



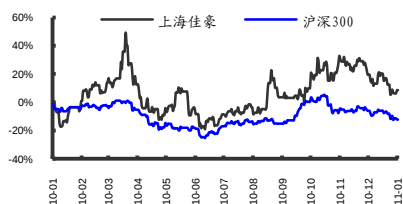
上海佳豪 (300008):

海工+游艇=“高端装备制造”+“消费升级”

机械制造-船舶

评级: 买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
上海佳豪	-15.4	-3.3	2.4
沪深 300	-7.2	-11.7	-12.5

市场数据 2011. 1. 24

当前价格 (元)	30.08
52 周价格区间 (元)	21.72-71.05
总市值 (百万)	2577.25
流通市值 (百万)	1050.16
总股本 (万股)	8568.00
流通股 (万股)	3491.24
日均成交额 (百万)	51.77
近一月换手 (%)	68.90

相关报告

《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 2 日

《上海佳豪 (300008): 游艇战略“两步走”, 高端游艇市场的未来霸主》

2010 年 12 月 13 日

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

- **战略规划清晰: “三个九年”计划, 布局“三大业务”** 公司制定了创业、转型和发展三个九年计划, 目前正执行第二个“九年计划”, 即“转型的九年”, 公司主营业务将由原来的以设计业务为主, 发展成为包括设计、服务、产品在内的三大板块。
- **船舶工程设计: 拓展两个方面, 攫取市场份额** 中国船市正企稳回升, 公司目前占据 8% 左右的市场份额, 未来主要向绿色船舶和大型船舶两个方面拓展, 分享更大市场份额。公司通过合资、合作方式, 为自身发展打造了良好的平台。
- **海洋工程设计: 立足“小海工”, 向“大海工”挺进** 海工装备是国家“十二五”重点发展对象。2010 年公司承接的振华重工 3800T 深水起重铺管船设计业务, 标志着公司的海工产品正由浅海向深海迈进。同时, 公司正在与相关厂商就海洋钻井平台设计业务展开谈判, 有望获得突破。
- **服务板块: 看好 EPC 模式** 由于船舶 EPC 业务的进入门槛较高, 目前参与竞争的公司较少。公司在 2010 年分别获得了价值 14760 万元和 11920 万元的两个 EPC 项目, 虽然毛利率水平较之船舶设计业务较低 (10-12%), 但是能够有效增厚公司的业绩, 后续前景看好。
- **产品业务: 稳步推进, 利润丰厚** 游艇消费作为新兴消费领域, 具有消费升级的特点。目前, 公司游艇业务进展顺利, 以高端游艇市场作为切入点, 未来将全面覆盖高、中、低档游艇市场。
- **估值分析** 2010-2012 年 EPS 分别为 0.71、1.00、1.31 元, 目前 P/E 值分别为 42、30 和 23 倍。公司游艇业务将在 2012 年后全面展开, 有高增长预期。公司具备高端装备制造和消费升级双重概念, 目前估值水平已经具备较高的安全边际, 且年前可能出现送配行情, 给予“买入”评级。

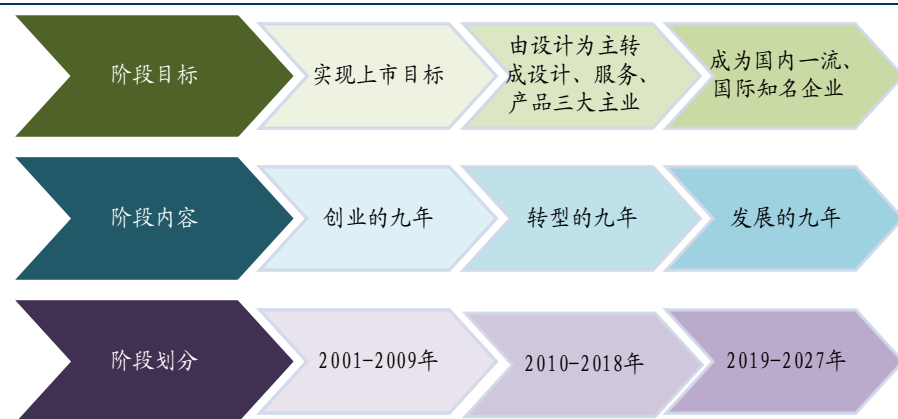
预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	126.98	217.51	334.53	452.01
营业利润 (百万元)	51.17	67.40	97.38	128.34
净利润 (百万元)	43.53	60.56	85.44	111.85
摊薄每股收益 (元)	0.86	0.71	1.00	1.31
摊薄每股净资产 (元)	8.88	5.58	6.58	7.88
加权平均 ROE (%)	9.72%	12.67%	15.16%	16.56%

战略规划清晰：“三个九年”计划，布局“三大业务”

