

方正证券研究所证券研究报告

高级研究员：张远德

执业证书编号：S1220511030004

TEL: 010-68584881

E-mail: zhangyuande@foundersc.com

联系人：彭民（机械行业）

TEL: 010-68584886

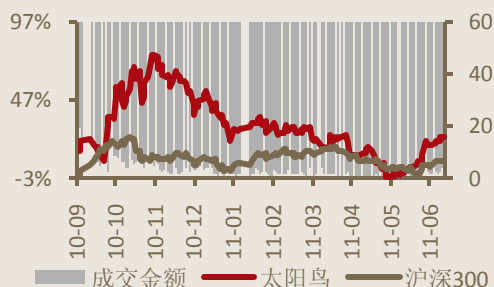
Email: pengmin@foundersc.com

联系人：周娅（机械行业）

TEL: 010-68584820

Email: zhouya@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	243.81	513.49	809.58	1182.29
(+/-)	34.19%	110.61%	57.66%	46.04%
净利润	31.97	73.43	109.02	167.62
(+/-)	14.05%	129.67%	48.46%	53.76%
EPS (元)	0.37	0.53	0.78	1.21
P/E	0.00	42.03	28.31	18.41

相关研究

业绩大幅增长 64%，爆发式增长拉开序幕

在手订单充裕，2011 年有望迎来爆发式增长

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

太阳鸟(300123)

公司调研简报

2011.07.12 增持

非汽车交运设备行业

投资要点

我们再次实地调研了公司，与公司经营管理层就行业发展、公司订单、产能、未来发展思路、管理瓶颈等问题进行深入探讨。

※我们有别于市场的观点：

1、我国游艇消费能力与天然环境“万事具备”，只欠政策配套与水域管制开放“东风”，判断未来 5 年内将迎来集中爆发，游艇行业必然成为我国未来的核心消费产业之一，公司前景美好。2、市场需求旺盛、订单充足；内生+外延并举破局产能瓶颈；3、高端消费第一股，成本压力小，隐形长跑冠军。

※在手订单充足，意向订单转换率提升或超预期

公司 1 季度在手订单 4.5 亿，目前在手订单约 6 亿元，除了海洋局 2.7 亿元订单以外，还有 3 亿多（特种艇与商务艇各一半）。同时公司意向客户订单约 10 亿元，从过往历史来看，意向订单到最终实质订单转换率仅有 30% 左右水平，主要有两方面原因：1、产能不够，时间达不到客户要求；2、个性化要求强，客户对产品的质量风格不太满意。随着公司逐步解决产能瓶颈，加强研发设计与产品系列化，转换率有望提升，或将带动新增订单超预期。

※产能瓶颈突出，未来或有望进行外延式扩张

目前公司本部基地产能接近 2 亿元，定位为特种艇与游艇；珠海基地 2 亿元，定位为高端游艇与高端特种艇制造基地。产能瓶颈效应突出，公司将从两方面解决问题。一方面内生式增长：1、本部 4 号厂房今年 6 月份投产，新增产能约 5 千万元；6 号厂房下半年开建，预计明年 6 月份投产，将新增约 1 亿元产能。2、珠海通过外租厂房，增加产能 1 亿多。总体而言，公司现有产能约 5 亿元，通过内生式增长明年总产能将到 7 亿元。要达到明年 8 亿元生产销售目标，我们认为公司或将利用超募资金进行外延式扩张，从产品定位与互补性来看，复合材料高速艇与钢制结构游艇有望成为公司下一个进入领域。

※成本压力较小，海洋局订单交货压力较大

游艇制造成本中，人工占 10% 以上，原材料占 80% 左右，其中动力系统约占 45%。从人工来看，公司一般工人工资 3000 元、技术工人 5000 元以上，薪酬竞争力强，且人工成本占比低，劳动力薪酬上涨压力小。从原材料来看，发动机成本有所上升，但仍在 10% 范围内，且产品销售根据成本来核算，无论劳动力还是

原材料价格上涨对公司压力相对较小。

2010 年签订的 34 艘海监船，共 2.7 亿元（含税）订单，按合同要求当在 2011 年内交货完成，但是因为设计方案屡次修改，上半年尚未有交货。估计下半年全部完成海洋局 34 艘海监船交货难度较大，估计今年交货量在 25 艘左右，贡献税后收入约 1.6 亿元，毛利率在 31%左右。

※游艇行业市场空间巨大，行业爆发仍需等待

根据游艇行业历史经验及分类：30 英尺以下的是小型，30-60 为中型，60-80 为大型，80 以上为超级游艇，当小型艇出现大规模增长时，标志游艇行业将迎来爆发。我国游艇消费刚处于起步阶段，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，判断游艇行业未来 5 年内将迎来爆发，预计市场容量 200 亿元，年均复合增速 40%以上。

※盈利预测与估值：维持增持评级

预计公司全年收入 5.1 亿元，2011-2013 年 EPS 为 0.53 元、0.78 元与 1.21 元，不考虑公司产能扩张，目前对应公司估值为 42 倍、28 倍与 18 倍。我们认为公司做为高端消费行业稀缺品种，实实在在做企业，通过内生式增长与外延式扩张解决产能瓶颈，看好公司“游艇+特种艇”两条腿走路模式，短期内特种艇高增长明确，中期看好游艇行业爆发，典型的隐形长跑冠军，维持公司“增持”评级。

