

搭乘东风，太阳鸟起飞

太阳鸟（300123）询价报告

合理询价区间： 19.6元-22.1元 询价报告

2010年9月9日 星期四

牛纪刚
 执业证书编号：S0630209060131
 021-50586660-8636
 niujg@longone.com.cn
 机械行业 高级分析师

联系人：赵语涛
 021-50586660-8637
 zhaoyt@longone.com.cn
 机械行业

联系人：顾颖
 021-50586660-8638
 dhresearch@longone.com.cn

重要数据

发行股数(万股)	2200
发行日期	2010/9/13
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	华泰联合证券
上市日期	2010/-/--

投资要点

- **国内游艇业的领跑者。**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。公司在行业内主要企业的市场占有率第二，内资企业中复合材料船艇行业市场占有率第一，随着公司核心竞争力进一步提高，收入规模和市场占有率水平将进一步提高。
- **受益于游艇业发展，公司作为市场稀缺品种有望享受高成长。**游艇业在我国还属于新兴行业也是朝阳行业，未来市场需求巨大，中国的游艇制造业正蓬勃兴起。公司作为第一家上市的游艇类公司，是市场稀缺品种，具有先发优势。我们预计随着产品附加值不断提高，公司能够维持38%以上的毛利率。
- **募集资金有望提高公司核心竞争力。**募集资金主要用于解决产能瓶颈，主要用于高性能复合材料船艇扩能建设项目、技术研究与工业设计中心技术升级改造项目和营销服务网络建设项目。
- **风险因素和催化剂。**公司核心技术专利较少，有待提高，随着原有竞争者竞争能力的加强，以及新竞争者的进入，公司可能面临市场竞争进一步加剧的风险。国家行业政策的扶植、财富的不断增加使人们的消费观念进行升级和转变是公司增长的催化剂。
- **盈利预测与估值。**我们认为，依托公司的行业特性和成长性，未来增长确定。我们预计公司2010、2011、2012年EPS为0.49元、0.91元、1.45元。结合创业板的估值情况，我们认为合理的询价区间为19.6-22.1元，对应2010年40-45倍市盈率。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	182	262	453	712
营业收入增长率(%)	28.2%	44.1%	73.0%	57.2%
营业利润(百万元)	30	60	113	183
营业利润增长率(%)	41.0%	101.8%	88.1%	60.9%
净利润(百万元)	28	54	99	158
净利润增长率(%)	39.1%	91.2%	84.5%	59.5%
每股收益(元)	0.32	0.49	0.91	1.45
每股净资产(元)	1.90	6.45	7.36	8.81

目录

1. 公司一览.....	3
1.1 公司概况.....	3
1.2 股权结构.....	3
2. 游艇业：漂浮在黄金水道上的巨大商机.....	4
2.1 伴随着中国财富的增长，游艇消费开始启动.....	4
2.2 国家大力推动游艇产业的发展.....	5
2.3 中国游艇业处于起步期，市场需求潜力大.....	5
3. 中国游艇行业的领军者，借势起飞.....	6
3.1 行业内的领军者.....	6
3.2 公司具有先发优势等竞争优势，未来成长可期.....	7
3.3 公司能够保持高毛利率.....	8
4. 募集资金用于解决产能瓶颈，提升竞争力.....	9
5. 风险因素和催化剂.....	10
6. 盈利预测与估值.....	10

图形目录

图 1. 公司所设计的产品展示.....	3
图 2. 公司股权结构.....	4
图 3. 主营业务收入按业务分解.....	4
图 4. 主营业务收入按地区分解.....	4
图 5. 我国人均 GDP 的变化及其带来的消费升级（单位：美元）.....	5
图 6. 复合材料船艇行业企业市场份额.....	7
图 7. 公司的核心竞争力.....	8
图 8. 公司营业收入和净利润增长情况.....	8
图 9. 公司毛利率变化.....	9
图 10. 公司分业务毛利率变化.....	9

