

收盘价(元): 11.65

目标价(元): 15.00

太阳鸟(300123)

崛起中的复合材料船艇制造商

分析日期 2013年06月25日

投资评级: 买入(上调)
交运设备: 闻祥

执业证书编号: S0630511070001

电话: 021-20333627

邮箱: wenx@longone.com.cn

联系人: 何昕

电话: 010-59707110

邮箱: hexin@longone.com.cn

公司基本数据

总股本(万股)	13910.55
流通 A 股/B 股(万股)	7340.55/ 0.00
资产负债率(%)	37.56
每股净资产(元)	6.27
市净率(倍)	1.90
净资产收益率(加权)	1.27
12个月内最高/最低价	16.49/11.05

股价走势图



相关研究报告

1《在手订单充裕, 特种艇业务增长确定》, 2013.04.18

◎主要观点:

◆**复合材料船艇领域龙头企业之一。**公司产品均为复合材料船艇, 包含了49个不同规格, 共计125种不同型号的船艇。主营产品不但包含了海监、渔政、海关等部门用于水上执法的特种艇; 同时, 还有供高收入人群、企业以及旅游景点使用的私人游艇和商务艇, 是目前我国从事复合材料船艇生产企业中型号最多、覆盖不同客户群体最广的生产企业, 市场占有率约为9.7%, 排在行业的第二位。

◆**特种艇需求快速增长。**一方面, 随着我国水上运输、贸易规模的持续增长, 相应的管理及治安船队规模急需扩充; 另一方面, 我国与海上邻国在所属海域问题上摩擦不断, 扩充民政执法管理船队维护国家利益也是势在必行。2010年起我国已加大对海监船队的投资力度, 然而, 我国监管船队的扩容速度, 远低于海上执法需求的增长, 目前我国海监船队规模仅是美国和日本1/5和1/3。

◆**私人游艇发展潜力巨大。**受到多方面因素影响, 我国潜在游艇消费人群仍未被有效开发。根据《2012年胡润财富报告》显示, 我国千万富豪人数已经达到102万人, 相比2011年的96万人增长6.3%, 平均资产在6,300万元左右, 主要集中在北京、上海、广州和浙江地区, 这四个省市千万富豪总人数占比高达60.3%。据不完全统计, 有计划在未来购买私人游艇的富豪人数约为15.3万人, 占富豪总人数的15%左右。如果按国产游艇单艘价格100万-300万元来计算, 我国潜在游艇市场规模就已经达到1,530亿~4,590亿元。

◆**公司竞争优势明显。**公司对终端客户群体的细分有着较为深刻的理解, 针对不同客户群体设计艇型, 更能突出个性化定制的特点。同时, 公司引进国外战略投资者共同探索国内市场, 积累技术优势。截止2013年1季报, 公司公告的特种艇订单中, 未交付订单总额为4.24亿元, 占公司2012年总营业收入的73.1%。

◆**盈利预期。**考虑到公司所处复合材料船艇制造行业景气度、公司在手订单情况、业绩增长确定性强、未来行业规模有望持续扩张等因素。预计公司2013-2015年每股盈利分别为0.52、0.63和0.76元, 对应动态PE分别为23.1倍、19.0倍和15.7倍。我们上调公司评级至“买入”, 目标价15.00元。

	2011A	2012A	2013Q1	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	396.47	579.93	103.88	744.84	891.00	1010.99
同比增速(%)	62.61	46.27	20.77	28.44	19.62	13.47
净利润(百万)	44.03	54.96	10.97	71.98	87.22	105.59
同比增速(%)	37.72	24.84	12.25	30.97	21.17	21.06
毛利率(%)	29.88	28.17	31.36	28.20	28.74	28.68
每股盈利(元)	0.32	0.40	0.08	0.52	0.63	0.76
ROE(%)	5.49	6.54	1.26	8.09	9.13	10.17
PE(倍)	6.96	33.14		23.06	19.03	15.72

正文目录

1. 复合材料船艇领域的领军企业之一	4
1.1. 具备生产多种复合材料艇型能力	4
1.2. 公司盈利能力良好, 在手订单充足	5
1.3. 股东及子公司情况	6
2. 复合材料船艇未来发展空间大	8
2.1. 我国水资源充沛, 利于船艇行业发展	8
2.2. 特种艇: 依然是我国需求量最大的复合材料船艇.....	9
2.2.1. 行政执法是我国处理海域争端的主要手段	9
2.2.2. 海洋经济的发展, 带动执法需求的上升	11
2.2.3. 特种艇需求依然旺盛	12
2.3. 私人游艇: 发展潜力巨大	13
2.3.1. 政策护航游艇业的发展	13
2.4. 商务艇: 销售模式正在转变	15
2.5. 复合材料渔船: 未经开发的领域	16
3. 整船企业数量少, 进入壁垒高	16
3.1. 行业内分散度高, 小型企业为主	16
3.2. 游艇制造对企业综合实力要求高	17
4. 公司自身竞争优势	18
4.1. 客户群体细分, 针对不同需求	18
4.2. 引进大型游艇技术, 具备先发优势	18
5. 公司估值	18

图表目录

图 1 美兰德系列 55 英尺私人游艇图例.....	4
图 2 S2300 商务艇图例.....	4
图 3 1100 型号海事艇图例.....	5
图 4 引航船图例.....	5
图 5 公司 2007-2013Q1 营收和净利润情况.....	5
图 6 公司主营业务收入占比情况.....	6
图 7 公司三项期间费用率情况.....	6
图 8 公司股权结构图.....	7
图 9 复合材料船艇主要艇型及用途.....	9
图 10 复合材料各船艇产值占比.....	9
图 11 复合材料船型在成长周期中所处位置.....	9
图 12 钓鱼岛示意图.....	11
图 13 南沙群岛实际控制图.....	11
图 14 历年海监海上检查项目数量和次数.....	12
图 15 海洋工程项目检查情况.....	12
图 16 我海监船队历年扩容情况.....	13
图 17 美、日海洋执法船队规模.....	13
图 18 已运营及建设中的游艇俱乐部分部.....	15
图 19 我国复合材料艇生产企业分部.....	16
图 20 复合材料艇主要艇型占比.....	16
图 21 复合材料艇市场占有率情况.....	17
图 22 国内游艇行业主要竞争梯队.....	17
表 1 公司主要产品介绍.....	4
表 2 公司交付订单情况.....	5
表 3 2013 年 1 季报公司前十大股东.....	7
表 4 太阳鸟子公司资产及盈利情况.....	8
表 5 我国主要水上执法部门介绍.....	10
表 6 我国主要以民事部门应对海域争端.....	11
表 7 海监船队历年扩容情况.....	12
表 8 游艇相关政策.....	13
表 9 主要国家游艇保有量和人均保有量.....	14
表 10 分业务盈利预测.....	19

1. 复合材料船艇领域的领军企业之一

1.1. 具备生产多种复合材料艇型能力

公司虽隶属于船舶制造业，但与传统金属船舶制造业不同，产品均为复合材料船艇。现有船艇产品分为特种艇、商务艇和私人游艇三大类，包含了 49 个不同规格，共计 125 种不同型号的船艇，是目前我国从事复合材料船艇生产企业中型号最多、覆盖不同客户群体最广的生产企业，市场占有率约为 9.7%，排在行业的第二位。

表 1 公司主要产品介绍

船艇类型		船艇基本介绍
特种艇	海事艇	非商业复合材料艇，主要客户为政府及相关部门，用于包括水上执法、水文、科研、抗洪救灾和军用等领域。公司产品分为 16 种规格、30 种型号。
	海监船	
	引航艇	
私人游艇	凤鸟系列	用于游览观光、休闲娱乐等活动，并具备由船检部门办法的游艇证书。公司所生产的私人游艇共计 7 个品牌、15 个规格、40 种型号，可满足不同客户群体的需求。
	圣保罗系列	
	普兰帝系列	
	拉菲尔系列	
	美兰德系列	
彼得船长系列		
商务艇	12-60 米商务艇	主要用于商务活动，具备船检部门颁发的游船、客船等证书，公司具备生产 18 个规格、55 种型号。

