

太阳鸟(300123)

研究员: 陈耀邦 执业证书编号: S0570510120046

☎ 025-83290903 ✉ yaobangchen@hotmail.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4024

综合实力强大 静待国内游艇市场爆发

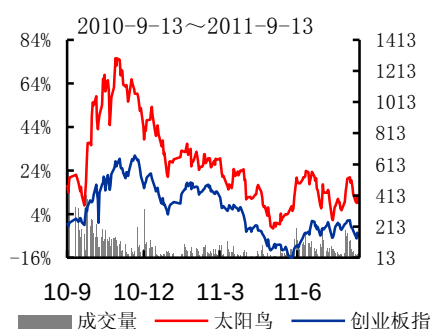
投资评级: 推荐(调高)

船舶制造 II

当前价格(元): 19.60

目标价格(元): 22.19

股价走势图



相关研究

1 《太阳鸟(300123): 大额订单支撑 2011 年业绩高增长》2011.8

投资要点:

◆ 公司是我国规模最大、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，按照用途分类，公司产品可分为游艇和特种艇，其中游艇又可分为私人游艇和商务艇。

◆ 2005 年全世界休闲艇业产值为 238 亿美元，2005 年到 2010 年，世界休闲游艇市场将保持年均 7% 的增长率。到 2010 年，世界休闲游艇市场的年需求将达到 332 亿美元，到 2011 年将达到 371 亿美元。该研究还表明，全球休闲艇市场规模将进一步扩大，前景广阔。

◆ 我国资产千万级及以上的富豪群体不断扩大，而正是这个群体构成了中国游艇消费的潜在市场。近年来我国富裕阶层的消费观念越来越倾向于生活方式的提升，游艇等提升生活品味的消费品开始受到青睐，约有 5% 的富豪表达了近期购买游艇的计划。中国私人游艇的潜在市场容量至少在 250 亿元人民币以上。

◆ 不考虑可能发生的兼并收购和进入新的游艇服务领域，我们预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年将实现销售收入 4.07 亿元、5.56 亿元和 7.37 亿元，分别实现 EPS 0.44 元、0.63 元和 0.86 元。预计未来几年公司收入的复合增长率将至少保持在 30%-40%，我们认为公司合理估值为 2012 年 35 倍 PE，未来 6 个月目标价为 22.19 元。

◆ 公司短期内业务增长确定，且考虑到公司未来兼并收购和将业务拓展到游艇服务市场，实现产业链一体化，可以充分分享游艇行业爆发带来的收入增长空间，我们给予公司“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	13910.55
流通 A 股(万)	3520.00
52 周内股价区间(元)	17.0-32.31
总市值(亿)	27.26
总资产(亿)	11.11
每股净资产(元)	5.73

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	2.44	4.07	5.56	7.37
+/-%	34.19	66.9%	36.7%	32.4%
净利润(百万)	31.97	61	88	120
+/-%	14.05	91.1%	44.3%	36.1%
EPS(元)	0.45	0.44	0.63	0.86
P/E	43.56	44.61	30.92	22.72

公司主要从事游艇和特种艇的生产和销售

公司是我国规模最大、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，能为客户提供从方案设计、产品制造到维修服务等全方位的个性化解决方案。当前公司产品的主要技术特征如下：

（1）所产船艇均为新型非金属复合材料动力船艇；（2）船艇的尺度一般在 40 米以下，在国际上的各个船级社的规范中，此类船艇被冠以“Small Craft”（小艇）的称谓，适合在近海和淡水区域航行。

按照用途分类，公司产品可分为游艇和特种艇，其中游艇又可分为私人游艇和商务艇。私人游艇指游艇所有人自身用于游览观光、休闲娱乐等活动的具备机械推进动力装置的船艇。商务艇指以商务艇则主要用于商务活动、公关宣传以及旅游景点的消费项目，符合广义上的游艇（船）概念或功能。

在私人游艇和商务艇市场，公司目标客户为社会精英阶层和企业机构客户，产品定价范围从人民币 80 万元至 5000 万元。

图表 1：凤鸟系列 80 英尺豪华游艇



资料来源：公司网站、华泰证券研究所

图表 2：36 米商务艇



资料来源：公司网站、华泰证券研究所

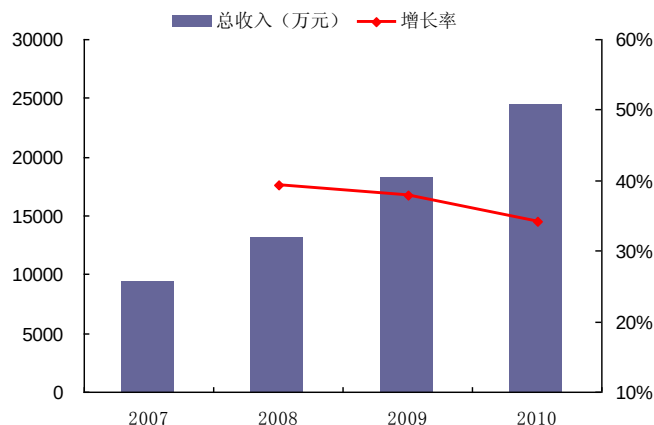
特种艇是指政府部门或军事机构用于各类特殊目的的非商业性复合材料船艇；主要包括水上执法、水文、科研、抗洪救灾和军用等目的的船艇。在特种艇方面，公司产品主要定位于高技术新型的执法艇、引航艇、指挥艇等。

图表 3: 19 米海监艇



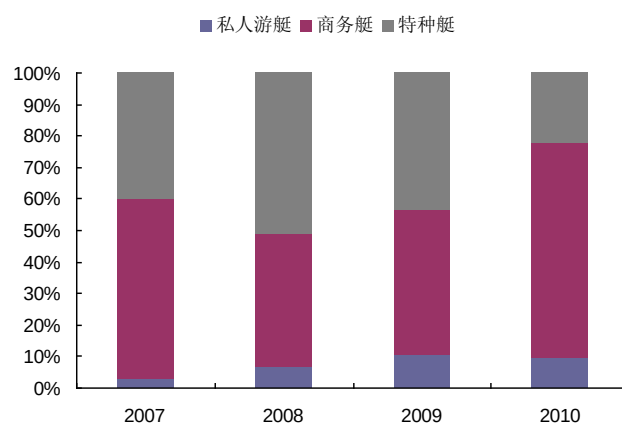
资料来源：公司网站、华泰证券研究所

图表 4: 公司营业收入复合增长率 37.15%



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 5: 商务艇和特种艇占主营业务比重高

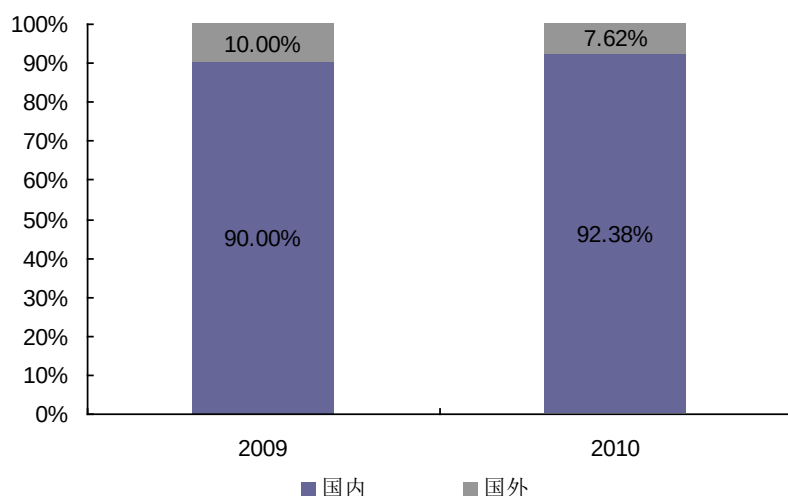


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

经过多年发展，公司游艇设计能力和产品品质已具备了国际市场竞争的能力，产品成功进入国际市场。2009 年和 2010 年，公司主营业务收入中来自国外的为 1,804.52 万元和 1,836.07 万元，分别占主营业务收入的 10%和 7.62%。

