

深度报告

机械

太阳鸟(300123)

合理价位: 26-30 元 发行价: 28.88 元

2010年9月28日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	86.94/17.6
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
上证综指/深圳成指	2,627.97/11,409.81
发行价格(元)	28.88
发行股本(百万股)	17.6

财务数据

净资产值(百万元)	165
每股净资产(元)	2.55
资产负债率	42%

相关研究报告:

分析师: 余爱斌

SAC 执业证书编号: S0980207060202

电话: 0755-82133400

E-mail yuab@guosen.com.cn

联系人: 陈玲

电话: 0755-82130646

E-mail chenling2@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

新股分析

游艇业海阔天空,太阳鸟羽翼初丰

●公司主营复合材料船艇,过去三年的复合增长率为 113%

公司 09 年主营业务收入 1.8 亿,净利润 2800 万元,综合毛利率 36%。产品主要分为私人游艇、商务艇、特种艇。

●游艇行业进入高速成长期,长期发展空间广阔

我国经济水平迅速提高,近三年,中国游艇产业开始加速发展,行业的复合增长率达 46%。全球游艇新艇销售市场为 300 亿美元,而中国游艇消费仅 30 亿元,不到全球的 1.3%。作为耐用消费品,游艇行业虽规模不如汽车工业,但未来将和汽车产业的发展一样,有长达十年甚至二十年的快速发展期。

●私人游艇、商务艇、特种艇——三大市场快速成长的驱动力

私人游艇市场:个人财富迅速积累,顶级消费需求旺盛;政府发展游艇业的意愿强烈,硬件设施、法规条例等瓶颈逐步解决;游艇俱乐部、游艇展会兴起,游艇文化逐渐培育。商务艇市场:城市水上观光旅游发展迅速;企业高端接待、重要谈判的商用需求日益提高。特种艇市场:用于水上执法、港口引航,还被用作新型军事装备广泛用于沿海巡逻、扫雷以及低强度的军事冲突。在我国海域面临诸多的冲突摩擦的背景下,加强海军在应对低强度军事冲突方面的装备水平非常必要。

●太阳鸟:拥有自主品牌,综合实力暂时领先

我国游艇行业目前集中度低,太阳鸟是内资规模最大、研发实力最强的复合材料船艇企业,也是少数几家国内拥有自主品牌的企业之一。募投项目将实现扩产 80%,并建设营销渠道,超募资金将用于收购竞争对手,实现外延扩张。

●2010~2012 复合增长 58%,合理价值在 26.6~29.7 元/股之间

我们综合相对估值和绝对估值,预计 2010~2012 年 eps 为 0.51、0.89、1.51 元/股,三年复合增速为 58%,考虑到增速高、市场空间大,可以给予公司 10 年 52~58 倍,对应合理价值为 26.6~29.7 元/股。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	182	253	441	644
(+/-%)	28.2%	39.1%	74.4%	46.2%
净利润(百万元)	28.03	44	78	112
(+/-%)	39.1%	58.6%	75.0%	44.3%
每股收益(元)	0.32	0.51	0.89	1.29
EBIT Margin	19.0%	20.2%	19.9%	21.2%
净资产收益率(ROE)	17.0%	5.3%	8.6%	11.2%
市盈率(PE)	66.9	56.5	32.3	22.4
EV/EBITDA	44.8	40.6	25.0	17.1
市净率(PB)	11.35	2.99	2.78	2.51

内容目录

内容目录.....	2
图表目录.....	3
估值与投资建议.....	4
绝对估值法：28 元/股.....	4
相对估值法：26.6~29.7 元/股.....	4
合理价值区间为 26~30 元.....	5
太阳鸟：复合材料游艇行业领先企业.....	6
拥有自主品牌的内资第一大复合材料游艇企业.....	6
07~09 复合增速 113%，综合毛利率 37%.....	7
本次上市发行 2200 万股，募集资金 6.35 亿.....	8
三大类游艇需求旺盛，竞争激烈.....	9
国内游艇产业多年增速超 30%，未来仍有几十年快速增长期.....	9
私人游艇、商务艇、特种艇三大类艇需求旺盛，空间巨大.....	11
我国游艇装备制造行业处于竞争的初级阶段.....	14
太阳鸟：本土优秀游艇品牌，上市助力高增长.....	15
游艇企业最为核心的将是品牌价值.....	15
公司设计能力出色，产品线完整，经营模式灵活.....	15
募投项目扩产 80%，资金或用于收购竞争对手.....	16
预计未来三年收入复合增长率 100%，eps0.51、0.89、1.29 元/股.....	16
核心判断的主要风险.....	17
附表 1：财务预测与估值.....	18
国信证券投资评级.....	19
免责条款.....	19

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设.....	4
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	4
表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股).....	4
表 4: 相对估值比较.....	5
表 5: 发行前后股本结构变化情况.....	9
表 6: 我国游艇行业主要企业产值及排名.....	14
表 7: 太阳鸟产品系列.....	15
表 8: 募投项目及募集资金投资计划.....	16
表 9: 公司分项业绩预测.....	17
图 1: 公司游艇产品展示.....	6
图 2: 2007~2010H, 公司主营业务分产品收入.....	7
图 3: 2007~2010H, 公司主营业务出口占比.....	7
图 4: 2007~2010H, 公司主营业务毛利率.....	8
图 5: 发行前公司股权结构图.....	8
图 6: 2003~2009 我国娱乐船、运动船、非金属船舶制造修理行业收入.....	10
图 7: 1970~2002 美国娱乐用船艇销售增长.....	10
图 8: 1978~2008 我国民用载客汽车保有量.....	11
图 9: 1990~2009 我国汽车产量.....	11
图 10: 中国游艇俱乐部数量及分布.....	12
图 11: 东南亚部分国家侵占南海岛屿示意图.....	13
图 12: 2008 年我国主要游艇生产公司的市场份额.....	14

