



东兴证券
DONGXING SECURITIES

高端消费典范,游艇标准制定者

——上海佳豪（300008）

2011年3月8日

推荐/首次

上海佳豪

事件点评

银国宏

策略分析师

执业证书编号: S1480510120002

联系人: 后立尧

010-66557343

hoully@dxzq.net.cn

事件:

上海佳豪(300008)3月8日发布公告称,公司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签订《MAIORA 20S 游艇购买合同》、控股子公司上海佳豪游艇发展有限公司签订《MAIORA 20S 游艇生产技术转让合同》,合同金额分别为 215.8 万欧元、55 万欧元。

观点:

1. 订单源源不断,2010 年净利润大增 42%

近期订单源源不断: 公司此次共获得 270.8 万欧元(约人民币 2471 万元)订单,占到公司 2010 年营业收入的 12.2%,测算至少能为公司带来 800 万元的净利润,增厚公司 2011 年 EPS 约 0.1 元。而 2010 年 11 月 26 日,上海佳豪全资子公司佳豪科技又与天津智海船务公司签订了 1.19 亿元的 6000HP 多功能供应船设计、监造、建造总承包合同,交船期为 2012 年 2 月 29。

2010 年公司共实现营业收入 2.02 亿元,同比增长 59.7%,公司 2010 年共实现净利润 6188 万元,同比增长了 42.1%,实现基本每股收益 0.72 元,同比增长了 15.5%,公司毛利率高达 44.6%。公司业绩增长的主要原因是公司积极开辟现代服务业务,研发新船型,承接船舶工程总承包(EPC)业务,同时合理地控制成本和费用。

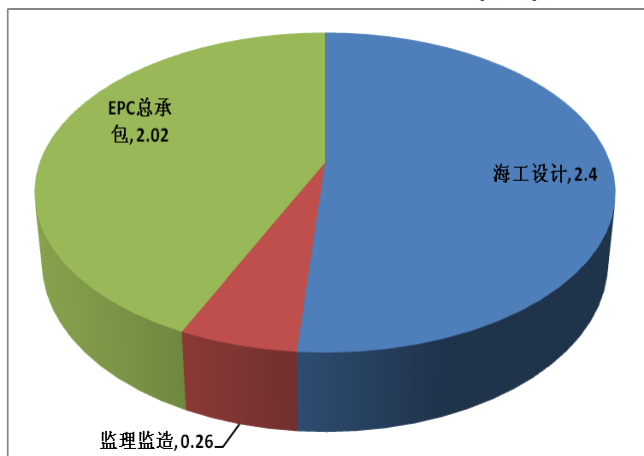
在手订单充裕: 截至 2010 年底,公司在手订单额累计 4.68 亿元,其中船舶工程及海洋工程设计合同金额累计 2.4 亿元,监造及监造服务合同金额累计 2,621 万元,船舶工程总承包(EPC)合同金额累计 2.02 亿元。

表 1: 上海佳豪 2010 年各项业务收入

	营业收入(万元)	营业收入同比增速	营业收入占比	毛利率
船舶设计	7522	45%	37%	56.9%
海工设计	5292	-16%	26%	57.9%
工程总承包 (EPC)	5685	/	28%	13.8%
船舶监理	1787	48.7%	9%	50%
总计	20288	59.7%	100%	44.6%

资料来源: 东兴证券研究所

图 1: 上海佳豪截止 2010 年底在手订单分布(亿元)



资料来源: 东兴证券研究所

2. 超募资金增资子公司“佳豪科技”,继续完善黄金游艇产业链

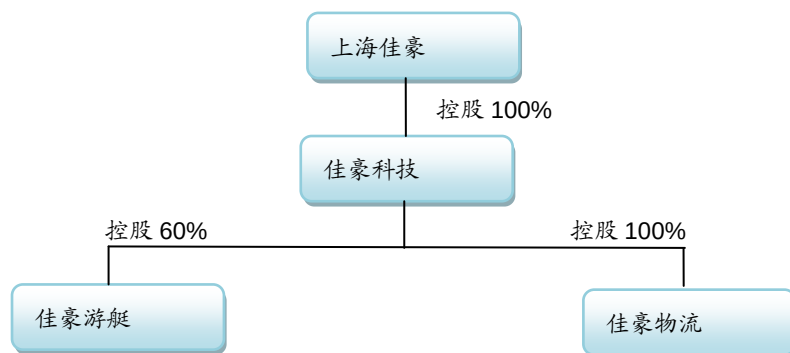
上海佳豪于 2011 年 2 月 22 日公告,公司拟利用公司超募资金对佳豪科技增资 3,800 万元,认购佳豪科技注册资本 3,800 万元,上述资金将用于游艇技术的引进及游艇俱乐部建设、船用配套设备业务的开展、船舶内装业务的开展等项目。增资完成后,佳豪科技注册资本增至 8,800 万元。

