

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

连续3年中标国家海洋局大单

——太阳鸟（300123）拟签订重大合同点评

事件：

11月8日太阳鸟公告，公司将与国家海洋局签订合同，标的数量为中国海监执法快艇32艘，合同金额为2.675亿元人民币（合同收入占2011年度经审计营业收入的57.67%）。该合同预计于2013年内全部实现收入，将对公司2013年业绩产生积极影响。

表1：预测指标

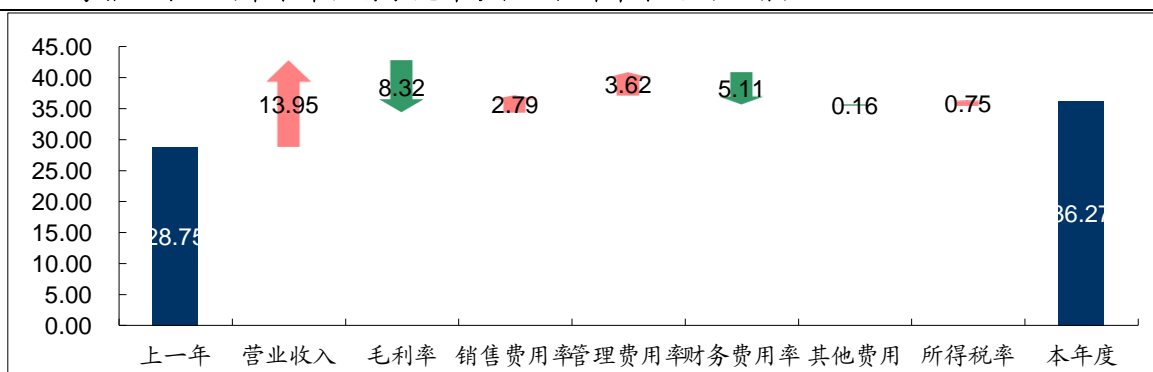
预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	396	561	718	891
增长率(%)	63%	42%	28%	24%
净利润（百万元）	44	63	84	113
增长率(%)	38%	44%	32%	35%
摊薄每股收益（元）	0.32	0.46	0.60	0.81
ROE(%)	5.37%	7.33%	9.01%	11.18%

资料来源：国海证券研究所

评论：

- 连续中标显示行业地位，但毛利率有所降低。这是自2010年以来公司连续3年中标，显示了在复合材料船艇领域毋庸置疑的行业地位。但该系列大单挤占了其他业务的产能资源，并且由于该业务毛利率相对较低，3季度毛利率下降至30.5%，并且有可能在4季度集中交付导致毛利率进一步降低。因此，12、13年该系列大单在带给公司销售增长确定的同时也拉低了整体毛利率。

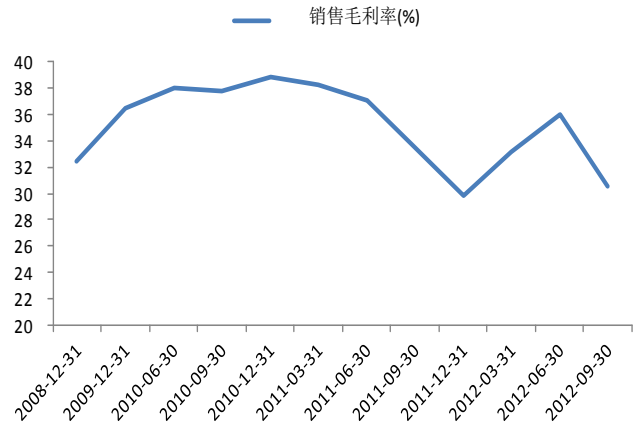
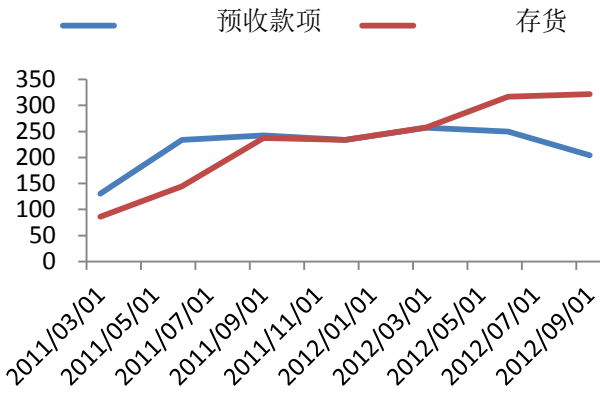
图1：2012三季报显示毛利率下降抵消了大部分收入提升带来的利润增长



