

毛利环比好转，下半年业绩有望加速增长

2012年8月27日

强烈推荐/维持

太阳鸟

财报点评

——太阳鸟（300123）2012年半年报点评

韩庆	分析师	执业证书编号：S1480512060001
	电话：010-66554026	邮箱：hanqing@dxzq.net.cn

事件：

2012年上半年公司实现营业收入、营业利润、利润总额和净利润分别为19,379.413万元、3,081.86万元、3,184.73万元及2,685.39万元，分别同比增长41.66%、23.31%、23.19%及22.72%；对应2012年上半年eps为0.19元，符合市场之前的预期。

公司分季度财务指标

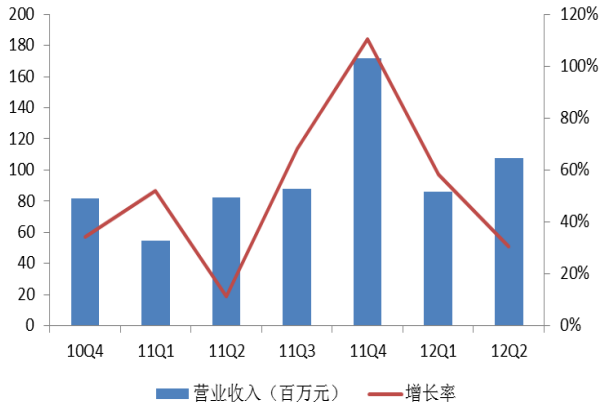
指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	81.69	54.36	82.45	87.95	171.71	86.01	107.78
增长率（%）	34.20%	52.05%	11.17%	68.38%	110.26%	58.24%	30.72%
毛利率（%）	41.01%	38.26%	36.40%	27.96%	25.08%	33.15%	38.31%
期间费用率（%）	24.39%	20.92%	15.07%	18.35%	14.65%	19.98%	18.31%
营业利润率（%）	13.99%	14.05%	21.05%	7.49%	9.13%	11.92%	19.08%
净利润（百万元）	9.72	7.61	14.27	6.87	15.27	9.77	17.08
增长率（%）	-22.27%	63.41%	23.28%	14.16%	57.09%	28.38%	19.70%
每股盈利（季度，元）	0.112	0.088	0.103	0.049	0.110	0.070	0.123
资产负债率（%）	19.55%	22.77%	28.25%	28.32%	34.01%	35.43%	34.56%
净资产收益率（%）	1.24%	0.96%	1.79%	0.85%	1.86%	1.18%	2.05%
总资产收益率（%）	1.00%	0.74%	1.28%	0.61%	1.23%	0.76%	1.34%

评论：

积极因素：

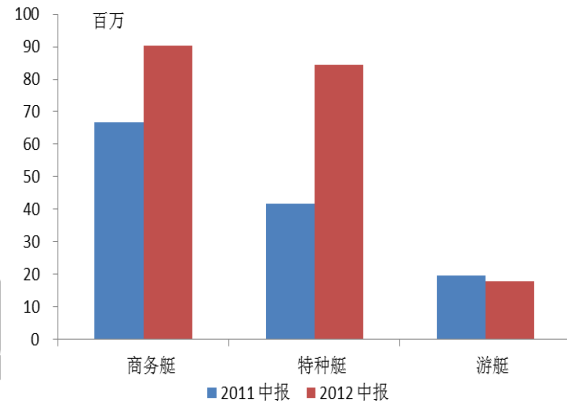
- 特种艇业务收入翻倍增长，商务艇、游艇业务总体仍保持较快增长。**上半年公司特种艇业务实现销售收入8451.56万元，同比增长102.02%；游艇、商务艇业务共实现销售收入10791.85万元，同比增长24.71%。上半年特种艇业务同比大幅增长主要是因为交付了2010年剩余的海洋局执法艇订单。此外，公司通过积极的营销措施，游艇、商务艇业务也实现了较快增长。从公司目前的订单和产能情况来看，下半年特种艇业务仍将继续实现高增长。

图 1：2010 年 Q4-2012Q2 年公司单季度营业收入情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

