

太阳鸟 (300123)

增持/调低评级

股价：RMB17.6

分析师

王轶铭

SAC 执业证书编号:S1000511060003

(0755) 8212 5086

wangyiming@mail.htlhc.com.cn

肖群稀

SAC 执业证书编号:S1000511090010

(0755) 8212 5086

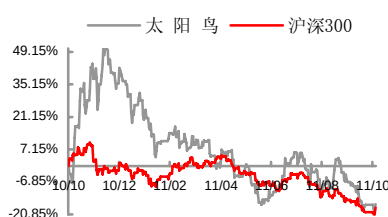
xiaoqunxi@mail.htlhc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	139
流通 A 股 (百万股)	139
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	2,448

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

太阳鸟逆风启航

打造游艇新传奇

- 公司是国内规模最大,具有自主设计能力的复合材料船艇整体方案提供商。公司主要产品为特种艇、私人游艇和商务艇,提供从方案设计、产品制造、维修服务 etc 全方位一体化整体解决方案。自主创新和国际合作使公司设计能力处于国内领先水平,工艺和材料技术达到国际水平。公司已经树立了良好的品牌形象,拥有一批稳定的优质客户。
- 公司受益我国海洋经济发展和海洋执法需求快速增加。未来五年海洋经济占我国 GDP 的比重将从 9% 提高到 20%, 伴随海洋经济发展,海洋、海事、渔政等部门的水上执法装备需求快速增长。特种艇的市场规模预计达 150 亿元以上。公司与海洋局等政府部门长期保持良好的合作关系,将极大的受益我国海洋执法装备需求增长。
- 我国游艇产业巨大的潜在市场将打开公司未来成长空间。国民收入持续增长,扶持游艇行业发展的产业政策以及下游配套设施逐渐完善,都为我国游艇市场发展奠定了良好基础。预计“十二五”末,我国游艇年销售额可达 300 亿人民币。公司已经在游艇产业取得了先发优势,必然将分享未来游艇产业巨大的市场蛋糕。
- 外延式增长是公司成长的新动力。公司收购广东宝达 100% 股权,介入高速艇行业,迈出外延扩张第一步。此次收购优化了公司产品结构,增强了公司在高速艇方面的实力。作为 A 股第一家游艇上市公司,太阳鸟融资优势明显。以外需为主的贴牌游艇制造公司经营环境已恶化,公司或将继续通过收购实现行业整合,为游艇行业高速成长时代的到来做好准备。
- 投资建议-首次给予“增持”评级:受益我国海洋执法需求的增加,特种艇和公务艇业务保证了公司近 2 年的快速成长,未来游艇市场将为公司打开更加广阔的空间,我们看好公司发展前景。预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.44、0.70、1.04 元,给予 2012 年 28~30 倍的 PE,对应合理价值区间为 18.9~21.0 元,首次给予“增持”评级。
- 风险提示: 1) 游艇行业政策风险; 2) 募投项目进度低于预期,产能受限。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	243.8	384.1	667.2	976.9
(+/-%)	34.2	59.4	73.7	46.4
归属母公司净利润(百万元)	32.0	61.2	97.9	144.6
(+/-%)	14.1	91.5	59.8	47.7
EPS(元)	0.23	0.44	0.70	1.04
P/E(倍)	76.6	40.0	25.1	16.9

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

一、自主品牌的复合材料游艇领军者.....	5
1.1 公司简介	5
3.1 公司产品介绍	6
1.2 收入快速增长，毛利率稳定	7
二、复合材料游艇制造业市场空间巨大	10
2.1 复合材料游艇制造业概述	10
2.2 受益于海洋经济发展，特种艇市场增长有保障	12
2.3 受益于消费升级，游艇行业有望爆发式增长	13
三、公司投资价值分析.....	23
3.1 公司品牌、规模优势明显	24
3.2 公司设计、技术能力领先	25
3.2 商业模式创新，致力成为整体方案提供商	26
3.3 受益下游广阔的市场空间，收入快速增长	27
3.4 外延扩张为公司增长提供新动力	29
四、收入预测与投资建议	31
4.1 收入预测	31
4.2 估值比较	31
4.3 投资建议	32
风险提示	33
附件	34

图表目录

图 1:	公司股权结构	5
图 2:	公司营业收入及增速	7
图 3:	公司净利润及增速	7
图 4:	公司收入构成（分产品）	8
图 5:	公司毛利率构成（分产品）	8
图 6:	公司收入构成（分船型）	8
图 7:	公司毛利率构成（分船型）	8
图 8:	轮机系统成本占原材料成本的一半	9
图 9:	复合材料分类	10
图 10:	复合材料分船艇分类	10
图 11:	复合材料船艇行业产值 2008 年开始爆发	11
图 12:	2011 年 1-7 月复合材料船艇行业出口交货值增速回升	11
图 13:	中国海洋生产总值逐渐增加	12
图 14:	中国海洋行政执法次数逐年增加	13
图 15:	中国海洋执法船船艇数量	13
图 16:	2008 年世界各国游艇保有量	14
图 17:	世界主要游艇生产厂商市场份额占比	15
图 18:	美国舷外挂机艇和小型艇销售占比 60%以上	16
图 19:	美国舷外挂机艇和小型艇均价 1.8-5 万美元	16
图 20:	超级游艇制造国份额占比	16
图 21:	美国人均 GDP3000 美元时，游艇经济开始萌芽	17
图 22:	我国人均 GDP 已经超过 3000 美元	17
图 23:	个人可投资资产上千万的富豪有 58.5 万人	18
图 24:	千万富豪中打算购买游艇的比例	18
图 25:	美国城镇居民人均可支配收入与游艇年零售额的线性回归	19
图 26:	我国城镇居民人均可支配收入与复合船艇年零售额的线性回归	19
图 27:	国内游艇年销售额 2013 年开始高速增长	19
图 28:	游艇俱乐部分布情况	20
图 29:	海南省游艇驾照成倍增长	23
图 30:	进口游艇与国产游艇不同税率的比较	23
图 31:	国内复合材料游艇行业市场份额	24
图 32:	公司主要客户	25
图 33:	公司商业模式：设计-制造-销售-服务的整体方案提供商	26
图 34:	特种艇业务是未来 2 年公司业绩增长的可利保证	28
图 35:	商务艇业务维持平稳增长	28
图 36:	2013 年游艇业务或将爆发式增长	29
图 37:	广东宝达游艇公司产品产销量预测	29
图 38:	广东宝达游艇公司收入预测	29
图 39:	太阳鸟 PE BAND	32
图 40:	太阳鸟 PB BAND	32

表格 1: 公司产品谱系	6
表格 2: 原材料使用系统分类	9
表格 3: 国内特种艇主要生产厂商	13
表格 4: 游艇行业产业链	14
表格 5: 中国游艇市场游艇销售主要规格及价格区间	16
表格 6: 主要沿海城市游艇码头建设	20
表格 7: 2011 年国内主要游艇展推荐列表	21
表格 8: 游艇行业相关产业政策	21
表格 9: 沿海各省市积极出台政策鼓励游艇产业发展	22
表格 10: 公司工艺创新	26
表格 11: 营销服务网络建设	27
表格 12: 募集资金使用情况	30
表格 13: 太阳鸟主营业务结构	31
表格 14: A 股创业板上市公司估值对比	32
表格 15: 复合材料船艇行业主要企业的市场份额及产品情况	34

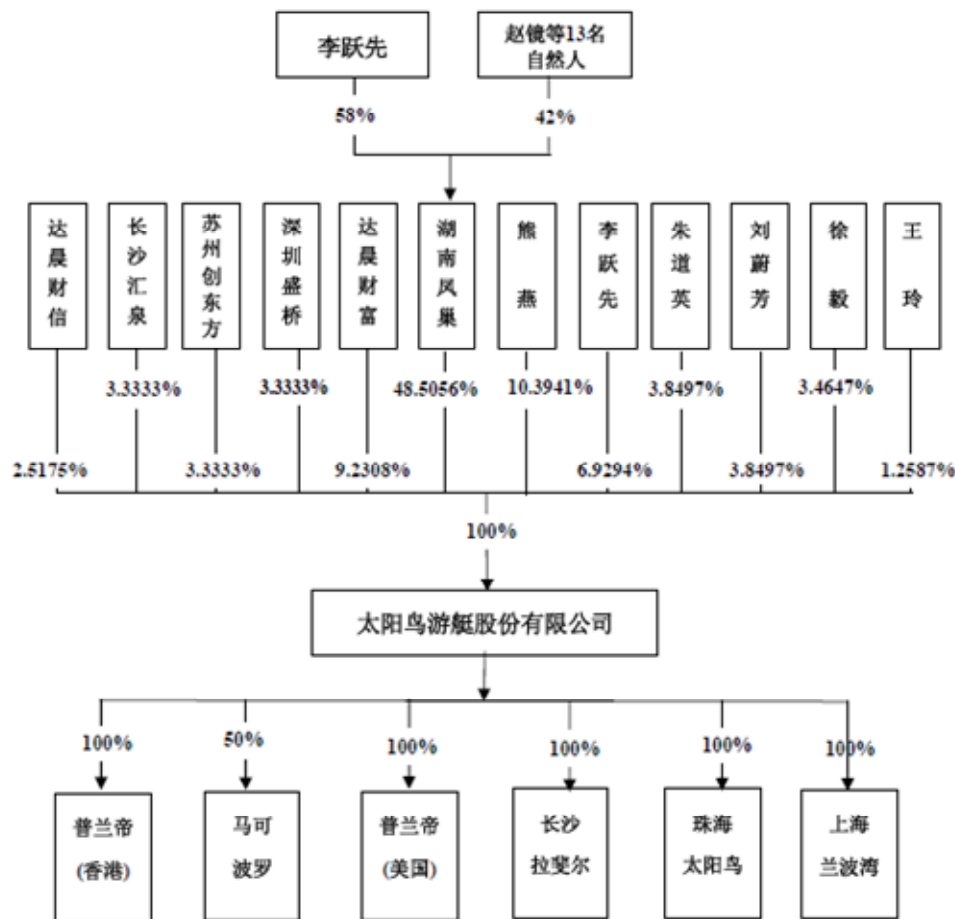
一、自主品牌的复合材料船艇领军者

1.1 公司简介

太阳鸟创建于 2003 年，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，拥有自主品牌的复合材料船艇企业。

公司以“自强不息，天道酬勤”为经营理念，未来的发展目标是：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。

图 1： 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

3.1 公司产品介绍

公司主要产品为复合材料船艇，按照用途分类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，主要用于个人休闲娱乐、商务活动、水上旅游观光、水上执法以及军事等领域。其自行设计和生产的多款游艇产品代表了我国游艇工艺技术的最高水平。公司将受益于消费升级和海洋经济发展带来的游艇行业和特种艇行业的增长。

表格 1：公司产品谱系

产品分类	产品谱系	产品图片
游 艇	 风鸟系列 43-98 英尺游艇	
	 圣保罗系列 98-138 英尺游艇	
	 拉斐尔系列 150 英尺游艇	
	 彼得船长系列 62 英尺钓鱼艇	
	 美兰德系列 55-75 英尺游艇	
	 兰博尔系列 88 英尺游艇	



