



高端装备制造主题——上海佳豪（300008）：

佳豪游艇，徐徐驶来

高端装备制造

评级：买入

分析师

马金良

（执业证书编号：S0350208080555）

联系人 冯胜 电话：0755-83706284

邮件：fengs@ghzq.com.cn

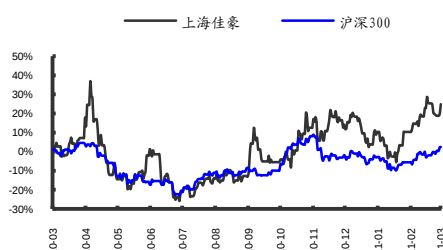
合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%？

☐ 是

☒ 否

相对沪深300表现



市场数据

2011.3.8

当前价格（元）	22.00
52周价格区间（元）	20.71-71.05
总市值（百万）	3204.43
流通市值（百万）	1307.01
总股本（万股）	14565.60
流通股（万股）	5940.97
日均成交额（百万）	54.24
近一月换手（%）	114.19

财务数据

FYE

毛利率	52.3
净利率	34.3
净资产收益率	9.7
总资产收益率	0.09
资产负债率	8.9
现金分红收益率	0
市盈率	51.8
市净率	6.7

事件

事件1：2011年3月8日公告，全资子公司上海佳豪船舶科技发展有限公司委托上海佳豪物流发展有限公司与 FIPA Italiana Yachts S.R.L签订的《MAIORA 20S游艇购买合同》，合同金额分别为215.8万欧元。

事件2：2011年3月8日公告，控股子公司上海佳豪游艇发展有限公司与FIPA Italiana Yachts S.R.L签订的《MAIORA 20S游艇生产技术转让合同》，合同金额为55万欧元。

事件3：2011年3月8日公告，全资子公司佳豪科技与 FIPA签订了《关于代理FIPA ITALIANA YACHTS S.R.L 公司游艇产品意向书》。

点评

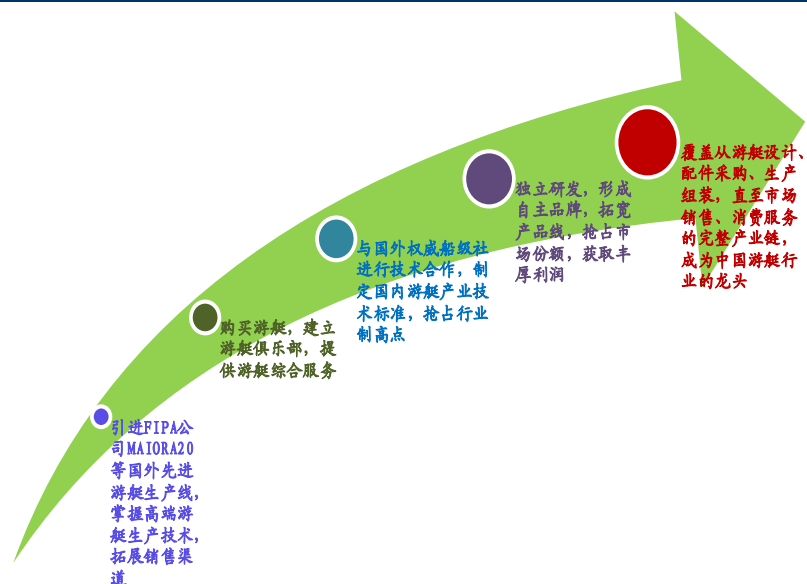
可能的影响分析

1、**意义重大，游艇战略迈出第一步。**如同我们之前所强调的，作为公司“设计、产品、服务”三大业务板块中的重要组成部分，公司在2011年将倾力打造游艇全产业链，为公司实现由单一设计业务向综合型业务发展奠定坚实的基础。

