



上海佳豪 (300008):

游艇战略“两步走”，高端游艇市场的未来霸主

机械制造-船舶

评级: 买入

分析师

马金良

(执业证书编号: S0350208080555)

联系人 冯胜

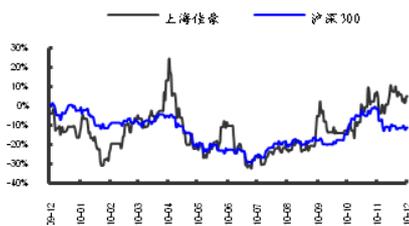
电话: 0755-83706284

邮件: fengs@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

相对沪深300表现



市场数据 2010.12.13

当前价格 (元)	34.88
52周价格区间 (元)	21.72-71.05
总市值 (百万)	2988.52
流通市值 (百万)	1217.74
总股本 (万股)	8568.00
流通股 (万股)	3491.24
日均成交额 (百万)	51.00
近一月换手 (%)	121.43

财务数据 FYE

毛利率	52.27
净利率	34.28
净资产收益率	9.72
总资产收益率	8.85
资产负债率	8.94
现金分红收益率	0.0
市盈率	68.7
市净率	6.7

事件

事件1: 2010年11月25日,上海佳豪全资子公司上海佳豪船舶科技发展有限公司的控股子公司上海佳豪游艇发展有限公司与意大利DOMINATOR游艇公司(下称“DOMINATOR”)签订了《关于DOMINATOR 680和DOMINATOR 620型号游艇技术转让意向书》。

事件2: 2010年12月1日上海佳豪与意大利船级社有限公司(下称“RINA”)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》。

点评

1、我国已具备发展游艇产业的基本条件。一方面,随着经济的快速增长,2009年底我国人均收入达到3746美元,东部沿海地区已经基本达到了6000美元以上,按照发达国家的发展经历,3000美元是游艇经济发展的一道“门槛”,因此我国基本具备发展游艇产业的经济基础。另一方面,随着国内游艇消费市场的扩大,国家对游艇产业给予了更多的重视,通过制定各种规章制度来支持和促进我国游艇业的健康发展。以海南省为例,通过借鉴国外境外艇管理的成熟做法,在中央有关部门的大力支持下,于2010年11月颁布了《海南省艇管理试行办法》,在游艇管理措施上取得了新的突破,这将为东部沿海各省起到先行示范的作用。此外,厦门、漳州、深圳、珠海都在最近两年出台了保障或加快游艇产业发展的产业政策或管理办法,为游艇产业的发展“保驾护航”。上海、山东、福建、辽宁、浙江、广东等东部沿海省份纷纷制定游艇产业的相关规划。国内游艇产业将迎来发展高峰。

表1 国内出台的主要的游艇产业政策法规

颁布时间	法规名称	意义
2009年1月1日	《游艇安全管理条例》、 《游艇法定检验暂行规定》	标志着中央政府和国家机关开始关注中国游艇发展，开始给予政策引导和支持
2009年11月25日	《关于加快发展旅游业的意见》	支持有条件的地区发展邮轮、游艇等新兴旅游；把邮轮、游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录；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》	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；培育发展游艇等旅游装备制造业。
2010年1月1日	《福建沿海游艇操作人员培训、考试和发证管理办法（试行）》	为游艇操作人员的培训、发证和管理提供了规范的制度
2010年11月23日	《海南省艇管理试行办法》	在15项游艇管理政策上实现突破，标志着海南国际旅游岛建设又迈出了坚实的一步，同时标志着我国游艇产业的发展和管理的上了一个新的台阶。

资料来源：国海证券研究所

但是由于我国的游艇产业起步晚，很多配套设施及相关服务都没有及时跟进。比如我国船级社对于游艇的入级管理就缺乏专门的标准，而是笼统地将游艇归于客船一类，从而使得我国的游艇产业长期以来缺乏与国际接轨的技术标准。此次上海佳豪与RINA签订的《关于共同开发中国游艇技术产业市场的战略合作意向书》，如果顺利实施，有助于促进我国游艇产业技术标准的设立，对公司取得行业话语权起到重要作用，从而抢占行业制高点。

