

# 不求短期最高，但求长期最远

## 太阳鸟公司调研报告

**评级: 买入-A**

上次评级: 买入-A

**目标价格: 16.45 元**

期限: 6 个月 上次预测: 16.72 元

现价(2012年05月02日): 12.75 元

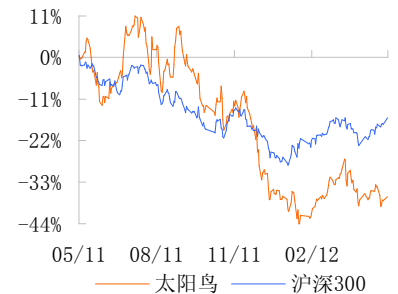
**报告日期: 2012-05-07**
**报告关键点:**

- ☞ 国内外游艇市场总量可观，国内特种艇配备不足
- ☞ 公司三足鼎立业务结构在目前行业格局下有望保持40%的增速
- ☞ 公司目前的战略重心是稳增长、强管理
- ☞ 合理价格为16.45元，维持“买入-A”投资评级。

**报告摘要:**

- 国际上看，美国海岸警备队配备船艇1600余艘，日本海上保安厅各类舰船装备700余艘。我国海监船艇数量约为120艘，仅为美国的8%，日本的17%，明显配备不足。而我国海岸线漫长，周边国家海事纠纷频发，预计未来特种艇需求强劲。
- 按照各地规划的游艇泊位推算“十二五”末，国内游艇数量约为2.2万艘。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。2010年全球游艇产业的销售额已超过500亿美元，估计2011年约为600亿美元。可见国内外市场空间相当广阔。
- 国内游艇行业竞争格局相对稳定。目前相对规模靠前的有几家，香港财利造船公司以工程船为主，游艇约占20%。珠海江龙在沿海高速客船和豪华游览船方面较有特色，2010年销售收入约2亿元。深圳海斯比在高速艇领域具有一定实力，近年产值在1亿元左右。仅就游艇销售收入而言这几家公司差距较大。
- 公司三足鼎立业务结构有利于持续发展。2011年商务艇、特种艇、私人游艇的占比分别为48.23%、39.52%、9.81%，结构布局较为合理。以公司目前在行业中的地位，且游艇行业处在刚刚起步阶段，毛利率可望维持在30-33%左右。
- 国内游艇行业前十年的复合增速为30%，公司2007-2011年的复合增速为43.5%，公司的发展速度高于行业。这几年行业环境逐步改观，如果未来3年行业仍然能够保持30%的年均增速，那么公司保持40%以上的增速也是合理的预测。
- 综上所述，公司未来发展空间还很大，目前的战略重心是稳增长、强管理，收购事项还需等待时机。我们预计2012年每股收益0.44元，按照35倍PE估值，合理价格为16.45元，维持“买入-A”投资评级。
- 风险提示：宏观经济未能平稳调整大幅下滑导致行业需求明显萎缩。

总市值(百万元)	1,759.68
流通市值(百万元)	797.14
总股本(百万股)	139.11
流通股本(百万股)	63.01
12个月最低/最高	10.83/35.45 元
十大流通股东(%)	29.11%
股东户数	9,245

**12个月股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.86)	0.11	(21.07)
绝对收益	1.45	8.04	(37.02)

**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	55.0	40.0	29.0	20.0	13.8
市净率	2.2	2.1	2.0	1.8	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	15.7	10.8	7.5
股息收益率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