将按照“重点市场重点突破”的营销策略，公司将游艇需求旺盛的欧美市场作为主要的目标市场，具体包括美国、英国、西班牙、意大利等。公司产品在国际市场的定位为中高端，主要为飞桥型游艇市场，主要客户为欧美富裕阶层和社会精英。

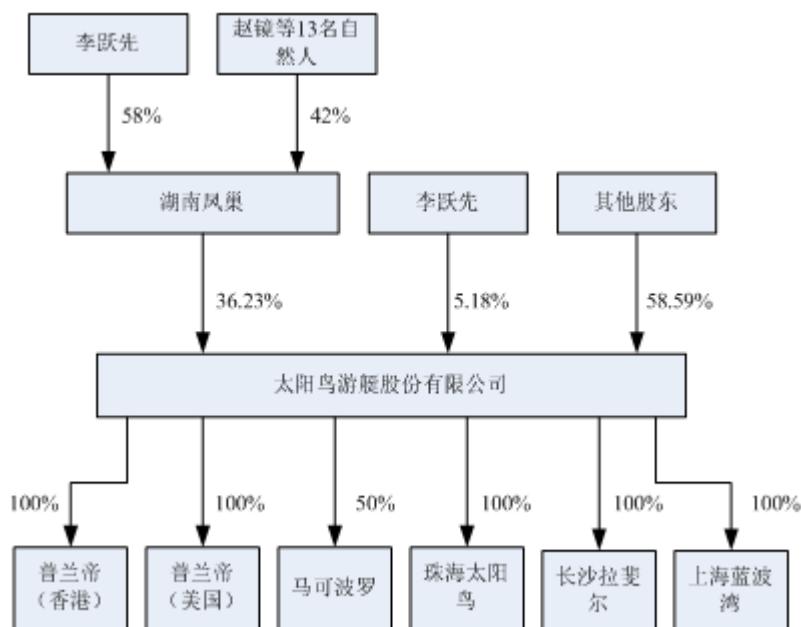
图表 6: 公司已打开国外市场



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

公司实际控制人为李跃先, 其通过湖南凤巢和直接持股共持有公司 41.41% 的股份, 股权相对集中。另外公司高管及核心技术和业务人员持用公司股份, 股权结构已形成自然激励, 管理层和流通股股东利益一致, 有利于公司的长久稳定发展。

图表 7: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

公司本部的业务定位于商务艇和特种艇的生产和销售, 珠海太阳鸟业务定位于私人游艇和商务艇的生产和销售, 并提供相关服务, 主要面向珠三角等主要游艇消费市场和国际市场。

长沙拉斐尔主要负责公司品牌推广、营销策划和公司形象维护的职能。

上海兰波湾主要从事游艇设计和技术开发、技术咨询、技术转让。公司设立兰波湾主要是利用上海的区位优势 and 人才优势提高公司的设计研发实力。

普兰帝（美国）负责美洲地区的游艇销售和服务，有利于公司扩大在该地区销售规模和品牌影响力，同时将提升公司对最终用户的服务能力，增加产品附加值。目前，美国子公司已完成设立登记，相关出资手续正在办理之中，尚未开展经营活动。

普兰帝（香港）定位于游艇的销售和服务，其目的一方面在香港市场扩大产品销售规模，提升品牌形象和服务能力；另一方面是利用香港国际金融中心的地位，与境外游艇经销商和设计师展开合作，拓展在世界其他地区的游艇销售。

马可波罗游艇有限公司注册地址为意大利米兰，公司和外方股东 VEGA HOLDING S.A 各出资 5 万欧元。外方股东 VEGA HOLDING S.A 为欧洲知名游艇经销商，公司在时尚之都米兰与其合资设立公司，定位于游艇销售、服务和设计，有利于汲取当地先进的设计理念和设计经验，提升公司的游艇设计能力、销售规模和服务能力。

行业发展前景广阔

全球游艇市场非常庞大

全球游艇产业和市场，大致可分为五大区域：

- （1） 北美洲——以美国和加拿大为代表；
- （2） 欧洲——以英国、法国、意大利和德国为代表；
- （3） 亚洲——以日本、韩国、中国香港、中国台湾和正在崛起的中国内地为代表；
- （4） 中东——以沿海产油国家为代表；
- （5） 大洋洲——以澳大利亚和新西兰为代表。

北美和欧洲是当今世界最主要的两大游艇市场，二者合计约占世界游艇市场份额的 95%。2006 年北美游艇市场总量（含新艇市场和二手艇市场）为 370 亿美元，其中新艇出货达 150 亿美元，年增长率约 8%；北美游艇市场的进口额为 19 亿美元，占其新艇市场的 13%。欧洲游艇市场总量为 315 亿美元，其中新艇销售总额为 104 亿美元。尽管由于国际金融危机的影响，国际游艇市场的增长放缓，但是欧美国家人们热衷于游艇的消费习惯不会改变，国际游艇市场的新艇市场总体规模仍将维持在 300 亿美元左右。

根据 E-Composites 公司的研究，2005 年休闲艇业产值为 238 亿美元，2005 年到 2010 年，世界休闲游艇市场将保持年均 7% 的增长率。到 2010 年，世界休闲游艇市场的年需求将达到 332 亿美元，到 2011 年将达到 371 亿美元。该研究还表明，全球休闲艇市场规模将进一步扩大，前景广阔，同时，休闲艇制造业也

给 OEM 厂商、材料供应商、主机供应商、零部件供应商带来机遇。

图表 8: 2010 年世界游艇市场需求预测-分地区

地区	2010 年 (亿美元)	2005-2010 年均增长率 (%)
北美	162.29	5.0
欧洲	150.85	9.3
其他地区	19.21	7.6
全球总计	332.35	7.0

资料来源:《世界游艇产业发展报告》、华泰证券研究所

图表 9: 2010 年世界游艇市场需求预测-分船型

种类	2010 年销售额 (亿美元)	2005 年销售额 (亿美元)	年均增长率 (%)
帆船	27.63	20.67	6.0
艇内装机艇和尾 驱动艇	241.50	165.26	7.9
舷外挂机艇	51.94	41.66	4.5
其他	11.29	9.75	3.0
合计	332.35	237.34	7.0

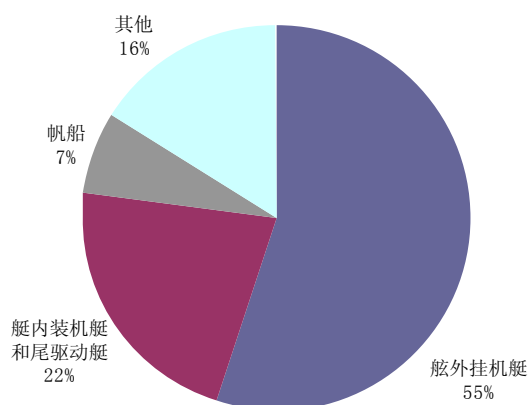
资料来源:《世界游艇产业发展报告》、华泰证券研究所

从全球游艇需求的特点来看,据统计,在北美大多数游艇销售单价在 1.5 万~5 万美元之间,游艇尺寸一般在 8~68 英尺之间,豪华游艇的销售数量很小,只占总量的 2.5%,但其价格昂贵,单艇价格在 10 万美元以上。欧洲游艇市场的需求主要集中在单价超过 5 万美元的大型游艇。根据 2004 年数据计算,欧洲市场出售的游艇平均单价为 11.52 万美元,而美国市场出售的游艇平均单价只有 2.76 万美元,偏爱豪华游艇和大型游艇是欧洲市场游艇单价高的最主要原因。不过欧洲人对其他各类游艇也都有浓厚的兴趣。

从整个世界游艇市场来看,价格较为便宜的小型游艇最受欢迎。以 2004 年为例,从游艇数量看,世界上舷外挂机艇最为畅销,销售量达到了 31.9 万艘,占 55%,舷内装机艇和艉驱动艇的市场销量要比舷外装机艇小很多,占 22%,不过由于舷内装机艇和艉驱动艇的单价普遍较高,从销售额来看,舷内装机艇和艉驱动艇的市场销售额最大,达到 146.91 亿美元,占 68%,其次是舷外挂机艇,销售额为 39.73 亿美元,占 19%。