资料来源：公司网站，东海证券研究所整理

图 1 美兰德系列 55 英尺私人游艇图例



资料来源：公司网站，东海证券研究所整理

图 2 S2300 商务艇图例



图 3 1100 型号海事艇图例



图 4 引航船图例



资料来源：公司网站，东海证券研究所整理

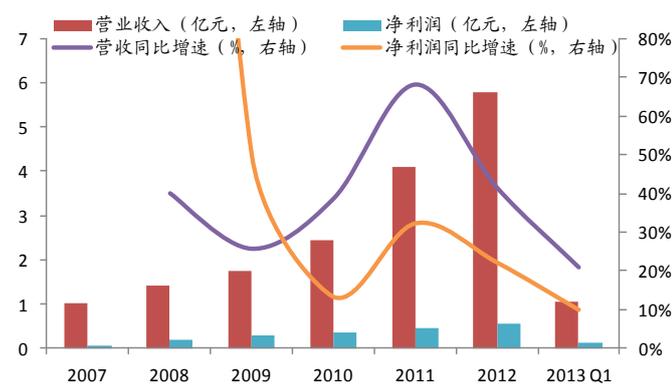
1.2. 公司盈利能力良好，在手订单充足

近年来，公司主营业务收入和净利润保持高速增长，2009-2012 年分别实现主营业务收入 1.82 亿元、2.44 亿元、3.96 亿元和 5.8 亿元，同比增长 30.3%、34.1%、62.3%、46.3%，年复合增长率为 47.2%；同期，公司实现净利润 0.28 亿元、0.32 亿元、0.44 亿元、0.55 亿元，分别同比增长 49.8%、14.7%、37.5%和 24.8%，年复合增长率为 25.2%。

2013 年 1 季度，公司实现主营业务收入和净利润分别为 1.04 亿元和 0.11 亿元，同比增速有所放缓，这主要是由于客户指定的部分进口零部件厂商未能按时供货，导致公司交付延期，预计公司 2 季度营收和净利润增速将有所回升。

目前，公司已公告重大特种艇订单中，未交付的总金额约为 4.24 亿元计划在 2013 年内全部交付完成，是公司 2012 年特种艇业务收入的 1.3 倍。主要客户包括国家海洋局、海关总署以及突尼斯海关总署；涉及船艇类型包括快速巡逻艇、海监执法艇和 80 吨级沿海监管艇等。

图 5 公司 2007-2013Q1 营收和净利润情况



资料来源：Wind，东海证券研究所整理

表 2 公司交付订单情况

签约日期	船艇类型	数量	订单金额 (万)	均价 (万)	招标方	交付日期
2012/3/17	22米近海快速巡逻艇	4	5,200	1,300	海关总署 (突尼斯)	正在交付中
2012/7/15	20米摩托艇	7	591	84	海关总署	交付完成 27.5%
2012/12/23	海监执法快艇	32	26,752	836	国家海洋局	年底前交付
2013/1/15	80吨级沿海监管艇	5	9,840	1,968	海关总署	年底前交付
未交付订单金额 (万元)				42,383		

从收入结构上来看，2012 年公司特种艇、商务艇和私人游艇收入占比分别为 56.3%、39.8%和 1.9%，其中，收入占比有较大变动的是特种艇和私人游艇业务。特种艇收入占比同比增加 16.7 个百分点，这主要是因为年内公司收购了广东宝达，广东宝达主要从事高速特种艇的生产与销售。同期，公司私人游艇业务收入占比较 2011 年下滑了 7.9 个百分点，这是因为公司年内交付的游艇大部分为 12 人以上的大中型游艇，而根据我国相关法律规定，这类私人游艇仅能以商务艇牌照进行注册。公司未来发展潜力最大的依然是私人游艇业务，虽然现阶段该业务收入仅占公司主营业务收入的 1.9%，然而，随着我国对于海域

和水道管制的逐步放开以及相关辅助设施建设的完善,沿海发达地区对于私人游艇的需求存在爆发式增长的可能性。

2012 年公司综合毛利率同比小幅下滑 1.71 个百分点至 28.17%,分业务来看报告期内,公司商务艇和私人游艇毛利率分别同比下滑 5.49 个百分点和 12.29 个百分点。毛利率的下滑是因为公司年内承接项目均为大型船艇项目,建造周期较长,部分收入需要到 2013 年才能确认,而且前期投入较大。

综合来看,2012 年公司期间费用率同比变动不大,仅小幅回落 0.05 个百分点至 16.37%。但从分项上来看,其中,销售费用率、财务费用率和管理费用率同比分别增长 0.65 个百分点、1.5 个百分点和-2.21 个百分点。销售费用率的上升是因为公司进一步加大营销网络的建设;财务费用率的增加是因为公司利用超募资金收购广东宝达,导致利息收入减少。

图 6 公司主营业务收入占比情况

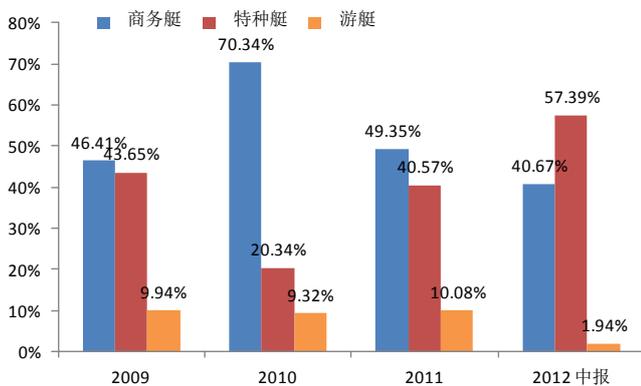
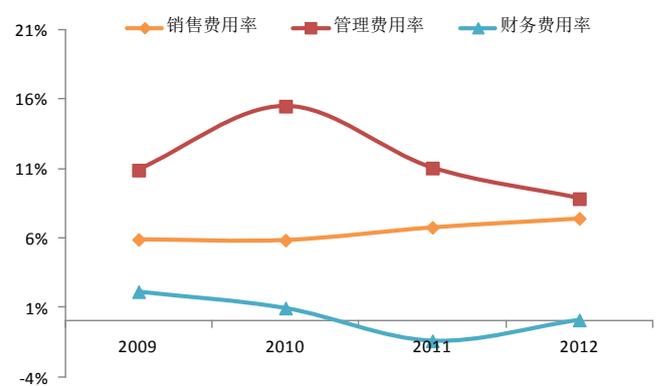


图 7 公司三项期间费用率情况



资料来源: WIND, 东海证券研究所整理

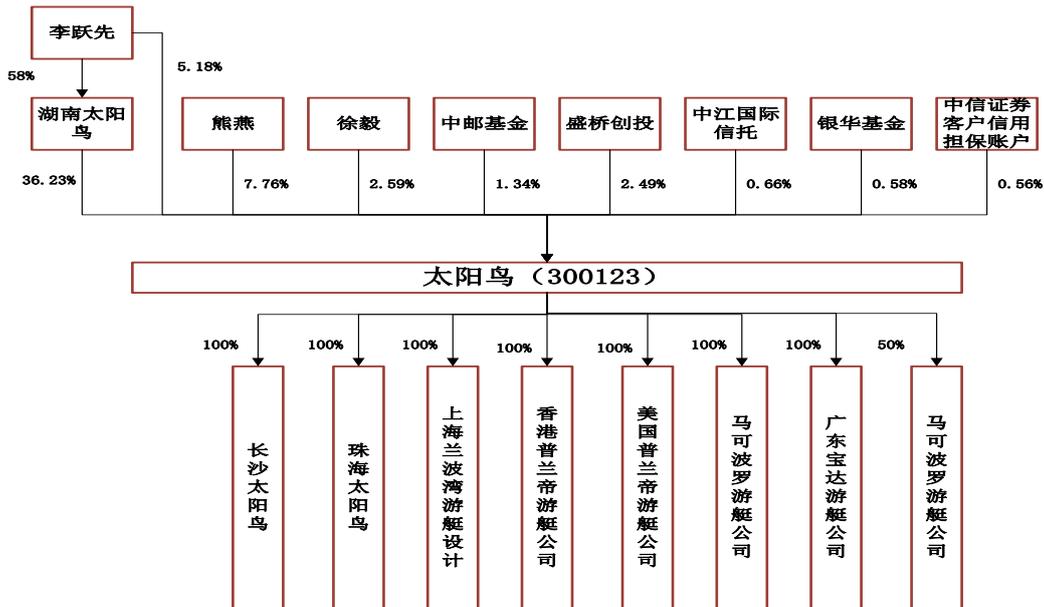
1.3. 股东及子公司情况

公司总股本约为 1.39 亿股,其中流通股股份为 0.73 亿股,占比 53.2%;非流通股股份为 0.66 亿股,占比为 46.8%。下一个解禁日期为 2013-09-30,解禁股份总量为 0.58 亿股,占总股本比重 41.7%。