**前期研究成果**

 太阳鸟: 业绩符合预期, 来年继续增长  
 2012-03-27

 太阳鸟: 翱翔于晨曦之中  
 2012-02-10

## 目录

1. 特种艇需求强劲，游艇十二五市场约 200 亿元.....	错误!未定义书签。
1.1. 国内海监船艇数量约为美日的 8%-17%.....	3
1.2. 游艇市场：国内 200 亿元，全球 600 亿美元.....	3
2. 国内游艇行业竞争格局相对稳定.....	3
2.1. 香港财利造船公司的三大类业务成 5: 3: 2 结构.....	3
2.2. 珠海江龙在沿海高速客船和豪华游览船方面有特色.....	4
2.3. 深圳海斯比在高速艇领域具有一定实力.....	5
3. 公司三足鼎立业务结构有利于持续发展.....	5
3.1. 三大业务结构布局较为合理.....	5
3.2. 毛利率可望维持在 30-33%左右.....	5
3.3. 趋势推测公司收入增速约在 40%左右.....	6
4. 公司战略：稳增长、强管理，待机而动.....	7
4.1. 公司未来发展空间还很大.....	7
4.2. 战略重心是稳增长强管理.....	7
4.3. 收购事项还需等待时机.....	7
4.4. 俱乐部会员制有望拉动游艇消费.....	7
5. 预计 12 年每股收益 0.44 元，合理股价 16.45 元.....	8

## 图表目录

图 1 太阳鸟各项业务构成比例及预测.....	5
图 2 太阳鸟 2007-2011 年综合毛利率水平的变化.....	6
图 3 太阳鸟 2007-2011 年商务艇与特种艇毛利率变动情况.....	6
图 4 太阳鸟 2007-2011 年四大主导产品的年复合增速.....	7
表 1 造船业上市公司 2007-2011 年毛利率对比表.....	6
表 2 分项业务预测（单位：百万元）.....	9

## 1. 国内海监舰艇配备不足，游艇市场内外可观

### 1.1. 国内海监船艇数量约为美日的 8%-17%

中国海监由国家、省、市、县四级海监机构组成。其领导机关是中国海监总队。国家队伍由 3 个海区总队及其所属的 9 个海监支队、3 个航空支队组成，地方队伍由 11 个省（自治区、直辖市）总队，51 个地、市级海监支队，189 个县市级海监大队组成；7 个国家级海洋自然保护区支队和 1 个自然保护大队。队伍总人数逾 7000 人。

中国海监拥有先进的执法装备和海上执法专业技术支撑体系。现有执法飞机 7 架；各类执法船、艇 121 艘；执法专用车 200 余部。但具体来看，国内海监部门，沿海有 300 个大队，这 2 年太阳鸟做了 50 几艘，海斯比做了一半，远远不够。鱼政系统更是很多单位连船都没有。美国海岸警备队配备船艇 1600 余艘，日本海上保安厅各类舰船装备 700 余艘，国内海监船艇数量约为美国的 8%，日本的 17%，我国海岸线漫长，周边国家海事纠纷不断，估计特种艇需求依然强劲。

### 1.2. 游艇市场：国内 200 亿元，全球 600 亿美元

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。

相对谨慎而言，我们估计国内游艇市场在十二五末达到 200 百亿是有可能的。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，估计 2011 年约为 600 亿美元，这个空间就更大了。

## 2. 国内游艇行业竞争格局相对稳定

在以前的公司报告和行业深度报告中，我们大致分析了游艇行业竞争态势。同行业中，江龙、显利、海斯比具有一定实力。珠海江龙这几年发展不错。珠海显利实际上游艇量只有 20% 左右，但工程船业务较强。深圳海斯比主要业务在海事高速艇方面。就目前来看，太阳鸟的经营规模比同行的 2-3 名处于绝对领先的地位。

### 2.1. 香港财利工程船为主，游艇仅占 20%

显利（珠海）造船有限公司建成于 1999 年，是香港财利船厂在珠海独资经营的造船企业。主要建造玻璃钢豪华游艇、铝合金质高速船、钢质拖轮、油台补给船、多用途工程船舶。所建造船舶以外销为主，主要销往美国、欧洲、澳大利亚、中东、东南亚和港澳地区。

2000 年 9 月，国内第一艘世界级私人豪华游艇在显利公司成功建成下水并出口美国后，2004 年 1 月又建成 52 米高级豪华游艇（SEASHAWII），被美国权威游艇杂志评为世界级私人豪华游艇 50 强之内。珠海显利的股东在北美耕耘多年，有较为牢固的客户基础，在拖船，渡船，供应船，巡逻艇，拖网渔船，大型游艇方面均有实力

