

# 政府特种艇订单有望加速增长

## ——太阳鸟（300123）调研报告

2012 年 6 月 20 日

强烈推荐/首次评级

太阳鸟

调研报告

王明德

分析师

执业证书编号：S1480511100001

联系人：韩庆

电话：010-66554026

邮箱：hanqing@dxzq.net.cn

### 事件：

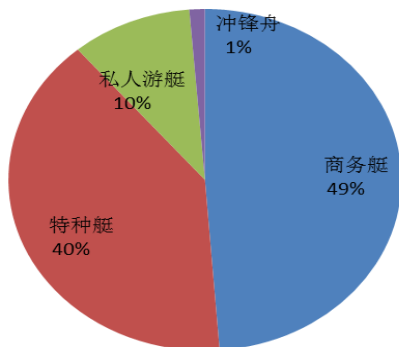
近日我去太阳鸟进行了实地调研，并就公司经营情况，发展规划与公司进行了深入的交流和沟通。

### 观点：

#### 1、 公司是国内最大的复合材料船艇制造商

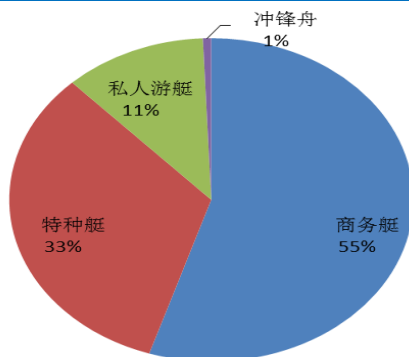
公司是国内最大的复合材料船艇制造企业，可以提供从方案设计、产品制造到维修服务等全方位的个性化解决方案。公司拥有湖南沅江、广东珠海、广东宝达三个生产基地，年生产能力达到 1000 艘。目前，公司产品分为三大系列：游艇（20 尺-150 尺）15 个规格，40 种型号；商务艇（10M-60M）18 个规格，55 种型号；特种艇（6M-100M）16 种规格，30 种型号。

图 1： 2011 年公司主营产品结构



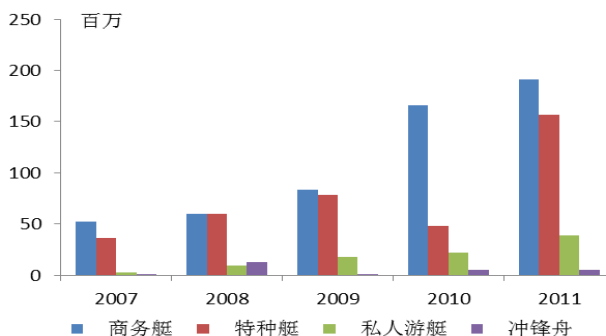
资料来源：公司公告，东兴证券

图 3： 2011 年公司利润构成



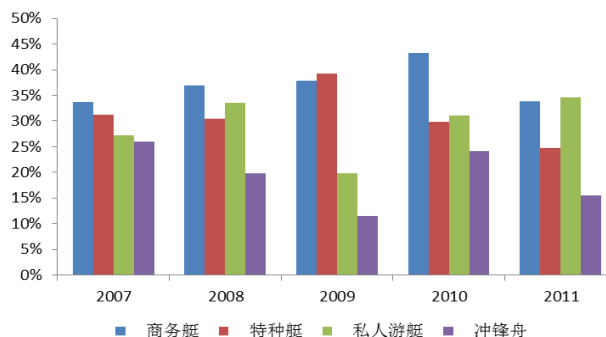
资料来源：公司公告，东兴证券

图 2： 2007 年-2011 年公司主营产品销售情况



资料来源：公司公告，东兴证券

图 4： 2007 年-2011 年公司主营产品毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券

## 2、政府采购有望驱动公司近两年业绩高成长

公司的特种艇一般是由政府部门或军事组织采购，主要用于水上执法、港口引航、水文调查、科研、抗洪救灾和军事等特殊用途。为保障国家利益，国家近几年加大海防建设，对特种艇的需求增大，这些船艇广泛用于边防、海监、渔政、海关、救捞等部门，未来随着国家对海上执法力量的整合，特种艇的需求将进一步增大。