估值与投资建议

绝对估值法：28 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
销售收入增长率	28.2%	39.1%	74.4%	46.2%	33.3%	28.1%	27.0%	22.0%	18.0%	15.0%	10.0%
营业成本 / 销售收入	63.5%	61.8%	62.7%	63.0%	63.2%	63.5%	63.5%	63.5%	63.5%	63.5%	63.5%
管理费用 / 销售收入	10.7%	12.0%	11.0%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
销售费用 / 销售收入	5.9%	5.0%	5.5%	6.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
所得税税率	14.11%	15.0%	15.0%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	3.43%	Ke	10.57%
行业平均 Beta	1.05	风险溢价	6.80%
公司市值 (E)	25.11 亿	E/(D+E)	90%
债务总额(D)	15	D/(D+E)	10%
Kd	5.3%	WACC	10.45%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	9.4%	9.9%	10.44%	10.9%	11.4%
3.5%	37.75	34.50	31.74	29.37	27.33
3.0%	35.65	32.77	30.31	28.17	26.31
2.5%	33.86	31.28	29.05	27.11	25.40
2.0%	32.30	29.98	27.95	26.17	24.60
1.5%	30.94	28.83	26.97	25.33	23.87
1.0%	29.74	27.80	26.09	24.57	23.21
0.5%	28.68	26.89	25.30	23.89	22.61

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：26.6 ~ 29.7 元/股

太阳鸟是复合材料游艇制造行业第一家上市公司，没有直接可比对象。因而我们选取机械类创业板公司与之进行对比。所选公司的 2010 年 PE 平均值为 46 倍，中值为 47 倍。

考虑到公司所在的游艇行业巨大的发展空间及长期增长潜力，我们认为可以给予公司 10 年 52 ~ 58 倍，预计太阳鸟 10 ~ 12 年 EPS 为 0.51、0.89 和 1.29 元，则对应股价为 26.6 ~ 29.7 元，11 年 PE 为 30 ~ 33 倍，12 年 PE 为 21 ~ 23 倍。

表 4: 相对估值比较

代码	公司	2010/9/13		eps				PE			
		昨收盘	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
300004.SZ	南风股份	44.99	0.51	0.91	1.47	2.11	87.4	49.2	30.6	21.3	
300024.SZ	机器人	34.75	0.49	0.73	0.96	1.23	71.1	47.8	36.2	28.2	
300084.SZ	海默科技	27.38	0.43	0.56	0.89	1.27	63.2	49.0	30.6	21.6	
300090.SZ	盛运股份	19.59	0.38	0.50	0.62	0.81	51.5	39.5	31.4	24.1	
300091.SZ	金通灵	30.10	0.65	1.00	1.43	1.97	46.2	30.2	21.1	15.3	
300092.SZ	科新机电	22.65	0.41	0.46	0.58	0.86	55.7	48.8	38.8	26.3	
300099.SZ	尤洛卡	81.25	1.17	1.34	2.10	2.79	69.7	60.5	38.8	29.2	
300103.SZ	达刚路机	37.95	0.71	0.88	1.19	1.46	53.7	43.3	32.0	26.0	
300112.SZ	万讯自控	24.15	0.37	0.52	0.68	0.91	65.5	46.2	35.4	26.5	
	平均值						62.7	46.1	32.8	24.3	
	中值						63.2	47.8	32.0	26.0	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

合理价值区间为 26 ~ 30 元

综合绝对估值和相对估值的结果, 公司合理价值为 26 ~ 30 元/股, 价值中枢为 28 元。

太阳鸟：复合材料船艇行业领先企业

拥有自主品牌的内资第一大复合材料船艇企业

太阳鸟是内资企业中规模最大、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。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，市场份额为6.14%。公司拥有自主品牌“太阳鸟”，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。

公司自行设计的船艇曾成功应用到多项重要活动，如国内首艘118英尺双体游艇，为中信轮船公司订购作为上海世博会观光用船；80英尺游艇曾用作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：公司游艇产品展示

私人游艇

该艇已出口至英国



商务艇

该艇作为青岛奥帆赛接待艇、指挥艇，曾被用于接待国际奥委会主席罗格



商务游艇

该艇被中信轮船订购，已用于上海世博会观光用途



特种艇---执法艇

国家海洋局订购的海监指挥艇



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

公司的产品分为游艇和特种艇。

游艇产品可分为私人游艇和商务艇。私人游艇是一种水上娱乐用高级耐用消费

品；商务艇则主要用于商务活动、公关宣传以及旅游景点的消费项目。在我国，私人游艇和商务艇功能上的区分并不显著，目前规定根据船艇的接待人数区分，12人以上为商务艇，12人及12人以下为私人游艇，由于国内客户更为注重游艇的接待功能，所以超过12人的船艇需求更旺盛。