湖南太阳鸟控股有限公司为公司控股股东,持有上市公司 36.23%的股权。太阳鸟控股有限公司成立于 1999 年 2 月 4 日,实际控制人为李跃先(持股比例为 58%)。李跃先除通过太阳鸟控股有限公司持有上市公司股份外,还直接持有上市公司 5.18%的股权,共计持有上市公司 41.41%的股份。

公司前十大股东中还包括熊燕、徐毅、盛桥创源投资、中邮基金、中江国际信托、银华基金和中信证券客户信用担保账户,分别持股 7.76%、2.59%、2.49%、1.34%、0.66%、0.58%和 0.56%。

图 8 公司股权结构图



资料来源：东海证券研究所整理

表 3 2013 年 1 季报公司前十大股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例	流通情况	限售股解禁日期
湖南太阳鸟控股	50,400,000	36.23%	非流通股	2013-09-30
熊燕	10,800,000	7.76%	1.94%流通股 5.82%非流通	2013-09-30
李跃先	7,200,000	5.18%	非流通股	2013-09-30
徐毅	3,600,000	2.59%	流通股	--
盛桥创源投资	3,463,517	2.49%	流通股	--
中邮核心优选基金	1,870,037	1.34%	流通股	--
中江国际-资金信托	921,524	0.66%	流通股	--
银华和谐混合型基金	799,892	0.58%	流通股	
中信证券-客户信用担保账户	785,281	0.56%	流通股	

资料来源：WIND，东海证券研究所整理

截止 2013 年 1 季报，公司总资产共计 13.96 亿元（流动资产 8.52 亿元、非流动资产 5.44 亿元），净资产 8.72 亿元。上市公司旗下共有 8 家子公司，其中包括 7 家控股子公司和 1 家合营公司。

主要子公司情况：

珠海太阳鸟：公司先后在 2007 年 12 月和 2008 年 10 月，分两次从大股东和外资股东手中收购了该公司全部股权。收购珠海太阳鸟，一方面是为了避免同业竞争，另一方面，公司希望借助珠海地区对于游艇行业的扶持政策，加快自身在行业内的发展速度。珠海太阳鸟业务定位于私人游艇和商务艇的销售，并提供相关服务，主要面向珠三角等主要游艇消费市场和国际市场。2010、2011 年珠海太阳鸟分别实现净利润 2,207.4 万元、3,259.8 万元，分别同比增长 229.2%和 47.7%。2012 年，子公司共实现营业收入 3.22 亿元，净利润 3,133.24 万元。

广东宝达：作为公司高端船艇生产基地，公司规模位于复合材料船艇行业前列，在行业内具备较强的技术实力和市场地位，近年来在高速艇、双体风帆、引航船、反恐船、100 英尺以上大型游艇等诸多领域取得了在国内独有或领先的技术优势。尤其在高速艇领域，

其市场占有率和技术水平在国内都处于领先地位。2012 年子公司共实现营业收入 1.31 亿元，净利润 1,675.13 万元。

表 4 太阳鸟子公司资产及盈利情况

子公司名称	主营业务	2012 (万元)			2011 (万元)	
		总资产	营业收入	净利润	营业收入	净利润
珠海太阳鸟	商务、游艇	48,885.98	32,207.23	3,133.24	25,987.84	3,259.82
广东宝达游艇	高级、高速艇	14,223.70	13,114.82	1,675.13	5,883.45	762.52
长沙太阳鸟	高级、高速艇	598.67	8.00	-69.85	8.00	-40.87
珠海雄达游艇	游艇	3,492.61	1,438.24	-461.77	--	--
兰波湾游艇设计	游艇设计	6.47	--	-54.45	--	-127.79
普兰帝游艇(香港)	游艇销售	2,340.91	126.49	0.37	--	-3.38
普兰帝游艇(美国)	游艇销售	--	--	-1.77	--	--
马可波罗游艇(万欧元)	游艇设计销售	9.44	--	-2.45	--	-2.66

资料来源: WIND, 东海证券研究所整理

2. 复合材料船艇未来发展空间大

2.1. 我国水资源充沛, 利于船艇行业发展

我国拥有总长为 3.24 万公里的海岸线, 其中, 大陆海岸线长 1.84 万公里、岛屿海岸线长 1.4 万公里, 拥有渤海、黄海、东海和南海四大海域、500 平方米以上岛屿 6,536 个、海域管辖面积高达 300 万平方公里, 约等于我国陆地面积的 1/3。除广阔的海域外, 我国内陆湖泊与水系也极为发达。不但拥有长江、黄河、珠江和黑龙江四大水系; 同时, 湖泊数量也高达 24,800 个。年净流量 26,600 亿立方米, 仅次于巴西、俄罗斯、加拿大、美国和印尼, 居世界第六位。得天独厚的自然环境极为有利于我国船艇行业的发展与壮大。

复合材料船艇工业在我国起步于 1958 年, 在随后 50 多年的发展中, 按照其船体材料、设计、制造工艺等方面的不断改进与提升可划分为两个阶段。

第一个阶段(1958-2000 年), 我国复合材料船艇行业从无到有, 引进消化了一部分国外技术, 但行业整体规模增长不快。

- **材料:** 在材料设计方面一直采用由 E 玻纤(甚至中碱玻纤)纺织而成的传统的无捻粗纱方格布和性能一般的不饱和聚酯树脂作为船体原材料;
- **结构:** 在结构设计方面基本上是沿用金属船舶的设计理念, 其船体结构多数采用常规的单板加筋结构形式;
- **制造工艺:** 采用传统的手糊成型工艺, 间或辅以喷射成型工艺, 仅个别船厂局部采用过真空袋压成型技术。

第二个阶段(2001-至今), 复合材料船艇行业在国内迎来了较快速的发展, 我国生产企业在多个领域都形成了技术突破。

- **材料:** 在船艇材料制作方面, 开始采用先进的多轴向缝编织物和乙烯基酯树脂等高性能树脂;
- **结构:** 在结构设计上, 开始进行夹层结构、硬壳式结构和波形结构等各种艇体结构形式的设计和建造实践;

■ **制造工艺:** 在制造工艺方面实现了复合材料真空辅助成型工艺在船体制造中的突破。每年生产复合材料船艇达万艘、出口金额突破 2 亿美元。同时船艇类型也呈现出多样化的特征,用复合材料制作的特种艇、游艇、渔船开始得到应用。

近年来我国对于复合材料船艇的需求量明显加大。2008 年,我国非金属船舶制造和娱乐船及运动船制造年内产值仅为 19.7 亿元和 13.6 亿元;到 2012 年,两类船艇产值分别上升至 57.1 亿元和 41.4 亿元,较 2008 年增长了 189.9%和 204.4%。

截止 2012 年底,我国复合材料船艇行业总产值已经突破 90 亿元,主要船艇类型包括了特种艇、游艇和渔船。其中,特种艇广泛应用于我国海监、海事、海关及港口引航等水上执法管理部门,约占 2012 年行业总产值的 34%。商务及私人游艇则应用于个人休闲娱乐、商务活动、水上旅游观光等领域,在总产值中占比为 40%左右;渔船则主要应用于海洋养殖、捕捞等领域,占比 5%。由于,我国所生产的游艇中 80%左右出口国外,目前,在国内市场中需求量最大的复合材料艇型仍是特种艇。

