

业绩符合预期，来年继续增长

太阳鸟 2011 年年报点评

报告关键点:

- 📖 2011年业绩符合预期
- 📖 2012年有望稳健快速增长
- 📖 合理股价16.72元，维持“买入-A”投资评级

报告摘要:

- 公司2011年实现主营业务收入3.96亿元，归属于母公司净利润为0.44亿元，同比分别增长62.61%、37.69%，每股收益0.32元，业绩符合我们的预期。
- 2011年，公司商务艇销售收入19125万元，增长15.41%。私人艇3890万元，增幅77%。特种艇收入为15670万元，大幅增长224.76%。冲锋舟498万元，基本与去年持平。我们估计2012年商务艇继续稳健增长，特种艇可望快速增长。
- 公司在华南、华中、华东的销售收入分别为11488、9535、4184万元，分别增长23.47%、75.8%、34.54%。值得关注的是华北、东北地区销售收入分别为4801、4964万元，大幅增长了100.78%、1267%，大有后来居上之势。国外销售收入增长63%，达到2994万元，我们估计2012年出口业务将有较大增长。
- 因原材料价格上涨，加之2011年大批量定单销售所占比重较大，而大批量定单的毛利率比其他定单的毛利率低，导致2011年综合毛利率为30.02%，下降了8.99个百分点。2012年成本压力可能相对较小，估计毛利率大致可维持在31%左右。
- 2011年公司加大广告宣传力度和营销服务网络建设投入，扩大营销队伍，各项费用相应增加，销售费用为2685万元，同比增长88.20%。这也是净利润增幅低于营业收入增幅的原因之一。
- 2011年底预收款为23,406万元，同比增加216.23%，预收款增加主要因为订单大幅增加。按照预收款大致为合同额的30%推算，公司在手订单约为6亿多元。
- 募投项目2011年投入资金15759万元，高性能复合材料船艇扩能建设项目、技术研究与工业设计中心技术升级改造项目、营销服务网络建设项目的投资进度分别为48.62%、20.78%、29.22%。目前项目进展顺利，估计在2012年将陆续投入使用。
- 我们预测2012-2013年公司主营业务收入分别为5.39、7.47亿元，净利润分别为0.61、0.88亿元，每股收益分别为0.44、0.63元。按照2012年38倍PE，合理股价16.72元，3月26日收盘价12.9元，维持“买入-A”投资评级。
- 风险提示：宏观经济下滑导致消费不振，游艇政策改革进程与力度低于预期，行业竞争加剧导致价格下滑。

评级:
买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:
16.72元

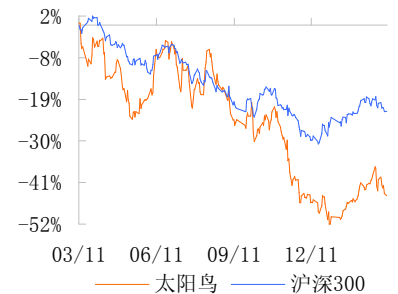
期限: 6个月 上次预测: 16.45元

现价(2012年03月26日): 12.90元

报告日期:
2012-03-27

总市值(百万元)	1,794.46
流通市值(百万元)	812.89
总股本(百万股)	139.11
流通股本(百万股)	63.01
12个月最低/最高	10.83/38.26元
十大流通股东(%)	38.20%
股东户数	8,934

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.75)	(7.62)	(22.01)
绝对收益	(4.56)	3.24	(44.44)

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)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	243.8	396.5	539.5	747.0	1,005.0
Growth(%)	34.2%	62.6%	36.1%	38.5%	34.5%
净利润	32.0	44.0	60.8	87.9	127.9
Growth(%)	14.1%	37.7%	38.0%	44.6%	45.5%
毛利率(%)	38.9%	29.9%	31.5%	31.5%	31.9%
净利润率(%)	13.1%	11.1%	11.3%	11.8%	12.7%
每股收益(元)	0.23	0.32	0.44	0.63	0.92
每股净资产(元)	5.64	5.89	6.33	6.96	7.88
市盈率	56.1	40.8	29.5	20.4	14.0
市净率	2.3	2.2	2.0	1.9	1.6
净资产收益率(%)	4.1%	5.4%	6.9%	9.1%	11.7%
ROIC(%)	18.1%	15.0%	13.5%	21.3%	27.1%
EV/EBITDA	59.2	22.9	16.1	11.1	7.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