普兰帝系列
88 英尺游艇



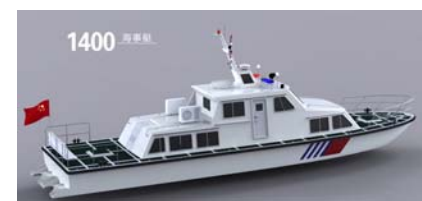
商务艇

S1000、S2000A、S3000、
S4200A、S6000 等系列



特种艇

11 米海事艇、12 米海事艇、
14 米海事艇、16 米海监艇、
19 米 A 海监艇、20 米 A 海
监艇、20 米 B 海监艇、22
米 A 海监艇

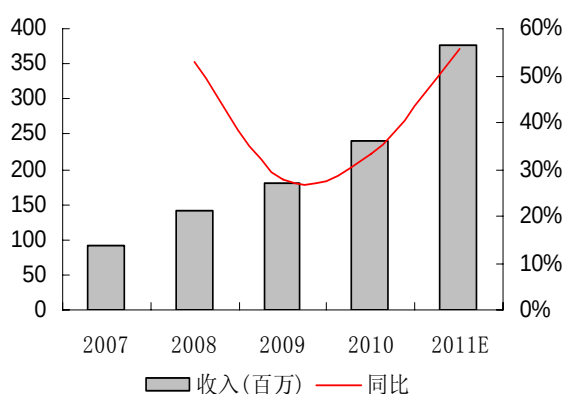


资料来源：根据公司网站资料整理、华泰联合证券研究所

1.2 收入快速增长，毛利率稳定

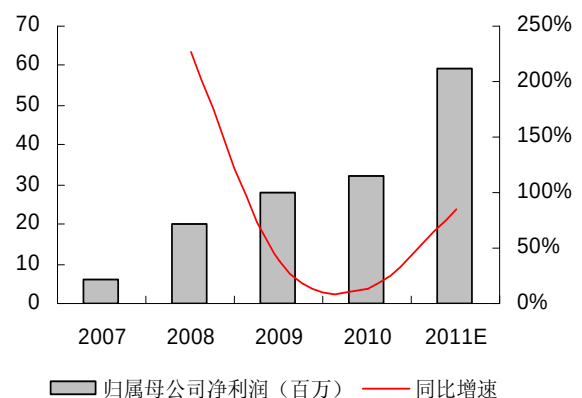
受益于我国消费升级、海洋经济发展和执法需求的增加，2007-2010 年，公司收入从 9300 万元增长到 2.44 亿元，复合增长率为 38%，净利润复合增长率为 73%。2011 年上半年，公司实现销售收入 1.37 亿元，净利润 2188 万元，同比分别增长 24.46% 和 34.81%。

图 2： 公司营业收入及增速



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

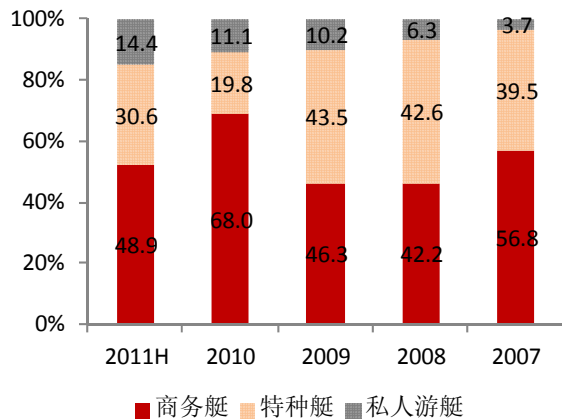
图 3： 公司净利润及增速



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

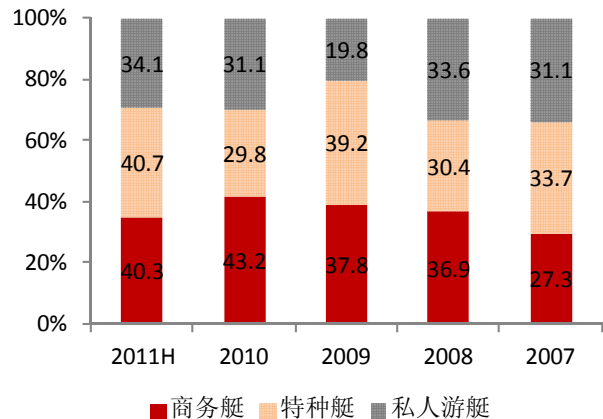
2011 年上半年，公司商务艇、特种艇和私人游艇的收入占比分别为 48.9%、30.6% 和 14.4%，毛利率分别为 40.3%、40.7% 和 34.1%。2009 年私人游艇毛利率突然降低，主要是由于公司加大为实现产品进入国际市场，打响品牌，获取更多市场订单和长期合作机会而采取灵活的销售策略所致。

图 4: 公司收入构成 (分产品)



资料来源: WIND、华泰联合证券研究所

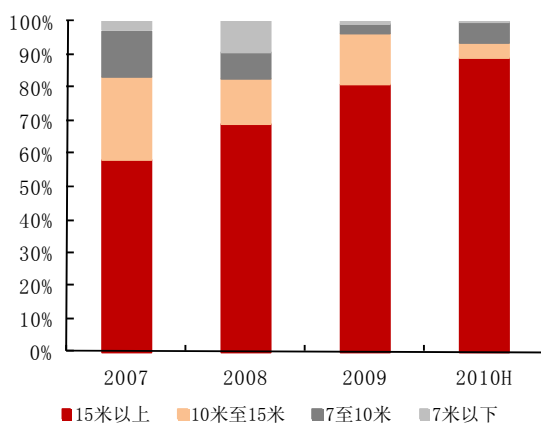
图 5: 公司毛利率构成 (分产品)



资料来源: WIND、华泰联合证券研究所

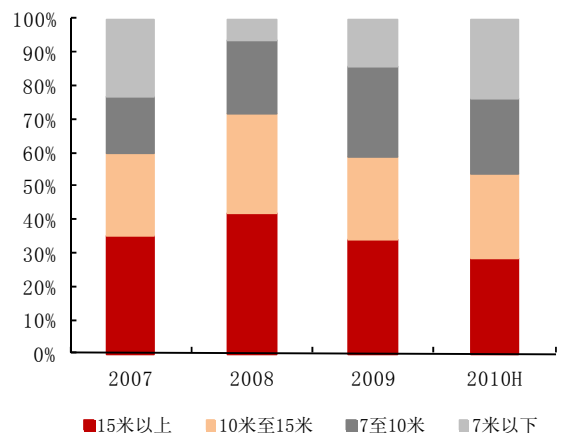
从船型结构来看, 附加值较高的大型船艇收入占比不断提高。公司 15 米以上的大型船艇毛利率在 38% 以上, 其占比从 2007 年的 57.8% 提升到了 2009 年的 80.6%, 2010 年上半年已经达到了 89.1%。

图 6: 公司收入构成 (分船型)



资料来源: WIND、华泰联合证券研究所

图 7: 公司毛利率构成 (分船型)



资料来源: WIND、华泰联合证券研究所

公司目前使用的原材料成本主要用于船体系统、轮机系统、电气系统和装饰系统四大系统, 约占主营业务成本的 80%, 比例基本稳定。其中, 发动机的成本占比达到 20% 以上。

公司从多家厂商采购的原材料和设备, 不存在对单一供应商的依赖。船体系统所用的复合材料、高分子材料行业, 我国产能全球第一, 复合材料船艇成型所需材料已完全国产化, 市场处于供大于求的局面, 各类材料市场供应充足, 价格稳定。在轮机系统采购方面, 公司与长沙潍柴产品销售服务有限公司、沃尔沃东亚有限公司、雅马哈发动机商贸有限公司等国内外知名生产厂商或其下属销售公司建立了良好的合作关系, 各类原材料和配件供应稳定。

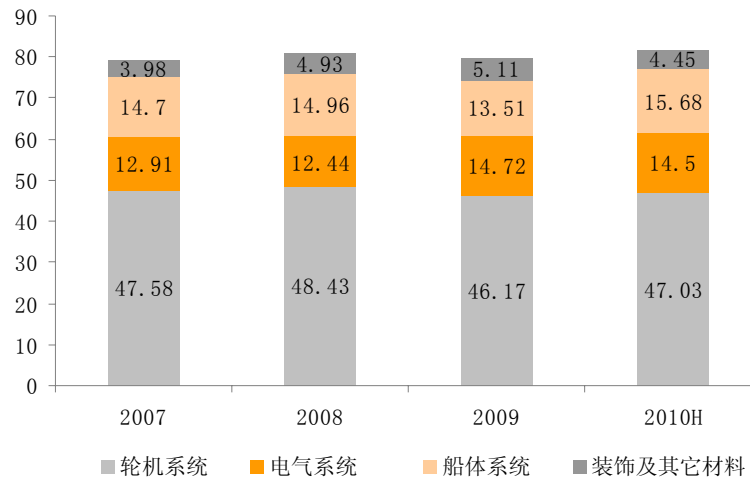
成本加成的定价模式使公司毛利率基本稳定。公司的主营产品定价采取成本加成的模式，毛利率水平保持在 35% 左右。未来几年，特种艇收入占主营收入的比重将维持在一半左右，特种艇下游客户主要为政府部门，客户稳定。总体来看，未来 3 年公司毛利将保持稳定。

表格 2：原材料使用系统分类

子系统分类	代表性原材料或设备
船体系统	玻璃纤维、多种高分子材料、树脂成型化学制剂
轮机系统	船用发动机、发电机组、辅助动力设备
电气系统	发电机组、通讯导航设备、配电板、电缆、空调、船用家电等
装饰系统及其它	各种船艇内部装饰材料及配件等

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

图 8： 轮机系统成本占原材料成本的一半



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

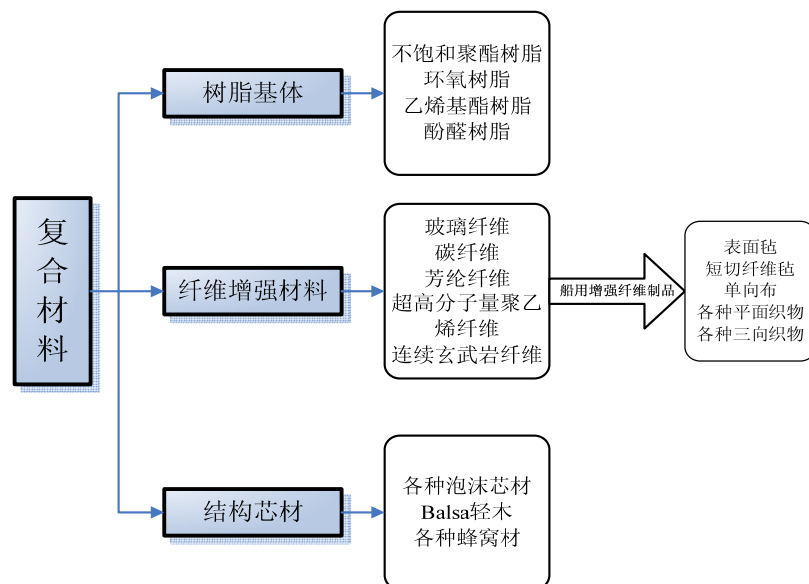
二、复合材料船艇制造业市场空间巨大

根据中华人民共和国船舶行业标准，按船体建造使用材质不同将船舶分为钢质船舶、铝质船舶、木质船舶及复合材料船舶等四类。公司所处行业是复合材料船艇制造业，受益于海洋经济发展和国内消费升级，行业将有十倍以上的成长空间。

2.1 复合材料船艇制造业概述

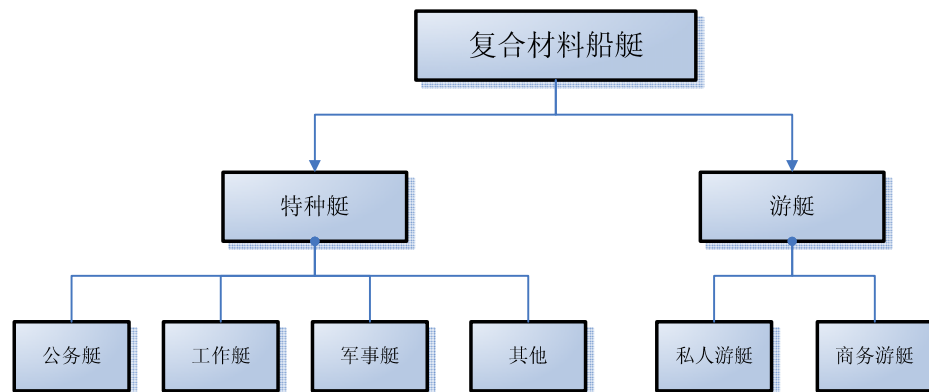
复合材料船艇是指以玻璃钢等复合材料为船体主要材料的船舶。按现有的材料技术水平，远洋商船和军舰大多由金属材料建造，复合材料主要用于制造游艇、特种艇等小型船艇。广义上来说游艇是用于游览观光、休闲娱乐、商务活动等的船艇，是邻水地区社会经济和物质文明水平发展到较高程度的产物。特种艇是政府或军事机构用于水上执法、水文、科研、抗洪救灾和进行各类军事任务的非商业复合材料船艇。