此次增资的背景是 2011 年上海佳豪在游艇产业的布局将全面展开,而佳豪科技做为公司游艇业务发展的主要平台,在发展资金已显不足。此次增资将在资金面上保证相关业务发展的进程,抓住市场先机,提高市场份额,从而帮助提高公司整体利润。

佳豪科技成立于 2010 年 2 月 9 日,主要从事船舶工程总承包(EPC)业务。2010 年,依托佳豪科技这个平台,公司的船舶设计总承包(EPC)业务蓬勃展开,累计签订了 2.7 亿的业务订单。2010 年 4 月,佳豪科技出资 1800 万元,与两名自然人一起投资 3000 万元注册成立了上海佳豪游艇发展有限公司,标志着公司正式涉足游艇产业。目前佳豪游艇的产业基地正在积极建设中。

2011 年 1 月,佳豪科技以人民币 731 万元收购了上海佳豪物流发展有限公司 100% 的股权。佳豪物流的加入,降低了佳豪科技开展 EPC 业务的物流成本,同时其拥有的货物及技术的进出口权对佳豪科技在船舶、游艇、船用配套设备的进出口业务和相关技术的引进起到了积极作用。2010 年,佳豪科技实现营业收入 139 万元,营业利润 7.2 万元,净利润 5.2 万元。

图 2: 中国游艇历年出口额



资料来源: 东兴证券研究所

3. 高端消费的典范,中国游艇业开始进入成长期

拥有豪华车之后,中国先富起来的一些人开始涉足游艇娱乐。十二五期间,在国家限制购车购房之后,中国大量的富裕人群开始转向私人游艇和私人飞机消费,将会拉动私人游艇业提前进入成长期。从全球游艇市场总体看,美国、意大利、法国和英国等欧美国家主导着市场。在各国游艇制造排名部分,意大利以游艇总长44,944英尺排名第1,其次分别为美国、荷兰、德国、英国及土耳其。

游艇经济是一个潜力巨大的新兴产业,全球游艇产业每年创造的经济收入超过3500亿美元,平均每171个人即拥有一艘私人游艇,挪威、新西兰等国家,人均拥有游艇的比例高达8:1,美国为14:1,内陆国家瑞士也达到69:1,香港也在2000:1左右。相比之下,中国大陆13亿人口,目前中国私人游艇保有量在1000艘左右,私人游艇普及程度约为100万人/艘,和世界平均171人/艘和美国15人/艘的水平还有巨大差距。我们预计未来游艇年需求复合增长率可能远超30%。目前制约游艇发展的主要因素:水域的开放程度、游艇码头等配套设施建设、游艇驾驶培训工作的开展等。但从2010年开始,这些问题都在逐渐得到解决。

按照惯例,购买游艇的费用一半不会超过个人资产的10%,而一艘游艇的报价从十几万元到几亿元人民币不等,对应个人资产在几百万到几十亿之间,即所谓的中产阶级和高等收入阶级均为游艇的客户群体。据统计,我国2010年中产阶级家庭数量将接近一亿,另外,按照国际惯例,人均GDP超过3000美元时,游艇消费开始起步,而2010年中国人均GDP达到4400美元,保守预计2011年人均GDP将超过4800美元,都超过了国际惯例中的3000美元,可以看出,我国游艇市场将进入成长期。

表 2: 世界主要发达国家游艇数量统计表

国家	人口(万)	每 1000 人游艇保有量	游艇总数(万艘)
挪威	450	154	69
芬兰	523	140	73
新西兰	400	101	40
瑞典	901	84	75
美国	38400	47	1791
澳大利亚	1910	39	74
克罗地亚	444	24	10
瑞士	741	14	10
法国	6200	12	72

资料来源:东兴证券研究所

4. 产业景气恢复,政策支持,中国游艇产业链形成

2010年经济的复苏使得全球游艇工业进入了增长的轨迹。根据美国E-Composites公司的《世界游艇市场分析和预测》报告显示,2008年世界游艇市场整体规模在239亿美元左右。预计到2014年,世界娱乐休闲用艇市场需求将达到258亿美元。