图 9 复合材料船艇主要艇型及用途

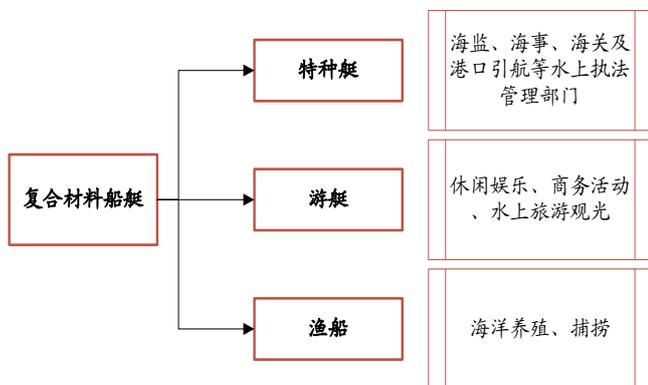
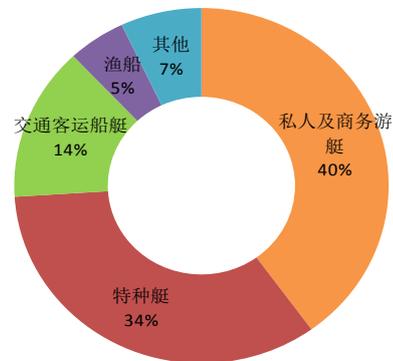
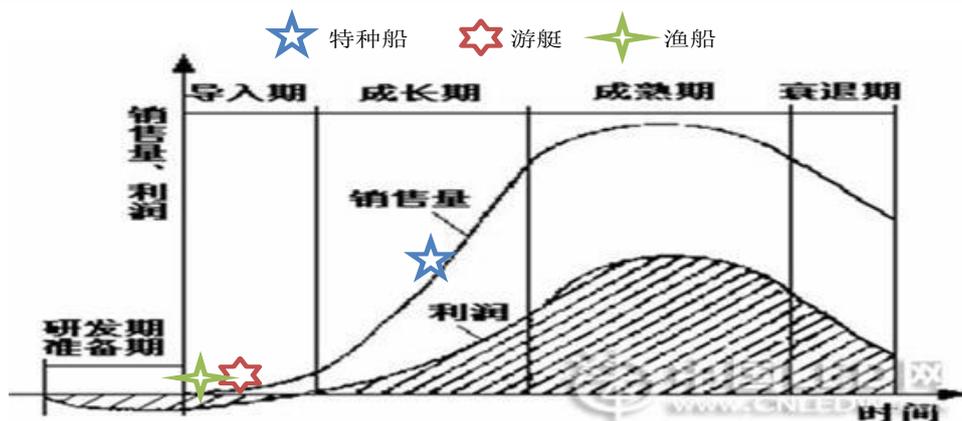


图 10 复合材料各船艇产值占比



资料来源: CCYIA, 东海证券研究所整理

图 11 复合材料船型在成长周期中所处位置



资料来源: 东海证券研究所整理

2.2.特种艇: 依然是我国需求量最大的复合材料船艇

2.2.1.民政执法是我国处理海域争端的主要手段

特种艇广泛应用于各国民政执法部门,主要用途包括水上执法、水文科研、抗洪救灾等领域;其中,水上执法需求的快速增长,是我国近年来特种艇需求量快速增长的主要推动力。我国水上执法采用的是多部门分散化的管理模式,主要执法部门包括海监、海事、

渔政、海关、海警，分别隶属于国家海洋局、交通部、农业部、国务院和公安部。各部门均有权利配置水上执法船队，并对各自所负责领域进行管理、执法。

分散化的管理模式有利于明确职责、适于专项执法；然而，由于各海上执法部门隶属于不同的政府直属机构、且职责不同，在协同执法等方面机动力略显不足。与之相对应的是以美国为例的集中化的水上执法体系，美国海岸警卫队直属于美国国土安全部管理，被誉为美国的“第二海军”，海岸警卫队集执法、渔业、交通、海上反恐、边防等功能为一体，资源共享、统一执法，机动力更强。

表 5 我国主要水上执法部门介绍

执法机构	所属机构	职责简述
中国海监总队	国家海洋局	我国海域内的巡航监视，对侵犯海洋权益、非法使用海域、损害海洋环境与资源、扰乱海上秩序等违法行为进行查处，船队规模 300 余艘。近年来，在中国专属经济区、大陆架及争议海域监视国外非法科考、外军抵近侦察等涉外维权执法，成为海监部门的重要职责之一。
海事局	交通部	我国水上运输安全监督、防止船舶污染、航行保障管理等方面，监管重心则更加倾向于我国内陆河流。
渔政局	农业部	负责我国渔业行业的管理，承担维护国家海洋和淡水管辖水域渔业权益的工作，船队规模千余艘，但主要为小型船只。
海关总署	国务院	监管进出境运输工具、货物、物品；征收关税和其他税费；查缉走私等业务，装备有 212 艘缉私快艇
中国海警	公安部	主要责任是近海海上治安，船队规模 500 余艘。

资料来源：WIND，东海证券研究所整理

由于历史原因，我国与邻国间就部分海域划分和岛屿归属问题长期存在分歧。在总面积为 38 万平方公里的黄海海域中，划归为我国管辖的海域面积约为 25 万平方公里，而在划分问题上韩国、朝鲜两国一致主张按等距线划分，如果按此划分朝、韩可以多划 18 万平方公里。

在东海地区，我国与韩国间也存在 10 万平方公里的争议海域，而且，韩国单方面与日本签订了对于这片海域的“共同开发”协定。另一方面，我国与日本间就钓鱼岛及附属岛屿归属问题近年来摩擦不断。2012 年 9 月，日本单方面宣布购买钓鱼岛，更将这一问题复杂化，我国已多次派出海监船对该海域进行巡航执法。

我国南海问题更加错综复杂，南沙海域资源丰富，粗略估计石油资源量约为 351 亿吨，天然气资源量为 8 万亿到 10 万亿立方米，整个南沙海域所蕴藏的油气资源至少值 1 万亿美元。围绕着如此庞大的经济利益，我国和周边邻国就南沙群岛归属问题也是纠纷不断，其中包括菲律宾、印尼、马来西亚、文莱等国。

粗略统计，现阶段我国管辖海域中存在争议的面积高达 120 万平方公里，这不但损害了我国经济利益，同时也给海监部门维护我国海洋主权、防止非法使用海域等职责带来了巨大的挑战。近年来，我国与海上邻国在所属海域问题上摩擦不断，扩充执法管理船队维护国家利益已经是势在必行的趋势。担任这一重任的便是隶属于国家海洋局的中国海监总队，其主要负责我国海域内的巡航监视，对侵犯海洋权益、非法使用海域、损害海洋环境与资源、扰乱海上秩序等违法行为进行查处。

图 12 钓鱼岛示意图

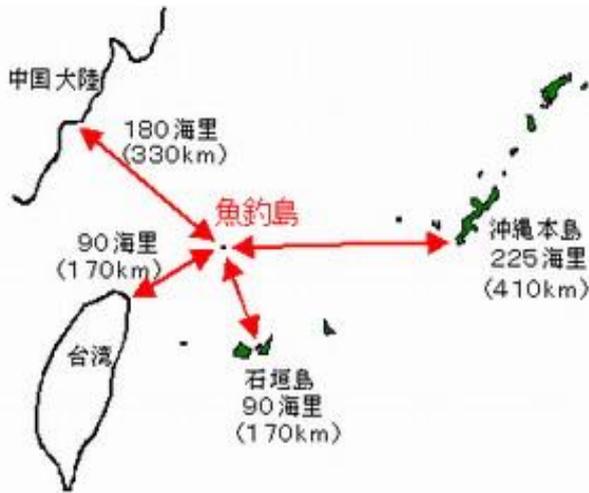


图 13 南沙群岛实际控制图



资料来源: WIND, 东海证券研究所整理

从前几次海域争端来看,我国主要采取积极对待,稳妥处理的应对方式,以民政部门出面避免冲突升级。例如,在2012年4月发生的“黄岩岛事件”中,在保障我渔民安全及海域主权的前提下,我国并未出动海军应对菲律宾军舰的挑衅,仅派遣具备民政部门背景的中国海监在该海域巡航护航,在其他海域争端事件中,我国也采取了同样的措施。

表 6 我国主要以民事部门应对海域争端

日期	主要维权措施
2006年7月	中国海监执法船只,开始定期在我国东海海域进行维权巡航。
2007年2月	中国海监执法船只,开始定期在我国南海和黄海海域进行维权巡航。
2012年6月	国务院批复设立地级三沙市,统管西沙、中沙和南沙群岛地区,维护我国在南海低主的主权,保护周边人民的正当权益,辖区内岛屿总面积为13平方公里。
2012年7月	中央军委同意组建“中国人民解放军海南省三沙警备区”,主要负责三沙市辖区内的军地关系协调,以及警备工作。
2012年10月	中国海监执法船赴钓鱼岛周边海域进行维权巡航
2013年1月	总参颁布2013年全军军事训练指示,要求全军和武警部队紧紧围绕能打仗、打胜仗的目标,以军事斗争准备任务为牵引,大力加强实战化军事训练。
2013年2月	计划在下一“大部制”改革中,强化国家海洋局海洋综合管理权限

