

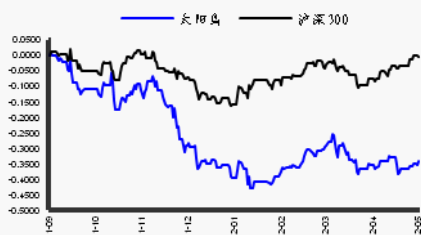
研究所

证券分析师: 刘金沪 S0350510120005  
0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn

## 长期看配套设施, 短期看产能释放

### ——太阳鸟 (300123) 跟踪报告

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 (%) | 1m  | 3m  | 12m   |
|--------|-----|-----|-------|
| 太阳鸟    | 1.8 | 5.6 | -38.3 |
| 沪深300  | 7.5 | 2.8 | -13.4 |

市场数据

2012-5-8

|             |             |
|-------------|-------------|
| 当前价格 (元)    | 12.97       |
| 52周价格区间 (元) | 10.83-35.45 |
| 总市值 (百万)    | 1804.20     |
| 流通市值 (百万)   | 817.30      |
| 总股本 (万股)    | 13910.55    |
| 流通股 (万股)    | 6301.50     |
| 日均成交额 (百万)  | 18.11       |
| 近一月换手 (%)   | 35.94       |

相关报告

- 1、游艇消费空间巨大 持续受益先发优势  
2011.1.28
- 2、海洋局大单进行时 2011年业绩有保障  
2011.6.7
- 3、研发投入加速 豪华游艇业务突破在望  
2011.8.25

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过  
该公司已发行股份的1%

### 投资要点:

■ **大单交付延迟和毛利率下降, 2011 业绩低于预期** 2011 年收入 3.96 亿元, 净利润 4403 万元, 分别同比增长 62.6% 和 37.7%, 毛利率 30%。12 年 Q1 营业收入 8601 万元, 净利润 977 万元, 分别同比增长 58.2% 和 28.4%。2011 年及 2012Q1 业绩均略低于预期, 主要原因是产能有限和大客户改变配置等因素导致海洋局大单交付滞后。

■ **公司实力稳步提升** 中国游艇业第一个驰名商标, 研发、市场、制造等实力全面提升。

■ **在手订单充裕, 产能将在 12 年进入快速释放期** 11 年底在产品、原材料和预收款分别高达 1.37 亿元、7400 万元和 2.34 亿元, 合计 400 艘的新增产能将有效释放, 奠定业绩高速增长的基础。

■ **行业前景广阔, 配套设施是未来行业规模的关键** 4 月豪华游艇市场火爆, 国内从富豪到中产的消费意识已被唤醒。但游艇会、码头建设等配套设施滞后制约着行业规模。

■ **公司处于在高速增长的前夜, 维持“买入”评级** 2012-14 年 EPS 分别为 0.50、0.72、0.96 元, 动态 PE 为 26、18、13 倍。公司虽然属于造船行业, 但具有明显的消费品特征, 作为朝阳行业初具规模的代表公司, 可享估值溢价。太阳鸟正处于核心盈利能力形成的关键阶段, 新建产能将进入快速释放期, 未来 2 年的高速增长确定性很强。

| 预测指标       | 2011  | 2012E | 2013E  | 2014E  |
|------------|-------|-------|--------|--------|
| 主营收入 (百万元) | 396   | 563   | 683    | 837    |
| 增长率 (%)    | 63%   | 42%   | 21%    | 22%    |
| 净利润 (百万元)  | 44    | 70    | 100    | 134    |
| 增长率 (%)    | 38%   | 59%   | 43%    | 34%    |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.32  | 0.50  | 0.72   | 0.96   |
| ROE (%)    | 5.37% | 8.02% | 10.60% | 12.86% |

