



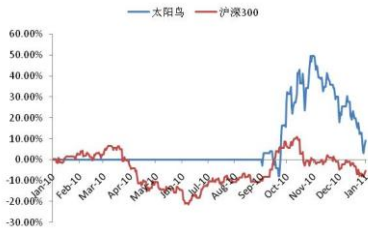
太阳鸟 (300123):

游艇消费空间巨大 持续受益先发优势

新消费-船舶制造业

首次评级: 增持

相对沪深300表现



表现 (%)	1m	3m	12m
太阳鸟	-7.3	-16.9	9.1
沪深300	-0.6	-10.5	-5.4

市场数据 2011.01.28

当前价格 (元)	37.00
52周价格区间 (元)	30.3-51.8
总市值 (百万)	3216.82
流通市值 (百万)	814.00
总股本 (万股)	8694.10
流通股 (万股)	2200.00
日均成交额 (百万)	56.82
近一月换手 (%)	69.14

分析师

刘金沪

电话: 0755-83704943

邮件: liujh01@ghzq.com.cn

执业证书编号: S0350209030572

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%?

是 否

- 游艇消费文化代表了高端优雅生活方式, 顺应了品质生活、彰显身份的消费升级需求, 近年来开始导入我国, 我国游艇消费正站在井喷式增长的前夜。中外游艇消费水平目前存在巨大差距, 我国具备了发展游艇产业的自然条件和产业基础, 以游艇为发展方向的复合材料船艇行业空间巨大, 未来10年游艇行业将保持30%以上的复合增长率, 有望从无到有诞生数百亿的产业规模。
- 国家政策、收入提升、观念改变等诸多因素的合力将驱动行业持久快速增长, 较为分散的产业结构和不充分的市场洗牌预示着更大的产业集中度提升空间, 朝阳特征明显, 抢先起跑的龙头公司有望享有行业高速增长和集中度提升的双重红利。
- 公司志在成为中国第一、世界知名的游艇企业, 已经率先在国内游艇市场起跑, 经过多年的积累, 产品定位日趋中高端, 产品线齐全, 商务艇、特种艇和游艇等几大业务线都有较为均衡的发展。
- 公司对国内客户需求理解深刻, 创造性的将“规模+定制”模式融入直销团队, 有效拉近了客户距离, 提高了客户满意度。已经形成了品牌、产能布局、研发设计和规模等综合优势, 并充分利用我国的制造成本优势积极参与国际市场竞争。
- 2010-12年EPS预计分别为0.42、1.36、0.98元, 2011-12年动态市盈率分别为26.4、36.5倍。考虑到游艇行业当仁不让的朝阳型消费品属性和公司在行业内初步形成的先发优势, 公司应享有一定的估值溢价。我们坚定看好游艇行业和公司的长远发展前景, 认为公司将持久受益于我国消费升级的进程, 首次给予其“增持”评级。

预测指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	93	142	182	254	563	467
营业利润 (百万元)	10	21	30	43	138	100
净利润 (百万元)	6	20	28	37	118	85
摊薄每股收益 (元)	0.07	0.23	0.32	0.42	1.36	0.98
摊薄每股净资产 (元)	1.2627	1.53	2.55	8.91	9.32	9.61
加权平均ROE (%)	27.5	34.7	24.2	7.4	14.9	10.4

公司是我国游艇行业第一股

作为我国游艇行业上市第一股，公司是国内规模最大、设计和研发水平最高、产品线最齐全的复合材料船艇企业之一，在湖南沅江石矶湖和珠海设有生产基地，复合材料船艇产量连续多年位列内资企业第一名。公司长期致力于高性能复合材料船艇设计、研发、生产、销售及售后服务，为客户提供从方案设计、产品制造到维修服务等全方位的个性化解决方案。

公司拥有外观设计专利多项，并对国际先进的设计理念和设计文化加以吸收创新，使得公司的设计能力不仅国内领先，在品质等方面已接近或达到国际水平。公司产品相对国际知名品牌有较明显的性价比优势，自有品牌游艇已出口至欧美市场实现几千万的销售，有望作为我国民族游艇产业的代表参与空间巨大的国际市场竞争。

