

分析师：	刘元瑞	(8621) 68751829	zhangcheng1@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490510120022
联系人：	刘 军	(8621) 68751765	liujun12@cjsc.com.cn		
	章 诚	(8621) 68751829	zhangcheng1@cjsc.com.cn		

盈收快速增长，游艇业务规模渐显——太阳鸟中报点评

事件描述

太阳鸟发布 2011 年半年报，主要经营业绩如下：2011 年上半年公司实现营业收入 1.37 亿元，同比上升 24.46%，实现归属于母公司净利润 0.22 亿元，同比上升 34.7%，摊薄后每股收益为 0.16 元。

主要观点如下：

1. 公司上半年收入快速增长，下半年海事艇收入将大量确认；
2. 上半年毛利率同比明显增长，预计下半年因海事艇确认收入，毛利率或小幅下降，但全年毛利率将维持高位；
3. 费用率下降，净利率同比上升约 1.3 个百分点，预计下半年净利率或持平；
4. 预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 4.66 亿、6.12 亿，每股收益分别为 0.51 元、0.77 元，对应 8 月 23 日收盘价的 PE 分别为 39、25 倍，维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，公司上半年收入快速增长，下半年海事艇收入将大量确认

2011 年上半年公司实现营业收入 1.37 亿元，同比上升 24.46%，实现归属于母公司净利润 0.22 亿元，同比上升 34.7%，摊薄后每股收益为 0.16 元，符合我们此前的预期。公司此前公告获得海事局订单约 2.7 亿元，预计今年可以确认收入约 2 亿元，确认时间或在第三、四季度，因此下半年随着这批订单收入的确认，公司销售收入将实现快速增长。

我们认为，未来公司收入将保持快速增长，主要逻辑是：

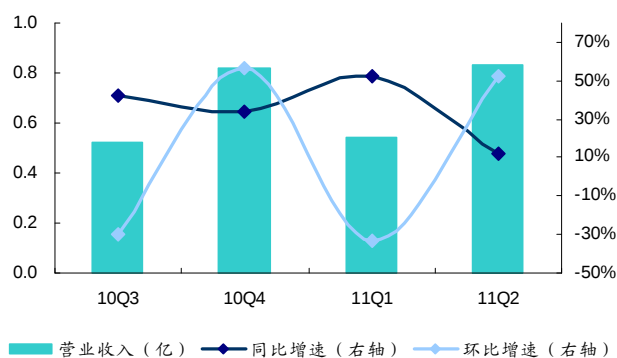
（1）国内游艇需求逐步释放，公司游艇设计、品牌竞争力进一步增强，将受益游艇行业的成长。世界游艇的市场规模在 330 亿美元左右，年均增速在 7% 左右，而国内的市场规模只有 30 亿元，占比不到 2%，预计未来 5 年国内游艇市场有望持续成长。公司作为国内规模最大、产品品种结构齐全的要艇企业，未来将受益游艇行业的高速成长；

（2）国家加强海洋执法意愿增强，公司有望再获海事执法艇的订单。近年来，中国增强海上执法力度的需求不断提高，特种艇作为常用的海洋执法舰艇，未来市场规模有望持续扩张。公司是国内特种艇的龙头企业，将充分受益这次市场规模的快速提升；

（3）募投项目达产后，将有效缓解产能瓶颈，有助于销售规模的增长。2010 年公司上市募集资金用于产能扩张，募

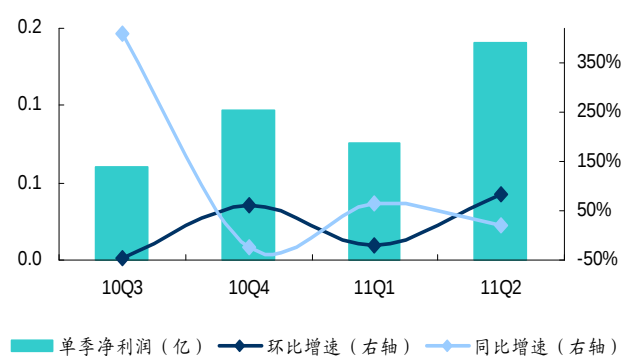
投资项目预计 2012 年 6 月以后达产，届时将新增游艇产能 84 艘，特种艇 116 艘。另外，2011 年 8 月公司向子公司向珠海太阳鸟游艇制造公司追加投资约 1.59 亿元，主要用于新建珠海厂区游艇 3 号车间及相关配套工程，建成时间预计为 2012 年年底，届时可新增各类高性能复合材料船艇 40 艘的生产能力。新增的游艇产能将有效缓解公司目前的产能瓶颈。

图 1: 2010Q3-2011Q2 单季度收入及同比、环比增速



资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 2: 2010Q3-2011Q2 单季度净利润及环比增速



资料来源：公司报告，长江证券研究部

第二，上半年毛利率同比明显增长，预计下半年因海事艇确认收入，毛利率或小幅下降，但全年毛利率将维持高位

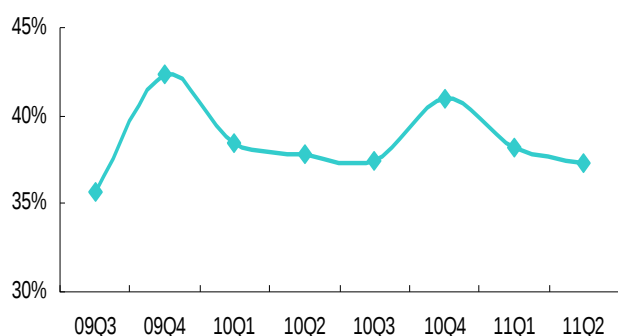
2011 年上半年公司主营业务毛利率约为 39.45%，同比上升 1.16 个百分点。其中：(1) 游艇业务的毛利率为 34.07%，同比上升 0.19 个百分点；(2) 商务艇的毛利率为 40.26%，同比上升 0.62 个百分点；(3) 特种艇业务的毛利率为 40.7%，同比上升 2.52 个百分点。

毛利率上升的主要由于产品结构优化，中高端产品占比增加。期间内，(1) 受益于游艇国内和出口需求的快速增长，公司游艇销售规模及占比均明显提升，且游艇毛利率高于公司其他产品，提升整体毛利率水平；(2) 公司目前的游艇产能比较紧张，接单时倾向于选择高毛利率游艇，有助于提升整体毛利率。

下半年由于海事艇（毛利率较低）确认收入，预计可能会造成整体毛利率的小幅下滑，但是我们认为，未来 3 年其整体毛利率将呈上升趋势，主要原因是：

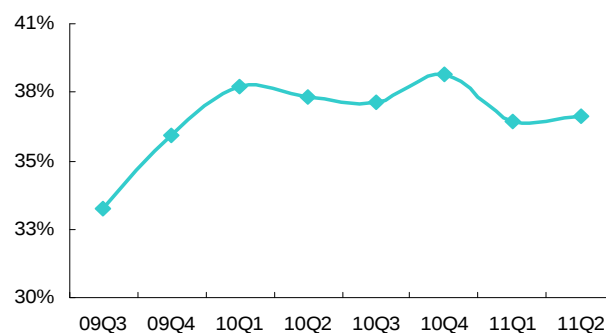
- (1) 公司在产能紧张的情况下，会进一步降低毛利率产品生产占比，提升高毛利产品比重。2010 年 9 月公司上市募集资金用于特种艇产能的扩张，在今年 8 月面对下游需求的持续高速增长，又增资了下游珠海子公司，用于游艇产能的扩张。这两个项目达产期都在 2012 年底左右，因此，短期内产能瓶颈无法完全破除，在产能不足的情况下，公司将更青睐高毛利的中高端产品；
- (2) 豪华商务艇等高端产品，是公司未来重点的发展方向，有助于提升整体毛利率。2010 年全年圆满完成了 88 英尺豪华游艇、78 英尺豪华游艇、68 英尺拖轮艇、63 英尺运动艇、53 英尺运动艇、62 英尺飞桥艇、42 米双体游览船的设计和建造。未来随着这些高毛利的产品推向市场，公司的毛利率有望进一步上升；

图 3: 2009Q3-2011Q2 公司单季度毛利率



资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

图 4: 2009Q3-2011Q2 公司累计毛利率



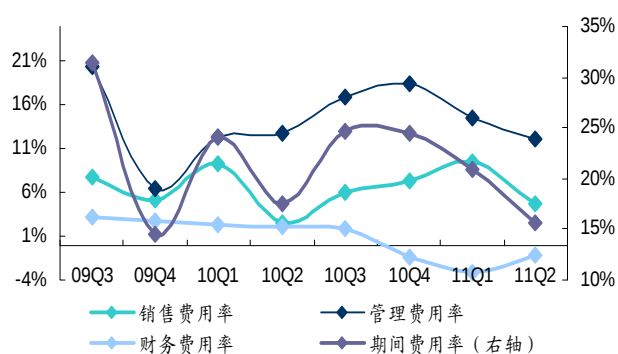
资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

第三, 费用率下降, 净利率同比上升约 1.3 个百分点, 预计下半年净利率或持平

2011 年上半年公司期间费用率约为 17.52%, 同比和环比下降约 2.11 和 1.83 个百分点, 其中: 管理费用率为 13.14%, 同比上升约 0.4 个百分点; 销售费用率为 6.57%, 同比上升约 1.9 个百分点, 销售费用的上升主要系公司完善销售网络, 增强售后服务能力所致; 财务费用率为-2.19%, 同比下降约 4.4 个百分点, 财务费用率为负主要系公司募投资金带来的利息所致;

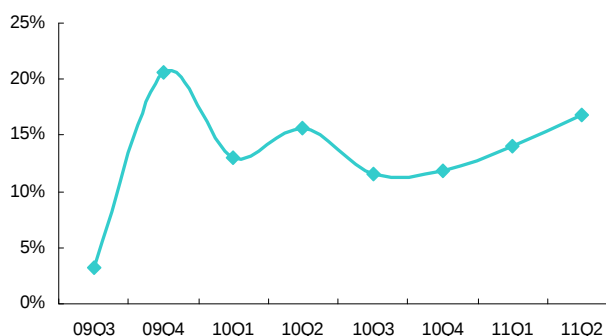
综合来看, 上半年公司净利率为 16%, 同比上升约 1.3 个百分点, 我们预计在未来毛利率持续上升的情况下, 净利率有望继续提升。

图 5: 2009Q3-2011Q2 公司单季度期间费用率



资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

图 6: 2009Q3-2011Q2 公司单季度净利率



资料来源: 公司报告, 长江证券研究部

第五, 维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 4.66 亿、6.12 亿, 每股收益分别为 0.51 元、0.77 元, 对应 8 月 23 日收盘价的 PE 分别为 39、25 倍, 维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	244	466	612	750	货币资金	586	414	580	722
营业成本	149	288	368	437	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	95	178	244	312	应收账款	56	102	46	55
% 营业收入	38.9%	38.2%	39.8%	41.7%	存货	74	143	182	216
营业税金及附加	3	5	7	8	预付账款	36	70	89	106
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	其他流动资产	2	4	0	0
销售费用	14	30	39	46	流动资产合计	753	732	897	1099
% 营业收入	5.9%	6.5%	6.3%	6.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	38	59	73	82	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	15.5%	12.7%	12.0%	11.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	2	0	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	固定资产合计	178	314	313	304
资产减值损失	1	1	1	2	无形资产	19	18	17	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	36	83	126	176	其他非流动资产	24	24	24	24
% 营业收入	14.9%	17.8%	20.6%	23.5%	资产总计	975	1088	1251	1443
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	60	0	0	0
利润总额	36	83	126	176	应付款项	38	73	93	111
% 营业收入	14.9%	17.8%	20.6%	23.5%	预收账款	74	141	186	228
所得税费用	4	12	19	26	应付职工薪酬	5	9	12	14
净利润	32	71	107	149	应交税费	2	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	10	18	23	27
的净利润	32.0	70.5	107.1	149.5	流动负债合计	188	241	313	379
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.23	0.51	0.77	1.07	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3	3	3	3
经营活动现金流净额	34	49	202	179	负债合计	191	244	316	382
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	784	844	935	1062
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	784	844	935	1062
固定资产投资	-67	-152	-22	-17	负债及股东权益	975	1088	1251	1444
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-68	-152	-22	-17		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.230	0.507	0.770	1.075
股权融资	594	0	0	0	BVPS	9.02	9.71	6.72	7.64
银行贷款增加（减少）	-3	-60	0	0	PE	86.23	39.10	25.75	18.44
筹资成本	4	-10	-14	-20	PEG	1.28	0.58	0.38	0.27
其他	-14	0	0	0	PB	2.20	2.04	2.95	2.60
筹资活动现金流净额	582	-70	-14	-20	EV/EBITDA	41.70	23.61	14.71	10.15
现金净流量	548	-172	166	142	ROE	4.1%	8.4%	11.5%	14.1%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。