

江龙船艇 (300589)

证券研究报告

2017年02月16日

深耕高性能船舶制造，公务执法船艇专家

专注公务船+休闲船设计生产，高性能船艇制造专家

主要从事旅游休闲船艇和公务执法船艇的设计研发、生产和销售，为客户提供从应用设计、产品制造到维修保养等全方位的个性化服务解决方案，主要产品按照用途可分为旅游休闲船艇、公务执法船艇。公司实际控制人为夏刚和晏志清，夏刚和晏志清为一致行动人，其中夏刚持股 28.99%，晏志清直接持股 16.97%，通过聚才盛龙间接持股 4.30%，两人合计直接持股 45.96%。2014/2015/2016H1 年营收分别为 3.24 亿/3.61 亿/1.56 亿，同比增长 24.99%/11.53%/-56.78%，净利润分别为 0.29 亿/0.32 亿/0.08 亿；公司公务执法船营收占比六成，主要销往华南、华东地区，2016H1 公司毛利率 21.01%，净利率 5.18%。

公务+休闲游艇消费不断释放，地利+人和勾画行业未来成长空间

先看需求端，第一随着滨海旅游市场加速开发，滨水旅游已经成为人们时尚的休闲方式；第二，随着我国水域开发程度的提高和水上交通事业的发展，对水上执法装备的要求不断提高；第三、游艇产业的消费与我国经济的发展呈现正相关，伴随着生存性消费减少，新型消费步入高端化、个性化，拓展了游艇产业的市场空间。同时，我国水域资源非常丰富，内陆河流湖泊星罗棋布，为我国船艇产业的发展提供了天然的有利条件；近年来，国家和相关地方政府为行业发展提供了良好的产业政策和发展环境。再看我国现有的船艇行业格局，生产企业众多，行业集中度较低，尚未有某一企业能够占据绝对的市场份额。由于船艇产品种类较多，市场需求差异较大，船艇企业一般会根据自身的技术特点来选取各自的市场定位。

核心技术优势明显，军民融合路径清晰

公司出资 3000 万联手澳洲及美国艇制造商 AUSTAL 成立合资公司，公司持股 60%，AUSTAL 为澳洲边防提供船只超过 18 年，同时是澳洲最大的国防出口商，客户涵盖美国海军，澳大利亚边境军队，澳大利亚皇家海军和 Condor 轮渡等世界领先的商业和国防舰队。其开发了海军作战舰 (LCS)，远征快速运输 (EPF) 等世界上最具标志性的船只，可以为世界各地的海军，国防部队，安全机构和海岸警卫队开发主要的海军和其他国防舰队。公司核心技术优势明显，持续创新，在全铝合金船艇制造、钢-铝合金复合船艇领域具备较为突出核心竞争优势。本次募资 1.08 亿元，投向高性能节能型复合船艇扩建项目和船艇研发设计中心建设项目。

首次覆盖，给予“买入”评级，公司主要从事旅游休闲船艇和公务执法船艇的设计、研发、生产和销售，核心技术优势明显，军民融合路径清晰，本次募资 1.08 亿元投向高性能节能型复合船艇扩建项目及船艇研发设计中心建设项目。我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.40 元、0.48 元、0.56 元，对应 PE 分别为 126x，105x，91x。

风险提示：业绩增长低于预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	324.09	361.46	404.22	457.76	523.98
增长率(%)	24.99	11.53	11.83	13.25	14.47
EBITDA(百万元)	40.54	43.70	44.13	55.54	65.11
净利润(百万元)	29.23	32.46	34.92	41.75	48.14
增长率(%)	37.26	11.07	7.57	19.56	15.31
EPS(元/股)	0.34	0.37	0.40	0.48	0.56
市盈率(P/E)	150.44	135.45	125.91	105.31	91.33
市净率(P/B)	43.82	33.11	23.22	19.02	15.74
市销率(P/S)	13.57	12.16	10.88	9.60	8.39
EV/EBITDA	0.00	0.00	96.01	78.91	63.63

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/船舶制造
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	50.73 元
目标价格	62.5 元

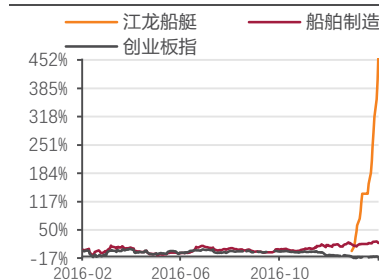
基本数据

A 股总股本(百万股)	86.67
流通 A 股股本(百万股)	21.67
A 股总市值(百万元)	4,396.77
流通 A 股市值(百万元)	1,099.32
每股净资产(元)	2.35
资产负债率(%)	68.59
一年内最高/最低(元)	50.73/8.37

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001 liuzhangming@tfzq.com	
张璐芳	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517020001 zhanglufang@tfzq.com	
孙海洋	联系人
sunhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司概况	3
1.1. 主营业务介绍	3
1.2. 股权结构介绍	5
1.3. 财务情况	5
2. 行业分析	7
2.1. 需求分析	7
2.1.1. 滨海旅游市场加速开发	7
2.1.2. 水上执法装备升级	8
2.1.3. 消费结构升级驱动游艇产业增长	9
2.2. 市场现状	10
2.2.1. 水域资源丰富，船艇市场前景广阔	10
2.2.2. 产业政策大力支持，发展空间巨大	10
2.2.3. 基础工业水平提高，船艇设计建造能力整体偏低	11
2.3. 船艇行业竞争格局及主要企业情况	11
3. 公司分析	13
3.1. 联手澳洲 AUSTAL 提升公务、军备船艇制造能力	13
3.2. 营销渠道多样化+国际化部署+合理定价，提高市场份额	14
3.3. 核心技术优势明显，持续创新	14
3.4. 募资 1.08 亿加码产能、研发建设	16
3.4.1. 高性能节能型复合船艇扩建项目	16
3.4.2. 船艇研发设计中心建设项目	17
4. 盈利预测与估值	17

图表目录

图 1: 公司主要产品	3
图 2: 48m 钢-铝合金复合岛际交通船	4
图 3: 40.5m 钢-玻璃钢复合旅游观光船	4
图 4: 54m 钢-铝合金复合（海警）缉私艇	4
图 5: 49.98m 钢-铝合金复合执法船	4
图 6: 经营模式	5
图 7: 发行前股权结构图	5
图 8: 营业收入平稳增长	6
图 9: 盈利能力稳定	6
图 10: 2015 年不同品种产品营业收入占比	6
图 11: 2015 年不地区营业收入占比	6
图 12: 盈利能力稳定，小幅上升	7
图 13: 各项费用控制稳定，管理费用小幅上升	7

图 14: 国内游客人数 (亿)	7
图 15: 滨海旅游产业生产总值及增长率	7
图 16: 2015 年全国内河航道通航里程构成	8
图 17: 江龙船艇渔政执法船	9
图 18: 江龙船艇渔政执法船	9
图 19: 2007-2015 年中国人均国内生产总值 (GDP)	9
图 20: 2006-2015 年城镇居民人均可支配收入	9
图 21: AUSTAL 生产设计的船艇	13
图 22: AUSTAL 生产设计的船艇	13
图 23: AUSTAL 生产设计的船艇	13
图 24: AUSTAL 生产设计的船艇	13
图 25: 多种营销模式	14
表 1: 公司船艇销量	6
表 2: 我国各类船艇产值 (亿元)	10
表 3: 近年与船艇行业相关的主要产业政策	10
表 4: 国内外主要企业的产品类型及市场份额	11
表 5: 玻璃钢船艇市场层次化格局	12
表 6: 金属及多材质复合船艇市场主要竞争对手简介	12
表 7: 公司技术研发情况	15
表 8: 项目投资概算明细	16
表 9: 项目投资概算明细	17
表 10: 公司收入预测	18
表 11: 公司成本及毛利率预测	18

1. 公司概况

公司主要从事旅游休闲船艇和公务执法船艇的设计、研发、生产和销售，为客户提供从应用设计、产品制造到维修保养等全方位的个性化服务解决方案，是国内优秀的高性能玻璃钢、金属及多材质复合船艇供应商。依托持续的技术创新、优异的产品性能和齐全的产品线结构，公司已在行业内树立起了良好的市场口碑，客户认知度高，市场地位突出。