在我国消费升级的大背景下，游艇因其代表了高端休闲的生活方式，将继汽车之后成为未来我国富裕阶层的消费热点。随着居民收入和商务需求的快速提升，作为新消费典型代表的游艇行业已跨越需求井喷释放的临界点，面临着巨大的发展机遇。未来10年游艇行业有望保持30%以上的复合增长率，从无到有的诞生数百亿元的产业规模。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。

复合材料船艇市场空间巨大，朝阳特征明显

发达国家游艇消费以中产阶级为主力，目标市场庞大

游艇特指设计精美、品质上乘的船艇，是邻水地区社会经济和物质文明水平发展到较高程度的产物，可用于休闲娱乐、水上观光、商务活动等。在发达国家，游艇主要用于个人或家庭的水上娱乐活动，是一种较为普及的耐用消费品；在发展中国家，游艇现阶段多被用于旅游景点的经营项目或各类机构的商务活动和公关宣传等。根据动力不同游艇可被划分为动力游艇和帆船两大类，整体来说帆船相对低端一些。

在中国人的传统印象里，游艇是不折不扣的奢侈品，但在世界游艇发达国家，作为休闲、运动生活产品，游艇早已成为平民化消费的工具，

其主流消费阶层是普通中产阶级。据中国交通运输协会邮轮游艇分会（CCYIA）调查：从全球看，游艇消费市场呈现多元化态势，价格区间从10万元到10亿元级别，贵族富豪专属的超级游艇仅占极少数，中产阶级具备消费能力的帆船、钓鱼艇、快艇、休闲艇等占绝大多数比重（约占97.5%）。并且和高级时装、汽车、液晶电视等高档消费品类类似，游艇消费呈现了结构提升的趋势，更新换代导致重复消费。

目前世界游艇市场主要集中在欧美，其中北美和欧洲分别占55.9%和38.4%。作为当地中产阶级普遍消费得起的休闲用品，80%以上的游艇售价都在5万美元以下，其中美国市场游艇平均单价为27639美元，不到20万人民币，仅相当于一辆中档轿车。

我国游艇消费文化开始导入，顺应品质生活、彰显身份的消费升级需求

从本质上来说，游艇消费满足了人们的享受和精神需要。随着我国居民收入的提升和消费观念的升级，游艇消费已经进入大众的视野，越来越多的人特别是富豪阶层和高级白领开始接触游艇文化，了解游艇真正的内涵。首先，在湛蓝的大海中央放松自己疲惫紧张的心情，或者沿着内河静静的顺流而下，可以缓解当今世界精英人群日益增强的压力。其次，在具备水域条件的商务交往中，适时给客户以游艇体验，带给客户的尊崇感受将超过普通豪华轿车的效用。此外，海岛旅游等也带来相应的游艇交通需求。

因此，作为一种有品位的休闲运动，游艇因其所代表的高端体验文化，将逐渐为具备消费能力的人们所喜好，我国游艇需求将在海上运动、游乐、商务活动和社交的工具、景区交通工具等因素驱动下保持旺盛增长。

中外发展水平存在巨大差异

资料显示，2010年世界休闲游艇市场规模约为332亿美元，保持年均7%的增长率，90%以上的市场集中在北美和欧洲。欧洲消费者相对更青睐豪华游艇，其单价（11.5万美元）明显高于北美用户（2.7万美元）。我国复合材料船艇行业规模（含维修服务）目前约为30亿元，纯粹的私人游艇制造业约为10亿元，和欧美差距显著。人均保有量上更是天壤之别，全世界游艇/人口比约为1:171，我国目前仅保有私人游

艇约1千条，甚至低于香港的2千条，平均130万人拥有一条。美国共有1700万游艇用户，平均20人有一条，挪威、芬兰、新西兰等游艇发达国家约10人就有一条。中外游艇消费水平存在天渊之别，私人游艇的发展空间不可限量。

表1 我国和世界其他地区平均1艘游艇对应的消费人群对比

中国	香港	世界平均	美国	挪威芬兰等游艇发达国家
130万	3500	171	20	10

资料来源：中国交通运输协会邮轮游艇分会、国海证券研究所

我国具备了发展游艇产业的自然条件和产业基础

我国是湖泊遍布、岛屿众多、江河纵横的国家，拥有1.8万公里的大陆海岸线和1.4万公里的岛屿海岸线，300万平方公里经济管辖海域，6500多座岛屿和24800个湖泊，还有长江、黄河、珠江、黑龙江四大水系以及星罗棋布的 inland 湖泊水库。广阔且多样化的水域环境决定了我国具备了发展游艇经济的自然条件。

