

太阳鸟 (300123):

—近有特种艇保障增速, 远看游艇爆发式增长

深度报告

编辑: 韩彦斌
电话: 0311-66006381
执业证书: S0400511080001
报告日期: 2013-05-30 星期四

摘要

太阳鸟是国内首家复合材料船艇的上市企业, 已连续多年在复合材料船艇销售数量、产量及销售额上均列国内同行业前列, 目前已经无可争议的成为国内复合材料船艇制造龙头企业。

私人游艇将是公司未来最大看点。我国游艇产业的自然条件得天独厚, 高净值人群国模庞大, 消费能力世界瞩目, 政策环境和基础设施大为完善, 在消费观念上也日益接受西方的休闲娱乐方式。随着经济危机的影响弱化, 多因素共同作用下我国游艇产业有望迎来爆发式增长。而在游艇领域, 公司等少数企业占据着国内市场的中高端。

短期来看, 公司与主要客户海洋局、海关总署等关系稳定, 近两年在特种艇收入上实现大幅度增长。2013 年现有在手订单充足, 能够保障公司短期业绩继续高增长, 并有超预期的可能。

无论从近期还是远期来看, 公司的业绩增长都具有较强保障。

盈利预测: 在公司 2013-2015 年收入实现 25%、25%和 30% 增长假设下, EPS 分别达到 0.57、0.69、0.97 元, 对应当前 15.25 元股价的市盈率分别为 26.8 倍、22.1 倍和 15.7 倍。给予公司短期“增持”, 长期“买入”评级。

风险提示: 宏观经济复苏缓慢; 游艇码头等基础设施建设缓慢; 外国品牌加速进入, 竞争加剧超出预期。

300123 [太阳鸟] 评级: 买入

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	0.08/0.06	0.15/0.08	0.30/0.19
总股本	139105521.000		
流通 A 股	139105521.000		
近 3 月日均成交量	1054152.833		

主要股东

湖南太阳鸟控股有限公司	36.231488
熊燕	7.763890
李跃先	5.175927

股价表现



公司动态



目录

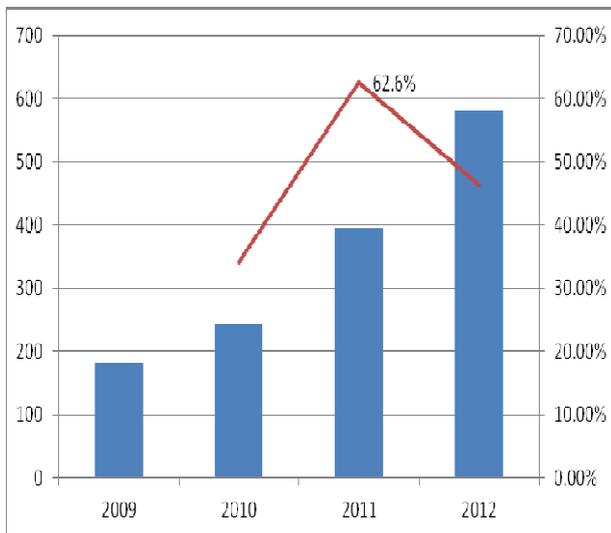
1. 公司目前经营状况.....	3
2. 市场规模分析.....	4
3. 公司竞争优势.....	7
4. 财务状况.....	9
5. 盈利预测和投资建议.....	10
6. 风险分析.....	10
7. 报表预测和指标分析.....	11

1. 公司目前经营状况

太阳鸟是国内首家复合材料船艇的上市企业，其产品分为游艇（私人游艇和商务艇）和特种艇两大类。公司已连续多年在复合材料船艇销售数量、产量及销售额上均列国内同行业前列，目前已经无可争议的成为国内复合材料船艇制造龙头企业。

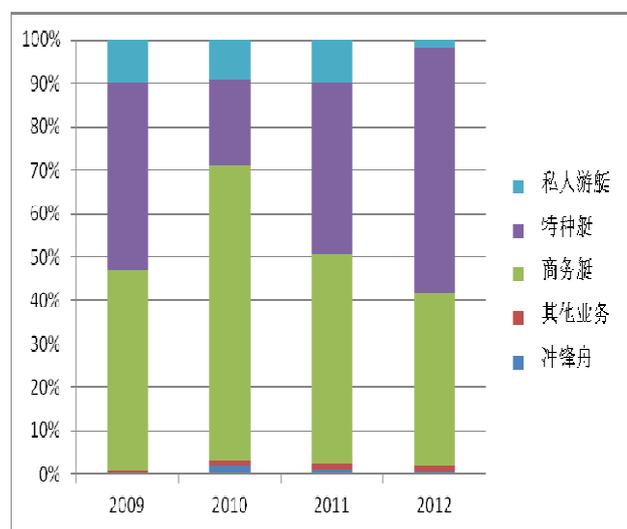
公司 2010 年上市后经营实力大为增强，随后两年中营业收入实现 63%和 45%的增长速度，并取得了国内复合材料船艇行业的绝对领先地位。特种艇和商务艇是近几年的主要贡献力量，2011 年之后，由于对海关总署和海洋局重点客户的成功开发，公司特种艇收入出现爆发式增长，超过了商务艇收入。特种艇在收入增长的同时，毛利率也得以提升，弥补了其他种类毛利率下滑的影响，使得综合毛利率能够大体保持稳定。净利润 2011 和 2012 分别增长 38%和 25%，处于较高水平，与收入增长趋势相一致。