表格目录

表 1. 从各角度看游艇业的市场需求.....	6
表 2. 行业内主要公司.....	6
表 3. 公司募投资金运用.....	9
表 4. 公司收入分项预测（单位：百万元）.....	10
表 5. 可比上市公司情况.....	11
表 6. 公司财务预测.....	12

1. 公司一览

1.1 公司概况

太阳鸟游艇股份有限公司是从事复合材料船艇的设计、研发、生产、销售及服务，为客户提供从方案设计、产品制造到维修服务 etc 全方位的个性化解决方案的企业。公司主要产品为私人游艇、商务艇和特种艇，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。公司多款游艇产品代表了我国游艇工艺技术的最高水平，如国内首艘 118 英尺双体游艇，为中信轮船公司订购作为 2010 年上海世博会观光用船；80 英尺游艇曾用作 2008 年青岛奥帆赛的贵宾接待、指挥用艇；58 英尺豪华游艇和 80 英尺豪华游艇也凭优异的设计分别被中国金茂集团和华为公司订购。

图 1. 公司所设计的产品展示



95 英尺游艇



85 英尺游艇



80 英尺商务艇



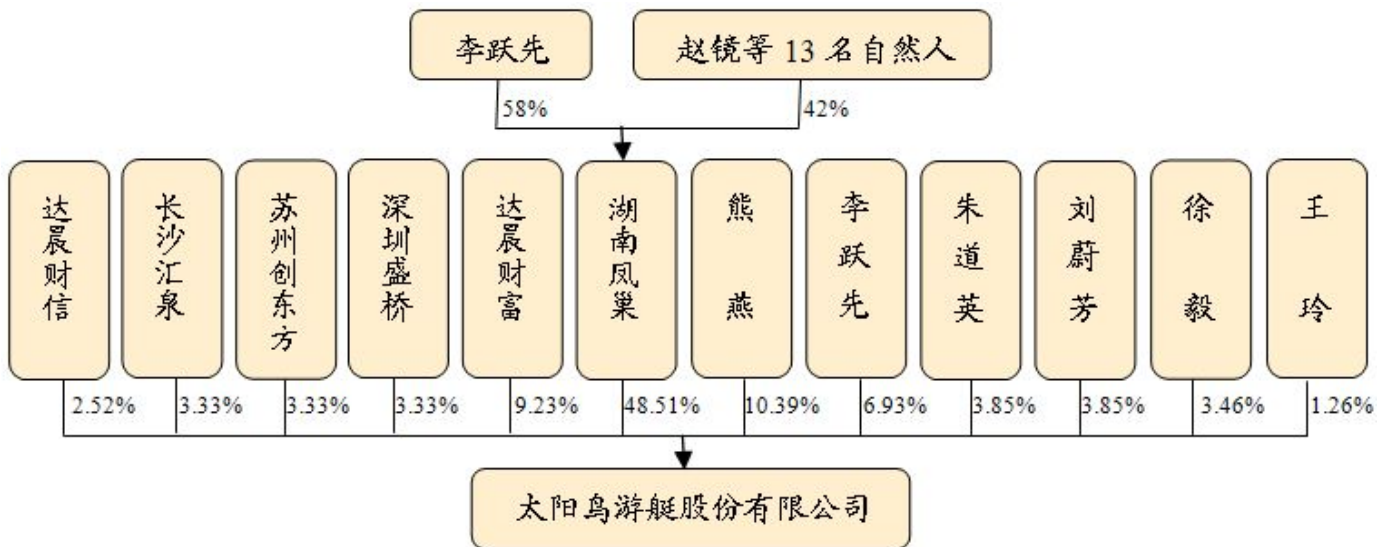
40 英尺特种艇

资料来源：公司网站

1.2 股权结构

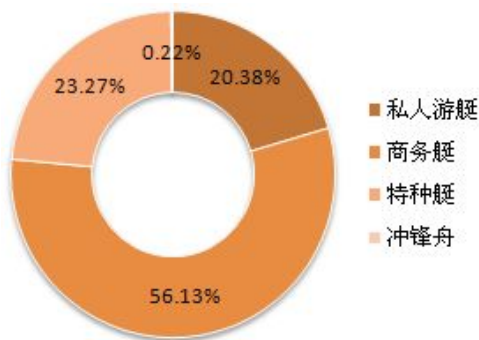
湖南凤巢持有发行前公司 48.5056% 的股份，为公司控股股东。湖南凤巢控股股东为李跃先先生（持有 58% 股权），经营范围为新材料研发、生产；五金电器、服装销售；旅游投资与开发；对外投资等。李跃先先生除通过控股湖南凤巢间接持有公司股份外，还直接持有发行前公司 6.9294% 的股份，因此，李跃先先生为公司实际控制人。