另外，随着我国工业装备水平的提升，我国游艇生产企业的技术和工艺也得到很大提高，其中真空成形技术已得到广泛应用，并能够通过了解客户需求进行自主创新，对游艇设计进行局部的细节设计改装。我们预计，随着我国船用发动机、控制和导航系统、空调、装饰等零部件制造和产业配套能力的不断提升，和世界先进制造水平的差距会迅速缩小，有望凭借性价比优势参与全球竞争，“中国制造”在消费类电子、通讯设备等领域创造的辉煌成就有望在游艇行业得以复制。

复合材料船艇是游艇的主要品种

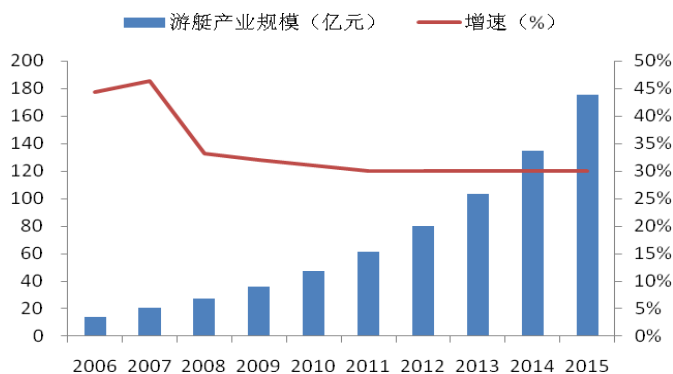
从国际上看，目前钢结构船舶主要为大型邮轮和大型远洋船舶，小型船艇领域90%以上为复合材料船艇。造船用复合材料以纤维增强材料为主，通常采用高分子聚酯类树脂或环氧树脂为基体，复合以高弹性模量纤维，可整体一次成型，具有重量轻、比强度高、耐腐蚀、抗海洋生物附着、可设计性和工艺性优良、成型时能耗低、维修保养方便等特性，是游艇、特种艇建造的绝佳材料。与传统的钢质船和木质船相比，复合材料船艇具有省油、航速高、稳定性好、抗风能力强等优点。此外，由于其维护简便，年均维修费用只是钢质船的10%，在全程使用寿命期限内具有突出的经济性优势，这在日益强调集约型经济的今天更是难能

可贵。

我国复合材料船艇消费近年来迅猛发展，正在步入黄金增长长期。

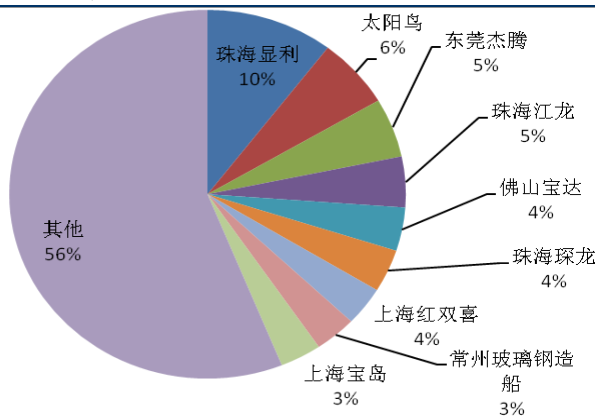
国内小型船艇市场主要由私人游艇、商务艇和特种艇构成，分别用于高端人士休闲娱乐、客运和商务活动、政府部门或军事机构的各类非商业特殊目的（如水上执法、水文、科研、抗洪救灾和进行各类军事任务等，往往材质优良，推进系统强劲）。现阶段以接待、游览、观光为用途的商务艇和以水上执法为主要用途的特种艇在复合材料船艇市场中占据了较为重要的地位，但代表未来方向的私人游艇消费也已进入高速成长期。

图1 我国复合材料船艇市场规模迅速扩张



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

图2 我国复合材料船艇行业主要企业及份额



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

国际经验显示，当人均 GDP 达到 6000 美元时，游艇经济进入快速发展阶段。我国 2010 年 GDP 接近 40 万亿元，人均 GDP 约为 4500 美元，其中广东等沿海发达省份已达 7000 美元，北上广深 4 大一线城市已达 1 万美元水准，早已跨越了游艇消费井喷增长的临界点。而我国发达地区多集中于东南沿海，内河、湖泊和近海水域资源丰富，完全具备了相关的自然条件和消费能力。深圳浪骑游艇会调查显示，仅深圳市就至少有 26000 名市民已经具备了购买私家游艇或入会游艇会的能力。

