

**证券研究报告—动态报告公司快评**
**机械设备**
**太阳鸟 (300123)**
**买入**
**运输机械**
**重大事件快评**

(调高评级)

2014年12月22日

# 拟设立融资租赁公司，新型营销模式迈出关键步伐

**证券分析师：朱海涛**

0755-22940097

zhuht@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980513100004

**证券分析师：成尚汶**

010-88005315

chengsw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980514040002

## 事项：

公司发布公告，公司拟以自有资金出资人民币 12,750 万元与香港子公司出资 4250 万元共同设立珠海凤凰融资租赁有限公司，本次设立完成后，公司占租赁公司注册资本的 75%，香港子公司占租赁公司注册资本的 25%。

## 评论：

### ■ 提前布局游艇产业融资租赁，增强主业营销服务竞争力

在西方发达国家，融资租赁是仅次于银行信贷和资本市场的第三大融资工具，飞机、轮船、车辆等交通工具、工程机械、办公、电力、医疗等设备的租赁比例高达 60% 以上，很多设备制造商都成立了专业化的租赁公司。由于游艇产品的单价较高，在销售过程中可充分使用按揭、融资租赁等金融工具，从全球游艇产业来看，将近 60% 的游艇交易是通过融资租赁实现的，而目前国内游艇融资租赁的案例还非常少，几乎还处在空白阶段。公司布局融资租赁公司，旨在服务主营业务，增强公司营销服务竞争力，融资租赁公司拟设立在珠海横琴，横琴于今年 8 月底下发了下发融资租赁业发展试行办法，将从税收、财政等多方面鼓励开展融资租赁，公司将充分享受到地域政策优惠。

### ■ 下游客户和太阳鸟在融资租赁模式中均实现受益

对下游客户而言，融资租赁可以减轻客户一次性支付大额资金的压力，客户支付 30% 左右的首付款（根据客户资质确定首付比例），剩余部分使用融资租赁，客户购置游艇只需要支出较少的自有资金就可以取得设备的使用权，用未来的综合效益偿还租金，改善企业现金流；另一方面，下游客户如果采用经营租赁方式还可以达到表外融资，不改变负债比例，保有银行信贷额度，使企业保持一个合理的财务结构。对太阳鸟而言，公司能够通过自己的租赁公司为客户提供融资服务，增强竞争力，相比抵押贷款，客户对供货商提供融资租赁服务接受度更高，而且通过开展信用销售，有望快速扩大公司的销售规模；另一方面，太阳鸟作为上市公司，能够为下属融资租赁公司提供担保，融资租赁公司本身就具备较强的融资能力，融资租赁公司中外合资的背景，有利于租赁公司从外资银行融入更低成本的资金，提高公司整体资金利用效率；第三，通过开展融资租赁服务，公司不仅可以直接从自己的租赁公司获得设备销售款，改善回款情况，同时还可以分享中间环节的利润。

### ■ “游艇产品+服务+金融”商业模式已现雏形

公司以游艇产品为核心，向下游服务产业链延伸，打造游艇产品+服务+金融生态产业平台的商业模式已现雏形，公司通过打造游艇俱乐部联盟，把公司游艇产业上市平台嫁接和整合到游艇产业的营销及融资活动中，把合作游艇俱乐部及会员的营销行为转化为成一种投融资行为。公司与国内现有运作相对成熟的游艇俱乐部围绕产业链进行多元化合作，将其发展为公司的经销代理商和特约维修商，并在双方合作良好的情况下，考虑对其参股，逐渐形成以太阳鸟游艇为核心的全国游艇俱乐部销售平台。游艇俱乐部购买游艇用于运营，本身就是公司游艇销售结构中的一个重要群体，游艇由于单价相对较高，本身具备较强的金融属性，公司设立融资租赁公司后，能够为合作游艇俱乐部及会员提供更优惠、更便捷的服务，通过俱乐部代理销售平台与信用销售模式相结合，对公司销售规模的扩大将带来乘数效应；游艇俱乐部传统核

心业务是销售会籍并为会员提供服务，本质就是一种融资行为，俱乐部会员的数量越多，会籍销售和会员服务收入越多，经营业绩越好，经营效益好的游艇俱乐部未来有被上市公司收购的可能性，俱乐部股东会员资产亦有机会实现证券化，合作游艇俱乐部会籍的吸引力得到增强，形成良性循环。