目前,北美洲是世界游艇主要消费地。2008年北美游艇市场规模在112亿美元左右,占世界游艇市场份额的46.8%。但北美的游艇消费以平民为主,大多数游艇销售单价在1.5万~5万美元之间,游艇尺寸一般在8~68英尺之间,豪华游艇的销售数量很小,只占总量的2.5%,但其价格昂贵,单艇价格在10万美元以上。在北美市场,最受欢迎的游艇是舷外挂机艇,其总量占北美游艇总量的50%以上。

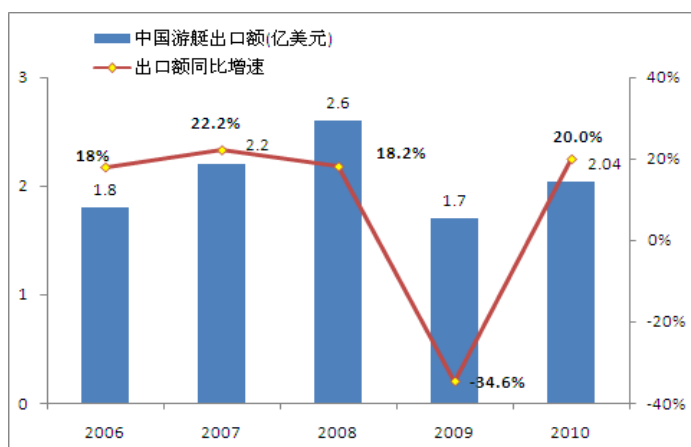
表 3：世界前 10 大游艇制造公司

国家	公司名	简介
意大利	RIVA	丽娃(Riva), 160 多年产品历史
意大利	WALLY	沃里游艇,高级大型复合材料游艇生产商
英国	SUNSEEKER	121 英尺的超长设计, 主导现代时尚
法国	BENETEAU	世界最大的风帆游艇制造商
美国	BERTRAM	拥有 43 年建造最高质量游艇的传统
英国	PRINCESS	世界小船建筑业处于领导地位
荷兰	FEADSHIP	以生产昂贵的游艇闻名, 最便宜的游艇人民币 2 亿元
美国	LARSON	提供范围从 18'到 37'的 24 种模型
意大利	FERRETTI	超豪华游艇 Ferretti
意大利	PERSHING	20 多年历史, 70%是出口到美国和远东

资料来源：东兴证券研究所

中国游艇产业气候已经形成：从 2003 年到 2009 年，我国娱乐船与运动船建造维修企业数量从 13 家增加到 65 家，主营收入年复合增长率达到 40%，利润总额年复合增长率达到 43%，尤其是 2006 年到 2009 年这三年的利润总额年复合增长率超过 65%，展现了强劲的增长势头。目前,中国游艇产业有游艇生产销售企业近 400 多家，国内游艇产业的年产值大约 30 多亿。2008 年中国已经有 200 多家游艇制造企业，产值超过 1000 万的企业就有 30 多家，这些企业主要集中在深圳、上海、青岛、天津、厦门、珠海等城市,其中厦门占到中国游艇出口的 30%。其中青岛、日照借 2008 年奥帆赛和世帆赛的东风游艇业发展迅猛。

中国整体游艇生产能力已跻身全球十强，其中超级游艇的制造能力已位列全球第六。近几年是中国游艇制造行业发展最为迅猛的时期，出口额从 2006 年的 1.8 亿美元，升至 2007 年的 2.2 亿美元，到了 2008 年已达到 2.6 亿美元，2009 年金融危机爆发冲击全球游艇市场，但中国游艇出口数量仍超过 170 万艘，总额达到 1.7 亿美元。2009 年受金融危机的影响，稍有下滑。2010 年,中国共出口游艇 202 万艘,同比增长了 14.8%，出口额达到 2.04 亿美元,同比增长了 19.6%。

图 3：中国游艇历年出口额


资料来源：东兴证券研究所

政府先后出台了若干政策规范并支持游艇业发展:2009年1月《游艇安全权利规定》的实施,到12月《关于加快发展旅游业的意见》中把游艇制造纳入国家鼓励类产业目录,都为游艇产业的发展创造了良好的政策环境。2009年年底国务院先后颁布的《关于加快发展旅游业的意见》、《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》均明确提出:要培育新的旅游消费热点,支持有条件的地区发展邮轮、游艇等新兴旅游项目;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等。