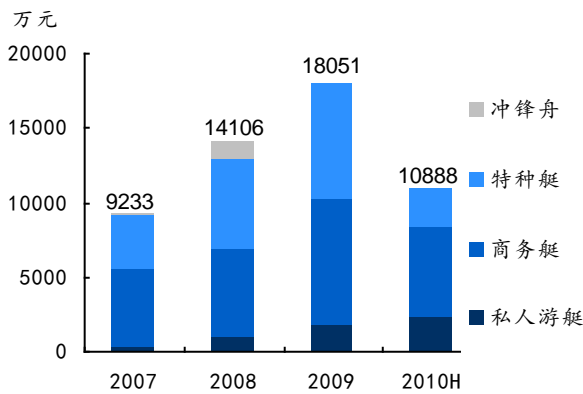
特种艇一般由政府部门或军事组织采购，主要用于水上执法、港口引航、水文调查、科研、抗洪救灾和军事等特殊用途。

07~09 复合增速 113%，综合毛利率 37%

公司 2007~2010 年上半年的主营业务收入为 9233 万、1.4 亿、1.8 亿和 1 亿元，07~09 年复合增速 40%，净利润分别为 615 万元、1910 万元、2803 万元和 1623 万元，07~09 年复合增速 113%。

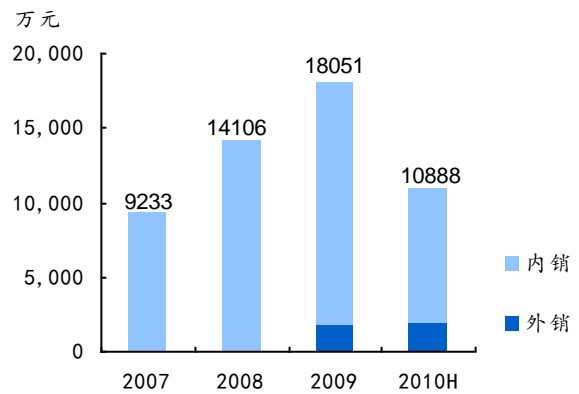
三大类产品中，私人游艇、商务艇、特种艇 09 年的占比为 10%、46%和 44%。私人游艇的销售仍刚刚起步。

图 2: 2007~2010H, 公司主营业务分产品收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 3: 2007~2010H, 公司主营业务出口占比

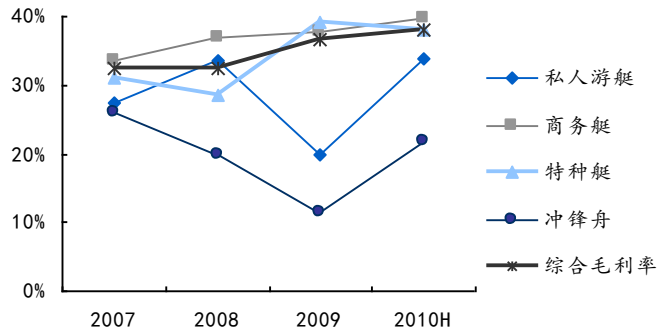


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

公司产品从 2009 年开始开拓出口市场, 2009 年和 2010 年上半年的外销收入分别为 1805 万元和 1836 万元, 占总销售收入的 10%和 17%。

公司 2007~2010 上半年的综合毛利率为 32%、32%、37%、38%，呈现稳步上升的趋势。公司综合毛利率上升的主要原因是模块化销售带来的规模效应以及主要设备及配件国产化率的提高。随着公司的制造水平进一步提高，毛利率将稳定在较高的水平上。

图 4: 2007~2010H, 公司主营业务毛利率



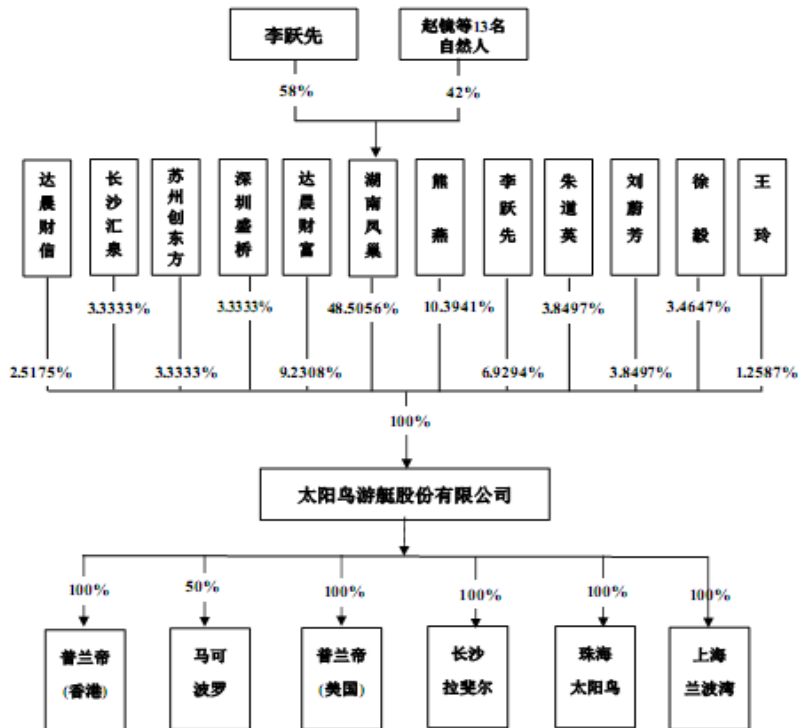
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

2009 年私人游艇的毛利率下滑较大的主要原因为公司为了开拓国际市场、获取更多市场订单和长期合作机会而采取的灵活销售策略所致。2009 年销售的 4 条游艇中, 有两条销往英国的产品采用的是正常的销售条件, 其游艇销售毛利率分别为 36%和 37%。可见正常情况下, 公司的私人游艇销售毛利率在 35%以上。