1.1. 主营业务介绍

公司主要产品按照用途可分为旅游休闲船艇、公务执法船艇，按材质可分为玻璃钢船艇、金属及多材质复合船艇。公司在产品设计建造中广泛采用了玻璃钢、钢和铝合金等多种材料，可生产船长 40m 以下的玻璃钢船艇，船长 80m 以下全钢质、钢-玻璃钢复合、钢-铝合金复合船艇以及船长 50m 以下的全铝合金、铝合金-玻璃钢复合船艇，可满足多种类型旅游休闲船艇和公务执法船艇的市场需求。

图 1: 公司主要产品

产品类别		产品介绍
用途划分	旅游休闲船艇	广泛用于江、海、湖泊、岛际之间的客运、游览观光、商务及休闲娱乐活动的各类船艇，如客运船、岛际交通船、游览船、豪华游艇等。
	公务执法船艇	广泛用于海警、海事、海关、海监、港航、渔政、边防、水警、防汛等公务执法及巡逻的各类船艇，如巡逻艇、执法艇、渔政船等。
材质划分	玻璃钢船艇	采用纤维增强复合塑料（FRP）建造的船艇。纤维增强复合塑料（FRP）也称玻璃钢，属于船用复合材料，一般将采用此材料建造的船艇称为玻璃钢船艇。
	金属及多材质复合船艇	采用金属材料（钢、铝合金等）建造的船艇，如钢质船艇、铝合金船艇等；以及采用钢、铝合金、玻璃钢等多种材料复合建造的船艇，如钢-玻璃钢复合船艇、铝合金-玻璃钢复合船艇、钢-铝合金复合船艇等。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：48m 钢-铝合金复合岛际交通船



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：40.5m 钢-玻璃钢复合旅游观光船



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：54m 钢-铝合金复合（海警）缉私艇



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：49.98m 钢-铝合金复合执法船



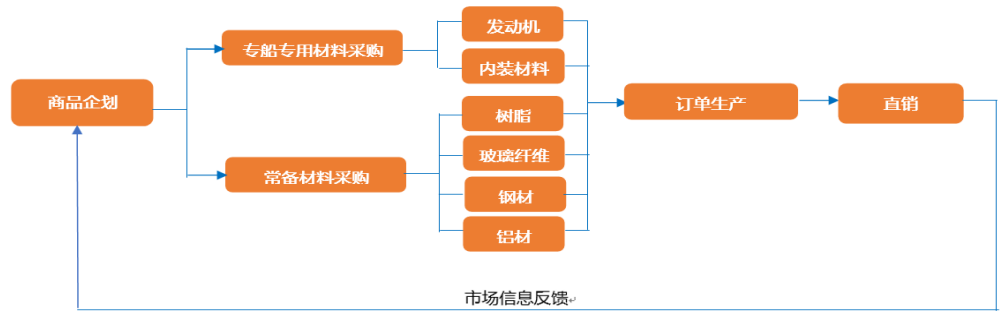
资料来源：公司公告，天风证券研究所

经营模式：“订单生产”，专船专用材料采购与常备材料采购并存。公司主要采取“订单生产”的生产模式，根据订单组织生产，同时接受第三方船舶检验部门对船艇设计和建造过程的检验。专船专用材料包括发动机、内装材料等，由公司技术部门根据销售订单来制定专船专用材料采购订单；常备材料包括树脂、玻璃纤维、钢材、铝材等，采购量由公司物控组和财务部门根据所处行业、原材料供应市场特点和自身实际情况确定。公司以自主设计为主，第三方设计为辅，在销售的产品中，自主设计产品占比在 90%左右。

销售模式：直销，公司主要采用网络和市场直销模式向国内外客户销售产品。直销模式与订单生产模式相互补充，可以减少与用户沟通的中间环节，及时、高效地了解市场动

态；同时直销模式也有利于客户资源管理、技术交流、订单执行、货款回收等。

图 6：经营模式

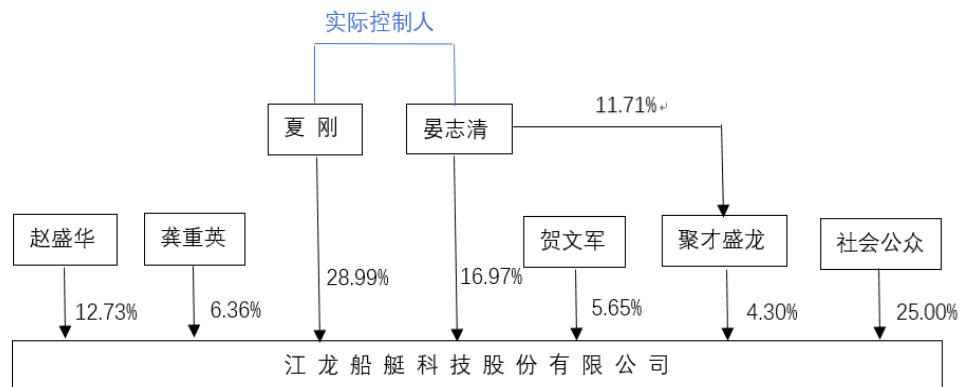


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构介绍

公司控制权集中，实控人合计持股 45.96%，实际控制人为夏刚和晏志清，夏刚和晏志清为一致行动人，其中夏刚持股 28.99%，是公司第一大股东、董事；晏志清直接持股 16.97%，通过聚才盛龙间接持股 4.30%，是公司第二大股东，公司法定代表人、董事长、总经理，两人合计直接持有公司 45.96%股份。

图 7：发行前股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

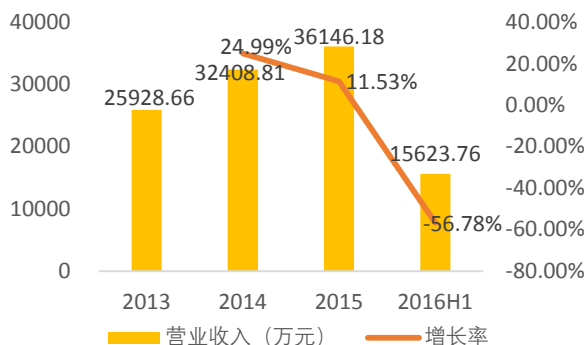
1.3. 财务情况

公司近年营业收入稳步提升。2014、2015 及 2016H1 年营收分别为 3.24 亿元、3.61 亿元、1.56 亿元，公司主营业务市场前景好，整体竞争能力强，但公司目前仍处于成长阶段。2013-2016H1，净利润分别为 0.21 亿元、0.29 亿元、0.32 亿元、0.08 亿元，由于季节性原因，公司 16H1 营收净利出现回落，公司预计 16 年全年 3367.38 万元，较 15 年小幅增长。

公司主营业务收入持续快速增长的主要原因如下：①国内水上旅游交通及水上执法领域的持续发展带，我国水上旅游交通事业的发展以及国家对海洋权益的重视，带动我国船艇相关产业的快速发展。②较强的技术研发实力，公司在高性能玻璃钢船艇、金属及多材质复合船艇的设计、研发和生产领域具备较强的技术研发实力。公司设立了专业的研发设计团队，配备有先进的研发设备和计算机软件，使公司产品的设计研发全部实现了数字化。③良好的产品品质和丰富的产品结构，公司一直以来都极为注重对产品品质的把控，公司在产品品质上的突出表现为公司树立了良好的市场口碑，市场竞争优势明显。公司产品类型丰富，从用途上涵盖了各类型的旅游休闲船艇和公务执法船艇，如高速客船、岛际交通

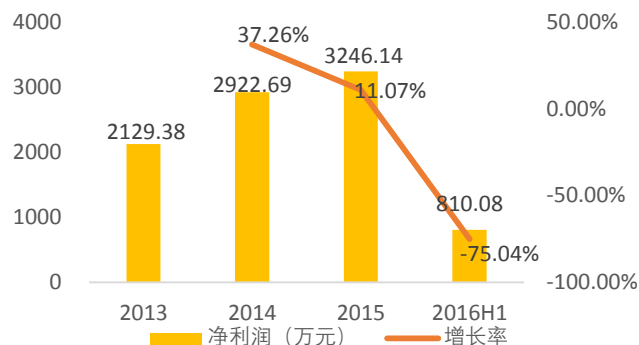
船、远航钓鱼船、旅游观光船、豪华游艇、公务船、缉私船、巡逻艇、引航船等，齐全的产品结构不仅提高了公司抗风险的能力，同时也有助于公司市场空间的进一步拓展。

