

审慎推荐-A (维持)

太阳鸟 300123.SZ

当前股价: 13.90 元

2012 年 8 月 27 日

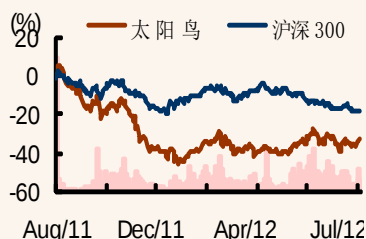
模块化制造提高生产率 双引擎助力成长

基础数据

上证综指	2092
总股本 (万股)	13911
已上市流通股 (万股)	6301
总市值 (亿元)	19
流通市值 (亿元)	9
每股净资产 (MRQ)	6.0
ROE (TTM)	5.6
资产负债率	35.4%
主要股东	湖南凤巢材料
主要股东持股比例	36.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	4	-28
相对表现	-1	16	-9



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《太阳鸟(300123)-特种船加快交付 业绩高增长可期》2012/7/10
- 2、《太阳鸟(300123)-海洋局订单继续交付 收入保持高增长》2012/4/23

刘荣

0755-82943203

liur@cmschina.com.cn

S1090511040001

研究助理

管孟

0755-82908619

guanmeng@cmschina.com.cn

太阳鸟上半年实现营业收入 1.94 亿元, 同比增长 41.7%, 归属母公司所有者净利润 2690 万元, 同比增长 22.7%; 其中 2 季度收入 1.08 亿元, 同比增长 30.7%, 归属母公司所有者的净利润 1710 万元, 同比增长 20.0%。

- **海洋局订单交付助力收入快速增长。**上半年商务艇收入 9018 万元, 同比增长 34.8%, 由于海洋局订单的集中交付, 特种船收入 8452 万元, 同比大增 102%, 游艇收入 1773 万元, 同比下降 9.8%。
- **模块化标准化制造工艺提升毛利率水平。**上半年综合毛利率达到 36.0%, 虽然同比下降 1.1 个百分点, 不过正如我们预期的, 随着公司标准化模块化作业在以特种船为代表建造方面的顺利推进, 毛利率从去年四季度开始明显逐步改善(11 年 Q4, 25.1%; 12 年 Q1, 33.1%; 12 年 Q2, 38.3%)。分产品看, 商务艇毛利率为 39.7%, 同比略降 0.6 个百分点; 特种艇毛利率 32.3%, 由于产品结构原因同比下降 8.4 个百分点, 但较同样以交付海洋局海监艇为主的去年下半年提升了 13.4 个百分点, 主要是因为: S1200C 渔政艇在国内第一条复合材料船艇流水生产线上顺利生产, 劳动效率比传统方式提高了近 50%; 海监艇从船体、内装到舾装、机电基本实现了工序模块化和标准化作业, 生产周期从首制船 5 个月缩短到目前 2 个月左右, 这些有效降低了生产成本, 也为后续特种船保持较高毛利提供了保障; 游艇毛利率 37.7%, 同比提升 3.6 个百分点。
- **多样化积极推进营销。**今年公司除了加强三亚、广州、上海、珠海营销机构管理, 也将进一步推进深圳、厦门、大连、青岛等营销机构建设, 陆续建成 4S 营销中心, 增强营销售后网络。同时其他营销措施有: 探索游艇融资租赁、金融担保、抵押贷款等新的销售模式, 解决部分优质客户现金流不足的难题; 将加大主动服务力度, 定期对每个客户进行回访及游艇检修, 及时反馈客户意见; 打破传统, 在同型号上推出不同配置(如豪华型、标准型)来满足不同客户需求; 继续推进游艇俱乐部建设。
- **销售费用和管理费用预计仍将保持较快增长。**上半年由于营销网络建设以及发展公安部边防局、海关总署等 VIP 客户, 销售费用支出 1436 万元, 同比增长 55.4%; 由于业务规模扩大、管理人员增加以及研发费用支出增长, 管理费用 2398 万元, 同比增长 34.0%。我们认为公司目前处于一个快速成长期, 随着营销售后网络建设、人员增加以及研发支出, 未来销售费用和管理费用将保持较快的增长, 从而有助于提升在营销网络、管理和产品创新等方面的竞争优势。
- **海洋局订单交付将会改善资金状况。**10 年签订的 34 艘海监艇到上半年都已经交付完毕, 目前已经在交付 11 年签定的第二批订单, 根据合同约定, 这一批应该在 10 月 25 日前交付完毕, 为此公司加大了生产进度, 6 月底公司存货 3.17 亿元, 较年初增长 35.3%, 其中在产品 2.18 亿元以海监艇为主, 根据进度我们预计今年第二批定能够全部交付完毕; 由于业务扩大和进口件增