图表 1 公司 2011-2013 年分项业务盈利预测

项目 单位：百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
私人游艇	8.9	18.05	21.98	32.97	65.94	105.50
增长率		102.8%	21.77%	50.00%	100.0%	60.00%
毛利率	33.59%	19.76%	31.05%	33.00%	33.80%	35.00%
商务艇	59.45	83.53	165.71	231.99	371.19	556.79
增长率		40.50%	98.38%	40.00%	60.00%	50.00%
毛利率	36.90%	37.78%	43.21%	43.50%	43.50%	43.50%
特种艇	60.08	78.58	53.29	245.13	367.70	514.78
增长率		30.80%	-32.18%	360.0%	50.00%	40.00%
毛利率	30.44%	39.22%	29.23%	31.00%	32.00%	33.00%
冲锋艇及其他	13.31	1.53	2.83	3.40	4.75	5.23
增长率		-88.51%	84.97%	20.00%	40.00%	10.00%
毛利率	20.78%	22.65%	28.10%	26.00%	27.00%	27.00%
营业收入合计	141.74	181.69	243.81	513.49	809.59	1182.30
增长率		28.19%	34.19%	110.6%	57.66%	46.04%
综合毛利率	32.44%	36.49%	38.88%	36.74%	37.39%	38.10%

数据来源：公司公告、方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	753.08	1068.51	954.47	1848.09	经营活动现金流	56.34	-488.36	375.61	-284.44
现金	585.72	102.70	161.92	236.46	净利润	31.97	74.17	114.75	176.45
应收账款	50.71	86.22	135.58	171.51	折旧摊销	14.91	22.32	41.91	63.29
其它应收款	4.91	390.08	313.91	578.39	财务费用	2.35	2.05	8.91	13.01
预付账款	35.98	477.52	332.07	850.23	投资损失	0.07	0.02	0.03	0.04
存货	73.64	0.00	0.00	0.00	营运资金变动	7.34	-552.61	215.01	-532.22
其他	2.13	12.00	11.00	11.50	其它	-0.30	-34.32	-5.00	-5.00
非流动资产	221.59	301.83	508.97	719.74	投资活动现金流	-91.36	-68.28	-244.08	-269.11
长期投资	0.39	0.39	0.39	0.39	资本支出	74.76	47.26	201.66	205.65
固定资产	144.51	220.37	396.60	570.80	长期投资	-0.39	0.00	0.00	0.00
无形资产	18.52	44.79	70.28	101.12	其他	-16.99	-21.02	-42.42	-63.46
其他	58.17	36.28	41.70	47.43	筹资活动现金流	583.25	-31.76	-1.86	-21.55
资产总计	974.66	1370.35	1463.44	2567.83	短期借款	26.00	-22.17	6.11	3.31
流动负债	187.78	517.32	496.38	1437.49	长期借款	-10.00	1.98	6.14	3.06
短期借款	59.50	142.71	78.36	731.31	其他	567.25	-11.58	-14.11	-27.93
应付账款	37.74	171.80	190.14	297.78	现金净增加额	548.23	-588.39	129.68	-575.10
其他	90.54	202.81	227.88	408.40					
非流动负债	2.75	3.41	10.02	13.21	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	1.98	8.13	11.19	成长能力				
其他	2.75	1.42	1.90	2.02	营业收入	34.19%	110.61%	57.66%	46.04%
负债合计	190.52	520.72	506.40	1450.70	营业利润	21.05%	128.93%	56.80%	54.53%
少数股东权益	0.00	0.74	6.48	15.30	归属母公司净利润	14.05%	129.67%	48.46%	53.76%
归属母公司股东权益	784.14	848.88	950.55	1101.82	获利能力				
负债和股东权益	974.66	1370.35	1463.44	2567.83	毛利率	38.88%	36.75%	37.41%	38.10%
					净利率	13.11%	14.45%	14.17%	14.92%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	4.08%	8.73%	11.99%	15.79%
营业收入	243.81	513.49	809.58	1182.29	ROIC	3.78%	7.45%	11.02%	9.54%
营业成本	149.01	324.79	506.72	731.88	偿债能力				
营业税金及附加	2.66	4.60	8.10	11.82	资产负债率	19.55%	38.00%	34.60%	56.50%
营业费用	14.27	30.16	47.52	69.42	净负债比率	7.59%	17.09%	9.26%	66.78%
管理费用	37.80	66.75	103.22	147.79	流动比率	4.01	2.07	1.92	1.29
财务费用	2.35	2.05	8.91	13.01	速动比率	3.62	2.07	1.92	1.29
资产减值损失	1.37	2.05	4.86	7.09	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.39	0.44	0.57	0.59
投资净收益	-0.07	-0.02	-0.03	-0.04	应收帐款周转率	6.47	7.50	7.30	7.70
营业利润	36.28	83.05	130.23	201.24	应付帐款周转率	4.68	3.10	2.80	3.00
营业外收入	0.53	1.79	1.92	1.41	每股指标(元)				
营业外支出	0.45	0.51	1.00	1.00	每股收益	0.37	0.53	0.78	1.21
利润总额	36.35	84.33	131.15	201.65	每股经营现金	0.41	-3.51	2.70	-2.04
所得税	4.38	10.16	16.39	25.21	每股净资产	9.02	6.11	6.88	8.03
净利润	31.97	74.17	114.75	176.45	估值比率				
少数股东损益	0.00	0.74	5.74	8.82	P/E	0.00	42.03	28.31	18.41
归属母公司净利润	31.97	73.43	109.02	167.62	P/B	0.00	3.64	3.25	2.80
EBITDA	51.26	106.65	173.05	264.94	EV/EBITDA	-10.21	29.36	17.46	13.64
EPS (元)	0.37	0.53	0.78	1.21					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com