图1：公司营业收入和增长率（百万元）



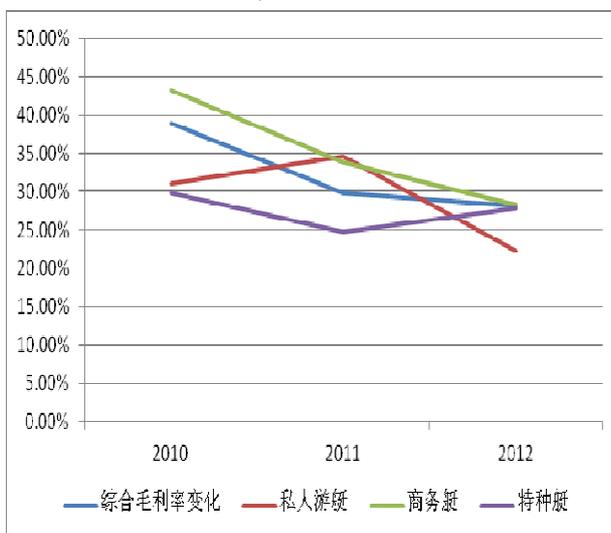
资料来源：公司公告

图2：收入结构变化



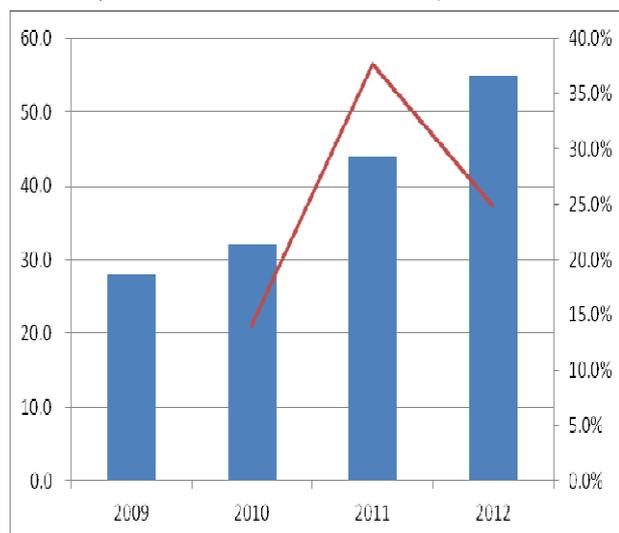
资料来源：公司公告

图3：各项业务毛利率变化



资料来源：公司公告

图4：净利润（百万元）及其增长率变化



资料来源：公司公告

2. 市场规模分析

2.1 私人游艇市场面临爆发

在发达国家，游艇主要用于个人或家庭的水上娱乐活动，是一种较为普及的耐用消费品。根据欧美国的发展模式，地区人均 GDP 达到 3000 美元时，游艇经济开始萌芽；当人均 GDP 达到 5000-6000 美元时，游艇经济进入快速发展阶段，目前发达国家平均每 171 人就拥有一艘游艇，游艇在西方国家发展成为仅次于汽车的第二大家庭消费品。