2、国内游艇市场发展潜力巨大。根据国家海事局2008年7月发布的数据，我国大陆目前共有私人游艇102艘，相当于1270万人拥有1条私人游艇。而全球发达国家已达到平均每171人拥有1条游艇，挪威、芬兰则高达6-7人拥有1艘。目前国内游艇市场大约30亿的市场规模，并按照平均每年30%的速度增长，预计我国的游艇产业在下一个十年将达到400-500亿的产业规模。而国内的游艇生产，主要集中在中低端，规格主要在24-48英尺（7.3-14.6米）之间，价格在100-400万人民币之间；超过50英尺（15米）的游艇销量也在增长；但80英尺（24米）以上的高端游艇市场基本被国外厂商垄断，这种游艇的售价一般都在千万以上，利润丰厚。

表2 国内高端游艇生产商一览表

游艇规格	制造商	国家/地区	厂址	进入中国时间	主要产品
11-30米	上海红双喜游艇有限公司	中国大陆	上海	2000	42-90英尺定制游艇
	太阳鸟游艇	中国大陆	湖南	2003	38-95英尺玻璃钢游艇
>30米	Cheoy Lee游艇	香港	广东	1998	定制游艇/超级游艇
	Custom游艇	美国	海南	2010	超级游艇定制
	Kingship游艇	香港	广东	2004	89-130英尺超级游艇
	Raffles 游艇	新加坡	山东	1994	超级游艇定制
	Blunauta 游艇	意大利	上海	2003	超过130英尺的帆船及摩托艇

资料来源：中国交通运输协会邮轮游艇分会 国海证券研究所整理

据胡润研究院报告显示，截至2010年，中国内地的千万富豪人数已达87.5万人，同比增长6.1%，亿万富豪达5.5万，同比增长7.8%；在资产达1亿元人民币以上的这5.5万人中，有一半的富豪表示打算购买游艇。我们在此基础上保守估计，按照10%（即5500人）的比例购买游艇，以每艘2000万计算，销售收入将达到1100亿元。并且我国的“巨富”阶层还在扩大，已知的富翁仅仅是“冰山露出海面的部分”。我国的高端游艇市场孕育着巨大的商机。正因为如此，世界级的游艇生产商，包括Pershing、Riva、Ferretti等近年来纷纷将目光投向中国，建立销售网点，意图占领内地市场。

2009年中国（上海）国际游艇展会上，英国Princess游艇为旗下的58尺和95尺游艇洽谈成功两份订单，分别价值1500万和5000万；英国游艇品牌圣斯克成功售出一条70尺游艇，售价税后2500万；意大利游艇品牌阿兹姆特达成了三个过千万的意向订约；2010年中国（厦门）国际游艇帆船展上，仅4天的展会销售额超过2亿元，展会期间成交了36艘船艇，平均单价在550万以上……这都说明我国的高端游艇市场价值不可估量。

