

# 翱翔于晨曦之中

## 太阳鸟公司深度分析报告

评级: **买入-A**

上次评级:

目标价格: **16.45 元**

期限: 6 个月 上次预测:

现价(2012年02月08日): 12.52 元

报告日期: **2012-02-10**

### 报告关键点:

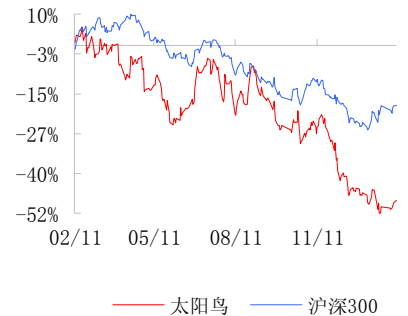
- 从供需层面游艇行业具备快速发展的内在动力
- 规模优势和技术领先有助于公司保持较高增速
- 相关政策改革进程将成为主要的股价触发因素
- 合理股价16.45元,首次投资评级“买入-A”

### 报告摘要:

- 对国内游艇产业的基本判断: 欧美成熟市场中低档游艇是消费主体, 而我国租赁游艇可望成为大众消费模式, 因此游艇产业在未来3-5年有望爆发式增长, 预计“十二五”末市场需求约为200亿元, 未来5-10年有望达到10万艘规模, 这意味着1000亿元的市场容量。
- 国内游艇制造业羽翼渐丰, 临海地区游艇项目如雨后春笋, 由于国内游艇泊位密切联系游艇地产, 我们认为规划并非空中楼阁, 已经触手可及。
- 公司商务艇增长较快, 私人艇相对平稳。公司销售区域在华南、华中、华东三足鼎立格局仍将延续, 从规避税收以及目前消费环境考虑, 商务艇仍为主导产品, 预计复合增速55%, 私人艇收入占比5%左右, 预计复合增速27.5%。
- 特种艇结构性增长预期较为明确, 公司收购的广东宝达在高速艇方面拥有技术和市场优势, 特种艇市场规模约为20亿元, 公司收入增速可望保持在20%左右。
- 现阶段公司生产模块化标准化有利于取得规模化效益, 公司技术体系完整, 研发投入占收入比例在6%以上, 大中型游艇的占比上升带来产品结构优化, 由于原材料外购件占成本近80%, 我们认为游艇最终比拼的是品牌和服务。
- 我们认为募投项目完成将从产能、设计、营销提升公司综合实力。高性能复合材料船艇扩能建设项目达产后产能增加80%, 净利翻番; 技术研究与工业设计中心技术升级改造项目将提升强化公司核心竞争力; 营销服务网络建设项目构筑多层次营销网络, 有利于进一步开拓市场。
- 珠海游艇产业园规模国内领先, 具备产业集聚效应, 珠海公司扩产后新增产能40艘, 2012年收入增速有望到达40%左右, 珠海游艇工业园内仍有扩张余地。
- 2009年国务院41号文给游艇行业的一线曙光, 但目前存在游艇征收消费税与鼓励消费的政策矛盾。历史上美国征收游艇奢侈税前波后折, 堪为中国前车之鉴。
- 我们预测2011-2013年公司主营业务收入分别为4.2、6、9.3亿元, 净利润分别为0.45、0.65、1.05亿元, 每股收益分别为0.32、0.47、0.75元。按照2012年35倍PE相对估值: 合理股价16.45元, FCFE模型计算每股价值为18.89元, 2月8日收盘价12.52元, 首次投资评级“买入-A”。
- 风险提示: 宏观经济下滑超出预期, 游艇政策改革低于预期, 行业竞争加剧。

总市值(百万元)	1,685.96
流通市值(百万元)	763.74
总股本(百万股)	139.11
流通股本(百万股)	63.01
12个月最低/最高	10.83/39.78 元
十大流通股东(%)	54.87%
股东户数	7,329

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.23)	(22.54)	(29.26)
绝对收益	2.10	(31.93)	(47.88)

张仲杰  
021-68767839  
执业证书编号

高级行业分析师  
zhangzj@essence.com.cn  
S1450511020002

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	181.7	243.8	420.1	604.6	927.3
Growth(%)	28.2%	34.2%	72.3%	43.9%	53.4%
净利润	28.0	32.0	44.7	65.5	105.0
Growth(%)	39.1%	14.1%	39.8%	46.5%	60.3%
毛利率(%)	36.5%	38.9%	32.5%	32.6%	32.7%
净利润率(%)	15.4%	13.1%	10.6%	10.8%	11.3%
每股收益(元)	0.20	0.23	0.32	0.47	0.75
每股净资产(元)	1.19	5.64	5.96	6.43	7.18
市盈率	59.6	52.3	37.4	25.5	15.9
市净率	10.1	2.1	2.0	1.9	1.7
净资产收益率(%)	17.0%	4.1%	5.4%	7.3%	10.5%
ROIC(%)	32.5%	18.1%	15.4%	19.3%	28.2%
EV/EBITDA	-	59.2	20.7	13.6	8.9
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

### 前期研究成果

## 目 录

1.	对国内游艇产业的基本判断.....	4
1.1.	欧美成熟市场中低档游艇为消费主体.....	4
1.2.	租赁游艇可望成为国内大众消费模式.....	4
1.3.	部分地区游艇产业快速发展态势已经出现.....	4
1.4.	中国游艇市场未来 5-10 年有望达到 10 万艘规模.....	5
1.5.	国内游艇制造业羽翼渐丰.....	5
1.6.	宏观调控加速游艇制造业优胜劣汰.....	6
1.7.	临海地区游艇项目如雨后春笋.....	6
1.7.1.	海南省：出台游艇码头规划和管理办法.....	7
1.7.2.	广东省：2-3 年内泊位数大幅增长 240%.....	7
1.7.3.	厦门市：初步规划建设 2 万个泊位为全国之最.....	8
1.7.4.	上海市：黄浦江打造为国际水上旅游中心.....	9
1.7.5.	天津市：打造北方游艇产业基地.....	9
1.7.6.	青岛市“十一五”将新建游艇泊位 5000 个.....	10
1.7.7.	重庆山峡库区在建拟建 6 个游艇基地.....	10
1.7.8.	游艇泊位 2015 年可望达到 2.2 万个，游艇地产是有效支撑.....	11
2.	商务艇增长较快，私人艇相对平稳.....	13
2.1.	游艇市场需求的预测：“十二五”末约为 200-400 亿元.....	13
2.2.	公司销售区域三足鼎立格局仍将延续.....	13
2.3.	预计商务艇仍为主导产品，复合增速 55%.....	13
2.4.	私人艇占比 5%左右，预计复合增速 27.5%.....	13
3.	特种艇需求将稳定增长.....	14
3.1.	水域开放推动特种艇需求增长.....	14
3.2.	广东宝达在高速艇方面很有优势.....	15
3.3.	特种艇市场规模约 20 亿元，公司收入增速可望保持在 20%.....	15
4.	海外市场有望取得新的突破.....	16
5.	生产经营与技术研发相得益彰.....	17
5.1.	生产模块化标准化有利于取得规模化效益.....	17
5.2.	技术体系完整，研发投入占收入比例在 6%以上.....	17
5.3.	产品结构优化：大中型游艇的占比上升.....	18
5.4.	原材料外购件占成本近 80%，游艇最终比拼品牌和服务.....	18
6.	募投项目完成将从产能、设计、营销提升公司综合实力.....	19
6.1.	高性能复合材料船艇扩能建设项目追加投资后净利约 4900 万元.....	19
6.2.	技术研究与工业设计中心技术升级改造项目：提升强化核心竞争力.....	20
6.3.	营销服务网络建设项目：构筑多层次营销网络，进一步开拓市场.....	20
6.4.	长沙麓谷工业园项目预计在 2013 年形成产能.....	21
7.	珠海基地：2012 年收入增速有望到达 40%左右.....	21
7.1.	珠海游艇产业园国内领先，具备产业集聚效应.....	21
7.2.	珠海公司扩产后新增产能 40 艘.....	21
7.3.	珠海游艇工业园内仍有扩张余地.....	22
8.	游艇行业的政策导向与税收体制的矛盾.....	22
8.1.	国务院 41 号文：游艇行业的一线曙光.....	22
8.2.	游艇简单视为豪华奢侈税品是观念上的落后.....	23
8.3.	旧的游艇消费税与新的鼓励消费的政策相互矛盾.....	23
8.4.	美国征收游艇奢侈税前波后折，堪为中国前车之鉴.....	23
9.	业绩预测与估值.....	24
9.1.	预计 2012 年每股收益为 0.47 元.....	24
9.2.	相对估值：合理股价 18.8 元，投资评级“买入-A”.....	24
9.3.	绝对估值：FCFE 模型计算每股价值为 18.87 元.....	25
9.4.	全球游艇制造业：市盈率最高 40.5 倍、最低 4.5 倍，平均 14.4 倍.....	26

10.	风险提示	26
10.1.	宏观经济下滑幅度超出预期	26
10.2.	相关政策改革进程低于预期	26
10.3.	游艇行业竞争加剧	26
11.	附录	26
11.1.	国内游艇制造业主要统计数据图表	26
11.2.	海事、海监、渔政管理部门组织结构图	27

## 图 目 录

图 1	国内游艇企业数量基本维持在 50 家左右	5
图 2	国内游艇制造企业主要分布在沿海沿江地区	5
图 3	游艇行业前 5 位企业市场份额不到三成 (2008 年)	6
图 4	三亚游艇码头规划图	7
图 5	深圳游艇将迈向“中产化”	8
图 6	厦门香山国际游艇码头规划图	8
图 7	黄浦江承载上海游艇之梦	9
图 8	天津东疆港区游艇俱乐部规划图	10
图 9	青岛市游艇码头专项规划图	10
图 10	豪华邮轮“长江黄金 1 号”游轮从重庆朝天门码头起航	11
图 11	太阳鸟 2007-2010 年国内主要销售区域及国外占比构成	14
图 12	太阳鸟 2007-2013 年主要产品占比变化趋势	14
图 13	太阳鸟 2007-2013 年特种艇销售收入及预测	15
图 14	公司研发投入占主营业务收入的比例保持在 6%以上	18
图 15	公司营业成本构成 (2009 年)	19
图 16	太阳鸟珠海基地位于珠海平沙镇游艇工业园	22
图 17	Brunswick 在 1992 年最高市盈率为 84 倍	26
图 18	Beneteau 2011 年前后市盈率维持在 30-40 倍	26
图 19	Azimut 市盈率波幅较小平均为 13 倍	26
图 20	Grand banks yachts 的市盈率均值为 12 倍	26
图 21	全行业 03-11 年营业收入复合增速为 35%	27
图 22	行业季度平均毛利率为 18% 总体呈升势	27
图 23	金融危机以来游艇出口金额呈下降趋势	27
图 24	行业人均营业收入在逐步增加	27
图 25	交通部下属海事及航务管理机构组织图	27
图 26	国土资源部下属海监总队及海洋局机构组织图	28
图 27	农业部下属渔政局及地方渔业厅机构组织图	28

## 表 目 录

表 1	全国主要地区游艇泊位、码头、俱乐部及产业发展规划	12
表 2	国家海事部门主要机构配备的船艇数量	16
表 3	太阳鸟近年海外市场销售情况 (单位: 万元)	17
表 4	太阳鸟营销中心与营销服务中心分布情况	20
表 5	公司 IPO 募投项目一览表	21
表 6	公司分项业务收入预测表	24
表 7	创业板具有特色的公司市场给与成长性溢价	25
表 8	权益 FCFE 模型估值表	25

## 1. 对国内游艇产业的基本判断

### 1.1. 欧美成熟市场中低档游艇为消费主体

据中国交通运输协会邮轮游艇分会(CCYIA)调查:从全球看,游艇消费市场是多元化的,游艇的价格从一二十万人民币到几亿、几十亿元不等(2008年8月27日,一艘超级豪华游艇亮相法国南部芒顿。这艘游艇已由俄罗斯亿万富翁安德雷-梅尔尼琴科出资2亿英镑购买,是迄今为止最昂贵的游艇)。既有贵族富豪专属的超级游艇,但更多的是白领阶层、中产阶级买得起的帆船、钓鱼艇、快艇、休闲艇。

北美占世界游艇市场份额的55.9%,大多数游艇销售单价在1.5-5万美元之间,豪华游艇的销量只占2.5%;占世界游艇市场份额38.4%的欧洲市场,也主要集中在几万欧元的中小游艇(帆船),由于经济不景气,欧美游艇价格已经进一步滑落。

全球游艇业,其最大消费群体并不是超级富豪,而是中等收入群体,价格在人民币30-50万元左右的钓鱼艇、帆船等中低档游艇最受欢迎。中低档游艇既可以作为海上运动、游乐、商务活动和社交的工具,也可以用作载客经营;中高收入阶层及一般机构和企业都能够承担其价格和费用,而这类消费群是今后相当长时期游艇的主力消费群。

游艇产业在国外已成为名副其实的“漂浮在黄金水道上的印钞机”。包括游艇、水上运动器具及消费等在内,2010年目前全球游艇经济的年销售额已超过500亿美元。

### 1.2. 租赁游艇可望成为国内大众消费模式

据协会统计目前中国俱乐部有99家,这99家里面建成28家,正在建设是6家,已经完成规划的有45家。

实际上有报道认为,新建、在建、规划中的游艇俱乐部已有几百家,上升势头之猛令人惊叹。其中投资者大都是房地产企业,游艇俱乐部也已经成为房地产销售中的一个亮点。不少游艇俱乐部的泊位、会所是一应俱全的,配套设施的完善,免除了游艇主的后顾之忧,有的游艇俱乐部设施及环境都可与世界顶级游艇俱乐部媲美。