图 2. 公司股权结构



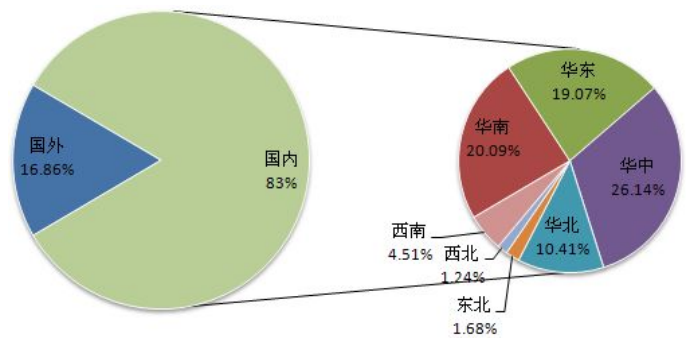
资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图 3. 主营业务收入按业务分解



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图 4. 主营业务收入按地区分解



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

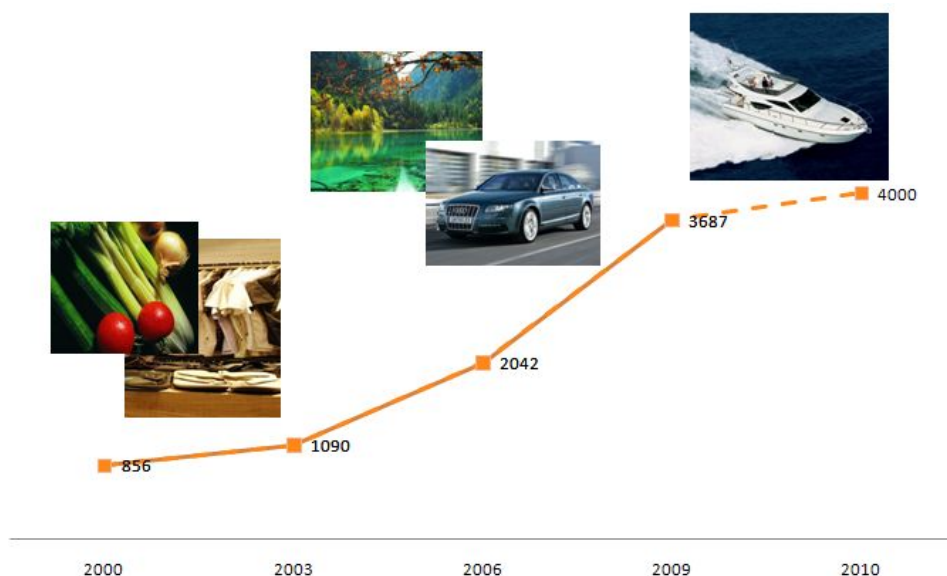
2. 游艇业：漂浮在黄金水道上的巨大商机

2.1 伴随着中国财富的增长，游艇消费开始启动

改革开放后，我国经济迅速发展。2000 年，我国人均 GDP 只有 856 美元，那是占我国消费主体的为食品、鞋类、服装等生活必需品。2003 年后，我国人均 GDP 突破 1000 后，以住宅及家具、汽车、通讯和旅游为代表的新兴消费增长点比重上升，约占居民消费的 1/3 左右。2009 年，我国人均 GDP 达到 3687 美元，2010 有望达到 4000 美元。

按照国际经验，当地区人均 GDP 达到 3000 美元时，游艇经济开始萌芽。国内消费目前正在升级，休闲正成为时代的鲜明特征，我国沿海多个城市达到游艇经济的这一临界点，游艇消费的发展即将到来。

