

2017年07月20日

太阳鸟 (300123.SZ)

# 军工电子老厂重组过会，资本市场新贵扬帆起航

■积极并购拓展游艇业务，步入高附加值船舶蓝海

公司是国内规模最大、设计和研发技术水平最高、品种结构最齐全的复合材料船艇企业之一，是国内领先全材质游艇、商务艇和特种艇系统方案提供商。近年受经济下行和航运市场萧条影响，公司业绩承压。

2016年，公司设立的珠海凤凰融资租赁有限公司开始运营，拓展进入船艇金融服务领域，同时完成了对先歌游艇（大型豪华游艇的制造和出口销售）、益阳中海（钢质船舶生产）、沅江中海（大型工程类船舶生产）的收购。公司以游艇为主体战略，不断开发海外市场，同时丰富产品线、拓展中大型金属军工特种艇及军事用途挖泥船产品市场，走出民船竞争红海，步入高附加值船舶蓝海。

2016年，公司营收 5.87 亿，同比增长 32.96%，实现归母净利润 1827 万，同比增长 35.50%。2017 年中报预计归母净利润 893 万~1056 万，同比增长 65%~95%。

■收购亚光电子过会，进入微波组件行业第一梯队，成为体量最大军工电子上市公司

上市公司太阳鸟以发行股份的方式（12.95 元/股）购买 97.38% 亚光电子股权，交易价格为 33.42 亿元；同时非公开发行不超过 0.60 亿股募集配套资金不超过 10.66 亿。交易完成前后，公司实际控制人都是李跃先先生，未构成借壳上市。7 月 19 日，公司重组事项获得中国证监会并购重组委审核有条件通过。

2016 年，亚光电子营收 8.18 亿，净利润 1.39 亿。亚光电子 2017、2018、2019 年承诺利润分别为 1.6 亿、2.2 亿、3.1 亿。

近年来，雷达等军工电子行业发展迅速，微波组器件公司受到资本市场越来越多的关注，相关并购案例逐渐增多。典型的案例有，红相电力收购星波通信，盛路通信收购南京恒电，方大化工收购长沙韶光，以及太阳鸟收购亚光电子。比较上述几个标的公司以及收购方案我们认为：①技术水平：亚光电子处于微波组件行业内第一梯队，积淀深厚，技术领先，亚光电子的军用产品业务微波电路及组件领域中，公

公司快报

证券研究报告

船舶制造

投资评级 买入-A

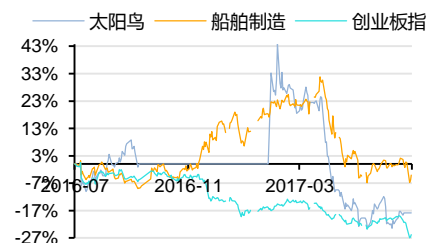
维持评级

6 个月目标价：16.8 元  
 股价 (2017-07-12) 12.38 元

交易数据

总市值 (百万元)	3,735.36
流通市值 (百万元)	3,393.12
总股本 (百万股)	301.73
流通股本 (百万股)	274.08
12 个月价格区间	11.53/21.66 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.47	-11.43	8.99
绝对收益	-6.78	-20.13	-16.91

冯福章 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1450517040002  
 fengfz@essence.com.cn

王书伟 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1450511090004  
 wangsw@essence.com.cn  
 021-35082037

张超 报告联系人  
 zhangchao@essence.com.cn

杨光 报告联系人  
 yangguang1@essence.com.cn  
 010-83321033

余平 报告联系人  
 yuping1@essence.com.cn

相关报告

太阳鸟：船艇军工两翼齐振，太阳鸟重生变凤凰/王书伟 2017-02-21

司与 A 所和 B 所并称为“两所一厂”，占据着国内微波电路及组件的大部分市场份额，远远领先于其他科研单位和企业；②营收体量、盈利规模：亚光电子 2016 年营收 8.18 亿，远高于星波通信等标的，我们预测未来三年公司营收会达到 10 亿以上；③毛利率：公司毛利率水平低于其余标的，引入民营股东后，公司经营效率和竞争能力提高，毛利率水平尚有较大提升空间。

#### ■投资建议：

交易完成后上市公司总股本将增至 6.2 亿股（考虑配套融资），当前股价对应备考市值 76.8 亿。我们预计，公司 2017、2018、2019 年净利润（备考）分别为 2.0 亿、2.6 亿、3.5 亿，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 16.8 元，对应 2017、2018、2019 年 PE（备考）分别为 52、40、30 倍。

#### ■风险提示：军工业务不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	441.6	587.1	645.8	710.4	781.5
净利润	13.5	18.3	35.2	37.6	31.9
每股收益(元)	0.04	0.06	0.12	0.12	0.11
每股净资产(元)	3.09	3.82	3.95	4.07	4.18

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	277.0	204.5	106.2	99.2	117.0
市净率(倍)	4.0	3.2	3.1	3.0	3.0
净利润率	3.1%	3.1%	5.4%	5.3%	4.1%
净资产收益率	1.5%	1.3%	3.0%	3.0%	2.6%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.1%	1.8%	1.8%	2.2%	2.7%

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

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	441.6	587.1	645.8	710.4	781.5	成长性					
减:营业成本	319.2	450.4	490.8	532.8	586.1	营业收入增长率	14.3%	33.0%	10.0%	10.0%	10.0%
营业税费	3.8	9.3	3.5	3.9	4.2	营业利润增长率	-748.8%	-48.2%	702.0%	34.0%	-9.5%
销售费用	27.2	26.1	51.7	49.7	54.7	净利润增长率	-39.1%	35.5%	92.6%	7.0%	-15.2%
管理费用	54.9	77.1	71.0	78.1	86.0	EBITDA 增长率	33.5%	19.7%	-9.9%	20.2%	4.6%
财务费用	18.8	25.1	-10.7	-7.2	2.5	EBIT 增长率	113.0%	6.2%	-4.0%	58.7%	10.2%
资产减值损失	8.1	-5.8	0.1	-	-	NOPLAT 增长率	105.7%	-1.3%	27.8%	35.8%	10.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.1%	28.7%	8.9%	-9.8%	6.4%
投资和汇兑收益	-	0.1	0.1	-	-	净资产增长率	1.4%	22.6%	3.4%	3.1%	2.7%
营业利润	9.5	4.9	39.6	53.1	48.0	利润率					
加:营业外净收支	9.9	16.9	-	-6.0	-6.0	毛利率	27.7%	23.3%	24.0%	25.0%	25.0%
利润总额	19.4	21.8	39.6	47.1	42.0	营业利润率	2.2%	0.8%	6.1%	7.5%	6.1%
减:所得税	4.7	6.5	2.6	9.4	8.4	净利润率	3.1%	3.1%	5.4%	5.3%	4.1%
净利润	13.5	18.3	35.2	37.6	31.9	EBITDA/营业收入	17.6%	15.9%	13.0%	14.2%	13.5%
						EBIT/营业收入	6.4%	5.1%	4.5%	6.5%	6.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	360	330	337	282	234
						流动资产周转天数	293	234	266	260	248
						流动营业资本周转天数	658	574	553	517	506
						应收账款周转天数	99	98	107	101	102
						存货周转天数	273	246	270	264	257
						总资产周转天数	1,329	1,221	1,222	1,097	1,005
						投资资本周转天数	912	839	897	809	720
						投资回报率					
						ROE	1.5%	1.3%	3.0%	3.0%	2.6%
						ROA	0.8%	0.7%	1.7%	1.8%	1.5%
						ROIC	2.1%	1.8%	1.8%	2.2%	2.7%
						费用率					
						销售费用率	6.2%	4.4%	8.0%	7.0%	7.0%
						管理费用率	12.4%	13.1%	11.0%	11.0%	11.0%
						财务费用率	4.3%	4.3%	-1.7%	-1.0%	0.3%
						三费/营业收入	22.8%	21.8%	17.3%	17.0%	18.3%
						偿债能力					
						资产负债率	46.6%	45.9%	44.7%	40.8%	42.3%
						负债权益比	87.4%	84.8%	80.8%	68.9%	73.4%
						流动比率	1.22	1.02	1.12	1.22	1.42
						速动比率	0.73	0.55	0.54	0.61	0.69
						利息保障倍数	1.51	1.20	-2.69	-6.33	20.41
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	-	-	-	-
						分红比率	42.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	265.4	204.3	129.2	142.1	156.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	128.2	190.4	193.2	205.9	236.5
应收票据	-	-	0.3	0.1	0.1
预付账款	107.4	69.6	116.1	104.0	127.3
存货	367.7	436.3	532.9	507.2	608.6
其他流动资产	48.6	53.8	57.3	53.2	54.8
可供出售金融资产	1.2	1.2	0.8	1.1	1.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	450.0	627.5	579.9	532.3	484.7
在建工程	150.6	202.9	202.9	202.9	202.9
无形资产	191.7	305.5	298.0	290.5	282.9
其他非流动资产	-	-	-	-	-
资产总额	1,803.0	2,180.1	2,205.3	2,124.8	2,238.6
短期债务	471.1	553.0	573.7	410.5	409.8
应付账款	120.0	201.5	160.6	213.5	207.3
应付票据	16.6	-	32.9	4.1	29.8
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	58.5	16.3	36.7	-	73.4
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	840.9	1,000.6	985.4	867.0	947.3
少数股东权益	30.5	27.6	29.4	29.4	31.1
股本	285.2	301.7	301.7	301.7	301.7
留存收益	650.9	853.9	888.7	926.6	958.5
股东权益	962.2	1,179.5	1,219.9	1,257.8	1,291.3

## 现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	14.7	15.3	35.2	37.6	31.9
加:折旧和摊销	52.4	66.7	55.1	55.1	55.1
资产减值准备	8.1	-5.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	18.0	25.0	-10.7	-7.2	2.5
投资损失	-	-0.1	-0.1	-	-
少数股东损益	1.2	-2.9	1.9	-	1.7
营运资金的变动	83.9	-88.6	-197.5	117.7	-150.5
经营活动产生现金流量	122.8	-0.3	-116.2	203.2	-59.3
投资活动产生现金流量	-176.4	-123.6	0.3	-0.3	0.1
融资活动产生现金流量	165.1	60.5	40.8	-190.0	73.4

## 业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.04	0.06	0.12	0.12	0.11
BVPS(元)	3.09	3.82	3.95	4.07	4.18
PE(X)	277.0	204.5	106.2	99.2	117.0
PB(X)	4.0	3.2	3.1	3.0	3.0
P/FCF	51.6	-14.1	-50.1	991.6	360.6
P/S	8.5	6.4	5.8	5.3	4.8
EV/EBITDA	61.5	53.0	50.3	39.8	38.7
CAGR(%)	36.8%	29.9%	20.7%	36.8%	29.9%
PEG	7.5	6.8	5.1	2.7	3.9
ROIC/WACC	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
REP	15.2	14.2	11.2	9.5	7.4

资料来源: 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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

冯福章、王书伟声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034