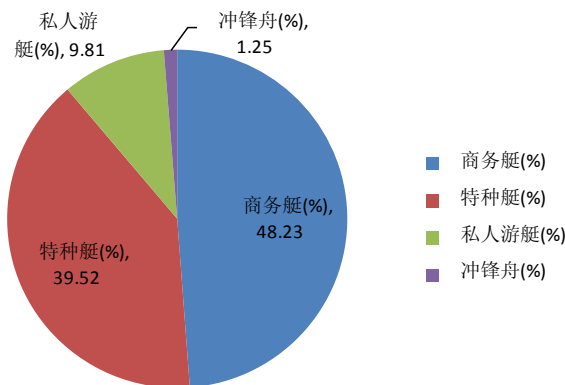
## 1、2011 年及 2012Q1 业绩低于预期，海洋局大单交付滞后是主因

2011 年实现收入 3.96 亿元，同比增长 62.6%；净利润 4403 万元，同比增长 37.7%，毛利率 29.9%。12 年 Q1 实现营业收入 8601.45 万元，同比增长 58.2%，净利润 977 万元，同比增长 28.38%，2011 年及 2012Q1 业绩均略低于预期，主要原因是受制于产能有限和大客户改变需求配置等因素导致海洋局大单交付滞后。根据年报数据推测，特种艇实现收入 1.18 亿元，全部 34 艘估计交付了 20 艘左右，剩余部分预计将在 12 年上半年交付。

### 1.1、游艇和特种艇双轮驱动，海洋局大单毛利率下降

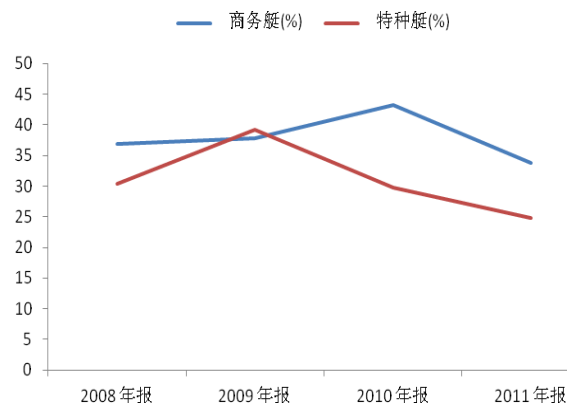
2011 年公司 3.96 亿元的收入中，商务艇和私人游艇合计占 58%，以海洋局大单为主的特种艇占约 40%，冲锋舟所占比重仅 1.3%，毛利率仅为 15.5%，利润贡献可忽略不计；公司已经形成了游艇（含商务艇）和特种艇双轮驱动的业务格局。海洋局大单虽带来了较高的确定性收入，但由于大客户的谈判能力较强，对应收入的毛利率相对偏低，特种艇的毛利率从 2009 年的 39.2%快速走低到 11 年的 24.7%，是这两年净利润增速低于销售收入增速的重要原因。

图 1、公司产品结构（2011 年）以游艇和特种艇为主



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 2、以大单为主的特种艇毛利率趋降

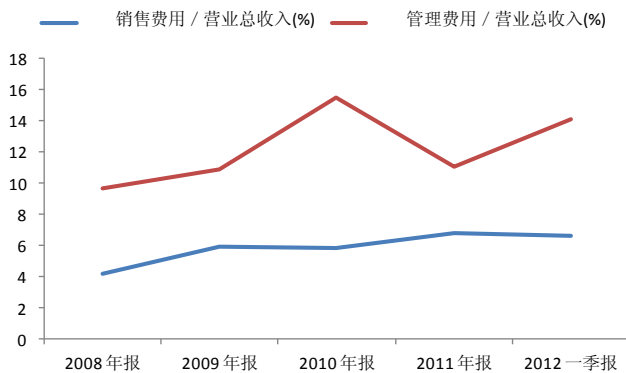


资料来源：公司公告、国海证券研究所

### 1.2、销售和研发投入加大，公司净利润率短期走弱

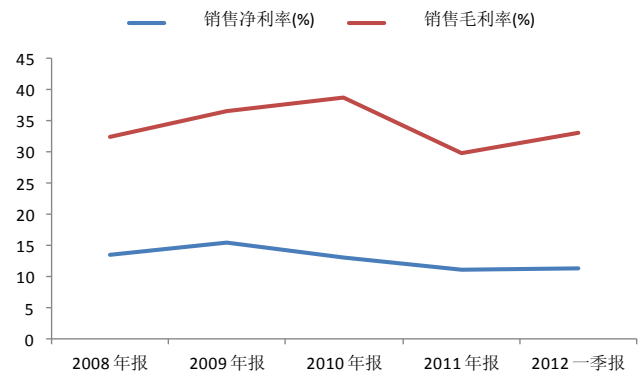
游艇正处于朝阳行业快速增长时期，公司又是初露头角的民族产业先锋，为巩固既有优势并尽快形成和国内跟随者的差距，公司在研发和销售方面加大了投入力度。随着公司消费品属性的日益增强，对内对外宣传的重要性不言而喻，销售费用率逐步上升到接近 7% 的水平，随着日后游艇业务比重的上升，销售费用率预计将进一步提升。研发更是公司立足之本，以研发为主的管理费用居高不下，在 11-15% 之间。在毛利率趋降和费用率上升的双重驱动下，公司净利润率从前几年的 15% 左右下降到 11%，显示公司尚处于盈利能力的投入期。