图 8：营业收入平稳增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：盈利能力稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：公司船艇销量（单位：艘）

划分标准	产品类别	2016 年 1-6 月		2015 年		2014 年	
		产量	销量	产量	销量	产量	销量
按产品用途划分	旅游休闲船	19.85	39.85	48.1	50.1	41.75	39.75
	公务执法船艇	20.2	20.2	47.95	54.95	47.4	41.4
	合计	40.05	60.05	96.05	105.05	89.15	81.15
按统计口径	玻璃钢船艇	29	49	66	69	58	56
	金属及多材质复合船艇	11.05	11.05	30.05	36.05	31.15	25.15
按口径划分	中:20m 以下	0	0	8	14	11	5
	20m 及以上	11.05	11.05	22.05	22.05	20.15	20.15
	合计	40.05	60.05	96.05	105.05	89.15	81.15

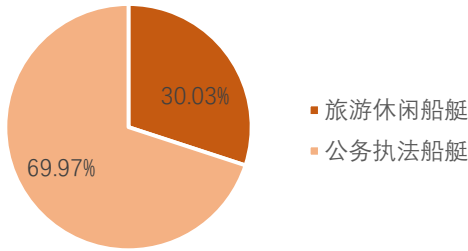
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公务执法船营收占比六成，主要销往华南、华东地区。2013-2016H1，旅游休闲船艇营收占比分别为 65.24%、60.51%、30.03%和 24.75%，公务执法船艇营收占比分别为 34.76%、39.49%、69.97%和 75.25%。

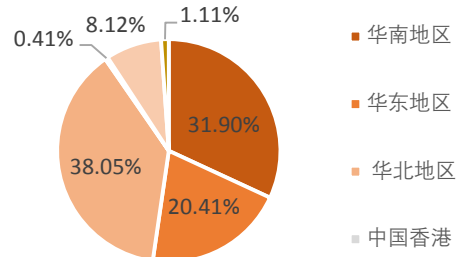
旅游休闲船艇方面，近年来随着来自国内旅游休闲市场需求的不断扩大，公司旅游休闲船艇业务稳步发展。为优先保障在建公务执法船艇订单生产的顺利进行，公司在既有产能下主动控制了对旅游休闲船艇订单的签订和排产，从而使得公司旅游休闲船艇收入占主营业务收入的比重呈逐年递减趋势。公司公务执法船艇业务发展迅速，主要系随着国家水域维权意识和执法力度的不断加强，公务执法船艇装备的更新升级对金属及多材质复合高性能公务执法船艇需求逐步加大，以及公司领先的船艇设计、生产技术及先发市场优势，综合使得公司公务执法船艇收入规模快速增加。

图 10：2015 年不同品种产品营业收入占比

图 11：2015 年不地区营业收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

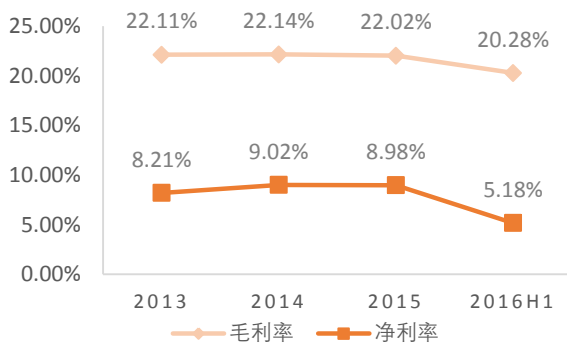


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016H1 公司毛利率 21.01%，净利率 5.18%，2013-2016H1 公司旅游休闲船艇销售毛利率分别为 22.38%、21.77%、17.49%和 18.12%；公务执法船艇销售毛利率分别为 19.96%、21.82%、23.80%和 21.96%。

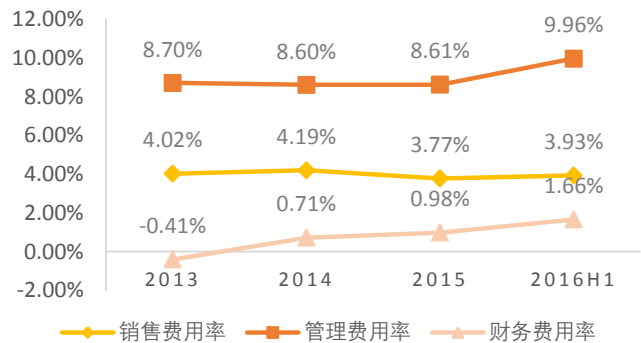
公司 2015 年旅游休闲船艇销售毛利率为 17.49%，较 2014 年减少 4.28 个百分点，主要系公司当年旅游休闲船艇销售收入较少，当期销售毛利率因受个别船艇订单毛利率较低影响，下降较为明显所致。公司 2015 年公务执法船艇销售毛利率较 2014 年有所上升，主要系公司当期个别玻璃钢材质公务执法船艇订单毛利率较高引起。

图 12：2016H1 公司毛利率 21.01%，净利率 5.18%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：各项费用控制稳定，管理费用小幅上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 行业分析

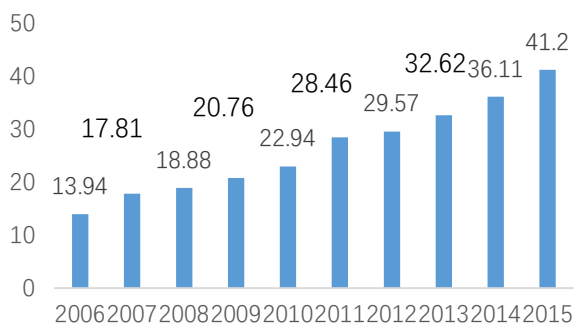
2.1. 需求分析

2.1.1. 滨海旅游市场加速开发

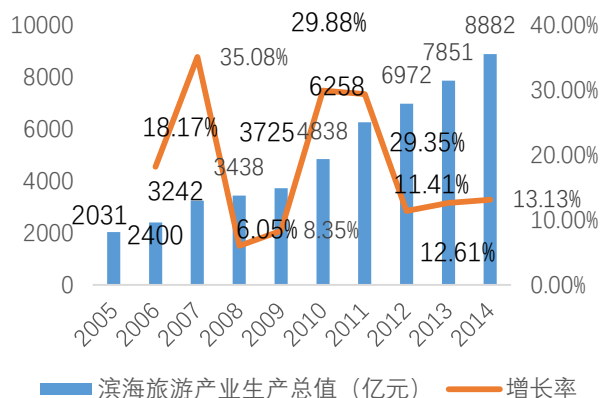
滨水旅游作为一种新型旅游方式，符合人们对环保、低碳、休闲、舒适的追求，已经成为人们时尚的休闲方式。此外，滨水旅游还有整合旅游资源，带动相关产业发展，促进就业，提升城市形象等功能。近年来，我国各地方省市不断加大滨水旅游产业的开发力度。以广东为例，2014 年 11 月，广东省制定《珠江三角洲地区旅游一体化规划(2014-2020)》，提出发展以西江、北江、东江等珠江三大水系区域为主的黄金水道旅游带合作，以环珠江口湾、环大亚湾湾区、大广海湾区三大滨海旅游功能湾区的蓝色滨海旅游带合作；积极推进粤港澳游艇旅游合作等。