图 5. 我国人均 GDP 的变化及其带来的消费升级 (单位: 美元)



资料来源: 东海证券研究所

2.2 国家大力推动游艇产业的发展

2009 年 12 月 1 日, 国务院下发了《关于加快发展旅游业的意见》, 首次提出把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业, 并首次提出, “把邮轮、游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录”。

2010 年 4 月, 《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》发布, 建设海南国际旅游岛成为国家的重大战略部署, 而游艇旅游则是海南国际旅游岛的重要组成部分。《意见》明确提出: 研究完善游艇管理办法, 创造条件适应扩大开放水域, 做好经批准的境外游艇停泊海南的服务工作; 支持海南举办国际大帆船拉力赛; 积极推进游艇码头建设; 培育发展游艇、轻型水上飞机等旅游装备制造业。

刚开始起步的中国游艇产业在海南国际旅游岛的催化下, 会极大地推动该产业的发展。珠三角、长三角、环渤海城市群也已将游艇业作为重要产业列入发展日程。上海市政府在未来五年产业发展规划中提出: “成为城市滨水游船旅游胜地和长三角游艇市场消费的中心区域。水上旅游产业成为上海新型服务经济的增长点, 其贡献占到全市 GDP 的 3%-4%。由于游艇产业在创意设计、制造修理、娱乐文化等一系列产业链带来的综合效应, 因此国家和地方不断出台鼓励政策, 这必将有力推动行业的发展。

2.3 中国游艇业处于起步期, 市场需求潜力大

游艇业在我国还属于新兴行业也是朝阳行业, 由于未来巨大的市场需求, 中国的游艇制造业也正随之蓬勃兴起。目前, 全世界游艇/人口比约为 1: 171,

而据国家海事局 2008 年 7 月发布的数据,我国大陆每 1,300 万人拥有 1 条私人游艇。通过对平均拥有游艇数据的比较,体现出中国游艇产业的巨大差距和上升空间。近年来,游艇等提升生活品味的消费品开始受到我国富裕阶层的青睐,2008 年中国可投资资产 1,000 万元以上的高净值人群达 30 万人,约有 5% 的千万富豪表达了近期购买游艇的计划。按照 2008 年千万资产级富豪人数计算,我国未来五年私人游艇潜在需求量约为 1.5 万艘至 2 万艘。以游艇平均单价 100 万元人民币计,未来五年中国私人游艇的潜在市场总量在 150 亿-200 亿元人民币。

表1. 从各角度看游艇业的市场需求

各种需求角度	需求量
国际市场方面	每年约 400 亿美元
国内地理条件	我国拥有 9 万多个湖泊, 1.8 万公里的海岸线, 6500 个岛屿。
国内经济条件	2010 年中国人均 GDP 可达到 4000 美元, 仅长三角地区 2009 年经济总量已达到历史性的一万亿美元。
旅游消费方面	我国游艇俱乐部已达 50 多个,深圳、广州、珠海、上海等地已有私家游艇 300 多艘,国内私家购买的最贵游艇高达 2000 多万元,国产 800 万元的游艇订单已达几十艘。
我国人均比例	目前世界平均每 171 人拥有一条私人游艇,挪威、新西兰等国家,人均拥有游艇的比例高达 8 比 1,美国为 14 比 1,就是内陆国家瑞士,其人均拥有游艇也达到 69 比 1。而中国经济最发达的长三角地区,拥有私人游艇的人数不过百人。

资料来源: 东海证券研究所

由于游艇工业属于技术密集型和劳动密集型产业,可充分发挥我国劳动力的比较优势,同时由于我国具有建造游艇的材料和工业基础,因此在整个国际游艇市场上我国游艇工业有望不断提高自己的市场份额。