图 3、公司的销售和研发费用快速增长



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 4、毛利率趋降和费用率上升导致净利润率走低

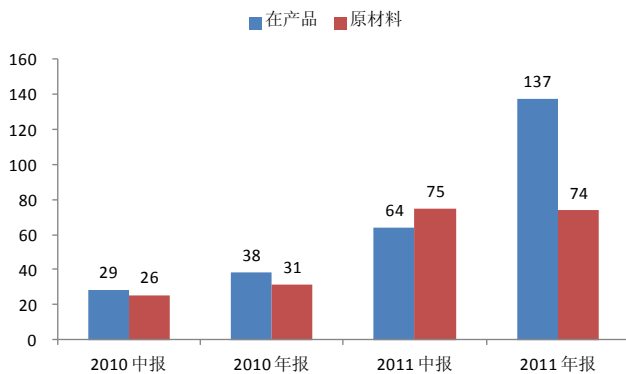


资料来源：公司公告、国海证券研究所

### 1.3、处于产能扩张高峰期，存货和预收款猛增锁定未来收入

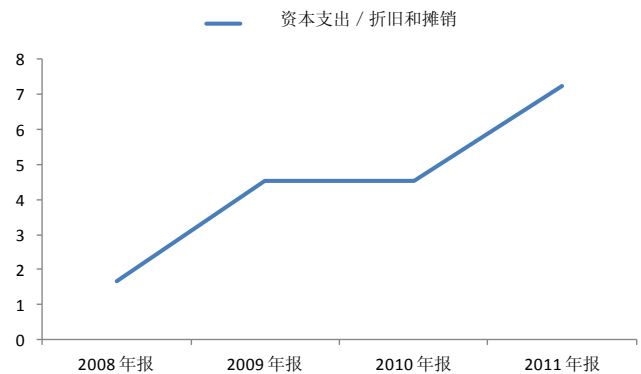
为完成海洋局大单和纷至沓来的游艇订单，公司这两年的产能建设力度颇大，资本性支出高企。尽管海洋局的大单 11 年未能如期完成供货，但公司在存货和预收款方面出现的快速上升显示实际业务在积极进行中，11 年底在产品、原材料和预收款分别高达 1.37 亿元、7400 万元和 2.34 亿元，奠定了来年业绩高速增长的基础。

图 5、在产品原材料等存货猛增（单位：百万元）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 6、产能大规模扩张导致资本性支出水平高企



资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 2、公司实力稳步提升，订单充裕，产能释放加快，业绩将稳健高成长

### 2.1、中国游艇业第一个驰名商标，研发、市场、制造等方面全面发展

**品牌影响力不断扩大。**2011 年公司荣获多项荣誉，成为中国游艇业第一个中国驰名商标。成功入选湖南民营企业 100 强，被国家科技部评为国家火炬计划重点高新技术企业，并成功通过国家高新技术企业复审，税收优惠因此得以延续。

**研发设计迈上新台阶。**2011 年，公司拥有技术人员 258 人，全年研发总支出 2847 万元，占营业收入的 7.2%，继续保持了较高强度的研发投入。公司按照“绿色船型、智能技术、时尚设计、标准为王”的研发战略，加大研

发投入，引进国外先进设计软件 Unigraphics NX，提高了船艇设计的精度和水平。针对客户需求与市场竞争形势，整合内部资源，开发了多款外观时尚、性能先进的船艇，如凤鸟系列 53FT 豪华游艇、彼得船长系列 65FT 和 58FT 拖轮游艇、蓝本系列 2650、3250、3500 游览船和普兰帝系列亚洲最大 42 米豪华双体游艇等。公司还首次获得并完成了大型豪华游艇设计订单，打破了这一领域长期被国外公司垄断的格局，如能获取后续船艇建造订单，则又是我国游艇制造业的一次突破。2011 年与华中科技大学开展深度合作，成立了海洋与船舶工程博士后工作站，