资料来源：国海证券研究所

- **在手订单充裕，积极备货明显。** 7月份公司及全资子公司广东宝达与中国海关总署签订1.1亿元特种艇合同预计于2012年全部实现收入；今年以来公司存货、预付款和预收款均处于高位，截止3季报存货和预收款分别高达3.2亿元和2.04亿元，显示公司正积极备货，可望于年底实现大部分相关收入。

图 1、公司存货和预收款维持高位，积极备货态势明显 图 2、大单交付拉低了公司整体毛利率



资料来源: Wind、国海证券研究所 单位: 人民币百万元

资料来源: Wind、国海证券研究所

- **公司未来几年增长确定性强，具有一定的抗周期性。** 随着富裕阶层的兴起，我国游艇行业前景广阔，且国家层面的海权意识增强使得我国执法艇方面的需求有望持续。公司在手订单充裕，产能将在未来两年进入快速释放期，合计400艘的新增产能将有效释放。游艇的消费品属性和特种艇的国家采购可持续性使得公司业绩稳定增长的确性较强，具有一定抵御经济周期的能力。
- **行业和公司前景均看好，但公司目前不具备显著的估值优势，调低至增持评级。** 考虑到交货进度有可能推后，调低2012-13年EPS至0.46、0.60元，动态PE为30、23倍。作为朝阳行业崭露头角的民族工业代表，公司正处于核心盈利能力形成的关键阶段，虽然可享一定程度的估值溢价，但宏观经济需求的不确定性和海洋局大单过于集中导致议价能力偏弱压低了毛利率，其估值水平相对于目前的市场来说并不具有显著优势，故调低评级至“增持”。

附表：财务预测与估值

证券代码:	300123.sz				股票价格:	13.81	投资评级:	增持		日期:	2012/11/8
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E		
盈利能力					每股指标						
ROE	5%	7%	9%	11%	EPS	0.32	0.46	0.60	0.81		
毛利率	30%	31%	32%	33%	BVPS	5.89	6.22	6.66	7.26		
期间费率	17%	16%	18%	19%	估值						
销售净利率	11%	11%	12%	13%	P/E	43.64	30.29	22.99	17.02		
成长能力					P/B	2.34	2.22	2.07	1.90		
收入增长率	63%	42%	28%	24%	P/S	4.85	3.42	2.67	2.16		
利润增长率	38%	44%	32%	35%							
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
总资产周转率	0.32	0.42	0.50	0.57	营业收入	396	561	718	891		
应收账款周转率	4.69	5.39	6.32	6.92	营业成本	278	389	490	596		
存货周转率	1.19	1.76	2.06	2.06	营业税金及附加	4	6	7	9		
偿债能力					销售费用	27	38	49	61		
资产负债率	34%	35%	35%	36%	管理费用	44	61	81	101		
流动比	1.99	1.93	1.92	1.93	财务费用	(6)	(3)	(3)	(3)		
速动比	1.43	1.44	1.44	1.41	其他费用/(-收入)	(2)	0	0	0		
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	47	70	94	129		
现金及现金等价物	439	451	466	501	营业外净收支	5	5	5	5		
应收款项	84	104	114	129	利润总额	52	75	99	134		
存货净额	234	224	241	294	所得税费用	8	12	16	21		
其他流动资产	72	102	130	161	净利润	44	63	84	113		
流动资产合计	829	881	952	1085	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	63	84	113		
在建工程	60	60	70	80							
无形资产及其他	34	34	30	27	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
长期股权投资	0	0	0	0	经营活动现金流	32	(18)	23	(19)		
资产总计	1242	1329	1427	1577	净利润	44	63	84	113		
短期借款	44	14	14	14	少数股东权益	0	0	0	0		
应付款项	46	65	82	100	折旧摊销	18	28	32	34		
预收帐款	234	285	306	355	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	92	92	92	92	营运资金变动	(30)	(110)	(93)	(166)		
流动负债合计	416	457	494	562	投资活动现金流	(321)	(35)	(32)	(19)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(109)	(35)	(32)	(19)		
其他长期负债	6	6	6	6	长期投资	0	0	0	0		
长期负债合计	6	6	6	6	其他	(212)	0	0	0		
负债合计	422	463	500	568	筹资活动现金流	301	(47)	(22)	(30)		
股本	139	139	139	139	债务融资	(16)	(30)	0	0		
股东权益	819	866	927	1009	权益融资	0	0	0	0		
负债和股东权益总计	1242	1329	1427	1577	其它	316	(17)	(22)	(30)		
					现金净增加额	12	(100)	(32)	(69)		

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，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。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn