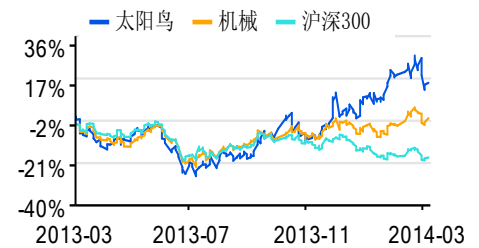


交易数据

总市值 (百万元)	2,562.03
流通市值 (百万元)	2,283.51
总股本 (百万股)	140.93
流通股本 (百万股)	125.61
12个月价格区间	11.43/20.30元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.98	26.23	33.81
绝对收益	-3.81	14.48	19.61

张仲杰

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020002
zhangzj@essence.com.cn
021-68767839

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-68763578

相关报告

业绩保持稳步增长态势	2013-10-25
毛利率下降导致净利增速低于收入	2013-08-25
期待新设海警局特种艇的招标启动	2013-07-15

新的发展模式值得期待

■ **新的发展模式促游艇业加速发展:** 游艇行业的消费需求存在可观的开拓空间, 未来的模式可能聚焦在全国联网的俱乐部, 若俱乐部具有生存能力并不断发展, 游艇厂商必将迎来持续的新增需求。游艇厂商与各地俱乐部的有效合作是这一模式形成的基础, 作为行业龙头的太阳鸟我们认为可以发挥积极的建设性作用。

■ **国内游艇消费群体基数庞大:** 全球游艇业最大消费群体实际上是中等收入群体, 价格在人民币 30—50 万元左右的钓鱼艇、帆船等中低档游艇最受欢迎。中低档游艇既可以作为海上运动、游乐、商务活动和社交的工具, 也可以用作载客经营; 中高收入阶层及一般机构和企业都能够承担其价格和费用, 而这类消费群是今后相当长时期游艇的主力消费群。我们估计国内未来也将沿着这一趋势发展。

■ **临海地区游艇项目蓬勃兴起:** 我国辽宁、河北、山东、江苏、上海、浙江、福建、广东、海南、重庆等沿海和内陆水上旅游资源丰富且经济相对发达的省市游艇业已有所发展, 其中以深圳、珠海、三亚、厦门、上海、青岛、日照、天津、大连等地发展较快, 地域优势凸现。

■ **游艇俱乐部是有效的分销渠道:** 很多濒水楼盘都规划有游艇俱乐部或计划购买游艇。全国开发和待开发的游艇港项目超过 150 个, 很多项目是和房地产业相结合的游艇地产。这主要是由于发展游艇经济必须有码头, 这类码头是山地湖湾、游艇码头、扇形坡地、会所别墅、酒店、度假村、球场等一系列与游艇运动配套产生的地产项目。未来均具有升值潜力, 游艇俱乐部的运营应有稳健的基础。

■ **融资租赁将发挥作用:** 俱乐部即使配置几艘中型游艇其投资也在数千万元, 为减轻其初始投资压力, 融资租赁应是合理的选择, 这方面游艇厂商—金融中介—游艇俱乐部将可以开展有益的合作。

■ **上调合理股价至 20.4 元:** 按照 2014 年 30 倍 PE, 合理股价 20.4 元, 3 月 4 日收盘价 18.18 元, 维持“增持-A”投资评级。

■ **风险提示:** 行业及公司基本面变化导致业绩不符合预期。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	396.5	579.9	764.8	962.9	1,231.5
净利润	44.0	55.0	69.9	94.9	135.6
每股收益(元)	0.31	0.39	0.50	0.68	0.97
每股净资产(元)	5.81	6.11	6.69	7.37	8.35

