

太阳鸟 (300123)



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

期待下半年订单顺利交付

投资要点:

❖ 公司上半年营收低于预期

公司上半年实现营业收入 1.37 亿元, 同比增长 24.5%, 归属于母公司净利润 0.22 亿元, 同比增长 34.8%, 摊薄后每股收益为 0.16 元; 分业务看, 公司在游艇、商务艇和特种艇业务上分别实现营收约 1966 万、6688 万和 4184 万, 同比增长分别为-11.4%、9.4%和 63.5%, 业绩低于我们的预期;

❖ 下半年海洋局订单为全年业绩带来超预期的可能

合同规定在 2011 年底交付的金额为 2.7 亿的海洋局订单, 公司中报未有确认收入; 下半年公司海监船交付进度将影响全年业绩; 我们认为下半年, 该订单按六成交付可能性较大, 但公司如能排产顺利, 并按合同完全完成订单, 公司全年业绩将有望超预期; 另外公司预收款项增至 2.34 亿, 提高了业绩实现的安全系数; 我们预计公司全年营收 4.16 亿, 同比增长约 70%;

❖ 公司布局未来发展进行时

产能提高: 公司用募集资金扩大生产能力, 按计划募投项目预计 2012 年年终投产, 届时将为公司新增游艇产能 84 艘, 特种艇 116 艘; 11 年 7 月, 公司向珠海太阳鸟追加 1.03 亿投资, 对现有复合材料船艇生产基地扩能建设, 2012 年底项目投产后新增各类高性能复合材料船艇 40 艘的生产能力; 2013 年之后, 如果订单和产能配合得当, 公司将进入新的收获阶段;

产品结构优化: 报告期内公司成功签订了 60 米大型超级豪华游艇的设计合同, 这也标志着公司已经逐步具备承接高端市场订单的能力, 具此公司之后有可能获得大型超豪华游艇的建造合同;

营销投入和网络建设: 公司从建造玻璃钢工作艇起家, 2010 年底中标海洋局大单, 这是对公司过往在细分市场上投入的肯定, 并且公司有望继续受益于国内特种艇行业快速增长周期; 同时, 营销网络处于扩张和培育期, 报告期内公司已在深圳与三亚建立了营销服务网点; 公司对普兰帝(香港)游艇有限公司增资 2200 万元, 拓

交通运输业

评级: 推荐

目标价格: 暂无

当前价格: 21.22 元

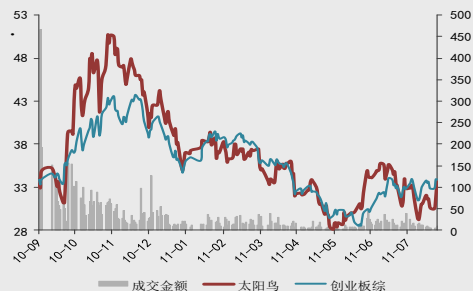
2011.08.26

总市值(百万元)	2960
总股本/流通 A 股(百万股)	139.1/35.2
流通市值(百万元)	750
每股净资产(元)	5.73
净资产收益率(%)	2.76

交易数据

52 周内股价区间(元)	17.00-51.80
静态市盈率(倍)	50.38
动态市盈率(倍)	N/A
市净率(倍)	3.47

52 周内股价走势图



研究员: 张欣(执业证书 S08200208030013)

联系人: 乐旻旻

电话 021-32229888*3501

邮箱 leminy@ajzq.com

相关报告

- 11-03-01 业绩可能低于预期, 但成长无忧
- 01-10-12 在本地有实力的游艇品牌

展国际市场完善物流后勤保障；在国际市场方面，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；

❖ 公司 2013 年后有望进入又一个收获期

现阶段公司所处行业，非金属船/娱乐和运动船制造行业，也面临全球经济波动的不确定局面；从产成品累计同比数据看，非金属船行业产成品累计同比增长为 18.1%，由于去年基数较低，产成品数据较 09 年高峰期仍然低约 35%；而娱乐及运动船行业产成品累计同比下降了约 30%；可见，全行业受到经济波动的影响，带来需求的不确定性；