公司连续两年中标国家海洋局的大单，其中 2010 年获得 2.72 亿元的订单（34 艘执法艇），2011 年获得 2.15 亿元的订单（27 艘执法艇）。2011 年公司已交付部分执法艇，预计今年公司将交付合同剩余全部执法艇。今年除了在海洋局采购中继续获得订单外，公司还在海关、海事局、公安部等政府部门获得新的订单。截至目前，公司今年已在政府部门累计获得订单超过 1.1 亿元。

**表 1：公司 2012 年以来中标政府特种艇合同情况**

| 时间        | 中标合同名称                        | 中标产品   | 中标金额（元）        |
|-----------|-------------------------------|--------|----------------|
| 公司已中标合同   |                               |        |                |
| 2012.1.4  | 2011 年度公安部应急储备物资政府采购项目        | 巡逻艇    | 718,000.00     |
| 2012.3.16 | 2012 年度公安部应急储备物资（公安巡逻艇）政府采购项目 | 公安巡逻艇  | 995,000.00     |
| 2012.4.17 | 江西省港航管理局九江分局玻璃钢艇采购项目          | 玻璃钢艇   | 2,480,000.00   |
| 2012.5.30 | 海关总署海关 98G 常规摩托艇招标项目          | 摩托艇    | 44,360,000.00  |
| 2012.6.14 | 海关 20 米摩托艇采购项目                | 摩托艇    | 59,100,000.00  |
| 2012.6.13 | 海关浅吃水摩托艇招标项目                  | 浅吃水摩托艇 | 6,490,000.00   |
| 合计        |                               |        | 114,143,000.00 |

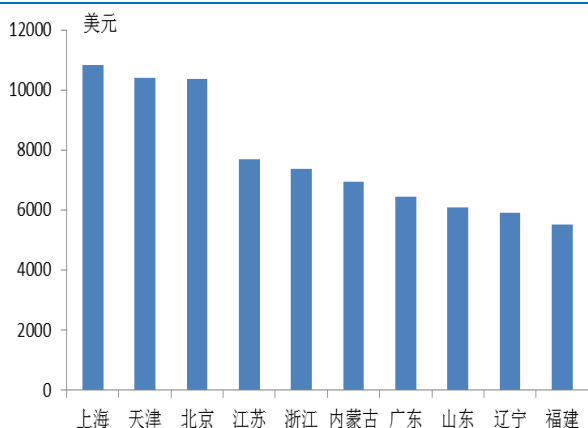
资料来源：中国政府采购网，东兴证券研究所

受益于国家海权意识的觉醒，我们认为未来政府部门对特种艇的采购将保持增长。随着公司与国家海洋局、海关、海事局等政府客户合作关系的增强，预计公司特种艇业务未来两年将保持高增长，成为公司业绩成长的主要驱动力。

## 3、公司未来将受益于国内游艇市场的快速发展

公司的游艇产品可以分为私人游艇和商务艇，主要用于个人休闲娱乐、商务活动、水上旅游观光等领域。根据欧美游艇产业的发展经验，游艇消费市场的发展与人均 GDP 水平显著正相关，在人均 GDP 达到 3000 美元时，游艇经济开始萌芽；当人均 GDP 达到 6000 美元时，游艇经济进入快速发展阶段。2011 年我国人均 GDP 突破 5000 美元，其中珠三角、长三角、环渤海三大沿海地区经济发达省份的人均 GDP 水平已经达到游艇消费市场启动的水平。近年来，我国游艇消费活动兴起，长三角、珠三角等地区开始加快游艇产业发展，出现了游艇产业规划热、游艇俱乐部建设热、游艇商务活动热等现象。