富裕人群的消费意识唤醒使得游艇消费一触即发

近年来我国富裕阶层的消费观念越来越倾向于生活方式的提升，游艇等提升生活品味的消费品开始受到青睐。2008 年中国可投资资产 1000 万元以上的高净值人群达 30 万人，其中约有 5% 的富豪表达了近期购买游艇的计划。仅此推算，我国未来几年私人游艇潜在需求量约为 1.5 万

艘，鉴于我国奢侈品消费的发展趋势，游艇在我国导入初期不免以奢侈品定位，平均单价应和欧洲的接近，按照100万元人民币的单价计算，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，可以说目前约10亿元的市场规模，正处在加速跑的起跑线上。

综合来看，随着我国居民收入水平提升和城乡消费升级的进程持续，特别是随着游艇文化的推广和消费观念的提升，复合材料船艇市场有望整体保持高速发展态势。其中游艇因其代表了高端休闲的生活方式，将继汽车之后成为未来我国富裕阶层的消费热点。在国家一系列鼓励政策作用下，适航水域将不断开放，游艇交易、租赁、培训和金融支持等都将不断完善，生产技术的提升将不断驱使成本降低和价格大众化，游艇消费正在步入黄金增长期。

国家政策近年来大力支持游艇行业的发展

2009年12月1日，国务院下发《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战略性支柱产业，并作为新兴产业和经济增长点加以培育扶持。国务院还首次提出，1、要培育新的旅游消费热点，支持有条件的地区发展邮轮、游艇等新兴旅游；2、把邮轮、游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录；3、积极支持利用荒滩、边远海岛等开发旅游项目。

2009年12月31日，《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，游艇旅游作为其中的重要组成部分。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；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。

这些政策将给刚起步的游艇产业带来极大的发展机遇，其神秘面纱正在逐步揭开，将作为一项水上休闲生活和运动走入大众生活。

游艇行业可有效带动相关产业发展，行业集中度尚低

游艇产业被誉为“漂浮在黄金水道上的巨大商机”，指的是游艇经济可以给当地带来巨大的连锁经济效益：生产制造将带动新型金属加

工、化工、木器制造、复合材料、电子仪器、电器设备、通信、航海器材、雷达和卫星导航等多种技术几十个配套工业的发展；其客户消费也将带动码头、房地产、驾驶培训、维修保养、水上运动、餐饮服务及休闲购物等一大批相关行业的迅速发展。有研究报告显示在游艇上1美元的投资，可以衍生6.5至10美元的连锁经济需求。

鉴于此，复合材料船艇产业在我国沿海主要经济省份均有所发展，目前全国已有17个省市和企业正在规划和布局景观水系开发和游艇俱乐部建设。这些游艇俱乐部的设立标志着游艇消费逐步走向规范、成熟，随着游艇产业配套设施不断完善，我国游艇消费正在由潜在需求转化为现实需求。

行业集中度不高，龙头公司可享受行业规模扩张和份额提升的双重红利

我国复合材料船艇行业的发展始于上世纪70年代末，当时主要为满足改革开放后内河水运和旅游事业发展的需求，目前已形成了以上海为中心的华东、以珠海为中心的华南、长江中游以及环渤海湾区域等若干建造企业集群，相关企业370多家，其中75家以生产游艇为主。年销售1000万以上的主要企业有40多家，其余90%以上为小型企业，未实现规模化经营，绝大多数不具备持续投入研发和营销资源实现产业升级的能力。

目前，国际顶级品牌如Sunseeker（英国圣汐克）、Ferretti（意大利法拉帝）等占据了国内游艇产业的最高端，但由于产品价格较高，受众较窄，渠道建设水平有限，在销售数量上尚无法匹敌国内厂商。国内厂商前三名分别为珠海显利、湖南太阳鸟和东莞杰腾，珠海显利和东莞杰腾主要面向出口市场，三者合计仅占21.7%的份额，行业前5名的销售规模也都1-3亿元规模，在消费品公司中并不算大。