加，预付款较年初增长144%至6611万元：这些导致上半年经营性活动产生现金流3511万元。不过下游政府客户回款较为及时，6月底公司应收账款7696万元，较年初仅增加9.8%，随着下半年海监艇的交付，现金流情况预计将会得到改善。

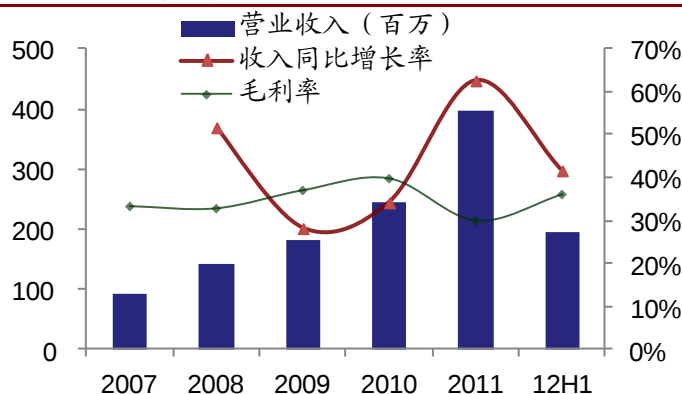
- **广东宝达：插上太阳鸟的翅膀。**广东宝达上半年实现营业收入1786万元，净利润174万元，主要是因为海关订单的交付期在下半年。目前广东宝达在高速艇领域的技术优势结合公司的营销和客户资源优势开始显现：自5月份中标海关1.1亿元摩托艇订单后，8月份再次中标6645万元高速摩托艇的订单。宝达研制的20米超高速巡逻艇，设计时速50节，试航实达53节，综合航海性能优异，奠定了在高速艇领域的领导者地位，目前公司正在推进“60节以上高速艇的研发”项目以进一步巩固领先优势。因为宝达产能紧张，将会租赁公司收购的珠海雄达厂房，借助太阳鸟的管理、采购、批量制造经验等优势资源，预计下半年广东宝达将收入和盈利能力将会有较大提升。
- **产业布局逐渐清晰：双引擎促增长。**沅江基地面积达7814平方米的2号车间扩建项目已完工，6号车间前期工作已经完成；珠海扩产三期厂房因为地基沉降问题，需要打桩加固，因而投入使用有所延后，3季度将会投入使用，新厂房是高标准化的总装厂房，投入使用后在提升产能的同时有助于降低生产周期和成本；长沙量产游艇批量化生产制造基地、综合楼和游艇工业园配套建设等项目，一期面积约200亩，二期面积约100亩，目前正在进行一期的前期工作。未来这些全部建成后，公司将形成沅江、长沙、珠海和佛山四个生产基地，游艇（包括商务艇和私人游艇）和特种艇两种产品的产业布局。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级。**目前公司在手订单充裕，特种船的订单正在逐步交付，游艇下半年排产较满，生产工艺改进以及厂房的扩建为及时交付提供了保证。短期内受益特种艇的爆发增长，未来我们仍看好游艇业务的快速成长，维持12年EPS0.46元盈利预测，动态PE30.3倍，估值较为合理。
- **风险因素：经济增速下滑导致游艇客户延迟接收，玻璃钢价格受油价波动影响较大，政府特种船招标的不确定性**

财务数据与估值

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	244	396	574	743	968
同比增长	34%	63%	45%	29%	30%
营业利润(百万元)	36	47	75	100	134
同比增长	21%	30%	58%	33%	34%
净利润(百万元)	32	44	64	85	114
同比增长	14%	38%	45%	33%	34%
每股收益(元)	0.23	0.32	0.46	0.61	0.82
PE	60.5	43.9	30.3	22.8	17.0
PB	1.5	2.4	2.2	2.1	1.9