本次上市发行 2200 万股, 募集资金 6.35 亿

公司实际控制人李跃先直接持有 5.1759%的公司股份, 其控股 58%股权的湖南凤巢持有 36.2315%的公司股。

图 5: 发行前公司股权结构图



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

公司将发行 2200 万股，发行价为 28.88 元，股权结构变化如下：

表 5: 发行前后股本结构变化情况

股份类别	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	股本数量(万股)	所占比例	股本数量(万股)	所占比例
湖南凤巢	31500000	48.5056	31500000	36.2315
熊 燕	6750000	10.3941	6750000	7.7639
达晨财富	5994544	9.2308	5994544	6.895
李跃先	4500000	6.9294	4500000	5.1759
朱道英	2500000	3.8497	2500000	2.8755
刘蔚芳	2500000	3.8497	2500000	2.8755
徐 毅	2250000	3.4647	2250000	2.588
深圳盛桥	2164698	3.3333	2164698	2.4898
苏州创东方	2164698	3.3333	2164698	2.4898
长沙汇泉	2164698	3.3333	2164698	2.4898
达晨财信	1634875	2.5175	1634875	1.8804
王 玲	817438	1.2587	817438	0.9402
本次发行流通股	-	-	22000000	25.3045
合计	64940951	100	86940951	100

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

三大类游艇需求旺盛，竞争激烈

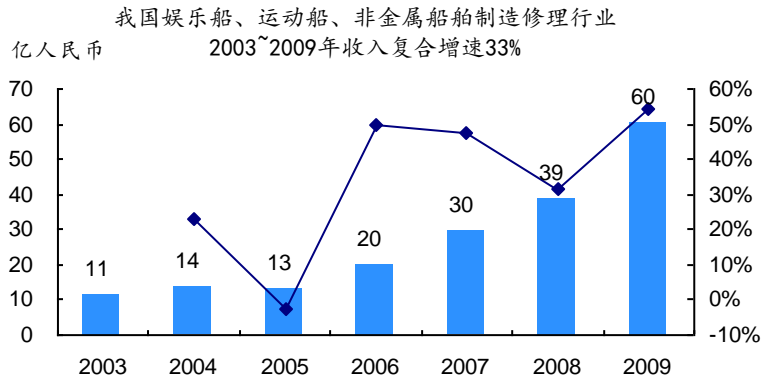
国内游艇产业多年增速超 30%，未来仍有几十年快速增长期

根据欧美国家的经验，当地区人均 GDP 达 3000 美元时，游艇经济开始萌芽，当人均 GDP 达到 6000 美元时，游艇经济进入快速发展阶段。2008 年，我国国内生产总值为 314,045 亿元，人均 GDP 已经达到 3000 美元，长三角、珠三角、环渤海地区等经济发达地区的人均 GDP 更是已经达到或超过了 8000 美元。经济水平足以支撑游艇产业的快速发展。

➤ 中国游艇产业已经步入高速增长轨道

以非金属船舶及运动船、娱乐船的数据统计，我国游艇产业的发展速度呈现加速态势，2003~2009 年复合增速为 33%，其中，2006~2009 年复合增速高达 46%。

图 6: 2003~2009 我国娱乐船、运动船、非金属船舶制造修理行业收入



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

➤ 中国游艇消费占全球游艇消费比例甚低

从规模看,我国游艇产业 2008 年的销售收入是 39 亿元,进口额为 3.5 亿元,出口额大约为 15 亿元,因而国内游艇销售额为 27.5 亿元。

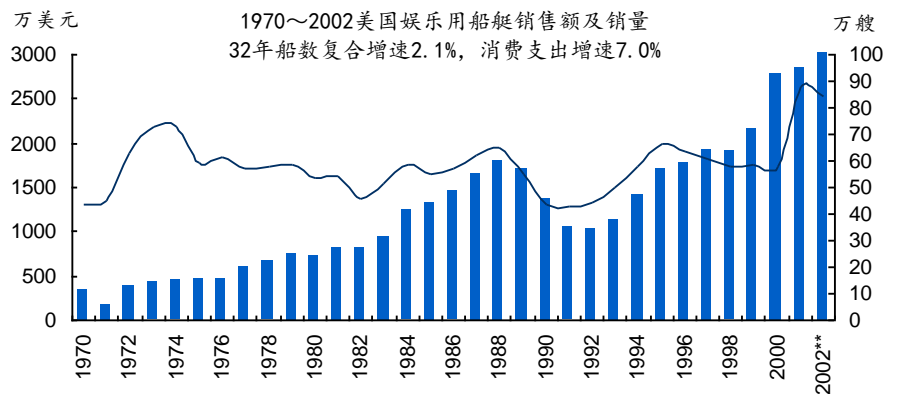
而全球游艇产业市场总量 2007 年约 700 亿美元,其中新艇的销售总额约为 300 亿美元。中国目前国内新艇的销售额占全球新艇销售额仅 1.3%。

➤ 随消费水平提高,美国游艇消费连续 30 年较快增长

游艇是较汽车更为高端、对消费能力要求更高的一种耐用消费品。

即便是游艇业已经发展了近 100 年的美国在其 1970~2002 的三十多年间,购买游艇支出金额的复合增长率仍高达 7%,超过同期美国 GDP 增长速度的一倍。期间,1990 年~1993 年的销售下滑是因为这四年间政府征收游艇 10% 的奢侈品税,其他时间都长期保持着强劲的增长。