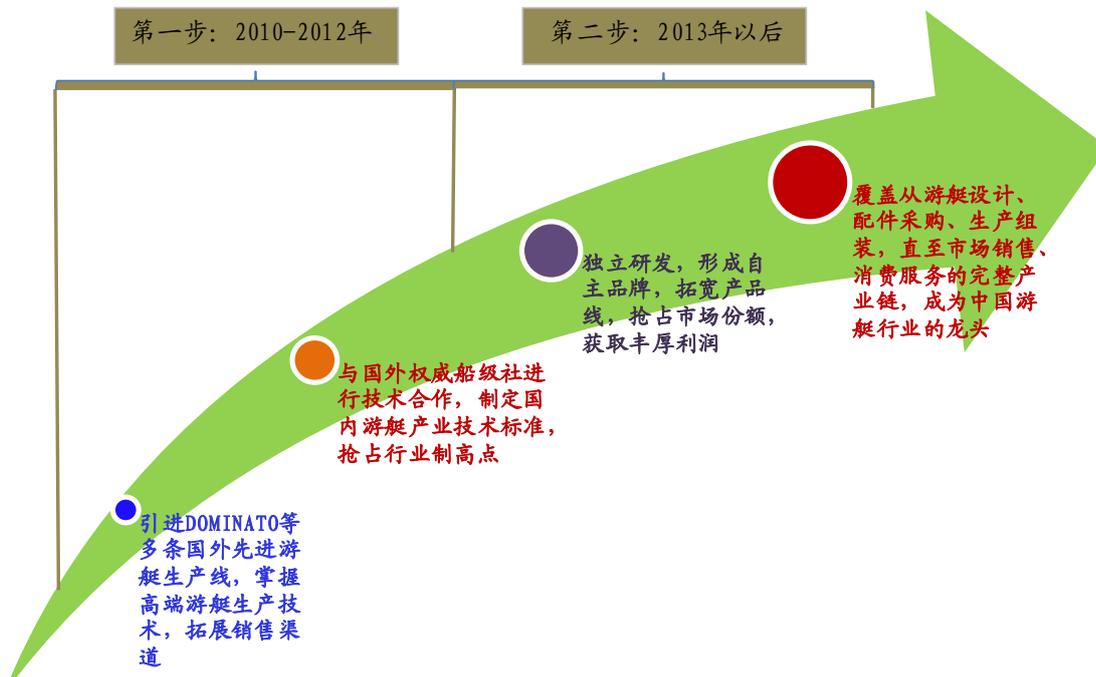
表3 2009年福布斯中国奢侈品市场调查：顶级游艇调查

品牌	国家	创立时间	进入中国市场时间	中国标价最贵产品①		品牌风格	08年最畅销型号(价格)	中国销售网点
				型号	标价			
博星 Pershing	意大利	1981	2005	Pershing 115	1.4亿	运动游艇、性能卓越	Pershing 64 (1930万)	1
沃里 Wally	摩纳哥	1993	2003	Wally Power118	1.4亿	技术领先、设计新颖、性能安全	Wally Power47 (850万)	1
丽娃Riva	意大利	1842	2007	PIVA115 雅典娜	1.2亿	优质豪华和创新于一身	RIVA 56运动飞桥 (1860万)	1
法拉帝 Ferretti	意大利	1968	2005	FY881 RPH	5600万 (不含定制费)	风尚、优雅、舒适	ALTURA840 (3700万)	4
意达马 Itama	意大利	1969	2007年	Itama80	5100万	修长的船身，卓越的动感表现力	Itama55 (1600万②)	5
公主 Princess	英国	1965	2006	95MY	4200万	动力、精确、激情	54飞桥 (690万)	3

资料来源：中国游艇发展网

3、上海佳豪的游艇发展“两步走”战略。 第一步，2010-2012年，引进多款国外高档游艇品牌生产线和技术专利，进行贴牌生产和国内代销业务，掌握先进的游艇生产技术，开拓市场渠道；同时与国外权威的船级社进行合作（如RINA），制定国内游艇产业的技术标准，抢占行业制高点。第二步，2013年开始，凭借在船舶设计领域积淀多年的技术实力，独立研发，形成自主品牌，拓宽产品种类，抢占市场份额，覆盖从设计、生产、销售到消费服务的完整产业链，成为行业龙头。可以用下图表示公司的游艇战略规划：

图1 上海佳豪游艇业务“两步走”战略规划



资料来源：国海证券研究所

4、公司传统业务稳定增长，游艇业务进展顺利。公司传统业务增长稳健，海洋工程设计在今后两年有望保持30%的增速，新增EPC（船舶工程总承包）项目已获得2.6亿规模的订单，有效增厚公司业绩。

