京营销中心	以京津地区为主，辐射天津、河北、山西、辽宁、吉林、黑龙江	

数据来源：招股说明书，长城证券研究所整理

从国内市场出发的独有战略。2010年销售情况统计表明，公司出口销售金额18360665.01元，占公司销售收入的7.53%，公司已在美国、意大利设立子公司，未来将逐步加大对外销售的力度。

图 16: 分地区销售情况统计（2010 年）



数据来源：Wind，长城证券研究所

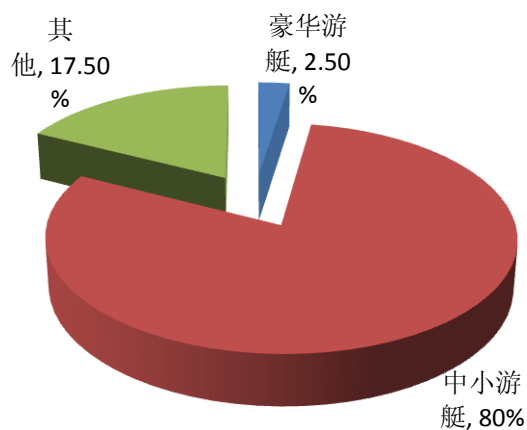
据中国交通运输协会邮轮游艇分会（CCYIA）调查显示，目前中国有374家玻璃钢船厂，年销售1000万元以上的企业30余家，产品80%—90%出口，这些企业主要集中在深圳、上海、青岛、天津、厦门、珠海等城市。国内同行

80-90%的产品出口与公司不到10%的产品出口形成强烈对比，主要是与公司的发展定位有关。

公司提出的发展总体目标：进一步确立公司中国最大复合材料船艇生产基地的行业地位，致力于游艇产业在中国的推广，并走向国际市场；使公司产品实现“设计、品质、规模”三个国内第一；贯通游艇经济产业链，提升从船艇设计、研发、制造、销售到服务端的竞争优势；铸就“太阳鸟”中国游艇制造商的知名品牌。

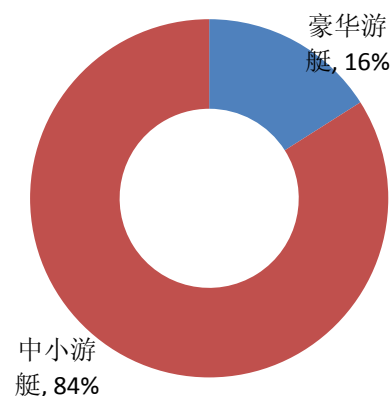
董事长李跃先喊出的口号是：“做中国人买得起的游艇！”，公司看重的是国内市场的长期发展空间。根据中国邮轮游艇协会调查：从全球范围看游艇消费市场是多元化的，游艇的价格从一二十万元到几十亿元人民币不等。市场规模最大的是白领阶层、中产阶级买得起的帆船、钓鱼艇、快艇、休闲艇。北美大多数游艇销价在1.5万-5万美元之间，5万美元以下的中小游艇占80%以上，豪华游艇的销量只占2.5%；欧洲市场，游艇较美国市场大型和豪华，但平均单价也只有115234美元，80万人民币左右。在公司设计制造高端产品与国外知名企业还有一定差距的时候，积极布局国内市场，从长期战略出发对公司未来发展是极其有利的。

图17：北美市场各型号游艇占比



数据来源：中国游轮游艇协会，长城证券研究所整理

图18：欧洲市场游艇型号占比



数据来源：中国游轮游艇协会，长城证券研究所整理

四、盈利预测与估值

在考虑国内游艇市场发展日趋成熟、监管逐步放松的前提下，我们预计公司收入未来三年仍将保持年均30%以上的复合增长率，一旦游艇管理政策放松监管，游艇登记年检、停泊、出入境等手续大幅简化，行业增长速度将超出我们预期。中国游艇产业链上各环节积蓄的力量，将集中爆发，实现量

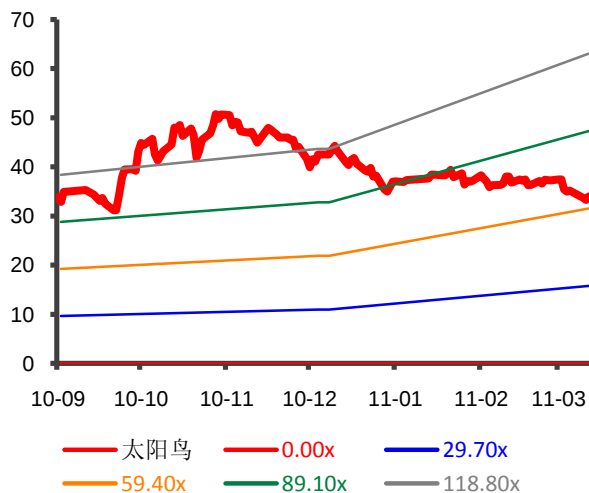
变到质变的提升,汽车进万家的现象会不会在游艇行业再现,我们拭目以待。

按照现有政策环境,我们预计公司11-13年EPS分别是1.00元、1.32元和1.73元,对应市盈率分别为33.6/25.5/19.3倍。考虑到行业处于发展的初期阶段以及公司作为游艇投资标的的稀有性,给予公司强烈推荐的投资评级。