可以预见，随着游艇市场规模的高速增长，成功领跑的公司有望凭借先发优势快速完成积累，从而享有行业规模扩张和份额提升的双重红利。从我国即将超越日本成为第一奢侈品大国的趋势判断，我国游艇消费一旦启动长期来看有可能赶欧超美，未来数十年实现数百亿乃至上千亿的产业规模绝不是梦想，从而行业有可能诞生销售上百亿的龙头公司。

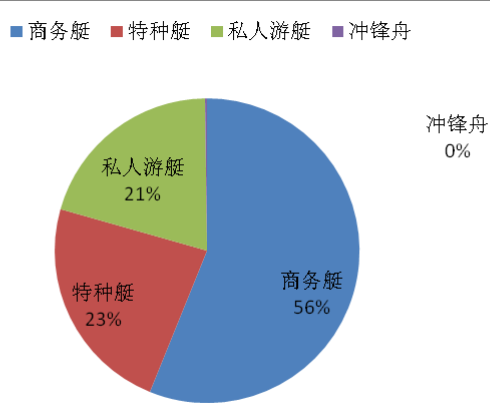
公司定位中高端，是我国游艇行业进入较早的代表公司之一

定位中高端，产品线齐全，国内外市场均衡

公司系国内规模最大、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10米以上复合材料船艇销售额和产量位列内资企业第一名。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。

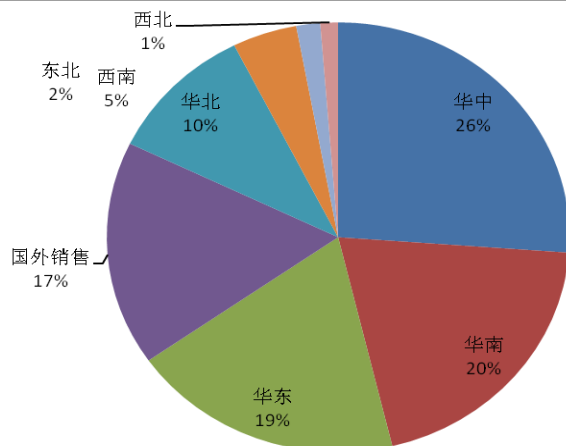
公司在湖南沅江和广东珠海设有生产基地，珠海工厂以较为高端的游艇和出口业务为主。旗下产品覆盖了私人游艇、商务艇和特种艇3类主要的细分市场，目标客户集中于个人休闲娱乐、商务活动、水上旅游观光、水上执法以及军事等领域，具有全业务线参与行业竞争的實力。经过多年努力，公司通过在设计、技术研发、商业模式、营销及品牌、管理、规模等方面不断取得进展建立了较强的综合品牌优势，得到国家海洋局、农业部渔政指挥中心、华为、中信等一大批优质客户的订单，并成功进入了国际市场。

图3 公司旗下各业务线均衡发展(2010中报数据)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图4 公司全国市场比重(2010中报数据)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

在国内私人游艇和商务艇市场，公司目标客户为社会精英阶层和企业机构客户，产品规格从12米到42米，多达100多个品种，产品定价范围从人民币80万元至5000万元。强调外观风格的新颖性、内部空间的实用性、性能配置与成本的合理性等元素，尽可能满足国内客户普遍性需求。在特种艇方面，公司产品主要定位于高技术新型的执法艇、引航艇、指挥艇等，凭借多年积累的设计优势与工艺优势，公司特种艇产

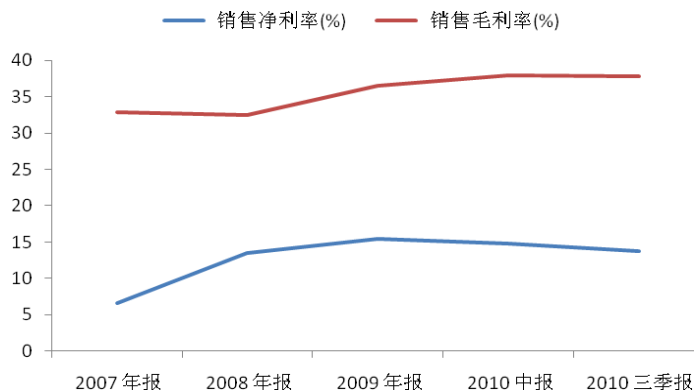
品正向大型化和高性能化发展，具备了参与顶级投标的实力。业务结构上目前商务艇和特种艇还是销售的主力，分别贡献 56%和 23%的收入，私人游艇虽然目前只占约 21%的收入，但代表着未来的发展方向。

国外市场开拓方面，公司以技术水平相对成熟的飞桥型游艇参与国际游艇市场竞争，凭借性价比优势，在分销模式下 2009 年取得了近 2 千万的销售收入，2010 年上半年已有 1800 万元销售，贡献了约 17%的总营业收入，35%的毛利率水平也仅略低于国内市场的 38%。

产能利用率饱满，产品结构不断升级，盈利能力提升，财务稳健

在旺盛的市场需求拉动下，公司订单饱满，产能利用率达到 100%，一线工人的工作强度甚至达到每周 70 小时。因现有产能限制，在募集资金投入的产能尚未完全投产前，接单以 20 米以上的中高端为主，低于 12 米以下的产品原则上不做，将产能优先用于规格更大附加值更高的产品。日趋高端的产品结构也保持了毛利率的稳步提升。从 2007 年的 32.9%逐步提升至 2010 年三季报的 37.8%，净利润率更是从 6.6%大幅上升至 13-15%区间。

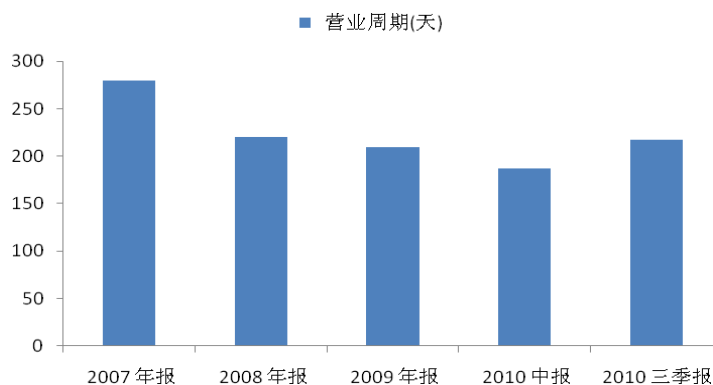
图 5 公司的利润率随着产品结构提升稳步增长



资料来源：Wind，国海证券研究所

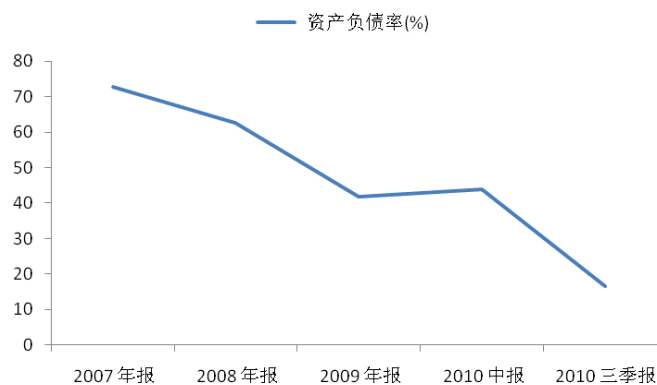
IPO 募集资金到位后，公司的财务状况得到明显改善，资产负债率从 2007 年的 72.9%大幅下降至现在的 16.5%。此外，随着产品结构和附加值的提升，公司的运营管理水平近年来也稳步提升，公司的营业周期从 2007 年的 279 天下降到目前的 217 天，即平均可以 7 个月左右完成一个完整的生产周期。

图6 公司的运营效率逐步提高



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图7 IPO之后财务结构趋向稳健



资料来源：公司公告，国海证券研究所

研发和设计能力领先，自有人才培养模式

作为高新技术企业，公司旗下的研发中心是国内首个省级游艇设计中心。公司在长沙和上海设有研发中心，拥有一支技术覆盖面全、核心力量突出的研发、设计与技术人才梯队，研发队伍 98 人，占公司总人数的 11.58%。经过多年的积累，已经储备了几百种外形设计，未来准备储备上千种船型，并形成欧洲风格、中国风格等体系，模具制造上更是积累深厚，募集资金项目中包含了长达 128 英尺的模具。