1) 先天自然条件得天独厚。

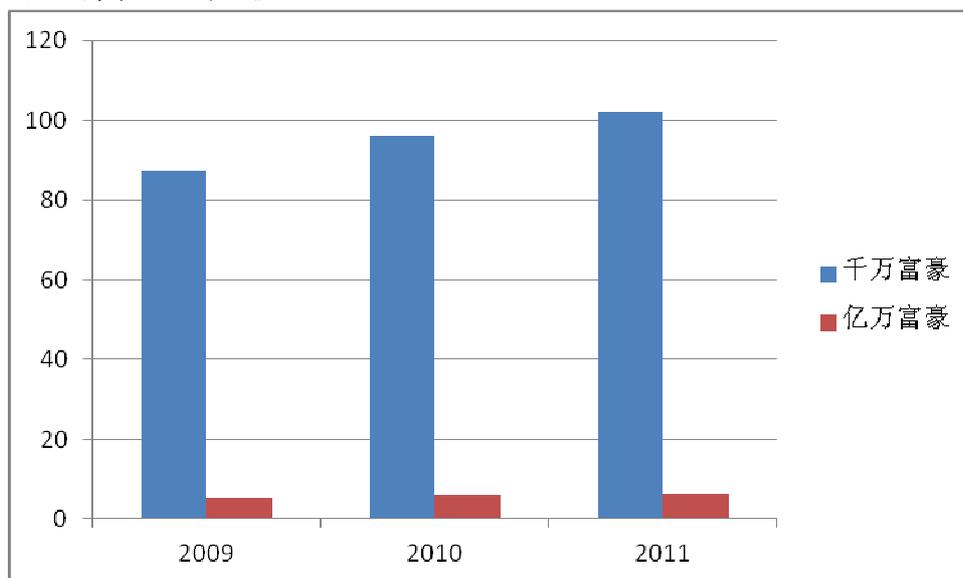
我国是湖泊遍布，岛屿众多，江河纵横的国家，拥有 1.8 万公里的海岸线，38 万平方公里领海，300 万平方公里管辖海域 6,500 多座岛屿，281 万平方公里近海渔场，还有长江、黄河、珠江、黑龙江四大水系。中国内陆江河纵横交错，湖泊水库星罗棋布，沿海岛屿林立，傍水名胜处处可见。如此得天独厚的水域环境决定了中国有发展游艇经济的先天条件。

2) 富裕群体庞大。

目前，我国多个省区的人均 GDP 都达到或超过了 6000 美元，且主要分布于东部沿海地区，具备了游艇业的启动条件。从特定人群看，我国高净值人群规模庞大，奢侈品消费能力全球瞩目。

据 2012 胡润财富报告统计，截至 2011 年底，中国有 102 万千万富豪，与去年相比增加 6.3%。亿万富豪人数已达 63500 人，较上年增长 5.8%。按照目前的亿万富豪增长速度，到 2015 年，国内亿万富豪数量将达到 75630 个。地理分布上富豪主要集中于沿海经济区域，年龄结构上千万资产以上的富裕人士平均年龄为 39 岁，亿万富豪的平均年龄为 43 岁。调查数据显示，该群体中有大约一半的人表示出购买游艇的兴趣，远超意愿购买私人飞机的人数（约 1/6）。

图5：高净值人群规模庞大（万人）



资料来源：胡润财富报告

3) 多因素共同作用下将激发市场需求的释放。

游艇消费除了受经济条件约束外，消费观念、国家政策环境（如税收、驾照管理等）和相关基础设施等也对其有重要影响。我们认为以上因素均在向积极方向发展。

消费观念上，我国文化传统与西方的海洋文化有巨大差异，以前的消费者对游艇的认识和接受受到限制。但近年来，我国高净值人群的年轻化程度在逐步提高，2009年千万资产以上的富裕人士平均年龄为39岁，亿万富豪的平均年龄为43岁，比之国外的同类群体更加年轻化。另一方面，我国当前正进入创业一代向下一代交接班的阶段，这些富裕二代群体相当多数都有过海外生活学习经历，观念开放、时尚，易于且乐意接受西方的生活娱乐方式。

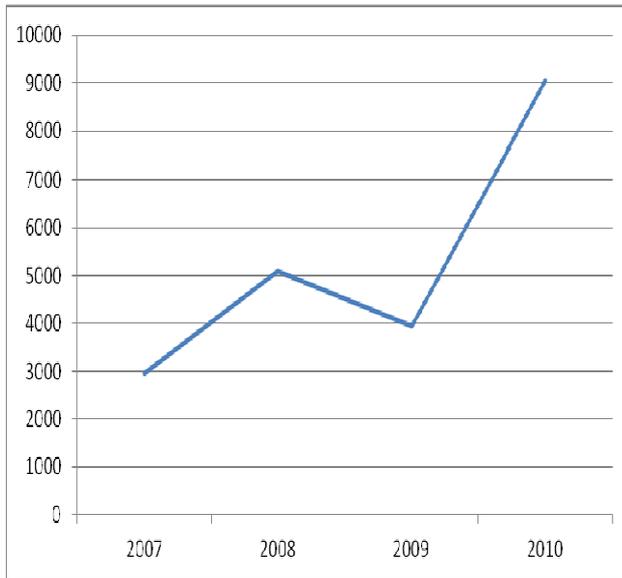
政策环境和基础设施大为改善。原来游艇被视为奢侈品而被征收较高的赋税，驾驶证照在不同航行区域不能够通用。随着中央和各地政府对游艇经济的重视提高，这一障碍正在减弱。如上海市制定了《上海游艇行业发展总体规划》；浙江省出台了《游艇俱乐部项目发展指导意见》；广东省颁布了《游艇驾驶员适任考试、评估和发证办法》等。三亚、深圳、珠海、杭州、厦门、青岛等沿海城市纷纷将游艇业列为优先发展的产业，为游艇市场的发展营造有利的外部环境。从游艇消费成熟度的重要指标游艇俱乐部观察，目前全国已有17个省市地方政府和企业正在规划和布局景观水系开发和游艇俱乐部建设。《2010-2011中国游艇产业报告》统计显示，2011年中国游艇俱乐部有28家已经建成。而据全国游艇俱乐部协作联盟统计，截止至2013年4月底，全国已建成的游艇俱乐部提高到46家，在建游艇俱乐部17家，全国已建成游艇泊位6404个。