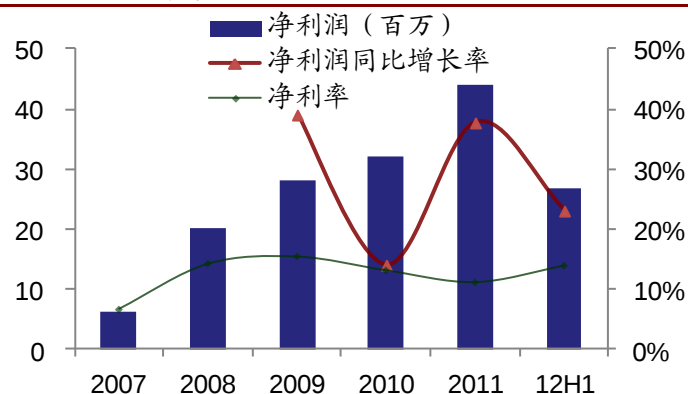
资料来源：公司报表，招商证券

图1: 公司近年销售收入增长示意图



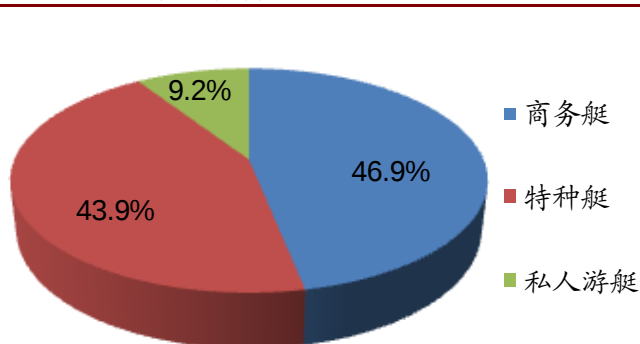
资料来源: WInd, 招商证券

图2: 公司近年净利润增长示意图



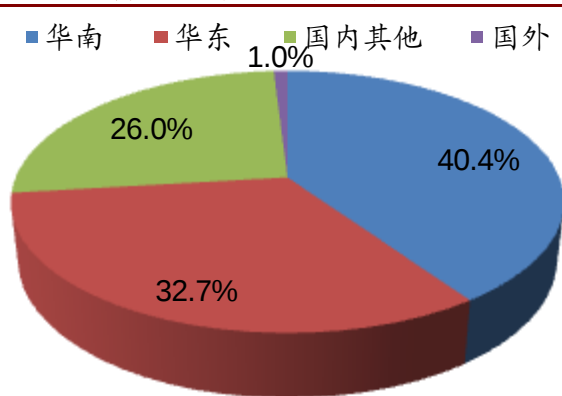
资料来源: WInd, 招商证券

图3: 公司2012年上半年产品收入结构示意图



资料来源: WInd, 招商证券

图4: 公司近年产品销售区域构成情况



资料来源: WInd, 招商证券

表 1: 太阳鸟各季度业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入	35.8	74.2	52.2	81.7	54.4	82.5	88.0	171.7	86.0	107.8
营业毛利	13.8	28.0	19.5	33.5	20.8	30.0	24.6	43.0	28.5	41.3
营业费用	3.3	1.9	3.2	5.9	5.2	4.0	8.9	8.8	5.7	8.7
管理费用	4.4	9.5	8.8	15.0	7.9	10.0	8.9	17.0	12.2	11.8
财务费用	0.9	1.6	1.0	-1.1	-1.7	-1.6	-1.7	-0.6	-0.6	-0.8
投资收益	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
营业利润	5.1	13.6	6.1	11.4	7.6	17.3	6.6	15.7	10.3	20.6
归属母公司净利润	4.7	11.6	6.0	9.7	7.6	14.3	6.9	15.3	9.8	17.1
EPS (元)	0.03	0.08	0.04	0.07	0.05	0.10	0.05	0.11	0.07	0.12
主要比率										
毛利率	38.5%	37.8%	37.4%	41.0%	38.3%	36.4%	28.0%	25.1%	33.1%	38.3%
营业费用率	9.2%	2.5%	6.1%	7.3%	9.6%	4.9%	10.1%	5.1%	6.6%	8.1%
管理费用率	12.4%	12.8%	16.9%	18.4%	14.5%	12.1%	10.1%	9.9%	14.1%	11.0%
营业利润率	14.4%	18.3%	11.7%	14.0%	14.1%	21.0%	7.5%	9.1%	12.0%	19.1%
有效税率	17.5%	13.8%	2.3%	12.5%	13.3%	16.4%	21.7%	13.1%	13.4%	16.9%
净利率	13.0%	15.6%	11.5%	11.9%	14.0%	17.3%	7.8%	8.9%	11.4%	15.9%
YoY										
收入			42.1%	34.2%	52.1%	11.2%	68.5%	110.2%	58.2%	30.7%
归属母公司净利润			410.2%	-22.3%	63.3%	23.1%	14.3%	57.3%	28.8%	20.0%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 公司近年特种船主要中标情况