图 5：2011 年我国人均 GDP 排名前 10 的省份



资料来源：国家统计局，东兴证券

图 6：我国沿海地区主要港口群



资料来源：国家统计局，东兴证券

与西方以游艇销售为经营核心不同，我国游艇业的发展偏重与旅游、房地产等行业联合，以游艇租赁旅游为经营主体，依托游艇消费业发展。我国的游艇经济以租赁观光为主，经营模式以游艇俱乐部为主。根据 CCYIA 统计，目前全国已建成、正在建设和规划建设的游艇俱乐部有 99 家。同时，我国已有 16 个省市推出或在制定与游艇产业相关的规划。以海南省为例，其仅在“十二五”期间就规划建设 13500 个的游艇码头。这些地方发展规划的出台预示着中国游艇产业未来的乐观发展前景。

## 结论：

公司作为国内游艇行业首家上市公司，在品牌、资金、人才方面具有明显优势。我们认为公司短期受益于特种艇政府采购订单的增加，业绩近两年有望加速增长。从中长期来看，我国东部沿海发达省份的人均 GDP 水平已达到游艇消费快速增长的阶段，未来随着相关政策法规的放宽和游艇消费环境的改善，国内游艇产业存在爆发式增长的可能。我们预计公司 2012-2014 年每股收益 0.48 元、0.67 元和 0.99 元，对应动态 PE 分别为 25 倍、19 倍和 13 倍，公司成长性良好，发展空间大，给予公司“强烈推荐”评级。

**风险提示:**

- 1) 特种艇政府订单履约情况低于预期;
- 2) 原材料价格大幅波动。

**表 2: 盈利预测与估值**

|              | 2011A  | 2012E  | 2013E  | 2014E    |
|--------------|--------|--------|--------|----------|
| 主营收入 (百万元)   | 396.47 | 613.55 | 835.74 | 1,086.26 |
| 主营收入增长率      | 62.61% | 54.75% | 36.21% | 29.98%   |
| EBITDA (百万元) | 59.75  | 96.46  | 123.99 | 175.19   |
| EBITDA 增长率   | 11.69% | 61.42% | 28.55% | 41.29%   |
| 净利润 (百万元)    | 44.03  | 66.17  | 92.98  | 138.20   |
| 净利润增长率       | 37.69% | 50.31% | 40.51% | 48.63%   |
| ROE          | 5.37%  | 7.64%  | 9.99%  | 13.45%   |
| EPS (元)      | 0.320  | 0.476  | 0.668  | 0.993    |
| P/E          | 40.56  | 27.29  | 19.42  | 13.07    |
| P/B          | 2.20   | 2.09   | 1.94   | 1.76     |
| EV/EBITDA    | 23.60  | 12.51  | 7.49   | 3.04     |