图 9： 复合材料分类



资料来源：华泰联合证券研究所

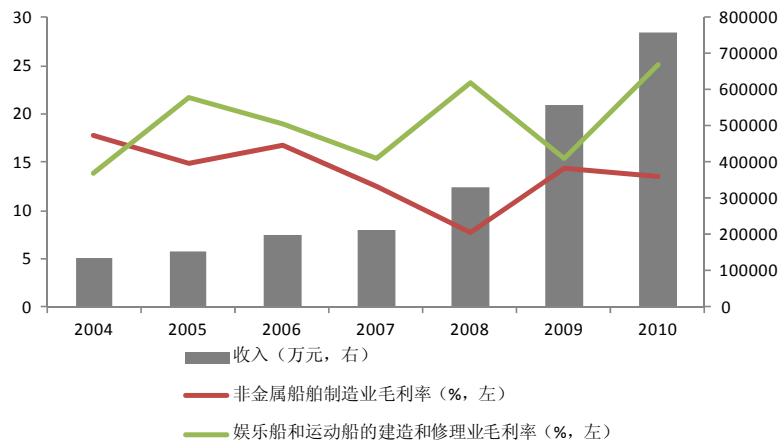
图 10： 复合材料分船艇分类



资料来源：华泰联合证券研究所

2010 年，国内复合材料船艇产值 76 亿。2004-2010 年，复合增长率为 65.12%。2011 年 1-7 月，复合材料船艇产值达 42.76 亿人民币，同比增长 20%；出口交货值 8.78 亿元人民币。其中，非金属船舶制造业的毛利率为 25%，娱乐和运动船的建造和修理业的毛利率为 13%。

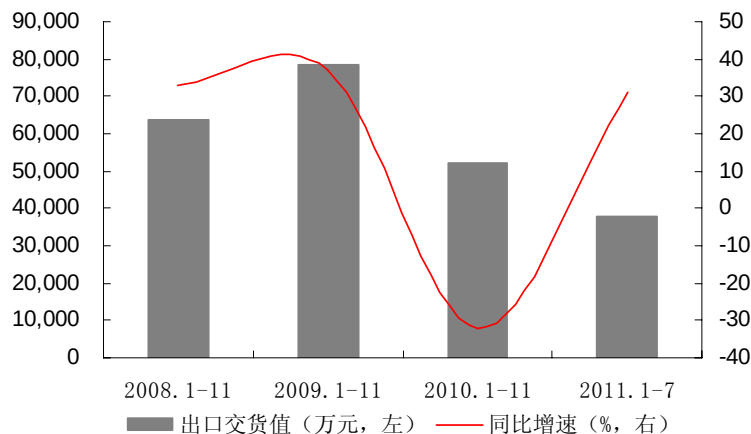
图 11： 复合材料船艇行业产值 2008 年开始爆发



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

说明：1. 复合材料船艇制造与《中国船舶工业年鉴》中的“非金属船舶制造”和“运动船和娱乐船的建造和修理”两个子行业基本对应。2. 2008 年-2010 年是 1-11 月份的数据。

图 12： 2011 年 1-7 月复合材料船艇行业出口交货值增速回升



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

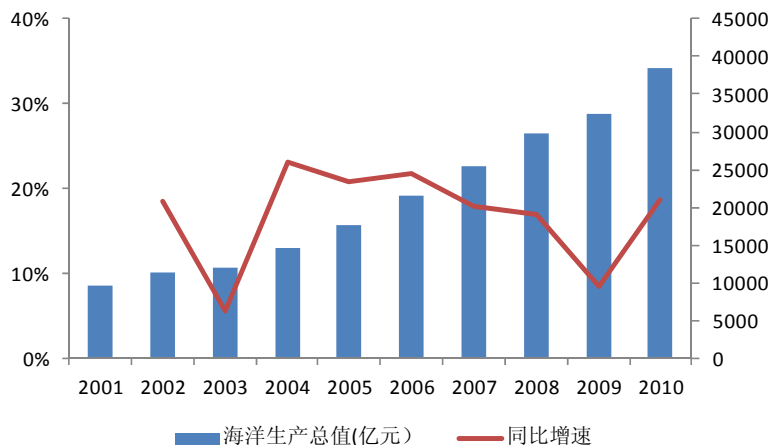
说明：1. 复合材料船艇制造与《中国船舶工业年鉴》中的“非金属船舶制造”和“运动船和娱乐船的建造和修理”两个子行业基本对应。

2.2 受益于海洋经济发展，特种艇市场增长有保障

中国是一个濒海大国，有 1.8 万多公里的海岸线，按照《联合国海洋法公约》规定，中国有 300 多万平方公里的“蓝色国土”，相当于我国陆地领土的 1/3。我国有 6,500 多座岛屿和 24,800 个湖泊，有长江、黄河、珠江、黑龙江四大水系，内陆湖泊水库星罗棋布。无论是水上执法、海岛维权、港口引航和国防现代化建设，都需要加大对复合材料船舶的投入。预计未来 5 年，国内特种艇（含金属艇和复合材料艇）的市场规模在 150 亿元人民币以上。

我国海洋经济正成为经济增长的重要推动力。2001-2010 年，我国海洋生产总值从 9,302 亿元增长到 38,439 亿元，年均复合增长率 17.08%。2010 年海洋生产总值占国内生产总值的 9.7%，《海洋局“十二五”海洋科技发展纲要》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。海洋经济将成为经济增长的重要推动力。

图 13： 中国海洋生产总值逐渐增加



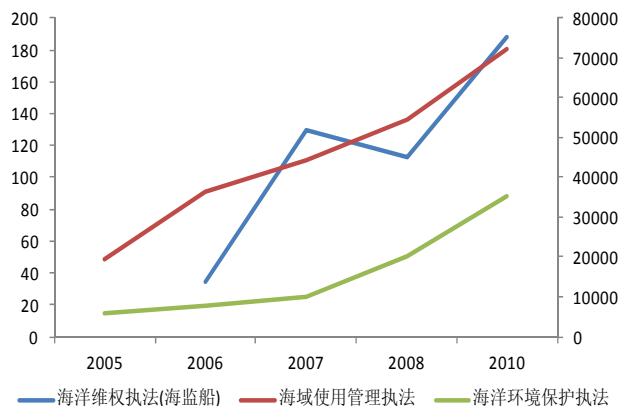
资料来源：国家海洋局网站、华泰联合证券研究所

海洋经济兴起，海洋执法力度逐渐加强。《海洋局“十二五”海洋科技发展纲要》提出，“十二五”中国将强化海域和海岛管理，健全海域使用权市场机制，推进海岛保护利用，扶持边远海岛发展。在不断加速我国海洋产业发展的同时，要更加强化专属经济区海域的管理水平和海事巡航执法的效率，以海洋执法为例，我国在管辖海域进行海洋权益维护、海域使用管理、海洋环境保护、海岛保护等方面的执法力度逐渐加强，2010 年全年海洋执法共派出海监飞机 1068 架次，海监船舶 13337 航次，执法次数大幅提高。

快速增长的水上执法需求使得公务执法船步入大规模采购期。为了提升海上突发事件的应急响应能力，增强船舶污染水域的处置水平。这就需要海上执法、监察装备跟上发展步伐。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。以作为我国海洋执法重要力量的中国海监总队为例，目前其登记在册及在建的海洋执法船艇仅有 350 余艘。据中国海监对外公布信息，到 2020 年执法船艇数量争取翻一番，未来十年就有近 400 艘执法船艇的需求空间，市

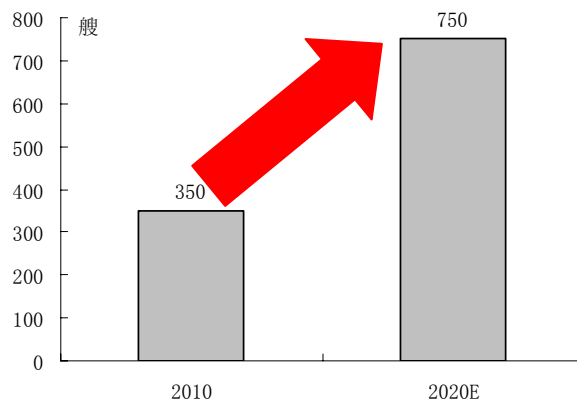
场需求总量在 300 亿元左右（含金属艇和复合材料艇），未来 5 年的市场规模在 150 亿元左右。

图 14： 中国海洋行政执法次数逐年增加



资料来源：《中国海洋行政执法公报》，华泰联合证券研究所

图 15： 中国海洋执法船舶艇数量



资料来源：根据网上资料整理，华泰联合证券研究所

国内特种艇市场的竞争状况来看，太阳鸟、海斯比、江龙船舶、珠海琛龙船厂、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。

表格 3：国内特种艇主要生产厂商

公司名称	公司简介
1 深圳海斯比船艇科技股份有限公司	成立于 2003 年，位于深圳市。公司主要产品为高速、高性能、高技术复合材料船艇。
2 珠海江龙船舶制造有限公司	成立于 2003 年，位于广东省珠海市平沙镇游艇工业区。主要从事特种艇和商务艇的生产。
3 珠海市琛龙船厂有限公司	成立于 1988 年，位于广东省珠海市。公司主要产品包括公务船、快艇、渔船、游艇。
4 常州玻璃钢造船厂	成立于 1970 年，位于江苏省常州市，国有企业。从事巡逻艇、救生艇、工作艇、交通艇、渔船和大型 FRP 制品及不饱和聚酯树脂生产，是国内较早涉及复合材料船艇领域的企业之一。

资料来源：根据网络资料整理，华泰联合证券研究所

2.3 受益于消费升级，游艇行业有望爆发式增长

游艇产业是融合生产制造业和商贸服务业互动发展的一个产业群。一条较完整的游艇产业链，涵盖从游艇制造到游艇俱乐部的服务，再到与游艇相关的度假休闲以及各种商务活动，包括游艇制造、游艇运输、游艇驾照培训和考核，专用码头建设、游艇销售、游艇维修保养、俱乐部建设和管理、零配件制造、内部环境装修、专业保险等许多环节。我国游艇行业目前正处在快速增长的前夜。

表格 4： 游艇行业产业链

产业链	游艇产业链构成	经济功能
上游产业	设计	研发：游艇设计、游艇技术研究
	制造	制造工业：原材料工业、游艇制造工业、游艇装配工业
	配套	配套业：专业发动机、发电机、专业仪器仪表、导航设备、螺旋桨、帆具、涂料、安全设备、卫生洁具、电器设备、控制装置等游艇附件
核心产业	销售	游艇销售服务：总代理、游艇销售公司、游艇展商、游艇杂志、游艇网站、二手游艇经营
	消费服务	游艇消费服务：游艇俱乐部、游艇驾驶、水上运动培训、游艇代管、保养维护、游艇租赁、游艇器材等
下游产业	支持	基础服务：游艇码头、仓储保管、游艇转运、安全服务、报关检验服务、资产评估、特种保险、航道服务、信息服务、水域资源、文化传播（赛事、论坛、会展）、产业政策
	辅助	辅助产业：水上运动装备、体育用品器材、钓饵钓具供应

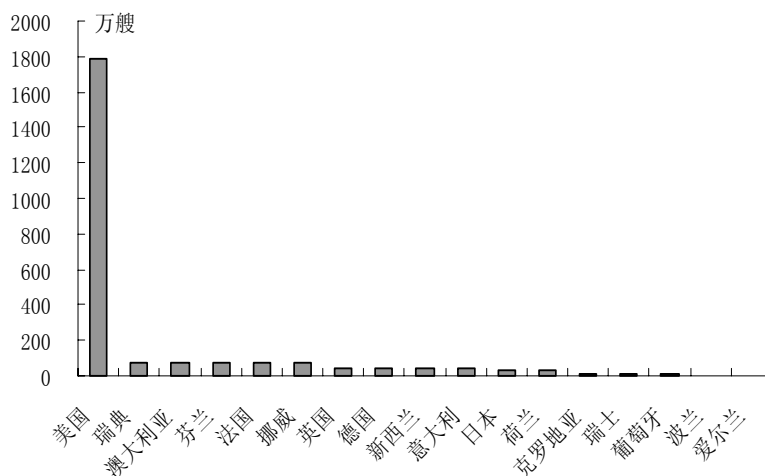
资料来源：2009-2010 年中国游艇产业规划及产业报告、华泰联合证券研究所

2.2.1 世界游艇制造业发展现状

世界游艇行业市场规模约 700 亿美元(包括二手艇交易、配件供应、维修和相关服务)，其中新游艇销售额为 300 亿美元，年增长率为 10%。美国、意大利、法国和英国等欧美国家主导世界游艇市场，北美和欧洲合计占全球 90%以上的市场份额，由于美元贬值及对大型豪华游艇需求增加的因素，2010 年欧洲游艇市场规模首次超越北美洲。从生产量看，美国每年建造休闲游艇 2 万艘左右，居世界第一位。法国和英国的产量分居二、三位，年产量分别为 7900 艘和 3300 艘。从保有量上看，2008 年，美国拥有游艇 1800 万艘，排名第二的瑞典为 75 万艘，中国香港 2000 余艘，中国内地仅 600 余艘。