公司游艇战略宏大而清晰，分两步走：第一步，2011-2012年，引进意大利 FIPA 等知名游艇生产商 20m 左右的某型豪华游艇品牌生产线和技术专利，派遣技术人员赴国外学习成熟游艇制造技术，并在外方技术协助下进行国内试生产；同时签订国内游艇市场代理销售合同，开展代理业务；筹建游艇俱乐部，提供游艇消费服务；与意大利船级社进行合作，参与国内游艇产业的标准制定，抢占行业制高点。第二步，2012年及之后，在消化吸

收国外先进游艇制造技术的基础上，增加游艇产量和产品型号，丰富产品线，并拓展中低端市场和特种艇市场，成为集设计、生产、销售、消费服务为一体，覆盖高、中、低档产品市场的游艇生产商，成为行业龙头企业。

图1 公司游艇发展战略图



资料来源：国海证券研究所

而此次公司签订的《MAIORA 20S 游艇购买合同》、《MAIORA 20S 游艇生产技术转让合同》以及《关于代理 FIPA ITALIANA YACHTS S.R.L 公司游艇产品意向书》，正是践行公司游艇战略的第一步，意义重大。

2、游艇试产年底有望。通过《MAIORA 20S游艇购买合同》可知，公司将于2011年8月25日从FIPA接收一条MAIORA 20S游艇，用于同类产品的对比展示和游艇俱乐部的配套设施。根据《MAIORA 20S游艇生产技术转让合同》可知，公司将获得协议产品的设计、销售、管理、采购和维修使用的全套技术。以上两项合同为公司生产游艇建立了技术基础。而公司在上海奉贤的游艇生产线按计划将于今年10-11月份竣工，年末即可开始游艇试产。我们保守估计，明年二月份之前将有一条游艇面世，之后将进入批量生产阶段，该型游艇将冠以“BESTWAY BY FIPA”的品牌。

目前国内进口游艇需要征收高达46%的税收，且还需要10万欧元左右的运费，这些费用一般都由买家承担。公司引进的MAIORA 20S型游艇艇长21.38米，价值高达204.8万欧元（折合人民币约1880万）。如果实现国内生产，届时成本价大约为1200万人民币，毛利率可达到50%。毫无疑问，这项业务将为公司带来丰厚的利润。

3、游艇代理业务成新的利润增长点。公司与 FIPA 公司签订了代理游艇产品的意向书，正式合同有望于近期签订，2011 年公司将开展游艇代理销售业务。在该协议生效后的前两年，公司必须每年（太阳年）从 FIPA 购买至少两条该产品，第三年和第四年至少三条，第五年至少四条。而根据意向书可知，公司可以通过代理业务获得 20-25% 的价格折扣，这就是公司代理业务的利润来源。公司代理的产品型号众多，绝大部分为 20 米艇长以上的豪华游艇，价值大都在 2000 万元以上，保守估计合同签订后前两年将分别为公司增加毛利润 800-1000 万。

二级市场投资建议

根据公司 2010 年度实行的利润分配方案，在 2010 年末总股本 8568 万股的基础上，每 10 股派发人民币现金 3 元并转增 7 股，最终总股本变更为 145,656,000 股。

我们根据公司游艇业务进展情况和市场订单储备数量，谨慎做出以下假设：2011 年公司代销游艇 2 艘；2012 年代销 2 艘，生产 4 艘（全部售出）；2012 年代销 3 艘，生产 8 艘（全部售出）；其他各项业务仍然坚持之前的预测。