3. 中国游艇行业的领军者, 借势起飞

3.1 行业内的领军者

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一,2008 年公司复合材料船艇销售额和产量(10 米以上)位列内资企业第一名。公司现为高新技术企业,公司研发中心——湖南现代游艇技术研究与工业设计中心现为省级研发中心,也是国内首个省级游艇设计中心。公司致力于成为中国最优秀的游艇企业,成就引领中国游艇行业步入国际梯队的梦想,将公司打造成为中国第一、世界知名的游艇企业。公司在行业内主要企业的市场占有率第二,内资企业中复合材料船艇行业市场占有率第一,随着公司核心竞争力进一步提高,收入规模和市场占有率水平将进一步提高。

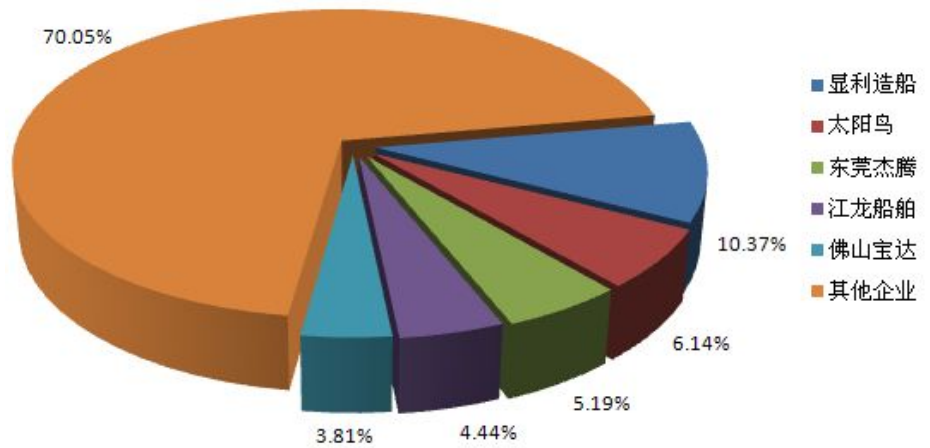
表2. 行业内主要公司

企业名称	主要产品	2008 年产值	2008 年排名
显利(珠海)造船有限公司	游艇、工程船	28,000	1

太阳鸟游艇股份有限公司	各类复合材料私人游艇、商务艇、特种艇	16,583	2
东莞杰腾造船有限公司	拖船型游艇	14,000	3
珠海江龙船舶制造有限公司	复合材料商务艇、特种艇	12,000	4
佛山宝达船舶工程有限公司	小型拖船型游艇、运动钓鱼艇和海关执法艇	10,280	5
珠海市琛龙船厂有限公司	复合材料特种艇、渔船、游艇	10,140	6
上海红双喜游艇公司	游艇、帆船	9,210	7
常州玻璃钢造船厂	复合材料特种艇、渔船和大型FRP 制品及不饱和聚酯树脂	9,170	8
上海宝岛游艇有限公司	复合材料游艇	9,100	9
无锡东方高速艇发展有限公司	复合材料船艇、游艇、水上游乐装备	4,500	10

资料来源：公司招股说明书

图 6. 复合材料船艇行业企业市场份额



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

3.2 公司具有先发优势等竞争优势，未来成长可期

与国内复合材料船艇企业相比，公司具有以下几个方面竞争优势：

先发优势：公司作为第一家上市的游艇类公司，是市场稀缺品种，具有先发优势；

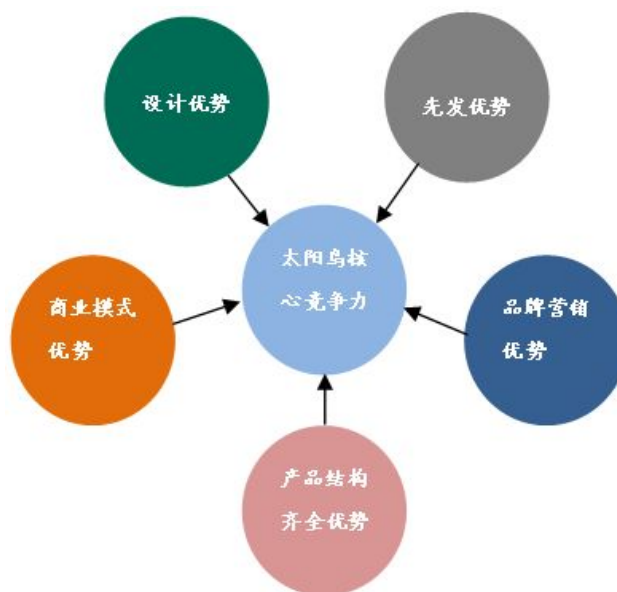
设计优势：公司通过与美国、意大利等知名游艇设计师的长期合作，与国际先进的设计理念和设计文化保持同步，并加以吸收创新，使得公司设计能力处于国内领先地位；