#### ■ 新型营销模式迈出关键步伐，上调至“买入”评级

我们长期看好游艇产业的前景与空间，公司设立融资租赁公司不仅将为公司带来融资租赁的业务收入，更是公司结合金融工具在设备营销和资产经营上的创新应用，融资租赁公司将是公司经营模式创新升级的重要环节，也将为国内游艇产业的发展产生推动作用，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.13、0.29 和 0.37 元，对应 PE 为 89x、41x 和 32x，公司新型营销模式已经迈出关键步伐，明年业绩将迎来反转，上调至“买入”评级。

#### ■ 风险提示

游艇产业联盟整合低于预期，特种艇招标时间和规模不确定

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	135	288	235	280
应收款项	152	100	193	249
存货净额	299	181	325	403
其他流动资产	99	68	115	142
<b>流动资产合计</b>	<b>685</b>	<b>637</b>	<b>868</b>	<b>1074</b>
固定资产	462	490	494	483
无形资产及其他	129	123	118	113
投资性房地产	74	74	74	74
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1350</b>	<b>1325</b>	<b>1554</b>	<b>1745</b>
短期借款及交易性金融负债	154	200	189	180
应付款项	98	56	98	117
其他流动负债	170	115	216	282
<b>流动负债合计</b>	<b>423</b>	<b>371</b>	<b>503</b>	<b>579</b>
长期借款及应付债券	0	0	40	80
其他长期负债	4	4	4	4
<b>长期负债合计</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>44</b>	<b>84</b>
<b>负债合计</b>	<b>427</b>	<b>376</b>	<b>547</b>	<b>663</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	922	949	1007	1082
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1350</b>	<b>1325</b>	<b>1554</b>	<b>1745</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.21	0.13	0.29	0.37
每股红利	0.09	0.04	0.09	0.11
每股净资产	3.19	3.28	3.49	3.74
ROIC	6%	4%	9%	10%
ROE	7%	4%	8%	10%
毛利率	26%	27%	28%	28%
EBIT Margin	11%	10%	12%	12%
EBITDA Margin	16%	21%	18%	17%
收入增长	17%	-29%	82%	29%
净利润增长率	11%	-38%	119%	28%
资产负债率	32%	28%	35%	38%
息率	1%	0%	1%	1%
P/E	55.6	89.3	40.8	31.9
P/B	3.7	3.6	3.4	3.1
EV/EBITDA	34.4	37.2	24.3	20.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>680</b>	<b>486</b>	<b>883</b>	<b>1134</b>
营业成本	500	356	636	819
营业税金及附加	8	5	9	11
销售费用	44	31	57	74
管理费用	55	43	75	96
财务费用	9	11	13	14
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(6)	(5)	(5)	(5)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	58	35	88	115
营业外净收支	14	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>72</b>	<b>45</b>	<b>98</b>	<b>125</b>
所得税费用	11	7	14	19
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>61</b>	<b>38</b>	<b>83</b>	<b>107</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>61</b>	<b>38</b>	<b>83</b>	<b>107</b>
资产减值准备	4	1	0	0
折旧摊销	38	51	57	60
公允价值变动损失	6	5	5	5
财务费用	9	11	13	14
营运资本变动	(184)	104	(142)	(75)
其它	(4)	(1)	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>(78)</b>	<b>198</b>	<b>3</b>	<b>97</b>
资本开支	(120)	(80)	(60)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(113)</b>	<b>(80)</b>	<b>(60)</b>	<b>(50)</b>
权益性融资	13	0	0	0
负债净变化	0	0	40	40
支付股利、利息	(26)	(11)	(25)	(32)
其它融资现金流	(28)	46	(11)	(9)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(66)</b>	<b>35</b>	<b>4</b>	<b>(1)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(257)</b>	<b>153</b>	<b>(53)</b>	<b>46</b>
货币资金的期初余额	392	135	288	235
货币资金的期末余额	135	288	235	280
企业自由现金流	(203)	118	(55)	49
权益自由现金流	(231)	155	(37)	68

## 相关研究报告:

《太阳鸟-300123-重大事件快评: 中报业绩同比下滑 30%~50%, 预计下半年增速回升》 ——2014-07-15

《太阳鸟-300123-深度研究系列之一: 看好游艇业务, 静待特种艇招标》 ——2014-07-07

《太阳鸟-300123-新股分析: 游艇业海阔天空,太阳鸟羽翼初丰》 ——2010-09-27

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行