2008-2009 年，由于经济衰退及信贷危机，北美游艇市场的规模同比下降了超过 10%，欧洲游艇市场的规模则同比下降 30%。2010 年经济复苏，全球游艇工业重新进入了增长的轨迹。在金融危机中，中小型游艇受到的影响较大，而超级游艇的市场需求不降反升。

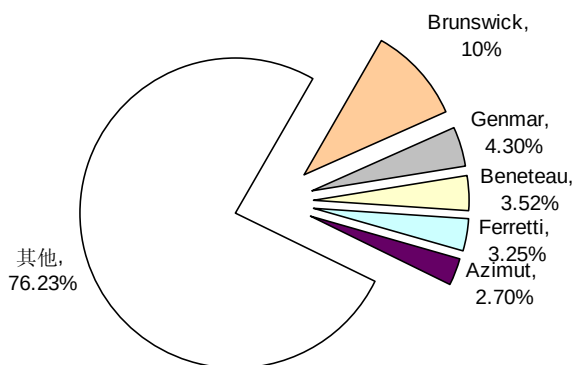
图 16： 2008 年世界各国游艇保有量



资料来源：2009-2010 年中国游艇产业规划及产业报告、华泰联合证券研究所

国际主要游艇制造厂商市场竞争态势：全世界游艇建造厂商有近 4000 家，其中美国有 1000 多家，意大利有 770 家，澳大利亚有 420 家。美国拥有全球第一大游艇集团宾士域（BRUNSWICK）和第二大集团杰玛（GENMAR）。2010 年，宾士域游艇业务销售收入为 28 亿美元（发动机销售收入 18 亿美元，新艇销售收入 9.13 亿美元），第二到第五位分别是美国的吉玛（GENMAR）、法国的 Beneteau 集团、意大利的 Ferretti 和 Azimut 公司，以上几家的市场份额均不到 10%。美国的宾士域和吉玛公司产品种类众多，涵盖从小型游艇到大型游艇的诸多市场领域。欧洲的游艇厂商则主要集中于细分市场领域，主要致力于满足高端客户的需求。

图 17： 世界主要游艇生产厂商市场份额占比（2006 年数据）



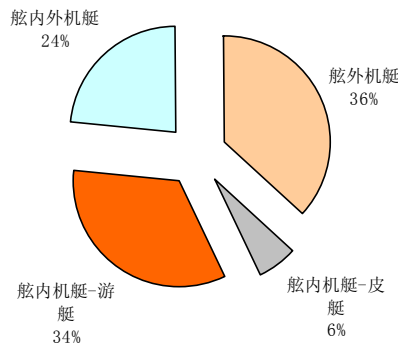
资料来源：根据网络资料整理、华泰联合证券研究所

厂商的竞争呈金字塔式。以美国为例，金字塔的顶端为 Brunswick（宾士域）公司和 Genmar（杰玛）公司；金字塔的中层为营业额为数千万至数亿美元的 20 余家企业；金字塔的底层为数量众多的订制型企业和修船厂。欧洲的情况同样如此，以意大利为例，其金字塔的顶端为 Azimut-Benetti（阿兹慕）和 Ferretti（法拉帝）公司，年营业额 10 亿美元以上；金字塔中层和底层的情况与美国类似。

国内游艇市场上，国际顶级品牌如 Sunseeker（英国圣汐克）、Ferretti（意大利法拉帝）等，占据了国内游艇市场的最高端，由于上述品牌产品价格较高，受众较窄，在国内销售数量较少；太阳鸟、美国宾士域、显利（珠海）造船、东莞杰腾造船、上海红双喜等，占据了国内游艇市场的中高端。其中太阳鸟主要面向国内市场，美国宾士域、显利、杰腾、红双喜等企业以出口为主，仅有少量产品参与国内市场竞争；其他船艇企业仅有少量游艇的生产。

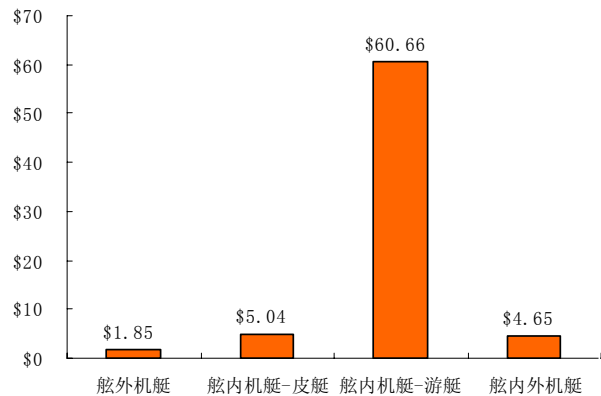
从全球看，游艇消费以中小游艇为主。美国 80% 的游艇均价为 1.8-5 万美元，豪华游艇销量只占 2.5%。美国的游艇消费以平民为主，最受欢迎的游艇是舷外挂机艇和小型艇，其销售额占北美游艇总量的 60% 以上，平均价格在 1.5 万-5 万美元之间。豪华游艇的销售数量很小，只占总量的 2.5%，但其价格昂贵，均价在 60 万美元以上。欧洲市场出售的游艇较国内大型和豪华，但平均单价并不高，只有 115,234 美元，合 80 万人民币，欧洲 84% 的游艇也是几万欧元的中小游艇。

图 18: 美国舷外挂机艇和小型艇销售占比 60%以上



资料来源: 2009-2010 年中国游艇产业规划及产业报告、华泰联合证券研究所

图 19: 美国舷外挂机艇和小型艇均价 1.8-5 万美元



资料来源: 2009-2010 年中国游艇产业规划及产业报告、华泰联合证券研究所

国内游艇市场销售也主要集中在中小型游艇。国内游艇规格主要在 24-48 英尺 (7.3-14.6 米) 之间, 价格在 15-60 万美元之间。由于劳动力成本的低廉, 中国制造的中小型游艇的价格与欧美国家相比便宜 20-30%, 这使得中国制造的中小型游艇在国际非常具有竞争力。

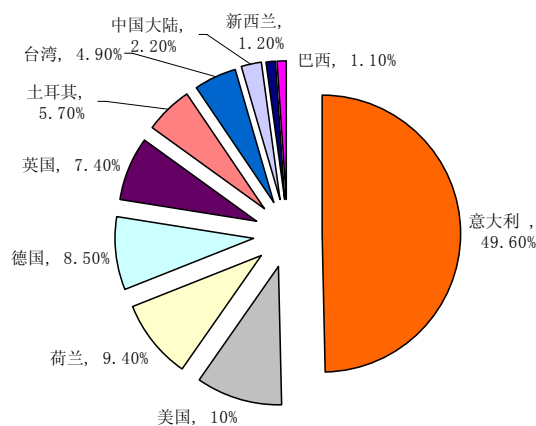
表格 5: 中国游艇市场游艇销售主要规格及价格区间

游艇类型	规格	价格范围 (美元)
中小型	24-30 英尺 (7.3-9.6 米)	90,000-300,000
	30-48 英尺 (9.6-14.6 米)	300,000-600,000
	48-80 英尺 (9.1-21.3 米)	600,000-3 百万
大型 (超级游艇)	>80 ft (>24 m)	中国: >3 百万, 国际: >4.5 百万

资料来源: 2009-2010 年中国游艇产业规划及产业报告、华泰联合证券研究所

中国已经跻身超级游艇前十大制造国之一。随着我国游艇行业的发展, 生产的超过 50 英尺 (15 米) 的游艇销量也在逐渐增长, 2010 年, 我国超级游艇在全球的市场份额为 2.2%, 已经跻身超级游艇前十大制造国的行列。国内超级游艇制造企业主要采取贴牌生产的方式, 产品出口国外。

图 20: 超级游艇制造国份额占比

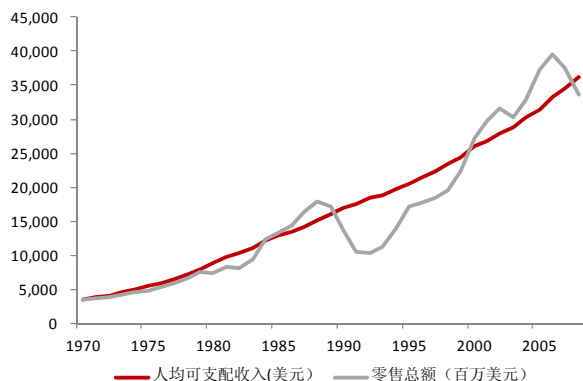


资料来源: 2009-2010 年中国游艇产业规划及产业报告、华泰联合证券研究所

2.2.2 “十二五”末，国内游艇年销售额可达 300 亿

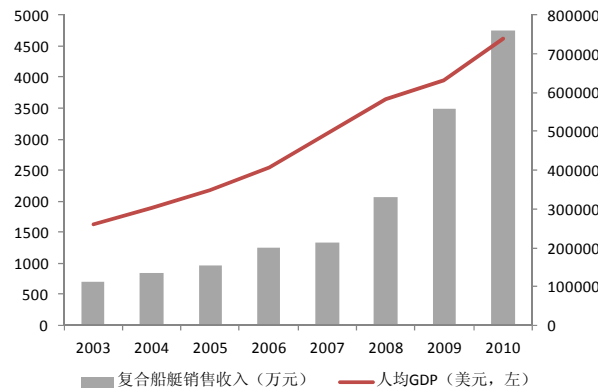
我国经济稳定增长，居民财富迅速积聚及由此带来的消费升级，为私人游艇市场发展提供了经济基础。根据欧美国家游艇产业的发展模式，当地区人均 GDP 达到 3,000 美元时，游艇经济开始萌芽，当人均 GDP 达到 6,000 美元时，游艇经济进入快速发展阶段。2008 年，我国国内生产总值为 314,045 亿元，人均 GDP 已经达到 3,000 美元，长三角、珠三角、环渤海地区等经济发达地区的人均 GDP 更是已经达到或超过了 8,000 美元。

图 21： 美国人均 GDP3000 美元时，游艇经济开始萌芽



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

图 22： 我国人均 GDP 已经超过 3000 美元



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

旅游市场持续增长，为商务艇消费提供了市场空间。根据世界旅游及旅行理事会发布的报告预测，2007-2016 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。而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、浙江均为沿海临水地区，具有充分的水上旅游资源，游艇消费的前景看好。

为了更好的分析我国未来游艇市场发展前景，我们通过对千万富豪消费游艇进行情景假设分析，测算了国内游艇市场的规模；同时，用回归模型测算了“十二五”期间国内游艇的年销售额。根据测算，未来 5 年，中国游艇市场规模接近千亿，到“十二五”末，年销售额可达 300 亿元。

对中国游艇市场规模的情景假设分析—未来 5 年，国内游艇市场规模接近 1000 亿

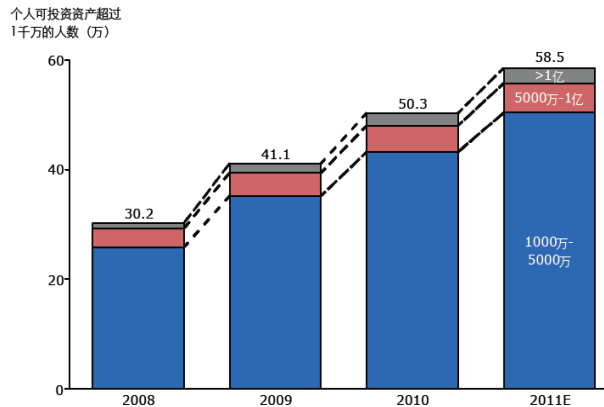
按照美国的经验，成年人中有 30% 的人购买游艇。考虑到中国的消费习惯和海洋文化认同程度，未来几年中产阶级购买游艇的规模还难启动，国内游艇的主要消费人群应该是可投资资产¹在千万以上的富豪。