中报中公司部分销售公司还处于亏损中，年中还没有国际订单确认，公司的资产周转率在上市后持续下滑，这与公司产能和营销仍处于一个布局阶段的特征相符；我们认为海洋巡防市场为行业带来的是阶段性的需求，而我们更关注商务及私人游艇业务的需求增长，而这两块业务公司上半年的业绩增长乏力；

我们认为 2013 年后，公司经过对营销网络的投入，配合产能的扩张，公司对于国内外市场的布局，有望进入一个收获期；同时，假设全球经济稳步复苏，消费得到进一步提振，并且国内对游艇消费的政策进一步松动，公司商务及私人游艇业务有望带来更多惊喜；

❖ 投资建议

我们预计公司 2011 年至 2012 每股收益分别为 0.42 元和 0.69 元，对应 50.4 倍、和 30.6 倍 PE，虽然估值高于整个造船行业的平均水平，但公司属于非金属造船行业，板块内没有可比公司，而行业正处于快速增长初级阶段，我们认为公司 2012 年 PE 处于 30 倍较为合理；考虑到公司发展按部就班，2013 年之后如果订单能配合产能的扩张，公司业绩有望进入新的成长周期，我们给予公司“推荐”的评级；

❖ 风险提示

- (1) 全球经济波动带来国内外市场需求的不确定性；
- (2) 市场竞争加剧带来的商业风险；
- (3) 行业政策放开低于预期；
- (4) 订单交付进度低于预期。

表1: 公司分业务中报数据(1)

营业收入	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011 中报
商务艇(百万元)	52.43	59.46	83.53	165.71	66.88
同比增速%	-	13.41%	40.48%	98.38%	9.44%
毛利率%	33.67%	36.90%	37.78%	43.21%	40.26%
占总收入比重%	56.78%	42.15%	46.27%	67.96%	48.88%
特种艇(百万元)	36.5	60.08	78.59	48.25	41.84
同比增速%	-	64.60%	30.81%	(38.61%)	65.11%
毛利率%	31.17%	30.44%	39.22%	29.76%	40.70%
占总收入比重%	39.54%	42.59%	43.54%	19.79%	30.58%
私人游艇(百万元)	2.56	8.9	18.05	21.98	19.66
同比增速%	-	247.66%	102.81%	21.77%	(11.40%)
毛利率%	27.29%	33.59%	19.76%	31.05%	34.07%
占总收入比重%	2.78%	6.31%	10%	9.01%	14.37%
冲锋舟(百万元)	0.83	12.62	0.35	5.04	-
同比增速%	-	1420.48%	(97.23%)	1340.00%	-
毛利率%	26.06%	19.80%	11.53%	24.07%	-
占总收入比重%	0.90%	8.95%	0.19%	2.06%	-

资料来源:公司公告,爱建证券整理

表2: 公司中报数据(2)

同比增长率	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011 中报
每股收益-基本(%)	-2.22	13.64	-10	-36
每股收益-稀释(%)	-2.22	13.64	-10	-36
每股经营性现金流量净额(%)	266.67	118.18	66.67	-51.16
营业总收入同比增长率(%)	51.68	28.19	34.19	24.46
营业利润(%)	121.79	41.02	21.05	33.56
利润总额(%)	140.91	46.08	11.37	35.51
净利润(%)	227.1	39.07	14.05	34.79
净利润-扣除非经常损益(%)	201.72	33.92	23.82	32.83
经营活动产生的现金流量净额(%)	375.21	177.11	119.74	3.24
净资产收益率(摊薄)(%)	94.97	-35.84	-75.96	-69.31

资料来源:公司公告,爱建证券整理

表3: 预收2.34亿, 为全年实现高增长带来较大的可能

	2009 年报	2010 年报	2011 一季报	2011 中报
预收款项(亿元)	0.17	0.74	1.3	2.34
预付款项(亿元)	0.21	0.36	0.67	1.21
存货(亿元)	0.51	0.74	0.86	1.45