自 2000 年建成第一艘豪华游艇以来，显利珠海公司已在过去 10 年间制造出 196 艘各类船舶，并已交付使用。2008 年公司销售量达到创纪录的 33 艘，但 2009 年，受国际石油价格下滑、海洋石油开采业不景气影响，工程船销路不畅，再加上高端消费市场萎靡不振，豪华游艇也不好卖，当年公司总销量一下跌到 13 艘。2010 年受国际油价回升，及高端消费市场回暖影响，显利造船生产的工程船、游艇等船舶产品销量开始止跌回升，2010 年交付有 20 几艘。

2010 年 9 月 6 日，珠海显利交付给新加坡 POSH 工程船公司的多功能工程船马力，该船长 50 米，宽 12 米。功率为 5000 匹，吃水深度达 5.75 米，载重超过 1000 吨，造价超过 5000 万元，主要用途为向海洋钻井平台输送工程设备，补给生产资料等。

珠海显利的股东财利船厂经营小型船舶制造与设计已有近 70 多年时间，该公司同时经营钢质、铝合金、玻璃钢船三不同质量船舶制造。从三种船型来说，港口作业拖轮仍然是最大份额，占总船价的五成以上，离岸工作船则占三成，豪华游艇则占二成，产品针对不同市场客户，游艇以欧美发达国家高消费者为主，工作船与拖轮多与澳洲、中南美洲港口、码头建设有关，如该公司去年中标巴拿马运河的拖轮 13 艘，是凭着实力和良好的品牌与信誉效应，获得客户信任。

高附加值的拖轮和离岸工作船，相对游艇这种奢侈商品来说，受经济影响较少。两种船型已成为该公司的主力船，目前手持订单船价占总订单船价近五成，船厂安排生产已排满至 2011 年。

## 2.2. 珠海江龙 2010 年销售约 2 亿元，沿海高速客船和豪华游览船有特色

广东江龙船舶制造有限公司始创于 1998 年，在珠海游艇工业园区占地 150 亩，主要生产玻璃钢游艇；在中山神湾镇占地 200 亩，主要生产铝合金及钢质高性能船。江龙船舶制造有限公司共有员工 600 余人，其中专业技术团队 80 余人。

经过十多年的发展，江龙公司现已成为国家级高新技术企业、广东省名牌产品、广东省民营科技企业、珠海市重点企业技术中心。公司通过了中国船级社 ISO9001-2000 质量体系认证，拥有广东省甲级船舶设计资格，具备大型钢船、铝合金船、钢铝复合船、钢-玻璃钢复合船型的生产建造资质，并拥有新型高速船、太阳能、风能互补发电游览船、新型消防船、新型拖伞船等多项专利。

江龙产品均为自主研发，拥有独立知识产权。产品包括豪华接待艇、工作执法船、旅游客运船、游艇、特种工作船、海洋工程船等，客户遍及海内外。近年来，江龙以自身的实力获得了商务部，农业部，公安部，交通部、海洋局等多个国家重点项目。承接了中国—安哥拉政府石油担保一揽子项下安哥拉渔船项目的订单。并与海南港航控股、唐山湾国际旅游岛等集团企业签订了 45 米大型豪华接待船建造合同，江龙负责设计建造的新概念 300 客位“钢-玻璃钢”复合型游船也成为了上海世博会的耀眼明星。

2008 年公司生产各款大小船艇超过 100 艘，实现销售收入 1.5 亿元，2009 年增幅在 10%左右，2010 年销售额近 2 亿元。江龙公司 2011 年 11 月宣布在珠海神湾盛世游艇会投资，预计用于生产大型游艇的新厂区需用地 200 亩，每亩土地投资为 125 万元，分两期投入，预计一期 1 亿元投入完成投产后，可创造税收 2000 万元以上；二期 1.5 亿元投入完成后，产值将达到 5 亿—10 亿元，每亩土地产值为 500 万元，创造税收 7000 万元。

## 2.3. 深圳海斯比产值逾亿元，在高速艇领域具有一定实力

深圳市海斯比船艇科技股份有限公司是经国家认定从事复合材料高速艇制造和服务的高科技企业，是国内最早引进复合材料造船技术的船艇制造企业之一，年产各类高性能船艇 200 余艘，年产值 1 亿多元。