订单时期	招标方	项目	中标方	金额(万元)	数量	单价(万元/艘)	预计订单交付时间
2008	海洋局	-	太阳鸟	1195	-	-	-
2009	海洋局	-	太阳鸟	1453	-	-	-
2010	海洋局	海监执法快艇	太阳鸟	27600	34	800	部分于 2011 年交付, 剩余 2012 年
2011	海洋局	海监执法快艇	太阳鸟	21600	27	800	2012
2012-3	突尼斯	22米近海快速巡逻艇	太阳鸟	€655	4	€164	2013-3
2012-5	海关	浅吃水摩托艇	太阳鸟	649	10	64.9	2012-12
2012-5	海关	98G 常规摩托艇	宝达	4436	18	246	2012-12
2012-5	海关	20米摩托艇	宝达	5910	7	844	2012-12
2012-8	海关	海关超高速摩托艇	宝达	6645	15	443	2012-3-31 前

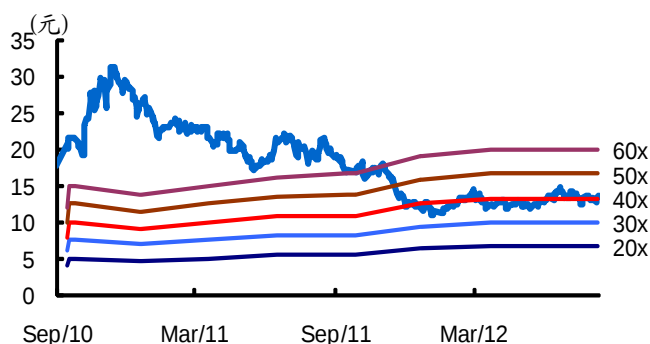
资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 营业收入及盈利假设表

营业收入(百万)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
商务艇	165.7	191.3	229.5	321.3	449.8
游艇	22.0	38.9	35.0	49.0	68.6
特种艇	53.3	161.7	297.7	357.3	428.7
合计	243.8	396.5	574.2	743.0	967.8
销售收入增长	2010	2011	2012E	2013E	2014E
商务艇	98.4%	15.4%	20.0%	40.0%	40.0%
游艇	21.8%	77.0%	-10.0%	40.0%	40.0%
特种艇	-38.6%	224.8%	90.0%	20.0%	20.0%
收入增长率	34.2%	62.6%	44.8%	29.4%	30.3%
毛利率	2010	2011	2012E	2013E	2014E
商务艇	43.2%	33.8%	37.0%	37.5%	38.0%
游艇	31.1%	34.6%	35.0%	35.5%	36.0%
特种艇	29.8%	24.7%	29.0%	30.0%	31.0%
综合毛利率	39.7%	29.9%	32.0%	33.0%	33.9%