资料来源: 互联网, 东海证券研究所整理

2.2.2. 海洋经济的发展, 带动执法需求的上升

除海域维权将带动我国民政执法船队规模增长外,我国海洋经济的快速发展也同样带动监管船队扩容的需求。“十一五”期间,我国海洋经济年均增长13.5%,持续高于同期国民经济增速。2010年,海洋生产总值近4万亿元,比“十五”期末翻了一番多;海洋生产总值占国内生产总值和沿海地区生产总值比重分别为9.9%和16.1%,较“十五”期末分别提高了0.3个和0.8个百分点;海洋经济已经成为拉动国民经济发展的有力引擎。2012年9月国务院印发关于我国海洋经济发展的“十二五”规划,从四个方面对我国海洋经济在未来五年中的发展进行了较为细致的说明。希望海洋生产总值年均增长率达到8%左右,2015年占国内生产总值的比重进一步提升至10%。

随着我国海洋经济占GDP比重的持续增加,海洋相关工程项目数量及规模也将同时增长。为应对这一现象,我海上执法部门的执法能力也需要同步提高。2010年我海监执法共对5,719个海洋工程项目进行定期检查,同比增长56.64%。

根据国家海洋局最新发布的《海洋行政执法公报》显示,2011年我国海洋执法共派出海监飞机892架次、海监船舶240余航次、检查用海项目30,900个,进行检查81,995次。分别较2010年提高了70.55%、27.66%、5.92%和13.51%。2002-2011年我国海监部门对我管辖海域执法次数年复合增长率高达44.98%。

图 14 历年海监海上检查项目数量和次数

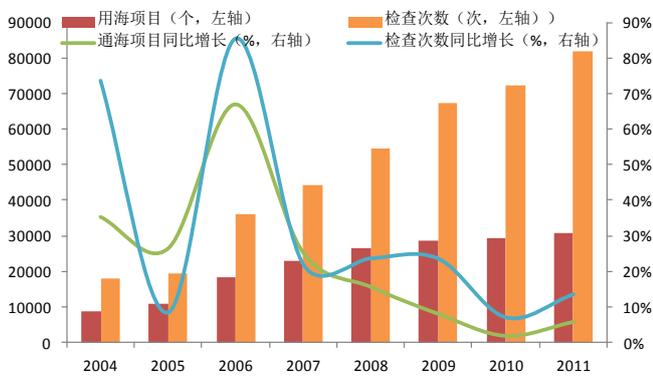
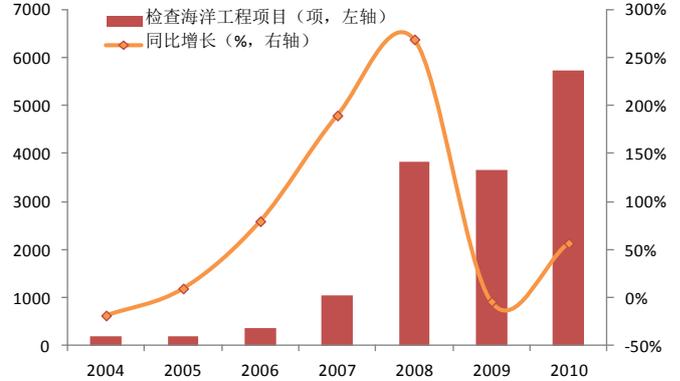


图 15 海洋工程项目检查情况



资料来源: WIND, 东海证券研究所整理

2.2.3. 特种艇需求依然旺盛

为满足执法与护航的需求,早在2004年,国家海洋局就开始加大对于海监船队建设的投入力度,2004-2009年间,我海监船队新造各类执法船艇143艘,2010和2011年为应对周边邻国对我海域和渔民的挑衅与骚扰,国家先后投入8亿元扩容执法船队。目前我海监局共配备船艇320余艘,其中,中小型艇280艘、大型海监船40余艘。然而,我国监管船队的扩容速度,远低于我国海上执法次数的增长。

表 7 海监船队历年扩容情况

日期	新增执法设备
2005	新编飞机2架、执法船艇6艘,完成海监扩容一期项目
2006	新编40艘执法艇和5艘高速执法艇,完成海监扩容二期项目
2007	--
2008	新编3艘海监指挥艇、2艘高速执法艇、66艘执法艇
2009	新增执法船3艘,执法艇9艘
2010	执法船3艘、执法艇9艘、直升机1架
2011	新增各执法船艇40余艘

资料来源: 中国海洋行政执法公报, 东海证券研究所整理

同时,与美国、日本等发达国家相比我海监执法部门船队规模仍有扩大的空间。截止2010年,美国海岸警卫队和日本海上保安厅船队规模分别为1,700余艘和750余艘,其中80%左右为中小型执法艇,而我海监现有船队规模仅是美国的1/5、是日本的1/3。由于,我国水上执法采用分散化管理,各部门也会对重点项目、事件进行协同执法,因此,我们认为我海监船队的扩容规模并不会达到美国的水平。如果仅以日本执法船队规模为目标,我海监船队的扩容规模仍有1倍以上的空间。

根据英国《简式防务周刊》预测,受到维权和海洋经济快速增长的带动,我国水上执法船队规模仍将持续增长,预计2013年我国海监部门将接受36艘新船:其中,7艘1500吨级、15艘1000吨级、14艘600吨级;同时,还将新增54艘海监执法快艇,远超历年船队扩充规模。

图 16 我海监船队历年扩容情况

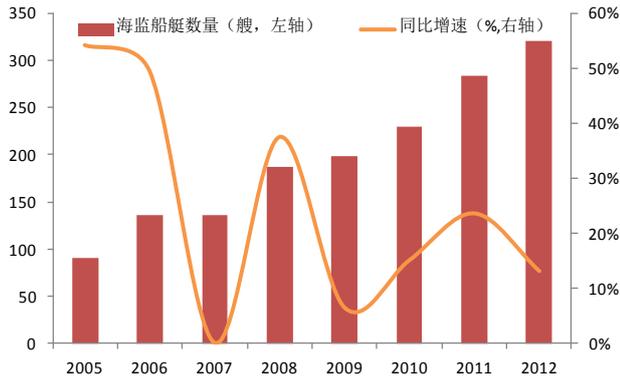
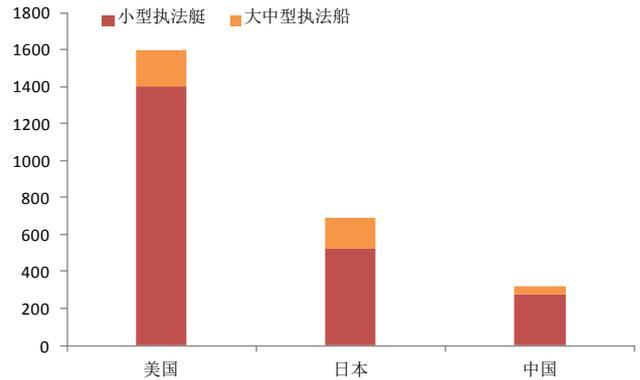


图 17 美、日海洋执法船队规模



资料来源：东海证券研究所整理

2.3.私人游艇：发展潜力巨大

2.3.1.政策护航游艇业的发展

私人游艇作为水上娱乐的高级耐用消费品，集成了航海、运动、娱乐及休闲等功能于一体。同时，由于船艇价格跨度大、且多为个性定制，在国内私人游艇也已逐步成为个人身份的象征。为推动这一新兴产业的发展，包括国务院、发改委、工信部等多个政府部门都先后发布相关规划、细则和指导意见引导和扶持这一产业的发展。