**生产管理更加精益。**2011 年，公司坚持转观念、改工艺，牢牢把握按时按质交货这个核心，深化过程管控，劳动生产率得到明显提高。公司设计制造的 42 米游艇刷新了亚洲最大复合材料游艇记录，并成功建造了大批量海监高速艇。不断探索生产现场管理、作业模式、工艺模块设计制造的新方法与新途径，模块化、标准化和批量化制造能力得到进一步提升，顺利建成了国内第一条复合材料船艇流水生产线——湖南 1200C 流水生产线，并投入试运行。

**产能和市场布局更加全面优化。**公司已初步形成覆盖沿海地区、国内游艇消费中心城市，以及港澳、欧洲、美国等发达市场及海湾地区等新兴市场的营销网络。产品布局方面，公司已拥有三大系列产品：游艇（20-150 英尺），27 个规格，69 种型号；商务艇（10-60 米），25 个规格，66 种型号；特种艇（6-100 米），29 种规格，46 种型号，能满足不同类型和层次的市场需求，是国内产品线最齐全的游艇企业。基地布局方面，已形成湖南沅江、广东珠海和广东顺德三大制造基地，并已在长沙购置土地，开始兴建麓谷工业园，用于量产船艇基地建设。

**在手订单充裕，未来收入可望稳步增长。**公司已连续两年中标国家海洋局的大单，其在特种艇业务方面的实力和营销力已经得到了国内最高级别客户用订单真金白银的认可，国家海事部门相关规划显示未来在水域方面的需求将持续增加。12 年 3 月底又公告和突尼斯海关总署签订共 4 艘 22 米近海快速巡逻艇的合同，这份总价值 655 万欧元的合同将于 13 年 3 月交货并确认收入。综合来看，公司在国内外特种艇领域已经确立了领先地位，有望持续获取每年 2 亿元以上的相关业务；而在私人游艇和商务艇领域，尽管面临着国际巨头 Brunswick（美国宾士域）、Sunseeker（英国圣沙克）、Ferretti（意大利法拉帝）等的竞争，但国内潜在市场巨大且公司存在对中国客户理解深刻、贴身服务等方面的优势，也极有希望获得不俗战绩。公司目前产能极为饱和，在手订单充裕，未来几年收入可望稳步增长。

## 2.2、珠海、顺德和湖南等地同时发力，2012 年起产能将得到有效释放

2011 年 9 月，公司出资 8200 万元收购广东宝达游艇制造有限公司 100% 的股权。广东宝达在高速艇、双体风帆、引航船、反恐船、100 英尺以上大型游艇等诸多领域具有国内独有或领先的技术优势，是中国海关缉私艇采购多年的提供商，尤其在超高速艇方面的技术优势突出。收购广东宝达使公司产品结构进一步优化，整合双方的优质资源之后有助于产生协同效应。收购不仅可以快速扩大产能，直接贡献收入，还增加了在国内和国际市场的覆盖面，大大拉开与国内第二、第三位等同行企业的差距。

2011 年宝达实现营业收入 5883 万元，净利润 763 万元，其中仅有 12 月营业收入 1373 万元和净利润 262 万元并表。根据收购协议和业务展望，宝达 12 年很有可能完成 8000 万元的收入和 1000 万元的净利润。

三地产能合计，公司目前产能可年生产船艇 500 艘以上。截止 2011 年，公司累计已生产各类玻璃钢船艇 1 万艘以上，复合材料船艇国内市场占有率达 10%，居同行业第一。公司在沅江的 IPO 募投项目建设（合计 200 艘产能，其中游艇、商务艇 84 艘、特种艇 116 艘）在 12 年年中可望投产；在珠海基地也有合计约 200 艘的产能建设，可望于 12 年底 13 年初投产，其中 40 艘游艇产能完全释放后可形成 2 亿元收入和 3000 万元利润；年产 156 艘的复合材料船艇生产能力（其中游艇和商务艇 75 艘，特种艇 81 艘）以产品平均单价为 193 万元计算也可望贡献 3 亿元收入。简单计算可知，公司产能瓶颈将从 12 年下半年起得到有效缓解，特别是在 13 年珠海产能大