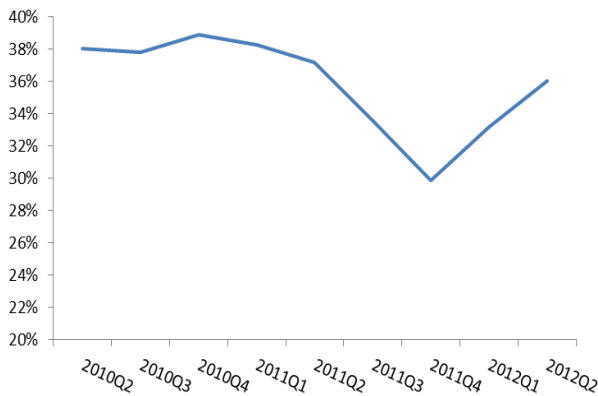
图 2：2011-2012 年公司主要产品销售收入对比



资料来源：中国工程机械商贸网，东兴证券研究所

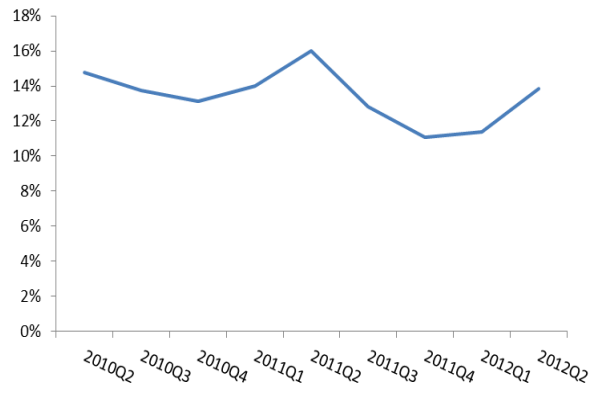
- **公司毛利水平环比改善，盈利能力逐步提升。**公司上半年毛利率回升到 36.02%，比一季度提高 3 个百分点，比 2011 年年报提高 6 个百分点，改善的趋势明显。公司毛利率大幅改善的原因主要有两点：一是受益于汇率变动及原材料价格下跌，成本自去年下半年开始连续下降；二是随着公司制造工艺的成熟，海洋局执法艇的返工率下降，制造费用下降。虽然下半年的销售结构中，毛利较低的海洋局执法艇占比会大幅上升，但我们认为由于海关摩托艇毛利略高，可以对冲这部分的影响，公司的整体毛利率仍将维持在 35% 左右的水平。

图 3：2010-2012 年公司销售毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：2010-2012 年公司销售净利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **公司积极尝试多种营销创新模式，打开游艇业务成长空间。**政府特种艇订单将推动公司近两年业绩实现高成长，不过从更长远的角度看，游艇业务的突破将为公司打开更广阔的成长空间。公司今年积极创新营销模式，尝试体验式营销、游艇租赁、抵押贷款等模式，此外还加强了三亚、广州、上海营销机构管理，推进深圳、厦门、大连、青岛营销机构建设。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。公司通过按揭、融资租赁为客户提供融资支持，可以降低客户的购买门槛，减轻资金压力，使公司获得更大竞争优势。

消极因素:

- **费用率上升较快。**公司三项费用率同比快速上升。由于上半年公司采取主动的营销策略，导致销售费用比上年同期大幅增加55.39%，公司销售费用增速快于营业收入增速。此外，公司今年新增人员较多，导致管理费用出现较快增长。由于公司处于快速扩张阶段，预计下半年三项费用率仍将处于较高水平。

表 1: 2012 年上半年公司三项费用率情况

项目	2012H1		2011H1		比上年增减 (%)
	金额(万元)	占当期营业收入比例 (%)	金额(万元)	占当期营业收入比例 (%)	
销售费用	1436.16	7.41%	924.24	6.76%	55.39%
管理费用	2397.55	12.37%	1789.20	13.08%	34.00%
财务费用	-140.84	-0.73%	-333.49	-2.44%	-57.77%
合计	3692.87	19.06%	2379.95	17.40%	55.17%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

业务展望:

公司在下半年将进入特种艇交付高峰期。公司今年在海关、海事、公安等政府部门连续获得订单。截至目前，公司已在政府部门累计获得订单已接近 2 亿元。根据往年的招标规律，预计公司下半年在海监、海事、公安等政府部门仍有新订单的机会。根据公司目前的在手订单情况，下半年公司特种艇收入有望突破 3.5 亿元。