图 7: 1970~2002 美国娱乐用船艇销售增长



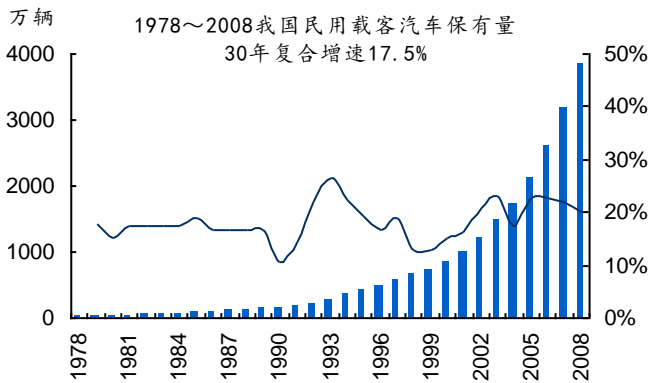
资料来源: 美国统计局、国信证券经济研究所

➤ 以我国汽车工业为对比,游艇产业将有十年甚至二十年的快速发展期

我国汽车保有量从 1978 年起以 17.5% 的复合增长率足足发展了 30 年,2009 年汽车产量达到 1300 万辆,超过美国,位居世界第一。而据我国国家海事局 2008

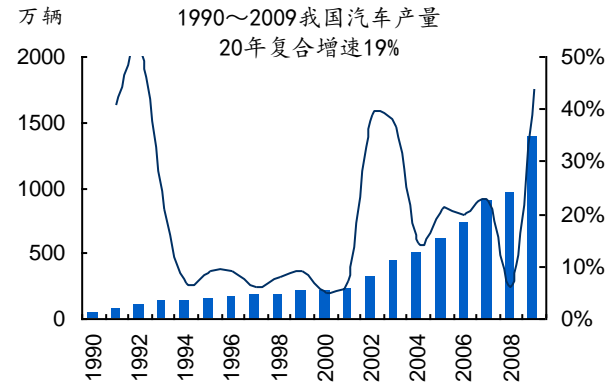
年 7 月发布的数据，我国大陆目前共有私人游艇 102 艘。因而可以预计，我国的游艇产业即将步入一段十年甚至二十年之久的快速发展时期。

图 8: 1978~2008 我国民用载客汽车保有量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 9: 1990~2009 我国汽车产量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

私人游艇、商务艇、特种艇三大类艇需求旺盛，空间巨大

游艇大致可以划分为私人游艇、商务艇和特种艇。无论是考虑产业政策、产业链发展的成熟度还是消费能力、消费意愿，我国游艇产业的市场空间都甚为巨大。

私人游艇

- 财富迅速积累带来旺盛的顶级消费需求

招商银行与贝恩公司发布的《2009 中国私人财富报告》显示，2008 年中国可投资资产 1000 万元以上的高净值人群达 30 万人。富裕家庭的规模迅速扩大，绝对数量甚至超过了英国和法国。据此预测，我国未来五年私人游艇潜在需求量约为 1.5 万艘。按照游艇平均 100 万元的售价，未来五年我国游艇新艇销售市场就可达到 150 亿元，复合增长率预计也将超过 40%。

- 政府发展游艇业的意愿强烈，硬件设施、法规条例等瓶颈逐步解决

游艇产业对经济拉动的效应十分明显，一元游艇消费可带动六~七元的配套工业及房地产业、旅游业的增长。政府的支持将有力地逐步解决游艇码头数量不够、法规不健全等近年来制约游艇业快速增长的问题。

2009 年 12 月初，国务院下发了《关于加快发展旅游业的意见》，其中首次提出要支持有条件的地区发展邮轮、游艇等新兴旅游；积极支持利用荒滩、边远海岛等开发旅游项目。这也是国务院的文件中第一次出现“游艇”二字。

2009 年 12 月底，国务院办公厅紧接着发布了《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，支出要研究完善游艇管理办法，创造条件适当扩大开放水域，做好经批准的境外游艇停泊海南的服务工作；并培育发展游艇、轻型水上飞机、潜水设备等旅游装备制造制造业。

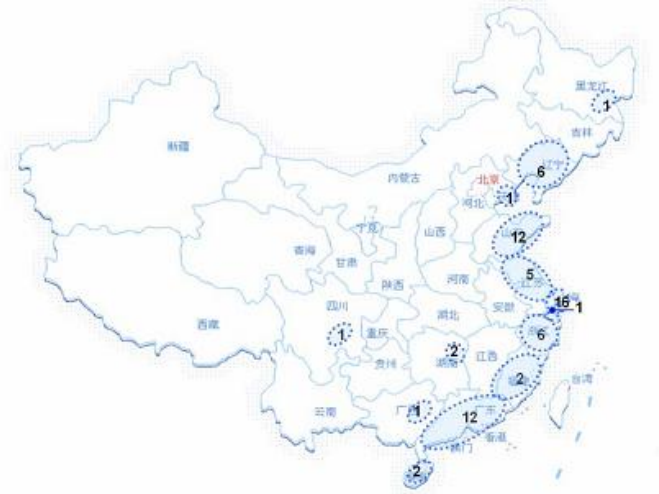
各地方政府对发展游艇经济也十分重视游艇产业。上海市发改委已制定游艇行业发展总体规划，包括 10 座以上游艇码头的建设。厦门今年成立了华东地区首个专业游艇帆船保税仓库。杭州市出台了《杭州市船舶工业调整和振兴三年行动计划》，提出要打造 2 个游艇产业带。天津、青岛、舟山、珠海、广州等也在积极规

划建设游艇码头。目前全国已有 17 个省市地方政府和企业正在规划和布局景观水系开发和游艇俱乐部建设。

➤ 游艇俱乐部、游艇展会兴起，培育游艇文化

目前全国正式注册营业的游艇俱乐部总数已经达到 67 家左右，并且有 18 个城市举办游艇展，规模已堪比汽车展览。展会是游艇销售非常重要的渠道之一，在 2010 中国（上海）国际游艇展中，4 天展会成交 3 亿元。此外，各种水上娱乐赛事也逐年增多，如青岛游艇帆船节、上海淀山湖定期帆船比赛等。

图 10: 中国游艇俱乐部数量及分布



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

“亲民”活动使民众对游艇的印象从奢侈品逐步转化为一种时尚健康的高端消费。据 CCYIA 调查，全球游艇的价格从二十万元到几十亿元人民币不等。而在游艇销量中，帆船、钓鱼艇、快艇、休闲艇等中低档次游艇占绝大多数。未来，在我国，将不仅只有顶级富豪才能购买游艇，而中上等的富裕家庭也能租用游艇或购买小型游艇，消费群体规模更为庞大。

商务艇

➤ 城市观光旅游发展需求

根据世界旅游及旅行理事会发布的报告预测，2007 年~2016 年，中国旅游市场的年平均增长率将为 7.6%。而大部分拥有充分水域资源的旅游热门城市的游艇观光娱乐等旅游项目目前的发展程度仍很低，预计未来五年我国观光用途的商务艇市场需求增长不会低于旅游市场的增长率。

➤ 企业高端接待、高端谈判的商用需求日益提高

商务活动和公关宣传用的商务艇是目前我国游艇市场的另一大主要需求。企业的商务接待规格在日益提高，作为顶级休闲娱乐消费的游艇，目前正得到越来越多的竞争实力强劲的企业的青睐。

公司目前商务艇的销售量体现了这一发展趋势，如公司客户包括华为公司、中信轮船公司、中国金茂集团等国内知名企业。

特种艇

➤ 水上执法用公务船艇

随着我国领水开发程度的提高和水上交通事业的发展，公安、渔政、海事、水政、环保等部门对水上执法装备的要求将不断提高，需要新添和更新大量公务船艇。

➤ 港口引航船艇

港口用各类高速引航船艇的需求量在不断上升。公司已经为上海、厦门、福州、深圳、连云港等港口建造了多艘具有国际先进水平的复合材料引航艇。

➤ 新型军事装备

军用复合材料船艇性能特殊，成为新型军事装备中极为重要的一类，被广泛用于沿海巡逻、扫雷以及低强度的军事冲突。

近年来，我国海域面临诸多的冲突摩擦，不仅与韩国、日本经常发生船只碰撞冲突，还与东南亚多国长期在南海海域、南沙群岛的领地控制权问题上纷争不决。按照 50 年期限，中国若在 2020 年 9 月之前不收复目前实质上被越南、菲律宾、马来西亚、印尼和文莱占领的 41 个南沙群岛岛屿，则意味着放弃这些地区的主权。

图 11: 东南亚部分国家侵占南海岛屿示意图



资料来源：国信证券经济研究所

所以，无论是要在海域开展经济活动，还是在敏感地区彰显我国对海域主权的控制力量，加强海军在应对低强度军事冲突方面的装备水平是非常必要和紧迫的。这将成为复合材料船艇企业稳定的利润来源。

目前，太阳鸟已经获得了总共约 6 亿元的意向订单用于我国政府的海域管理，将在未来三年分批交付。

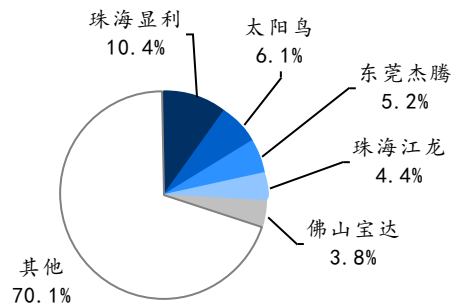
我国游艇装备制造行业处于竞争的初级阶段

我国复合材料游艇行业企业数量众多，集中度较低，370 余家船艇企业中，90% 以上为小型企业，未实现规模化经营。

国内游艇市场的竞争格局分为以下几个层次：

- 国际顶级品牌占据了国内游艇产业的最高端，自 2008 年以来，英国的圣斯克、公主，澳大利亚的瑞维拉，法国的博纳多，意大利的法拉帝、阿兹姆，德国的巴伐利亚等全球游艇顶级品牌均在国内设立了办事处，由于价格较高，目前受众尚窄，销量不大；
- 在国内私人、商务游艇市场中，太阳鸟、Brunswick（美国宾士域）、显利（港资）造船有限公司、东莞杰腾造船有限公司（台资）、上海红双喜游艇公司等，占据了市场的中高端，其中显利、杰腾等以出口游艇为主；
- 在国内特种艇市场，太阳鸟、珠海江龙船舶制造有限公司、佛山宝达船舶工程有限公司、常州玻璃钢造船厂等企业，占据了行业的中高端市场，有能力在招标中获得国家海洋局、海关、港口引航站及军事单位等高端客户的订单；
- 其他船艇企业仅有少量游艇的生产，非常分散。