规模释放之后，合计可新增 8 亿元的销售收入，彻底改变目前产能不足的窘境。

### 3、游艇市场火爆，配套设施决定未来产业规模

#### 3.1、三亚等地豪华游艇市场火爆，国内从富豪到中产游艇的消费意识已被唤醒

4 月 8 日，在三亚“海天盛筵”现场，圣汐中国(Sunseeker China)售出 4 艘豪华游艇，总价为 1.3 亿人民币。12 天后，在上海圣汐又成功售出一艘 40 米游艇，其售价高达 1.4 亿（不含税），创下上海国际游艇展上单艇售价的最高记录。

4 月 19 日，上海国际游艇开展首日即售出近十余艘大型游艇。其中，代理商巴富仕售出一艘来自迪拜的“皇家 88”游艇，总价达 3680 万，其买家为一国内上市公司。而飞驰游艇的 4 艘参展艇全部在现场签售，其中一艘美国豪华游艇 Regal35 售价逾 300 万元。

根据近年来的消费情况特别是 4 月份以来三亚、上海游艇会的火爆情况来看，中国新晋富豪们的游艇消费意识已经被唤醒，开始争相加入大型游艇主的行列。超级游艇品牌的代理商们私下里已经普遍认为：无论是多豪华的游艇，只要驶入中国就不用担心卖不出去。尽管国际游艇设施委员会主席 Ron Stone 一再强调“游艇并非仅适于超级富翁的豪华游船”，但在中国新贵阶层中流传的暗号却是：只有私人游艇出场，才能显示身家一千万资产和身家一亿元资产的富豪之间的差距。

此外，今年的游艇展上，售价 30 万元至 60 万元的平价艇也开始有了市场。飞驰游艇售出一艘 Suntrack，价值 30 万。而以大众游艇见长的美国宾士域则在这次展会共售出 13 艘 Harris220，单价 32 万，据称买家来自全国各地，显示不仅仅是富豪，殷实的中产阶级的游艇消费意识也在萌动。

#### 3.2、游艇会、码头建设等配套设施滞后

游艇消费的潜在市场无庸赘述，但距离消费井喷可能尚需一段时间的等待，主要原因是现在中国的游艇会和码头尚未达到适合超级游艇的标准，让富豪买家买得起豪华游艇却无享用之地。由于吃水等问题，超级游艇的停泊对水域的要求也比较高，目前我国能够停靠 100 尺以上游艇的游艇会码头很少，其他配套设施也相对滞后，开放水域也相对较少。比如对上海而言，国际工商业中心的定位对大型游艇需求无疑较多，但目前上海仍没有适合超级游艇的泊位，也没有开发性的游艇俱乐部可以直接办理海关手续、供国际游艇停靠，这导致大部分大型游艇仍停在客轮码头或者是货轮码头，并且是临时性的。但是在三亚、厦门等地，如今已经开始出现了一些适合 100 多尺以上游艇停靠的码头。

不过，从另一个角度展望，作为一个发展迅猛的新兴行业，游艇产业会不断的从瓶颈突破再到瓶颈。随着各地政策的不断尝试性放开，比如香港建议和内地游艇自由行，海南、广州等地的尝试，一旦经验被积累到一定程度在全国范围内放开之后，未来游艇消费必将迎来爆发性增长的阶段。

### 4、公司处于在高速增长的前夜，维持“买入”评级

游艇消费文化代表了高端优雅生活方式，顺应了品质生活、彰显身份的消费升级需求，近年来开始导入我国，我国游艇消费正站在井喷式增长的前夜。中外游艇消费水平目前存在巨大差距，我国具备了发展游艇产业的自然条件和产业基础，未来 10 年游艇行业将保持 30%以上的复合增长率，有望从无到有诞生数百亿的产业规模。公司

志在成为中国中国第一、世界知名的游艇企业，已经率先在国内游艇市场起跑，经过多年的积累，产品定位日趋中高端，产品线齐全，持续获取订单的能力强，有望在特种艇和游艇这两个主要的领域同步发力。