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	58.2	46.6	36.2	26.7	18.6
市净率(倍)	3.1	3.0	2.7	2.5	2.2
净利润率	11.1%	9.5%	9.1%	9.9%	11.0%
净资产收益率	5.4%	6.4%	7.5%	9.3%	11.7%
股息收益率	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	15.0%	13.2%	12.0%	16.2%	23.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总(2014年03月04日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	396.5	579.9	764.8	962.9	1,231.5	成长性					
减:营业成本	278.0	416.6	555.0	691.5	866.7	营业收入增长率	62.6%	46.3%	31.9%	25.9%	27.9%
营业税费	3.9	6.1	7.6	9.6	12.3	营业利润增长率	30.3%	28.7%	26.9%	38.1%	45.0%
销售费用	26.9	43.0	54.3	67.4	86.2	净利润增长率	37.7%	24.8%	27.1%	35.8%	43.0%
管理费用	43.8	51.3	68.8	86.7	110.8	EBITDA 增长率	11.7%	52.2%	13.8%	32.9%	38.6%
财务费用	-5.6	0.6	1.9	1.1	0.9	EBIT 增长率	7.9%	47.3%	28.7%	36.3%	44.3%
资产减值损失	2.1	1.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	12.1%	44.4%	28.6%	34.1%	42.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	63.9%	41.0%	-0.6%	-1.6%	23.2%
投资和汇兑收益	-0.1	-0.1	-	-	-	净资产增长率	4.5%	5.0%	8.1%	10.2%	13.2%
营业利润	47.3	60.8	77.2	106.6	154.5	利润率					
加:营业外净收支	5.0	5.2	5.0	5.0	5.0	毛利率	29.9%	28.2%	27.4%	28.2%	29.6%
利润总额	52.2	66.0	82.2	111.6	159.5	营业利润率	11.9%	10.5%	10.1%	11.1%	12.5%
减:所得税	8.2	11.0	12.3	16.7	23.9	净利润率	11.1%	9.5%	9.1%	9.9%	11.0%
净利润	44.0	55.0	69.9	94.9	135.6	EBITDA/营业收入	15.1%	15.7%	13.5%	14.3%	15.5%
						EBIT/营业收入	10.5%	10.6%	10.3%	11.2%	12.6%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	179	173	160	151	136
货币资金	439.0	392.0	485.1	589.3	589.9	流动营业资本周转天数	26	33	21	-12	-7
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	718	524	458	458	440
应收帐款	84.5	81.4	106.9	171.5	266.5	应收帐款周转天数	55	45	40	48	58
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	140	165	163	166	169
预付帐款	27.1	39.7	45.2	52.1	60.8	总资产周转天数	1,006	816	726	698	645
存货	234.1	297.9	395.3	492.6	664.9	投资资本周转天数	308	315	279	219	190
其他流动资产	44.6	49.3	54.0	58.9	65.6						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	5.4%	6.4%	7.5%	9.3%	11.7%
长期股权投资	0.3	7.1	7.0	7.0	7.0	ROA	3.5%	4.0%	4.1%	4.7%	5.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	15.0%	13.2%	12.0%	16.2%	23.5%
固定资产	249.6	308.0	372.4	436.2	494.3	费用率					
在建工程	60.2	69.2	89.5	89.7	89.8	销售费用率	6.8%	7.4%	7.1%	7.0%	7.0%
无形资产	33.9	62.0	57.9	54.2	50.6	管理费用率	11.0%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
其他非流动资产	68.5	80.9	84.7	84.7	84.7	财务费用率	-1.4%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
资产总额	1,241.8	1,387.5	1,697.9	2,036.1	2,374.3	三费/营业收入	16.4%	16.4%	16.3%	16.1%	16.1%
短期债务	43.9	140.8	160.0	160.0	160.0	偿债能力					
应付帐款	122.6	128.1	197.7	246.3	261.2	资产负债率	34.0%	38.0%	45.2%	49.6%	51.1%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	51.5%	61.2%	82.5%	98.6%	104.5%
其他流动负债	249.8	252.4	402.3	594.8	779.6	流动比率	1.99	1.65	1.43	1.36	1.37
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.43	1.08	0.91	0.87	0.82
其他非流动负债	6.0	5.4	7.2	9.2	11.9	利息保障倍数	-7.49	103.19	42.41	95.51	182.03
负债总额	422.3	526.9	767.5	1,010.9	1,213.4	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.06	0.10	-	-	-
股本	139.1	139.1	139.1	139.1	139.1	分红比率	19.7%	25.3%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	680.4	721.4	791.3	886.1	1,021.8	股息收益率	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	819.5	860.5	930.4	1,025.2	1,160.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	44.0	55.0	69.9	94.9	135.6	EPS(元)	0.31	0.39	0.50	0.68	0.97
加:折旧和摊销	18.1	30.2	24.4	29.9	35.3	BVPS(元)	5.81	6.11	6.69	7.37	8.35
资产减值准备	2.1	1.4	-	-	-	PE(X)	58.2	46.6	36.2	26.7	18.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.1	3.0	2.7	2.5	2.2
财务费用	4.0	3.2	1.4	1.9	1.1	P/FCF	-18.9	-122.2	27.3	24.3	4,215.6
投资损失	0.1	0.1	-	-	-	P/S	6.5	4.4	3.3	2.6	2.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	22.9	18.2	21.1	15.2	10.9
营运资金的变动	-75.3	-74.2	88.9	69.6	-80.2	CAGR(%)	29.2%	35.1%	37.0%	37.7%	32.6%
经营活动产生现金流量	32.0	26.9	185.1	195.5	91.6	PEG	2.0	1.3	1.0	0.7	0.6
投资活动产生现金流量	-320.7	-16.4	-110.0	-90.1	-90.1	ROIC/WACC	1.5	1.4	1.2	1.7	2.4
融资活动产生现金流量	-32.5	78.0	17.3	-1.1	-0.9	REP	2.1	2.0	3.0	2.1	1.2

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张仲杰、王书伟分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