资料来源: 东兴证券

| 利润表（百万元）     | 2011A    | 2012E    | 增长率 %   | 2013E    | 增长率 %   | 2014E    | 增长率 %  |
|--------------|----------|----------|---------|----------|---------|----------|--------|
| 营业收入         | 396.47   | 613.55   | 54.75%  | 835.74   | 36.21%  | 1,086.26 | 29.98% |
| 营业成本         | 278.00   | 424.84   | 52.82%  | 579.50   | 36.40%  | 744.59   | 28.49% |
| 营业费用         | 26.85    | 36.81    | 37.10%  | 50.14    | 36.21%  | 65.18    | 29.98% |
| 管理费用         | 43.80    | 67.49    | 54.08%  | 91.93    | 36.21%  | 108.63   | 18.16% |
| 财务费用         | (5.56)   | 2.50     | N/A     | 2.50     | 0.00%   | 2.50     | 0.00%  |
| 投资收益         | (0.11)   | 0.08     | N/A     | 0.08     | 0.00%   | 0.08     | 0.00%  |
| 利润总额         | 52.21    | 77.85    | 49.11%  | 109.39   | 40.51%  | 162.59   | 48.63% |
| 所得税          | 8.19     | 11.68    | 42.65%  | 16.41    | 40.51%  | 24.39    | 48.63% |
| 净利润          | 44.03    | 66.17    | 50.31%  | 92.98    | 40.51%  | 138.20   | 48.63% |
| 归属母公司所有者的净利润 | 44.03    | 66.17    | 50.31%  | 92.98    | 40.51%  | 138.20   | 48.63% |
| NOPLAT       | 35.15    | 62.35    | 77.35%  | 85.75    | 37.54%  | 129.27   | 50.75% |
| 资产负债表（百万元）   | 2011A    | 2012E    | 增长率 %   | 2013E    | 增长率 %   | 2014E    | 增长率 %  |
| 货币资金         | 439.03   | 599.25   | 36.49%  | 876.55   | 46.28%  | 1,273.23 | 45.25% |
| 交易性金融资产      | 0.00     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A    |
| 应收帐款         | 70.09    | 109.26   | 55.88%  | 148.83   | 36.21%  | 193.44   | 29.98% |
| 预付款项         | 27.13    | 27.56    | 1.57%   | 28.13    | 2.10%   | 28.88    | 2.65%  |
| 存货           | 234.06   | 349.18   | 49.19%  | 476.30   | 36.40%  | 611.99   | 28.49% |
| 流动资产合计       | 829.35   | 1,151.55 | 38.85%  | 1,604.19 | 39.31%  | 2,191.01 | 36.58% |
| 非流动资产        | 412.46   | 489.02   | 18.56%  | 465.92   | -4.72%  | 442.81   | -4.96% |
| 资产总计         | 1,241.81 | 1,640.58 | 32.11%  | 2,070.11 | 26.18%  | 2,633.82 | 27.23% |
| 短期借款         | 43.90    | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A    |
| 应付帐款         | 46.02    | 69.84    | 51.75%  | 95.26    | 36.40%  | 122.40   | 28.49% |
| 预收款项         | 234.07   | 479.49   | 104.85% | 813.78   | 69.72%  | 1,248.29 | 53.39% |
| 流动负债合计       | 416.34   | 824.32   | 97.99%  | 1,184.04 | 43.64%  | 1,645.68 | 38.99% |
| 非流动负债        | 5.99     | 10.61    | 77.07%  | 15.34    | 44.55%  | 20.67    | 34.75% |
| 少数股东权益       | 0.00     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A    |
| 母公司股东权益      | 819.47   | 865.79   | 5.65%   | 930.88   | 7.52%   | 1,027.62 | 10.39% |
| 净营运资本        | 413.00   | 327.23   | -20.77% | 420.15   | 28.40%  | 545.32   | 29.79% |
| 投入资本 IC      | 424.35   | 266.55   | -37.19% | 54.33    | -79.62% | (245.61) | N/A    |
| 现金流量表（百万元）   | 2011A    | 2012E    | 增长率 %   | 2013E    | 增长率 %   | 2014E    | 增长率 %  |
| 净利润          | 44.03    | 66.17    | 50.31%  | 92.98    | 40.51%  | 138.20   | 48.63% |
| 折旧摊销         | 18.06    | 0.00     | N/A     | 23.11    | N/A     | 23.11    | 0.00%  |
| 净营运资金增加      | (152.30) | (85.77)  | N/A     | 92.92    | N/A     | 125.17   | 34.72% |
| 经营活动产生现金流    | 31.99    | 225.96   | 606.26% | 307.89   | 36.26%  | 440.22   | 42.98% |
| 投资活动产生现金流    | (320.74) | (4.02)   | N/A     | (4.92)   | N/A     | (4.92)   | N/A    |
| 融资活动产生现金流    | (32.45)  | (61.72)  | N/A     | (25.67)  | N/A     | (38.63)  | N/A    |
| 现金净增（减）      | (321.20) | 160.22   | N/A     | 277.30   | 73.08%  | 396.67   | 43.05% |

## 分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

韩庆

工学学士，管理学硕士，多年工程机械行业上市公司从业经验，2011 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

## 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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。