30 多年来，公司始终坚持技术领先型发展战略，积极以先进技术引领国内船艇市场发展。公司产品定位为高速、高性能、高技术船艇，逐步形成了核心竞争力，并努力塑造海斯比“高速度、高性能、高技术”的公司形象和海豹、海龙、海鹰、波贝等系列品牌形象，成功地开发出 30 多个具有完全自主知识产权的船艇新产品，涵盖了船长 25 米以内高速、高性能艇市场。

公司是国内唯一一家创造过多项全国新纪录的船艇生产企业，目前仍是国内船艇最高航速纪录保持者（70 节），其高速艇设计和生产达到了国际先进水平。2004 年 6 月海豹 1500 高速护卫艇通过国家鉴定，被一致认为达到了国际先进水平。2011 年 10 月与太阳鸟一起中标海洋局的海监执法快艇项目。海斯比在 2012 中国最具潜力非上市公司 TOP20 中排名第 14 位，2008 年-2010 年销售增长率 94.3%，净利润增长率 105.5%。

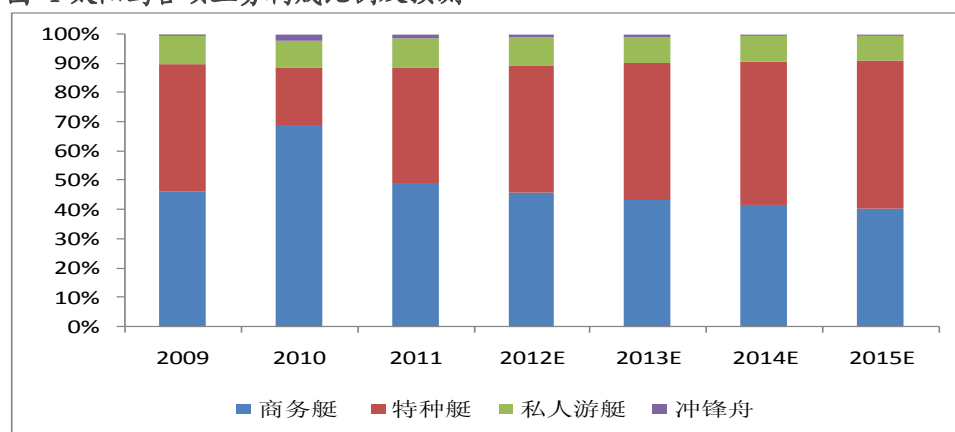
2010 年 7 月，海斯比签约天津游艇城项目，总投资 31 亿元，分为游艇制造基地、游艇交易中心和游艇俱乐部及配套地产三个部分，涵盖游艇制造、交易、维修、俱乐部等完整产业链，建成后预计年产值达到 33.7 亿元。

## 3. 公司三足鼎立业务结构有利于持续发展

### 3.1. 三大业务结构布局较为合理

公司产品有游艇、商务艇、特种艇、冲锋舟四大类，以 2011 年为例，商务艇、特种艇、私人游艇、冲锋舟的占比分别为 48.23%、39.52%、9.81%、1.25%。其中冲锋舟占比很小，实际上是以游艇为主的三角形格局。我们认为这种业务结构不会过于依赖于某一类市场，在现阶段有其合理性，也是竞争力的一种体现。我们估计在未来 3 年这种业务格局不会发生较大的比例变化。