截至 2010 年底，招商银行和贝恩公司统计的国内可投资资产规模超过千万的富豪有 58.5 万人，其中上亿的富豪有 2 万人。胡润财富报告显示，2009 年有 5% 的富豪打算购买游艇，2010 年这一数据上升到了 50%。我们保守假设未来 5 年内，将持续有

¹可投资资产：可投资资产包括个人的金融资产和投资性房产。其中金融资产包括现金、存款、股票（指上市公司流通股和非流通股，下同）、债券、基金、保险、银行理财产品、境外投资和其他类别投资（包括信托、私募股权、阳光私募、黄金、期货）等；不包括自住房产、非通过私募投资持有的非上市公司股权及耐用消费品等资产。

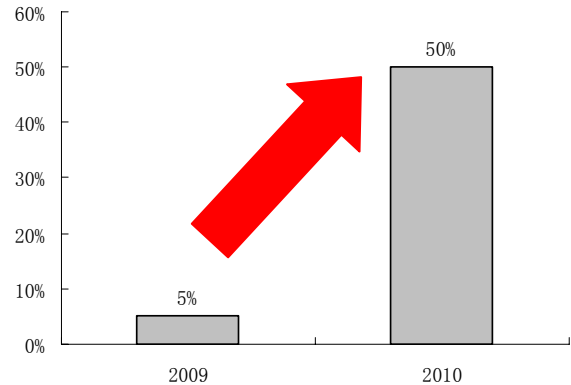
15%的千万富豪购买价格在 100 万级别的游艇,10%的亿万富豪买价格 500 万级别的游艇,那么,未来 5 年国内游艇的市场规模约为 1000 亿元。

图 23: 个人可投资资产上千万的富豪有 58.5 万人



资料来源:《2011 年中国私人财富报告》、华泰联合证券研究所

图 24: 千万富豪中打算购买游艇的比例



资料来源:《2009-2010 胡润财富报告》、华泰联合证券研究所

对年游艇市场年销售额的回归分析—“十二五”末,国内游艇年销售额 300 亿左右

回归模型一: 使用美国历史数据的经验模型预测

根据历史数据,1970-1980 年十年间,美国的人均可支配收入从 3000 美元增长到 9000 美元,游艇产业进入快速发展期,我们将 1970-1980 年的美国人均可支配收入和美国游艇年零售额进行处理,得到回归模型:

$$Y=0.9107X+0.6776, R^2=0.9892$$

其中: $Y=\ln$ (美国游艇零售额, 百万美元), $X=\ln$ (美国人均可支配收入, 美元)

模型显示游艇产业的收入与国民人均可支配收入有非常高的相关性。假设“十二五”期末,中国城镇居民人均可支配收入翻一番,达到 6000²美元,以此模型测算,中国国内游艇市场的年销售额为 353 亿元人民币。

回归模型二: 使用中国历史数据的经验模型预测

由于我国游艇行业刚刚起步,准确国内游艇零售额的统计数据缺失,因此我们用复合材料船艇的零售额数据进行替代。我们将 2004-2010 年的中国城镇居民人均可支配收入和复合船艇年销售额处理,得到模型:

$$Y=2.3806X-14.718, R^2=0.9195$$

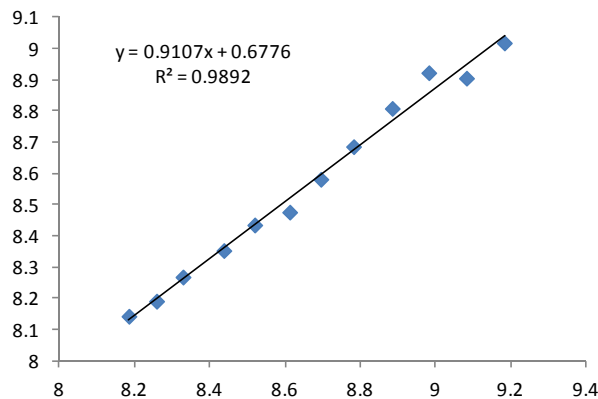
其中: $Y=\ln$ (中国复合材料船艇零售额, 百万美元), $X=\ln$ (中国城镇居民人均可支配收入, 美元)

由于复合艇中有一部分是公务艇,其消费与人均可支配收入相关度低,所以该模型的相关度低于根据美国数据模型的相关度。假设“十二五”期末,中国城镇居民人均可

²人保部工资所所长曾表示,中国已经具备实施“国民收入倍增计划”的条件,“十二五”规划或者政府的工作计划里面,酌情考虑或者采取类似的做法”。他表示“如果年均工资增长 15%以上,五年左右就可以翻一番”。

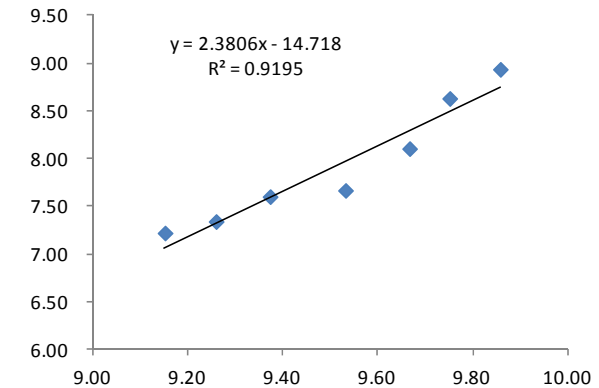
支配收入翻一番，达到 6000 美元，按此模型测算，国内的游艇年销售额可达到 366 亿元人民币。

图 25： 美国城镇居民人均可支配收入与游艇年零售额的线性回归



资料来源：华泰联合证券研究所

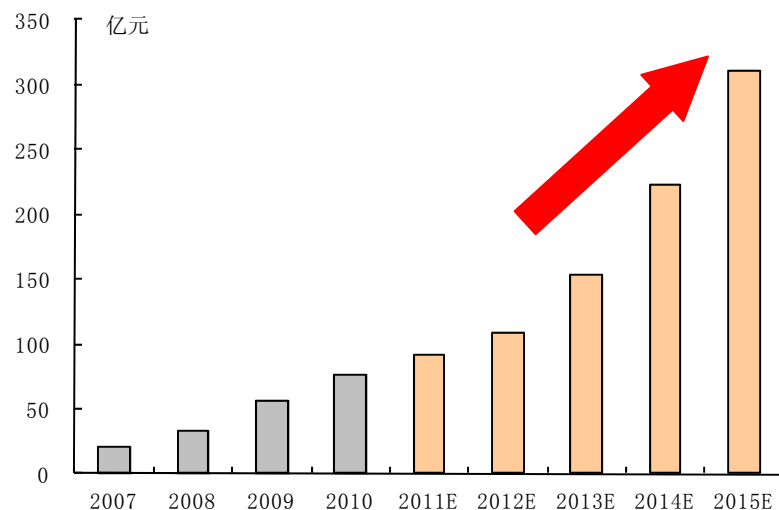
图 26： 我国城镇居民人均可支配收入与复合船艇年零售额的线性回归



资料来源：华泰联合证券研究所

任何模型的测算结果都是在一定假设下做出的，尽管存在偏差，但却对我们预测未来有很大参考意义。伴随全球经济的调整，预计 2011-2012 年，游艇市场的增速将回落至 20%，“十二五”后半段，随着全球经济复苏，国内经济结构调整取得成效，人民收入水平持续提高，预计 2013-2015 年，游艇市场将分别有 40%、45%和 45%的增长，到“十二五”末，国内游艇年销售额可达 300 亿人民币。

图 27： 国内游艇年销售额 2013 年开始高速增长



资料来源：华泰联合证券研究所

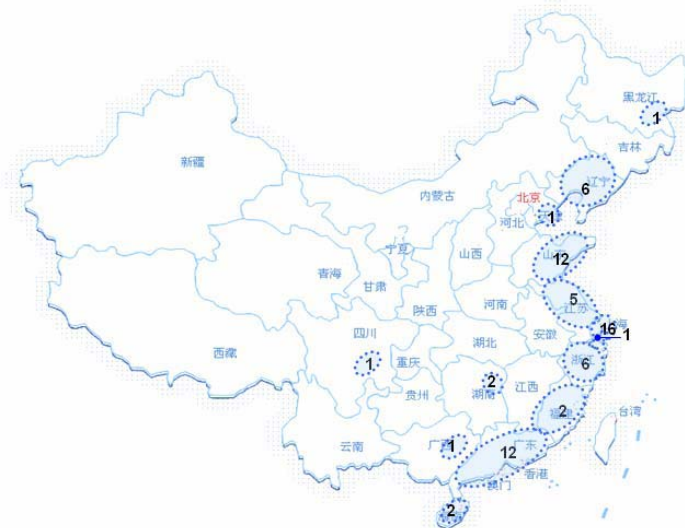
2.2.3 中国游艇业配套设施建设逐渐兴起

全国已建立起游艇工业园区 8 个，承接全球游艇产业转移。国内游艇工业园区有大连、青岛、上海奉贤、江阴、舟山、厦门、漳浦、珠海等。其中，珠海工业园区是国内最

早最大的游艇工业园区，现有游艇制造及生产配套企业 21 家，分别来自美国、澳大利亚、德国、意大利、加拿大、台湾、香港和国内。21 家企业合同投资 21 亿元，全球最大的游艇制造企业——美国宾士域集团、世界著名的德国 Z-F 船舶推动系统公司均已在平沙设厂。到 2011 年，珠海平业园区游艇制造及配套企业产值将达 45 亿元，产品将覆盖 17-300 英尺的各类游艇、帆船。

全国正式注册营业的游艇俱乐部 67 家。游艇俱乐部是游艇消费走向规范、成熟的主要标志。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。全国已有 17 个省市的地方政府和企业 在规划和布局景观水系开发和游艇俱乐部建设。全国正式注册营业的游艇俱乐部 67 家左右，主要分布在珠三角、长三角和环渤海经济区，甚至还“涉足”了中西部的成都、重庆、青海等地区。

图 28： 游艇俱乐部分布情况



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

码头泊位建设提速。码头泊位的问题是制约游艇产业发展的另一大问题，随着游艇产业的发展被社会各界的认同，游艇码头建设的启动必将是必然选择。我国上海、深圳、厦门、三亚等地区陆续新建并计划兴建一些游艇码头。

表格 6：主要沿海城市游艇码头建设

城市	游艇码头泊位建设情况
海南	游艇码头布局结构设置为“一心三基地” 三亚将共建设各类码头区 44 个，其中游艇码头 19 个，交通(旅游)码头 17 个，内河游船码头 8 个。远景泊位容量共约 8040 个，另外部分码头设置干泊位共 790 个。2015 年将建成 3070 个泊位，2020 年将建成 6090 个。
天津	天津市正在规划建设一大批国际级游艇码头、俱乐部。除了中心渔港、东疆港外，于家堡、星耀五洲、团泊湖、天津湾、东丽湖，也都规划建设游艇俱乐部及水上娱乐设施，未来三至五年，天津将建设近万个游艇泊位。
大连	星海湾游艇码头二期工程于 2011 年 2 月动工， 7 月底正式完工。星海湾游艇港将在原有 79 个泊位的基础上再增加 59 个国际化标准游艇泊位。
厦门	我国较早关注游艇码头建设的旅游城市，规划建设规模最大的游艇码头——“厦门国际游艇俱乐部码头”，该码头设有约 610 个泊位。
上海	陆续改扩建了“十六铺游艇码头”、“上海风采航运有限公司游艇码头”等一系列黄浦江两岸的游艇专用码头设施。

资料来源：根据网上资料整理。华泰联合证券研究所

全国已有 18 个城市举办游艇展，规模已堪比汽车展览。游艇展会对游艇文化和游艇消费起着重要的推动作用，游艇展会可以让观众有机会近距离接触、了解游艇运动及文化，提高游艇文化的普及和实践，同时将时尚、健康、阳光的水上生活理念加以普及，使这项大多数人眼中的奢侈运动进入普通人的生活。全国已有 18 个城市举办游艇展，规模已堪比汽车展览。