目前来看,俱乐部大致上沿海沿江分布,业内专家的观点,在未来一二十年可能游艇租赁是中国游艇的主要消费模式,在很多人还不打算买游艇的情况下,租赁游艇来娱乐是一种不错的选择。

### 1.3. 部分地区游艇产业快速发展态势已经出现

中国拥有1.8万多公里的海岸线,6500多个岛屿,24800个湖泊,具备游艇消费的自然地理条件。在今后3-5年里,游艇休闲、运动将成为人们娱乐生活的重要选择,游艇海上运动将成为海洋旅游、个性消费和追求品味的新亮点。

根据国际惯例,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。中国珠三角、长三角、环渤海沿海发达地区的人均已经达到或超过8000美元,随着消费升级的趋势,中国游艇经济快速发展的态势已经出现。

国内游艇的消费类型,除了几千万上亿的高端游艇,50万-100万人民币的钓鱼艇、帆船、休闲游艇将会受到人们的更大关注。这方面潜在消费群体庞大,今后很可能是游艇形成经济规模的驱动因素。业内专家认为在住房、汽车之后,游艇会成为中国经济发展新增长点。休闲旅游正在成为一个新高潮,休闲旅游很大的一个工具就是游艇。所以中国游艇产业在未来3至5年将有望跨越式的发展。



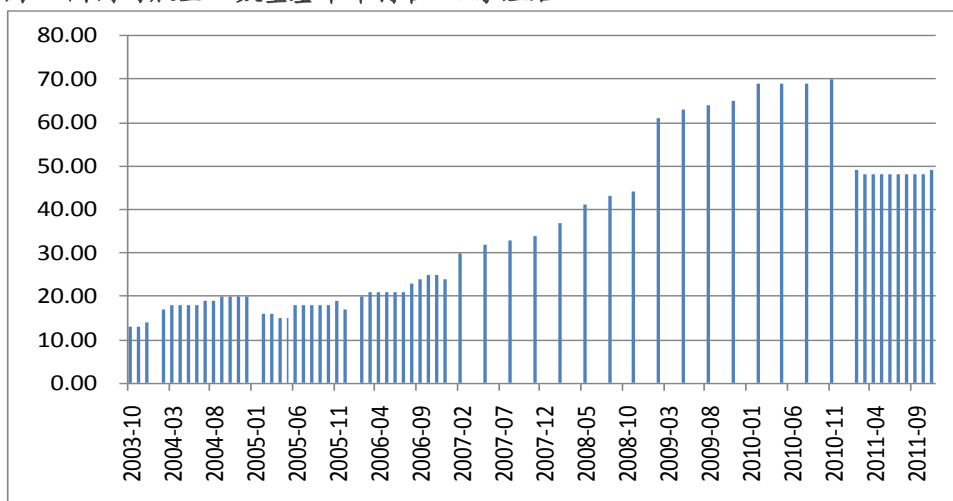
### 1.4. 中国游艇市场未来 5-10 年有望达到 10 万艘规模

据著名游艇专家费平估计，中国市场游艇购买群体的认知，一部分是游艇俱乐部或者房地产商、滨水企业，估计这些在今后 5-10 年中国企业类的购买量大概会有 5 万艘左右；另一部分则是在的中产以上阶层个人的购买。胡润做了一个奢侈品品牌的问卷调查，称这个基础群体在中国是 50 万人 10% 购买游艇就是 5 万艘。上述两个 5 万艘加起来，可以在今后 5 年-10 年间达到 10 万艘游艇的采购量。

### 1.5. 国内游艇制造业羽翼渐丰

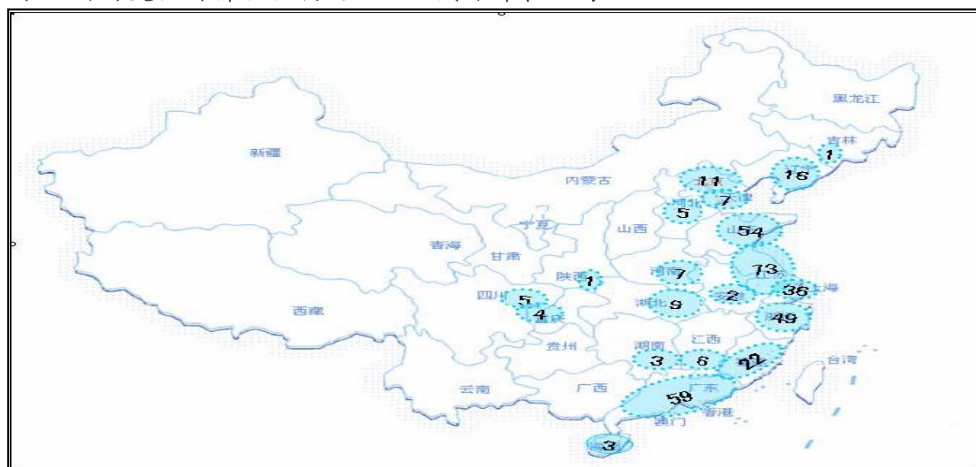
近 2 年中国的游艇产业从南到北发展非常迅速，据协会统计，现在中国的游艇制造业有 374 家，其中制造整艇大概 50 家，制造零配件 320 家。

图 1 国内游艇企业数量基本维持在 50 家左右



数据来源：WIND 安信证券研究中心

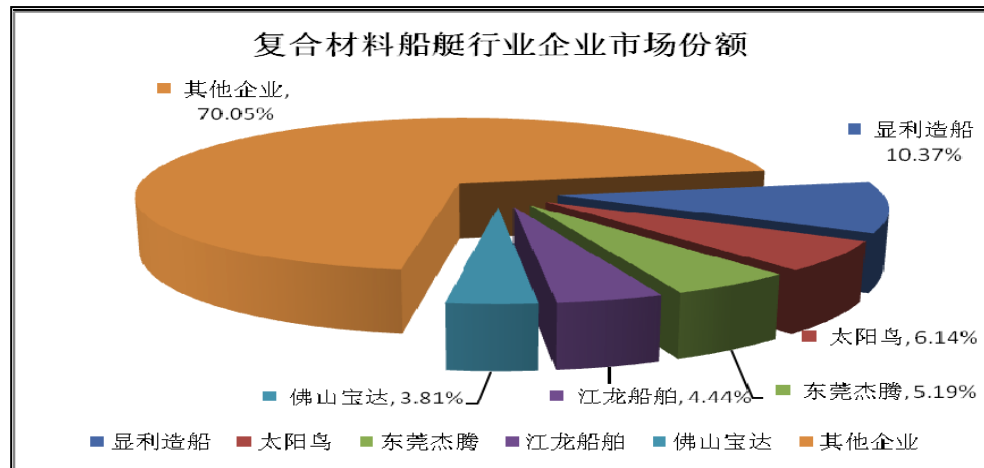
图 2 国内复合材料船艇制造企业主要分布在沿海沿江地区



数据来源：公司招股书 安信证券研究中心

国内市场的竞争格局为金字塔型。顶端为太阳鸟游艇、江龙船舶营业额在 1 亿至 3 亿人民币之间的企业；中层为宝达等专门供应某一领域如海关快艇的企业；底层为数量较大的小型船艇企业，生产多用途快艇和冲锋舟等小型船艇。

图 3 游艇行业前 5 位企业市场份额合计不足三成 (2008 年)



数据来源: WIND 安信证券研究中心

具体来看, 广东的珠海、深圳、东莞、江门一带; 福建的厦门、漳州一带; 浙江的舟山、宁波、温州、湖州、千岛湖一带; 上海的奉贤; 江苏的沿江一线; 山东的青岛、威海一带; 天津的郊县; 河北的秦皇岛、曹妃甸一带; 辽宁在大连、营口、葫芦岛一带; 连内陆城市南昌、武汉、重庆、长沙等地都在设立或规划游艇产业园区。

现在中国一些顶级的大企业, 都成立了游艇产业小组进行前期工作, 准备涉足游艇产业。

游艇的生产将带动新型材料、涂料、电子仪器、仪表、动力、推进装置等几十个配套工业的发展, 并形成完整的“游艇制造—销售—俱乐部休闲游艇—维护保养”产业链, 进而带动游艇码头、游艇运输、燃料加注、水上娱乐、餐饮服务等相关行业的发展。

同时, 国外与游艇有关的企业, 早就对中国市场表现出极大兴趣。这里包含世界著名的游艇公司、设备公司、材料公司, 大到 100 英尺以上的整艘游艇和最新的发动机, 小到不锈钢螺丝钉、清洁剂等, 几乎与游艇相关的任何东西都有国外的供应商在做。

### 1.6. 宏观调控加速游艇制造业优胜劣汰

中国的游艇制造业结构相当分散, 企业 80% 是中小企业, 其中年销售收入 1000 万以上的主要企业有 40 多家, 而其中具有自主设计能力的企业则更少。

小型企业只能生产 10 米以下的船艇或专门生产船舶零部件。有些游艇厂一年的产量也就是 2-3 艘, 95% 的企业产量是在 10 艘以下, 产量在 20 艘以上的也就是 2-3 家。这些小厂没有研发实力, 员工队伍也不稳定, 加之管理方式和经营理念落后, 没有规模效益, 抵御风险能力很弱, 2011 年下半年部分小企业就开始感受到经济调控对游艇市场的影响。

由于用户对产品性能和质量要求的提高是一个行业发展的新动力。同时政府部门普遍实行招标方式采购, 原来生产高品质产品的厂家也由于承接了更高要求的产品而进一步在提高产品质量。在这样的竞争过程中, 小型船艇企业面临被边缘化的局面。

我们认为宏观经济调控将加速游艇行业的洗牌过程, 这种优胜劣汰的形势对行业的健康发展是有益的, 对龙头企业更是加速发展的机遇。

### 1.7. 临海地区游艇项目如雨后春笋

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。

全国已经有 4 个城市，厦门、福州、三亚、海口，成立了以市长为首的游艇产业发展领导小组，下设办公室，有 8 个城市制定了《游艇产业的总体规划》，这些变化为游艇产业的发展奠定了基础。

### 1.7.1. 海南省：出台游艇码头规划和管理办法

海南游艇产业近几年来发展迅猛，截至今年底，已建成三亚鸿洲、海口美源、海口新埠岛、三亚亚龙湾等 4 个国际标准游艇码头，共 372 个泊位，35 家游艇俱乐部游艇会，260 多家与游艇相关的企业，为海南游艇产业发展打下了坚实的基础。

海南省交通厅《海南省游艇码头总体规划》出台：数量 39 个，其中大、中、小型游艇码头分别为 4 个、24 个和 11 个，2030 年泊位总规模可达 7000-10000 个。

海南省游艇码头以“两核、四区”的布局。“两核”：海口、三亚，游艇码头发展核心地区。“四区”：北部区域以海口为中心，涵盖周边澄迈、文昌等县市；南部区域以三亚为中心，涵盖周边陵水县、乐东县；东部区域以琼海为中心，涵盖万宁，旅游特色是以博鳌论坛为代表的高端休闲服务业；西部区域以儋州为中心，涵盖临高、东方、昌江等县市，打造国际化的环北部湾滨海度假地。

2011 年 11 月 23 日，海南省颁布了《海南省游艇管理试行办法》，这是全国第一部专门规范游艇产业发展的地方性规章，实现了 17 项政策的新突破，对海南游艇产业发展提供了有力的体制机制保障。

海南省游艇协会已于 2011 年 1 月成立，为游艇管理机构提供行业咨询服务，集游艇制造、销售、维护、会展等为一体的产业链的游艇制造产业园项目规划已完成并正在申报，这些都为海南游艇产业提供了有力的政策引导和协调服务。

图 4 三亚游艇码头规划图



数据来源：三亚游艇网 安信证券研究中心

### 1.7.2. 广东省：2-3 年内泊位数大幅增长 240%

到 2010 年底，广东省沿海地区已建有 8 家游艇会及 6 个游艇游船码头，共有 525 个泊位，分别分布在广州、深圳、东莞、中山等地。目前广东省内在建的游艇会主要有 5 个，分别位于广州、深圳、珠海、中山和湛江市，全部建成后新增泊位总数可达 1800 多个。这意味着在 2-3 年内全省泊位数增长 240%。



省交通运输厅公布《广东省沿海港口游艇码头布局规划》，预测广东 2015 年中产阶层中平均每 2.5 万人拥有一艘游艇，2020 年平均每 2000 人将拥有一艘游艇，2030 年增长至平均每 500 人将拥有一艘游艇。即 2015 年、2020 年和 2030 年广东中等收入群体游艇潜在消费数分别达到 800 艘、14000 艘和 60000 艘。而中产以上人群，则 2015 年平均每 200 人拥有一艘游艇，2020 年和 2030 年发展至平均每 20 人和每 10 人拥有一艘游艇。

图 5 深圳游艇将迈向“中产化”