5. 世界游艇标准的潜在制定者

2010年12月1日,公司与意大利船级社有限公司(RIVA)签订了《关于共同开发中国游艇技术产业市场的战略合作意向书》,双方将合作推进游艇技术产业的国际化标准,公司前瞻性的提前布局游艇产业,并很有可能取得中国游艇产业技术标准的话语权,随着我国私人游艇消费市场的兴起,公司业绩有望腾飞。另外,公司近期又与新扬子江造船、中舟合资成立设计研发公司,进一步提升了设计业务份额。国内游艇行业目前仍没有统一的技术标准,仅有海南省2010年11月23日颁布的《海南省游艇管理试行办法》,在15项游艇管理政策上做出了规定。因此,我们判断上海佳豪提前参与国际游艇标准化工作,将会大大提升今后在国际游艇产业的话语权。

结论:

总之,公司既属于高端消费领域的龙头,又涉足海洋工程的上游设计领域,公司毛利率高,盈利能力强。公司2011年订单源源不断,并且有望伴随着游艇产业的兴起而飞速发展。我们预测公司11-13年EPS分别为0.70元、1.03元和1.31元,当前股价对应11-13年PE分别为31倍、21倍和16倍,低于石油天然气服务行业整体平均市盈率,也低于机械行业平均市盈率,公司股价仍被低估。目前公司股价为24元左右,2011年公司市盈率保守估计按50倍计算(略高于机械行业均值)的话,公司未来12个月的目标价约为35元,今年仍有45%的上涨空间,暂时给予“推荐”评级。

风险提示:

市场风险:游艇和游艇服务做为一种高端消费产品,其本身的市场发展环境将因此受到影响,增资佳豪科技的预期收益也将受到影响。

技术风险:我国在游艇设计、船用配套设备设计和船舶内装技术上同国外先进水平间留有差距,在引进各项技术的决策过程中存在一定技术风险。

表 4: 上海佳豪盈利预测表

万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	126.98	202.88	340.00	500.00	650.00
主营收入增长率	10.59%	59.77%	67.58%	47.06%	30.00%
EBITDA(百万元)	52.02	70.46	125.78	226.37	283.77
EBITDA 增长率	24.67%	35.46%	78.52%	79.97%	25.36%
净利润(百万元)	43.53	61.88	102.11	150.05	191.19
净利润增长率	15.07%	42.15%	65.00%	46.95%	27.42%
ROE	9.72%	12.91%	16.20%	19.63%	20.45%
EPS(元)	1.063	0.722	0.701	1.031	1.313
P/E	20.70	30.47	31.37	21.35	16.75
P/B	2.48	3.93	5.08	4.19	3.43

EV/EBITDA	13.91	20.58	11.40	6.47	4.94
-----------	-------	-------	-------	------	------

资料来源: 东兴证券研究所

表 5: 上海佳豪资产负债表

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	385.51	434.99	2,128.90	389.41%	2,598.53	22.06%	3,210.39	23.55%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	7.98	14.73	7.45	-49.42%	10.96	47.06%	14.25	30.00%
预付款项	6.13	7.02	9.64	37.30%	13.45	39.59%	18.37	36.53%
存货	0.00	0.00	11.27	N/A	16.42	45.72%	21.16	28.81%
流动资产合计	400.49	457.46	2,161.26	372.45%	2,645.25	22.39%	3,271.80	23.69%
非流动资产	91.20	110.73	690.02	523.18%	1,126.27	63.22%	1,262.59	12.10%
资产总计	491.68	568.18	2,851.28	401.82%	3,771.51	32.27%	4,534.40	20.23%
短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	2.62	0.51	20.49	3881.19%	22.40	9.29%	19.23	-14.13%
预收款项	35.86	57.18	57.52	0.59%	58.02	0.87%	58.67	1.12%
流动负债合计	43.12	74.76	1,833.80	2352.91%	1,628.20	-11.21%	1,469.45	-9.75%
非流动负债	0.87	2.26	374.26	16426.41%	874.26	133.60%	1,424.26	62.91%
少数股东权益	0.00	11.83	12.83	8.46%	13.83	7.80%	14.83	7.23%
母公司股东权益	447.69	479.33	630.39	31.51%	764.30	21.24%	934.93	22.33%
净营运资本	357.37	382.70	327.46	-14.43%	1,017.05	210.59%	1,802.35	77.21%
投入资本 IC	32.18	26.17	(1,125.69)	N/A	(960.40)	N/A	(850.63)	N/A

资料来源: 东兴证券研究所

联系人简介

后立尧

清华大学工科学士，韩国 POSTECH 大学管理学硕士，2007 年起从事行业研究员工作，2010 年加盟东兴证券研究所，从事交运设备行业（军工/高铁/船舶/汽车等）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。