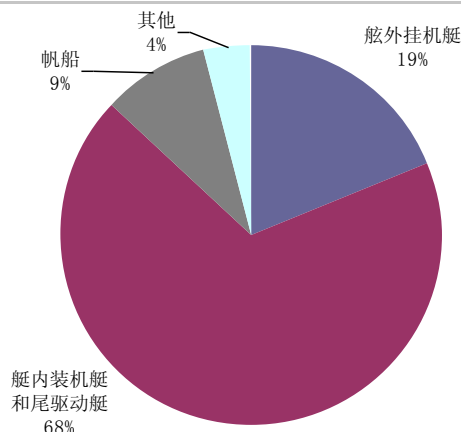
根据 2004 年的统计数据,舷外挂机艇的平均单价为 1.4 万美元,摩托艇的平均单价为 3.78 万美元,豪华游艇的平均单价为 35.18 万美元,艉驱动艇的平均单价为 3.35 万美元,水上摩托的平均单价为 9600 美元,喷水推进艇的平均单价为 1.85 万美元,帆船的平均单价为 4.72 万美元。

图表 10: 2004 年全球游艇市场份额（销量）



资料来源:《世界游艇产业发展报告》、华泰证券研究所

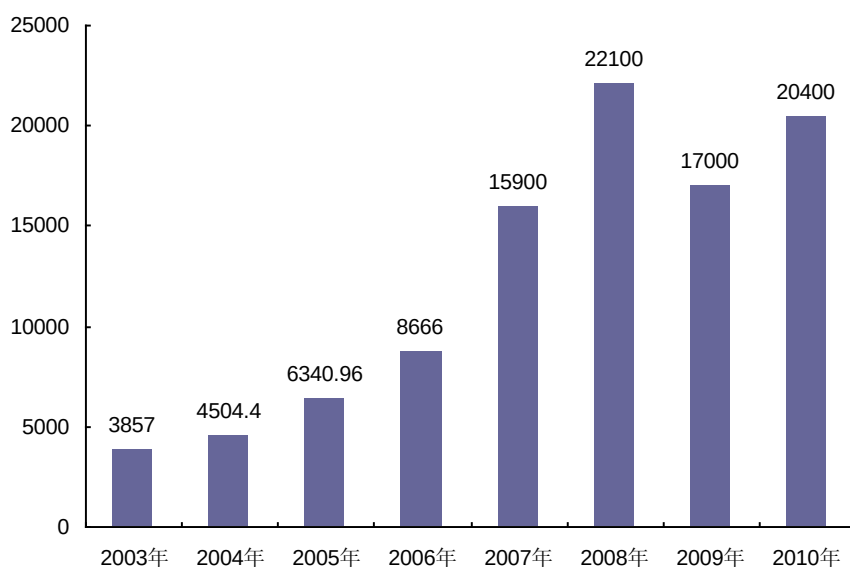
图表 11: 2004 年全球游艇市场份额（销售额）



资料来源:《世界游艇产业发展报告》、华泰证券研究所

全球庞大的游艇市场为我国游艇企业提供了很好的舞台, 2003 年至 2009 年, 我国游艇制造企业以非常高的速率上升, 从 2003 年的 3857 万美元上升到 2008 年的 2.21 亿美元, 即使受金融危机的影响, 2009 年游艇行业出口额也达到了 1.7 亿美元。

图表 12: 我国历年游艇出口金额（万美元）

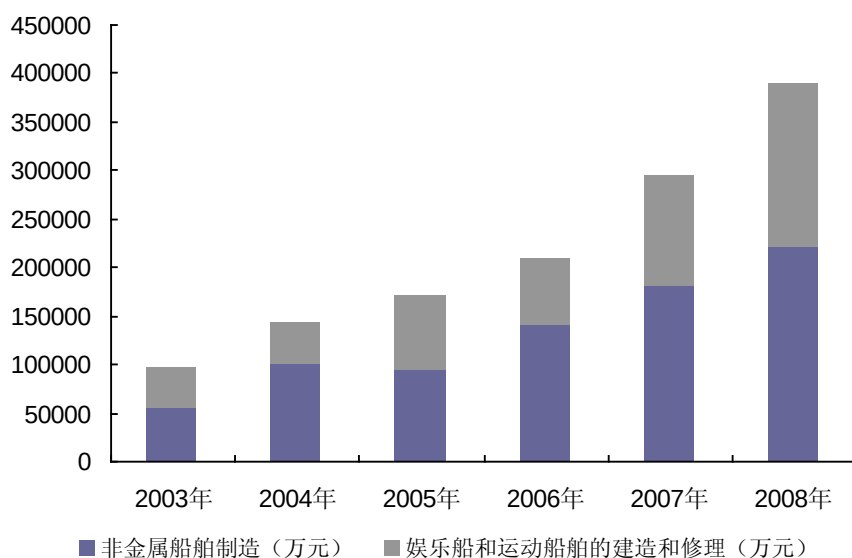


资料来源: 中国船舶工业行业协会游艇分会、公司公告、华泰证券研究所

我国游艇市场需求潜力很大，但需要政策的进一步推动

我国复合材料船艇行业增长迅速，2008年以“娱乐船和运动船舶的建造和修理”及“非金属船舶制造”衡量的复合材料船艇行业收入为38.87亿元，2003年至2008年复合增长率为32.4%。2010年复合材料船艇行业收入收入规模达到了80亿元左右。游艇（包括商务艇）占复合材料船艇市场约40%左右，我国游艇市场规模大约30亿元左右，仅为世界游艇市场的1%。

图表 13：复合材料船艇行业收入增长迅速



资料来源：中国船舶工业行业协会船艇分会、华泰证券研究所

图表 14：我国复合材料船艇各种产品比例

产品类型	各类船艇占比
救生艇	17%
公务用艇	17%
交通客运船艇	14%
商务用艇	21%
各类游艇	23%
玻璃钢渔船	5%
其他	3%

资料来源：《中国游艇产业发展综述报告》、华泰证券研究所

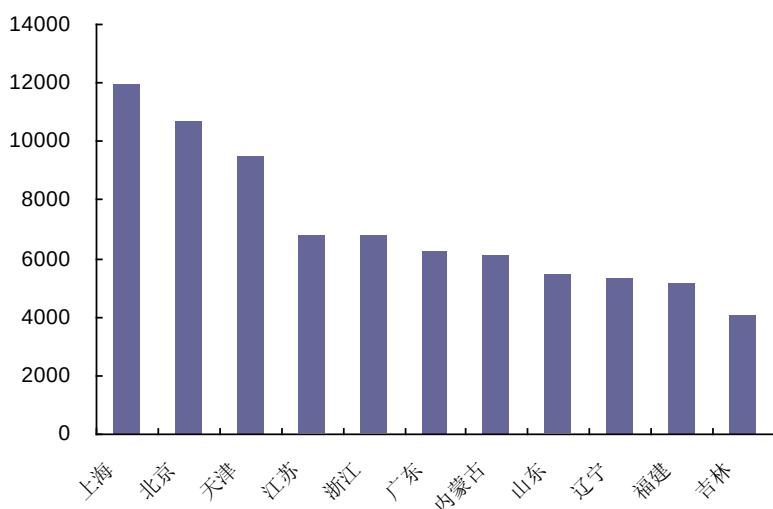
目前在中国，游艇购买者主要有以下三类：一是大型旅游、航运、房地产公司等购买商务艇用于旅游及商务活动；二是大型公司或企业购买商务艇作为公务接待、高级商务和特殊服务（如婚礼服务、广告及影视业）等消费；三是纯粹的私人游艇消费。从各个下游需求来看，我国游艇行业的未来需求潜力非常大。

◆ 我国富裕阶层壮大和游艇消费观念的不断形成催生私人游艇消费

进入 21 世纪以来，我国经济总量和富裕消费阶层群体不断壮大，国内私人游艇市场的潜在需求已十分庞大。

根据欧美国国家的发展模式，当地区人均 GDP 达到 3000 美元时，游艇经济就开始萌芽，当人均 GDP 达到 6000 美元时，游艇经济进入快速发展阶段。2009 年，我国人均 GDP 已经达到了 3800 美元，长三角、珠三角、环渤海地区等经济发达地区的人均 GDP 更是已经达到或超过了 8000 美元。根据深圳浪骑游艇会的调查显示，深圳市至少有 26000 名市民已经具备了购买私家游艇或入会游艇会的能力。