我国游艇的潜在消费群体巨大，但此前几年很大程度上受到经济危机影响向现实需求转化较弱。随着经济复苏逐渐强化，在上述多方有利因素的共同作用下，我国游艇产业有望进入爆发式增长阶段。我国现有的私人游艇大约在1000多艘，价值上根据2013年4月的《中国游艇报告》，2012年中国游艇市场总容量约为人民币17.5亿，其中豪华游艇产业约为人民币7.8亿。根据上述消费群体，乐观估计我国未来三至五年私人游艇潜在需求量约为1.5万艘至2万艘、价值150~200亿元，年均复合增长率将超过50%。

市场容量上我们可以香港作为参照。香港目前已有游艇2,000—3,000艘，而长江三角洲及珠江三角洲的其他城市所拥有的百万美元级富豪在数量上却远远超过香港，中国经济最发达的长三角地区，拥有私人游艇的人数不过100人，相比如此悬殊揭示了私人游艇市场或超出想象。

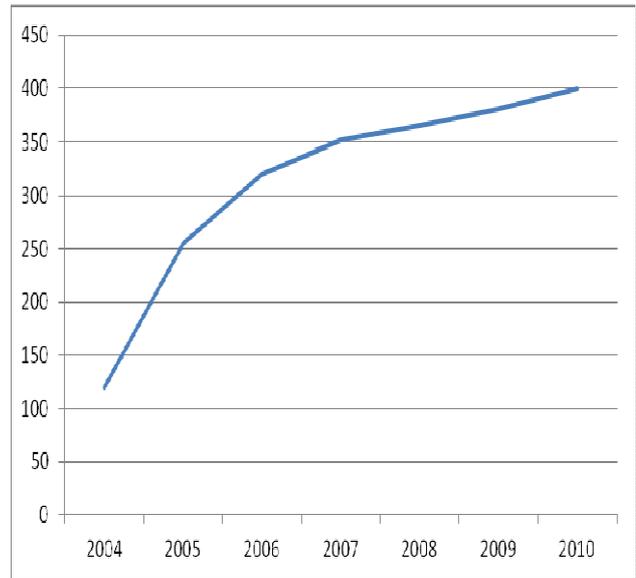
近来我国游艇进口金额提升迅速，游艇展会数量增多，展会规模扩大，参展的制造商和观展人数都呈现出迅速扩大局面。在今年5月刚刚结束的广州国际游艇博览会上，100余家中外品牌登场，意向成交火爆，1.3万人次的高质量观展人数创下广东游艇展会的新高。种种现象或是国内游艇产业爆发的前奏。

图6: 游艇进口变化(万美元)



资料来源: 公开资料 财达研究

图7: 上海国际游艇展参展商家数变化



资料来源: CIBS

2.2 商务游艇稳定增长

根据世界旅游组织统计, 2007 年我国入境过夜旅游人数已经排名世界第四位, 国内旅游人数达到 16.1 亿人次。中国已成为世界第四大入境旅游接待国, 到 2015 年, 中国将成为全球最大的国际旅游目的地和最大的国内旅游市场。而根据世界旅游及旅行理事会发布的报告预测, 2007 年-2016 年, 中国旅游市场的年平均增长率将为 7.6%, 这将使中国在旅游和旅行总需求方面成为世界上发展第二快的国家。中国旅游市场的地域性特点鲜明, 根据国家旅游局的统计, 我国游客接待量居前的省市为北京、广东、江苏、浙江。上述省市均为沿海邻水地区, 具有充分的水上旅游资源。未来五年, 我国观光用途的商务艇市场需求增长不会低于旅游市场的增长率。预计达到 10% 左右;

2.3 特种艇需求旺盛

随着我国领水开发程度的提高和水上交通事业的发展, 尤其是国家维护海域、海岛主权需求日益增加以及公安、渔政、海事、水政、环保等部门对水上执法装备的要求将不断提高, 需要新添和更新大量公务船艇。政府每年对船艇有着刚性的订购需求增长。

