

公司调研点评
太阳鸟 (300123)
国防军工 | 船舶制造
亚光电子并表提升公司业绩，游艇主业砥砺前行

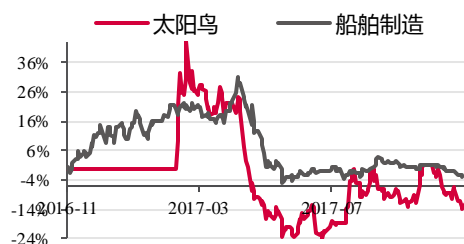
2017年11月06日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 首次

合理区间 **15.25-20.25 元**
交易数据

当前价格 (元)	13.33
52周价格区间 (元)	11.21-21.98
总市值 (百万)	7462.07
流通市值 (百万)	3686.82
总股本 (万股)	55979.49
流通股 (万股)	27658.07

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
太阳鸟	-14.77	-4.47	-13.53
船舶制造	-3.8	-2.76	-2.39

何晨

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

郑祖杰

zhengzj@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理

0731-89955704

相关报告

- 1 《太阳鸟：公司研究*太阳鸟 (300123) 三季度点评：向高端服务业升级转型》2014-10-29
- 2 《太阳鸟：公司研究*太阳鸟 (300123) 跟踪点评：多因素促进公司业绩增长》2014-02-24
- 3 《太阳鸟：公司研究*太阳鸟 (300123) 调研深度报告：“内外兼修”推动公司持续发展》2013-12-10

预测指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	441	587	1060	1300	1660
净利润 (百万元)	13.48	18.27	120	250	340
每股收益 (元)	0.05	0.06	0.21	0.45	0.61
每股净资产 (元)	3.27	3.82	2.38	2.69	2.96
P/E	266.6	222.2	63.5	29.6	21.9
P/B	4.1	3.5	5.6	5.0	4.5

资料来源：贝格数据，财富证券

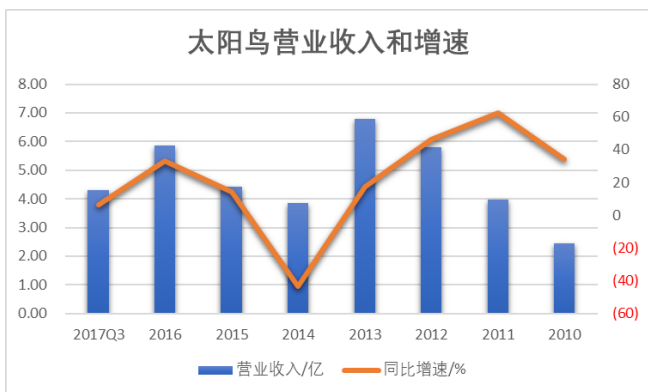
投资要点：

- 2017年Q3公司营收4.3亿，同比增长6.56%，归母净利1900万，同比增长95.6%。公司的毛利率达到了25%左右，但净利率很低，主要是公司不断并购新增的产能还没有完全释放，大量设备的折旧和摊销降低了公司的净利率。未来公司游艇业务不断拓展，净利率有望逐年提升。
- 现在公司主要做游艇定制，一艘船从接单到交付要6-12个月。但购买游艇属于冲动型消费，这么长的生产期限对订单的实现情况有影响。因此，为了实现游艇的快速化生产，公司决定在长沙麓谷做量产的游艇，主要是通过模块化的生产设计实现个性化的量产。一般在游艇的成本中，船体占30-40%的成本，发动机和通导设备50%，装饰占10-20%
- 在2016年底，公司看中优质的军工标的——成都亚光电子，亚光电子主要生产半导体分立器件、微波电路及组件，其产品主要应用于雷达、导引头和航天通信。其行业龙头地位优势明显。但此前由其子公司欣华欣拖累，业绩逐年亏损。亚光电子子公司欣华欣2014年借出的1.59亿元无法收回，计提减值准备；2015年，欣华欣无法偿还银行贷款，亚光电子发生担保支出9.5亿元。除去子公司的亏损，亚光电子2015年度扣非归母公司净利润为9443万元。目前亚光电子已剥离亏损资产欣华欣。亚光电子承诺在2017-2019年业绩为1.6亿、2.2亿、3.1亿。
- **盈利预测：**考虑到亚光电子并表的影响（2017年并没有全部并表），再加上公司自身的利润增厚，预计公司2017-2019年净利润为1.2亿、2.5亿和3.4亿，对应公司目前74.6亿的市值，PE分别为62.5倍、30倍和22倍，EPS为0.21元、0.45元和0.61元，给予公司35倍到45倍PE，预计2018年合理价格区间为15.75元—20.25元。给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**游艇行业不景气继续持续；亚光电子未来增速不及预期

1 公司简介

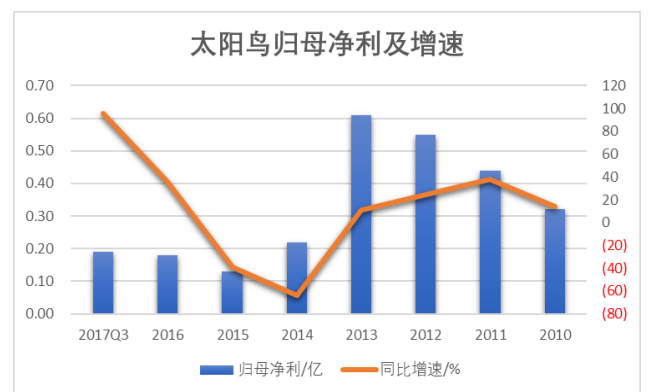
公司从事游艇、商务艇和特种艇的生产和销售，提供从设计到制造、金融服务等全面服务。公司主要产品按照用途分类可分为游艇和特种艇，其中游艇又可分为私人游艇和商务艇，主要用于个人休闲娱乐、商务活动、水上旅游观光、水上执法以及军事等领域；按材质分类主要分为玻璃钢船艇和多混船艇。公司目前游艇包含凤鸟系列、普兰帝系列、拉斐尔系列型号共计 22 种，特种艇型号 21 种，商务艇型号 35 种，私人游艇型号 10 种。公司主要生产复合材料的游艇。

图 1：太阳鸟营业收入及增速



资料来源：财富证券

图 2：太阳鸟归母净利及增速



资料来源：财富证券

公司 2010 年上市，上市后营收和净利都得到很大的增长，一直到 2013 年，公司业绩开始下滑，主要是政府订单减少，船舶行业不景气导致。根据 Clarksons 统计，到 2016 年底，全球船舶在手订单共计 5146 艘，只有 2008-2009 年高峰时期的不到一半。2016 年全年行业新增订单仅有 493 艘，为 1996 年以来（可追溯范围）最低。

在行业不景气的情况下，随后公司依靠不断的行业内并购，不断将自己的主业增强。2015 年在长沙建立模块化生产基地，将公司以往需要 6-12 个月完成的定制游艇模块化生产，大大降低生产时间。2016 年收购益阳中海，增加金属船舶的生产线。从 2014 年的谷底开始，公司的营收和净利逐年回升。2017 年 Q3 营收 4.3 亿，同比增长 6.56%，净利 1900 万，同比增长 95.6%。公司的毛利率达到了 25% 左右，但净利率很低，主要是公司不断并购新增的产能还没有完全释放，大量设备的折旧和摊销降低了公司的净利率。未来公司游艇业务不断拓展，净利率有望逐年提升。

在 2016 年底，公司看中优质的军工标的——成都亚光电子，亚光电子主要生产半导体分立器件、微波电路及组件，其产品主要应用于雷达、导引头和航天通信。其行业龙头地位优势明显。但此前由其子公司欣华欣拖累，业绩逐年亏损。亚光电子子公司欣华欣 2014 年借出的 1.59 亿元无法收回，计提减值准备；2015 年，欣华欣无法偿还银行贷款，亚光电子发生担保支出 9.5 亿元。除去子公司的亏损，亚光电子 2015 年扣非后归母净利润为 9443 万元。目前亚光电子已剥离亏损资产欣华欣。亚光电子承诺在 2017-2019 年业绩为 1.6 亿、2.2 亿、3.1 亿。

表 1：太阳鸟收购的公司

年份	收购标的	收购公司目的
2011	并购广东宝达	强化特种艇业务
2012	收购珠海雄达	扩充游艇的产能
2013	超级游艇基地项目	在珠海建设高品质基地
2015	长沙麓谷工业园项目	在长沙建设模块化基地，为以后模块化生产做准备
2016	收购益阳中海、沅江中海、先歌游艇	扩大公司金属船的生产能力；实现 100 英尺以上大型豪华游艇的突破
2017	收购亚光电子	雷达电子领域的优质军工企业，可以提升公司业绩，帮助公司熬过现在的行业寒冬

来源：财富证券

2 调研纪要

- （1） 游艇行业情况和公司的竞争地位。** 现在游艇行业进入壁垒不高，山河智能、天海防务都做过游艇，但最后还是没有发展起来，万达在青岛也准备成立游艇基地。说明大家对游艇行业很有热情，但最后发现没那么简单。游艇更新变化不大，变化主要在电子系统。公司的研发能力主要体现在船体这一块。公司不断跟进先进的自动化电子系统，然后运用在游艇里。国内的游艇行业目前属于资金密集型和劳动密集型的行业，先用木头做出模具，再造模具，没办法用自动化的设备来完成，游艇行业做不到用机械化代替。现在行业相对较为分散，光公司所在地沅江就有几十家造船厂。目前国内造船厂的核心部件是船体，发动机一般采用国外的。
- （2） 公司目前的情况。** 现在公司主要做游艇定制，一艘船从签单到交付要 6-12 个月。但购买游艇也属于冲动型消费，这么长的生产期限对订单的实现情况有影响。因此，为了实现游艇的快速化生产，公司决定在长沙麓谷做量产的游艇，主要是通过模块化的生产设计实现个性化的量产。公司目前有接近十亿的产能，但实际销售只有六亿左右，设备的折旧会降低净利率。导致 2016 年公司净利率只要 2.6%，毛利率 25% 左右。一般在游艇的成本中，船体占 30-40% 的成本，发动机和通导设备 50%，装饰占 10-20%。
- （3） 原材料的影响。** 公司主要采用复合材料，是一些化工石化的产品，与原油的价格息息相关。并且大部分原材料价格都是年度合同，所以受原材料价格变化较小。

- (4) **收购的亚光电子。**目前处于行业寒冬，公司未来能够生存下去，不断在行业内进行了收购，也在行业外进行了收购。亚光电子就是一个十分优质的标的。公司此前也和国防科大做过无人艇的研发，拥有三级的保密资质，正在申请国军标的认证体系。并且亚光电子的产品，也可以用在游艇的导航中。亚光电子过去两年由于子公司欣华欣炒期货，亏损了三四十亿，亚光电子给子公司做担保，承担了损失。亚光电子现在军工业务稳定，因为军方一般不会轻易更换供应商。在民营这一块，由于公司的产品有军用背景，产品质量过硬，具有竞争优势，可以逐步拓展民用的业务。亚光电子给予的业绩承诺是 17-19 年净利润不低于 1.6 亿、2.2 亿和 3.1 亿。

3 盈利预测

考虑到亚光电子并表的影响(2017 年并没有完全并表),再加上公司自身的利润增厚,预计公司 2017-2019 年净利润为 1.2 亿、2.5 亿和 3.4 亿,对应公司目前 75 亿的市值, PE 分别为 62.5 倍、30 倍和 22 倍, EPS 为 0.21 元、0.45 元和 0.61 元,给予公司 35 倍到 45 倍 PE, 预计 2018 年合理价格区间为 15.75 元—20.25 元。给予“谨慎推荐”评级。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438