图 14：国内游客人数（亿）

图 15：滨海旅游产业生产总值及增长率



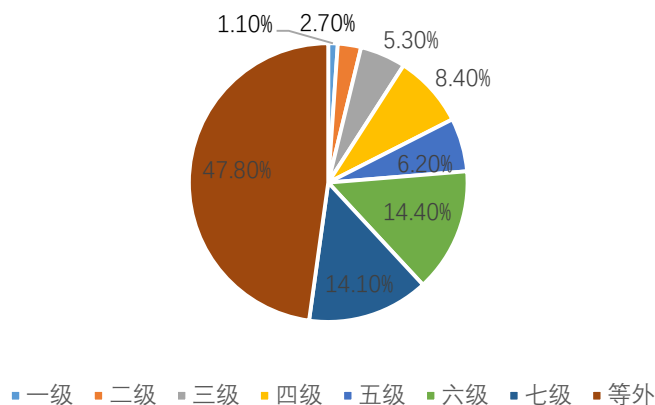
资料来源：公开资料，天风证券研究所



资料来源：前瞻网，天风证券研究所

客运艇市场需求主要受水运航道条件、水路客运量的影响。根据《2015 年交通运输行业发展统计公报》，2015 年末全国内河航道通航里程 12.70 万公里，比上年末增加 721 公里。等级航道 6.63 万公里，占总里程 52.2%，提高 0.4 个百分点。其中，三级及以上航道 11545 公里，五级及以上航道 3.01 万公里，分别占总里程 9.1%和 23.7%，分别提高 0.5 个和 1.2 个百分点。国家通航里程数的持续提高为客运艇市场发展提供了良好的硬件条件。根据《2015 年交通运输行业发展统计公报》，全国完成水路客运量 2.71 亿人、旅客周转量 73.08 亿人公里，比上年分别增长 3.0%和-1.7%，平均运距达 27.00 公里。而且随着航道硬件条件的改善和休闲出行人员的大幅增加，水路客运量将处于大的成长周期，这为客运艇市场的持续增长奠定了良好的基础。

图 16：2015 年全国内河航道通航里程构成



资料来源：交通运输部，天风证券研究所

以客船、旅游观光艇等为代表的旅游休闲船艇兼具水上通行、游览观光、休闲娱乐、广告宣传等多功能于一体，是滨水旅游市场发展不可或缺的一环。在广州，广州市客轮公司有超过 50 艘水上客运船舶提供珠江水上通行、景观游览及广告服务等；在厦门，厦门市轮渡有限公司有各类旅游休闲船艇近 30 艘，提供进出鼓浪屿景区的轮渡服务等。

伴随政策扶持和滨水旅游文化的进一步深入人心，海洋海岛旅游、邮轮游艇旅游将得以进一步发展，我国旅游休闲船艇市场前景广阔。

2.1.2. 水上执法装备升级

公务执法船艇在我国船艇市场占据着极为重要的地位，主要用于维护海洋主权及维护水域秩序，其客户主要为政府与水上活动有关的部门，如海警、海事、海关、海监、港航、渔政、边防、水警、防汛等部门，受到政府财政预算及周边国际局势的影响。随着我国水域开发程度的提高和水上交通事业的发展，为提高水域管理能力，上述部门对水上执法装

备的要求不断提高。

图 17: 江龙船艇渔政执法船



资料来源: 百度图片, 天风证券研究所

图 18: 江龙船艇渔政执法船



资料来源: 百度图片, 天风证券研究所

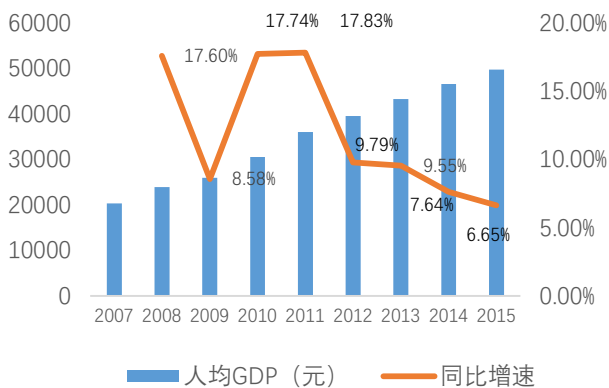
目前, 我国在黄海、东海和南海均存在海洋划界争端, 给我国海洋管理和执法带来了巨大挑战。2013 年, 我国重新组建国家海洋局, 成立中华人民共和国海警局, 整合了中国海监、公安部边防海警、农业部中国渔政和海关总署海上缉私警察的队伍和职责, 以中国海警局名义开展海上执法活动。这一方面改变了我国海上执法和管理的分散局面, 提升执法效率; 另一方面, 部门重组之后也产生了装备新增及升级需求。

随着我国“建设海洋强国”步伐的提速, 公务执法船艇将迎来一个新的发展时期。根据中船重工经济研究中心预测, 未来几年, 我国仅海洋公务执法船需求将达 300-500 亿元。公务执法船艇将呈现大型化、多功能化、多材料复合的发展趋势, 大型多材质复合船艇的需求将进一步增大。

2.1.3. 消费结构升级驱动游艇产业增长

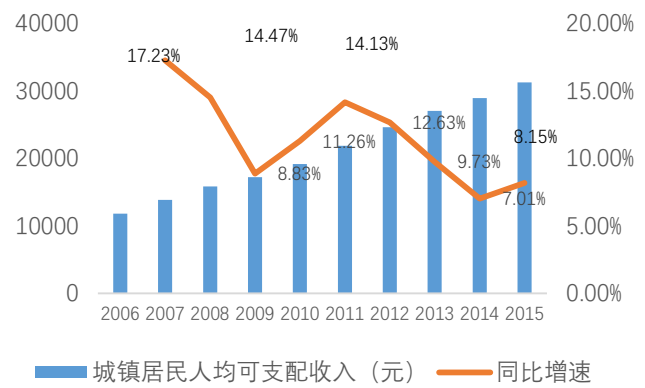
游艇产业的消费与我国经济的发展呈现正相关, 收入增长提升了居民的消费能力, 改变了消费偏好和消费倾向, 伴随着生存性消费的减少, 新型消费步入高端化、个性化、多样化、品质化时代, 拓展了游艇产业的市场空间。自 2008 年至 2014 年, 中国城镇人均可支配收入年复合增长率达到 10.93%, 2015 年城镇人均可支配收入达 31195 元, 相比 2006 年的 11760 元提高了 165%, 同时, 居民人均消费支出 2015 年达 15712 元。据预测, 2020 年以前, 中国的中产阶级顾客将从目前的 1 亿人增加到 6 亿人左右, 中国中产阶级的扩大将推动高档终端消费快速增长, 对游艇行业形成长期利好。

图 19: 2007-2015 年中国人均国内生产总值 (GDP)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 20: 2006-2015 年城镇居民人均可支配收入



资料来源: wind, 天风证券研究所

游艇作为旅游休闲船艇的重要类别, 是继汽车工业之后的又一新兴高端消费产业。游

艇除了是一种健康、有品位的休闲旅游方式和运动方式，更重要的是作为一个地区经济发展程度的标志和吸引投资的形象，被誉为“城市的名片”。游艇产业对当地的餐饮、交通、公共服务等具有带动作用，并有助于优化水上旅游业的结构，具有显著综合经济效应。

未来，随着游艇消费趋于理性，消费结构不断优化，中小型游艇、国产游艇将成为我国游艇消费的主要发展方向；游艇市场进一步细分，钓鱼艇、帆船等游艇产品对培育游艇消费市场、体验游艇生活将起到不可估量的基础作用；游艇租赁也会让更多的城市白领接触游艇、了解游艇、享受海上生活，同时拉动内需，形成规模经济效应，促进游艇在我国的推广普及。根据《2012-2013 中国游艇产业报告》：至 2020 年，我国各类游艇消费总量应该在 10 万艘左右，按照均价每艘 50 万元计算，总市场价值约为 500 亿元。我国游艇经济走过了最初的起步阶段，将进入快速发展的全新阶段，市场潜力巨大。

2.2. 市场现状

2.2.1. 水域资源丰富，船艇市场前景广阔

我国水域资源非常丰富，内陆河流湖泊星罗棋布，流域面积超过 1000 平方千米的河流就有 1500 多条，湖泊共有 24800 多个，其中面积在 1 平方公里以上的天然湖泊就有 2800 多个；此外，我国还拥有 1.8 万多公里的大陆海岸线，500 平方米以上的岛屿 6500 多个，岛屿海岸线 1.4 万多公里。这为我国船艇产业的发展提供了天然的有利条件。