未来特种艇的需求增长主要来自以下几个方面:

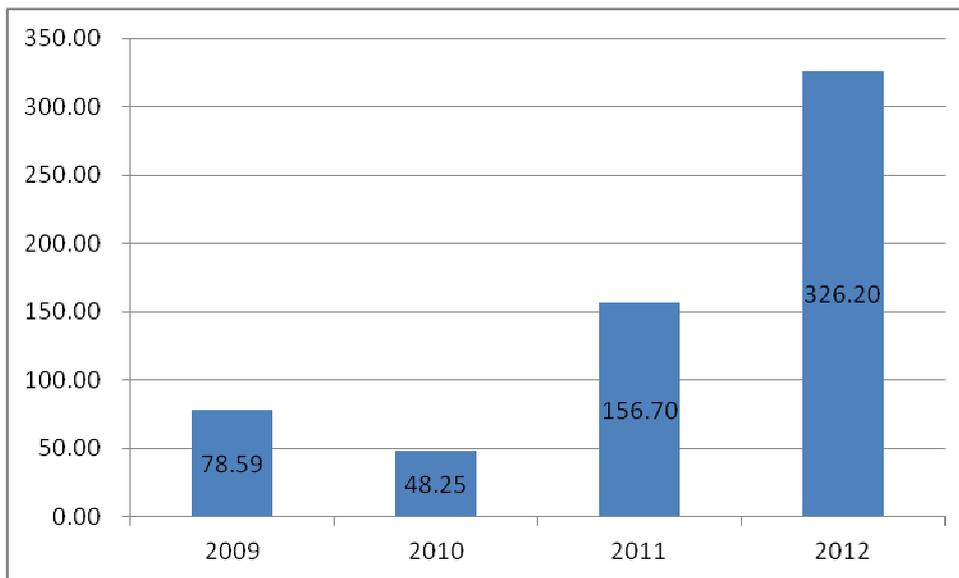
第一、随着我国领水开发程度的提高和水上交通事业的发展, 公安、渔政、海事、水政、环保等部门对水上执法装备的要求将不断提高, 需要新添和更新大量公务船艇;

第二、近年来, 我国港口建设不断加快, 各类高速引航船艇的需求量也在不断上升。复合材料引航艇具有重量轻、航速快、经济性好等优点, 公司已经为上海、厦门、福州、深圳、连云港等港口建造了多艘具有国际先进水平的引航艇;

第三、军用复合材料船艇性能特殊，成为新型军事装备中极为重要的一类，被广泛用于沿海巡逻、扫雷以及低强度的军事冲突，随着我国国防现代化建设的不断加速，各类装备的更新速度也进一步加快，对军用复合材料船艇的需求也大大增加，以满足新形势下军事任务的需要。2012 年以来，我国南海、东海局势高温持续不下，成为对公司潜在的有利因素。从体量上粗略估计，复合材料船艇的军事需求可能远大于海监、海关部门的需求。

预计 2013-2015 年特种艇市场需求年增长率将超过 20%。

图8：公司特种艇收入保持高增长(百万元)



资料来源：公司公告

3. 公司竞争优势

3.1 技术优势

太阳鸟凭借多年创新积累，创造性发明了多混设计技术、多混材料技术、多混工艺技术及镜面技术等，确保了企业在核心竞争力上领先同行。采用以上技术可使太阳鸟公司的产品获得以下优点：