从三亚、上海等地游艇展的火爆表现来看，国内从富豪到中产的游艇消费意识已经被唤醒，潜在的市场需求一触即发。制约行业长期发展的是我国目前游艇相关产业的配套政策和设施水平相对落后，一旦基础配套设施跟上，有望迎来游艇消费的井喷式增长。

公司在手订单充裕，但受制于产能限制和大客户导致的较低毛利率，公司 11 年业绩低于预期；随着 12 年起珠海、湖南和顺德三地产能的释放，公司未来 1 年将迎来产能的释放高峰期，合计将新增 400 条游艇（特种艇）产能，可望实质性缓解产能不足的窘境，业绩的高速增长可以预期。

按照最新股本水平测算，2012-14 年 EPS 分别为 0.50、0.72、0.96 元，动态 PE 分别为 26、18、13 倍。11-13 年船舶制造行业的动态 PE 分别为 16、15、17 倍，从估值水平来看该行业几乎没有成长性；公司虽然属于造船行业，但具有明显的消费品特征，故可以按照朝阳行业消费品的视角进行估值，可以享受一定程度的估值溢价。结合其他典型消费品行业的相对估值水平，我们认为太阳鸟作为朝阳行业初具规模的代表公司，正处于核心盈利能力形成的关键阶段，在手订单充裕，并且新建产能将进入快速释放期，未来 2 年的高速增长确定性很强。故维持“买入”评级。

表 1、DDM 估值法：14.05 元

| DDM估值模型 |         |                              |        |               |        |        |        |
|---------|---------|------------------------------|--------|---------------|--------|--------|--------|
| 测算年度    | 2012    | 人民币百万元                       |        |               |        |        |        |
|         | 年数      | 利润增长                         | 股息率    | 备注            |        |        |        |
| 第一阶段    | 3       |                              | 27%    | 净利润增长采用盈利预测结果 |        |        |        |
| 第二阶段    | 7       | 12%                          | 50%    |               |        |        |        |
| 永续阶段    |         | 5%                           | 70%    |               |        |        |        |
| 无风险收益率  | 3.0%    | 1年期定存税收收益                    |        |               |        |        |        |
| 风险溢价    | 8.0%    | 风险溢价率一般在7-10%之间              |        |               |        |        |        |
| β系数     | 0.96    | 根据历史数据计算得到                   |        |               |        |        |        |
| 风险折现率   | 10.65%  |                              |        |               |        |        |        |
| 第一阶段    | 2012    | 2013                         | 2014   |               |        |        |        |
| 净利润     | 69.79   | 100.05                       | 133.91 |               |        |        |        |
| 股息      | 18.79   | 26.93                        | 36.05  |               |        |        |        |
| 折现值     | 18.79   | 24.34                        | 29.44  |               |        |        |        |
| 小计      | 72.57   |                              |        |               |        |        |        |
| 第二阶段    | 2015    | 2016                         | 2017   | 2018          | 2019   | 2020   | 2021   |
| 净利润     | 149.98  | 167.98                       | 188.14 | 210.72        | 236.00 | 264.32 | 296.04 |
| 股息      | 74.99   | 83.99                        | 94.07  | 105.36        | 118.00 | 132.16 | 148.02 |
| 折现值     | 55.36   | 56.03                        | 56.72  | 57.41         | 58.11  | 58.82  | 59.54  |
| 小计      | 402.01  |                              |        |               |        |        |        |
| 永续阶段    | 2022    | 2023...                      |        |               |        |        |        |
| 净利润     | 310.84  |                              |        |               |        |        |        |
| 股息      | 217.59  |                              |        |               |        |        |        |
| 折现值     | 79.11   | 1400.58                      |        |               |        |        |        |
| 小计      | 1479.69 |                              |        |               |        |        |        |
| 总价值     | 1954.26 | 备注                           |        |               |        |        |        |
| 发行在外股份数 | 139.11  | 测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值       |        |               |        |        |        |
| 每股价值(元) | 14.05   | 发行在外股份数为公司总股本, 包含B股、H股及其他海外股 |        |               |        |        |        |