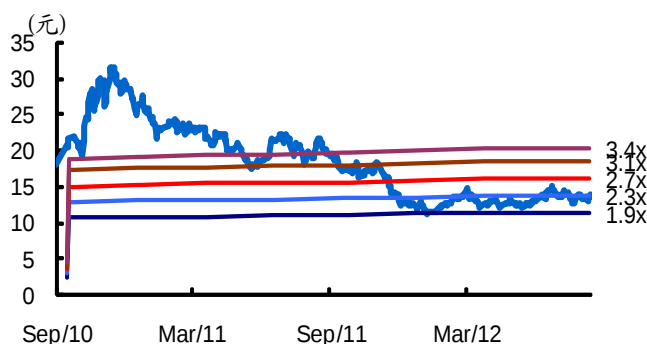
资料来源: Wind, 招商证券

图 5: 太阳鸟历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 6: 太阳鸟历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《太阳鸟(300123)-见龙在田，待时而飞》2011/11/11
- 2、《太阳鸟(300123)-手持订单充裕 高增长可期》2012/3/27
- 3、《太阳鸟(300123)-海洋局订单继续交付 收入保持高增长》2012/4/23
- 4、《太阳鸟(300123)-特种船加快交付 业绩高增长可期》2012/7/10

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	753	829	774	871	1070
现金	586	439	352	330	372
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	51	70	94	122	158
其它应收款	5	14	21	27	35
存货	74	234	195	249	320
其他	38	72	112	143	186
非流动资产	222	412	499	526	522
长期股权投资	0	0	7	8	9
固定资产	145	250	334	363	361
无形资产	19	34	30	27	25
其他	58	129	128	128	127
资产总计	975	1242	1274	1397	1593
流动负债	188	416	403	451	546
短期借款	60	44	74	70	70
应付账款	38	46	66	85	109
预收账款	74	234	195	249	320
其他	17	92	68	48	48
长期负债	3	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	6	6	6	6
负债合计	191	422	409	457	552
股本	87	139	139	139	139
资本公积金	629	577	577	577	577
留存收益	68	104	148	224	325
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	784	819	864	940	1041
负债及权益合计	975	1242	1274	1397	1593

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	34	32	18	52	85
净利润			64	85	114
折旧摊销			30	34	35
财务费用			(1)	(0)	(0)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(76)	(70)	(66)
其它			2	2	3
投资活动现金流	(68)	(321)	(117)	(61)	(31)
资本支出			(110)	(60)	(30)
其他投资			(7)	(1)	(1)
筹资活动现金流	582	(32)	12	(13)	(12)
借款变动			30	(4)	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(19)	(10)	(13)
其他			1	0	0
现金净增加额	548	(321)	(87)	(23)	42

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	244	396	574	743	968
营业成本	149	278	391	498	639
营业税金及附加	3	4	6	7	10
营业费用	14	27	41	53	72
管理费用	38	44	63	85	114
财务费用	2	(6)	(1)	(0)	(0)
资产减值损失	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	(0)	(0)	0	0
营业利润	36	47	75	100	134
营业外收入	1	6	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	36	52	76	101	135
所得税	4	8	12	16	21
净利润	32	44	64	85	114
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	32	44	64	85	114
EPS (元)	0.23	0.32	0.46	0.61	0.82

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	34%	63%	45%	29%	30%
营业利润	21%	30%	58%	33%	34%
净利润	14%	38%	45%	33%	34%
获利能力					
毛利率	38.9%	29.9%	32.0%	33.0%	33.9%
净利率	13.1%	11.1%	11.1%	11.4%	11.8%
ROE	2.5%	5.4%	7.4%	9.0%	10.9%
ROIC	4.0%	4.1%	6.6%	8.3%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	19.5%	34.0%	32.1%	32.7%	34.7%
净负债比率	6.1%	3.5%	5.8%	5.0%	4.4%
流动比率	4.0	2.0	1.9	1.9	2.0
速动比率	3.6	1.4	1.4	1.4	1.4
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6
存货周转率	2.4	1.8	1.8	2.2	2.2
应收帐款周转率	6.5	6.6	7.0	6.9	6.9
应付帐款周转率	4.7	6.6	6.9	6.6	6.6
每股资料(元)					
每股收益	0.23	0.32	0.46	0.61	0.82
每股经营现金	0.40	0.23	0.13	0.37	0.61
每股净资产	9.02	5.89	6.21	6.75	7.48
每股股利	0.00	0.10	0.14	0.07	0.09
估值比率					
PE	60.5	43.9	30.3	22.8	17.0
PB	1.5	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	44.4	39.9	22.7	17.6	14.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，招商证券研发中心研究董事。连续 5 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，两年第二名。连续三年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

管孟，北京大学和香港大学管理学和金融学双硕士、清华大学水利水电工程专业学士，2011 年 7 月加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。