表 2: 公司 2012 年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)
2012.3	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	995000
2012.4	江西汇众招标咨询有限公司关于江西省港航管理局九江分局玻璃钢艇采购项目	玻璃钢艇	2480000
2012.4	2011 年度公安部应急储备物资政府采购项目	巡逻艇	718000
2012.6	海关浅吃水摩托艇招标项目	浅吃水摩托艇	6490000
2012.6	海关 20 米摩托艇采购项目	缉私摩托艇、监管交通艇	59100000
2012.6	海关总署海关 98G 常规摩托艇招标项目	98G 常规摩托艇	44360000
2012.6	广东省南沙航道局南沙航标与测绘所航道测量船采购项目	航道测量船	13470000
2012.7	江西省公安厅指挥艇采购项目	指挥艇	2676000
2012.8	海关超高速摩托艇招标项目	超高速摩托艇	66450000
	合计		196739000

资料来源: 中国政府采购网, 东兴证券研究所

风险提示:

- 1) 特种艇交付进度低于预期;
- 2) 成本大幅上升。

投资建议:

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、0.78元和1.30元，对应动态PE分别为29倍、18倍和11倍，公司成长性良好，发展空间大，给予公司“强烈推荐”评级。

表 3：盈利预测和估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	396.47	670.12	935.46	1,279.70
主营收入增长率	62.61%	69.02%	39.60%	36.80%
EBITDA（百万元）	59.75	97.15	142.30	225.02
EBITDA 增长率	11.69%	62.58%	46.48%	58.13%
净利润（百万元）	44.03	66.76	108.54	181.40
净利润增长率	37.69%	51.64%	62.58%	67.13%
ROE	5.37%	7.71%	11.52%	16.97%
EPS（元）	0.320	0.480	0.780	1.304
P/E	44.22	29.48	18.13	10.85
P/B	2.40	2.27	2.09	1.84
EV/EBITDA	26.33	12.44	7.46	2.67

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	670.12	69.02%	935.46	39.60%	1,279.70	36.80%
营业成本	278.00	446.74	60.69%	616.96	38.11%	819.93	32.90%
营业费用	26.85	53.61	99.66%	72.97	36.11%	89.58	22.77%
管理费用	43.80	87.12	98.88%	115.06	32.08%	153.56	33.46%
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	78.54	50.43%	127.69	62.58%	213.41	67.13%
所得税	8.19	11.78	43.92%	19.15	62.58%	32.01	67.13%
净利润	44.03	66.76	51.64%	108.54	62.58%	181.40	67.13%
归属母公司所有者的净利润	44.03	66.76	51.64%	108.54	62.58%	181.40	67.13%
NOPLAT	35.15	62.94	79.02%	101.32	60.98%	171.62	69.40%
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	596.94	35.97%	906.42	51.84%	1,367.64	50.88%
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	119.34	70.26%	166.59	39.60%	227.89	36.80%
预付款项	27.13	27.58	1.65%	28.19	2.24%	29.01	2.91%
存货	234.06	367.18	56.88%	507.09	38.11%	673.91	32.90%
流动资产合计	829.35	1,179.40	42.21%	1,686.30	42.98%	2,388.95	41.67%
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	1,668.42	34.35%	2,152.21	29.00%	2,831.76	31.57%
短期借款	43.90	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	46.02	73.44	59.58%	101.42	38.11%	134.78	32.90%
预收款项	234.07	502.12	114.52%	876.30	74.52%	1,388.18	58.41%
流动负债合计	416.34	850.55	104.29%	1,252.72	47.28%	1,797.96	43.52%
非流动负债	5.99	11.82	97.15%	17.46	47.78%	24.78	41.95%
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	866.21	5.70%	942.18	8.77%	1,069.16	13.48%
净营运资本	413.00	328.85	-20.38%	433.58	31.85%	590.98	36.30%
投入资本 IC	424.35	269.26	-36.55%	35.76	-86.72%	(298.48)	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	66.76	51.64%	108.54	62.58%	181.40	67.13%
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)	(84.16)	N/A	104.73	N/A	157.41	50.30%
经营活动产生现金流	31.99	219.63	586.47%	340.82	55.18%	512.73	50.44%
投资活动产生现金流	(320.74)	(1.02)	N/A	(1.92)	N/A	(1.92)	N/A
融资活动产生现金流	(32.45)	(60.69)	N/A	(29.42)	N/A	(49.60)	N/A
现金净增 (减)	(321.20)	157.92	N/A	309.48	95.98%	461.21	49.03%

分析师简介

韩庆

工学学士，管理学硕士，多年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。

东兴证券