本公司前身为上海佳豪船舶工程设计有限公司，成立于 2001 年 10 月 29 日，并于 2009 年 10 月 30 日成为首批创业板上市公司。公司在以刘楠先生为核心的经营管理团队的精心培育与打造下，在我国竞争激烈的船舶设计行业中脱颖而出，成为目前 A 股市场唯一一家以船舶和海洋工程设计和技术服务为主营业务的上市公司。本公司自 2005 年起至今被上海市科学技术委员会认定为高新技术企业。

作为一家居安思危、锐意进取的民营企业，公司着眼长远，在战略规划上制定了“三个九年”计划，精心布局“三大业务”板块，力争成为国内一流、国际知名的民族企业。

图 1 公司三个九年计划



资料来源：国海证券研究所整理

由上图可知，公司已经圆满完成第一个“九年计划”的任务和目标，成功登陆 A 股市场。这一方面为公司后续向服务和产品市场拓展筹集了充足的现金流，另一方面，扩大了公司的品牌知名度，确立了公司在船舶设计领域的行业地位，提高了公司的综合竞争力。

目前，公司正执行第二个“九年计划”，即“转型的九年”。通过一系列市场手段，公司主营业务将由原来的以设计业务为主，发展成为包括设计、服务、产品在内的三大业务板块。

其中，“设计”项包括船舶和海洋工程设计，这是公司的传统优势业务，是公司发展的基础；“服务”项包括船舶工程监理和新添的 EPC 业务；“产品”项源于公司正积极筹备进入的中国游艇市场，届时将发展为覆盖游艇设计、制造、销售到消费服务的完整产业链，公司将生产游艇，并成为其他游艇企业的配套设备提供商。

图 2 公司三大业务板块



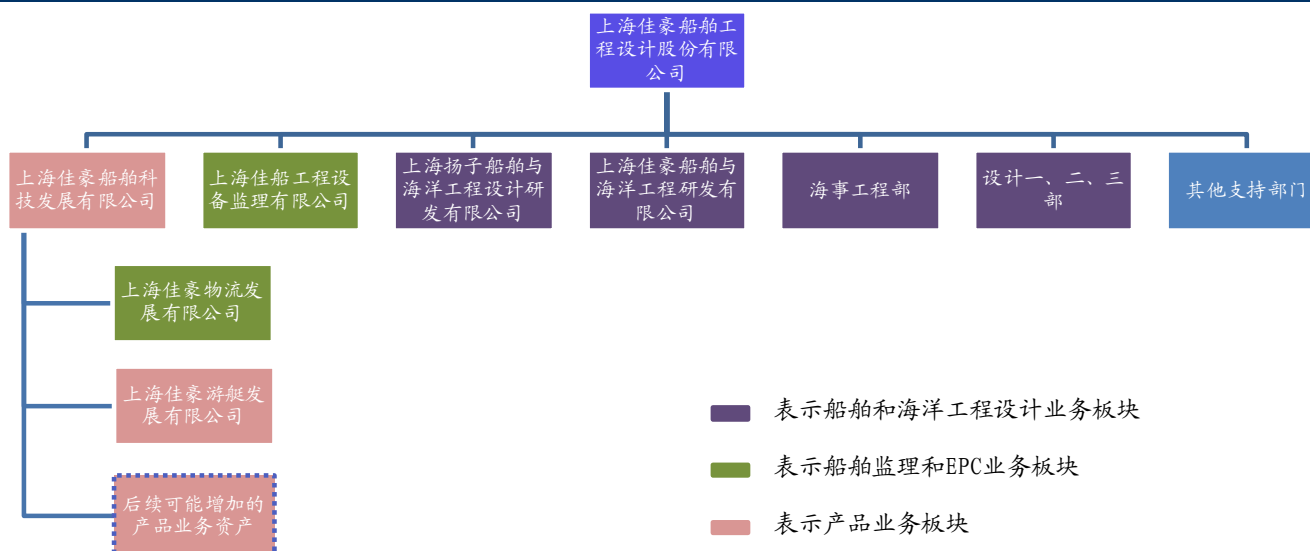
资料来源：国海证券研究所整理

公司转型分析：布局长远，后续还有动作

公司在转型期的目标，总的来说可以概括为：夯实传统业务，开发新兴业务。为完成这一目标，公司近来动作频频，在组织架构、募投项目、人才战略等方面谋篇布局，意义深远。

首先，组织架构上充实完善业务体系。公司自上市以来新增 5 家控股子公司，基本搭建了公司的业务框架体系，为夯实船舶和海洋工程设计业务，开发 EPC 业务和游艇业务做好了组织框架方面的准备。

图 3 公司业务部门及控股子公司构成



资料来源：国海证券研究所整理

表 1 公司控股子公司按注册时间排序

公司名称	持股比例	注册时间	业务性质	注册资本
上海佳船工程设备监理有限公司	100%	2003年6月	监理业务	1000万
上海佳豪船舶与海洋工程研发有限公司	100%	2009年12月	设计研发	1000万
上海佳豪船舶科技发展有限公司	100%	2010年2月	产品及EPC	5000万
上海佳豪游艇发展有限公司	60%	2010年6月	游艇业务	3000万
上海扬子船舶与海洋工程设计研发有限公司	45%	2010年10月	设计业务	3000万
上海佳豪物流发展有限公司	100%	2011年1月（收购）	物流业务	580万