太阳鸟: 翱翔于晨曦之中

2012-02-10

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-03-26
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	243.8	396.5	539.5	747.0	1,005.0	成长性					
减: 营业成本	149.0	278.0	369.5	511.4	684.8	营业收入增长率	34.2%	62.6%	36.1%	38.5%	34.5%
营业税费	2.7	3.9	5.4	7.5	10.1	营业利润增长率	21.1%	30.3%	40.7%	45.0%	48.8%
销售费用	14.3	26.9	35.1	47.1	61.3	净利润增长率	14.1%	37.7%	38.0%	44.6%	45.5%
管理费用	37.8	43.8	67.4	89.6	110.6	EBITDA 增长率	22.0%	11.7%	35.8%	42.5%	45.1%
财务费用	2.3	-5.6	-4.4	-4.9	-5.1	EBIT 增长率	14.1%	7.9%	49.0%	47.3%	51.2%
资产减值损失	1.4	2.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	7.5%	12.1%	48.3%	46.8%	47.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	35.4%	63.9%	-6.9%	16.4%	30.0%
投资和汇兑收益	-0.1	-0.1	-	-	-	净资产增长率	374.4%	4.5%	7.4%	10.0%	13.2%
营业利润	36.3	47.3	66.5	96.4	143.4	利润率					
加: 营业外净收支	0.1	5.0	5.0	7.0	7.0	毛利率	38.9%	29.9%	31.5%	31.5%	31.9%
利润总额	36.4	52.2	71.5	103.4	150.4	营业利润率	14.9%	11.9%	12.3%	12.9%	14.3%
减: 所得税	4.4	8.2	10.7	15.5	22.6	净利润率	13.1%	11.1%	11.3%	11.8%	12.7%
净利润	32.0	44.0	60.8	87.9	127.9	EBITDA/营业收入	21.9%	15.1%	15.0%	15.5%	16.7%
资产负债表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
货币资金	585.7	439.0	547.2	574.7	569.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	193	179	185	162	142
应收账款	55.6	84.5	110.9	169.9	234.0	流动营业资本周转天数	63	26	-20	-37	-13
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	659	718	639	595	554
预付帐款	36.0	27.1	64.1	115.2	183.7	应收帐款周转天数	57	55	55	58	60
存货	73.6	234.1	283.4	392.3	525.3	存货周转天数	92	140	173	163	164
其他流动资产	2.1	44.6	80.4	132.3	196.8	总资产周转天数	930	1,006	938	844	762
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	330	308	271	204	188
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	ROE	4.1%	5.4%	6.9%	9.1%	11.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	3.5%	3.9%	4.5%	5.5%
固定资产	144.5	249.6	305.9	366.7	424.9	ROIC	18.1%	15.0%	13.5%	21.3%	27.1%
在建工程	56.5	60.2	72.1	79.3	83.6	费用率					
无形资产	18.5	33.9	31.7	29.7	27.8	销售费用率	5.9%	6.8%	6.5%	6.3%	6.1%
其他非流动资产	1.7	68.5	72.9	72.9	72.9	管理费用率	15.5%	11.0%	12.5%	12.0%	11.0%
资产总额	974.7	1,241.8	1,568.9	1,933.2	2,318.7	财务费用率	1.0%	-1.4%	-0.8%	-0.7%	-0.5%
短期债务	59.5	43.9	52.4	56.3	60.0	三费/营业收入	22.3%	16.4%	18.2%	17.6%	16.6%
应付帐款	47.3	122.6	151.8	196.1	243.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	19.5%	34.0%	43.9%	49.9%	52.7%
其他流动负债	81.0	249.8	465.5	689.6	890.6	负债权益比	24.3%	51.5%	78.2%	99.7%	111.6%
长期借款	-	-	10.0	10.0	10.0	流动比率	4.01	1.99	1.62	1.47	1.43
其他非流动负债	2.7	6.0	8.9	13.0	18.2	速动比率	3.62	1.43	1.20	1.05	0.99
负债总额	190.5	422.3	688.7	965.0	1,222.7	利息保障倍数	16.46	7.49	14.16	18.64	27.23
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	86.9	139.1	139.1	139.1	139.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	697.2	680.4	741.1	829.0	956.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	784.1	819.5	880.2	968.1	1,096.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	32.0	44.0	60.8	87.9	127.9	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
加: 折旧和摊销	14.9	18.1	19.1	24.2	29.5	EPS(元)	0.23	0.32	0.44	0.63	0.92
资产减值准备	1.4	2.1	-	-	-	BVPS(元)	5.64	5.89	6.33	6.96	7.88
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	56.1	40.8	29.5	20.4	14.0
财务费用	3.9	4.0	3.2	-4.4	-4.9	PB(X)	2.3	2.2	2.0	1.9	1.6
投资收益	0.1	0.1	-	-	-	P/FCF	-47.7	-13.2	16.6	65.3	-338.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	P/S	7.4	4.5	3.3	2.4	1.8
营运资金的变动	-18.8	-75.3	99.3	1.7	-76.3	EV/EBITDA	59.2	22.9	16.1	11.1	7.7
经营活动产生现金流量	34.5	32.0	174.8	108.8	76.0	CAGR(%)	40.1%	42.7%	41.7%	40.3%	35.2%
投资活动产生现金流量	-67.8	-320.7	-90.1	-90.1	-90.1	PEG	1.4	1.0	0.7	0.5	0.4
融资活动产生现金流量	581.7	-32.5	22.9	8.7	8.8	ROIC/WACC	1.8	1.5	1.4	2.2	2.8
						REP	6.7	2.1	2.4	1.3	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	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@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