数据来源：广州日报 安信证券研究中心

### 1.7.3. 厦门市：初步规划建设 2 万个泊位为全国之最

厦门全市目前已有游艇制造企业 11 家，游艇配套企业 14 家，游艇贸易企业 12 家，游艇俱乐部会所 10 家，游艇业产值达 30 多亿元。其中，游艇制造产值超过 5 亿元，出口 4800 万美元，约占全国出口的 1/3，因此已具备大力发展游艇休闲产业的条件。厦门欲打造东方迈阿密，岛内外将规划新建 7 大游艇码头，初步设想建设 20300 个泊位。厦门海域面积约 390 平方公里，海岸线总长 234 公里，其中深水岸线 27 公里。而游艇的制造出口，厦门目前已占国内 1/3 强。

厦门目前拥有各类游艇大约 500 艘，而预计今后 3 年，厦门的游艇将以每年 200 艘左右的数据增长。5 年后，则很可能以每年千艘的水平向上增长，加上高校帆船近百艘/年的增长，预计 5 年后厦门的游艇有望达到 5000 艘左右的水平。相应的，就需要有 5000 个左右的泊位。长期来看，2 万个泊位是可以消化的。

图 6 厦门香山国际游艇码头规划图



数据来源：厦门香山国际游艇会 安信证券研究中心



#### 1.7.4. 上海市：黄浦江打造为国际水上旅游中心

上海港目前共有游艇码头 9 个，游艇泊位 103 个，基本从业人员 155 人，投资人和经营人以企业为主。长期停靠的游艇有 49 艘，其中个人所有 7 艘，企业所有 42 艘。游艇最大载容量 29 人，最小载容量 2 人。2010 年游艇码头的上下客 5 万多人次。游艇码头经营者均反映看好上海游艇市场，有继续投资扩大规模的意愿。

上海市“十二五”旅游规划提出将重点发展“水上旅游”。目前，外高桥区域正在建设一个沪上最大规模的游艇基地——三岔港游艇基地。建成后，该游艇基地将有 200 多个泊位。最快明年，黄浦江的新华码头将被改建成为 1300 米长的私人游艇码头，第一期将提供 120 个游艇专用泊位。上海黄浦江景观水系的总体规划是开发建设 11 个游艇俱乐部和码头，游艇泊位总数为 2 万个。上海正在向打造游艇母港的目标大步迈进，“最终想将黄浦江打造成为比肩法国塞纳河的国际水上旅游中心。”

图 7 黄浦江承载上海游艇之梦



数据来源：上海游艇展 安信证券研究中心

#### 1.7.5. 天津市：打造北方游艇产业基地

天津背靠首都北京，濒临渤海，区域内湖泊众多，市场环境决定了潜在的消费需求。天津还有很好的制造业基础，对于游艇产业的发展也十分有利。天津计划打造集游艇制造、维修、展示、交易、休闲旅游于一体的游艇产业链，成为我国北方最大的游艇产业基地。

位于天津滨海新区中心渔港的中澳皇家游艇城，是中国与澳大利亚在游艇项目上的第一次大规模合作，建设 1000 个游艇泊位，规划形成综合游艇产业集群。另一游艇项目海斯比游艇城位于滨海旅游区，规划建设游艇泊位 500 个。在中国面积最大的保税港区东疆也规划了 700 余个泊位，能满足 100 米豪华游艇的停泊。未来几年，滨海新区将建成游艇泊位 8000 个。

2010 年 12 月，天津东疆游艇交易市场挂牌，涉及游艇及配件交易、维护、仓储、物流、金融服务五大功能，它的目标是打造中国北方最大的游艇交易中心。天津还相继出台了地方配套措施，从降低进出口关税、减免生产型企业增值税等方面为发展游艇产业创造条件。

图 8 天津东疆港区游艇俱乐部规划图



数据来源：万景网 安信证券研究中心

### 1.7.6. 青岛市“十一五”将新建游艇泊位 5000 个

青岛海域广阔，海岸线长达 730 多公里，有 48 个港湾，69 个岛屿，受台风影响小，风、浪、流、水温等均适宜于开展海上观光和运动休闲。这些资源在全国堪称一流，发展海上旅游产业有着得天独厚的条件。2005 年 4 月青岛被亚太航运界评为“亚洲地区最佳航海城市”。

青岛游艇企业已有 50 多家，年产各种游艇 3 万多艘，年出口额 1.4 亿美元~1.6 亿美元，其中 90% 以上销往欧美国家，青岛市已经成为国内重要的游艇产业基地。“十一五”期间，青岛市拟建游艇俱乐部专用码头近 30 个，游艇泊位将超过 5000 个。还将陆续出台系列举措，建立青岛游艇产业区，加大品牌培育，力争将青岛打造成国际知名的游艇产业基地。

图 9 青岛市游艇码头专项规划图



数据来源：青岛新闻网 安信证券研究中心

### 1.7.7. 重庆山峡库区在建拟建 6 个游艇基地

重庆丰都县拟投资 85 亿元，在丰都建设能够容纳 500 艘游艇的基地等。巫山县总投资 3 亿元。游艇码头岸线 1000 米长，可停靠大小游艇大约 200 艘。忠县《规划》计划投资 55 亿元到 70 亿元，从 2011-2020 年分三个阶段执行。万州区政府也表示投资商拟投资 20 亿元打造包括游艇码头在内的游艇产业基地。到 2015 年，重庆市拟在主城区建成 6 个游艇基地，在三峡库区也规划建设丰都的龙河东、涪陵的蔺市等 5 个游艇基地。

图 20 豪华邮轮“长江黄金 1 号”游轮从重庆朝天门码头起航



数据来源：重庆晚报 安信证券研究中心

### 1.7.8. 游艇泊位 2015 年可望达到 2.2 万个，游艇地产是有效支撑

我们分析了主要沿海地区游艇行业的发展规划和相关报道，统计相关项目的游艇泊位，我们大致估算，到 2015 年国内游艇泊位大致在 2.2 万个（协会估计未来 3 年为 1.7 万个），而 2020-2030 将达到 8.9 万个。

具体而言，沿海一线的广东、福建、浙江、江苏、上海、山东、天津、河北、辽宁；沿长江一线的安徽、江西、湖北、湖南、重庆；沿珠江一线的广州、东莞、深圳、珠海。地方政府都在积极推进游艇产业的发展，有的推出专项扶持政策，有的制定相应的发展规划，还有的拨出资金支持。应该说这些游艇项目的推动还是有实质性举措。

另外，很多濒水楼盘都规划有游艇俱乐部或计划购买游艇。目前，全国开发和待开发的游艇港项目超过 150 个，很多项目是和房地产业相结合的游艇地产。这主要是由于发展游艇经济必须有码头，这类码头是山地湖湾、游艇码头、扇形坡地、会所别墅、酒店、度假村、球场等一系列与游艇运动配套产生的地产项目。

可以说，开发良好的游艇地产是游艇业发展的底气。而一个房地产项目如果建在海边，那它的销售价格就能翻上 1 倍到 2.5 倍，而一般的游艇港建设是靠房地产项目的利润来支撑。因此，我们认为游艇码头和泊位的建设规划并非空中楼阁，估计会发展较快。



表 1: 全国主要地区游艇泊位、码头、俱乐部及产业发展规划

	现有 码头	游艇 泊位	俱乐部/ 游艇会	规划公布/网站 刊登日期	主要内容	2010-2015 泊位数	2015-2030 泊位数
海南省	4	372	35	2011年8月	本次规划游艇码头数量39个,其中大、中、小型游艇码头分别为4个、24个和11个,2030年泊位总规模可达7000-10000个。	4000	10000
广东省	6	525	8	2011年10月	目前广东省内在建的游艇会主要有5个,分别位于广州、深圳、珠海、中山和湛江市,全部建成后新增泊位总数可达1800多个。	1800	14000
深圳市		300	7	2011年10月	在建和计划建设的游艇泊位约2500个	2500	5000
厦门市	2	1200	10	2011年11月	规划新建7大游艇码头,初步设想建设20300个泊位	2000	20300
福州市	1		1	2011年5月	2010年-2015年至少完成200个泊位的建设;在2016年-2020年第二阶段,预计福州游艇数量将达到427艘,这个阶段码头泊位数量至少需要500个;2021年-2025年,福州游艇产业将处于快速发展期,预计游艇数量将达到1839艘。福州将计划建设18个	400	1900
舟山市	1			2011年10月	浙江舟山徐公岛开发项目正式建设,第一期将建设成为游艇岛,首期将用两年时间建设279个游艇泊位。	279	600
宁波市	1			2011年11月	(来自新闻)今年的宁海县重点工程宁海湾游艇俱乐部建设工程计划总投资达2亿元,将建成一个具有250个泊位的游艇俱乐部	250	500
上海市	9	103	4	2011年3月 2011年7月 2011年4月	目前,外高桥区域正在建设一个沪上最大规模的游艇基地——三岔港游艇基地。建成后,该游艇基地将有200多个泊位。最快明年,黄浦江的新华码头将被改建成1300米长的私人游艇码头,第一期将提供120个游艇专用泊位。上海黄浦江景观水系的总体规划是开发建设11个游艇俱乐部	2320	20000
青岛市					“十一五”期间,青岛市拟建游艇俱乐部专用码头近30个,游艇泊位将超过5000个。还将陆续出台系列举措,建立青岛游艇产业区,加大品牌培育,力争将青岛打造成国际知名的游艇产业基地。	5000	
烟台市	1			2010年11月	烟台莱阳市在度假区内开工建设了一大型水上项目——游艇码头。项目竣工后,预计提供500多个游艇泊位,其中270多个固定泊位,230多个临时泊位。	500	1000
天津市	5			2011年12月	位于天津滨海新区中心渔港的中澳皇家游艇城,是中国与澳大利亚在游艇项目上的第一次大规模合作,建设1000个游艇泊位,规划形成综合游艇产业集群。另一游艇项目海斯比游艇城位于滨海旅游区,规划建设游艇泊位500个。在中国面积最大的保税港区东疆也规划了700余个泊位,能满足100米高桅游艇的停泊	700	2200
大连市	6	138	4	2010年9月	按照规划,大连要建造20个游艇港。大连游艇俱乐部规划的泊位有680个,分三期开发	680	10300
重庆山峡库区			6	2010-2011年	丰都县拟投资85亿元,在丰都建设能够容纳500艘游艇的基地等。巫山县总投资3亿元。游艇码头岸线1000米长,可停靠大小游艇大约200艘。忠县《规划》计划投资55亿元到70亿元,从2011-2020年分三个阶段执行。万州区政府也表示投资商拟投资20亿元打造包括游艇码头在内的游艇产业基地。到2015年,重庆市拟在主城区建成6个游艇基地,在三峡库区也规划建设丰都的	1500	3000
<b>合计</b>	<b>36</b>	<b>2638</b>	<b>75</b>			<b>21929</b>	<b>88800</b>

数据来源: 相关公司网站 安信证券研究中心

## 2. 商务艇增长较快，私人艇相对平稳

### 2.1. 游艇市场需求的预测：“十二五”末约为 200-400 亿元

首先，我们统计了主要沿海地区游艇行业的发展规划和相关报道，估算 2015 年大致有 2.2 万个游艇泊位，一一对应，则“十二五”末国内游艇数量约为 2.2 万艘。（业内专家估计目前全国范围在建和未来 3 年已批准将建成的游艇码头泊位，大概有 17100 个）。其中海南、广东、深圳、厦门、青岛、重庆的泊位数量均在 1000 个以上。如果按照 100-200 万元/艘的均价测算，市场需求总额约为 200-400 亿元。这一估计较为谨慎。

其次，按照胡润财富榜的统计，2010 年国内千万资产级富豪人数为 96 万，我们假定其中有 5-10% 在未来 5 年内购买游艇，则我国未来五年私人游艇潜在需求量约为 5-10 万艘。以游艇平均单价 100 万元人民币计，未来五年中国私人游艇的潜在市场总量在 500 亿-1000 亿元人民币。2010 年我国游艇市场规模大致为 50 亿元，未来 5 年内我国游艇市场容量的复合增长率预计为 58%。这一数据预测比较乐观。

另外，根据全国游艇发展专家指导委员会秘书长郑炜航估计，在未来十年，中国的游艇拥有量会从现在的 1500 艘增加到 10 万艘，如果一艘价值 50 万至 100 万，中国游艇产值将达到 500-1000 亿元的产值。这一预测属于比较长期。

### 2.2. 公司销售区域三足鼎立格局仍将延续

这几年公司以国内为主要销售市场。包括以深圳、三亚为中心的华南地区、以上海为中心的华东地区和以长沙、武汉为中心的华中地区。

从地域分布上看，公司销售主要集中在我国沿海经济发达地区和长江、珠江等主要水系周边，符合船艇需求的特征。特别是华南地区，其气候条件、自然条件更加适合于游艇活动，因此近年来销售额呈快速上升之势，2007 年在销售总额中占比 24.27%，2010 年占比达到 38.61%。

2010 年公司在华东地区和华中地区的销售占比分别为 22.9%、12.5%。由于游艇消费与水域、海岸线、气温、码头等条件相关，从区域结构特点看，我们估计未来几年公司国内销售仍然以华南、华东、华中为主，区域结构不会有大的变化。

### 2.3. 预计商务艇仍为主导产品，复合增速 55%

2011 年商务艇（含私人艇）的市场规模大约为 50 亿元。公司作为龙头企业，我们估计目前的市场占有率大致在 10%，从统计数据看，国内游艇企业的数量，从 2010 年底的 70 家，减少到 2011 年底的 49 家，可见行业的集中度在提高，我们认为这一趋势在经济情况未出现明显回暖之前仍将延续，我们假定公司在 2011-2015 年的市场占有率分别为 10%、10%、12%、13%、16%。

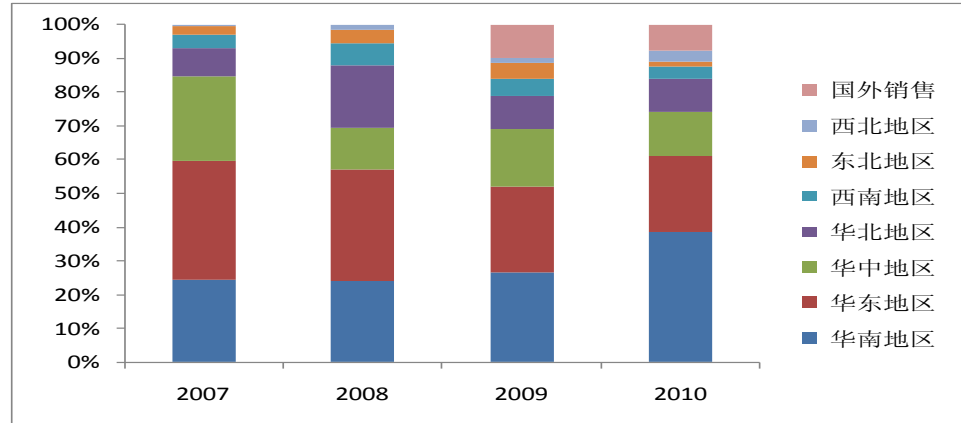
按照 2015 年 2.2 万艘的市场总需求，大致对应 200-400 亿的市场销售总额，我们保守估计取其为 200 亿元，以 2011 年 50 亿元为基数，则 2012-2015 年国内市场的年复合增长率为 41%，按照上述的市占率，预计太阳鸟分别对应的营业收入为 7、10、18、32 亿元。

我们预计 2011-2013 年公司商务艇销售收入分别为 3.31、4.97、7.95 亿元，在主营业务收入中的占比分别为 78.9%、82.2%、85.8%。三季度综合毛利率为 33.55%，我们估计未来 2 年毛利率也基本在维持这一水平。

### 2.4. 私人艇占比 5%左右，预计复合增速 27.5%

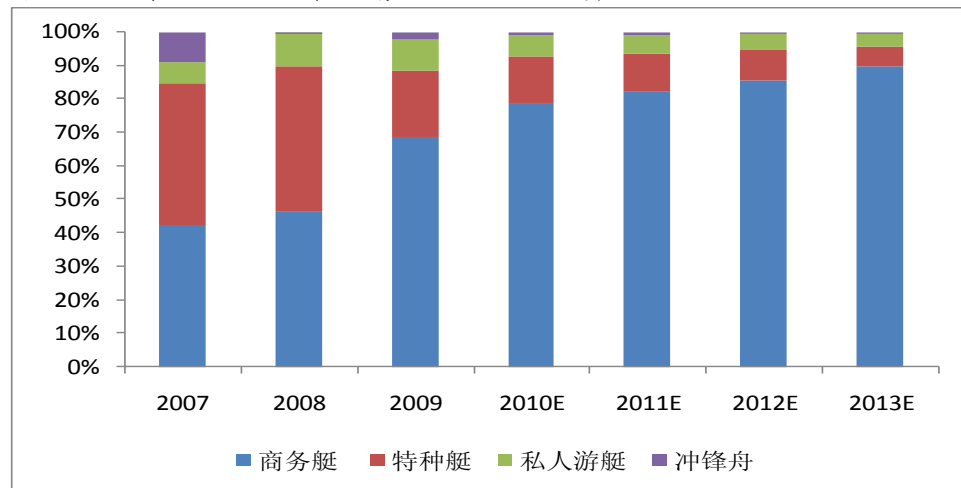
私人艇在消费税出现重大改革之前预计平稳增长，我们预计 2011-2013 年这块业务销售收入为 2700、3380、4390 万元，占比分别为 6.4%、5.6%、4.7%，毛利率约为 30%。冲锋舟量少价低，每年大致 3-5 百万元，毛利 15%左右。

图 13 太阳鸟 2007-2010 年国内主要销售区域及国外占比构成



数据来源：WIND 安信证券研究中心

图 12 太阳鸟 2007-2013 年主要产品占比变化趋势



数据来源：WIND 安信证券研究中心

### 3. 特种艇需求将稳定增长

#### 3.1. 水域开放推动特种艇需求增长

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。军用复合材料船艇广泛用于沿海巡逻、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。

特种艇主要用户是各级政府机关及军事单位。由于执法监管等需求不断增强，政府每年对船艇有着刚性的订购需求增长。因此，特种艇市场需求受自然条件因素、经济因素、社会文化因素和消费者偏好因素影响较小，甚至在经济低迷时期，政府通过财政政策刺激经济，往往还会增加订货，加快装备更新速度，为相关企业带来稳定的利润源。从目前情况看也如此，宏观调控对特种艇的需求没有影响，反而需求增长很快。

我们认为随着游艇行业政策的逐步放松，例如海南全境都放开，广东、福建也在申请，政府从管理角度出发，海事装备也要跟上游艇市场的发展速度，总体上特种艇的需求



还是比较乐观的，其实这也有利于保障商务艇和私人艇的健康发展，两个市场相辅相成。

### 3.2. 广东宝达在高速艇方面很有优势

太阳鸟全资控股的宝达公司主要从事各类高速客船、水翼船、政府公务船、环保旅游观光船、金枪鱼延绳吊船、超高速巡逻艇、引航救助船、大、小型豪华游艇等金属和非金属船舶系列产品。

宝达公司营业收入规模在国内行业排名前列，由于在复合材料艇方面技术积淀深厚领先，公司在高速艇、双体风帆、引航船、反恐船、100英尺以上大型游艇等诸多领域取得了在国内独有或领先的技术优势，尤其是超高速艇深得海关客户群体的青睐，航速可以达到45-50节。

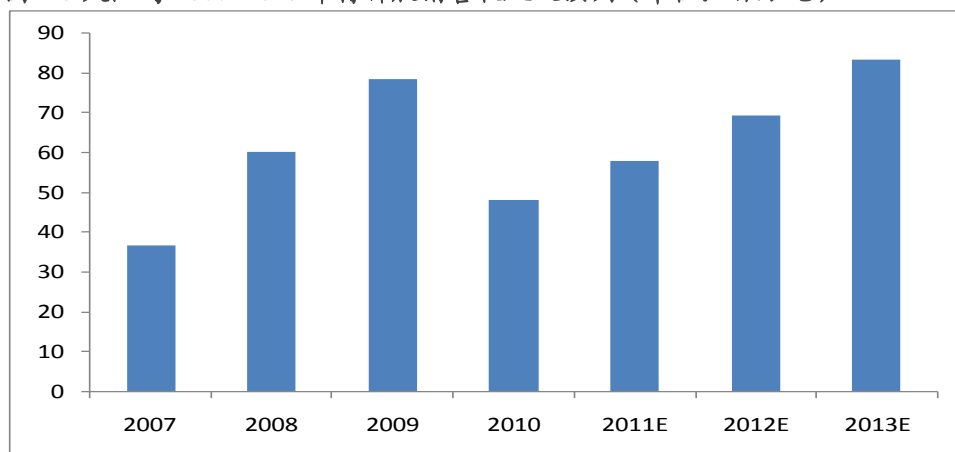
宝达公司2011年1-6月份，营业收入2292万元，净利润235万元。我们估计全年净利润应该超过500万元，根据收购协议测算，宝达公司2012-2013年收入可望达到9110、11511万元，净利润1009、1369万元。太阳鸟收购宝达属于强强联合，产能不足问题也将解决，增长潜力不错。

### 3.3. 特种艇市场规模约20亿元，公司收入增速可望保持在20%

特种艇的市场规模大约为20亿元。海洋局一般是每年10月份前后下订单，我们估计2012年海关订单很多，目前来看，海事艇的需求一年约4亿元，公司希望每年有2亿的单子。2010年公司拿了2.7亿元，鉴于公司的实力，我们估计公司应该有把握可以拿到一半左右的份额。未来公司在特种艇的市场增速可望保持在20%左右。

我们预计2011-2013年公司特种艇销售收入分别为5790、6948、8338万元，在主营业务收入中的占比分别为13.8%、11.5%、9.0%。特种艇毛利率相对稳定，我们估计可望维持在32%左右。

图 13 太阳鸟 2007-2013 年特种艇销售收入及预测（单位：百万元）



数据来源：WIND 安信证券研究中心

表 2: 国家海事部门主要机构配备的船艇数量

机构	装备
中国海监总队	2011年7月。中国海监已拥有巡航执法船艇283艘。其中千吨级以上27艘,千吨级以下钢质船66艘,执法艇190艘。
国家海洋局东海分局	至2010年末拥有海监船艇19艘,其中千吨级以上7艘、800吨级2艘、300吨级2艘、执法艇8艘
国家海洋局北海分局	2009年7月。北海总队装备有中国海监船和海洋调查船18艘,海监指挥艇1艘、执法艇3艘
国家海洋局南海分局	2011年5月。中国海监南海总队共拥有船艇13艘,总排水量达到15891.28吨,其中3000吨级船2艘,1500吨及以下级船7艘,快艇4艘。
浙江海事局	7艘巡逻船,58艘巡逻艇,1艘护航清道船,6艘摩托艇
深圳海事局	11艘巡逻船艇(根据官网“快速反应基地船艇情况”统计)
山东海事局	共有巡逻船艇33艘,其中有国内排水量最大、装备最先进的“海巡11”千吨级巡视船,有较为先进的40米级巡逻船2艘,30米级巡逻船7艘,26米、14米巡逻艇12艘,还有10米高速巡逻艇11艘
江苏海事局	2011年6月。拥有巡逻艇79艘,趸船62艘,(较10年前)分别增加了95%和76%。
广东海事局	十一五期间新造船艇23艘、海巡快艇68艘。
福建海事局	2011年9月。拥有各类船艇46艘,较“十五”末增长53%。

数据来源: 相关机构网站 安信证券研究中心

#### 4. 海外市场有望取得新的突破

2007-2008年公司没有出口业务,2009、2010年公司出口收入分别为1804、1836万元,在销售总额中占比分别为10%、7.62%。公司出口业务正在强化,我们估计2011年出口额大约在2000万元左右。由于2011年公司在非洲等地的销售工作也取得较大进展,我们推测2012年的出口情况可能还要更好一些,销售收入可望达到4000-5000万元。

国内游艇行业每年的产值大约有40-50亿元,游艇20亿元,其他客船30亿元,出口占比在30-40%左右。目前来看,以外销为主的企业,由于欧美经济不景气,面临的困难较大,甚至有些企业处于停产半停产状态了,这种趋势从2011年下半年开始变得明显了。出口市场变化有利于淘汰无核心竞争力的企业,公司目前出口业务仅占销售总额的10%左右,未来应有能力逐步提高。

公司出口产品周期一般在6-8个月,目前公司采取直销方式,由2个副总经理主要负责美洲、欧洲两大领域,由于公司注重质量,同时努力树立品牌效应,公司产品在海外知名度逐步提高。公司对子公司马可波罗增资到85万欧元,主要就是为了加强海外市场的营销。香港公司也是为了方便海外客户洽谈及处理相关物流事宜。

2009年出口游艇毛利率较低,只有19.76%,主要是由于公司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的灵活销售策略所致。随着公司在国际市场的地位和影响力逐步提高,公司出口游艇的毛利率大幅度提升,2010

年达到 33.31%，同期国内为 39.47%。

国外游艇的特点是价格、成本、品质“三高”，所以平均下来对利润贡献幅度与国内差不多，不过公司做国外订单对产品品质的提升很有帮助。我们认为随着公司规模扩大和品牌影响力的提高，出口业务的毛利率仍有提升空间。

表 3 太阳鸟近年海外市场销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售方式	船型	最终客户及地区	数量(艘)	收入金额
2010年1-6月	Holland Yacht Sales & Design, LLC	经销	75、68 英尺游艇	美国市场客户	2	1,836.07
	Oceano Yachts. S.L.	直销	42 英尺游艇	西班牙、Oceano Yachts.S	1	210.57
2009年1-12月	Hongkong Airps INL. DEP.	经销	80 英尺游艇	英国市场客户	1	606.46
	Trader Motor Yachts Ltd.	经销	38 英尺游艇	英国市场客户	1	370.32
	Holland Yacht Sales & Design, LLC	经销	68 英尺游艇	美国市场客户	1	617.17

数据来源：公司招股书 安信证券研究中心

## 5. 生产经营与技术研发相得益彰

### 5.1. 生产模块化标准化有利于取得规模化效益

以具体船艇为例，公司采用模块化、标准化生产对缩短交船周期的具体影响如下：公司典型船型 SB2000 系公司主要特种艇产品之一，船型长度为 20 米，主要用于水上执法用途。2007 年，国家海洋局订制了 17 艘该类船型，由于标准化程度较低，公司完成生产的时间为 270 天。对该船型实现标准化、模块化生产后，2009 年国家海洋局再次订购该类船型 13 艘，公司完成生产的时间为 180 天，该船型单位的生产时间由 2007 年的 15.8 天缩短为 2009 年的 13.8 天。

公司现在致力于生产过程的标准化、模块化，如 12 米长的艇，现在有 10 种配置，标准化以后，只有 3 种配置。如驾驶台、卫生间也是在厂房内做好模块，然后整体安装上去。现在模块化标准化只占全部作业内容的 10%左右，预计三年达到 50%左右。