报告期内我国各类船艇的产值如下：

表 2：我国各类船艇产值（亿元）

产值	2015 年	2014 年	2013 年
非金属船舶制造	86.37	71.91	65.14
娱乐船和运动船的建造和修理	52.81	47.67	51.53
合计	139.18	119.58	115.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.2. 产业政策大力支持，发展空间巨大

公司业务属于船艇产业链的重要组成部分，不仅有助于地方经济发展，同时也顺应了船艇产业升级、节能环保的发展趋势。近年来，国家和相关地方政府为公司的业务发展提供了良好的产业政策和发展环境。

表 3：近年与船艇行业相关的主要产业政策

序号	名称	发布机构	发布时间	主要内容
1	《船舶工业“十二五”发展规划》	工业和信息化部	2012 年 3 月	鼓励发展节能环保的标准化、系列化内河船舶，培育豪华游艇、旅游观光艇、公务艇、商务艇等品牌产品。
2	《服务业发展“十二五”规划》	国务院	2012 年 12 月	积极发展海洋旅游，进一步突出海洋生态和海洋文化特色，开拓国内国际旅游客源市场，发展海滨度假旅游、海上观光旅游、涉海专项旅游、海岛度假旅游
3	《产业结构调整指导目录（2011 年本）（2013 年修订）》	国家发改委	2013 年 2 月	将豪华邮轮等高技术、高附加值船舶、海洋监管船等特种船舶、小水线面双体船等高性能船舶、豪华游艇开发制造列为鼓励类项目

4	《国民旅游休闲纲要(2013-2020年)》	国务院	2013年2月	提出积极发展邮轮游艇旅游等旅游休闲产品
5	《船舶工业加快结构调整促进转型升级实施方案(2013-2015年)》	国务院	2013年7月	提出发展技术含量高、市场潜力大的绿色环保船舶、用特种船舶、高技术船舶
6	《船舶工业规范条件》	工业和信息化部	2013年11月	文件要求进一步加强船舶行业管理,化解产能过剩矛盾,加快结构调整,提升技术水平,促进转型升级,引导船舶工业持续健康发展。
7	《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》	国务院	2014年8月	提出积极发展海洋旅游,继续支持邮轮游艇等旅游装备制造国产化,积极发展邮轮游艇旅游。

资料来源: 天风证券研究所

2.2.3. 基础工业水平提高, 船艇设计建造能力整体偏低

船艇制造是个极为复杂的系统工程,除了船艇设计外,在建造过程中还需要多种船体材料和配件、机电设备以及丰富多样的内部装饰材料。随着我国基础工业和装备制造业的发展,目前除了部分发动机、导航设备等机电设备外,基本实现了船艇制造所需的大部分材料、设备的国产化,提供了较为便捷的物资供应,保障了业务的快速发展。

国内船艇设计和建造能力整体偏低,我国船艇制造业起步较晚,在设计和建造两方面的积累还较为薄弱,与西方造船先进国家相比较,存在较大差距。由于设计和建造专业人才培养周期较长,相关技术的转移也容易受到各种因素的限制,将在一定程度上制约公司的进一步发展。

国内船艇配套产业水平依然不高,自改革开放以来,我国船艇生产的相关设备配套产业不断完善,国产化率有较大提高,但是部分设备,如发动机、导航设备等,以及部分特种材料还需依赖进口。

2.3. 船艇行业竞争格局及主要企业情况

我国船艇生产企业众多,行业集中度较低,尚未有某一企业能够占据绝对的市场份额。由于船艇产品种类较多,市场需求差异较大,船艇企业一般会根据自身的技术特点来选取各自的市场定位。从船艇材质上看,我国船艇行业存在着明显的差异化竞争格局。

表 4: 国内外主要企业的产品类型及市场份额

产值	2015 年市 场份额	2014 年市 场份额	2013 年市 场份额	主要产品类型
太阳鸟游艇股份有限公司	3.17%	3.23%	5.88%	商务艇、特艇 冲锋舟、私人游艇
深圳市海斯比船艇科技股份有限公司	1.26%	2.28%	2.29%	公务工作艇 军用特种艇 娱乐休闲艇
江龙船艇科技股份有限公司	2.60%	2.71%	2.24%	旅游休闲船艇 公务执法船艇

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司的市场份额比较稳定，行业地位稳固，船艇的材质以玻璃钢、钢、铝合金等材料为主。玻璃钢和金属材料对船艇的尺度和性能有着不同影响，对船艇的建造工艺要求也差异较大，参与的企业也各有所不同。

(1) 在玻璃钢船艇市场，层次化竞争格局明显

玻璃钢主要用于生产尺度相对较小的船艇，如各种私人游艇、小尺度的公务执法船艇和旅游休闲船艇等。玻璃钢材料在船艇中的应用较为广泛，技术较为成熟，参与企业较多，市场竞争也比较激烈。目前，国内具有一定规模的玻璃钢船艇企业除了江龙船艇外，主要还包括太阳鸟游艇股份有限公司、深圳市海斯比船艇科技股份有限公司、常州玻璃钢造船厂有限公司、珠海市琛龙船厂有限公司以及江门市海星游艇制造有限公司等。

玻璃钢船艇市场存在着明显的层次化格局，主要体现在：

表 5：玻璃钢船艇市场层次化格局

市场	代表企业	特点
私人游艇市场	Sunseeker（英国圣汐克）、 Ferretti（意大利法拉帝）	国内游艇市场的最高端，价格较高，受众较窄，在国内销量较低
私人游艇市场	江门市海星游艇制造有限公司、 太阳鸟游艇股份有限公司	国内市场的中高端
小型公务执法船艇、 旅游休闲船艇市场	江龙船艇、太阳鸟游艇股份有限 公司	具备较高技术实力的企业占据着中高端市场，有能力在招标中获得国家海洋局、海关总署及军事单位等高端客户的订单，甚至承接海外大订单
小型公务执法船艇、 旅游休闲船艇市场	大量技术水平较低的企业	以生产各类小艇为主，同质化严重，竞争激烈

资料来源：公司公告，天风证券研究所

(2) 在金属及多材质复合船艇市场，主要以具备较高技术实力的大型船艇企业参与竞争

金属材料可用于建造大尺度的公务执法船艇和旅游休闲船艇。在技术要求上与金属及多材质复合船艇与玻璃钢船艇存在较大差异，对企业在技术、设备、资金等方面的要求更高。目前，我国金属及多材质复合船艇市场的参与企业除了江龙船艇外，主要是一些历史较为悠久、在金属船领域有着多年经验的国资背景企业，如：中船桂江造船有限公司、中船西江造船有限公司、同方江新造船有限公司、英辉南方造船（广州番禺）有限公司、青岛造船厂有限公司等。

表 6：金属及多材质复合船艇市场主要竞争对手简介

序号	代表企业	企业简介
1	中船桂江造船有限公司	该公司原为广西桂江造船厂，成立于 1965 年，2006 年改制为国有独资有限公司后改名为中船桂江造船有限公司，是中国船舶工业集团公司属下的一家中型军工造船企业。该公司已成为华南地区中小型水面战斗舰艇、军用辅助船舶、民用船舶的重要生产基地。该公司属于高新技术企业，获得质量管理体系认证、环境管理体系认证、职业健康安全体系认证、军工产品质量体系认证、海军装备质量管理体系合格证书等。
2	中船西江造船有限公司	该公司原为国营西江造船厂，成立于 1965 年，位于广西柳州市，2008 年 1 月改制成立有限公司，是中国船舶工业集团公司下属的造船公司。该公司目前主要的船艇产品有中小型军用舰艇和运输、交通、旅游、工程等船舶。该公司获得了质量管理体系认证、环境管理体系认证、职业健康安全体系认证等。
3	同方江新造船有限公司	该公司前身为中国船舶工业集团公司直属的江西江新造船厂，创于 1966 年，位于江西省九江市，2006 年改制加盟同方股份有限公司，目前是同方股份有限公司的全资子公司。该公司主要生产 2 万吨级以下各类公务执法船、海工船、商船及各类战斗艇和军辅船等。获得了质量管理体系认证、环境管理体系认证、职业健康安全体系认证、武器装备质量体系认证等。