资料来源：国海证券研究所

表 2、FCFF 估值法：31.13 元

| FCFF估值模型    |         |                              |        |                     |       |  |  |
|-------------|---------|------------------------------|--------|---------------------|-------|--|--|
| 测算年度        | 2012    |                              |        |                     |       |  |  |
| Assum       |         |                              |        |                     |       |  |  |
| 贝塔β         | 0.96    | 股权资本成本Ke                     | 8.7%   | 适用税率                | 15.7% |  |  |
| 无风险利率       | 3%      | 债务成本Kd                       | 6.7%   | WACC值               | 8.7%  |  |  |
| 市场预期收益率     | 9.00%   | 债务比率D/(D+E)                  | 2%     |                     |       |  |  |
| 第一阶段        | 2012E   | 2013E                        | 2014E  | 第一阶段                |       |  |  |
| EBIT        | 74.78   | 110.35                       | 150.01 | SubTotal PV 418.66  |       |  |  |
| 息税后利润NOPLAT | 63.06   | 93.05                        | 126.49 |                     |       |  |  |
| 折旧与摊销       | 28.35   | 31.85                        | 33.67  |                     |       |  |  |
| 营业现金毛流量     | 91.41   | 124.90                       | 160.16 |                     |       |  |  |
| 追加营运资本      | -16.38  | -5.04                        | 8.32   |                     |       |  |  |
| 资本支出        | -35.04  | -21.53                       | -9.38  |                     |       |  |  |
| 减值准备        | 0.00    | 0.00                         | 0.00   |                     |       |  |  |
| FCF         | 142.82  | 151.48                       | 161.22 |                     |       |  |  |
| APV         | 142.82  | 139.37                       | 136.47 |                     |       |  |  |
| 第二阶段        | 161.22  | 中期年限                         | 7      | 第二阶段                |       |  |  |
| 期初FCF       | 10.00%  | 实际增长率                        | 1.21%  | SubTotal PV 990.58  |       |  |  |
| FCF增长率      |         |                              |        |                     |       |  |  |
| 永续阶段        | 314.17  | 永续阶段                         |        |                     |       |  |  |
| 期初FCF       | 3%      | 实际增长率                        | -5.23% | SubTotal PV 2920.83 |       |  |  |
| FCF增长率      |         |                              |        |                     |       |  |  |
| Total PV    | 4330.07 | 备注                           |        |                     |       |  |  |
| 发行在外股份数     | 139.11  | 测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值       |        |                     |       |  |  |
| 每股价值        | 31.13   | 发行在外股份数为公司总股本, 包含B股、H股及其他海外股 |        |                     |       |  |  |