表 8 游艇相关政策

政策名称	发布机构	内容简述
关于加快发展旅游业的意见	国务院	1、把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业； 2、要培育新的旅游消费热点，支持有条件的地区发展邮轮、游艇等新兴旅游； 3、把邮轮、游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录
关于船舶工业调整振兴规划	国务院	1、加快自主创新，开发高技术高附加值船舶； 2、加强技术改造，提高自主创新能力。
船舶工业调整和振兴规划实施细则	工信部	“研发水平显著提高。三大主流船型研发设计实现系列化、标准化，形成一批具有国际竞争力的品牌船型，高技术高附加值船舶和海洋工程装备开发取得突破。”“加强企业技术改造。制定《船舶工业技术改造项目及产品目录》，支持高技术高附加值船舶和海洋工程装备专用生产设施项目建设，支持填补国内空白、节能环保效果显著以及产能不能满足市场需求的船舶和海洋工程装备及配套产品的技术改造。”
船舶工业技术进步和技术改造投资方向(2009-2011)	工信部	“大型液化天然气船、万箱级以上集装箱船、大型液化石油气(LPG)船、大中型工程船舶、大型汽车运输船、客滚船、高档化学品船、科学考察船、大型远洋渔船、豪华游艇、豪华游轮等”。
船型开发与科研项目指南(第一批)	工信部	针对部分高技术、高附加值船舶仍然依赖国外设计，在大型豪华游艇等未来市场潜力较大的高技术、高附加值船舶领域，国内不具备自主研发能力的局面，提出150英尺以上大型游艇的自主开发”

船舶工业中长期发展规划 (2006-2015)	发改委、 国防科 工委	配合海洋资源开发,提高资源勘探、开采、加工、储运和后勤服务等方面的海洋工程装备研制水平,向深水化、大型化和系统化方向发展。努力满足我国海洋管理需要,增强海洋调查监测和海洋执法管理等装备的研制能力。适应我国水上安全、渔业、疏浚、防洪抢险和旅游休闲需要,大力发展救助打捞装备、远洋渔船、大型工程船和个性化游艇等产品。
国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见	国务院	开发大型海洋石油工程装备、30万吨矿石和原油运输船、海上浮动生产储油轮(FPSO)、10000箱以上集装箱船、LNG运输船等大型高技术、高附加值船舶及大功率柴油机及配套装备。

资料来源: WIND, 东海证券研究所整理

根据西方发达国家自身游艇行业的发展经验来看,当地区内人均GDP达到3000美元时,游艇经济就开始萌芽了。而我国2008年人均GDP就已超过3,000美元,部分经济发达地区如长三角、珠三角等地的人均GDP更是达到或超过了8,000美元,许多沿海地区具备了游艇消费的经济基础和自然条件。

而我国现阶段私人游艇行业的发展却与人均GDP的增长相脱节,据最新数据统计我国私人游艇保有量仅为1,200-1,400艘左右,人均保有量约为100-115万人/艘。而在游艇市场较为成熟的发达国家,私人游艇在中产阶级及以上阶层已经较为普及。如美国、加拿大、意大利等国私人游艇保有量分别为1800万、250万、105万艘左右,人均保有量约为15.1人/艘、13.4人/艘和57.1人/艘。以中国现阶段游艇行业的发展来看,仍处于萌芽阶段,根本无法与欧美等发达国家相比,甚至远远低于170人/艘的世界平均水平。

表 9 主要国家游艇保有量和人均保有量

国家	国内游艇保有量	人均保有量
美国	1,800 万艘	15.1 人/艘
加拿大	250 万艘	13.4 人/艘
意大利	105 万艘	57.1 人/艘
世界平均水平	----	170 人/艘
中国	1200-1500 艘	100-115 万人/艘

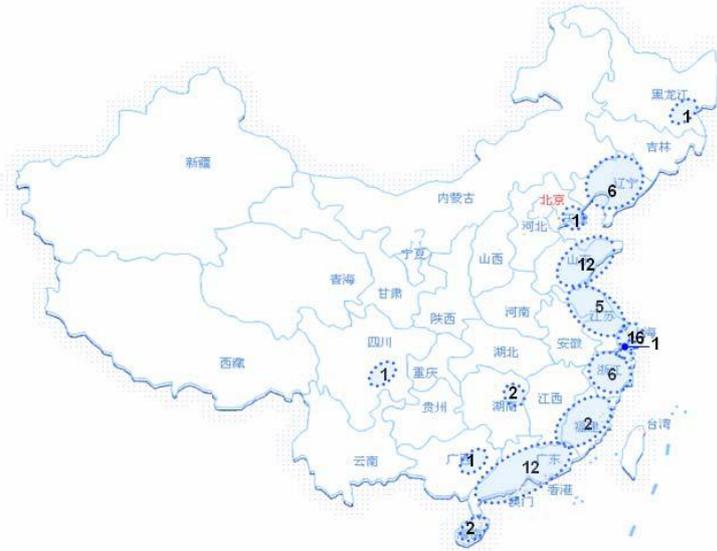
资料来源: 中国海洋行政执法公报, 东海证券研究所整理

我们认为造成这一现象的主要因素有三点, **首先, 文化底蕴不同**。我国基础文化属于内陆型文化, 而欧美等国的基础文化更偏向于航海型文化, 由于私人游艇在中国仍处于启蒙和普及阶段, 真正懂游艇和会玩游艇的人极少, 潜在消费者看多买少, 购买后停多游少。

其次, 辅助设施不完善、且维护成本高。根据《2010-2011 中国游艇产业报告》统计, 我国现有游艇俱乐部近百家, 但是真正建成运营的只有 28 家, 26 家仍处于建设期, 余下的 45 家还处于规划期, 全国范围内可供私人游艇停靠的码头及泊位数量有限, 且价格昂贵。以一艘 50 英尺(15 米)的游艇为例, 一年仅停泊费用就需要 8 万元以上, 这还不包含游艇平时的养护费、燃油费、人工费等, 这使得我国中产阶级在短期内很难成为购买私人游艇的主力。

而从全球游艇消费市场格局来看, 中产阶级却是购买私人游艇(小型船如帆船、钓鱼艇、快艇等)的主要力量。在美国 80%左右的游艇为单价在 5 万美元一下的中小型艇, 均价约为 3 万美元/艘, 折合不到 20 万人民币。在欧洲中小型游艇数量占比更是高达 84%左右。

图 18 已运营及建设中的游艇俱乐部分部



资料来源：公司公告，东海证券研究所整理

最后，航道管制，出航前期手续繁琐也是制约我国游艇发展的一个重要因素。按照我国现行政策规定，江河湖泊水域的管辖分属水运、公安、交运、旅游区还有旅游主管部门等。同时，各地颁发的游艇驾照也不能跨区域使用，这使得游艇实际运作手续十分繁琐。

虽然，近年来我国私人游艇行业发展较快，但受到维护成本过高、水上航行管制过严等因素影响，我国现有具备购买游艇能力及意愿的消费群体并未得到有效开发。预计随着国家及地方政策支持力度的逐步加大，以及私人游艇行业日趋成熟，我国私人游艇行业在未来 10 年间有望享受更高速的增长。

根据《2012 年胡润财富报告》显示，我国千万富豪人数已经达到 102 万人，相比 2011 年的 96 万人增长 6.3%，平均资产在 6,300 万元左右，主要集中在北京、上海、广州和浙江地区，这四个省市千万富豪总人数占比高达 60.3%。据不完全统计，有计划在未来购买私人游艇的富豪人数约为 15.3 万人，占富豪总人数的 15%左右。如果按国产游艇单艘价格 300 万-500 万元来计算，我国潜在游艇市场规模就已经达到 4,590 亿 - 7,650 亿元。

2.4. 商务艇：销售模式正在转变

商务艇广泛应用于商务活动、公关宣传以及旅游景点观光等领域，商务活动和公关宣传用的商务艇是目前我国游艇市场的一大主要需求。随着我国市场经济体制的不断完善，资本市场的不断成熟，以上市公司为代表的一批具备国际竞争力的大型企业正在不断涌现。这些企业的出现进一步提高了接待用商务艇的市场容量。包括华为公司、中信轮船公司、中国金茂集团等国内知名企业，均已购置了自己的商务艇。

在旅游观光方面，2007 年我国国内旅游人数 16.1 亿人次，到 2012 全年，国内旅游人数高达 29.37 亿人次，是 2007 年的 1.84 倍，旅游收入突破 2 万亿元。旅游人数较为集中地区包括上海、广东、江苏和浙江等地，均为沿海或邻水地区，具备充足的水上旅游资源可供开发。目前，除了一次性为旅游观光景点提供商务艇销售外，有实力的厂家还在尝试开拓以艇入股，与地方旅游企业共同开发旅游资源的模式。