商业模式优势：在复合材料船艇行业实现了个性化营销与标准化生产相结合的新商业模式。

规模和产品结构齐全优势；

品牌和营销优势：“太阳鸟”品牌在行业内已经被广为认可，为湖南省著名商标、名牌产品，2008 年获得亚洲地区最佳游艇制造商提名，2009 年度被评为最具影响力中国本土游艇品牌。

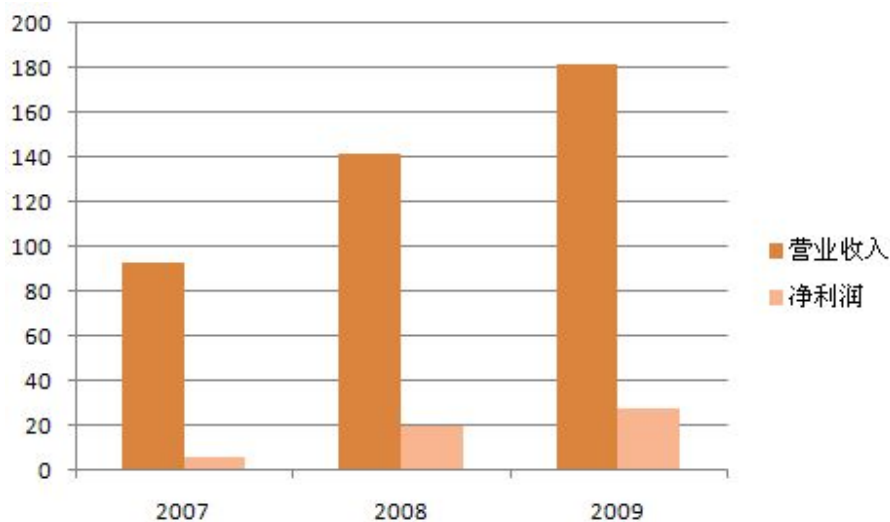
图 7. 公司的核心竞争力



资料来源: 东海证券研究所

与国外游艇企业相比, 公司具有商业模式、产品性价比、售后服务和产品符合国内消费者需要的优势。我们认为, 凭借公司的核心竞争优势, 公司能够不断提高收入, 扩大市场份额。