表 1 公司营业收入预测

收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E
海洋工程设计	63,103,000.00	52,922,900	68,799,770	89,439,701	116,271,611
船舶工程设计	51,861,300.00	75,224,000	90,268,800	112,836,000	141,045,000
船舶监理及其他	12,019,200.00	17,878,100	23,062,749	29,981,574	38,976,046
工程总承包		56,859,300	150,340,000	195,442,000	254,074,600
游艇			40,000,000	120,000,000	220,000,000
增速 (%)					
海洋工程设计	137	-16	30	30	30
船舶工程设计	-34	45	20	25	25
船舶监理及其他	25	49	29	30	30
工程总承包		—	164	30	30
游艇			—	200	83
毛利率					
海洋工程设计	52.76%	57.93%	61%	62%	63%
船舶工程设计	53.05%	56.92%	55%	55%	55%
船舶监理及其他	46.34%	49.68%	49%	50%	51%
工程总承包		13.81%	12%	12%	12%
游艇			25%	41%	40%
毛利					
海洋工程设计	33,293,143	30,658,236	41,967,860	55,452,615	73,251,115
船舶工程设计	27,512,420	42,817,501	49,647,840	62,059,800	77,574,750
船舶监理及其他	5,569,697	8,881,840	11,300,747	14,990,787	19,877,783
工程总承包		7,852,269	18,040,800	23,453,040	30,488,952
游艇			10,000,000	49,200,000	88,000,000
综合					
收入	126,983,500	202,884,300	372,471,319	547,699,275	770,367,257
收入增速	10.59%	59.77%	83.59%	47.04%	40.66%
毛利	66,375,260	90,209,846	130,957,247	205,156,241	289,192,600
毛利率	52.27%	44.46%	35.16%	37.46%	37.54%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

在以上假设条件下，公司 2011、2012、2013 年每股收益分别为 0.61 元，0.96 元，1.34 元，以 2011 年 3 月 8 日的收盘价 22.00 元计算，对应的 P/E 值分别为 36、23、16 倍。公司未来将极大受益于国内游艇产业的高速增长，2011 年随着游艇业务布局的深入以及游艇全产业链的逐步建立，公司估值区间有望大幅上移（同为游艇概念的太阳鸟（300123）2011、2012 年的 PE 值分别为 72、37 倍）。考虑到公司未来的高速增长和目前较低的估值水平，继续给予“买入”评级。

表 2 公司未来三年盈利预测 (单位: 百万)

会计年度	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	73.28	114.82	126.98	202.88	372.47	547.70	770.37
减: 营业成本	33.24	59.36	60.61	112.68	241.51	342.54	481.17
营业税金及附加	1.20	1.39	1.30	1.57	2.62	4.10	5.78
销售费用	0.00	0.66	1.74	2.70	5.21	7.67	10.79
管理费用	6.47	12.64	14.39	21.49	25.79	32.23	41.90
财务费用	-0.38	-0.82	-2.26	-5.35	-2.00	0.64	5.84
资产减值损失	0.42	0.10	0.04	0.66	0.40	0.60	0.77
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中: 联营企业收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	32.32	41.50	51.17	69.14	98.93	159.91	224.11
加: 营业外收入	1.05	3.36	1.18	5.61	6.17	6.79	7.47
减: 营业外支出	0.02	0.38	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
三、利润总额	33.35	44.48	52.35	74.73	105.08	166.67	231.55
减: 所得税费用	4.90	6.65	8.82	13.03	15.76	25.00	34.73
四、净利润	28.46	37.83	43.53	61.71	89.32	141.67	196.82
归属母公司净利润	28.46	37.83	43.53	61.88	88.43	140.25	194.85
少数股东损益与调整	0.00	0.00	0.00	-0.17	0.89	1.42	1.97
五、总股本(万股)	16.26	36.00	50.40	85.68	145.66	145.66	145.66
EPS (元)	1.75	1.05	0.86	0.72	0.61	0.96	1.34

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

(前期报告请参见国海证券网站 2010 年 12 月 2 日《上海佳豪 (300008) 研究报告: 大力拓展新兴业务领域, 享受游艇市场高估值溢价》、2010 年 12 月 13 日报告《上海佳豪 (300008): 游艇战略两步走, 高端游艇市场的未来霸主》、2011 年 1 月 24 日《上海佳豪 (300008): 海工+游艇=高端装备制造+消费升级》、2011 年 2 月 28 日《上海佳豪 (300008): 战略转型, 增强公司整体业务协同能力》)

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。