2.5. 复合材料渔船: 未经开发的领域

复合材料渔船依靠其突出的性能, 在很多国家和地区正在逐步替代小型木质、钢制渔船。目前, 在欧美等主要国家, 小型木质、钢制渔船已经基本上被复合材料渔船淘汰, 新材料渔船在这些国家和地区的数量占比已经提升到 80% 左右。在美国近海捕捞的渔船几乎皆为复合材料制造, 木质渔船已全部淘汰。在日本整个 70 年代是复合材料渔船大发展的时期, 平均每年增加 1.8 万艘, 木质渔船的复合材料化改造, 有力地推动了渔业经济发展。到 2008 年日本复合材料渔船总数达到 35 万艘, 占机动渔船总数的 87.56%。在我国台湾地区 40 米以下渔船中, 复合材料渔船总数占比更是高达 90%。

我国现有木质机动渔船 54 万艘, 35 米以下小型钢质机动渔船 6 万余艘, 非机动渔船 40 万艘, 而全国 15 米以上的纯复合材料生产作业渔船仅不到 300 艘, 其它小型挂浆机、非机动和木船包覆复合材料渔船约 5000 艘, 占比不到全国机动渔船保有量的 1%, 是世界上复合材料渔船占有率最低的国家之一。

目前复合材料渔船在我国并没有得以政府为主导的推广与应用, 但其低耗能、低维修成本、高性能等优点十分突出。如果将我国 50% 的现有渔船升级为复合材料渔船, 按一般售价 25 万元计算, 市场空间可高达 1,250 亿元。

3. 整船企业数量少, 进入壁垒高

3.1. 行业内分散度高, 小型企业为主

我国从事复合材料船艇生产的企业共有 370 余家, 其中, 长三角地区(包括江苏、浙江和上海市)约 150 多家, 珠三角地区(包括广东、福建和海南岛)近 100 家, 环渤海地区(包括大连、天津、青岛、烟台)约 90 家, 而中部地区(包括湖南、湖北和重庆市)有 30 多家, 上述四个地区在全国复合材料船艇制造企业总数中所占的比例分别约为 41%、26%、24%和 9%。然而, 我国复合材料船艇生产企业普遍规模较小, 年销售额 1,000 万元以上的企业仅有 30 余家。85% 的生产企业主要从事工作船和零配件的生产, 而具备生产游艇能力的企业仅 50 家左右。

图 19 我国复合材料艇生产企业分部

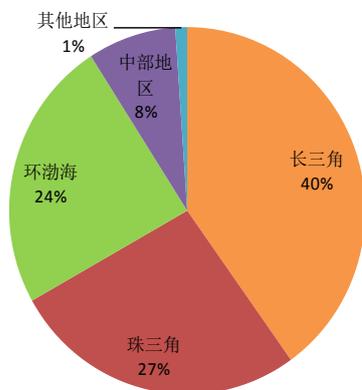
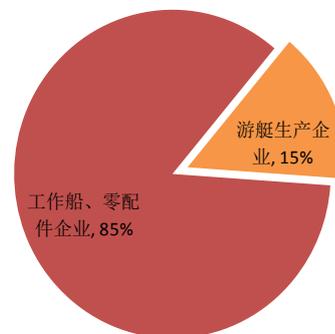


图 20 复合材料艇主要艇型占比



资料来源: WIND, 东海证券研究所整理

在特种艇领域, 太阳鸟、珠海江龙船舶制造有限公司、常州玻璃钢造船厂等企业, 占据了行业的中高端市场, 有能力在招标中获得国家海洋局、海关、港口引航站及军事单位等高端客户的订单, 大量低端企业以生产多用途快艇和冲锋舟为主, 产品同质化严重。

在游艇领域，第一梯队包括国际顶级品牌如 Sunseeker（英国圣沙克）、Ferretti（意大利法拉帝）等，占据了国内游艇产业的最高端，但由于上述品牌产品价格较高，受众较窄，在国内销售数量较低；第二梯队包括太阳鸟、Brunswick（美国宾士域）、显利（珠海）造船有限公司、东莞杰腾造船有限公司（台资）、上海红双喜游艇公司等，占据了国内游艇市场的中高端，其中显利、杰腾等企业以出口游艇为主，仅有少量产品参与国内市场竞争；第三梯队中船艇企业仅有少量游艇的生产，在技术和价格方面并没有突出优势。在国内复合材料船艇行业中，太阳鸟市场占有率约为 9.95%，位居行业第二的位置。

图 21 复合材料艇市场占有率情况

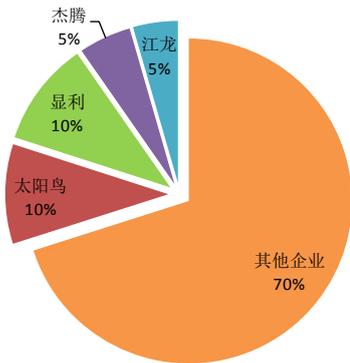


图 22 国内游艇行业主要竞争梯队



资料来源：WIND，东海证券研究所整理

3.2. 游艇制造对企业综合实力要求高

小企业难进入 - 复合材料船艇可分为高端产品领域和低端产品领域，其中低端船艇产品领域技术工艺简单，设计水平要求不高，产品同质化严重，进入门槛较低。高端复合材料船艇主要是私人游艇、商务艇和高技术新型特种艇，对设计、研发要求较高，技术工艺复杂，设备资金投入较大，具有较高的进入门槛。

- **设计和研发壁垒。** 船艇设计是一个多参数、多目标、多约束的求解和优化问题。以游艇为例，作为高附加值的水上平台，其设计过程是将几何造型、结构、功能、材料、工艺，通过工业设计进行一体化系统构思，使产品的各个部位能有机结合成整体，赋予其特有的功能与形态的过程。而新进入企业往往在美学设计、系统化集成等方面存在缺陷，难以在短期内具备强大的产品研发与设计能力，因而难以满足各类高端客户的需求。
- **技术和人才壁垒**- 高端船艇多为定制型，产品生产流程长、复杂程度高，同时，涉及新材料新工艺较多，实际操作和管理难度较大。同时，高端复合材料船艇还无法实现自动化流水线生产，因此，对技术工人的要求也较高。这些技术工人分布于复合材料工程、轮机安装、电气和高水平装饰等多个领域。而培训出具有合格技术水平和数量的技术工人，需要相当长时间才能完成，新进企业很难再短时间内全面掌握。
- **资质和质量控制要求**- 政府等机构用户和大型的游艇经销商对船艇生产厂家在资质、质量控制等方面有着严格的要求。如国内的绝大部门政府招标项目均要求船艇厂家具有设计与建造资质；复合材料船艇为单件高价商品，客户要求船艇制造企业具备良好的质控能力，以避免较高的后期维修费用。客户对企业的生产经验、品牌、资质和质量控制的要求，形成了进入本行业高端领域的又一主要障碍。

大企业不愿进入 - 虽然, 复合材料船艇未来行业空间将有较大幅度的增长, 但与金属船舶制造业每年 8,000 亿元的市场规模相比较仍然较小。同时, 复合材料船艇未来发展的重要空间在游艇, 而游艇个性化、定制化的特点使得该类船艇很难批量化生产, 以达到规模生产的效益。因此, 大型船舶制造企业进入复合材料船艇领域的动力不足。

4. 公司自身竞争优势

4.1. 客户群体细分, 针对不同需求

作为行业内从事复合材料船艇的龙头企业之一, 公司对终端客户群体的细分有着较为深刻的理解。虽然, 客户购买游艇的最终需求都是用于水上娱乐, 但不同的文化观念、收入、消费习惯以及生活方式等因素都会导致客户在消费过程中对于同类产品的不同看法, 游艇作为奢侈消费品在这方面表现的更加明显。

公司在发展初期就已经意识到了这一问题, 因此, 在充分考虑到客户所处不同文化背景、主要购买群体的年龄以及收入等因素后进一步细分市场, 从初期的船艇设计开始就确立了终端细分消费群体的范围, 在随后的销售中更加具备针对性。