- | | |
|--------------------|---|
| 4 英辉南方造船(广州番禺)有限公司 | 该公司前身是南辉高速船制造有限公司, 于 1992 年在广州投资建厂, 主营高性能铝合金船舶的研究、设计与制造, 在国内铝合金高速客船、公务船和专业救助船市场处于领先地位。2004 年, 该公司 51% 的股份被中船重工属下公司收购, 成为中船重工控股公司。获得质量管理体系认证、环境管理体系认证、职业健康安全体系认证等。 |
| 5 青岛造船厂有限公司 | 该公司前身为国营青岛造船厂, 成立于 1949 年, 位于山东省青岛市, 2010 年改制成立有限公司。该公司重点承接以 20.5 万吨散货船为代表船型的大型运输船、海洋工程支持船、公务船、特种船舶等。获得了质量管理体系认证、职业健康安全体系认证和保密体系认证等。 |

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3. 公司分析

3.1. 联手澳洲 AUSTAL 提升公务、军备船艇制造能力

出资 3000 万联手澳洲及美国军艇制造商 AUSTAL 成立合资公司, 2016 年 6 月公司与澳洲 AUSTAL 公司合资成立, 注册资本 5000 万, 公司持股 60%。

AUSTAL: 1998 年在澳大利亚上市, 为澳洲边防提供船只超过 18 年, 同时是澳洲最大的国防出口商。1988 年以来 AUSTAL 为 50 个国家和地区超过 100 位客户设计建造船只超过 260 艘, 客户涵盖美国海军, 澳大利亚边境军队, 澳大利亚皇家海军和 Condor 轮渡等世界领先的商业和国防舰队。2013-16 财年营收分别为 51.5/65.2/66.5/66.2 亿人民币; 净利分别为 2.1/1.8/2.5/-4.2 亿人民币。

公司已成为铝船设计和建造领域的全球领导者, 开发了海军作战舰 (LCS), 远征快速运输 (EPF) 等世界上最具标志性的船只。作为主要国防承包商和全球造船商, Austal 可以为世界各地的海军, 国防部队, 安全机构和海岸警卫队开发主要的海军和其他国防舰队, 拥有位于美国, 澳大利亚和世界各地的造船厂和支持中心。

图 21: AUSTAL 生产设计的船艇



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 22: AUSTAL 生产设计的船艇



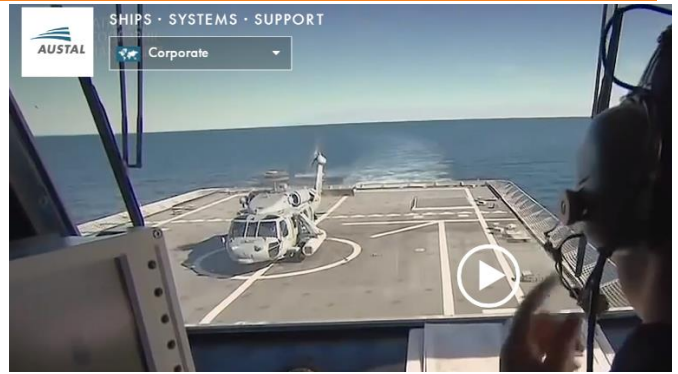
资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 23: AUSTAL 生产设计的船艇

图 24: AUSTAL 生产设计的船艇



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 营销渠道多样化+国际化部署+合理定价，提高市场份额

以方案营销为主，互联网平台为支撑，促进营销推广。一方面公司在互联网搜索、网盟平台、门户网站、行业论坛、行业网站等网络平台上发布消息进行产品推介和品牌推广；另一方面，同时在行业杂志报刊投放广告和发布最新产品信息，以提高品牌知名度。公司营销人员还通过主动联系客户和参加各类船艇展会、行业协会及专家论坛等方式，了解相关需求，深入挖掘潜在客户。线上、线下双轨并行，促进品牌推广，提高市场占有率。

未来公司将通过“网络销售、微营销、O2O”等电子商务营销新模式，重点开发国外客户、国内新兴客户。通过优化营销网络布局、降低市场开发费用、提升市场推广效果。充分利用电子商务与客户互动方面的先天优势，积极拓展 70 后、80 后客户、国外客户等新兴买家。

图 25：多种营销模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

提高制造研发能力，走向海外市场。目前公司客户已遍布全国 30 多个省、直辖市、自治区，并且已成功将业务拓展至中东、东南亚、非洲等国家地区，逐步开始走向国际化。随着公司高端制造能力和研发设计能力的进一步增强，公司将在巩固现有国内客户的基础上，继续扩大国内高端客户市场，进入目前主要使用进口船艇产品的国内客户，同时积极拓展海外高端客户，获取更高的市场份额。

采用成本加成法进行产品定价，同时兼顾市场竞争情况。公司通过预测供货周期内原材料的价格走势，对产品成本费用进行合理估算后，综合考虑船艇设计投入、建造工时、技术附加值以及招投标的竞争态势和项目预算等因素确定合理的利润率，并以此为参考确定产品报价。

3.3. 核心技术优势明显，持续创新

公司在全铝合金船艇制造、钢-铝合金复合船艇领域具备较为突出核心竞争优势。铝合金材质具有更为优越的加工属性和应用属性，是未来高端船艇发展的主要方向之一。公

司在高速铝合金客运船项目取得了很大的成功，是国内少数可以同时制造大型钢-铝合金复合船艇、全铝合金船艇的企业之一。目前，公司已经成为中国渔船渔机渔具行业协会指定的中国渔业装备行业“钢—铝船舶研发生产基地”和“钢—玻璃钢船研发生产基地”。

持续的技术创新能力。公司自成立以来，便成立了企业研发中心，负责公司产品的研发与创新，推动新技术、新材料、新工艺的运用和新船型的创新等。基于客户潜在需求、以市场为导向的产品研发和技术突破，使公司在十多年的不断发展中，逐步建立了较为完善的研发机构和持续创新的机制，具备了较强的技术创新能力。公司持续的技术创新能力主要表现在船体材料应用创新和新技术集成创新等方面。

优秀的船艇研发设计能力。设计技术是造船企业自主创新能力的核心与原动力。公司设立了专业的研发设计团队，配备有先进的研发设备和计算机软件，使公司产品的设计研发全部实现数字化。目前，公司不仅能够设计涵盖船长 40m 及以下的全玻璃钢船艇和船长 80m 以下全钢、钢-玻璃钢复合型、钢-铝合金复合型船艇以及船长 50m 以下的全铝合金、铝合金-玻璃钢复合型高速船艇等船型，还能够独立完成从产品的初步设计、详细设计、生产设计到完工设计等完整的设计流程工作，是国内同类船企中少数几家具备完整设计能力的船艇制造企业之一，在行业内具备显著的竞争优势。2013 年，公司获得广东省游艇行业协会颁发的“2012 年度游艇设计制造奖”。

公司主要从事旅游休闲船艇和公务执法船艇的设计、研发、生产和销售。产品的技术水平及特点主要源自公司在研发创新、制造工艺、品质保障以及材料运用方面的技术实力。**凭借持续的技术创新，公司产品在高速性、耐波及平稳舒适性、环保节能性、安全性、载运能力等方面有着更为优异的表现，尤其是多材质复合船艇。**