图表 15：我国 2009 年部分地区人均 GDP（美元）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

按照国际惯例，购买游艇的费用一般不超过个人资产的 5%，若按每条游艇价值 50 万元-500 万元算，则相应人群的个人资产范围为上千万元至上亿元。随着我国经济的不断发展，富裕阶层不断壮大。我国资产千万级及以上的富豪群体不断扩大，而正是这个群体构成了中国游艇消费的潜在市场。

招商银行与贝恩公司发布的《2011 中国私人财富报告》显示，2010 年底，中国大陆地区可投资资产 1000 万元以上的高净值人群达 50.3 万人，到 2011 年底预计将增加到 58.5 万人。

而根据《2011 胡润财富报告》，截止 2010 年底，中国大陆地区个人资产超过千万的富豪人数已达 96 万人，相比去年增长 9.7%，其中包括 6 万个亿万富豪，比去年增长 9.1%。2009 年底，全国千万富豪和亿万富豪人数分别为 87.5 万人和 5.5 万人；2008 年底，全国千万富豪和亿万富豪人数分别为 82.5 万人和 5.1 万人。

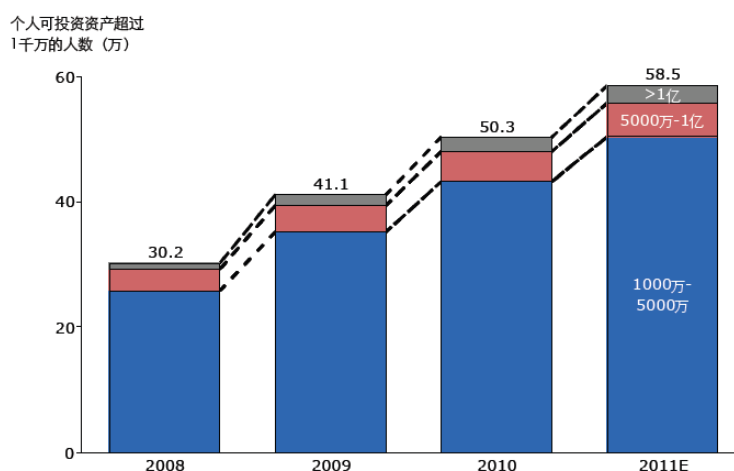
波士顿咨询公司(BCG)于 2010 年 11 月发布的《2010 中国财富报告》显示，在 2009 年底，中国百万美元资产家庭数量已接近 67 万户，比 2008 年底增长 60%，位居世界第三。

图表 16: 我国千万富豪数量已相当庞大

年份	招商银行-贝恩 (万人)	胡润财富报告 (万人)
2006 年	18.1	
2007 年	29.2	
2008 年	30.2	82.5
2009 年	41.1	87.5
2010 年	50.3	96.0

资料来源: 网络公开资料、华泰证券研究所, 注: 招商银行统计的是个人可投资资产, 胡润财富报告统计的是个人资产, 包括自住房屋等流动性较差的资产。

图表 17: 我国千万富豪构成及数量走势



资料来源: 招商银行网站、华泰证券研究所

据 2009 年的调查显示, 近年来我国富裕阶层的消费观念越来越倾向于生活方式的提升, 游艇等提升生活品味的消费品开始受到青睐, 约有 5% 的富豪表达了近期购买游艇的计划。而据《2011 胡润财富报告》的调查显示, 中国亿万富豪的平均年龄为 43 岁, 其中以男性居多, 这部分人群虽然对于游艇和私人飞机的认识还不深, 但是他们仍旧表示出了极大的兴趣, 有 1/6 的亿万富豪表示打算购买私人飞机, 有一半的亿万富豪表示打算购买游艇。

在富裕人群不断扩大的同时, 我国游艇保有量却非常低, 构成了巨大的反差。据中国交通运输协会邮轮游艇分会统计, 全国大小游艇保有量在 1000 - 1200 艘, 相当于 120 万人才拥有 1 条私人游艇。与平均每 171 人拥有一条私人游艇的世界标准相比, 我国相差甚远。

图表 18: 主要发达国家人均游艇保有量

国家	游艇数量 (万艘)	人均拥有游艇比例
加拿大	550	1/5.5
挪威	62	1/7.0
瑞典	120	1/7.5
新西兰	30	1/8.0
荷兰	69	1/10
法国	400	1/11
丹麦	37	1/14
美国	1738	1/14

资料来源:《世界游艇产业发展报告》、华泰证券研究所

◆ 我国私人游艇产业市场容量测算

保守估计,按照 2010 年底千万资产级富豪人数计算 50.3 万人计算,并保守估计 5% 的千万富豪在近期购买游艇,那么我国近期私人游艇潜在需求量约为 2.5 万艘以上。以游艇平均单价 100 万元人民币计,中国私人游艇的潜在市场容量在 250 亿元人民币以上。当然,这是较为高档的游艇市场容量的保守估计,再加上价位较低的游艇需求以及富豪购买比例的上升,我国私人游艇潜在需求远远大于上面的估计。

目前我国整个游艇市场(包括商务艇)规模仅为约 30 亿元/年,因此我国游艇市场增长潜力巨大。

图表 19: 我国游艇潜在需求规模测算

千万富豪人数 (万人)	50.3
近期欲购买比例	5%
游艇潜在需求	2.515
游艇平均价格 (百万)	100
我国游艇潜在需求规模 (亿元)	251.5

资料来源:华泰证券研究所

图表 20: 中国市场游艇销售主要规格及价格区间

游艇类型	规格	价格范围 (美元)
中小型	24-30 英尺 (7.3-9.6 米)	9 万-30 万
	30-48 英尺 (9.6-14.6 米)	30 万-60 万
	48-80 英尺 (9.1-21.3 米)	60 万-300 万
大型	> 80 英尺 (> 24 米)	中国: > 300 万
		国际: > 450 万

资料来源:CCYIA、华泰证券研究所

不仅仅游艇制造有巨大的市场需求，从整个游艇产业链看来，游艇产业亦被誉为“漂浮在黄金水道上的巨大商机”，游艇的生产制造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；它的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一大批相关行业的迅速发展。海外权威机构认为，游艇行业的核心业务由游艇制造、设备制造、分销零售、消费者服务等构成。以 2009 年英国为例，船艇和设备制造占 46%，分销零售占 13%，消费者服务占 38%，商业服务占 2.9%。

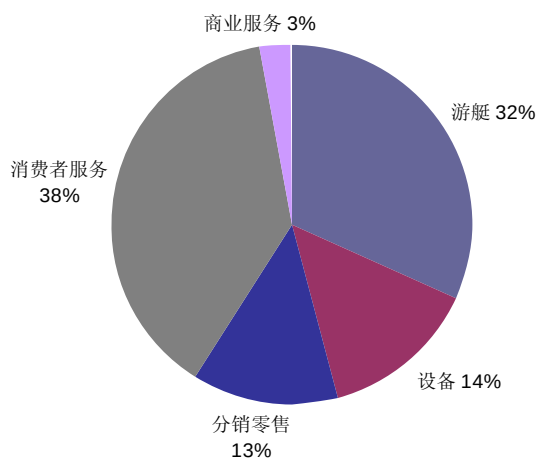
再以香港地区为例，其游艇产业目前主要体现在游艇俱乐部等游艇消费市场上，香港目前已有注册游艇和帆船近 2 万艘，有十家游艇俱乐部，香港目前每年靠游艇产业创造的产值已经达到了 40 亿港元。而长江三角洲及珠江三角洲的其他城市所拥有的百万美元级富豪在数量上却远远超过香港，长江三角洲和珠江三角洲将是一个“数倍于 40 亿港元的产业”，而这仅仅是中国两个经济发展区的私人游艇消费产业的最低规模，如果再加上制造、上游配套等产业链，其潜力可能会超出所有人的想象。而中国经济最发达的长三角地区，拥有私人游艇的人数不过区区百人，相比如此悬殊也揭示了私人游艇产业未来在中国所能够达到的高度。