公司旗下游艇品牌共有 7 个, 其中, 主推品牌有 3 个分别为凤鸟系列、圣保罗系列和美兰德系列。凤鸟系列游艇是针对新型年轻富裕群体, 在船艇设计方面, 融合了现代感、时尚感和运动元素; 圣保罗系列游艇以其稳重的外形, 更加适合年龄较大的消费群体。美兰德系列游艇的设计风格更加贴近欧洲, 主要面向海外市场。

4.2. 引进大型游艇技术, 具备先发优势

目前, 我国游艇消费理念主要体现在“尺寸”和“交付速度”两方面。首先, 我国游艇购买者在使用中更多偏向于朋友聚会, 船艇尺寸决定了可容纳人数, 因此在国内 20 米以上游艇需求量较大。其次, 由于私人游艇多为定制, 从国外购买设计生产周期较长, 再加上送检、运送等手续, 很可能将等后期拉长至 1 年以上, 而国内购买者普遍希望订购后快速交付。

截止 2011 年底, 我国游艇制造能力已经跻身全球十强。但在工艺水平、游艇尺寸等方面仍与国外品牌有一定差距。我国每年生产的游艇 80%-90% 出口海外, 但从以往游艇出口情况来看, 出口艇型还是以生产成本低廉、技术含量不高的中小型游艇为主, 船艇长度普遍在 24 - 48 英尺 (7.3-14.6 米), 而生产 50 英尺以上艇型的技术, 仍然掌控在国外企业手中。

为满足国内日益增长的对大中型游艇的需求, 以太阳鸟、上海佳豪为首的一批内资企业, 已经与国外知名游艇制造商组成战略合作伙伴关系, 引进成熟技术, 并实现了大型游艇的本土化生产, 在这一领域公司具备先发优势。

5. 公司估值

考虑到公司所处复合材料船艇制造行业景气度, 明显好于传统金属船舶制造业; 作为该行业内龙头企业之一, 市场占有率位居第二; 同时, 公司在手订单充足、业绩确定性强、未来行业需求有望持续增长。预计公司 2013-2015 年每股盈利分别为 0.52、0.63 和 0.76 元, 对应动态 PE 分别为 23.1 倍、19.0 倍和 15.7 倍。

在已上市的船舶制造类企业中，并没有与太阳鸟从事相同业务的公司，其中仅上海佳豪（300008）和舜天船舶（002608）两家公司在部分业务上相近。综合这两家公司现有估值水平来看，2013-2014年两家公司的平均PE分别为31.2倍、25.1倍；而同期太阳鸟动态PE仅为23.1倍和19.0倍，具备一定的安全边际，我们上调公司评级至“买入”，目标价15.00元。

表 10 分业务盈利预测

		2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
特种艇	营业收入（百万元）	53.29	156.70	326.20	430.58	495.17	544.69
	同比增长（%）	-32%	194%	108%	32%	15%	10%
	营业成本（百万元）	37.72	117.95	235.37	309.16	352.56	390.54
	同比增长（%）	-21%	212%	100%	31%	14%	11%
	毛利率（%）	29.76%	24.73%	27.84%	28.20%	28.80%	28.30%
商务艇	营业收入（百万元）	165.71	191.25	231.00	284.13	355.16	415.54
	同比增长（%）	98%	15%	21%	23%	25%	17%
	营业成本（百万元）	94.11	126.58	165.58	203.15	252.17	292.96
	同比增长（%）	81%	34%	31%	23%	24%	16%
	毛利率（%）	43.21%	33.81%	28.32%	28.50%	29.00%	29.50%
私人游艇	营业收入（百万元）	21.98	38.90	11.24	16.86	25.29	32.88
	同比增长（%）	22%	77%	-71%	59%	50%	30%
	营业成本（百万元）	15.15	25.46	8.74	12.82	19.10	24.60
	同比增长（%）	5%	68%	-66%	47%	49%	29%
	毛利率（%）	31.05%	34.56%	22.24%	24.00%	24.5%	24.2%

资料来源：东海证券研究所整理

附录：三大报表预测值
资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	860.30	874.59	1188.00	985.54
现金	392.02	223.45	267.30	303.30
应收账款	74.66	121.35	133.22	122.72
其它应收款	6.71	24.46	12.71	27.53
预付账款	39.67	77.41	71.45	84.73
存货	297.90	396.61	661.67	406.49
其他	49.33	31.30	41.65	40.76
非流动资产	527.15	613.84	715.51	770.74
长期投资	7.11	9.48	12.51	16.59
固定资产	308.00	396.29	465.34	509.55
无形资产	61.97	74.96	86.63	95.91
其他	150.08	133.11	151.04	148.69
资产总计	1387.46	1488.43	1903.51	1756.27
流动负债	521.54	565.13	906.24	667.54
短期借款	140.80	195.01	227.54	180.64
应付账款	59.05	93.11	114.05	126.37
其他	321.70	277.02	564.66	360.53
非流动负债	5.39	4.71	5.36	5.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.39	4.71	5.36	5.16
负债合计	526.93	569.84	911.61	672.69
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	860.52	918.59	991.90	1083.58
负债和股东权益	1387.46	1488.43	1903.51	1756.27

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	26.95	-90.21	168.37	203.09
净利润	54.96	71.98	87.22	105.59
折旧摊销	30.18	29.54	38.18	45.69
财务费用	0.60	1.59	3.98	5.20
投资损失	0.10	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-69.66	-193.47	39.02	46.65
其它	10.77	0.16	-0.02	-0.04
投资活动现金流	-16.42	-116.39	-139.82	-100.88
资本支出	101.22	89.83	97.18	50.29
长期投资	6.83	2.37	3.03	4.08
其他	91.62	-24.19	-39.61	-46.52
筹资活动现金流	78.00	-64.63	6.99	-31.44
短期借款	96.90	-48.45	24.23	-12.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-18.90	-16.18	-17.23	-19.32
现金净增加额	88.53	-271.23	35.54	70.78

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	579.93	744.84	891.00	1010.99
营业成本	416.57	534.78	634.97	721.01
营业税金及附加	6.13	7.77	9.16	10.54
营业费用	43.05	56.76	68.52	70.77
管理费用	51.29	61.15	73.51	80.37
财务费用	0.60	1.59	3.98	5.20
资产减值损失	1.37	1.49	1.78	2.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.10	0.00	0.00	0.00
营业利润	60.83	81.31	99.09	121.07
营业外收入	6.27	4.27	5.51	5.35
营业外支出	1.11	1.07	1.09	1.08
利润总额	65.99	84.50	103.51	125.34
所得税	11.03	12.52	16.29	19.75
净利润	54.96	71.98	87.22	105.59
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	54.96	71.98	87.22	105.59
EBITDA	92.86	114.88	147.00	174.71
EPS(元)	0.40	0.52	0.63	0.76

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	46.27%	28.44%	19.62%	13.47%
营业利润	28.72%	33.66%	21.87%	22.18%
归属母公司净利润	24.84%	30.97%	21.17%	21.06%
获利能力				
毛利率	28.17%	28.20%	28.74%	28.68%
净利率	9.48%	9.66%	9.79%	10.44%
ROE	6.54%	8.09%	9.13%	10.17%
ROIC	5.19%	6.50%	7.49%	8.56%
偿债能力				
资产负债率	37.98%	38.28%	47.89%	38.30%
净负债比率	16.36%	21.23%	22.94%	16.67%
流动比率	1.65	1.55	1.31	1.48
速动比率	1.08	0.85	0.58	0.87
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.52	0.53	0.55
应收帐款周转率	8.01	7.60	7.00	7.90
应付帐款周转率	0.10	0.13	0.13	0.13
每股指标(元)				
每股收益	0.40	0.52	0.63	0.76
每股经营现金	0.19	-0.65	1.21	1.46
每股净资产	6.19	6.60	7.13	7.79
估值比率				
P/E	33.14	23.06	19.03	15.72
P/B	2.12	1.81	1.67	1.53
EV/EBITDA	16.97	14.24	11.06	8.83

资料来源：港澳资讯

分析师简介:

闻祥: 会计学硕士、机械电子工程学士, 证券业中介机构三年从业经验, 证券研究所三年以上工作经验。

附注:

一、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%

二、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%

三、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%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 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。本报告可能因时间等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。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。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”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。

六、资格说明

东海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, 已经具备证券投资咨询业务资格。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。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8621) 20333619
传真: (8621) 50585608
邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8610) 66216231
传真: (8610) 59707100
邮编: 100089