由于国内目前没有成系统的游艇制造相关教育，业内企业的核心人才大多以自己培养为主。公司非常注重自有人才的培养，不断积累的研发设计能力为以后持续创新、推出日趋个性化的产品奠定了基础，是公司凝聚核心竞争力的最重要资源之一。

创新的“规模+定制”模式，直销团队护航

在长期的实践中，公司摸索出了个性化营销与标准化生产相结合的新商业模式。由于客户需求的个性化，复合材料船艇的生产特点是“少批量、多品种”，因此大多数复合材料船艇企业采用离散型的生产模式。上述模式能够解决市场需求个性化的问题，但另一方面也使得生产的准时性与可靠性难以把握，成品制造成本和交货周期均难以控制。

针对上述问题，公司在经营模式上创新性提出了个性化营销与标准化生产相结合的商业模式：一方面在生产环节如轮机电气实现标准化和模块化，消除无效的重复劳动与浪费，并尽可能实现规模化生产；另一方面，在营销环节全部采用直销模式，船体和内装采用与用户互动的个

性化营销方式，其 30 人的直销团队通过不断和客户沟通改变对产品的打造，使产品在双方交互中实现价值最大化。

这种直销为主、“规模+定制”的创新商业模式解决了个性化需求和工业化服务之间的矛盾，有效减少了重复劳动和设计风险，并能够尽可能近的拉近客户距离并了解其需求，以尽可能低的边际成本提高产品附加值，大大提高了公司的市场响应速度和客户满意度，从而锁定了客户并逐渐积累公司的美誉度。

对中国市场理解深刻，享有对国外竞争对手的性价比优势

由于东西方文化的差异，国内外游艇客户对内部设计、装饰的偏好存在差异，国外客户相对注重游艇内部的私密性，而国内客户通常注重游艇的接待能力，具有一定的社交性和炫耀性功能。公司对国内市场理解深刻，开发的游艇产品在内部功能设计、装饰、配置等方面则更加符合国内客户的个性化需求，更加注重娱乐化功能的实现。

公司成熟游艇产品的品质和性能已接近或达到国际性游艇品牌水准，但在价格方面，大部分同类产品的价格仅为国际品牌的 1/2 到 2/3。公司销售的单艇最高纪录是一艘 20 多米长单价 2 千多万的高配置游艇，同等档次在国外要 8 千万。因低劳动力成本（占总成本 10%）、关税（20%，加上奢侈品税等总共可高达 47%）、上游设备采购货源充足等因素，公司在中高端产品相对于国外产品具有显著的性价比优势。

竞争力更多的体现在劳动力和组装优势，核心零部件制造需加强

游艇制造业属于技术、劳动“双密集”型产业，它包括原材料工业、游艇艇体制造、游艇装配三方面。游艇艇体制造中模具的建造非常重要，其质量的好坏直接影响到游艇艇体质量，公司在模具方面投入颇大，募集资金项目建成后将具备 128FT 的模具生产能力，在国内厂商中具备相当的优势。

游艇装配包括零部件制造和艇内装饰。主要游艇装备包括专用发动机、发电机、专业仪器仪表、导航设备和螺旋桨等，这部分装配件在很大程度上决定了游艇的使用性能。核心零部件产业技术密集，利润空间高，大部分市场主要掌握在欧、美、日等跨国公司手中，如著名的游

艇发动机有康明斯(Cummins), 雅马哈(YAHAMA)等品牌。现阶段公司乃至国内整个游艇制造业尚无力参与这方面的竞争, 更多的是靠人力成本优势完成最后的零部件集成, 这一点有点类似国内的客车制造业。

艇内装饰相对技术含量较低, 更多的体现了对当地文化和客户需求的理解, 营销的元素更多一些, 公司和国内厂商的优势主要在这方面。在核心部件制造上我国企业尚有较大差距。

中标海洋局大单确保了 2011 年业绩

2010 年 10 月 19 日, 公司公告成为国家海洋局关于“中国海监海岛保护和管理执法快艇招标项目”第 1 包的中标人, 标的数量为执法快艇 34 艘, 中标金额为 2.72 亿元人民币(含税), 该合同预计于 2011 年内全部实现收入, 2009 年公司对国家海洋局的销售仅为 1400 万元, 由此可见, 此单将对公司 2011 年的业绩产生极大的积极影响。

如该合同正常执行, 按照近年来 15%的净利润率计算, 此单将产生约 3500 万元的净利润, 2011 年的业绩将会实现至少一倍的同比提升。

募集资金达产可使产能翻倍, 贡献实质性利润

募集资金扩充产能项目建成后(2012 年)将实现年产高性能复合材料游艇 84 艘、特种艇 116 艘合计 200 艘左右的生产能力, 按照 106 万元的平均销售单价计算, 可贡献年营业收入 2.1 亿元(游艇 1.6 亿元和特种艇 4828 万元)和净利润 3380 万元。

除此之外, 公司超募资金超过 5 亿元, 现金流充裕, 将会在湖南、珠海等地继续寻求扩大产能, 目前产能严重不足的情况有望逐步得到缓解。

盈利预测

盈利预测主要假设:

1、根据复合材料船艇行业发展趋势和前几年公司增长情况, 公司 2010 年商务艇业务增长 25%, 此后保持 30-40%的收入增长; 特种艇、冲锋舟和私人游艇销售收入分别年均增长 25%、20%和 60%。

- 2、2010年整体毛利率37.9%，2011年毛利率38.6%。
- 3、2010-2012年销售费用率6.5%，管理费用年均增长20%，因募集资金带来大量现金和带息负债减少明显，财务费用2011大幅降低至200万元。
- 4、2011年国家海洋局2.71亿元（含税）大单全部正常完成。

表2 2007-2011年实际盈利及预测表： 单位：人民币百万元

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	93	142	182	254	563	467
销售成本	63	96	115	160	347	290
毛利	31	46	66	94	215	177
毛利率	32.9%	32.4%	36.5%	37.0%	38.3%	38.0%
期间费用	21	23	34	49	73	74
期间费用率	22.4%	16.3%	18.9%	19.5%	13.0%	15.9%
营业利润	10	21	30	43	138	100
营业利润率	10.2%	15.0%	16.5%	16.8%	24.6%	21.4%
税前利润	9	22	33	43	138	100
所得税	3	3	5	6	20	14
归属母公司的净利润	6	20	28	37	118	85
净利润率	6.6%	14.2%	15.4%	14.5%	21.0%	18.3%
EPS（摊薄）	0.07	0.23	0.32	0.42	1.36	0.98
P/E	506.7	154.8	111.4	85.1	26.4	36.5

资料来源：国海证券研究所

投资建议

近年来代表高端优雅生活方式的游艇消费文化开始导入，顺应了品质生活、彰显身份的消费升级需求，游艇消费正站在井喷式增长的前夜。中外游艇消费水平目前存在巨大差距，我国具备了发展游艇产业的自然条件和产业基础，以游艇为发展方向的复合材料船艇行业空间巨大，有望从无到有诞生数百亿的产业规模。国家政策、收入提升、观念改变等诸多因素的合力将驱动行业持久快速增长，较为分散的产业结构和不充分的市场洗牌预示着更大的产业集中度提升空间，朝阳特征明显，抢先起跑的龙头公司有望享有行业高速增长和集中度提升的双重红利。

公司已经率先在国内游艇市场起跑，经过多年的积累，产品定位日趋中高端，产品线齐全，商务艇、特种艇和游艇等几大业务线和国内外市场都有较为均衡的发展。公司对国内客户需求理解深刻，创造性的将“规模+定制”模式融入直销团队，有效拉近了客户距离，提高了客户

满意度。已经形成了品牌、产能布局、研发设计和规模等综合优势，并充分利用我国的制造成本优势积极参与国际市场竞争，志在成为中国中国第一、世界知名的游艇企业，成就引领中国游艇行业步入国际梯队的梦想。

根据现有业务的发展情况预测，2010-12年EPS预计分别为0.42、1.36、0.98元，按照目前36元的股价和8694万股的总股本，2011、2012年的动态市盈率分别为26.4、36.5倍。目前A股创业板2011、2012年动态市盈率分别为36.3、25.9倍，考虑到游艇行业当仁不让的朝阳型消费品属性和公司在行业内初步形成的先发优势，公司应享有一定的估值溢价。我们坚定看好游艇行业和公司的长远发展前景，认为公司将持久受益于我国消费升级的进程，首次给予其“增持”评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

风险提示

本报告中的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征价。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。本报告版权归国海证券所有。