资料来源: 公司公告, 爱建证券整理

表4: 杜邦分析—公司资产周转率持续下滑

DuPont Analysis	2008 F	2009 F	2010 H	2010 F	2011 H
Return on Equity (%)	33.12	23.21	9.36	6.74	2.77
Breakdown:					
Net Profit Margin (%)	13.48	15.43	14.77	13.11	16.00
——Tax Burden (%)	85.48	85.89	85.09	87.96	84.64
——Debt Burden (%)	83.22	89.73	91.55	107.29	116.74
——Operation Margin (%)	18.94	20.02	18.96	13.90	16.19
Assets turnover	0.73	0.74	0.36	0.39	0.13
Leverage	3.2	2.02	1.75	1.33	1.32

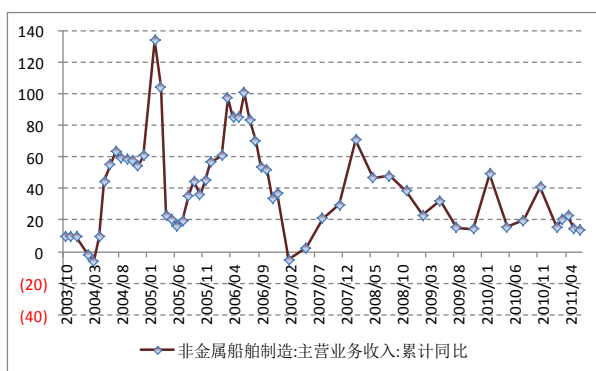
资料来源: 公司公告, 爱建证券整理

表5: 公司主营业务与所属行业比较

2011年1-6月	主营业务收入 累计同比%	利润总额: 累计同比%	主营业务成本 累计同比%	毛利率 季度 Q1%	出口交货值 累计同比%	资产负债 率%
非金属船行业	13.98	40.17	9.29	18.40	(6.20)	57.50
娱乐及运动船业	59.93	38.44	65.14	20.10	13.20	53.50
公司主营业务	24.46	35.51	26.19	38.26	(100.00)	28.25

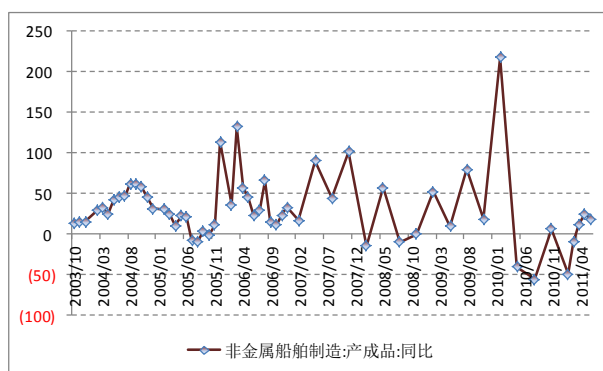
资料来源: 爱建证券整理

图1: 非金属船舶制造业主营收入累计同比 (%)



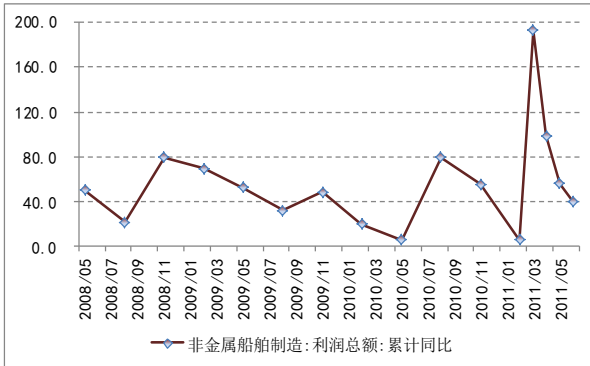
资料来源: 爱建证券整理

图2: 非金属船舶制造业产成品累计同比 (%)



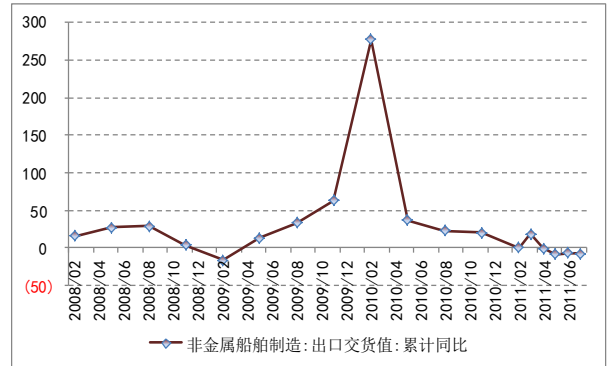
资料来源: 爱建证券整理

图4: 非金属船舶制造业利润总额累计同比 (%)