图 1 太阳鸟各项业务构成比例及预测



数据来源：WIND 安信证券研究中心

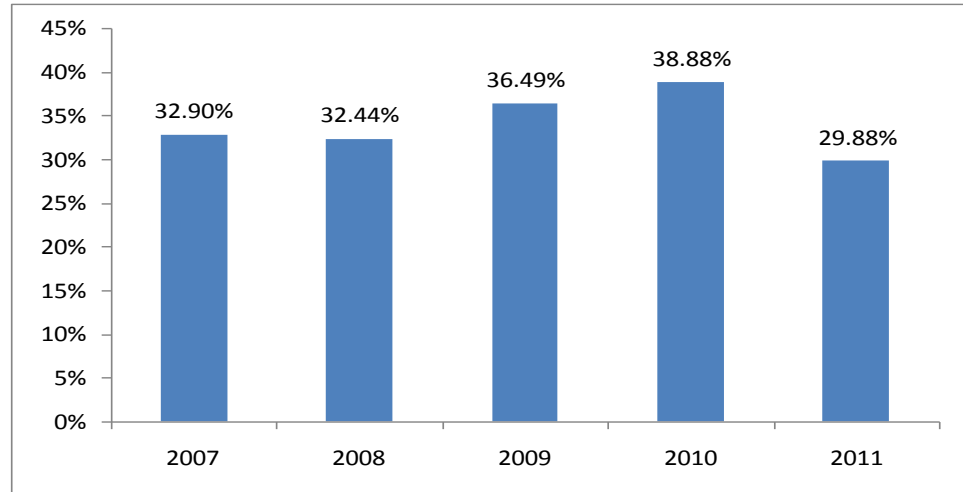
### 3.2. 毛利率可望维持在 30-33%左右

2007-2008 年公司综合毛利率基本维持在 32%左右，2010 年升高到 38.88%，主要原因是商务艇占比达到 67.96%，毛利率较低的特种艇在收入中的占比只有 19.79%。2011 年特种艇的占比位 39.52%，接近历史平均水平，综合毛利率回落到 29.88%。

从 2007-2011 年国内 A 股造船类上市公司的毛利率来看，太阳鸟的毛利率仅低于以设

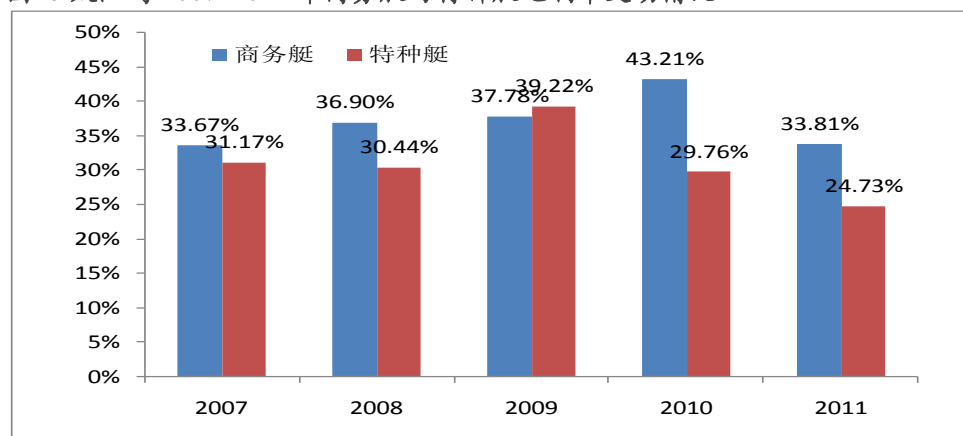
计为主的上海佳豪，远高于其他几家造船企业。公司能够在激烈的市场竞争中快速发展，关键是产品的差异造成的，这也导致了较高的毛利率水平。以公司目前在行业中的地位，且游艇行业处在刚刚起步阶段，如果公司业务构成中商务艇和特种艇的占比大致相同，考虑到未来公司规模化和模块化带来的效应，我们估计 2012-2014 年公司的毛利率可望维持在 30%-33% 左右。

图 2 太阳鸟 2007-2011 年综合毛利率水平的变化



数据来源: WIND 安信证券研究中心

图 3 太阳鸟 2007-2011 年商务艇与特种艇毛利率变动情况



数据来源: WIND 安信证券研究中心

表 2 造船业上市公司 2007-2011 年毛利率对比表

	2007	2008	2009	2010	2011
舜天船舶		22.89%	18.15%	10.31%	12.61%
上海佳豪	54.63%	48.30%	52.27%	44.46%	37.29%
<b>太阳鸟</b>	<b>32.90%</b>	<b>32.44%</b>	<b>36.49%</b>	<b>38.88%</b>	<b>29.88%</b>
中船股份	8.09%	7.75%	9.75%	11.02%	9.49%
中国船舶	27.84%	21.02%	14.54%	19.85%	20.73%
广船国际	17.39%	13.08%	12.14%	13.36%	11.17%
亚星锚链	19.96%	17.14%	27.26%	24.78%	17.63%
中国重工		17.39%	18.10%	19.68%	14.59%
均值	26.80%	22.50%	23.59%	22.79%	19.18%

数据来源: WIND 安信证券研究中心

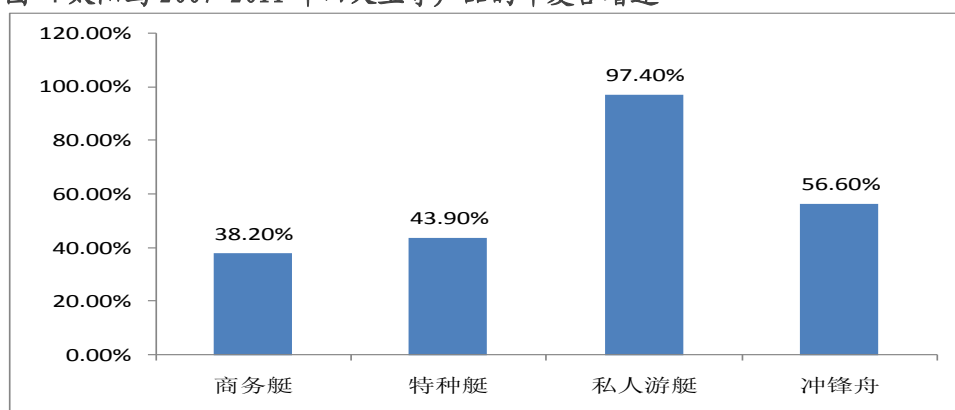
### 3.3. 趋势推测公司收入增速约在 40% 左右

2007 年, 公司商务艇销售收入 5243 万元, 特种艇收入为 3650 万元, 私人艇 256 万元,

冲锋舟 83 万元。2011 年，公司商务艇销售收入 19125 万元，私人艇 3890 万元，特种艇收入为 15670 万元，冲锋舟 498 万元。以 2007 年为基数，商务艇、特种艇、私人艇、冲锋舟的年复合增速为 38.2%、43.9%、97.4%、56.6%。私人艇和冲锋舟增速较高有基数较低的原因。未来几年我们估计公司商务艇和特种艇可望继续保持快速增长态势。

国内游艇行业在前十年的复合增速也有 30%，公司 2007-2011 年的复合增速为 43.5%，简单对比，公司的发展速度高于行业。这几年政策支持力度加大，居民消费水平明显提高，如果未来几年行业仍然能够保持 30% 的年增长速度，那么公司保持 40% 以上的增速也是合理的预测。

图 4 太阳鸟 2007-2011 年四大主导产品的年复合增速



数据来源：WIND 安信证券研究中心

## 4. 公司战略：稳增长、强管理，待机而动

### 4.1. 公司未来发展空间还很大

目前来看，公司市场占有率很小，2012 年也就是 4 亿元左右的收入规模，假定公司的业绩能够基本符合我们的预测，而十二五市场总量大致为 200 亿元，则公司在其中的占比大约为 13.75%，这个比例也不是很高，换言之公司的空间很大。

### 4.2. 战略重心是稳增长强管理

公司在未来一段时间的主要管理重心是稳增长，发展太快，管理和人力资源都跟不上，因此公司战略上是大致保持 30-40% 增长。另外公司认为造船没有捷径，靠自己摸索和积累，有些管理课要补，具体而言兼收并蓄，管理是日本、营销是美国，设计是欧洲。再者就是产品种类，毛利率高的要强化，比如制造 60 米复合材料艇。