图表 21：游艇产业价值链长



资料来源：CCYIA，华泰证券研究所

图表 22: 2009 年英国游艇核心业务细分构成表



资料来源：中国船舶工业行业协会游艇分会，华泰证券研究所

◆ 旅游和商务活动激发商务游艇需求

根据世界旅游组织统计，2007 年我国入境过夜旅游人数居世界第四位，国内旅游人数达到 16.1 亿人次。中国已成为世界第四大入境旅游接待国，到 2015 年，中国将成为全球最大的国际旅游目的地和最大的国内旅游市场。而根据世界旅游及旅行理事会发布的报告预测，2007 年-2016 年，中国旅游市场的年平均增长率将为 7.6%，这将使中国在旅游和旅行总需求方面成为世界上发展第二快的国家。中国旅游市场的地域性特点鲜明，根据国家旅游局的统计，我国游客接待量居前的省市为北京、上海、广东、江苏、浙江。上述省市均为沿海邻水地区，具有充分的水上旅游资源。因此，未来五年，我国观光用途的商务艇市场需求增长不会低于旅游市场的增长率。

商务活动和公关宣传用的商务艇是目前我国游艇市场的另一大主要需求。随着我国市场经济体制的不断完善，资本市场的不断成熟，以上市公司为代表的一批具备国际竞争力的大型企业正在不断涌现。上述企业的出现进一步提高了接待用商务艇的市场容量。

以目前国内游艇业 30 亿产值，商务艇占比按照约 40% 计算，那么商务艇的市场规模在 12 亿元以上。并保守估计商务艇行业增长率为 20%，未来五年商务艇市场空间超过 100 亿元。

◆ 我国游艇行业发展中存在的制约条件还较多

(1) 文化认知差异：目前游艇大多以豪华高档商品和消费理念出现，使绝大多数人望而却步，而极少数的高端消费人群又极其追求奢华，所以一方面缺乏百姓消费的文化氛围，另一方面又是高端人士消费理念过于超前，致使目前的游艇俱乐部建设，大都极尽豪华，各种休闲娱乐项目、设施应有尽有，投资巨大，俱乐部的入会门槛设立的很高，与我国目前的国民收入和消费结构还很不相适应，也限制了游艇俱乐部自身的发展。

(2) 游艇法规不健全：《游艇安全管理规定》2009 年 1 月 1 日开始生效后，实际执行中各地海事部门颁发的游艇驾照仍不能跨区域航行。此外，我国航道管理严格，游艇航行不仅需要获得许可在专用水域内

航行，还要通报海事、航务或港监等部门，并经必须的业务协作，游艇才可能出航，手续繁琐、监管严格。

(3) 配套设施缺失：目前国内部分游艇俱乐部维护、保养设施不健全，这方面的专业技术人员也严重缺乏。很多人买了游艇以后都抱怨不是带来享受而是无尽的烦恼。目前我国游艇驾驶培训、游艇售后维护、游艇码头配套、游艇保险业等，都存在着较大的完善空间。

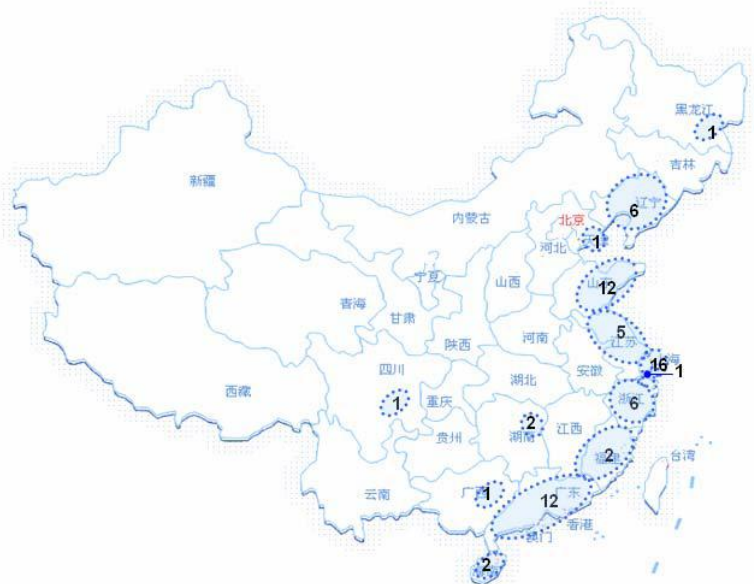
(4) 税收过重：目前国内销售的主要是中大型的游艇，大部分通过进口，这些游艇税收主要包括关税（10%）、增值税（17%）、特别消费税（10%），各项税收累加超过 40% 以上。而其它发达国家一般不会超过 20%，这样的税收显然过高。中国游艇产业处于刚起步阶段，少部分人购买 1000 万人民币左右的游艇，而这其中就包括了 400 万左右的税，这样也就把另一部分犹豫的人挡在了游艇市场之外。

◆ 游艇俱乐部的不断完善，促使游艇消费由潜在需求转化为现实需求

游艇俱乐部是游艇前期制造、中期销售以及后期休闲、保养的转换中枢神经，是游艇消费走向规范、成熟的主要标志。游艇以及相关的一系列休闲活动的经营，主要依托于专业的游艇俱乐部，游艇俱乐部是游艇活动最重要的场所。

现代游艇俱乐部，已经发展成集餐饮、娱乐、住宿、商务、停泊、维修保养、补给、驾驶训练等多功能于一体的大型场所。目前全国已有 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。从南方的深圳、珠海，到东部的上海、江苏，及至北方的青岛、天津、大连，在长达数千公里的海滨、湖泊地域，涌现出了各种类型的游艇俱乐部。游艇俱乐部甚至还“涉足”到了中西部的成都、重庆、青海等地区。据中国船舶行业协会船艇分会统计，2008 年全国正式注册营业的游艇俱乐部总数 67 家左右，还有一批正在规划和建设之中，主要分布在珠三角、长三角和环渤海经济区。

图表 23：我国游艇俱乐部地区分布



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

◆ 国家及地方政策不断推动，海南试点有望引发游艇市场升温

2006年9月，中国海事局发布了《关于加强游艇管理的通知》，对游艇的登记、检验、驾驶员培训和考试、航行及停泊水域等方面做出了明确规定，2009年1月，国家海事局《游艇安全管理规定》的颁布实施，国家开始关注游艇行业发展，是游艇行业发展的一个里程碑。

近年来，游艇的高附加值效应引起了国家及国内各沿海省市的高度重视。2009年12月国务院下发《关于加快发展旅游业的意见》，首次提出把旅游业培育成国民经济战略性支柱产业，并作为新兴产业和经济增长点加以培育扶持。国务院还首次提出，1、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；2、把邮轮、游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录；3、积极支持利用荒滩、边远海岛等开发旅游项目。

从地方政府来看，目前我国辽宁、河北、山东、江苏、上海、浙江、福建、广东、海南、重庆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有所发展，其中以深圳、珠海、三亚、厦门、上海、青岛、日照、天津、大连等地发展较快。

图表 24：各城市出台的游艇业相关政策

地区	游艇相关政策
上海	制定了游艇行业发展总体规划和纲领性文件根据有关规划，未来上海将建设 10 座以上的游艇码头
深圳	将游艇产业列为该市优先发展的行业之一
珠海	已确定游艇产业为该市特色产业，出台了《珠海市加快发展游艇产业若干政策》
杭州	将游艇及相关产业作为该市鼓励和促进的产业发展重要方向
广州	将休闲产业作为海港经济发展的重点产业之一，提出“充分利用广州发展休闲航海业的资源优势 and 条件，规划发展海上旅游观光及休闲航海产业，打造区域性国际休闲航海旅游基地”
厦门	致力于打造海西游艇产业中心、“游艇之都”
天津	天津正式出台了滨海旅游区总体规划，将把滨海新区打造成为集世界级主题公园、游艇基地、海上休闲总部于一体的国际旅游目的地
三亚	三亚的“十一五”规划中明确指出：积极鼓励发展私人游艇和企业会所，建设中国一流的游艇基地和会展基地