高速度：太阳鸟多混设计技术，将产品整体外型，结构，配置、用料，工艺五方面完美结合，使产品阻力与自重得以降低，比标准设计快 10%。

高强度：太阳鸟多混材料，力学性能中的拉伸强度达到 450MPa，超过常规造船钢板，比普通复合材料高一倍以上。

高光度：多混材料与多混工艺，使产品密实度高，无气泡，外表光亮如镜，肤感亲切，A 级表面品质，可比美高级轿车，且耐久达 10 年以上。

低周期：一体化设计，一次整体成型，模块组合平行建造，工序缩短三分之二，交船周期只有常规生产的三分之一。

低能耗：产品自重与风阻、水阻的极大降低，使产品在同样航速条件下，发动机运用功率减小，营运油耗与速度油耗降低三分之一。

低成本：多混化设计，整体成型，单件、散件成为整件，多功能件与艺术件，重复减少，价值提高，产品性价比明显优势。

此外，公司的模块化生产工艺能够很好的解决游艇行业个性化定制与规模生产之间的矛盾，大大提高了生产效率。

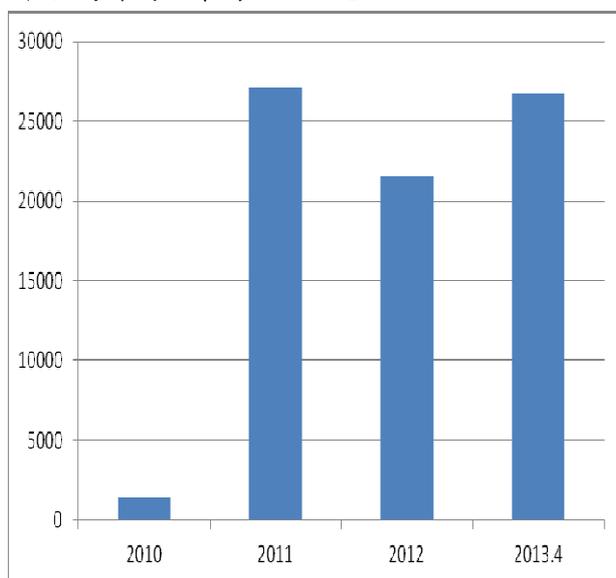
3.2 客户、品牌优势

国内复合材料船艇制造企业 300 多家，但大多数规模不大，年产值上亿元的约 10 家左右，其中，能够生产大型游艇的只是极少数。在游艇领域，公司与 Brunswick（美国宾士域）、显利（珠海）造船（港资）、东莞杰腾（台资）、上海红双喜等占据国内游艇市场中高端，其中显利、杰腾等企业以出口为主，仅少量产品参与国内市场竞争；华为公司，中信轮船公司和奥运会期间青岛奥帆赛定制的大型游艇，均出自公司。

海洋局、海关等部门均已成为公司客户，这些客户需求稳定，订单规模大。并且在积极影响下，公司 2012 年实现了对突尼斯海关的大规模出口。

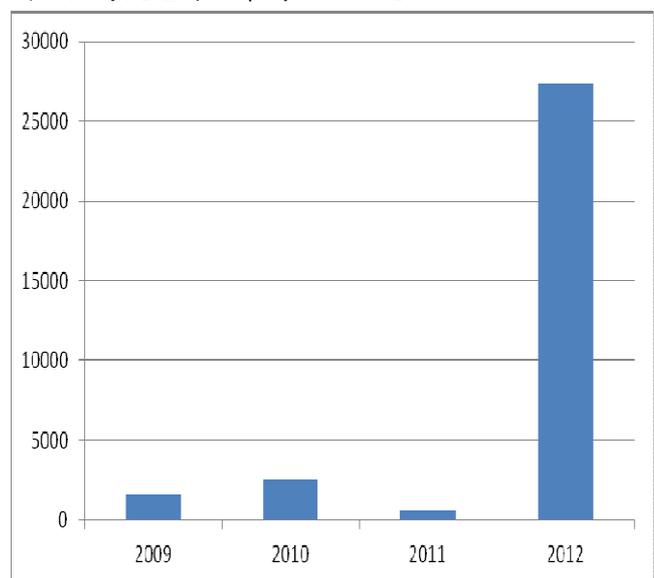
公司特种艇需求客户具有很强的稳定性，并且逐年提高，反映出公司实力被客户的高度认可。随着客户关系的加深，在海关和海洋局等用户上后来进入者存在较大阻碍，尤其是军方用户存在更高的资格壁垒。特种艇用户对公司业绩的稳定具有重要意义。

图9：海洋局订单情况（万元）



资料来源：公司公告

图10：海关总署订单情况（万元）



资料来源：公司公告

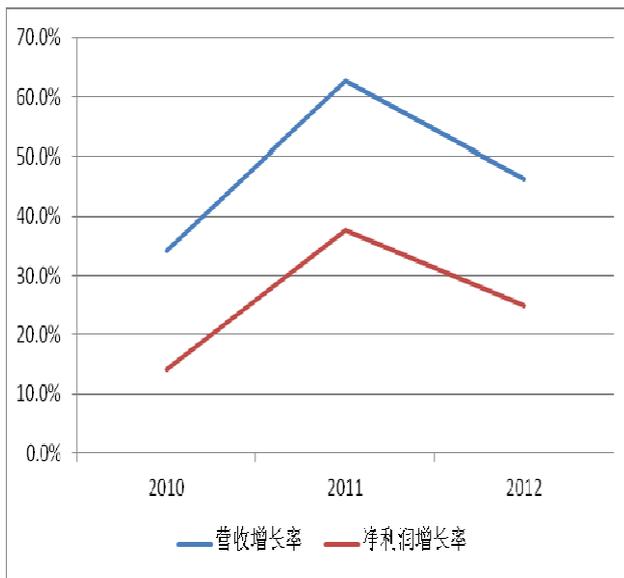
3.2 募投和收购项目增强实力

上市之前，公司产能不能满足客户需求，大量订单被延期交付。目前公司募投项目已经接近完成。近两年中，公司先后收购了广东宝达公司和珠海雄达，产能紧张局面已经大为缓解。今年4月份新接的海洋局2.7亿元大单，公司预计能够全部在年内实现，体现出公司能力的大幅提升。