图 8. 公司营业收入和净利润增长情况

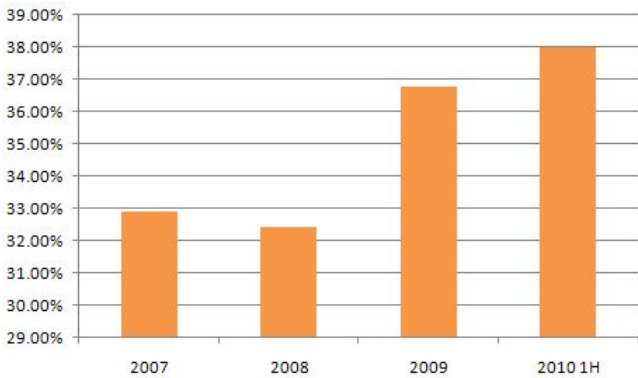


资料来源: WIND, 东海证券研究所

3.3 公司能够保持高毛利率

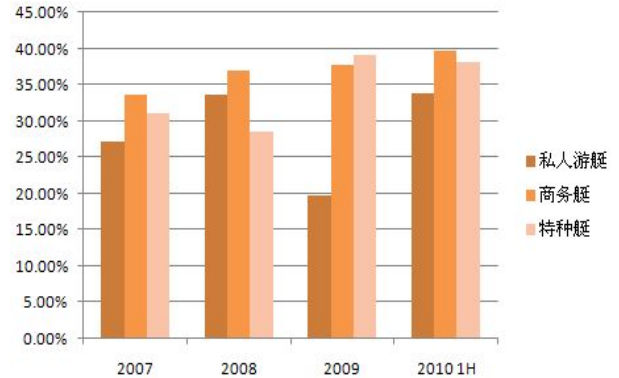
随着国内游艇行业的发展以及珠海太阳鸟自身市场拓展能力的增强, 太阳鸟销售规模不断扩大, 而各项费用金额小且增长相对平稳, 从而促进毛利率不断提升。

图 9. 公司毛利率变化



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图 10. 公司分业务毛利率变化



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

我们认为，随着公司的设计与工艺水平的不断提高，公司产品向大型化和高性能化发展，产品附加值不断提高，同时随着采购规模提高议价能力的相应提高，公司能够维持 38% 以上的毛利率。

4. 募集资金用于解决产能瓶颈，提升竞争力

表3. 公司募投资金运用（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	募集资金使用计划	
			第一年	第二年
1	高性能复合材料船艇扩能建设项目	12,012	5,107	6,905
2	技术研究与工业设计中心技术升级改造项目	1,836	918	918
3	营销服务网络建设项目	2,055	1,027	1,028

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

高性能复合材料船艇扩能建设项目：项目主要投资内容为生产厂房、综合办公用房及相关配套工程建设、购建生产设备等。项目计划总投资 12,012 万元，其中建设资金 10,214 万元，铺底流动资金 1,798 万元。项目建成后，公司将新增厂房 26,028 平方米，公司生产能力将大幅提高，缓解目前公司的产能瓶颈，为公司进一步提升市场占有率提供有力的产能保障。

技术研究与工业设计中心技术升级改造项目：项目拟投资 1,836 万元，主要用于游艇设计中心房屋租赁及装修、网络建设、软件建设和设计人才梯队建设等方面。

营销服务网络建设项目：根据公司发展规划及现有营销体系的基础情况，实现营销服务网络的升级改造。项目完成后，公司营销网络将形成“一六二五”多层次营销网络格局，即一个总部营销服务中心、六个营销服务分中心、两个营销中心、五个游艇展示区。

5. 风险因素和催化剂

风险因素:

公司专利技术较少, 亟待提高公司的技术核心竞争力;

随着原有竞争者竞争能力的加强, 以及新竞争者的进入, 公司可能面临市场竞争进一步加剧的风险。

催化剂: 国家行业政策的扶植、财富的不断增加使人们的消费观念进行升级和转变。

6. 盈利预测与估值

我们认为, 依托公司所在的行业特性、市场稀缺性和成长能力, 同时根据募投项目产能逐步释放情况, 我们预计公司2010、2011、2012年EPS为0.49元、0.91元、1.45元。

表4. 公司收入分项预测 (单位: 百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
私人游艇	18.05	25.27	50.54	101.08
收入增长率	102.80%	40%	100%	100%
成本	14.48	16.43	31.33	59.64
毛利率	19.76%	35%	38%	41%
商务艇	83.53	115.27	161.38	250.14
收入增长率	40.50%	38%	40%	55%
成本	51.97	70.32	96.83	147.58
毛利率	37.78%	39.00%	40%	41%
特种艇	78.59	119.46	238.91	358.37
收入增长率	30.80%	52%	100%	50%
成本	47.86	74.06	145.74	215.02
毛利率	39.10%	38%	39%	40%
其它	1.53	1.76	2.11	2.64
收入增长率	na	15%	20%	25%
成本	1.08	1.23	1.46	1.79
毛利率	29.41%	30%	31%	32%
总收入	181.7	262	452.94	712.23
收入增长率	28.20%	44.06%	73.04%	57.24%
成本合计	115.39	162	275.36	424.04
综合毛利率	32.44%	38.10%	39.21%	40.46%

资料来源: 东海证券研究所

A股可比上市公司主要有5家, 分别是上海佳豪、机器人、杰瑞股份、高乐股份、巨力索具。

表5. 可比上市公司情况

证券代码	证券简称	收盘价(2010-9-8)	2009PE	2010PE	2011PE
300008	上海佳豪	26.77	30.99	45.04	34.89
300024	机器人	37.80	35.14	52.01	39.33
002353	杰瑞股份	98.80	47.21	43.58	29.77
002348	高乐股份	21.82	33.17	35.69	22.74
002342	巨力索具	19.02	34.78	37.66	26.16
均值			36.26	42.80	30.58

资料来源: WIND, 东海证券研究所

鉴于公司的高成长性和盈利能力, 结合可比公司的估值和创业板新发行股票的实际情况, 对应2010年 EPS 0.49元, 我们认为合理的询价区间为19.6-22.1元, 对应2010年40-45倍市盈率。

表6. 公司财务预测

资产负债表(万元)					利润表(万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	3749	53202	52714	59163	营业收入	18169	26174	45292	71217
应收款项	3005	3200	5400	8700	增长率	28.2%	44.1%	73.0%	57.2%
存货净额	5103	7986	13584	23172	营业成本	11540	16202	27533	42402
其他流动资产	2101	2054	3813	6605	营业成本/营业收入	63.5%	61.9%	60.8%	59.5%
流动资产合计	13957	66442	75511	97641	营业税金及附加	128	79	136	214
固定资产	12647	19039	26496	31437	销售费用	1071	1000	1698	2899
无形资产及其他	1805	1745	1684	1624	销售费用/营业收入	5.9%	3.8%	3.8%	4.1%
投资性房地产	39	39	39	39	管理费用	1980	2801	4801	7699
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用/营业收入	10.9%	10.7%	10.6%	10.8%
资产总计	28448	87264	103729	130741	财务费用	388	59	(231)	(263)
短期借款及交易性金融负债	5200	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
应付款项	2594	3855	6561	11215	资产减值及公允价值变动	65	14	20	33
其他流动负债	2973	11915	15717	22209	其他收入	(130)	(0)	(0)	0
流动负债合计	10766	15770	22278	33424	营业利润	2997	6047	11375	18299
长期借款及应付债券	1000	1000	1000	1000	营业外净收支	267	260	260	260
其他长期负债	152	203	270	360	利润总额	3264	6307	11635	18559
长期负债合计	1152	1203	1270	1360	所得税费用	461	946	1745	2784
负债合计	11918	16973	23548	34784	少数股东损益	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2803	5361	9890	15775
股东权益	16530	70291	80181	95957					
负债和股东权益总计	28448	87264	103729	130741					
关键财务与估值指标					现金流量表(万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.32	0.49	0.91	1.45	净利润	2803	5361	9890	15775
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值准备	82	(65)	0	0
每股净资产	1.90	6.45	7.36	8.81	折旧摊销	998	1388	2148	3158
ROS	15%	20%	22%	22%	公允价值变动损失	(65)	(14)	(20)	(33)
ROE	17%	8%	12%	16%	财务费用	388	59	(231)	(263)
毛利率	36%	38%	39%	40%	营运资本变动	(5409)	7159	(2982)	(4445)
EBIT Margin	19%	23%	25%	25%	其它	(82)	65	0	0
EBITDA Margin	25%	29%	29%	30%	经营活动现金流	(1673)	13894	9035	14455
收入增长	28%	44%	73%	57%	资本开支	(4810)	(7641)	(9524)	(8006)
资产负债率	42%	19%	23%	27%	投资活动现金流	(4810)	(7641)	(9524)	(8006)
EV/EBITDA	1.4	2.4	1.9	1.7	其它融资现金流	9522	(5200)	0	0
					融资活动现金流	9522	43200	0	0
					现金净变动	3039	49453	(488)	6449

资料来源: WIND, 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 3 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点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, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 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。本报告可能因时间和其他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。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。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。

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。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122