图 12: 2008 年我国主要游艇生产公司的市场份额



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

表 6: 我国游艇行业主要企业产值及排名

企业名称	主要产品	2008 年产值 (万元)	2008 年排名
显利（珠海）造船有限公司（港资）	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（台资）	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：公司公告、国信证券经济研究所

行业洗牌不可避免，未来几年既是游艇行业高速发展的阶段，也是对优质客户激烈争夺的阶段。由于诸多企业纷纷扩产，产能释放的速度将快于市场开拓的速度，竞争加剧在所难免。缺乏设计能力、缺乏品牌、缺乏资金实力的小型企业的市场份额将逐步减少。同时，由于游艇市场的快速增长和无限前景，将吸引更多的相关企业投资进入，包括国外的游艇制造商、国内的传统造船厂和船舶设计厂等。

太阳鸟：本土优秀游艇品牌，上市助力高增长

游艇企业最为核心的将是品牌价值

作为高端耐用消费品，企业最重要的价值就是品牌。而在我国几百家本土游艇企业中，真正拥有具备一定影响力的自有品牌的企业屈指可数。

中国游艇制造业的发轫最早是为国外市场知名品牌代工的方式发展起来的。国内大多数游艇制造企业是小型玻璃钢厂转变而来，缺乏核心技术，经营理念落后。而规模以上游艇制造商中超 50% 的企业仍然以外销、代工为主，十分缺乏在国内竖立自有品牌的意识。

太阳鸟在品牌培育方面走在了大部分国内公司的前列。公司 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。“有湖有水就有太阳鸟”的理念在业内得到较成功的认知。并且，公司在国内市场上已经拥有了一批需求稳定的优质客户，如公安部、交通部、中国海监等相关部门及下属单位，在华为公司、中国金茂集团、中信轮船公司等大型企业中已有良好的口碑。

国际市场上，公司已开始在意大利、美国等设立子公司，构建永久性国际销售渠道，提高国际知名度。

上市后，公司品牌影响力将得到进一步扩大，无形中宣传了公司的产品以及品牌，大大提高了知名度，有利于取得客户的初步认可。

公司设计能力出色，产品线完整，经营模式灵活

公司拥有湖南现代游艇技术研究与工业设计中心，该研发中心也是国内首个省级游艇设计中心，拥有目前国内规模最大、实力最强的设计团队，拥有外观设计专利 18 项。公司游艇产品多次获得各类设计大奖：2009 年获“中国创新设计红星奖”、首届芙蓉杯”国际工业设计创新大赛企业组创新金奖；2008 年获“省长杯”广东工业设计奖、第 14 届中国复合材料工业技术展览会颁发的“优秀创新产品奖”等。

目前公司已经形成全面的产品系列，覆盖了私人游艇、商务艇和特种艇，能够保障公司平稳发展，避免某一市场波动带来业绩的波动。

表 7：太阳鸟产品系列

产品类别	系列名称	产品规格	目标客户
游艇	凤鸟系列	115 英尺-138 英尺	糅合现代元素与中国文化，目标客户为国内富豪阶层、大型企业
		98 英尺-118 英尺	
	普兰帝系列	96 英尺-116 英尺（运动型）	新型年轻富裕阶层，突出现代感、时尚感和运动元素
		95 英尺-125 英尺	
拉斐尔系列	52 英尺-72 英尺（运动型）	美国风格产品，目标客户为美国富裕阶层	
	89 英尺-109 英尺		美国新兴富裕阶层，突出产品时尚性
			欧洲风格产品，目标客户为欧洲富裕阶层

		61 英尺-71 英尺 (运动型)	欧洲新型富裕阶层, 突出产品时尚性
蓝宝石系列		125 英尺-138 英尺 (双体)	国内大型旅游机构, 风景名胜區
		105 英尺-125 英尺	
特种艇	巡逻艇系列	55 米复合材料猎雷艇	军事部门

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

在经营模式上, 公司结合游艇销售的个性化特点和规模化生产的良好经济效益, 采用个性化营销与标准化生产相结合的商业模式: 即在生产环节实现标准化、模块化生产; 在营销环节采用与用户间的个性化营销方式, 加强与客户之间的互动关系。

募投资项目扩产 80%, 资金或用于收购竞争对手

公司利用募投资金拟投资以下三个项目:

1) 高性能复合材料船艇扩能建设项目: 本项目建设期 18 个月, 之后逐步投产, 项目投产后 6 个月达产 (预计在 2013 年实现)。届时将新增游艇 (含商务艇) 产能 84 艘、特种艇产能 116 艘, 较 2009 年 248 艘船艇的产能在船只数量上扩产 80%, 在销售收入上扩产 118%, 预计新增销售收入 2 亿元。

2) 技术研究与工业设计中心技术升级改造项目: 主要用于创建一流的仿真设计软件实验室, 其设计软件水平达到国际先进水平; 二是组建一支高素质的设计研发队伍, 加强与武汉理工大学、武汉船舶职业技术学院等的长期合作, 培养符合企业未来需求的游艇工业设计人才。

3) 营销服务网络建设项目: 一方面对原有的上海、珠海营销服务中心进行升级改造; 另一方面, 在三亚、深圳、厦门、青岛、北京、重庆等地新建营销服务中心和销售中心; 公司将与三亚、深圳、厦门、上海等地的游艇俱乐部合作, 购买其会员资格, 租用其泊位, 并将于青岛奥帆赛基地租赁游艇泊位, 以便于产品展示、试驾和维修服务的实施。项目完成后, 公司营销网络将形成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、五个游艇展示区的架构。