4. 财务状况

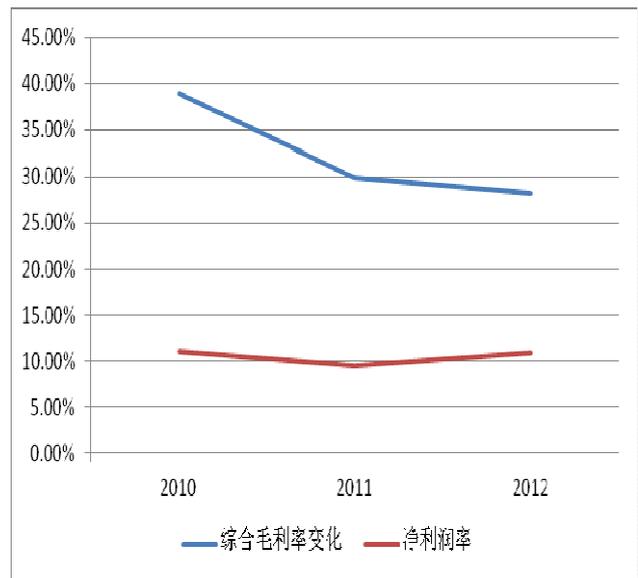
公司上市后两年中收入保持快速增长，2011和2012年分别实现63%和46%的营业收入增速，净利润增长趋势与收入大体一致，近两年增速分别达到38%和25%，处于一个较高水平。鉴于前述分析，公司的高成长性有望延续。综合毛利率处于较高水平且大体稳定。近两年中的主要贡献者特种艇在收入高速增长同时，毛利率还得到提升，反映出并未受到量升价跌的影响，同时也体现出公司研发和技术水平提升以及规模效益所产生的积极影响。在管理上，公司管理费用率逐年下降，销售费用率上升系表明公司在市场开拓上所做的努力，有利于公司长远发展。总体看，期间费用率大体平稳，展现出公司良好的费用控制能力。在毛利率大体稳定且费用控制良好下，公司净利润率水平有所提高。由于业内私人游艇的毛利率相对较高，未来随着游艇业务的快速增长，公司有望实现收入和净利润增速的进一步提高。

图11: 营收和净利润增速变化



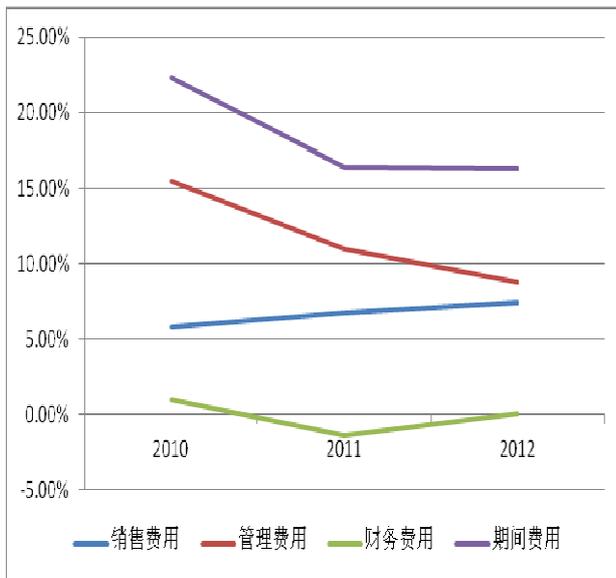
资料来源：公司公告

图12: 毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告

图13: 期间费用率变化



资料来源: 公司公告

5. 盈利预测和投资建议

无论从近期还是远期来看, 公司的业绩增长都具有较强保障。公司一季度收入确认 1.04 亿元, 同时在手订单超过 4 亿元。2013 年可确认收入的订单规模已经接近 2012 年全年的 5.8 亿元。而根据公司过往的订单分布看, 下半年获得订单的数量往往较高。公司年内业绩存在超预期的可能。而从长期看, 游艇市场的爆发, 将成为公司业绩高增长的基础保障。

预测公司 2013-2015 年收入实现 25%、25%和 30%增长, EPS 分别达到 0.57、0.69、0.97 元, 对应当前 15.25 元股价的市盈率分别为 26.8 倍、22.1 倍和 15.7 倍。给与公司短期“增持”, 长期“买入”评级。