表 7：公司技术研发情况

新船型研发设计技术		公司研发设计的钢-玻璃钢复合船艇，运用自行研发设计的钢-玻璃钢连接结构，确保了钢-玻璃钢材质之间的连接强度和水密性能。
船艇研发设计技术	集成创新技术	动力方面，公司采用了风光互补发电、柴电电力推进、纯电电力推进、清洁能源动力推进等新能源动力技术；船艇操控方面，公司为进一步改进电力推进船艇的遥控操纵系统，依据交流变频电机和直流调速电机的操作特性，结合船艇的常规操作方式，自主研发了一柄式操纵机构，实现正车、倒车和调速于一体。
	性能优化设计技术	公司为提高玻璃钢船艇和玻璃钢上层建筑的防火性能，研制了玻璃钢防火分隔结构，有效提高了玻璃钢船艇和玻璃钢上层建筑的安全性能。该技术已经取得专利号为 ZL201210394563.4 的发明专利。
	多模式成型工艺	多模式成型工艺就是根据实际的生产需要（产品特点、建造周期等）采用真空导流成型（VMP）和积层成型相结合的复合工艺手法完成生产任务。真空导流成型工艺是利用真空泵提供的压力，通过导流管的向导，将树脂等流质材料注入到增强基料中固化成型的工艺。积层成型工艺是玻纤工通过纯手工操作将树脂和增强基料进行复合铺层施工，达到成型目的的工艺方法。
	万用模重组工艺	万用模重组工艺是根据产品的流线特点在船模制作时预留相应的重组余量，以达到一套模具稍作调整，或者将多套模具复合重组就可以满足多个船型模具的需求。
生产工艺技术	多模块合成工艺	多模块合成工艺是针对大型的玻璃钢船艇以及复合船艇，通过精确的计算设计将产品合理的分割成不同的模块去制作，最后再将不同的模块进行合拢组装的施工工艺。
	数字化制造技术	在金属及多材质复合船艇的建造中，通过采用数控放样、等离子数控切割技术，极大提高了建造质量，缩短了建造周期。
	电动玻纤卷布技术	在玻璃钢船艇和玻璃钢上层建筑结构的制造中，玻纤布的测量、裁剪和理料是玻璃钢船艇建造中的重要环节。为提高建造质量、降低劳动强度、提高劳动效率，公司研制了电动玻纤卷布机。使用该设备可使生产效率和工作质量

新型密性实验技术	成倍提高。该技术现已取得专利号为ZL201310126745.8 的发明专利。公司为提高密性试验的效率和安全性，研制了密性试验罩。该技术现已申请了国家发明专利，专利申请号为201310506793.X，目前已进入实质审查阶段。
免镗孔工艺技术	在玻璃钢船艇制造中，为缩短建造周期，在保证产品质量的前提下，设法简化工艺，提高效率，对艉管采用免镗孔工艺。该技术已取得专利号为ZL201310558313.4 的发明专利。
高强度玻璃纤维、碳纤维的应用	高性能玻璃纤维、碳纤维是超高速船艇建造的理想材料，公司已经在12.5m 超高速艇、14.82m 超高速艇、拖伞艇等多款船型的设计建造中成功采用该技术。
材料运用技术	公司看准市场方向，不断追求以铝合金材质为代表的高性能船用有色金属材料的应用。与传统的船用金属材料相比，船用铝合金材料具有以下性能特点：具有较好的机械性能、良好的抗腐蚀性、比重较小。
优秀有色金属材料的应用	公司已经在27.6m、32m、33.8m、36m、40.5m、46.5m、49.8m 沿海高速客船等诸多船型建造中成功采用了该技术。
钢-玻璃钢、钢-铝合金、铝合金-玻璃钢多材质复合船型应用	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在船艇设计方面，公司广泛采用了计算机辅助设计手段，对长期积累的优秀船型进行多方案的分析比较论证，并经常通过模型试验的手段进行研究与验证，创新性地研发设计了钢-玻璃钢、铝合金-玻璃钢等复合船艇以及全铝合金高速艇等高性能船型。同时，公司通过集成创新技术，将风光互补发电、柴电电力推进、纯电电力推进、清洁能源动力推进等新能源动力技术应用到船艇的设计建造中，使公司船艇在环保节能方面的表现更为优异。

在生产工艺方面，公司通过不断的技术创新，改进工艺：对于金属船体，采用数控放样、等离子切割、分段建造、单面焊双面成型工艺；对于玻璃钢船体，开发了多模式成型工艺、万用模重组工艺、多模块合成工艺、电动玻纤卷布技术、新型密性实验技术等先进核心工艺技术；在材料运用方面，公司采用了高强度玻璃纤维、碳纤维、铝合金等材料，并将多材质进行复合设计，充分利用各种材料的性能优点，实现船艇性能的最优化。

3.4. 募资 1.08 亿加码产能、研发建设

3.4.1. 高性能节能型复合船艇扩建项目

募投项目是在公司原有基础上扩建复合船艇生产基地，以扩大生产规模、进一步完善公司的产品结构，满足日益增长的市场需求。项目建设用地为公司自有土地，地处中山市神湾镇桂竹路 1 号江龙船艇科技园，水路交通便利，具备船艇生产、试航的自然条件。

项目计划总投资 2.99 亿元，其中建设投资总额 2.71 亿元，流动资金 2708 万元，使用募投资金 9828.78 万元。项目主要投资内容为生产设备、生产厂房及相关配套工程建设等，建设期为 18 个月。募投项目建成达产后，年新增高性能节能型复合船艇 25 艘，主要包括公务执法艇、小水线面双体高速客船、豪华游艇等。

表 8：项目投资概算明细

项目	投资额（万元）	占总投资比例（%）
建设投资总额	27076.00	90.91
其中:建筑工程费	7920.00	26.59
设备及轨道购置费	14626.00	49.11
安装工程费	1618.00	5.43
土地使用费	1500.00	5.04
工程建设其他费用	1412.00	4.74
流动资金	2708.00	9.09

合计	29784.00	100.00
----	----------	--------

资料来源：公司公告，天风证券研究所

优化产品结构，顺应市场发展趋势。丰富的产品线结构有利于灵活应对市场需求的变化，规避产品单一风险。目前，公司现有的厂房和生产设备，难以满足公司产品升级的需要。募投项目实施后，公司将新建生产车间，购置先进生产设备并铺设船艇移动轨道，有利于加快新产品投放速度，大大缩短产品交货周期，优化公司产品结构，增强公司抗风险能力。

提升产品产能及生产制造能力，保持市场竞争力。随着公司业务的发展，公司现有的厂房、设备难以满足订单快速增长的需要。公司产能不足的问题日益突出，产能瓶颈将成为制约公司未来发展的重要因素。募投项目的实施将新增厂房面积 34,200 平方米，年新增高性能节能型复合船艇 25 艘。同时，在厂区铺设船艇移动轨道，并在现有技术及工艺制造水平基础上，引进先进设备，提升公司产品制造能力及产品品质，以提升市场竞争力，为公司业务增长提供有力保障。

3.4.2. 船艇研发设计中心建设项目

项目主要在公司现有的研发设计基础上，对公司研发设计机构进行优化整合，以加强船艇的研发设计能力。募投项目主要构建公司研发大楼及相关配套工程建设、研发及办公设备等。研发大楼占地面积 790 平方米，建筑面积 4,720 平方米，主要包括研发部、生产设计部、工艺部、实验室及计算机管理中心等，建设用地为公司自有土地，地处中山市神湾镇桂竹路 1 号江龙船艇科技园。

募投项目计划总投资 3000 万元，使用募集资金 1000 万。其中土建投资 1,180 万元，设备购置及安装 1,820 万元。项目建设期为 18 个月。募投项目的实施，将进一步提升公司的研发设计能力，切实增强公司技术水平，提升整体业务服务质量，进而增强公司整体实力、提高公司的盈利能力。

表 9：项目投资概算明细

项目	投资额（万元）	占总投资比例（%）
土建工程费	1180.00	60.67
设备购置及安装费	1820.00	39.33
合计	3000.00	100.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

提升研发实力，增强公司核心竞争力。公司作为国内知名的高性能玻璃钢、金属及多材质复合船艇设计生产企业，向来重视技术与研发的投入。公司目前已经建有技术部、研发中心、信息技术中心及品管部等组成的综合研发体系。本次研发设计中心建设项目将整合公司现有的研发设计资源，进一步加大对研发设计设备、研发设计范围、研发设计能力及检测能力等方面的投入，提升公司研发设计实力，增强公司核心竞争力，以满足公司未来业务持续发展的需要。

改善研发设计硬件条件，吸引高水平研发设计人员。研发设计实力是公司保持市场优势的重要因素，而拥有高水平的专业研发设计团队是公司具备较强研发设计实力的基础。先进的研发设计设备、良好的研发设计环境是公司吸引高水平研发设计人员的重要条件。船艇研发设计中心建成后，将为研发设计人员提供更好的研发设计硬件水平，有利于激发研发设计人员的热情和动力，从而吸引更多的高水平的研发设计人员，进一步提升公司的研发设计水平。

4. 盈利预测与估值

首次覆盖，给予“买入”评级，公司主要从事旅游休闲船艇和公务执法船艇的设计、研发、生产和销售，为客户提供从应用设计、产品制造到维修保养等全方位的个性化服务解决方案，核心技术优势明显，军民融合路径清晰，本次募资 1.08 亿元投向高性能节能型

复合船艇扩建项目及船艇研发设计中心建设项目。我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.40 元、0.48 元、0.56 元，对应 PE 分别为 126x，105x，91x。

表 10：公司收入预测

		2014	2015	2016	2017	2018
收入						
公务执法船艇	单价（万元）	306.76	456.78	479.62	508.39	543.98
	同比增长率			5%	6%	7%
	销量	41.4	54.95	58.25	62.32	67.31
	同比增长率			6%	7%	8%
	收入	1.27	2.51	2.79	3.17	3.66
旅游休闲船艇	单价（万元）	488.05	215.57	226.35	237.66	249.55
	同比增长率			5%	5%	5%
	销量	39.75	50.1	53.61	57.36	61.37
	同比增长率			7%	7%	7%
	收入	1.94	1.08	1.21	1.36	1.53
其他收入		0.03	0.02	0.03	0.04	0.04
收入合计（亿元）		3.24	3.61	4.04	4.57	5.23
收入同比增长率		25.10%	11.42%	11.83%	13.25%	14.47%

资料来源：天风证券研究所

表 11：公司成本及毛利率预测

成本

	2014	2015	2016	2017	2018
一、直接材料 (万元)	16816.89	19530.73	22325.623	25465.101	29167.69
其中:船体系统	5348.23	5981.67	6759.29	7570.40	8705.96
同比增长率	17.56%	11.84%	13.00%	12.00%	15.00%
轮机系统	6876.8	7655.07	8650.23	9688.26	10753.96
同比增长率	16.19%	11.32%	13.00%	12.00%	11.00%
电气系统	3276.67	3917.04	4543.77	5407.08	6488.50
同比增长率	58.64%	19.54%	16.00%	19.00%	20.00%
其他材料	1315.19	1976.95	2372.34	2799.36	3219.27
同比增长率	7.54%	50.32%	20.00%	18.00%	15.00%
二、直接人工 (万元)	2140.55	2224.4	2446.84	2642.59	2933.27
同比增长率	14.85%	3.92%	10.00%	8.00%	11.00%
三、制造费用 (万元)	2975.49	3563.96	3991.64	4510.55	5412.66
同比增长率	47.75%	19.78%	12.00%	13.00%	20.00%
四、其他 (万元)	3196.07	2799.19	2663.29	2636.66	2610.29
其中:工程施工费	2608.8	2310.65	2287.54	2264.67	2242.02
审图校验费	587.27	379.54	375.74	371.99	368.27
成本合计 (亿元)	2.51	2.81	3.14	3.53	4.01
毛利率	22.44%	22.11%	22.15%	22.89%	23.33%

资料来源: 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	55.01	28.85	66.43	36.62	168.25
应收账款	25.82	60.87	11.31	46.94	19.74
预付账款	44.05	65.34	50.31	83.09	68.71
存货	132.69	52.77	247.45	74.60	305.35
其他	0.00	0.00	1.53	0.52	0.54
流动资产合计	257.57	207.83	377.04	241.78	562.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	129.14	152.31	180.39	223.24	261.95
在建工程	36.56	30.89	54.53	80.72	78.43
无形资产	42.43	41.41	40.32	39.23	38.13
其他	10.13	94.00	100.35	98.18	97.44
非流动资产合计	218.26	318.61	375.59	441.36	475.95
资产总计	475.83	526.44	752.63	683.14	1,038.54
短期借款	15.00	53.63	0.00	89.57	0.00
应付账款	58.85	50.39	83.36	62.23	101.83
其他	239.32	265.86	467.27	264.90	644.34
流动负债合计	313.17	369.89	550.63	416.71	746.17
长期借款	50.00	10.00	0.00	22.40	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	12.33	13.76	12.62	12.90	13.09
非流动负债合计	62.33	23.76	12.62	35.30	13.09
负债合计	375.50	393.65	563.25	452.01	759.26
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	65.00	65.00	86.67	86.67	86.67
资本公积	17.54	17.54	17.54	17.54	17.54
留存收益	35.33	67.79	102.71	144.46	192.60
其他	(17.54)	(17.54)	(17.54)	(17.54)	(17.54)
股东权益合计	100.33	132.79	189.38	231.13	279.27
负债和股东权益总	475.83	526.44	752.63	683.14	1,038.54

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	29.23	32.46	34.92	41.75	48.14
折旧摊销	11.96	13.74	9.37	12.06	14.67
财务费用	2.66	3.65	1.31	2.53	2.17
投资损失	0.00	(0.07)	(0.02)	(0.02)	(0.02)
营运资金变动	(33.05)	30.68	107.58	(118.14)	228.38
其它	(4.62)	(8.85)	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	6.17	71.61	153.16	(61.82)	293.34
资本支出	65.87	28.57	61.14	79.72	49.81
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(124.53)	(138.06)	(121.12)	(159.69)	(99.79)
投资活动现金流	(58.66)	(109.49)	(59.98)	(79.98)	(49.98)
债权融资	65.00	83.63	6.67	120.86	11.85
股权融资	57.24	(3.55)	21.36	(1.20)	(1.39)
其他	(93.16)	(78.66)	(83.63)	(7.67)	(122.20)
筹资活动现金流	29.08	1.42	(55.60)	112.00	(111.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(23.41)	(36.46)	37.57	(29.80)	131.63

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	324.09	361.46	404.22	457.76	523.98
营业成本	252.33	281.88	314.68	353.00	401.75
营业税金及附加	0.67	2.86	3.42	2.81	3.93
营业费用	13.60	13.61	15.36	17.85	20.96
管理费用	27.86	31.11	35.17	39.37	45.59
财务费用	2.30	3.55	1.31	2.53	2.17
资产减值损失	1.05	1.89	0.86	1.27	1.34
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.07	0.02	0.02	0.02
其他	0.00	(0.13)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
营业利润	26.28	26.63	33.45	40.95	48.26
营业外收入	8.13	10.30	7.37	8.60	8.76
营业外支出	0.59	0.31	0.41	0.44	0.39
利润总额	33.82	36.62	40.41	49.12	56.64
所得税	4.60	4.15	5.49	7.37	8.50
净利润	29.23	32.46	34.92	41.75	48.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	29.23	32.46	34.92	41.75	48.14
每股收益(元)	0.34	0.37	0.40	0.48	0.56

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	24.99%	11.53%	11.83%	13.25%	14.47%
营业利润	20.64%	1.31%	25.63%	22.43%	17.85%
归属于母公司净利润	37.26%	11.07%	7.57%	19.56%	15.31%
获利能力					
毛利率	22.14%	22.02%	22.15%	22.89%	23.33%
净利率	9.02%	8.98%	8.64%	9.12%	9.19%
ROE	29.13%	24.45%	18.44%	18.06%	17.24%
ROIC	454.26%	26.70%	32.10%	126.26%	19.74%
偿债能力					
资产负债率	78.91%	74.78%	74.84%	66.17%	73.11%
净负债率	289.24%	192.40%	148.46%	212.07%	105.46%
流动比率	0.82	0.56	0.68	0.58	0.75
速动比率	0.40	0.42	0.24	0.40	0.34
营运能力					
应收账款周转率	15.38	8.34	11.20	15.72	15.72
存货周转率	2.28	3.90	2.69	2.84	2.76
总资产周转率	0.69	0.72	0.63	0.64	0.61
每股指标(元)					
每股收益	0.34	0.37	0.40	0.48	0.56
每股经营现金流	0.07	0.83	1.77	-0.71	3.38
每股净资产	1.16	1.53	2.19	2.67	3.22
估值比率					
市盈率	150.44	135.45	125.91	105.31	91.33
市净率	43.82	33.11	23.22	19.02	15.74
EV/EBITDA	0.00	0.00	96.01	78.91	63.63
EV/EBIT	0.00	0.00	121.88	100.79	82.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com