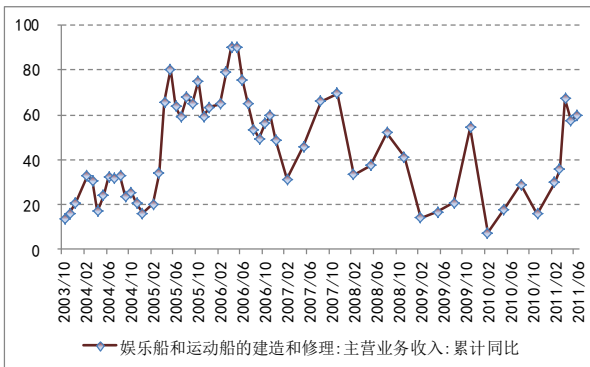
资料来源: 爱建证券整理

图5: 非金属船舶制造业出口交货值累计同比 (%)



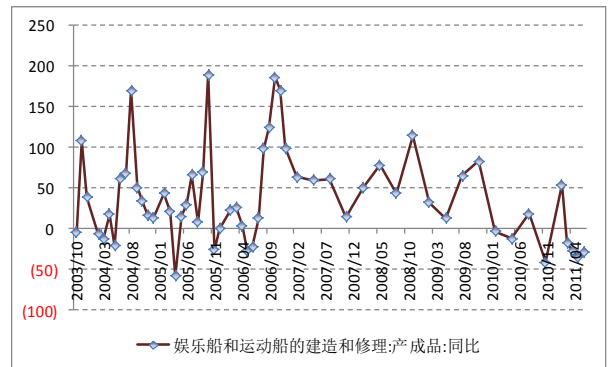
资料来源: 爱建证券整理

图6: 娱乐船和运动船业主营收入累计同比 (%)



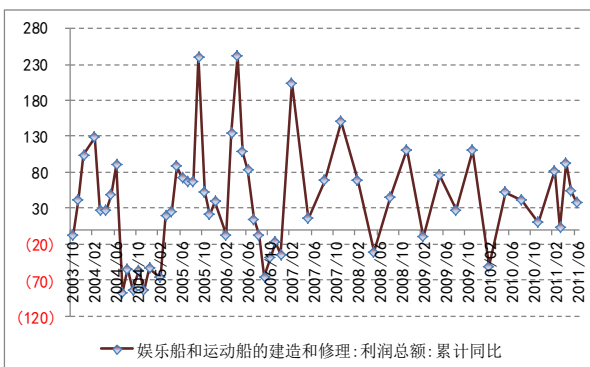
资料来源: 爱建证券整理

图7: 娱乐船和运动船业产成品累计同比 (%)



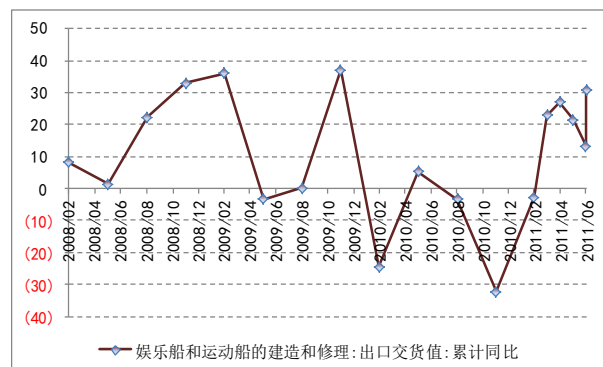
资料来源: 爱建证券整理

图8: 娱乐船和运动船业利润总额累计同比 (%)



资料来源: 爱建证券整理

图9: 娱乐船和运动船业出口交货值累计同比 (%)



资料来源: 爱建证券整理

表7: 公司盈利预测(1)