表格 7： 2011 年国内主要游艇展推荐列表

序号	2011 年国内主要游艇展推荐列表	日期
1	2011 世界奢侈品、绅士用品（上海）展览会	2011.01.21 -23
2	2011 中国（海南）国际高尔夫运动用品博览会	2011.02.25 -27
3	2011 中国（广州）国际游泳池技术及设备展览会	2011.03.03 -5
4	2011 中国国际船舶工业博览会	2011.04.12 -14
5	中国上海国际游艇展 China (Shanghai) International Boat Show	2011.04.14-17
6	2011 北京减灾展之救生艇及相关水上救生设备展	2011.05.08 -10
7	2011 滨海国际游艇展中国北方船舶产业配套贸易洽谈会	2011.06.08 -10
8	2011 中国北京国际水系旅游休闲运动博览会	2011.06.09 -11
9	首届中国（舟山）国际游艇展 舟山国际名人海钓邀请赛暨 2011 全国海钓锦标赛	2011.07.08 -11
10	2011 中国国际水上运动用品及水上休闲装备博览会	2011.07.14 -16

资料来源：中国游艇发展网、华泰联合证券研究所

2.2.4 中国游艇业发展的政策法规有望陆续完善

国家和地方政府纷纷出台政策扶持游艇行业发展。游艇作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”，国家和地方政府纷纷加大对游艇产业的扶持力度，表现在 4 个方面：

- 1) 游艇业已经被列入旅游业“十二五”发展规划；
- 2) 国家发改委发布的鼓励发展产业目录中，游艇设计被纳入鼓励支持产业；
- 3) 交通部正对中欧游艇运行环境进行对比研究，未来可能启动相对宽松的扶持政策；
- 4) 从渤海湾到海南岛沿线的大连、秦皇岛、天津、青岛、威海、上海、宁波、舟山、厦门、深圳、珠海，以及内陆的重庆等 17 个城市都将游艇业列入地方“十二五”发展规划。

表格 8： 游艇行业相关产业政策

序号	发布机构	时间	内容
《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》	海关总署	2011	对影响游艇业发展的诸多因素松绑，如游艇停靠地、逗留时间、出入境管理和游艇担保等
《贯彻落实国务院关于加快发展旅游业意见重点工作分工方案》	国家旅游局	2010	将游艇产业明确划为国家重点扶持项目
关于加快发展旅游业的意见	国务院	2009	1、把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业；2、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；3、把邮轮、游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录。

船舶工业技术进步和技术改造投资方向(2009-2011)	工业和信息化部	2009	科研开发重点领域和主要内容”包括 “大型液化天然气船、万箱级以上集装箱船、大型液化石油气船、大中型工程船舶、大型汽车运输船、客滚船、高档化学品船、科学考察船、大型远洋渔船、豪华游艇、豪华游轮等”
船型开发与科研项目指南（第一批）	工业和信息化部	2009	针对部分高技术、高附加值船舶仍然依赖国外设计，在大型豪华游艇等未来市场潜力较大的高技术、高附加值船舶领域，国内不具备自主研发能力的局面，提出“150 英尺以上大型游艇的自主开发”。

资料来源：中国游艇发展网、华泰联合证券研究所

表格 9：沿海各省市积极出台政策鼓励游艇产业发展

城市	游艇产业发展规划
上海	制定了游艇行业发展总体规划和纲领性文件，来统领游艇产业的发展，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	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	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
海南	海南国际旅游岛建设已上升为国家战略，三亚被公认为是中国最适合发展游艇经济的地区之一，三亚的“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。
重庆	到 2015 年，重庆市拟在主城区和三峡库区建设 11 个游艇基地，通过游艇产业链的拓展和延伸打造中国西部游艇交易中心，促进滨江休闲产业发展。

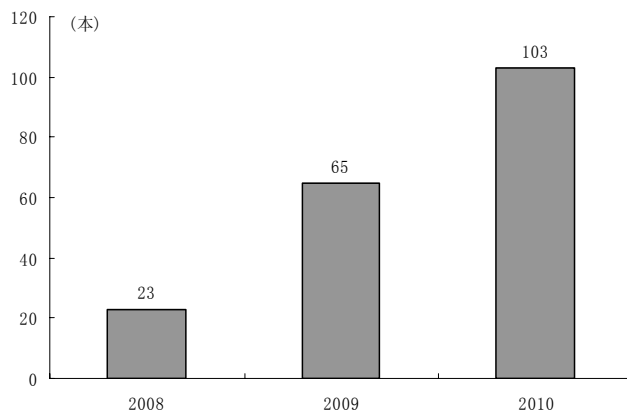
资料来源：中国游艇发展网、华泰联合证券研究所

游艇海事管理法规陆续完善，海南已经在进行试点。在西方国家里，游艇的管理相当宽松，游艇在本国海域可以任意航行，穿州过省。我国国内目前还没有相对独立科学的游艇管理法规，表现在：

- 1) 船舶法没有将商务船只和私人游艇区分开，在中国购买游艇所需的手续比较复杂；
- 2) 对游艇航行区域实行分割管制，缺乏统一管理，致使国内不同地区的游艇不能跨区航行。例如上海的驾照只能在本地使用，离开上海水域得向外地海事局提前申请。游艇从黄浦江驶向太湖，必须沿途向国家海事局、浙江海事局、江苏海事局通报，手续非常麻烦。

2010 年底，《海南省游艇管理试行办法》正式颁布实施，对于游艇的“检验、登记、出入境管理”等方面进行了大幅放宽。2011 年 3 月 11 日出台了《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》，规定自 4 月 15 日起，境外游艇进境后可在海南连续停留最长达 30 日，期满后可以申请延期，《办法》对目前影响游艇业发展的诸多因素松绑，如游艇停靠地、逗留时间、出入境管理和游艇担保等。

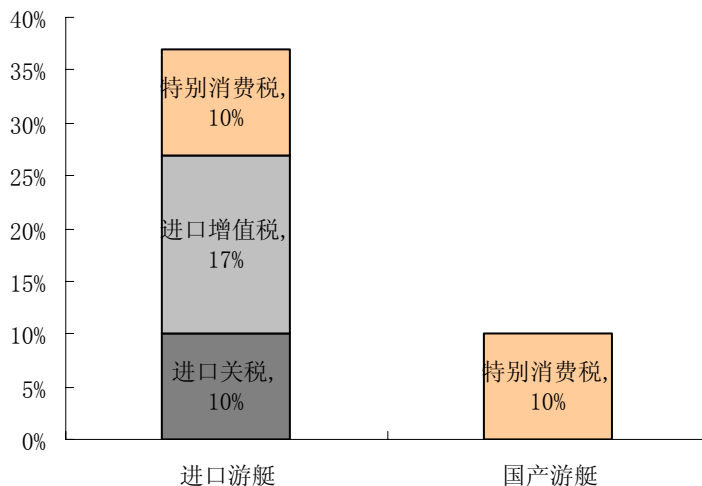
图 29： 海南省游艇驾照成倍增长



资料来源：根据网络资料整理，华泰联合证券研究所

高额进口关税有利于国内自主品牌游艇发展。游艇消费在中国属于奢侈品消费，进口游艇需要交纳 40%以上的税收，其中包括 10%的游艇进口关税，17%的游艇进口增值税，以及 10%的游艇特别消费税。而在国内购买游艇，只需要缴纳 10%的消费税。税率相差 30%。高额的进口关税限制了对外国进口游艇的消费，有利于处在发展初期的国内游艇行业发展壮大。

图 30： 进口游艇与国产游艇不同税率的比较



资料来源：国家税务总局资料整理，华泰联合证券研究所

受金融危机影响，欧美游艇业略显颓势，而中国游艇产业却得到国家和地方政府政策支持，游艇配套产业兴起，游艇产业悄然兴起。中国游艇产业正处于成长期的初期，市场前景广阔，国外企业纷纷进入抢占市场。目前，行业内企业众多，尚未出现具有绝对优势的企业，市场竞争激烈。我们认为，只有具备一定规模和品牌影响力，拥有自主设计和研发技术能力和独特商业模式的企业，才有望抵挡住来自国外企业的竞争，在未来的市场竞争中获得成功。太阳鸟在游艇行业已经具备先发优势，我们看好公司未来的发展。

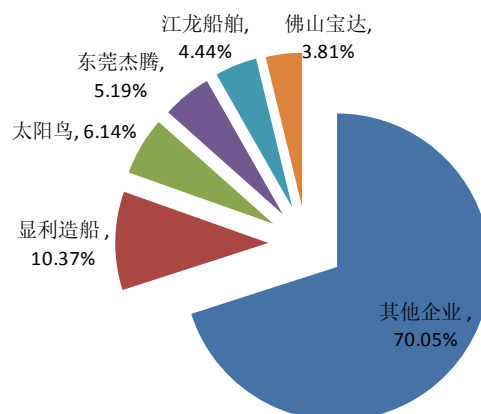
三、公司投资价值分析

公司系国内规模最大、设计能力最高的复合材料船艇企业之一。产品覆盖私人游艇、商务艇和特种艇等复合材料船艇高端领域，品种结构最齐全。公司复合材料船艇的设计、生产、市场开拓以及售后服务能力在国内同行中处于领先地位。下面我们将从公司品牌、技术、业务模式、成长空间等几个方面分析公司的投资价值。

3.1 公司品牌、规模优势明显

公司是国内规模最大的复合材料船艇制造企业。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。截至到 2008 年底，中国复合材料船艇制造企业 370 多家，其中年销售收入上亿元的有 6 家，太阳鸟市场份额 6.14%，排名第二；排名第一的显利造船以出口为主，仅有少量产品参与国内市场竞争。超过 1000 万以上的主要企业有 40 多家。其余 80% 以上的企业都是收入 1000 万以下的小公司，未实现规模化经营。

图 31： 国内复合材料游艇行业市场份额



资料来源：《船舶工业年鉴》、中国船舶工业行业协会船艇分会《2010 年中国游艇产业发展综述》、华泰联合证券研究所。说明：该综述引用的数据为 2008 年数据。

公司始终致力于品牌价值的提升，将品牌内涵与船艇产品相结合，实现品牌附加值的最大化。“太阳鸟”品牌在行业内已经被广为认可，为湖南省著名商标、名牌产品，2008 年获得亚洲地区最佳游艇制造商提名，2009 年度被评为最具影响力中国本土游艇品牌。经过多年的市场开拓，凭借优良品质和全方位的营销服务，“太阳鸟”品牌已经形成了较强的影响力，客户忠诚度不断提高，“有湖有水就有太阳鸟”成为了业内的共识。

公司产品已经获得了国内优质客户的认可。在国内市场上，公司已经拥有一批需求稳定的优质客户，如公安部、交通部、中国海监等相关部门及下属单位，在华为公司、中国金茂集团、中信轮船公司等大型企业中已有良好的口碑，公司自有品牌游艇已成功进入欧美等国际市场。如国内首艘 118 英尺双体游艇，为中信轮船公司订购作为上

海世博会观光用船；80 英尺游艇曾用作青岛奥帆赛的贵宾接待、指挥用艇；58 英尺豪华游艇和 80 英尺豪华游艇也凭优异的设计分别被中国金茂集团和华为公司订购。

图 32： 公司主要客户



资料来源：公司资料整理、华泰联合证券研究所

3.2 公司设计、技术能力领先

公司设计能力与国际保持同步。公司在游艇设计上走在了国内前沿。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，是国内首个省级游艇设计中心，拥有目前国内规模最大、实力最强的设计团队；公司在时尚之都米兰与欧洲知名游艇经销商 VEGA HOLDING S.A 合资成立了马可波罗游艇有限公司，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和服务能力，使公司设计能力与国际保持同步。截至 2011 年 6 月 30 日，公司共拥有 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。

工艺和材料应用技术接近或达到国际水平。在工艺技术方面，公司近年来开发应用了具有国内领先水平的真空树脂导流成型工艺和 FRP³无模建造技术，该工艺已运用于多艘公司生产的游艇和特种艇上，在国内居于领先地位。在新材料技术应用上，公司一方面依靠自身长期研发和实践，也积极与国内高等院校、科研院所合作，开发出各类新型船用复合材料：公司是国内首家将连续玄武岩纤维用于游艇生产的厂家，“连续玄武岩纤维增强树脂复合材料及船艇项目”被列为 2010 年度国家火炬计划立项项目；创新性开发出了多混材料技术，大大提高了船用材料的综合性能。