资料来源：国海证券研究所

表 3、财务预测与估值

| 证券代码:              | 300123.sz   |              |              |              | 股票价格:              | 12.97       | 投资评级:        | 增持           |              | 日期: | 2012-5-8 |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----|----------|
| <b>财务指标</b>        | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | <b>每股指标与估值</b>     | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |     |          |
| <b>盈利能力</b>        |             |              |              |              | <b>每股指标</b>        |             |              |              |              |     |          |
| ROE                | 5%          | 8%           | 11%          | 13%          | EPS                | 0.32        | 0.50         | 0.72         | 0.96         |     |          |
| 毛利率                | 30%         | 30%          | 33%          | 35%          | BVPS               | 5.89        | 6.26         | 6.78         | 7.49         |     |          |
| 期间费率               | 17%         | 16%          | 16%          | 17%          | <b>估值</b>          |             |              |              |              |     |          |
| 销售净利率              | 11%         | 12%          | 15%          | 16%          | P/E                | 40.98       | 25.85        | 18.03        | 13.47        |     |          |
| <b>成长能力</b>        |             |              |              |              | P/B                | 2.20        | 2.07         | 1.91         | 1.73         |     |          |
| 收入增长率              | 63%         | 42%          | 21%          | 22%          | P/S                | 4.55        | 3.21         | 2.64         | 2.16         |     |          |
| 利润增长率              | 38%         | 59%          | 43%          | 34%          |                    |             |              |              |              |     |          |
| <b>营运能力</b>        |             |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |     |          |
| 总资产周转率             | 0.32        | 0.42         | 0.48         | 0.53         | 营业收入               | 396         | 563          | 683          | 837          |     |          |
| 应收账款周转率            | 4.69        | 5.39         | 6.32         | 6.92         | 营业成本               | 278         | 392          | 457          | 545          |     |          |
| 存货周转率              | 1.19        | 1.76         | 2.06         | 2.06         | 营业税金及附加            | 4           | 6            | 7            | 8            |     |          |
| <b>偿债能力</b>        |             |              |              |              | 销售费用               | 27          | 34           | 41           | 50           |     |          |
| 资产负债率              | 34%         | 35%          | 34%          | 34%          | 管理费用               | 44          | 56           | 68           | 84           |     |          |
| 流动比                | 1.99        | 1.94         | 2.00         | 2.05         | 财务费用               | (6)         | (3)          | (3)          | (4)          |     |          |
| 速动比                | 1.43        | 1.44         | 1.52         | 1.54         | 其他费用/(-收入)         | (2)         | 0            | 0            | 0            |     |          |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | 营业利润               | 47          | 78           | 114          | 154          |     |          |
| 现金及现金等价物           | 439         | 455          | 491          | 546          | 营业外净收支             | 5           | 5            | 5            | 5            |     |          |
| 应收款项               | 84          | 104          | 108          | 121          | 利润总额               | 52          | 83           | 119          | 159          |     |          |
| 存货净额               | 234         | 226          | 225          | 269          | 所得税费用              | 8           | 13           | 19           | 25           |     |          |
| 其他流动资产             | 72          | 102          | 124          | 152          | 净利润                | 44          | 70           | 100          | 134          |     |          |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>829</b>  | <b>887</b>   | <b>948</b>   | <b>1087</b>  | 少数股东损益             | 0           | 0            | 0            | 0            |     |          |
| 固定资产               | 250         | 285          | 306          | 316          | 归属于母公司净利润          | 44          | 70           | 100          | 134          |     |          |
| 在建工程               | 60          | 60           | 70           | 80           | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |     |          |
| 无形资产及其他            | 34          | 34           | 30           | 27           | 经营活动现金流            | 32          | (16)         | 91           | 26           |     |          |
| 长期股权投资             | 0           | 0            | 0            | 0            | 净利润                | 44          | 70           | 100          | 134          |     |          |
| <b>资产总计</b>        | <b>1242</b> | <b>1335</b>  | <b>1424</b>  | <b>1579</b>  | 少数股东权益             | 0           | 0            | 0            | 0            |     |          |
| 短期借款               | 44          | 14           | 14           | 14           | 折旧摊销               | 18          | 28           | 32           | 34           |     |          |
| 应付款项               | 46          | 66           | 77           | 92           | 公允价值变动             | 0           | 0            | 0            | 0            |     |          |
| 预收帐款               | 234         | 286          | 291          | 334          | 营运资金变动             | (30)        | (114)        | (41)         | (142)        |     |          |
| 其他流动负债             | 92          | 92           | 92           | 92           | 投资活动现金流            | (321)       | (35)         | (32)         | (19)         |     |          |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>416</b>  | <b>458</b>   | <b>474</b>   | <b>532</b>   | 资本支出               | (109)       | (35)         | (32)         | (19)         |     |          |
| 长期借款及应付债券          | 0           | 0            | 0            | 0            | 长期投资               | 0           | 0            | 0            | 0            |     |          |
| 其他长期负债             | 6           | 6            | 6            | 6            | 其他                 | (212)       | 0            | 0            | 0            |     |          |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>6</b>    | <b>6</b>     | <b>6</b>     | <b>6</b>     | 筹资活动现金流            | 305         | (49)         | (27)         | (36)         |     |          |
| <b>负债合计</b>        | <b>422</b>  | <b>464</b>   | <b>480</b>   | <b>538</b>   | 债务融资               | (16)        | (30)         | 0            | 0            |     |          |
| 股本                 | 139         | 139          | 139          | 139          | 权益融资               | 0           | 0            | 0            | 0            |     |          |
| 股东权益               | 819         | 870          | 944          | 1041         | 其它                 | 320         | (19)         | (27)         | (36)         |     |          |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>1242</b> | <b>1335</b>  | <b>1424</b>  | <b>1579</b>  | 现金净增加额             | 16          | (100)        | 33           | (29)         |     |          |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所



## 【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。