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

2009年12月31日，《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》发布，建设海南国际旅游岛成为国家的重大战略部署，而游艇旅游则是海南国际旅游岛的重要组成部分。《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》明确提出：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；支持海南举办国际大帆船拉力赛；积极推进游艇码头建设；培育发展游艇、轻型水上飞机等旅游装备制造业。

2010年11月23日，海南省人民政府公布《海南省游艇管理试行办法》正式出台施行，即日起境内外非经营性活动的游艇在海南检验登记将更加宽松、认证更加灵活、出入境手续更加简便、通关更加快捷、

游览观光的空间更大。

海关总署为海南建设国际旅游岛“量身定做”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》于2011年4月15日开始实施,《办法》对海南省游艇的停靠地、逗留时间、游艇担保和出入境管理等方面做出了更方便简化的监管规定,对海南省发展游艇产业提供了政策支持,这也为其他省市提供了借鉴。

据统计,全国17个省市将游艇业列入地方“十二五”发展规划,可见各地发展游艇产业的兴趣非常大。海南试点若能顺利进行,将为在全国其他地区的铺开提供借鉴意义,游艇市场也有望迅速升温。

我国特种艇市场发展潜力大

在我国复合材料船艇市场中,特种艇市场也占有极为重要的地位。这些非游艇类船艇的用户主要为政府与水上活动有关的部门,如海事部门、公安部门、水利部门和军队等。据预计,未来五年国内特种艇市场将保持20%左右的复合增长率。

特种艇的需求增长主要来自以下几个方面:

第一、随着我国领水开发程度的提高和水上交通事业的发展,公安、渔政、海事、水政、环保等部门对水上执法装备的要求将不断提高,需要新添和更新大量公务船艇;

第二、近年来,我国港口建设不断加快,各类高速引航船艇的需求量也在不断上升。复合材料引航艇具有重量轻、航速快、经济性好等优点,公司已经为上海、厦门、福州、深圳、连云港等港口建造了多艘具有国际先进水平的引航艇;

第三、军用复合材料船艇性能特殊,成为新型军事装备中极为重要的一类,被广泛用于沿海巡逻、扫雷以及低强度的军事冲突,随着我国国防现代化建设的不断加速,各类装备的更新速度也进一步加快,对军用复合材料船艇的需求也大大增加,以满足新形势下军事任务的需要。

行业竞争格局和公司的竞争优势

全球游艇制造业较为分散,呈金字塔形竞争态势

从全球范围来看,复合材料船艇制造业分散度较高,没有形成明显的行业制造中心和龙头企业。据不完全统计,目前全世界主要游艇建造国家拥有游艇建造厂超过3700多家,分散在多个不同的国家。其中约有1500家在美国,意大利有500家,英国有300家,法国有156家,北美和欧洲是当今世界最大的游艇生产地。

图表 25: 世界主要游艇生产国

地区	产量占比
美国	78.1%
法国	5.7%
澳大利亚	3.8%
意大利	2.5%
德国	2.3%
芬兰	1.9%
日本	1.3%
新西兰	0.9%
希腊	0.9%
挪威	0.6%
英国	0.5%
葡萄牙	0.4%
荷兰	0.2%
南非	0.2%
土耳其	0.2%
爱尔兰	0.1%
克罗地亚	0.1%
丹麦	0.1%

资料来源: 中国船舶工业行业协会船艇分会, 华泰证券研究所

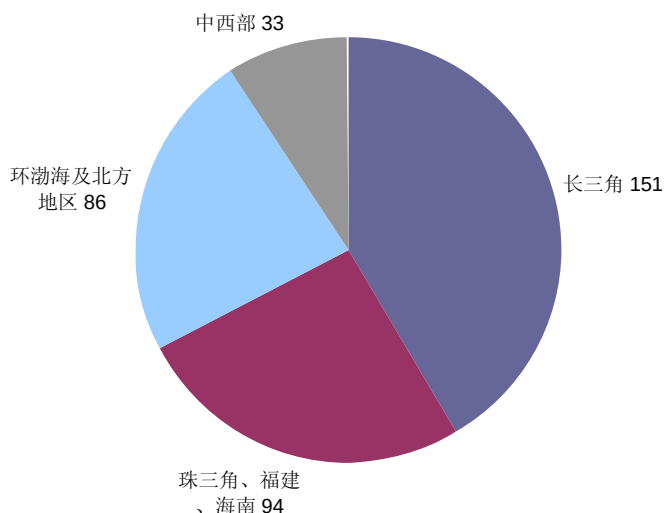
国际游艇业的竞争呈金字塔形的态势,以美国为例,金字塔的顶端为美国 Brunswick 集团和美国 Genmar 集团;金字塔的中层为营业额为数千万至数亿美元的 10 余家企业;金字塔的底层为数量超过千家的定制型企业 and 修船厂。欧洲的情况同样如此,以意大利为例,其金字塔的顶端为 Ferretti 集团和 Azimut-Benetti 集团;金字塔中层和底层的情况与美国类似。金字塔结构上层的企业以全球为市场,凭借卓越的设计水准和强大的技术实力不断推出新产品进行竞争。中层和底层的游艇企业竞争力相对较弱,但由于游艇的个性化差异远远大于汽车等行业,各个层次的企业均可以发展适合自己的客户群体,拥有生存发展的空间。

总体上看,国际游艇制造行业并未呈现出较高的行业集中度,美国和西欧是游艇产业的主要地区,很多游艇企业历史悠久,具有丰富的游艇设计和制造经验,市场竞争力较强。

我国游艇制造业起步较晚,行业分散

我国复合材料船艇行业起步于上世纪七十年代末。目前国内复合材料船艇行业内企业数量众多,行业集中度较低,尚未有某一企业能够占据绝对的市场份额。据中国船舶工业行业协会船艇分会统计,2009 年我国有复合材料船艇企业有 364 余家,主要分布在华东、华南、环渤海、长江中游等几个区域但 90%以上为小型企业,只能生产 10 米以下的船艇或者专门生产船舶零部件。

图表 26: 我国复合材料船艇地域分布

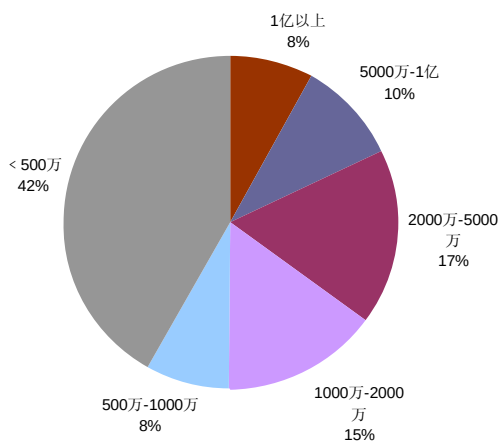


资料来源：中国船舶工业行业协会船艇分会，华泰证券研究所

根据中国船舶工业行业协会船艇分会统计，在 2009 年全国复合材料船艇制造企业中，游艇制造企业约为 82 家，这些游艇企业的产品主要包括两大系列：第一，公务艇、快艇、冲锋舟、执法艇、渔船、安保艇、救生艇等公务类船艇。第二，游艇、动力帆船、小游艇、游览船、中档游艇、双体豪华游艇、冲浪艇、观光艇、商务艇、等休闲娱乐船艇。

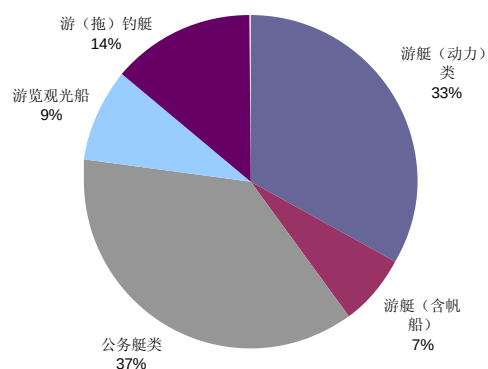
中国船舶工业行业协会船艇分会对 2009 年全国 57 家主要游艇企业进行了抽样分析，发现我国游艇业总体还是一个外向型行业，大部分产品出口国外；游艇企业规模还比较小，主营业务收入超过 1 亿元的企业只占 8%；游艇企业产品较为分散，游艇、帆船产品生产企业占到 40%，公务艇类生产企业占 37%。