财务和估值数据摘要				
单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	181.69	243.81	416.43	616.31
增长率(%)	28.19%	34.19%	70.80%	48.00%
归属母公司股东净利润	28.03	31.97	57.98	95.47
增长率(%)	39.07%	14.05%	81.35%	64.66%
每股收益(EPS)	0.202	0.230	0.417	0.686
每股经营现金流	0.114	0.282	0.201	0.640
销售毛利率	36.49%	38.88%	35.00%	37.50%
销售净利率	15.43%	13.11%	13.67%	15.21%
净资产收益率(ROE)	16.96%	4.08%	6.89%	10.18%
投入资本回报率(ROIC)	27.52%	16.45%	17.90%	28.89%
市盈率(P/E)	104.20	91.36	50.38	30.60
市净率(P/B)	17.67	3.73	3.47	3.12

资料来源: 爱建证券整理

表8: 公司盈利预测(2)

报表预测				
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	181.69	243.81	416.43	616.31
减: 营业成本	115.40	149.01	270.68	385.19
营业税金及附加	1.28	2.66	3.20	4.67
营业费用	10.71	14.27	25.70	43.68
管理费用	19.80	37.80	52.92	74.09
财务费用	3.88	2.35	-3.05	-1.61
资产减值损失	0.65	1.37	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	-0.07	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	29.97	36.28	66.98	110.29
加: 其他非经营损益	2.67	0.07	0.00	0.00
利润总额	32.64	36.35	66.98	110.29
减: 所得税	4.61	4.38	10.05	16.54
净利润	28.03	31.97	56.93	93.74
减: 少数股东损益	0.00	0.00	-1.05	-1.73
归属母公司股东净利润	28.03	31.97	57.98	95.47

资料来源: 爱建证券整理

表9: 可比公司估值比较

证券简称	PE			PB	PS TTM	EV/EBITDA
	2010	2011E	2012E			
舜天船舶	24.07	23.27	19.47	2.77	1.77	19.63
上海佳豪	46.04	33.35	24.50	5.83	10.74	32.96
太阳鸟	89.80	37.44	24.84	3.60	10.94	48.74
中国船舶	16.06	14.64	13.41	2.49	1.34	7.44
广船国际	16.64	14.80	13.15	3.09	1.62	6.00
亚星锚链	39.06	27.20	19.88	2.13	3.32	18.37
中国重工	70.12	20.65	17.00	2.95	2.79	36.55

资料来源:Wind 注:去除中船股份(600072)异常值

图:公司 PE Band

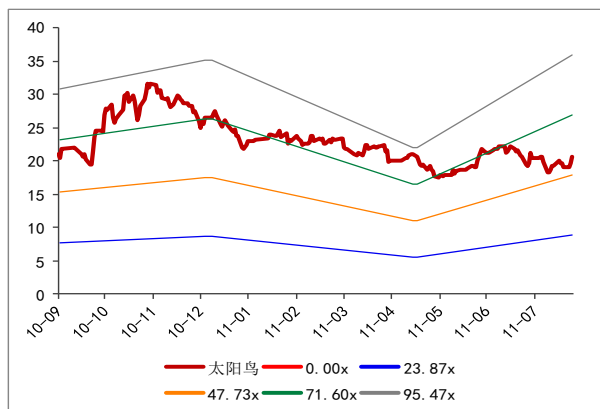
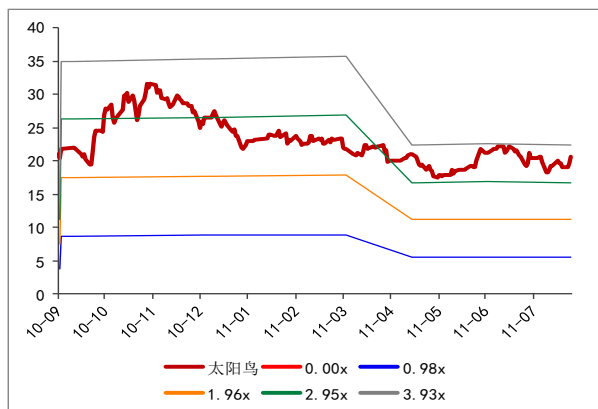


图:公司 PB Band



分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

投资评级说明

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

● 公司评级

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出：相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。