量产可以降低成本，缩短交付期，质量比较稳定，较少受工人个人技术水平的影响。公司现有产品现在有 1-200 款，未来要达到 1000 款。现在客户还是定制为主。国内厂家基本上没有量产的，主要是资金压力大，这反而凸现了公司拥有的资金优势：截至 2011 年三季度末，公司的货币资金为 4.35 亿元，银行短期贷款 0.38 亿元，长期贷款为零。

量产主要为均衡生产，以备客户之需。目前来看，量产的初步情况还是不错的，珠海基地做了几条游艇，已经全部卖掉了，公司计划在长沙基地今后也搞量产，有品牌的备一点现货，也就是多千个几艘，这样客户有需求十天半月就可以提货。

龙头企业用生产模块化、标准化来提高效率和质量，同时又兼顾客户的共性选择，是大幅领先中小游艇制造企业的有效方式，也将为公司带来明显的规模效益。我们估计在募投项目及长沙麓谷工业园项目全面投产后，综合优势将充分显现。

太阳鸟处于模块化标准化的初期阶段，但在国内已经是行业前沿了，公司有技术团队的支持，有理念，有管理，很多企业根本没有能力实现规模化。毕竟游艇是从手工操作过来的。

### 5.2. 技术体系完整，研发投入占收入比例在 6%以上

由于用户的水准和生产规模达不到，国内游艇业大多数制造商想批量生产但做不到。这个矛盾的解决有赖于设计，对于规模化定制，核心是集成设计技术，显然这需要有



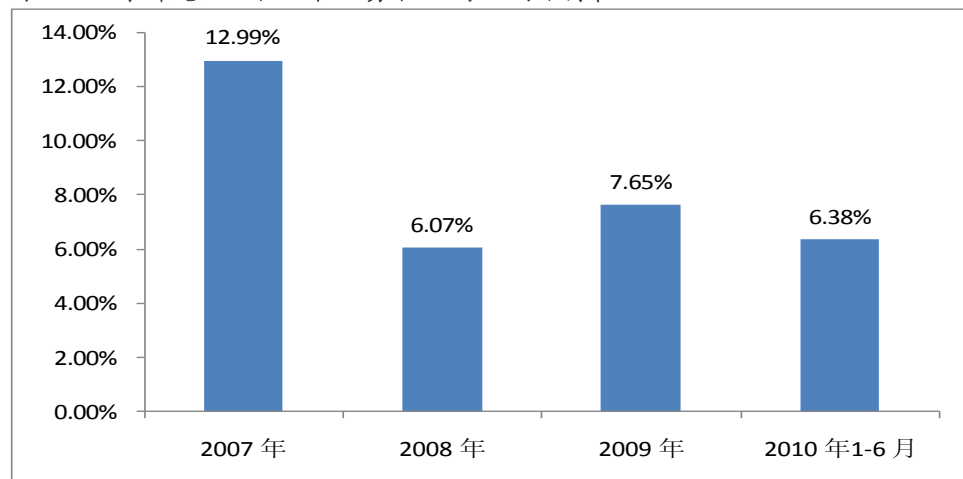
一个完整有效的技术平台。

经过多年发展，公司研发实力大大增强，建立了较完善的研发组织结构和持续创新机制，研发团队逐年壮大。公司每年的研发支出超过了营业收入的 5%。目前，公司的核心技术体系较为完备，涵盖了从船艇设计至生产交付整个业务流程，极大提升了公司的产品竞争力。

近日，太阳鸟游艇股份有限公司海洋与船舶工程博士后工作站挂牌启动，依托华中科技大学在内的国内外高等院校及科研机构所，为企业提高自主创新能力、提升产品竞争力，打造世界游艇业最有价值的游艇品牌提供强大人才与技术支持。

公司目前共有员工 1300 余人，其中工程技术人员 300 余人，至今已累计申报各类国家专利 100 多项，共获得授权各类国家专利技术 70 多项，成为湖南省认定企业技术中心、珠海市认定工程技术研究中心、国家小型船艇经济动员中心、国内唯一最高级别的现代游艇工业设计与技术研究中心。

图 14 公司研发投入占主营业务收入的比例保持在 6%以上



数据来源：公司招股书 安信证券研究中心

### 5.3. 产品结构优化：大中型游艇的占比上升

美国 50 万人民币以下的游艇占 90%，30 英尺以下的比公司自己做的还便宜，所以 30 英尺以下的公司不作这个市场。目前国内需求不大，中国游艇主要是接待，太小不能用。公司 50-80 英尺的产品销售最好，这个尺寸在美国属于个性化的。

目前公司 38 英尺—118 英尺游艇部分船型已实现生产或规模生产；公司 61 英尺—138 英尺游艇，如凤鸟系列、普兰帝系列、拉斐尔系列等是公司储备船型或正在开发的船型；150 英尺—190 英尺共 6 个船型的大型豪华游艇是公司预研的产品。15 米以上游艇销售额从 2007 年的 57.81% 上升到 2009 年的 80.60%。珠海公司价格在 200-300 万元的游艇已经很少做了，未来大中型游艇占比不断提升是公司未来的发展趋势。

### 5.4. 原材料外购件占成本近 80%，游艇最终比拼品牌和服务

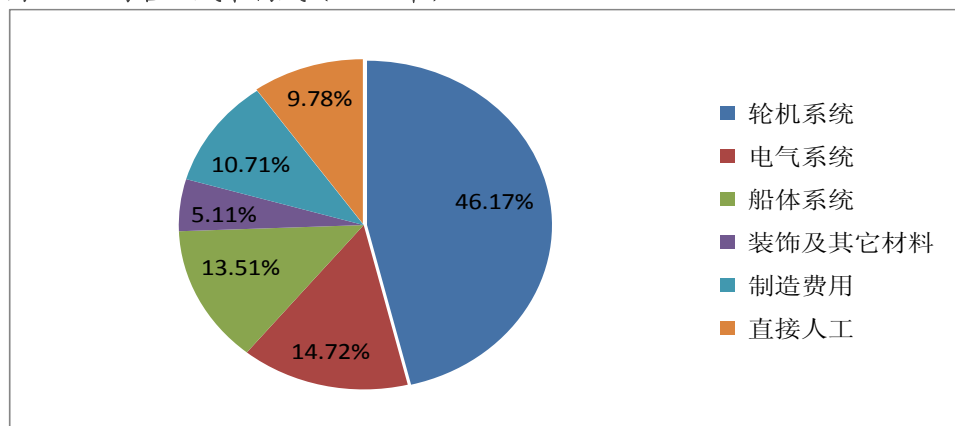
游艇定价原则是人工、材料、费用加上一定的利润。公司产品价格大约是国外的 1/2-1/3，在国内则偏高一点，这与公司的总体产品定位有关，主要是避开低毛利率小艇领域的无序竞争。

游艇造价主要和尺寸、航速、配置有关。一般从营业成本构成看，轮机 46.17%，电气

14.72%，船体系统 13.51%，装饰及其他材料 5.11%，制造费用 10.71%，直接人工 9.78%。原材料成本占到 79.51%，上述比例结构相对稳定，这意味着真正的游艇制造商最终要靠品牌和服务。

游艇发动机基本上客户指定的，目前主要是进口的，考虑的指标有速度、噪音、平稳度等。特种艇的发动机主要是考虑的是速度，有部分客户选择国产。就发动机供给而言，一般公司提前 3-6 个月订货，供应商可以保证交货，发动机厂商沃尔沃、雅马哈、曼等的产能基本稳定。

图 15 公司营业成本构成（2009 年）



数据来源：公司招股书 安信证券研究中心

## 6. 募投项目完成将从产能、设计、营销提升公司综合实力

### 6.1. 高性能复合材料船艇扩能建设项目追加投资后净利约 4900 万元

该项目选址于湖南省沅江市工业园区公司厂区内，建设期 18 个月，之后逐步投产，项目投产后 6 个月达产，届时将新增游艇（含商务艇）产能 84 艘、特种艇产能 116 艘。该项目达产年营业收入为 21167 万元，产品平均销售单价为 105.84 万元。达产年利润总额 3980 万元，按 15% 的企业所得税率计算，净利润为 3383 万元。

该项目建成投产后，公司的游艇、特种艇的生产能力将从目前的 250 艘左右提升到 450 艘左右，增长幅度为 80%。2010 年公司净利润为 3200 万元，该项目完成后意味着净利润在 2010 年的基础上翻番。

原募集资金投资项目可行性报告编制于 2009 年底，项目建设目前进展顺利。然而两年以来，我国复合材料船艇市场发展迅速，在市场规模不断扩张的同时，下游客户对产品性能和品质的要求也在不断提升，市场需求进一步高端化，从而使得部分原项目涉及的产品无法满足目前的市场环境。在此背景下，公司需要对“高性能复合材料船艇扩能建设项目”追加投入，扩建生产车间，进一步增强对高性能、高附加值船艇的生产能力，从而巩固公司领先的行业地位。

增加投入资金 4642 万元后，“高性能复合材料船艇扩能建设项目”总投资为 16,654.07 万元，公司将新增复合材料船艇生产能力 156 艘，其中游艇（包括私人游艇和商务艇）75 艘，特种艇 81 艘。产品平均单价为 193.30 万元，较增加投入前大幅上升，将使未来公司产品结构进一步高端化。尽管数量较原项目有所下降，但产品品质和性能大幅提升，达产年将形成销售收入 30,155 万元。项目达产年利润总额为 5,790.54 万元，按 15% 的企业所得税率计算，净利润为 4,921.96 万元。

增加投入后，项目建设期将由原项目的 18 个月延长至 24 个月。但在项目建成中，公

司将采用分期竣工分期投产的原则来进行，使项目先期完成的部分尽早产生效益，缓解公司产能紧张的状况，提高资金的使用效率。

### 6.2. 技术研究与工业设计中心技术升级改造项目：提升强化核心竞争力

该项目地址位于湖南省科技厅大楼一楼东区，建设期为 24 个月，总投资为 1836 万元，主要用于游艇设计中心房屋租赁及装修、网络建设、软件建设和设计人才梯队建设等方面，目前公司的射击项目完成后新增 48 名设计研发人员。

具体目标包括以下几个方面：一是创建一流的仿真设计软件实验室，其设计软件水平达到国际先进水平；二是组建一支高素质的设计研发队伍，在工业设计、产品设计、材料设计、基础研究等方面加强研发力量。三是完善设计中心网络信息硬件设施，加强与内外部设计信息的沟通；四是通过项目建设完善公司创新机制，为公司的发展提供支持。

我们认为游艇设计水平是游艇竞争的核心，提升强化设计能力不仅仅是从制造角度考虑，甚至关系到未来游艇企业的生存与发展，公司目前拥有国内首个省级游艇设计中心，但与国际顶级游艇设计水平仍有一定差距，继续提升设计水平与实力非常必要。

### 6.3. 营销服务网络建设项目：构筑多层次营销网络，进一步开拓市场

该项目一方面对原有的上海、珠海营销服务中心进行升级改造；另一方面，在三亚、深圳、厦门、青岛、北京、重庆等地新建营销服务中心和销售中心，公司将与三亚、深圳、厦门、上海等地的游艇俱乐部合作，成为其会员，租用其泊位，并将于青岛奥帆赛基地租赁游艇泊位，以便于产品展示、试驾和维修服务的实施。项目完成后，公司营销网络将形成“一六二五”多层次营销网络格局，即一个总部营销服务中心、六个营销服务分中心、两个营销中心、五个游艇展示区。

项目建设期为 24 个月，总投资为 2055 万元，营销人员将从 42 人增加到 68 人。我们认为这一项目完成后将强化了主要的游艇消费区域，并构筑了合理的营销服务体系，对市场开拓与客户服务有较大的推动作用。

表 4 太阳鸟营销中心与营销服务中心分布情况

序号	中心名称	服务区域	功能定位
1	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；其中在三亚、厦门、上海、青岛四个营销服务中心通过与游艇俱乐部、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
2	珠海营销服务中心	以珠三角地区为主，辐射广东、广西地区	
3	厦门营销服务中心	覆盖整个海西经济圈	
4	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	
5	青岛营销服务中心	以环渤海为主，辐射北京、山东、河北、东北	
6	重庆营销服务中心	以重庆地区为主，辐射四川、云南、贵州等	
7	深圳营销中心	深港经济圈	
8	北京营销中心	以京津地区为主，辐射天津、河北、山西、辽宁、吉林、黑龙江	作为营销前端，为客户提供专业咨询、产品销售、品牌推广等服务。其中在深圳，通过与游艇俱乐部合作，租用其码头，建立品牌展示区，通过产品体验等活动，引导客户需求，并提高公司品牌形象

数据来源：公司招股书 安信证券研究中心



表 5 公司 IPO 募投项目一览表

项目名称	投资总额	拟投入募集资金额	募集资金投资计划	
			第一年	第二年
高性能复合材料船艇扩能建设项目	12012	12012+4642	5107	6905
技术与工业设计中心技术升级改造项目	1836	1836	918	918
营销服务网络建设项目	2055	2055	1027	1028
主营业务相关的运营资金项目				
合计	15903	20545	6134	7933

数据来源：公司招股书 安信证券研究中心

#### 6.4. 长沙麓谷工业园项目预计在 2013 年形成产能

1 月 12 日公司公告，拟在长沙高新技术产业开发区（麓谷）投资建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，项目总投资预计为 7.5 亿元人民币左右，其中土地价格大致在 1 亿元，项目分两期投资，2012 年下半年将加大投入，2013 年逐步形成产能，目前尚处于规划阶段。

若该项目能够顺利建成投产，尤其是量产游艇批量生产线的建设，将极大地提高游艇制造的效率，改变了游艇传统的制造模式，优化公司的产品结构，同时可以扩大公司的生产经营规模，提升公司的盈利能力，推进公司实现区域布局的发展战略。我们认为这一举措有利于公司加速发展，毕竟沅江地理位置较偏。

### 7. 珠海基地：2012 年收入增速有望到达 40% 左右

#### 7.1. 珠海游艇产业园国内领先，具备产业集聚效应

珠海面临南海，素有“百岛之城”之称，有 147 个岛屿，6000 多平方公里的海域和 700 多公里长的海岸线。珠海市管辖范围内的 147 个海岛，总面积 314.56 平方公里。其中无人居住的海岛 135 个，占总海岛数的 91.8%，面积 261.7 平方公里，占海岛总面积的 83.2%，岛岸线长达 308 公里。

珠海市游艇工业区位于珠江流域五大出海口之一的鸡啼门西海岸。鸡啼门水道河宽水深，为国家三级航道，可通行千吨级船只，距离国际大西水道约 5 海里；园区东临鸡啼门水道，北至大海环水道，西至平东大道，南至马龙山，规划总用地面积为 5.35 平方公里。区内宽 70 米、深 4 米的连湾运河，高标准修建的宽 13 米、水面净空 11 米、深 3.5 米的连湾船闸，船闸内可行走 300 吨以上的船只，运河两岸非常适合修建游艇专用下水码头。

珠海游艇园区成立于 2003 年 1 月，经过多年的发展，珠海游艇工业专区已经成为目前中国最大、档次最高、密集度最强的中高档的游艇（包括高性能专业船艇）生产基地，初步形成了产业集聚效应。

珠海游艇工业区已成功引进了来自美国、德国、台湾、香港等国内外游艇生产和配套项目 16 家（游艇制造企业 11 家，配套企业 5 家），代表性企业有：美国宾士域游艇、杰腾造船、铎洋游艇、先歌游艇、雄达游艇、江龙船舶、太阳鸟游艇、德国 Z-F 船舶推进系统等。

#### 7.2. 珠海公司扩产后新增产能 40 艘

珠海太阳鸟成立于 2003 年，系专业从事高性能复合材料游艇、商务艇及特种船设计、生产、研发以及相关服务的高科技企业。现有员工 500 余人，其中技术研发人员 50 多人。公司占地面积约 6 万平方米，可年生产各类高性能复合材料船艇 50 艘，2010 年公司销售收入达 1.3 亿元，净利润 2207 万元，比去年同期相比分别增长 90%和

229.15%。净利润占到公司净利润总额的 68%。

该项目实施后，新增年产各类复合材料游艇 40 艘的生产能力。达产后新增年产品销售收入 19750 万元，年利润总额 3117.15 万元。所得税率为 15%，税后利润为 2649.57 万元/年。

### 7.3. 珠海游艇工业园内仍有扩张余地

珠海公司复合材料游艇扩能建设项目建设周期 18 个月，目前尚在基建阶段，按计划 2012 年底完工。珠海公司新厂房 1 万 4 千平方米，在河道旁边建了船坞，游艇舾装完成后可以直接下水，实现流水化生产。由于场地紧张，公司租用了邻近宾士域公司的厂房，河道上也停放了多艘正在内部装饰的游艇。由于珠海游艇工业园部分企业不景气，我们珠海公司扩张场地还是比较便利的。

珠海公司 2012 年要增加到 700-800 人，员工队伍比较稳定，公司实行人性化管理，一线员工按照工时、进度考核，包括材料节约，有效提高工效。公司注重向管理、技术、工序要效益，用工位器具来保证质量，实现标准化生产，而不是手工操作，这也与其他中小游艇企业的很大区别。

2012 年的生产基本已经排满。订单中有少量是意向性的，公司有实力提前量产一点。现在客户络绎不绝，香港很多客户的观念都变了，愿意订购国内的中高端游艇，毕竟有明显的价格优势，而且国外厂商对国内客户的服务没有那么便捷。我们预计珠海公司 2011 年营业收入增长 40%，2012 年订单情况也不错，估计 2012 年收入增速望保持在 40%左右。

图 16 太阳鸟珠海基地位于珠海平沙镇游艇工业园



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

## 8. 游艇行业的政策导向与税收体制的矛盾

### 8.1. 国务院 41 号文：游艇行业的一线曙光

2009 年 12 月 1 日国务院颁布了 41 号文件《关于发展我国旅游业的指导性意见》，国务院的 41 号文件不仅把旅游业提升为国民经济的战略性支柱产业，同时首次提出支持有条件的地区发展邮轮旅游、游艇旅游，将邮轮和游艇旅游装备业列为国家鼓励类产业目录。

2009 年，工业和信息化部颁布的《船舶工业技术进步和技术改造投资方向(2009-2011)》，在“一、科研开发重点领域和主要内容”之“高技术高附加值船舶”部分列出：“大型液化天然气船、万箱级以上集装箱船、大型液化石油气(LPG)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”。

41 号文给中国游艇业的发展带来了历史性的机遇。以 14 号文作为分水岭，全国游艇发展专家指导委员会秘书长郑炜航认为现在是中国游艇产业的起步发展时期，五年以后应该是中国游艇产业快速发展时期。

## 8.2. 游艇简单视为豪华奢侈税品是观念上的落后

对游艇征收消费税的出发点认为游艇是豪华奢侈品，这种观念不仅严重偏离国际上游艇产业发达国家的历史轨迹，也与中国目前游艇产业的现实情况不符，目前国内外最便宜的游艇也就是几十万元人民币，相当于一辆中档轿车的价格。因此要促进中国游艇产业的发展，首先是要转变僵化落后的观念，用开放的心态来全面看待游艇业的发展。

在游艇产业发达的美国、法国和意大利，80%以上的游艇是老百姓、白领可以享受的产品，但并不豪华。美国的游艇数量有 1700 万艘（在美国皮划艇算游艇），平均 16 个人一艘，但是美国游艇的平均价值是 5.39 万美元，欧洲号称是豪华游艇很集中的地方，游艇的平均价格是 11 万欧元，但 80%的也是 5 万欧元以下的中小游艇，即帆船、钓鱼艇。可见在国外游艇也不等于豪华奢侈品。

所以游艇就数量而言只有很小比例是奢侈品，游艇实质上是健康的有品位的水上运动产品，游艇更应该是我们高品质的生活方式和亲水的行动。

## 8.3. 旧的游艇消费税与新的鼓励消费的政策相互矛盾

2006 年 3 月 21 日，财政部和国家税务总局颁布《关于调整和完善消费税政策的通知》即财税[2006]33 号，其新增税率项下，规定游艇税率为 10%。

游艇是指长度大于 8 米小于 90 米，船体由玻璃钢、钢、铝合金、塑料等多种材料制作，可以在水上移动的水上浮载体。按照动力划分，游艇分为无动力艇、帆船和机动艇。

该税目征收范围包括艇身长度大于 8 米（含）小于 90 米（含），内置发动机，可以在水上移动，一般为私人或团体购置，主要用于水上运动和休闲娱乐等非牟利活动的各类机动艇。

另外，进口游艇要办理的税收包括关税、增值税、消费税，海关一并征收的综合税率高达 43%，比如一艘价值 1 亿元的游艇，要交 4300 万的税收，过高税费让境外游艇望而却步。其实政府可以放宽游艇税收政策，让更多的境外游艇开进中国水域，以此带动消费。

把游艇作为奢侈品，国内购买私人游艇要开征 10%的消费税，这对起步阶段的中国游艇业发展极为不利，直接导致私人购买游艇的情况寥寥。新的鼓励消费的政策导向与旧的税收体制相互矛盾。我们认为 2012 年与 2006 年的经济环境已经今非昔比，为私人购买游艇设置的消费税实乃蝇头小利，却严重制约了整个游艇行业的大发展，已经到了有关部门反思的时候了。

## 8.4. 美国征收游艇奢侈税前波后折，堪为中国前车之鉴

1990 年，美国以公平正义的名义实行游艇奢侈税，对价格在 10 万美元以上的游艇征收 10%的奢侈税，但这项税收 1993 年 8 月就取消了，原因在于税收改变了潜在客户的消费习惯，富豪们不愿意再在美国购买游艇，结果直接遭殃的是整个美国游艇产业，

1991年的销售业绩比1990年下滑77%，很多游艇制造公司被迫宣告破产，至少2万5千名工人失业。

统计数据清晰地证明这是一场经济灾难，1990年，联合经济委员会预计1991年游艇奢侈税收入为3100万元，但1991年实际征收的游艇奢侈税收入仅为1660万元，另外政府还得提供2420万元救济失业工人，政府净赔760万美元。这种经验教训对中国游艇产业政策、游艇税收政策的制定与修改有借鉴作用。

## 9. 业绩预测与估值

### 9.1. 预计2012年每股收益为0.47元

仅就一般趋势而言，游艇制造业近年都有30%的增长。公司作为龙头企业，未来三年有望保持30%-50%的增长速度应该是合理的预测。2011年新签订单5亿元，2012年估计订单增长在40%以上。公司的业绩增长还是有坚实的基础。

我们预测2011-2013年公司主营业务收入分别为4.2、6.9、9.3亿元，净利润分别为0.45、0.65、1.05亿元，每股收益分别为0.32、0.47、0.76元。

表6：分项业务收入预测表（单位：百万元）

	历史年份			预测年份			
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
产品总收入	141.1	180.5	241.0	420.1	604.6	927.3	1,596.1
产品总成本	95.3	114.5	147.0	283.6	407.5	624.3	1,073.1
综合毛利率	32.4%	36.6%	39.0%				
商务艇-收入	59.5	83.5	165.7	331.4	497.1	795.4	1,431.7
收入增速	13.4%	40.5%	98.4%	100.0%	50.0%	60.0%	80.0%
收入占比	42.2%	46.3%	68.8%	78.9%	82.2%	85.8%	89.7%
成本	37.5	52.0	94.1	222.1	333.1	532.9	959.3
成本增速	7.9%	38.5%	81.1%	135.9%	50.0%	60.0%	80.0%
成本占比	39.4%	45.4%	64.0%	78.3%	81.7%	85.4%	89.4%
产品毛利率	36.9%	37.8%	43.2%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
特种艇-收入	60.1	78.6	48.3	57.9	69.5	83.4	100.1
收入增速	64.6%	30.8%	-38.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
收入占比	42.6%	43.5%	20.0%	13.8%	11.5%	9.0%	6.3%
成本	41.8	47.8	33.9	39.4	47.2	56.7	68.0
成本增速	66.4%	14.3%	-29.1%	16.2%	20.0%	20.0%	20.0%
成本占比	43.8%	41.7%	23.1%	13.9%	11.6%	9.1%	6.3%
产品毛利率	30.4%	39.2%	29.8%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
私人游艇-收入	8.9	18.1	22.0	27.0	33.8	43.9	59.3
收入增速	247.7%	102.8%	21.8%	23.0%	25.0%	30.0%	35.0%
收入占比	6.3%	10.0%	9.1%	6.4%	5.6%	4.7%	3.7%
成本	5.9	14.5	15.2	18.9	23.7	30.8	41.5
成本增速	217.7%	145.0%	4.6%	24.9%	25.0%	30.0%	35.0%
成本占比	6.2%	12.6%	10.3%	6.7%	5.8%	4.9%	3.9%
产品毛利率	33.6%	19.8%	31.1%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
冲锋舟-收入	12.6	0.4	5.0	3.8	4.2	4.6	5.0
收入增速	1420.5%	-97.2%	1340.0%	-25.0%	10.0%	10.0%	10.0%
收入占比	8.9%	0.2%	2.1%	0.9%	0.7%	0.5%	0.3%
成本	10.1	0.3	3.8	3.2	3.5	3.9	4.3
成本增速	1532.3%	-96.9%	1135.5%	-16.1%	10.0%	10.0%	10.0%
成本占比	10.6%	0.3%	2.6%	1.1%	0.9%	0.6%	0.4%
产品毛利率	19.8%	11.4%	24.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：WIND 安信证券研究中心

### 9.2. 相对估值：合理股价16.45元，投资评级“买入-A”

2月8日公司收盘价为12.52元，创业板48家公司2012年平均市盈率为30倍。我们预测公司2012年的业绩增速为43.9%，考虑一定的安全边际，以及游艇行业的成长性溢价，按照2012年35倍PE估值，合理价格为16.45元，首次投资评级“买入-A”。



表 7 创业板具有特色的公司市场给与成长性溢价

公司名称	2011PE	2012PE	2013PE	收盘价	公司名称	2011PE	2012PE	2013PE	收盘价
冠昊生物	61.7	47.9	43.4	45.5	汤臣倍健	43.2	28.4	19.6	74.1
国民技术	68.0	39.4	26.5	24.2	四方达	36.6	28.4	16.0	17.6
天舟文化	53.4	37.5	28.5	24.0	翰宇药业	41.4	28.3	20.5	33.0
先河环保	47.5	36.6	30.3	16.0	和顺电气	40.6	28.3	20.5	29.5
南风股份	54.1	36.2	23.9	23.4	东方财富	38.5	27.8	20.1	19.0
爱尔眼科	52.9	35.9	24.7	22.2	华测检测	35.4	27.4	20.5	17.4
钢研高纳	45.3	35.8	28.3	13.1	华力创通	38.2	26.9	18.6	18.6
新宁物流	64.8	35.3	19.9	8.6	华策影视	36.4	26.9	20.2	29.0
康芝药业	54.3	35.1	27.6	14.9	开能环保	34.2	26.6	21.0	14.1
梅泰诺	39.2	34.7	30.2	13.1	超图软件	36.3	26.6	19.7	17.9
安科生物	34.6	33.5	28.9	11.2	宋城股份	34.5	26.5	20.4	21.4
东宝生物	51.0	33.2	24.8	15.6	东方国信	38.5	26.4	19.1	58.1
大禹节水	52.6	33.1	26.4	10.4	华谊兄弟	46.2	26.3	18.8	14.3
国腾电子	55.7	32.5	21.0	24.8	银河磁体	31.1	25.9	21.9	27.5
荃银高科	62.7	31.8	20.6	17.4	量子高科	40.1	25.9	18.8	9.3
迪安诊断	42.6	30.5	22.6	36.6	拓尔思	40.2	25.8	17.6	26.4
舒泰神	43.8	30.4	22.9	61.3	聚龙股份	37.9	25.7	18.3	29.9
智飞生物	46.8	30.1	21.4	23.4	卫宁软件	37.5	25.6	18.4	35.5
乐视网	47.9	29.7	21.0	27.5	机器人	36.5	25.6	18.9	19.5
安诺其	39.0	29.5	23.1	8.1	和佳股份	36.4	25.5	18.9	21.7
永清环保	48.1	29.2	19.2	33.8	国瓷材料	38.9	24.8	17.4	26.5
雷曼光电	41.1	28.7	20.2	15.8	莱美药业	34.3	24.6	18.0	16.0
探路者	47.5	28.5	18.9	17.0	阳普医疗	35.3	24.6	18.4	10.5
巴安水务	35.6	28.5	22.3	19.8	太阳鸟	37.4	25.5	15.9	12.1
<b>创业板2012年市盈率在25倍以上合计48家</b>				<b>均值</b>		<b>43.7</b>	<b>30.0</b>	<b>22.0</b>	<b>23.5</b>

数据来源: WIND 安信证券研究中心 收盘价为 2 月 8 日

### 9.3. 绝对估值: FCFE 模型计算每股价值为 18.89 元

相关前提假设: 无风险利率为 3.0%, 风险溢价为 7.0%。行业 Beta 值为 1, WACC9.83%,  $K_e=10\%$ 。半显性增长率 10%, 永续增长率 5%。按照 OPFCF 模型计算得出的公司每股价值为 14.37 元。按照权益 FCFE 模型计算得出的公司每股价值为 18.89 元。

表 8 权益 FCFE 模型估值表

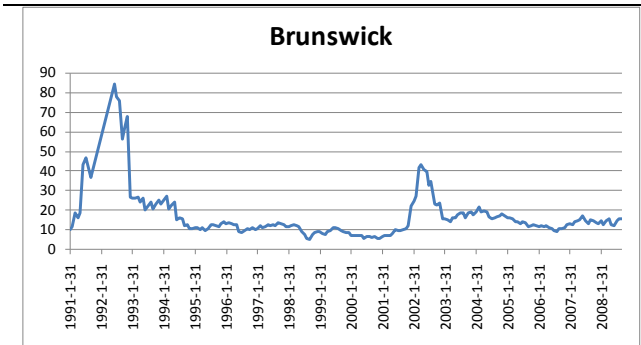
权益FCFE估值				主要假设		
显性预测	62.5	2.4%		无风险利率	3.00%	
半显性预测	632.6	24.1%		风险溢价	7.00%	
永续价值	1,932.5	73.5%		$\beta$ 系数	1.00	
<b>权益价值</b>	<b>2,627.7</b>	<b>100.0%</b>		Rm	10.00%	
总股本	139.1			$K_e$	10.00%	
<b>每股权益价值</b>	<b>18.89</b>			半显性期增长	10.00%	
股价	12.52			永续增长率	5.00%	
<b>永续增长率</b>						
$K_e$	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	8.92	9.39	9.94	10.62	11.46	12.55
11.00%	10.13	10.74	11.48	12.40	13.59	15.17
10.00%	11.61	12.42	13.43	14.73	16.46	18.89
9.00%	13.46	14.56	15.99	17.88	20.54	24.52
8.00%	15.81	17.37	19.44	22.35	26.71	33.98
7.00%	18.88	21.16	24.35	29.13	37.10	53.05
6.00%	23.06	26.56	31.80	40.55	58.05	110.53

数据来源: WIND 安信证券研究中心

### 9.4. 全球游艇制造业：市盈率最高 40.5 倍、最低 4.5 倍，平均 14.4 倍

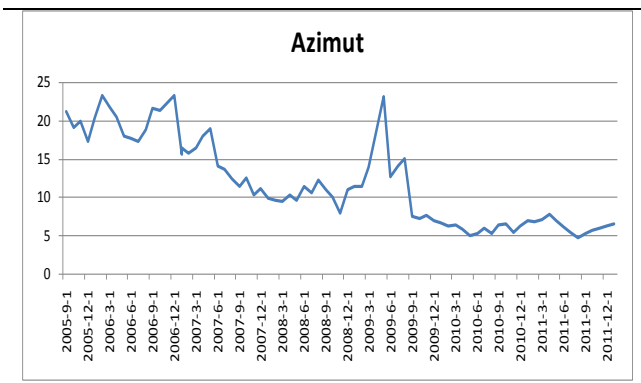
我们选取了 5 家国外游艇制造商 Brunswick、Beneteau、Azimut、Grand banks yachts、MPX，观察其市盈率的历史波动情况，样本公司市盈率的最大值、最小值、平均值、中位数的均值分别为 40.5、4.5、14.4、12.8 倍。

图 17 Brunswick 在 1992 年最高市盈率为 84 倍



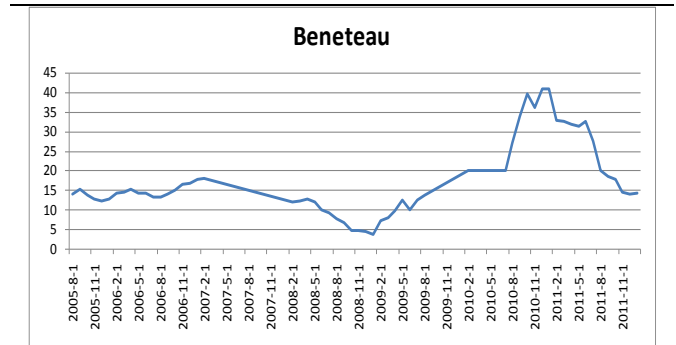
数据来源：彭博资讯 安信证券研究中心

图 19 Azimut 市盈率波幅较小平均为 13 倍



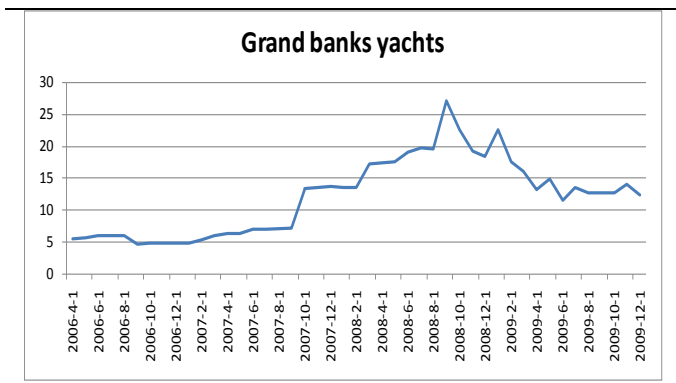
数据来源：彭博资讯 安信证券研究中心

图 18 Beneteau 2011 年前后市盈率维持在 30-40 倍



数据来源：彭博资讯 安信证券研究中心

图 20 Grand banks yachts 的市盈率均值为 12 倍



数据来源：彭博资讯 安信证券研究中心

## 10. 风险提示

### 10.1. 宏观经济下滑幅度超出预期

目前公司国内市场的销售额占比约 90%左右，内需走势与公司业绩息息相关。目前以内销为主的企业，产销态势依旧比较旺盛。但如果整个经济出现较大幅度的下滑，游艇行业也难免受到影响。

### 10.2. 相关政策改革进程低于预期

游艇消费税是游艇产业发展的主要制约性因素，其它还有水域开放不够、各省市难以通航等不利因素，我们预期在十二五会有逐步改善。但如果政策及体制未见明显松动，则游艇行业的发展速度可能不如人意。

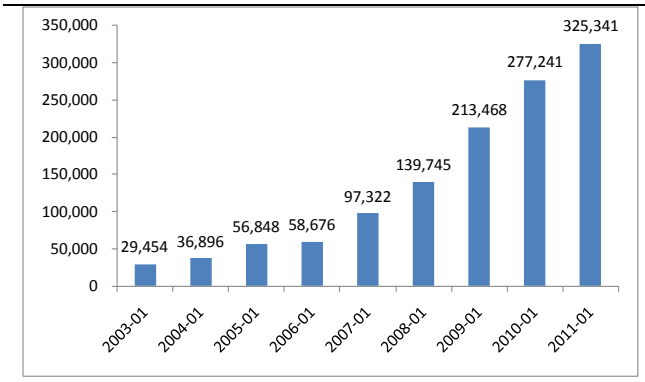
### 10.3. 游艇行业竞争加剧

目前来看，国内造船业巨头均未涉足游艇制造，倒是潍柴动力控股法拉利大手笔直接切入。潍柴动力是将大批量生产模式做到极致的大型企业，本身就精于此道，如果游艇市场出现暴发式增长，一定是中低档大众化产品迎来消费高潮，届时未能实现标准化模块化生产的游艇企业将承受巨大冲击。