表 8: 募投资项目及募集资金投资计划

项目名称	投资总额	拟投入募集资金额	募集资金投资计划	
			第一年	第二年
高性能复合材料船艇扩能建设项目	12,012	12,012	5,107	6,905
技术研究与工业设计中心技术升级改造项目	1,836	1,836	918	918
营销服务网络建设项目	2,055	2,055	1,027	1,028
主营业务相关的运营资金	未定	未定	未定	未定

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

此外, 公司或将利用上市后资金优势, 收购行业内优质的可互补的竞争对手, 以此实现快速的外延式增长, 进一步完善和丰富产品结构, 抢占市场份额。

预计未来三年收入复合增长率 100%, eps0.51、0.89、1.29 元/股

公司目前在手订单 80 艘, 约合 1.5~2 亿元, 根据目前在谈合同的情况, 公司预计在未来三个月内将继续签订 4 亿元左右订单。此外, 公司还获得了 6 亿特种艇订单, 未来三年每年 2 亿, 分三年交付。

根据订单情况推测, 预计公司未来三年收入的复合增长率为 52% 左右, 净利

润的复合增长率为 59%。

表 9: 公司分项业绩预测

分项业务预测	2009	2010E	2011E	2012E
私人游艇				
销售收入 (百万元)	18	24	44	79
增长率	102.7%	35.0%	80.0%	80.0%
毛利率	20%	33.5%	32.0%	31.0%
毛利	4	8	14	24
商务艇				
销售收入 (百万元)	84	109	152	220
增长率	40.5%	30.0%	40.0%	45.0%
毛利率	38%	39.6%	38.0%	38.0%
毛利	32	43	58	84
特种艇				
销售收入 (百万元)	79	118	236	330
增长率	30.8%	50.0%	100.0%	40.0%
毛利率	39%	38.2%	38.0%	38.0%
毛利	31	45	90	125
冲锋艇及其他业务				
销售收入 (百万元)	2	2	2	2
增长率	-88.5%	20.0%	10.0%	10.0%
毛利率	9%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利	0.1	0	0	0
营业收入	182	253	434	632
增长率	28.2%	39.1%	71.6%	45.7%
毛利小计	66	96	162	234
增长率	44.3%	46.2%	67.6%	44.7%
综合毛利率	36.6%	38.2%	37.3%	37.0%

资料来源: 国信证券经济研究所

核心判断的主要风险

- 1、多家游艇企业同时扩产带来产能增长速度快于市场成长速度，导致毛利率较低；
- 2、国外著名游艇企业对中国市场的投入迅速加大，抑制本土自有品牌的快速成长，导致增速低于预期。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	37	590	547	561	营业收入	182	253	434	632
应收款项	30	42	72	104	营业成本	115	156	272	398
存货净额	51	69	123	181	营业税金及附加	1	2	3	4
其他流动资产	21	29	50	73	销售费用	11	13	24	38
流动资产合计	140	730	791	919	管理费用	20	31	48	58
固定资产	126	183	245	272	财务费用	4	1	(1)	(1)
无形资产及其他	18	17	17	16	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	284	931	1053	1208	营业利润	30	49	87	135
短期借款及交易性金融负债	52	5	5	5	营业外净收支	3	3	3	3
应付款项	26	35	62	92	利润总额	33	52	90	137
其他流动负债	30	41	71	103	所得税费用	5	8	13	27
流动负债合计	108	81	139	200	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	10	10	10	10	归属于母公司净利润	28	44	76	110
其他长期负债	2	2	2	2					
长期负债合计	12	12	12	12					
负债合计	119	93	150	212					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	165	838	903	996					
负债和股东权益总计	284	931	1053	1208					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	28	44	76	110
资产减值准备	1	0	0	0
折旧摊销	10	13	18	23
公允价值变动损失	1	1	1	1
财务费用	4	1	(1)	(1)
营运资本变动	(54)	(17)	(46)	(53)
其它	(1)	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	(15)	40	49	80
资本开支	(47)	(70)	(80)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(47)	(70)	(80)	(50)
权益性融资	61	635	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(4)	(7)	(11)	(16)
其它融资现金流	39	(47)	0	0
融资活动现金流	93	582	(11)	(16)
现金净变动	30	552	(43)	14
货币资金的期初余额	7	37	590	547
货币资金的期末余额	37	590	547	561
企业自由现金流	(61)	(31)	(35)	27
权益自由现金流	(22)	(79)	(34)	28

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.43	0.51	0.88	1.26
每股红利	0.06	0.08	0.13	0.19
每股净资产	2.55	9.64	10.39	11.46
ROIC	18%	17%	22%	26%
ROE	17%	5%	8%	11%
毛利率	36%	38%	37%	37%
EBIT Margin	19%	20%	20%	21%
EBITDA Margin	24%	25%	24%	25%
收入增长	28%	39%	72%	46%
净利润增长率	39%	58%	72%	44%
资产负债率	42%	10%	14%	18%
息率	0.2%	0.4%	0.6%	0.9%
P/E	66.9	56.8	33.0	22.9
P/B	11.3	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	44.8	40.7	25.5	17.4

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	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	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
				岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		新兴产业	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	陈健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755-82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧梯	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	
蔺晚熠	021-60933146	周琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn