



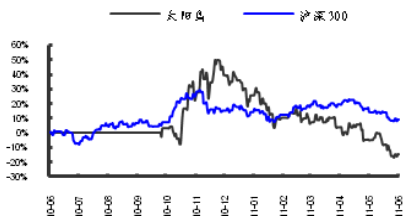
太阳鸟 (300123):

海洋局大单进行时 2011年业绩有保障

新消费-船舶制造业

提高评级: 买入

相对沪深300表现



表现 (%)	1m	3m	12m
太阳鸟	-10.0	-20.4	-14.8
沪深300	-4.6	-8.7	9.1

市场数据 2011.06.03

当前价格 (元)	18.00
52周价格区间 (元)	17.18-51.8
总市值 (百万)	2503.90
流通市值 (百万)	633.60
总股本 (万股)	13910.55
流通股 (万股)	3520.00
日均成交额 (百万)	35.48
近一月换手 (%)	21.25

相关报告

游艇消费空间巨大 持续受益先发优势
2011年1月

分析师

刘金沪

电话: 0755-83704943

邮件: liujh01@ghzq.com.cn

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

- 游艇顺应了品质生活、彰显身份的消费升级需求,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,游艇消费正站在井喷式增长的前夜,未来5年游艇行业将保持50%以上的复合增长率,有望从无到有诞生数百亿的产业规模。
- 公司在国内游艇行业已经率先起跑,已经形成了品牌、产能布局、研发设计和规模等初步的综合优势,并有望充分利用我国的制造成本优势积极参与国际市场竞争。
- 国家海洋局大单进展顺利,2011年业绩有保障。
- 公司研发和产能投放力度加大,各项核心竞争力要素稳步推进,下半年湖南和珠海可望释放实质性产能,夯实2012年以后的发展基础。
- 国际市场取得突破,运营效率和盈利能力稳步提升,商务、私人游艇等消费用途客户比重趋升。
- 2011-13年EPS预计分别为0.49、0.67、0.99元,动态PE分别为36、27、18倍。
- 考虑到游艇行业显著的朝阳消费品属性、不可限量的行业发展空间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,提高其评级至“买入”。

预测指标	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	93	142	182	244	472	569	782
营业利润 (百万元)	10	21	30	36	80	109	161
净利润 (百万元)	6	20	28	32	68	93	138
摊薄每股收益 (元)	0.04	0.14	0.20	0.23	0.49	0.67	0.99
摊薄每股净资产 (元)	1.2627	1.53	2.55	9.02	9.17	9.37	9.66
加权平均ROE (%)	27.5	34.7	24.2	9.8	5.4	7.2	10.4

2010年研发等核心竞争力建设工作全面推进

2010年公司在设计、技术研发、商业模式、品牌和营销、管理和人才等方面均取得进步，各项核心竞争力要素均衡发展，在行业内的综合优势得到进一步巩固和提升。

2010年全年圆满完成了88英尺豪华游艇、78英尺豪华游艇、68英尺拖轮艇、63英尺运动艇、53英尺运动艇、62英尺飞桥艇、42米双体游览船的设计和建造。还持续不懈的进行研发投入，除55米复合材料猎雷艇属于特种艇范畴之外，其余投入均集中在凤鸟系列、普兰帝系列、拉斐尔系列和蓝宝石系列等游艇（多为100英尺以上艇型）方面，实现了充分聚焦。

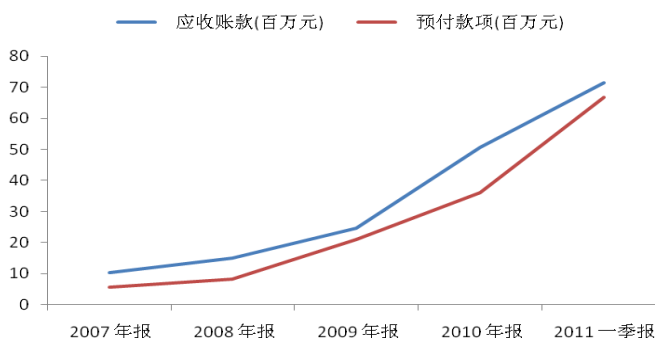
此外，2010年公司还在模块化家私、内装工艺、遥控通风口设计、除尘设备设计、船体结构优化设计、舱室空间合理应用技术和燃油管路简化技术等工艺创新方面取得了较大进展。

2010年研发总支出1807万元，占营业收入的7.41%。

在手订单充裕，产能释放加速，国家海洋局大单可望年底全部交货

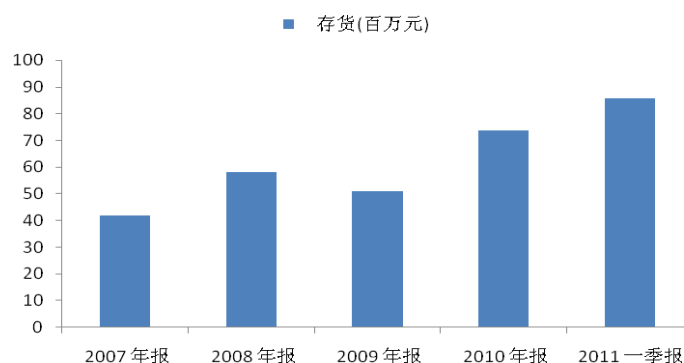
2010年，公司累计签订包括国家海洋局2.7亿元大单在内的销售合同5.48亿元，其中结转到2011年生产的合同为3.59亿元，储备了充足的市场订单。2011年1季报显示，公司的存活、预付款和应收款都快速上升，其中预收账款更是井喷到1.3亿元，显示包括海洋局大单在内的生产任务极其饱和。

图1 公司应收款和预付款都快速上升



资料来源：公司公告，国海证券研究所

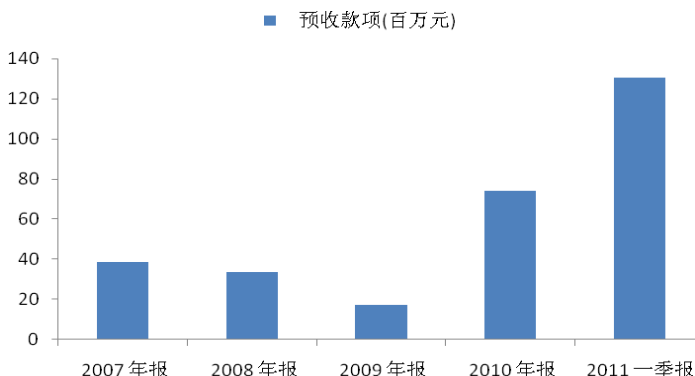
图2 积极备货导致存货水平上升



资料来源：公司公告，国海证券研究所

为保证完成海洋局的大单，公司全力加大了在湖南本部和珠海分公司的产能投放力度，为提高交货效率，为该特种艇制造了2套模具。在原有扩能建设项的基础上，2010年还增加了湖南6#总装车间、展览中心、研发大楼和珠海子公司3#总装车间、码头等土建工程项目的投入，在沅江附近还租赁了一些厂房进行。公司有信心在今年年底完成全部订单的交付，则业绩有望实现倍增。

图3 高达1.3亿元的预收款预示锁定2011年业绩

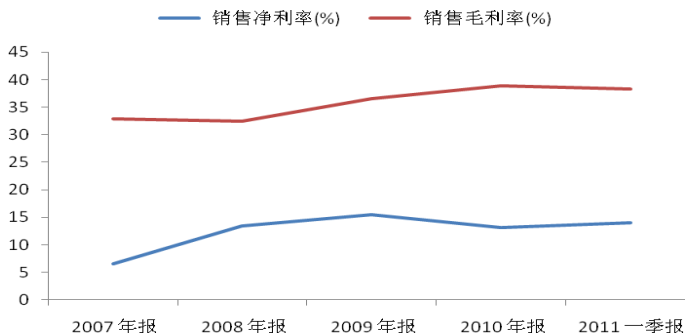


资料来源：公司公告，国海证券研究所

盈利能力和运营效率稳步提升

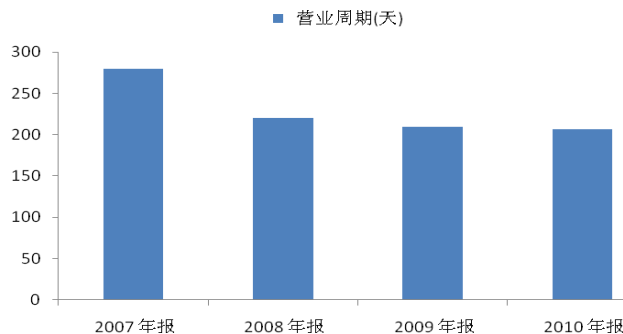
随着公司研发和营销优势以及规模效益的体现，公司运营效率和盈利能力都呈现稳步提升之势。营业周期从2007年的280天下降到2010年的206天，净利润率也稳定在14%左右。

图4 公司的盈利能力稳步提升



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图5 公司的营业周期下降明显



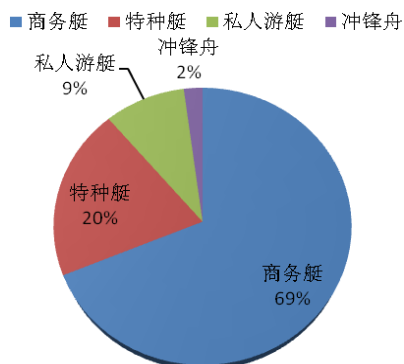
资料来源：公司公告，国海证券研究所

国际市场稳步开拓，商务、私人游艇等消费性客户比重趋升

在核心零部件采购来源趋同和装配技术水平日趋接近的情况下，我
请参阅文后风险提示

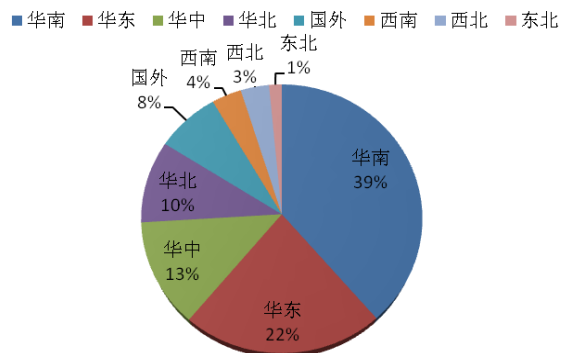
国游艇制造业的人工成本优势可望成为未来敲开国际市场的利器。公司2009年起开始开拓国际市场，这两年的销售都在1800万元左右，尽管33.3%的毛利率略低于国内市场的39.5%，但前途光明。

图6 用于消费和接待的商务艇、私人游艇占比近8成



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图7 分地区业务贡献情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所

随着消费升级的观念深入，用于消费和接待的商务艇、私人游艇比重趋升，2010年占比已近8成，显示行业和公司的主要需求驱动力正在从公务执法向消费转移，其消费品属性将越来越强。

盈利预测

根据我们对公司产能释放的预期，我们更新了业绩预测。

盈利预测主要假设：

- 1、2011年国家海洋局2.71亿元（含税）大单全部正常完成，特种艇产能全部为其所用。2011年商务艇业务增长15%，此后保持30-40%的收入增长；冲锋舟和私人游艇销售收入分别年均增长20%和60%。
- 2、2011年整体毛利率33.4%，2012年毛利率35.8%。
- 3、2011-2012年销售费用率6.0-6.5%，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，2011年财务费用-100万元。
- 4、主营业务税金率1.0%，综合所得税率14.5%。

表1 2007-2013年实际盈利及预测表:

单位:人民币百万元

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入	93	142	182	244	472	569	782
销售成本	63	96	115	149	314	365	499
毛利	31	46	66	95	157	204	283
毛利率	32.9%	32.4%	36.5%	38.9%	33.4%	35.8%	36.2%
期间费用	21	23	34	54	73	89	114
期间费用率	22.4%	16.3%	18.9%	22.3%	15.4%	15.7%	14.6%
营业利润	10	21	30	36	80	109	161
营业利润率	10.2%	15.0%	16.5%	14.9%	17.0%	19.1%	20.6%
利润总额	9	22	33	36	80	109	161
所得税	3	3	5	4	12	16	23
归属母公司的净利润	6	20	28	32	68	93	138
净利润率	6.6%	14.2%	15.4%	13.1%	14.5%	16.3%	17.6%
EPS (摊薄)	0.04	0.14	0.20	0.23	0.49	0.67	0.99
P/E	405.8	124.0	89.2	78.2	36.5	26.9	18.2

资料来源: 国海证券研究所

估值分析及投资建议

基于现有股本计算, 2011-13年EPS预计分别为0.49、0.67、0.99元, 动态PE分别为36、27、18倍。考虑到游艇行业显著的朝阳消费品属性、不可限量的行业发展空间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, 提高其评级至“买入”。

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。