五、风险提示

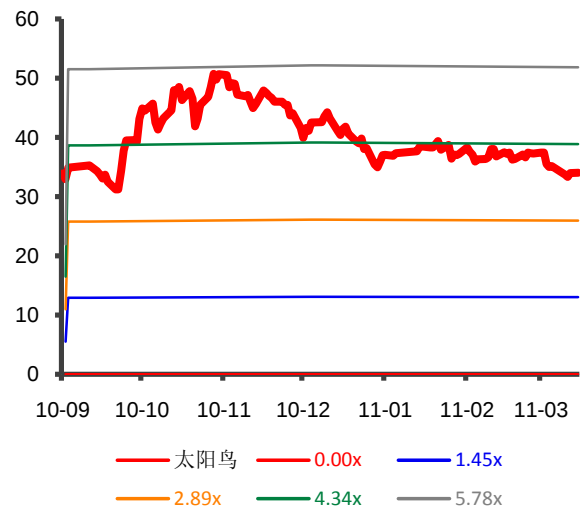
- 1、公司业务快速发展有赖于国家队游艇行业监管政策的完善以及相关技术人才的培养、配套产业的发展,若行业发展环境迟迟不能改善,将对公司业绩快速增长带来一定的不确定性。
- 2、公司若通过收购兼并的方式扩张产能,存在一定的企业整合风险。
- 3、因突发事件导致公司不能如期交付产品,将造成合同违约风险。

图19: 太阳鸟历史PE BAND



数据来源: Wind, 长城证券研究所

图20: 太阳鸟历史PB BAND



数据来源: Wind, 长城证券研究所

盈利预测

模型更新时间 2011-4-11

利润表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	24381	54357	78387	114819	成长性				
营业总成本	20746	44373	65005	97042	营业收入增长	34.2%	123.0%	44.2%	46.5%
营业成本	14901	34537	50489	74886	营业成本增长	29.1%	131.8%	46.2%	48.3%
财务费用	235	381	549	804	营业利润增长	21.1%	175.2%	34.0%	32.8%
销售费用	1427	3340	4816	7408	利润总额增长	11.4%	174.9%	34.0%	32.8%
管理费用	3780	5436	8231	12659	净利润增长	14.1%	171.2%	32.0%	31.7%
投资净收益	-7	0	0	0	盈利能力				
营业利润	3628	9984	13382	17778	毛利率	38.9%	36.5%	35.6%	34.8%
营业外收支	7	10	11	12	销售净利率	13.1%	15.9%	14.6%	13.1%
利润总额	3635	9994	13393	17790	ROE	4.1%	10.0%	11.6%	13.3%
所得税	438	1324	1952	2722	ROIC	15.4%	26.9%	26.1%	25.8%
少数股东损益	0	0	0	0	营运效率				
净利润	3197	8670	11441	15068	销售费用/营业收入	5.9%	6.1%	6.1%	6.5%
资产负债表（万元）					管理费用/营业收入	9.7%	15.5%	10.0%	10.5%
货币资金	58572	58960	62751	64041	投资收益/营业利润	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	5071	12436	19728	31786	所得税/利润总额	12.0%	13.2%	14.6%	15.3%
应收票据	0	54	82	127	应收帐款周转率	6.47	6.21	4.87	4.46
存货	7364	17920	27508	42840	存货周转率	2.39	2.73	2.22	2.13
流动资产合计	75308	99530	125265	161867	流动资产周转率	0.55	0.62	0.70	0.80
固定资产	20099	24800	29490	36689	总资产周转率	0.39	0.49	0.55	0.64
资产总计	97466	126540	157090	200991	偿债能力				
短期借款	5950	8680	11547	14556	资产负债率	19.5%	31.2%	37.3%	43.5%
应付款项	3774	9184	14500	23228	流动比率	4.01	2.53	2.14	1.85
流动负债合计	18778	39356	58490	87349	速动比率	3.62	2.07	1.67	1.36
长期借款	0	0	-30	-60	每股指标（元）				
负债合计	19052	39456	58565	87399	摊薄 EPS	0.37	1.00	1.32	1.73
股本	8694	8694	8694	8694	每股净资产	9.02	10.02	11.33	13.07
留存收益	69720	78390	89831	104899	每股经营现金流	0.40	0.57	1.05	1.16
少数股东权益	0	0	0	0	每股经营现金/EPS	1.1	0.6	0.8	0.7
权益合计	78414	87084	98525	113593	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和股东权益总计	97466	126540	157090	200992	PE	91.1	33.6	25.5	19.3
现金流量表（万元）					PEG	0.82	1.35	1.06	0.80
经营活动现金流	3446	4974	9108	10068	PB	3.7	3.3	3.0	2.6
其中营运资本减少	-1116	-6205	-5897	-9683	EV/EBITDA	54.11	22.76	17.18	13.07
投资活动现金流	-6780	-7315	-8154	-11758	EV/SALES	12.20	5.52	3.86	2.66
其中资本支出	-6738	-7314	-8154	-11758	EV/IC	10.82	7.48	5.82	4.31
融资活动现金流	58169	2730	2837	2980	ROIC/WACC	1.52	2.67	2.59	2.56
净现金总变化	54823	389	3791	1290	REP	7.10	2.80	2.25	1.69

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：wind、长城证券研究所

研究员介绍:

严福崑: 武汉大学硕士, 2007 年加入长城证券, 现任机械行业分析师。

乔培涛: 清华大学硕士, 2008 年加入长城证券, 任机械军工行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>