### 4.3. 收购事项还需等待时机

公司也在留意行业整合机会，不过觉得现在还没有到最好的时候，我们认为如果造船行业到最坏的时候，公司收购一些有特色的项目以快速扩张产能应该是一个比较好的选择。

### 4.4. 俱乐部会员制有望拉动游艇消费

游艇服务业实际上是一个很有前景的行业，国内若实行俱乐部会员制，可以解决初次消费的门槛问题。太阳鸟的集团公司也在尝试做这方面业务。我们认为公司是制造商，发展服务业务具有优势，未来的趋势应该是一条龙服务。

按照中国船舶工业行业协会船艇分会秘书长黄振纲的测算，目前内地已有 80 多家游艇俱乐部，若每个能拥有 1000 个稳定会员，每个会员 1 年花费在 10 万元，每年就会新增 80 亿元消费，同时可提供 100 万个职位。

## 5. 预计 12 年每股收益 0.44 元，合理股价 16.45 元

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 0.61、0.88 亿元，每股收益分别为 0.44、0.63 元。5 月 4 日公司收盘价为 12.75 元，按照 2012 年 35 倍 PE 估值，合理价格为 16.45 元，维持“买入-A”投资评级。

表 2 分项业务预测 (单位: 百万元)

	历史年份			预测年份			
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
产品总收入	180.5	241.0	391.8	539.5	747.0	1,005.0	1,354.4
产品总成本	114.5	147.0	274.2	369.5	511.4	684.8	919.1
综合毛利率	36.6%	39.0%	30.0%				
<b>商务艇-收入</b>	<b>83.5</b>	<b>165.7</b>	<b>191.3</b>	<b>248.6</b>	<b>323.2</b>	<b>420.2</b>	<b>546.2</b>
收入增速	40.5%	98.4%	15.4%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
收入占比	46.3%	68.8%	48.8%	46.1%	43.3%	41.8%	40.3%
<b>成本</b>	<b>52.0</b>	<b>94.1</b>	<b>126.6</b>	<b>164.1</b>	<b>210.1</b>	<b>268.9</b>	<b>344.1</b>
成本增速	38.5%	81.1%	34.5%	29.6%	28.0%	28.0%	28.0%
成本占比	45.4%	64.0%	46.2%	44.4%	41.1%	39.3%	37.4%
<b>产品毛利率</b>	<b>37.8%</b>	<b>43.2%</b>	<b>33.8%</b>	<b>34.0%</b>	<b>35.0%</b>	<b>36.0%</b>	<b>37.0%</b>
<b>特种艇-收入</b>	<b>78.6</b>	<b>48.3</b>	<b>156.7</b>	<b>235.1</b>	<b>352.6</b>	<b>493.6</b>	<b>691.0</b>
收入增速	30.8%	-38.6%	224.8%	50.0%	50.0%	40.0%	40.0%
收入占比	43.5%	20.0%	40.0%	43.6%	47.2%	49.1%	51.0%
<b>成本</b>	<b>47.8</b>	<b>33.9</b>	<b>117.9</b>	<b>168.1</b>	<b>253.9</b>	<b>355.4</b>	<b>497.6</b>
成本增速	14.3%	-29.0%	248.0%	42.5%	51.0%	40.0%	40.0%
成本占比	41.7%	23.1%	43.0%	45.5%	49.6%	51.9%	54.1%
<b>产品毛利率</b>	<b>39.2%</b>	<b>29.8%</b>	<b>24.7%</b>	<b>28.5%</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.0%</b>
<b>私人游艇-收入</b>	<b>18.1</b>	<b>22.0</b>	<b>38.9</b>	<b>50.6</b>	<b>65.7</b>	<b>85.5</b>	<b>111.1</b>
收入增速	102.8%	21.8%	77.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
收入占比	10.0%	9.1%	9.9%	9.4%	8.8%	8.5%	8.2%
<b>成本</b>	<b>14.5</b>	<b>15.2</b>	<b>25.5</b>	<b>32.9</b>	<b>42.7</b>	<b>55.6</b>	<b>72.2</b>
成本增速	145.0%	4.6%	68.0%	29.1%	30.0%	30.0%	30.0%
成本占比	12.6%	10.3%	9.3%	8.9%	8.4%	8.1%	7.9%
<b>产品毛利率</b>	<b>19.8%</b>	<b>31.1%</b>	<b>34.6%</b>	<b>35.0%</b>	<b>35.0%</b>	<b>35.0%</b>	<b>35.0%</b>
<b>冲锋舟-收入</b>	<b>0.4</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.2</b>	<b>5.5</b>	<b>5.8</b>	<b>6.1</b>
收入增速	-97.2%	1340.0%	-1.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
收入占比	0.2%	2.1%	1.3%	1.0%	0.7%	0.6%	0.4%
<b>成本</b>	<b>0.3</b>	<b>3.8</b>	<b>4.2</b>	<b>4.5</b>	<b>4.7</b>	<b>4.9</b>	<b>5.2</b>
成本增速	-96.9%	1135.9%	10.1%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
成本占比	0.3%	2.6%	1.5%	1.2%	0.9%	0.7%	0.6%
<b>产品毛利率</b>	<b>11.5%</b>	<b>24.1%</b>	<b>15.6%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>