## 11. 附录

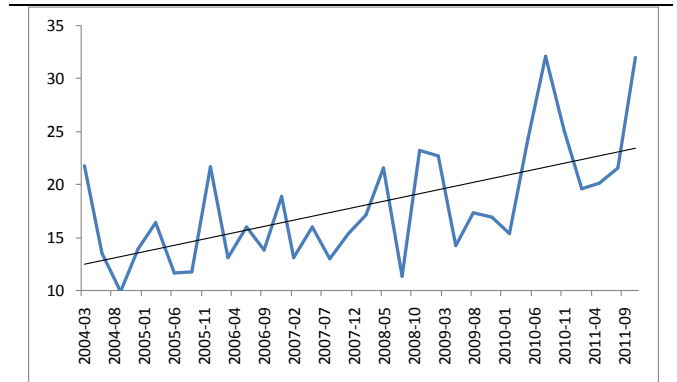
### 11.1. 国内游艇制造业主要统计数据图表

图 21 全行业 03-11 年营业收入复合增速为 35%



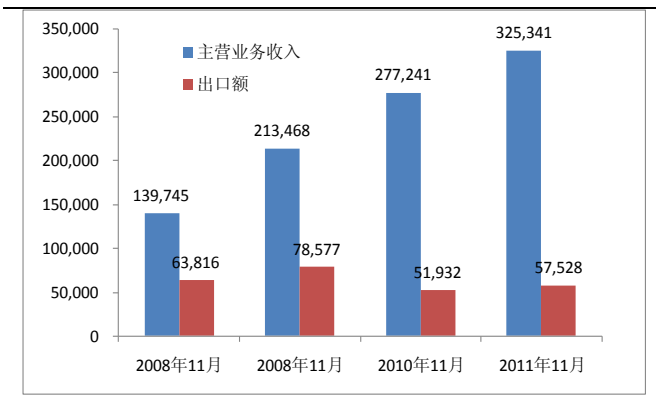
数据来源: WIND 安信证券研究中心

图 22 行业季度平均毛利率为 18%总体呈升势



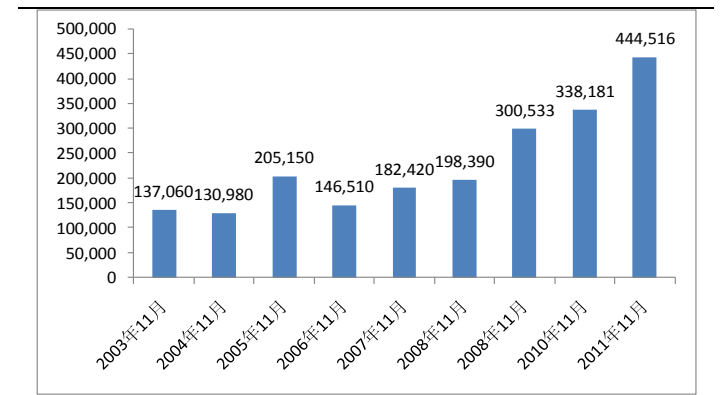
数据来源: WIND 安信证券研究中心

图 23 金融危机以来游艇出口金额呈下降趋势



数据来源: WIND 安信证券研究中心

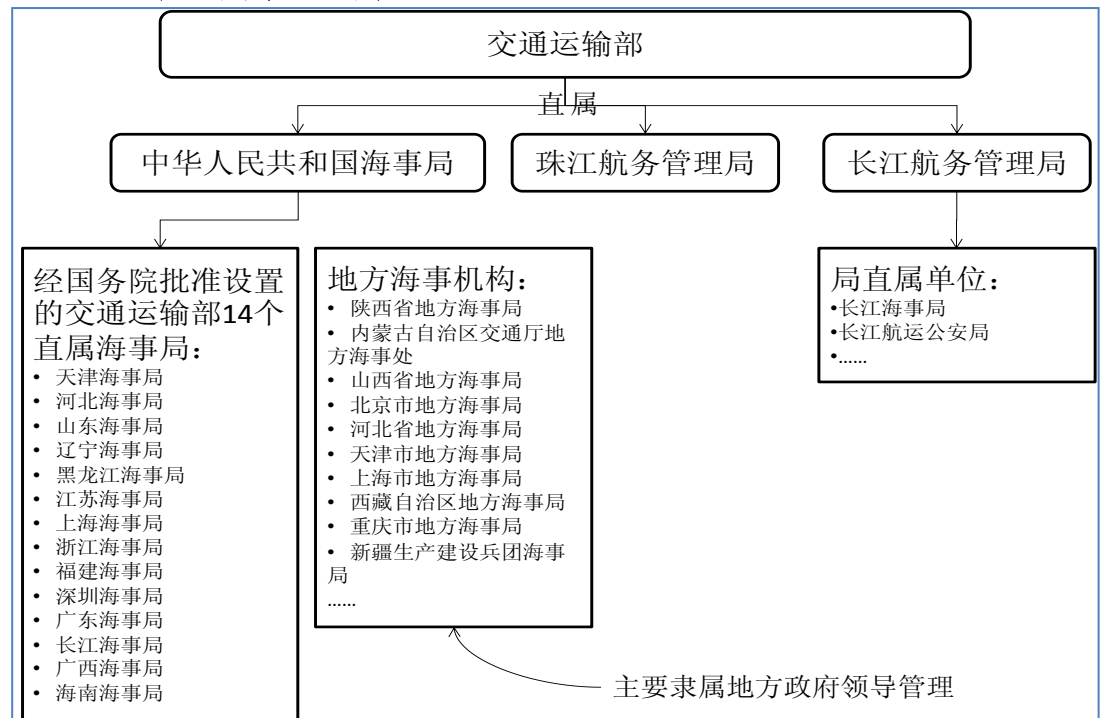
图 24 行业人均营业收入在逐步增加



数据来源: WIND 安信证券研究中心

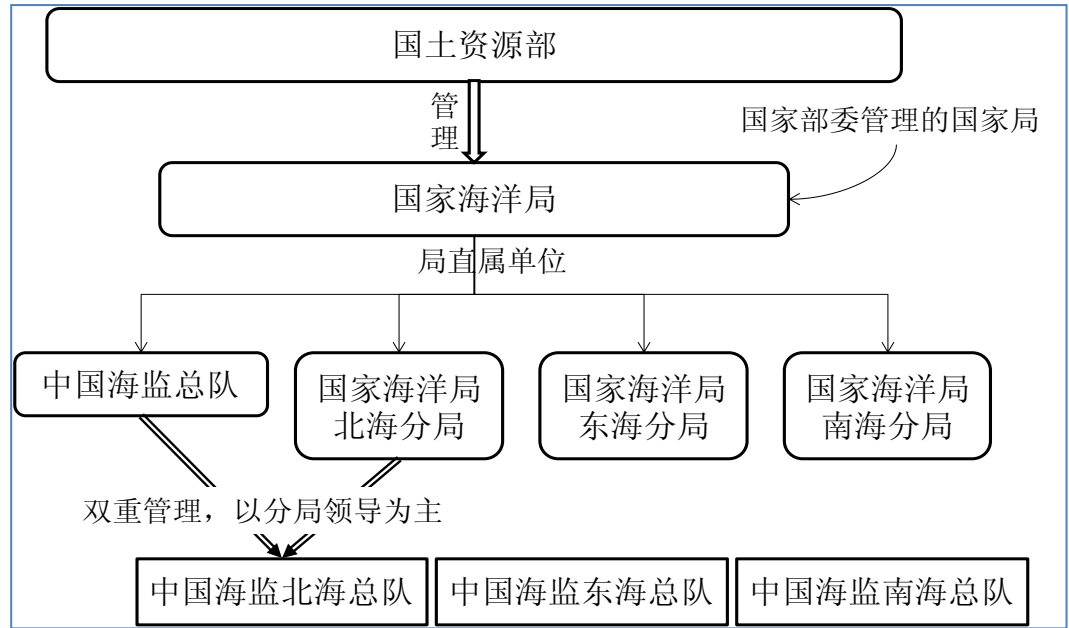
### 11.2. 海事、海监、渔政管理部门组织结构图

图 25 交通部下属海事及航务管理机构组织图



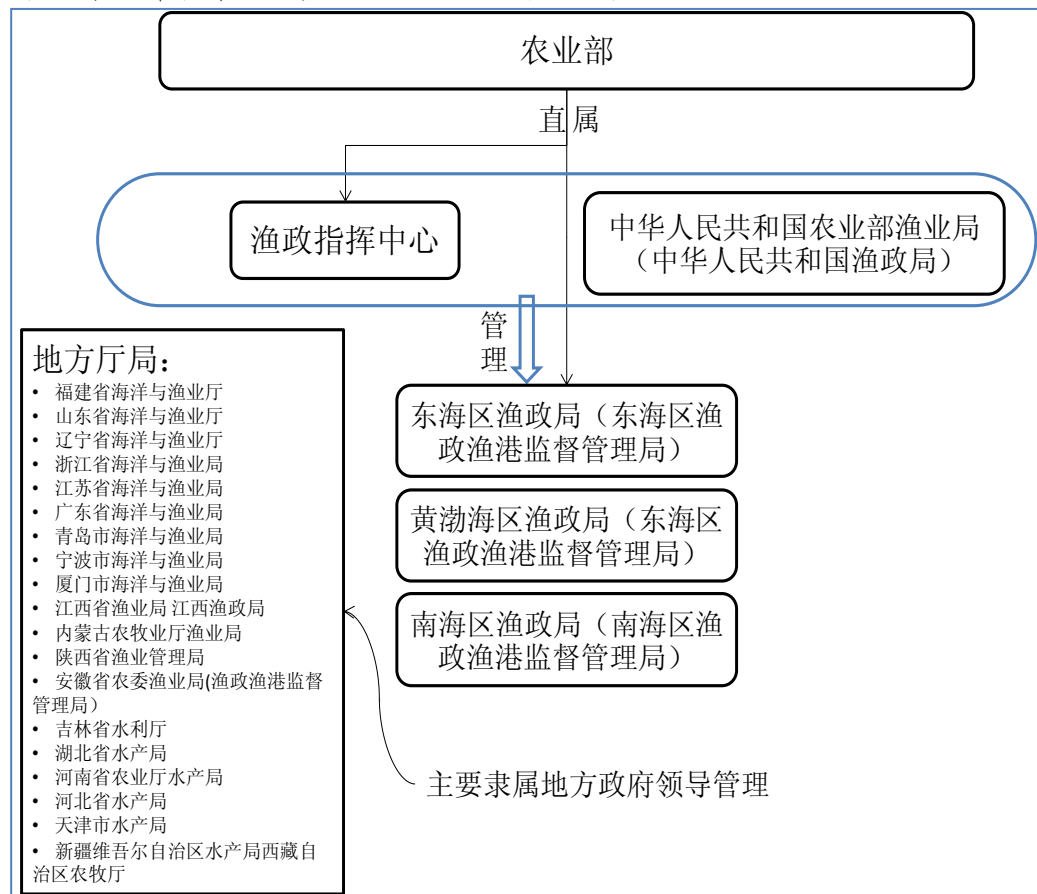
数据来源: 交通部网站 安信证券研究中心

图 26 国土资源部下属海监总队及海洋局机构组织图



数据来源：国土资源部网站 安信证券研究中心

图 27 农业部下属渔政局及地方渔业厅机构组织图



数据来源：农业部网站 安信证券研究中心



## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2012-02-05		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	181.7	243.8	420.1	604.6	927.3	成长性					
减: 营业成本	115.4	149.0	283.6	407.5	624.3	营业收入增长率	28.2%	34.2%	72.3%	43.9%	53.4%
营业税费	1.3	2.7	4.2	6.0	9.3	营业利润增长率	41.0%	21.1%	38.1%	47.8%	62.7%
销售费用	10.7	14.3	35.7	50.2	75.1	净利润增长率	39.1%	14.1%	39.8%	46.5%	60.3%
管理费用	19.8	37.8	52.5	72.5	102.0	EBITDA 增长率	35.5%	22.0%	4.4%	50.1%	62.5%
财务费用	3.9	2.3	-5.9	-5.8	-3.8	EBIT 增长率	36.7%	14.1%	14.3%	54.7%	70.8%
资产减值损失	0.6	1.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	41.2%	7.5%	15.5%	52.8%	67.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	93.4%	35.4%	21.9%	15.0%	49.4%
投资和汇兑收益	-	-0.1	-	-	-	净资产增长率	116.7%	374.4%	5.7%	7.9%	11.7%
营业利润	30.0	36.3	50.1	74.0	120.5	利润率					
加: 营业外净收支	2.7	0.1	2.5	3.0	3.0	毛利率	36.5%	38.9%	32.5%	32.6%	32.7%
利润总额	32.6	36.4	52.6	77.0	123.5	营业利润率	16.5%	14.9%	11.9%	12.2%	13.0%
减: 所得税	4.6	4.4	7.9	11.6	18.5	净利润率	15.4%	13.1%	10.6%	10.8%	11.3%
净利润	28.0	32.0	44.7	65.5	105.0	EBITDA/营业收入	24.1%	21.9%	13.3%	13.9%	14.7%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	18.6%	15.8%	10.5%	11.3%	12.6%
货币资金	37.5	585.7	567.0	589.3	576.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	205	193	141	125	100
应收帐款	30.0	55.6	92.1	132.5	203.2	流动营业资本周转天数	36	63	34	23	40
应收票据	-	-	-	49.7	101.6	流动资产周转天数	234	659	693	579	473
预付帐款	21.0	36.0	64.3	105.1	167.5	应收帐款周转天数	42	57	56	59	57
存货	51.0	73.6	139.8	201.0	307.9	存货周转天数	108	92	91	101	99
其他流动资产	-	2.1	2.1	2.1	2.1	总资产周转天数	484	930	908	762	613
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	285	330	244	200	174
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	0.4	0.4	0.4	0.4	ROE	17.0%	4.1%	5.4%	7.3%	10.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.9%	3.3%	3.9%	4.6%	6.0%
固定资产	117.2	144.5	185.7	233.2	279.9	ROIC	32.5%	18.1%	15.4%	19.3%	28.2%
在建工程	9.3	56.5	69.9	77.9	82.8	费用率					
无形资产	18.0	18.5	17.4	16.3	15.3	销售费用率	5.9%	5.9%	8.5%	8.3%	8.1%
其他非流动资产	0.4	1.7	6.7	6.7	6.7	管理费用率	10.9%	15.5%	12.5%	12.0%	11.0%
资产总额	284.5	974.7	1,145.4	1,414.2	1,743.8	财务费用率	2.1%	1.0%	-1.4%	-1.0%	-0.4%
短期债务	33.5	59.5	52.3	56.2	66.2	三费/营业收入	18.9%	22.3%	19.6%	19.3%	18.7%
应付帐款	30.1	47.3	85.5	122.8	188.1	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	41.9%	19.5%	27.6%	36.8%	42.7%
其他流动负债	25.6	81.0	172.6	331.0	423.7	负债权益比	72.1%	24.3%	38.2%	58.1%	74.5%
长期借款	10.0	-	-	-	50.0	流动比率	1.30	4.01	2.79	2.12	2.00
其他非流动负债	1.5	2.7	6.3	10.0	16.4	速动比率	0.82	3.62	2.34	1.72	1.55
负债总额	119.2	190.5	316.6	519.9	744.5	利息保障倍数	8.72	16.46	7.43	11.84	30.41
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	64.9	86.9	139.1	139.1	139.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	100.4	697.2	689.7	755.2	860.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	165.3	784.1	828.8	894.3	999.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	28.0	32.0	44.7	65.5	105.0	EPS(元)	0.20	0.23	0.32	0.47	0.75
加: 折旧和摊销	10.0	14.9	11.7	15.5	19.6	BVPS(元)	1.19	5.64	5.96	6.43	7.18
资产减值准备	0.6	1.4	-	-	-	PE(X)	59.6	52.3	37.4	25.5	15.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.1	2.1	2.0	1.9	1.7
财务费用	4.5	3.9	4.0	-5.9	-5.8	P/FCF	-54.6	-44.4	-89.4	75.1	-129.1
投资收益	-	0.1	-	-	-	P/S	9.2	6.9	4.0	2.8	1.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	59.2	20.7	13.6	8.9
营运资金的变动	-26.1	-18.8	2.2	7.5	-127.5	CAGR(%)	32.7%	48.6%	57.9%	63.9%	67.5%
经营活动产生现金流量	15.7	34.5	52.7	82.7	-6.8	PEG	1.8	1.1	0.6	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-45.3	-67.8	-70.1	-70.1	-70.1	ROIC/WACC	3.3	1.8	1.6	2.0	2.9
融资活动产生现金流量	60.1	581.7	-1.3	9.6	63.9	REP	-	6.7	2.3	1.6	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获2008年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9年机械行业工作经验，10年证券从业经历，2009年8月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034