本次公司意向引进的DOMINATOR船型两艘，其中680型艇长68英尺（20.4米），市场价格210万欧元（约合1848万RMB）；620型艇长62英尺（18.6米），市场价格140万欧元（约合1230万人民币），属于高端游艇。公司在奉贤区游艇工业园区拥有50亩的建设用地（后期扩建的另外50亩用地也在锁定期），将能容纳3条生产线，年产游艇能力可达到50艘。目前公司第一条生产线建设进程顺利，预计2011年下半年试产，2012年达产，届时将能拥有大约15艘游艇的生产能力（根据实际建造的游艇尺寸将有所调整）。我们认为，明年上半年公司将与DOMINATOR签订正式的技术转让合同，随即在DOMINATOR公司和国内生产线上各试制一艘。按照国外成熟游艇2-6个月的交付周期推测，2011年将有望交付2艘产品，2012年公司有望交付2艘以上游艇，2013年实现量产。

5、业绩测算。按照谨慎原则，我们假设公司2011年卖出一艘游艇，2012年卖出2艘游艇，则公司2010年-2012年的每股收益分别为0.80元，1.01元，1.24元，以2010年12月10日的收盘价34.88元计算，对应的P/E值分别为44、35和28倍。考虑到公司属于创业板，具有强烈的高增长预期，且能享受我国游艇产业高速发展的巨大利益，理应获得较高的估值溢价（太阳鸟（300123）2010年PE为87.4倍），维持“买入”评级不变。（前期报告请参见国海证券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》）

估值分析

表3 公司主营业务发展预测

收入	2009	2010E	2011E	2012E
海洋工程设计	63,103,000.00	70,044,330	91,057,629	118,374,918
船舶工程设计	51,861,300.00	80,385,015	84,404,266	86,936,394
工程服务	12,019,200.00	80,047,872	144,086,170	201,720,637
游艇			18,480,000	30,780,000
增速 (%)				
海洋工程设计	56	11	30	30
船舶工程设计	59	55	5	3
工程服务	39	566	80	40
游艇	---	---	---	67
毛利率				
海洋工程设计	53%	60%	61%	62%
船舶工程设计	53%	50%	50%	50%
工程服务	46%	16%	12%	12%
游艇			50%	50%
毛利				
海洋工程设计	33,293,143	42,026,598	55,545,154	73,392,449
船舶工程设计	27,512,420	40,192,508	42,202,133	43,468,197
工程服务	5,569,697	12,807,660	17,290,340	24,206,476
游艇			9,240,000	15,390,000
综合				
收入	126,983,500	230,477,217	338,028,064	437,811,949
收入增速	11%	82%	47%	30%
毛利	60,805,562	95,026,765	124,277,627	156,457,122
毛利率	48%	41%	37%	36%

资料来源：国海证券研究所

表4 公司未来三年盈利预测(单位:百万)

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	73.28	114.82	126.98	230.48	338.03	437.81
减: 营业成本	33.24	59.36	60.61	135.45	213.75	281.35
营业税金及附加	1.20	1.39	1.30	2.85	3.73	4.69
销售费用	0.00	0.66	1.74	3.00	5.07	8.76
管理费用	6.47	12.64	14.39	16.12	18.05	20.22
财务费用	-0.38	-0.82	-2.26	-4.00	-2.00	0.64
资产减值损失	0.42	0.10	0.04	0.32	0.37	0.34
加: 公允价值变动收益	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
其中: 联营企业收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	32.32	41.50	51.17	76.75	99.06	121.80
加: 营业外收入	1.05	3.36	1.18	3.81	4.19	4.61
减: 营业外支出	0.02	0.38	0.00	0.03	0.03	0.03
三、利润总额	33.35	44.48	52.35	80.52	103.21	126.38
减: 所得税费用	4.90	6.65	8.82	12.08	15.48	18.96
四、净利润	28.46	37.83	43.53	68.44	87.73	107.42
归属母公司净利润	28.46	37.83	43.53	68.51	86.85	106.35
少数股东损益与调整	0.00	0.00	0.00	-0.07	0.88	1.07
五、总股本(万股)	16.26	36.00	50.40	85.68	85.68	85.68
EPS(元)	1.75	1.05	0.86	0.80	1.01	1.24

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

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

免责声明

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。