数据来源: WIND 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			2012-05-02
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
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%
<b>营业利润</b>	<b>36.3</b>	<b>47.3</b>	<b>66.5</b>	<b>96.4</b>	<b>143.4</b>	<b>利润率</b>					
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%
<b>利润总额</b>	<b>36.4</b>	<b>52.2</b>	<b>71.5</b>	<b>103.4</b>	<b>150.4</b>	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%
<b>净利润</b>	<b>32.0</b>	<b>44.0</b>	<b>60.8</b>	<b>87.9</b>	<b>127.9</b>	EBITDA/营业收入	21.9%	15.1%	15.0%	15.5%	16.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	EBIT/营业收入	15.8%	10.5%	11.5%	12.2%	13.8%
货币资金	585.7	439.0	547.2	574.7	569.4	<b>运营效率</b>					
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	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
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	<b>费用率</b>					
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%
<b>资产总额</b>	<b>974.7</b>	<b>1,241.8</b>	<b>1,568.9</b>	<b>1,933.2</b>	<b>2,318.7</b>	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	<b>偿债能力</b>					
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
<b>负债总额</b>	<b>190.5</b>	<b>422.3</b>	<b>688.7</b>	<b>965.0</b>	<b>1,222.7</b>	利息保障倍数	16.46	7.49	14.16	18.64	27.23
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>分红指标</b>					
股本	86.9	139.1	139.1	139.1	139.1	DPS(元)	-	0.06	-	-	-
留存收益	697.2	680.4	741.1	829.0	956.9	分红比率	0.0%	19.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>784.1</b>	<b>819.5</b>	<b>880.2</b>	<b>968.1</b>	<b>1,096.0</b>	股息收益率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	32.0	44.0	60.8	87.9	127.9	EPS(元)	0.23	0.32	0.44	0.63	0.92
加: 折旧和摊销	14.9	18.1	19.1	24.2	29.5	BVPS(元)	5.64	5.89	6.33	6.96	7.88
资产减值准备	1.4	2.1	-	-	-	PE(X)	55.0	40.0	29.0	20.0	13.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
财务费用	3.9	4.0	3.2	-4.4	-4.9	P/FCF	-46.7	-13.0	16.3	64.1	-332.1
投资收益	0.1	0.1	-	-	-	P/S	7.2	4.4	3.3	2.4	1.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	59.2	22.9	15.7	10.8	7.5
营运资金的变动	-18.8	-75.3	99.3	1.7	-76.3	CAGR(%)	40.1%	42.7%	41.7%	40.3%	35.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>34.5</b>	<b>32.0</b>	<b>174.8</b>	<b>108.8</b>	<b>76.0</b>	PEG	1.4	0.9	0.7	0.5	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-67.8</b>	<b>-320.7</b>	<b>-90.1</b>	<b>-90.1</b>	<b>-90.1</b>	ROIC/WACC	1.8	1.5	1.4	2.2	2.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>581.7</b>	<b>-32.5</b>	<b>22.9</b>	<b>8.7</b>	<b>8.8</b>	REP	6.7	2.1	2.3	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	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@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
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@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