表1: 在手订单充足

签约日期	买方	船型	数量(艘)	合同金额(万元)	合同履行情况
2012.3.17	突尼斯共和国海关总署	22米近海快速巡逻艇	4	655万欧元	交付之中
2012.7.15	国家海关总署	海关20米摩托艇	7	5,910	27.47%
2012.12.23	国家海关总署	海关80吨级沿海监管艇	5	9,840	尚未交付
2013.1.15	国家海洋局	中国海监执法快艇	32	26,752	尚未交付

资料来源: 公司公告

6. 风险分析

1. 宏观经济复苏缓慢;
2. 游艇码头等基础设施建设缓慢;
3. 外国品牌加速进入, 竞争加剧超出预期。

7. 报表预测和指标分析

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长性指标					
营业收入增长率	62.6%	46.3%	25.0%	25.0%	30.0%
EBITDA 增长率	12.8%	50.0%	31.3%	25.1%	29.9%
EBIT 增长率	9.6%	43.2%	33.2%	27.3%	41.7%
净利润增长率	37.7%	24.8%	43.4%	22.0%	40.0%
营利性指标					
毛利率	29.9%	28.2%	28.6%	28.7%	29.7%
EBITDA/营业收入	15.6%	16.0%	16.9%	16.9%	16.9%
EBIT/营业收入	11.1%	10.8%	11.6%	11.8%	12.8%
净利润率	11.1%	9.5%	10.9%	10.6%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	5.5%	6.5%	8.8%	10.0%	12.8%
总资产回报率 (ROA)	4.0%	4.2%	5.7%	6.7%	8.3%
投入资本回报率 (ROIC)	5.5%	6.5%	8.8%	10.0%	12.8%
偿债能力指标					
流动比率	2.0	1.6	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.4	1.1	0.9	0.9	0.9
现金比率	1.1	0.8	0.5	0.4	0.5
运营能力指标					
应收款项周转率	6.6	8.0	7.8	7.6	7.8
应付款项周转率	6.2	7.4	7.0	6.9	7.1
固定资产周转率	2.0	2.1	2.0	2.2	3.1
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
杠杆比率					
债务权益比率	50.8%	60.6%	48.6%	50.7%	58.2%
资产负债率	33.7%	37.7%	32.7%	33.6%	36.8%
利润表					
营业收入	396.5	579.9	724.9	906.1	1,178.0
营业成本 (不含折旧摊销)	260.7	388.4	482.1	602.6	783.4
营业税金及附加	3.9	6.1	7.6	9.3	12.3
销售费用 (不含折旧摊销)	26.9	43.0	51.5	64.3	83.6
管理费用 (不含折旧摊销)	43.0	49.3	61.6	77.0	100.1
EBITDA	62.0	93.1	122.2	152.9	198.6
EBIT	43.9	62.9	83.8	106.7	151.3
利润总额	52.2	66.0	93.8	114.5	160.2
净利润	44.0	55.0	78.8	96.2	134.6
归属于母公司股东的净利润	44.0	55.0	78.8	96.2	134.6
每股收益 (元/股)	0.00	0.40	0.57	0.69	0.97
资产负债表					
货币资金	439.0	392.0	207.2	225.9	296.3

应收款项	70.1	74.7	110.7	127.5	172.9
存货	234.1	297.9	361.6	451.9	587.5
预付款项	27.1	39.7	49.7	61.8	80.6
其他流动资产	58.4	55.8	57.1	56.4	56.8
流动资产合计	828.7	860.0	786.3	923.7	1,194.1
固定资产	249.6	308.0	424.1	393.1	360.8
在建工程	60.2	69.2	29.2	39.2	49.2
无形资产	33.9	62.0	60.0	78.0	76.0
长期股权投资	0.3	7.1	0.0	0.0	0.0
资产合计	1,235.8	1,382.1	1,372.8	1,507.3	1,753.5
应付款项	46.0	59.0	79.2	95.3	126.3
流动负债合计	416.3	521.5	449.2	506.8	645.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期经营性负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	416.3	521.5	449.2	506.8	645.4
股东权益合计	819.5	860.5	923.6	1,000.5	1,108.2
负债和股东权益合计	1,235.8	1,382.1	1,372.8	1,507.3	1,753.5

现金流量表

净利润			78.8	96.2	134.6
折旧			35.4	43.2	44.3
摊销			3.0	3.0	3.0
财务费用			(6.8)	(4.3)	(5.6)
经营活动现金流合计			27.6	73.5	111.5
投资活动现金流量合计			(106.6)	(39.9)	(19.8)
融资活动现金流合计			(105.9)	(14.9)	(21.3)
净现金流			(184.8)	18.7	70.4
年底现金			207.2	225.9	296.3

其他明细条目 **评级定义****【市场指数评级】**

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

 **免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

 **联系方式**

地址： 石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层
电话： 0311-66006330 传真： 0311-66006364 邮编： 050000