³ 纤维增强复合材料的简称，是小型船艇制造的主要材料

表格 10： 公司工艺创新

创新项目类别	创新名称	创新来源	创新内容
模块工艺技术创新	模块化傢俬	自主研发	
	轮机布置模块技术	自主研发	对模块化工艺技术进行改进，进一步提高模块化工艺技术，保持技术先进性，提高生产效率
	模块化内装技术	自主研发	
	二次胶接工艺可靠性改进	自主研发	
模块设计技术创新	遥控通风口设计	自主研发	
	管式过滤器设计	自主研发	对单独实用性模块进行创新设计和改进，满足性能要求
	除尘设备设计	自主研发	
	船体结构优化设计	自主研发	对船体结构进行系统性优化，提高强度、稳性等性能指标
多混设计技术创新	舱室空间合理应用技术	自主研发	对舱室布置进行系统性优化，提高人员空间和舒适度
	燃油管路简化技术	自主研发	改善燃油管路布置，减少油耗，达到节能减排
真空导流成型工艺技术创新	真空导流防气泡技术	自主研发	有效减少真空导流过程中气泡产生，提高工艺水平

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所。截至到2010 年底。

3.2 商业模式创新，致力成为整体方案提供商

在研发领域，实现自主研发和国际合作，并不断提升制造能力，同时加大销售网络的建设，并于国内游艇俱乐部合作，介入服务领域，可以看出，公司不仅定位于产品供应商，更着力提供从设计到维修服务的整体解决方案，通过实行个性化营销的模式，实现与客户之间交互式的营销。以优质的产品和服务不断提高公司形象和市场口碑。

图 33： 公司商业模式：设计-制造-销售-服务的整体方案提供商



资料来源：公司资料整理、华泰联合证券研究所

产业上游开创性地提出了“规模+定制”的商业模式。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：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，提高生产的灵活性；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。通过公司特有的商业模式能够迅速对市场信息的变化做出反应，将客户需求快速转化为产品，抢占市场先机。

公司积极培育和建设游艇业务，加强营销网络建设。公司已在上海和珠海设有营销服务中心，主要负责长三角与珠三角两大重点市场的区域开发、产品展示和客户服务工作；设立了普兰帝（美国）、普兰帝（香港）游艇有限公司子公司，以及合营公司马可波罗游艇有限公司，分别负责美国、香港和欧洲的销售工作，构建永久性国际销售渠道，提高国际知名度。未来将新设三亚、厦门、青岛、重庆四个营销服务中心，将营销服务网络拓展至海南国际旅游岛、海西经济区、环渤海、西南等地区；将在深圳、北京新设两个营销中心，强化珠三角和环渤海地区的市场开拓能力。公司拟在三亚、深圳、厦门、上海、青岛五个地区与当地游艇俱乐部合作，加入其会员，租赁其泊位，建立起五个游艇展示区，进一步贴近目标客户群体，有利于公司品牌形象建设。

表格 11：营销服务网络建设

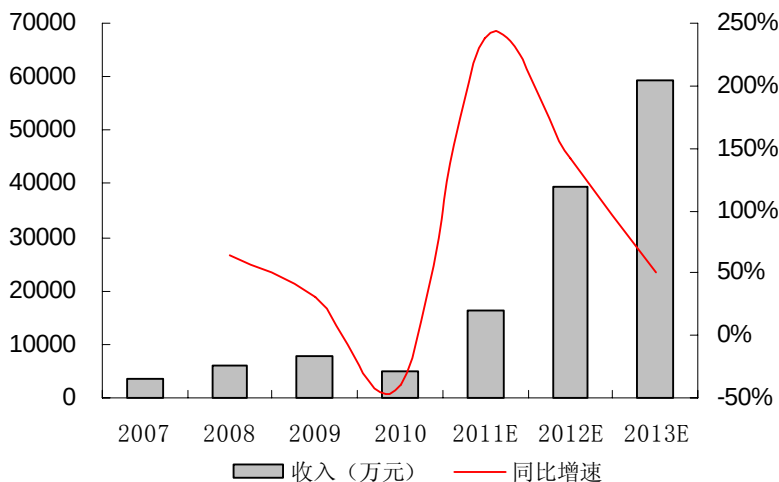
中心名称	服务区域	功能定位
三亚营销服务中心	海南	作为营销前端，为客户提供专业咨询、产品销售、售后维修等个性化服务；作为公司窗口展示产品形象；通过与游艇俱乐部、奥帆赛基地合作，租用其泊位，建立品牌展示区，通过产品体验等活动引导客户需求，并提升公司品牌形象
珠海营销服务中心	以珠三角地区为主，辐射广东、广西地区	
厦门营销服务中心	覆盖整个海西经济圈	
上海营销服务中心	以长三角地区为主，辐射上海、江苏、浙江等省市	
青岛营销服务中心	以环渤海为主，辐射北京、山东、河北、东北	
重庆营销服务中心	以重庆地区为主，辐射四川、云南、贵州等	
深圳营销中心	深港经济圈	
北京营销中心	以京津地区为主，辐射河北、山西、辽宁、吉林、黑龙江	负责美洲地区的游艇销售和服务
普兰帝（美国）游艇有限公司	美洲地区	
普兰帝（香港）游艇有限公司	香港地区	
马可波罗游艇有限公司	欧洲地区	负责欧洲地区的游艇销售、服务和设计

资料来源：公司资料整理、华泰联合证券研究所

3.3 受益下游广阔的市场空间，收入快速增长

特种艇未来几年订单充足。公司长期与海洋局保持密切的合作，2007 年-2010 年，公司从海洋局获得订单的数量占当年收入的比重从 5% 上升到 8%，2010 年公司接到海洋局价值 2.7 亿元的 34 艘中国海监 19 米高速海岛保护艇的订单，预计 2011 年年内可以交一半左右，其余在 2012 年交付。我们认为，未来几年公司在海洋局的订单量将保持稳定，将持续为公司的收入增长提供保证。预计 2011-2013 年，公司的特种艇业务收入分别为 1.63 亿元、3.95 亿元和 5.94 亿元，分别增长 238%、141% 和 50%。

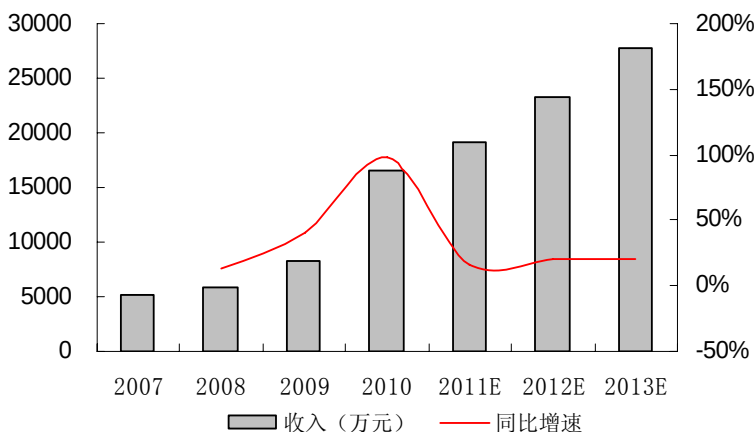
图 34： 特种艇业务是未来 2 年公司业绩增长的有利保证



资料来源：华泰联合证券研究所

商务艇业务平稳增长。公司生产的商务艇主要用于商务活动、公关宣传以及旅游景点的消费项目。旅游市场持续增长，为商务艇消费提供了市场空间。公司是复合材料船艇行业龙头企业之一，商务艇业务可以获得比旅游市场平均增速略高于的增长水平，预计 2011-2013 年商务艇收入分别为 1.92 亿元、2.32 亿元和 2.78 亿元，分别增长 15.91%、20.74%和 19.82%。

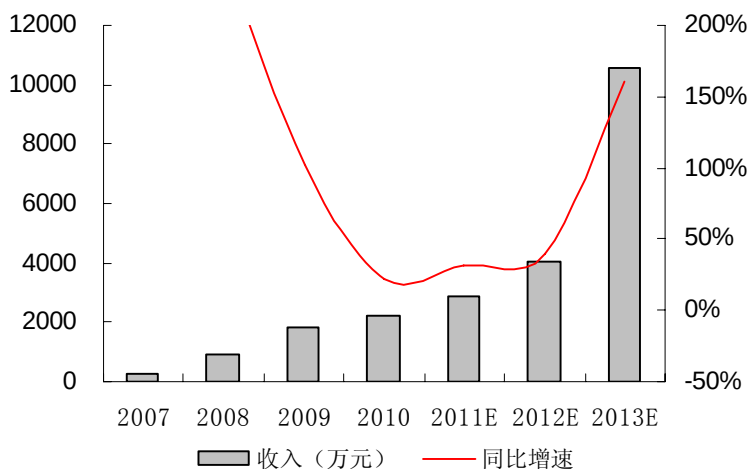
图 35： 商务艇业务维持平稳增长



资料来源：华泰联合证券研究所

游艇业务即将进入快速成长期。2013 年公司募投项目和珠海生产基地扩产项目达产后，公司的游艇产能将由目前 4 艘的基础上增加 38 艘。我国游艇行业正伴随国民经济的发展和消费升级逐步进入春天。随着公司游艇业务设计和销售网络的全面铺开，我们预计公司的游艇业务将会出现爆发式的增长，预计 2011-2013 年的收入分别为 2891 万元、4058 万元和 1.06 亿元，分别增长 31.56%、40.35%和 160%。

图 36： 2013 年游艇业务或将爆发式增长



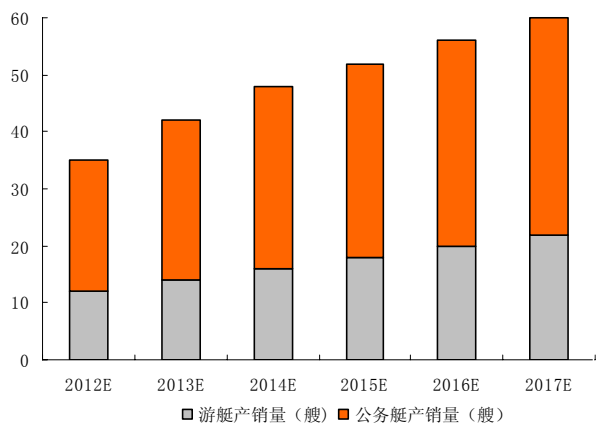
资料来源：华泰联合证券研究所

3.4 外延扩张为公司增长提供新动力

联合国外知名游艇企业提升设计和销售能力。2010 年 2 月，公司在时尚之都米兰与欧洲知名游艇经销商 VEGA HOLDING S.A 为合资成立了马可波罗游艇有限公司，定位于游艇销售、服务和设计。公司通过与意大利知名游艇经销商的合作，能过有效提升公司在游艇这一奢侈品领域的设计能力，以及拓展公司在海外的营销渠道，提升公司核心竞争力，为公司未来成长提供新的动力。

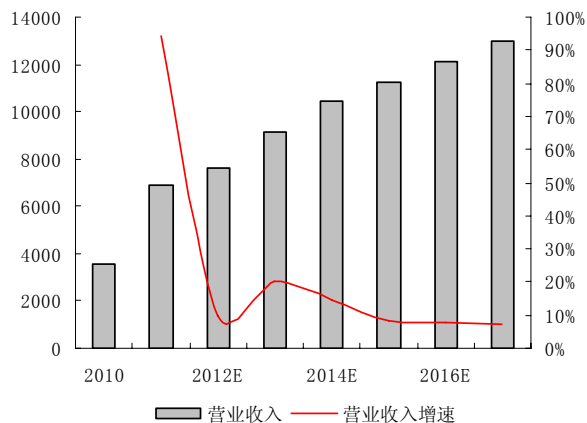
收购广东宝达增强公司在高速艇方面的实力，产品结构优化。2011 年 9 月，公司以 8200 万元的价格收购广东宝达游艇公司 100% 股权（广东宝达的详细情况见附件），2011-2013 年分 3 年付清。太阳鸟与广东宝达在产品结构和技术结构以及市场方面有一定的互补性，通过收购广东宝达，能进一步增强公司在高速艇方面的技术和制造实力，优化产品结构，增加国内和国际市场的覆盖面，使品种结构更加齐全，更加全面的满足客户的需求，并能快速扩大产能，大大拉开与国内第二、第三位同行企业的规模差距，进一步巩固国内领先地位。

图 37： 广东宝达游艇公司产品产销量预测



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 38： 广东宝达游艇公司收入预测



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

收购宝达增厚公司业绩。2010 年，广东宝达销售收入为 3552 万元，位列国内行业排名前列。截至 2010 年底，共生产高性能复合材料游艇 77 艘（其中出口 66 艘）和钢质豪华游艇 3 艘，以及高速巡逻艇、缉私艇和引航船共 38 艘。2011 年 1-6 月份，营业收入 2292 万元，净利润 235 万元。预计广东宝达 2011-2013 年的销售收入分别为 6904 万元、7584 万元和 9110 万元。

公司利用上市公司的融资优势继续进行外延式扩张的可能性较大。公司 IPO 共募集资金 5.86 亿元，收购广东宝达之后，公司 IPO 超募资金剩余 1.39 亿元。我们认为本次收购只是公司迈出外延式扩张的第一步。公司作为 A 股市场上第一家游艇类的上市公司，与同行业公司相比，具备明显的融资优势。在外围市场不景气的情况下，以外需为导向，没有自主品牌的贴牌游艇制造公司经营环境将恶化，公司可以充分利用这个有利的发展时机，通过收购有前景的中小船艇企业，实现行业整合，迎接游艇行业高速增长时代的到来。

表格 12：募集资金使用情况

资金使用情况	拟投入资金额
IPO 募投项目	1.6 亿
补充流动资金	8300 万
珠海生产基地扩产项目	1 亿
对全资子公司普兰帝（香港）游艇有限公司增资	2200 万
收购广东宝达游艇公司 100%股权	8200 万
已经使用资金合计	4.47 亿
剩余资金合计	1.39 亿

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

四、收入预测与投资建议

4.1 收入预测

关键假设：

1、2011-2013 年的销量为 254、301 和 389 艘。

2、毛利率水平维持在 36%以上，主要原因是：一是行业需求旺盛，而公司产能不足，这样公司只能选择利润率高的产品；二是公司主要的原材料（树脂、增强材料等）和设备（主要包括机轮、电器系统）在国内外均有多家供应商，不会对单一供应商产生依赖，成本不会有太大的波动。三是，随着公司采购规模的提高，在原材料方面的议价能力将有所提高。

3、海洋局 2.7 亿的订单 2011 年交付一半，其余于 2012 年交付。预计未来几年公司在海洋局的订单量稳定。

4、广东宝达游艇公司 2011 年第四季度的收入纳入母公司报表。

表格 13：太阳鸟主营业务结构

单位：万元		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
特种	收入	3,650	6,008	7,859	4,825	16,316	39,471	59,359
	YOY		64.59%	30.80%	-38.60%	238.14%	141.92%	50.00%
	毛利率	33.7	30.4	39.2	29.8	34.00%	35.20%	35.40%
商务艇	收入	5,243	5,946	8,353	16,571	19,207	23,190	27,787
	YOY		13.40%	40.48%	98.39%	15.91%	20.74%	19.82%
	毛利率	27.3	36.9	37.8	43.2	40.00%	40.20%	40.30%
私人游艇	收入	256	890	1,805	2,198	2,891	4,058	10,553
	YOY		247.16%	102.7%	21.78%	31.56%	40.35%	160.07%
	毛利率	31.1	33.6	19.8	31.1	33.00%	35.00%	35.00%
总收入	收入	9,233	14,106	18,051	24,098	384.14	667.19	976.99
	YOY		52.78%	27.96%	33.50%	59.41%	73.68%	46.43%
	毛利率	32.44%	32.41%	36.56%	39.01%	36.92%	36.93%	36.75%

资料来源：华泰联合证券研究所

4.2 估值比较

根据我们的预测，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.44 元，0.70 元和 1.04 元。对应 10 月 12 日 17.6 元的收盘价动态市盈率为 40.00、25.14 和 16.92 倍。

我们比较了 A 股创业板制造类上市公司的估值，太阳鸟估值水平与平均水平基本相当。目前 A 股另一家涉足游艇类业务的公司是上海佳豪，2012 年的市盈率是 22.77 倍。我们认为，由于上海佳豪目前主要收入来源是传统船舶设计，游艇业务目前还没有贡献利润，太阳鸟的估值略高于上海佳豪是合理的。

表格 14: A 股创业板上市公司估值对比

公司 代码	公司 简称	总市值 (亿元)	价格 (元)	EPS 2010A	EPS 2011E	EPS 2012E	EPS 2013E	PE (TTM)	PE 2011E	PE 2012E	PE 2013E
游艇类上市公司											
300123	太阳鸟	24.37	17.52	0.37	0.43	0.70	1.08	64.78	36.67	23.65	14.92
300008	上海佳豪	23.83	16.85	0.72	0.56	0.74	0.97	34.03	30.08	22.77	17.37
创业板制造类上市公司 (规模相当)											
300152	燃控科技	27.92	25.75	0.78	0.78	1.20	1.77	40.52	33.11	21.47	14.56
300201	海伦哲	14.18	17.71	0.66	0.61	0.89	1.19	39.89	28.91	19.95	14.91
300260	新莱应材	19.21	28.73	0.85	0.94	1.30	1.77	45.25	30.46	22.16	16.26
300159	新研股份	27.01	30.25	1.70	0.86	1.26	1.80	49.22	34.98	23.97	16.80
300165	天瑞仪器	27.71	23.60	1.39	0.85	1.10	1.43	35.24	27.67	21.43	16.53
300011	鼎汉技术	19.94	18.89	0.65	0.89	1.21	1.60	24.17	21.33	15.57	11.84
300114	中航电测	22.56	18.83	0.76	0.60	0.74	0.90	41.65	31.38	25.39	20.92
300263	隆华传热	21.38	26.10	0.86	1.00	1.50	2.11	41.94	26.07	17.44	12.34
300034	钢研高纳	33.39	15.67	0.39	0.29	0.38	0.44	59.75	53.32	41.12	35.76
300161	华中数控	21.35	19.99	0.66	0.59	0.86	1.08	50.40	34.11	23.35	18.52
300126	锐奇股份	19.07	12.58	0.79	0.51	0.70	0.91	31.31	24.81	17.85	13.84
300090	盛运股份	25.78	10.02	0.48	0.31	0.46	0.56	45.70	32.37	21.79	17.89
300228	富瑞特装	25.73	37.85	0.91	1.08	1.59	2.29	47.68	35.14	23.86	16.52
平均值		23.56	21.32	0.80	0.69	0.98	1.33	43.44	31.96	22.74	17.23

资料来源: WIND、华泰联合证券研究所。数据截止到2011年10月11日。

4.3 投资建议

投资建议-首次给予“增持”评级: 受益我国海洋执法需求的增加, 特种艇和公务艇业务保证了公司近2年的快速成长, 未来游艇市场将为公司打开更加广阔的空间, 我们看好公司发展前景。预计公司2011-2013年的EPS分别为0.48、0.74、1.18元, 太阳鸟未来3年收入平均增速为59.2%, 归属母公司净利润平均增速为66.4%, 给予2012年28~30倍的PE, 对应合理价值区间为18.9~21.00元, 首次给予“增持”评级。

图 39: 太阳鸟 PE BAND



资料来源: WIND、华泰联合证券研究所

图 40: 太阳鸟 PB BAND



资料来源: WIND、华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、**游艇行业的政策风险。**如果水域航道政策、税收政策改善低于预期，将不利于游艇行业的发展。
- 2、**产能限制：**募投项目进展低于预期，产能受限将影响公司正常生产。

附件：

广东宝达是国内高速艇行业领先企业。2008 年，广东宝达市场份额处于复合材料船艇行业前列，在高速艇市场技术和市场占有率方面，处于行业内领先地位。其下游的客户主要是海事局、稽查等政府部门，客户资源稳定。公司于 2010 年取得了国家高新技术企业证书，于 2011 年获得国家专项科技基金扶持。公司是广东省新型产业 500 强，是广东顺德政府重点支持的“龙腾计划 300 家”企业，是全国小艇标技船舶学会副主任，中国造船学会玻璃钢船组副组长，中国高性能船舶委员，中国船舶协会船艇分会副主任。该公司的整体技术力量在行业内处于领先地位。

表格 15： 复合材料船艇行业主要企业的市场份额及产品情况

企业名称	主要产品	2008 年 产值
显利（珠海）造船有限公司	游艇、工程船	28,000
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	16,583
东莞杰腾造船有限公司	拖船型游艇	14,000
珠海江龙船舶制造有限公司	复合材料商务艇、特种艇	12,000
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	10,280
珠海市琛龙船厂有限公司	复合材料特种艇、渔船、游艇	10,140
上海红双喜游艇公司	游艇、帆船	9,210
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	9,170
上海宝岛游艇有限公司	复合材料游艇	9,100
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	4,500

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	753	593	746	991	营业收入	244	384	667	977
现金	586	324	279	304	营业成本	149	242	421	618
应收账款	51	90	157	229	营业税金及附	3	4	7	10
其他应收款	5	11	17	25	营业费用	14	23	33	49
预付账款	36	47	88	130	管理费用	38	61	107	147
存货	74	120	205	303	财务费用	2	4	4	4
其他流动资产	2	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	222	464	537	558	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	82	0	0	投资净收益	-0	-0	-0	-0
固定资产	145	333	503	531	营业利润	36	69	111	165
无形资产	19	19	19	19	营业外收入	1	2	2	1
其他非流动资产	58	30	16	9	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	975	1056	1282	1550	利润总额	36	71	112	166
流动负债	188	218	364	516	所得税	4	9	15	21
短期借款	60	0	0	0	净利润	32	61	98	145
应付账款	38	60	109	154	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	91	158	255	362	归属母公司净利	32	61.2	97.9	144.6
非流动负债	3	2	2	2	EBITDA	54	65	121	181
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.37	0.44	0.70	1.04
其他非流动负债	3	2	2	2	主要财务比率				
负债合计	191	220	366	519	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	87	139	139	139	营业收入	34.2	57.6	73.7	46.4%
资本公积	629	577	577	577	营业利润	21.1	91.3	60.5	48.2%
留存收益	68	121	200	316	归属母公司净利	14.1	91.5	59.8	47.7%
归属母公司股东权	784	837	916	1031	获利能力				
负债和股东权益	975	1056	1282	1550	毛利率(%)	38.9	36.9	36.9	36.8%
现金流量表					净利率(%)	13.1	15.9	14.7%	13.1%
单位: 百万元					ROE(%)	4.1	7.3	10.7	14.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	13.1	10.6	13.5	18.2%
经营活动现金	34	42	56	92	偿债能力				
净利润	32	61	98	145	资产负债率(%)	19.5	20.8	28.5	33.5%
折旧摊销	15	12	22	28	净负债比率(%)	31.2	0.00	0.00	0.00%
财务费用	2	-17	-12	-12	流动比率	4.01	2.72	2.05	1.92
投资损失	0	0	0	0	速动比率	3.62	2.17	1.49	1.33
营运资金变动	-18	-17	-56	-74	营运能力				
其他经营现金	3	3	5	5	总资产周转率	0.39	0.38	0.57	0.69
投资活动现金	-68	-253	-95	-50	应收账款周转	6.1	5.1	5.1	4.8
资本支出	67	173	177	50	应付账款周转	4.7	4.9	4.9	4.7
长期投资	-0	82	-82	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-1	2	-0	-0	每股收益(摊薄)	0.23	0.44	0.70	1.04
筹资活动现金	582	-52	-6	-17	每股经营现金	0.25	0.30	0.40	0.66
短期借款	26	-60	0	0	每股净资产(摊薄)	5.64	6.01	6.59	7.41
长期借款	-10	0	0	0	估值比率				
普通股增加	22	52	0	0	P/E	76.2	39.8	24.9	16.86
资本公积增加	565	-52	0	0	P/B	3.1	2.9	2.6	2.4
其他筹资现金	-21	8	-6	-17	EV/EBITDA	36	29	16	11
现金净增加额	548	-262	-45	25					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。