图表 27: 主营收入亿元以上的企业只占 8%



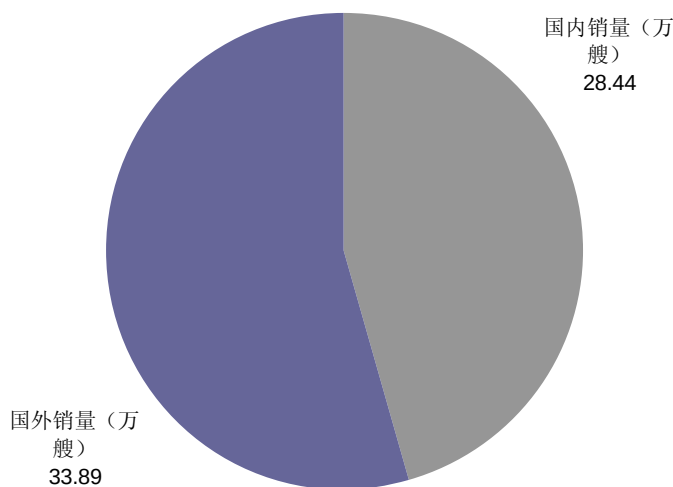
资料来源：中国船舶工业行业协会船艇分会，华泰证券研究所

图表 28: 各种船艇生产厂家分布



资料来源：中国船舶工业行业协会船艇分会，华泰证券研究所

图表 29: 我国游艇行业为外向型



资料来源：中国船舶工业行业协会游艇分会，华泰证券研究所

就国内游艇市场的竞争格局来看，可分为以下几个层次：①国际顶级品牌如英国 Sunseeker、意大利 Ferretti 等，占据了国内游艇产业的最高端，但由于上述品牌产品价格较高，受众较窄，在国内销售数量较低；②太阳鸟、美国 Brunswick、显利（珠海）造船、东莞杰腾（台资）、珠海江龙、佛山宝达和上海红双喜游艇公司等，占据了国内游艇市场的中高端，其中显利、杰腾、红双喜等企业以出口游艇为主，仅有少量产品参与国内市场竞争，在特种艇方面公司的竞争对手主要是珠海江龙、佛山宝达和常州玻璃钢造船厂等。③其他船艇企业仅有少量游艇的生产，竞争力不强。

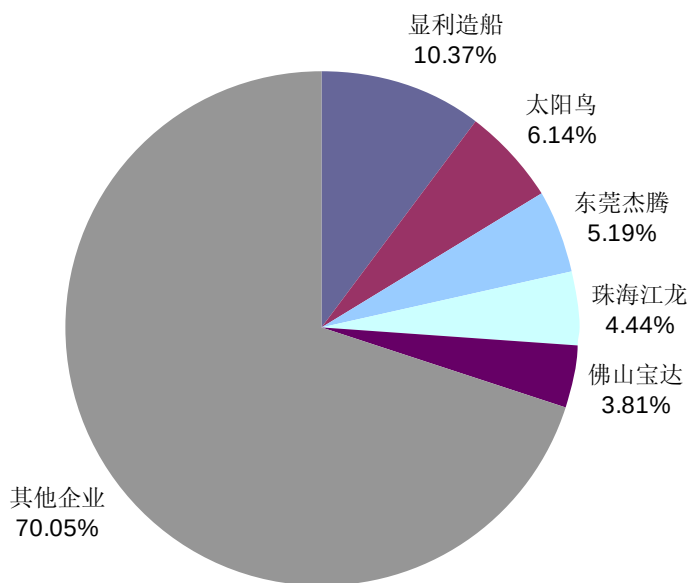
图表 30: 我国主要游艇企业 2008 年产值

企业名称	主要产品	2008 年产值 (万元)	2008 年行业排名
显利(珠海)造船有限公司	游艇、工程船	28000	1
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	16583	2
东莞杰腾造船有限公司	拖船型游艇	14000	3
珠海江龙船舶制造有限公司	复合材料商务艇、特种艇	12000	4
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	10280	5
珠海市琛龙船厂有限公司	复合材料特种艇、渔船、游艇	10140	6
上海红双喜游艇公司	游艇、帆船	9210	7
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	9170	8

上海宝岛游艇有限公司	复合材料游艇	9100	9
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	4500	10

资料来源：中国船舶工业行业协会船艇分会，华泰证券研究所

图表 31：2008 年公司占复合材料船艇市场份额的 6.14%



资料来源：中国船舶工业行业协会船艇分会，华泰证券研究所

在国内特种艇市场，太阳鸟、珠海江龙船舶制造有限公司、佛山宝达船舶工程有限公司、常州玻璃钢造船厂等企业，占据了行业的中高端市场，有能力在招标中获得国家海洋局、海关、港口引航站及军事单位等高端客户的订单；大量低端企业以生产多用途快艇和冲锋舟为主，产品同质化严重。

公司的竞争优势

◆ 公司自主研发能力强，能为公司快速成长提供支撑

公司目前拥有研发人员约 120 人，是目前国内规模最大、实力最强的设计团队，未来几年研发人员计划扩充到 400 人。公司研发中心——湖南现代游艇技术研究与工业设计中心现为省级研发中心，也是国内首个省级游艇设计中心。公司在上海设立兰波湾主要是利用上海的区位优势 and 人才优势提高公司的设计研

发实力。

截至 2011 年 6 月 30 日，公司拥有 39 项专利，其中发明专利 1 项、实用新型专利 8 项、外观设计专利 30 项。此外，公司通过与美国、意大利等知名游艇设计师的长期合作，与国际先进的设计理念和设计文化保持同步，并加以吸收创新，使得公司设计能力处于国内领先地位。同时继续走产学研结合的道路，公司已与湖南大学合作建设游艇设计中心，并与武汉船舶职业技术学院等高校签订了合作协议，由公司翻译编写教材，在国内率先培养游艇设计人才，充实公司设计团队。

图表 32：历年公司获得的奖项

年份	奖项
2007 年	湖南省科技厅颁发的“湖南省火炬计划项目证书”
2008 年	2008 年获“省长杯”广东工业设计奖、第 14 届中国复合材料工业技术展览会颁发的“优秀创新产品奖”等
2009 年	2009 年获“中国创新设计红星奖”、首届“芙蓉杯”国际工业设计创新大赛企业组创新金奖
2010 年	第二届“芙蓉杯”国际工业设计创新大赛企业创新奖、第五届“省长杯”优良工业设计作品奖等

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

自主研发实力的强大并不仅仅体现在公司能够设计出很好的作品，还能实实在在地提升公司各个方面的实力。公司目前有研发部分分为一个开发部和两个技术部（湖南和珠海各一个），开发部负责概念设计和开发设计，技术部负责送审设计和施工设计。比如研发部门和市场营销部门配合得很密切，公司可以在接单前就完成图纸送审，缩短了接单后的生产准备时间，从而可以对订单进行快速反应。

◆ “规模+定制”的商业模式实现了游艇制造的快速反应

公司商业模式的优势主要表现为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。由于客户需求的个性化，复合材料船艇的生产特点是“少批量、多品种”，因此大多数复合材料船艇企业采用离散型的生产模式。上述模式能够解决市场需求个性化的问题，但另一方面也使得生产的准时性与可靠性难以把握，成品制造成本和交货周期均难以控制。针对上述问题，公司在经营模式上创新性提出了个性化营销与标准化生产相结合的商业模式：即一方面，在生产环节实现标准化、模块化，尽可能消除无效的劳动与浪费，不断降低成本，提高生产的灵活度；另一方面，在营销环节采用与用户间的个性化营销方式，加强与客户之间的互动关系，使双方在交互中实现价值增值。公司创新性的商业模式解决了个性化需求和定制化服务之间的矛盾，大大提高了公司的市场响应速度，实现了“规模+定制”的理想商业模式。

◆ 公司规模不断扩大，产品线齐全且不断开发新船型

目前公司拥有湖南沅江和广东珠海两个生产基地，是国内生产场地规模最大的船艇企业之一，足够的经营空间使得公司有能力满足各类客户的需求。

公司的产品结构涵盖私人游艇、商务艇和特种艇。公司产品在珠海主要以私人游艇、商务艇为主，在湖南主要以商务艇、特种艇为主。与同类企业相比，这种独有的齐全的产品结构既保持了公司产品的全覆盖型，又可以有效地针对不同客户的要求，在不同的地点安排生产。齐全的产品结构与我国现阶段复合材料船艇行业的市场状况相适应：特种艇市场增长稳定，是公司保持业绩稳定增长的基础；而游艇市场增长较快，为公司成长提供了广阔的空间。

图表 33：公司正在研发的新船型

产品类别	产品类别系列名称	产品规格	目标客户
游 艇	凤鸟系列	115 英尺-138 英尺	糅合现代元素与中国文化，目标客户为国内富豪阶层、大型企业
		98 英尺-118 英尺	
		96 英尺-116 英尺（运动型）	
	普兰帝系列	95 英尺-125 英尺	美国风格产品，目标客户为美国富裕阶层
		52 英尺-72 英尺（运动型）	美国新兴富裕阶层，突出产品时尚性
	拉斐尔系列	89 英尺-109 英尺	欧洲风格产品，目标客户为欧洲富裕阶层
		61 英尺-71 英尺（运动型）	欧洲新型富裕阶层，突出产品时尚性
	蓝宝石系列	125 英尺-138 英尺（双体）	国内大型旅游机构，风景名胜区
		105 英尺-125 英尺	
特种艇	巡逻艇系列	55 米复合材料猎雷艇	军事部门

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

◆ 产品性价比优势明显

相比于意大利 Azimut-Benetti、意大利 Ferretti、美国 Brunswick 等国际性游艇企业以及台湾地区的游艇企业，公司游艇产品的性价比十分突出。通过近几年的发展，公司游艇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。在国际金融危机的背景下，公司产品的性价比更易于体现，有利于提升公司国际、国内游艇市场的份额，中国金茂集团、华为公司、中信轮船公司等知名企业已成为公司客户，公司自主品牌游艇已成功进入国际市场。

盈利预测与估值

公司当前自有产能约为 2.5 亿元左右,通过外租 1 亿元产能,当前可利用的产能为 3 亿元至 4 亿元。2011 年全年可实现的销售收入大约为产能的体现。公司募投项目明年年底开始达产,明年年底开始达产,珠海扩建项目明年年底完工,公司 2012 年可达到 5-6 亿元的产能。通过对公司生产流程的了解,我们认为公司产能对销售的约束并不是十分严格,公司可以通过提升产品单价以及增加模具(新模具生产周期为 2 个月)或重新组合现有的模具(模具通用性较强)等手段适度扩大销售额。

当前公司在手订单充足,约为 4-5 亿元左右。去年年底公司与国家海洋局签订了 34 条海岛保护和管理执法快艇的建造合同,合同总金额 2.72 亿元(含税)。这些订单上半年未确认收入,主要集中在下半年陆续交付,据公司管理层预计,其中的大部分可以今年下半年交付,剩下的需要明年交付。

我国游艇的潜在市场巨大,但是其启动需要时间,3-4 年或许看不到大的爆发,国内游艇业务短期内我们认为将以平稳增长为主。全球游艇市场非常庞大,公司在出口方面可以有很大作为。公司已经在海外营销方面有一定布局,当前大力正在进行海外拓展,公司海外子公司意大利马可罗波公司等人员已到位,正积极开拓出口游艇业务。另外公司拟以超募集资金中的 2200 万元向全资子公司普兰帝(香港)增资,支持其拓展香港及世界市场。我们认为,从整体上看,近几年公司游艇业务有望保持平稳增长。

在特种艇生产方面,公司具备强大的特种艇生产实力,随着海岛维权的不断推进和海岛保护力量的不断加强,我们预计公司未来 2-3 年特种艇的收入将有望继续实现比较快的增长。

全球来看,游艇行业都是属于手工打造的产品,生产流水线化很低,规模很难做大,行业较为分散,高端和低端共存,要做大做强,兼并收购是一个比较好的途径。公司目前在手资金充裕,国内标的众多,我们预计公司未来将在兼并收购方面有所作为。

另外,由于游艇服务市场蕴含巨大商机,我们认为公司非常有可能进入游艇俱乐部领域。如果公司业务员拓展到游艇服务业务,实现产业链一体化,那公司将充分分享游艇行业爆发带来的收入增长空间,长期成长性更加值得看好。

不考虑可能发生的兼并收购和进入新的游艇服务领域,我们预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年将实现销售收入 4.07 亿元、5.56 亿元和 7.37 亿元,分别实现 EPS 0.44 元、0.63 元和 0.86 元。预计未来几年公司收入的复合增长率将至少保持在 30%-40%,我们认为公司合理估值为 2012 年 35 倍 PE,未来 6 个月目标价为 22.19 元。

公司在国内游艇行业内强大的综合实力,短期内特种艇业务增长确定,未来也完全有能力分享我国游艇市场潜在需求,且考虑到公司未来兼并收购和将业务拓展到游艇服务市场,实现产业链一体化,将充分分享我国游艇行业爆发带来的收入增长空间,我们给予公司“推荐”评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	753	750	729	855
现金	586	474	359	384
应收账款	51	56	86	103
其他应收款	5	19	24	30
预付账款	36	61	78	102
存货	74	140	183	234
其他流动资产	2	1	1	1
非流动资产	222	302	449	503
长期投资	0	0	0	0
固定资产	145	228	362	423
无形资产	19	18	18	18
其他非流动资产	58	55	69	61
资产总计	975	1052	1179	1358
流动负债	188	213	279	367
短期借款	60	0	0	0
应付账款	38	69	87	116
其他流动负债	91	145	193	251
非流动负债	3	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3	2	2	2
负债合计	191	216	282	369
少数股东权益	0	0	0	0
股本	87	139	139	139
资本公积	629	577	577	577
留存收益	68	121	181	273
归属母公司股东权益	784	837	897	989
负债和股东权益	975	1052	1179	1358

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	34	51	89	150
净利润	32	61	88	120
折旧摊销	15	20	33	47
财务费用	2	-4	-4	-4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-18	-30	-30	-13
其他经营现金流	3	4	1	0
投资活动现金流	-68	-99	-180	-100
资本支出	67	100	180	100
长期投资	-0	-0	0	0
其他投资现金流	-1	1	-0	-0
筹资活动现金流	582	-65	-24	-24
短期借款	26	-60	0	0
长期借款	-10	0	0	0
普通股增加	22	52	0	0
资本公积增加	565	-52	0	0
其他筹资现金流	-21	-5	-24	-24
现金净增加额	548	-112	-115	26

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	244	407	556	737
营业成本	149	254	348	466
营业税金及附加	2.7	5.7	7.2	8.8
营业费用	14	27	35	44
管理费用	38	53	67	81
财务费用	2.3	-3.6	-4.2	-3.7
资产减值损失	1	0	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	0	0
营业利润	36	71	102	140
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	0	0	0	1
利润总额	36	72	104	141
所得税	4	11	16	21
净利润	32	61	88	120
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	32	61	88	120
EBITDA	54	87	132	183
EPS (元)	0.37	0.44	0.63	0.86

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	34.2%	66.9%	36.7%	32.4%
营业利润	21.1%	94.6%	45.0%	36.5%
归属于母公司净利润	14.1%	91.1%	44.3%	36.1%
获利能力				
毛利率(%)	38.9%	37.7%	37.4%	36.8%
净利率(%)	13.1%	15.0%	15.9%	16.3%
ROE(%)	4.1%	7.3%	9.8%	12.1%
ROIC(%)	13.1%	15.5%	15.4%	19.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	19.5%	20.5%	23.9%	27.2%
净负债比率(%)	31.23%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.01	3.52	2.61	2.33
速动比率	3.62	2.86	1.96	1.69
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.40	0.50	0.58
应收账款周转率	6	7	8	7
应付账款周转率	4.68	4.77	4.49	4.60
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.44	0.63	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.37	0.64	1.08
每股净资产(最新摊薄)	5.64	6.01	6.45	7.11
估值比率				
P/E	85.27	44.61	30.92	22.72
P/B	3.48	3.26	3.04	2.76
EV/EBITDA	41	25	17	12

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。