资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

公司的船舶与海洋工程设计业务主要通过母公司的设计一部、二部、三部、海事工程部、上海扬子船舶与海洋工程设计研发有限公司（本公司控股 45%，是第一大股东）等完成；船舶监理和 EPC 业务机构主要由上海佳船工程设备监理有限公司以及最近收购的上海佳豪物流发展有限公司组成；游艇及船舶配套产品业务主要由上海佳豪船舶科技发展有限公司及其子公司上海佳豪游艇发展有限公司完成，我们预计随着产品市场的深入开拓，还将继续注入新的相关资产。公司三大板块之间并非完全独立，而是在各有侧重的基础上，相互协作，成为一个有机整体。

其次，充分利用募集资金为业务开展提供支持。公司在 2009 年上市实际融资金额达到 322,855,409.10 元，在最初公布两个募投项目的基础上，增加了海洋工程设计中心二期工程和上海佳豪船舶科技发展有限公司两个投资项目，反映了公司发展海洋工程设计和产品业务的决心。

2010 年 10 月，公司利用超募资金出资 1350 万元与知名船企合资成立上海扬子船舶与海洋工程设计研发有限公司，为公司的船舶设计业务发展打造良好的平台。

表 2 公司募投项目情况

承诺投资项目	募集资金承诺投资额（万元）	预期完工时间
船舶工程设计中心	7,288	2011年07月01日
海洋工程设计中心一期	4,768	2011年07月01日
海洋工程设计中心二期	7,011	2011年12月01日
上海佳豪船舶科技发展有限公司	5,000	2010年07月01日
上海扬子船舶与海洋工程设计研发有限公司	1,350	暂未注册
合计	24,067	—

资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

2011 年 1 月,上海佳豪船舶科技发展有限公司利用自有资金收购了上海佳豪物流发展有限公司(下称“佳豪物流”)100%股权,为 EPC 业务及游艇业务提供物流配套支持。

公司剩余的超募资金大约为 6868 万元,暂存于募集资金专户,将根据公司发展规划,用于主业发展。

第三,在人才战略方面公司采取“培养+引进”的方针。公司与罗尔斯-罗伊斯公司开展技术合作,未来将批量派遣人员前往意大利学习游艇技术,都是立足于培养本公司的人才。同时,公司善于挖掘外部人才。2009 年 10 月 16 日,公司任命林强先生担任公司的总工程师,分管公司的技术管理工作及质量体系工作。林强先生曾任上海规范研究所审图部主任、中国船级社审图中心副总工程师,其到任将进一步提高船舶设计的规范水平,改善出图质量,增强公司的核心竞争力。此外,公司近期还从某知名船企引进一名高级管理人才,担任佳豪游艇的总工程师,在游艇团队构建上迈出了重要一步。

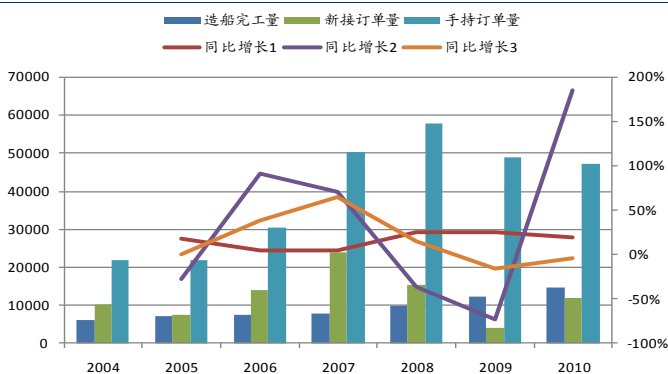
公司虽然是民营企业,但并非家族企业,从而有利于公司内部员工的发展。公司创业团队、中高级管理人员和其他核心人员均拥有公司股份,通过直接或间接持有公司股份的中高级管理人员和其他核心人员 51 人,占公司员工总数(截至 2009 年 12 月 30 日)的 12.72%。股权激励机制的实施,激发了管理层和核心人员的工作热情,也为公司的快速发展奠定了坚实的基础。

船舶设计业务: 拓展两个方面, 攫取市场份额

受金融危机的影响,全球新船需求量从 2008 年 9 月开始大幅度下降,2008 年、2009 年新接订单量同比分别下降 35.9%和 72.7%,世界造船业进入新一轮的低谷。2010 年,全球新接订单量达到 12060.2 万吨,同比增长 185.9%,但是仍远远低于 2007 年 24090 万吨的水平。同时,2010 年造船完工量同比上升 19.7%,而手持订单量同比下降 3.3%。

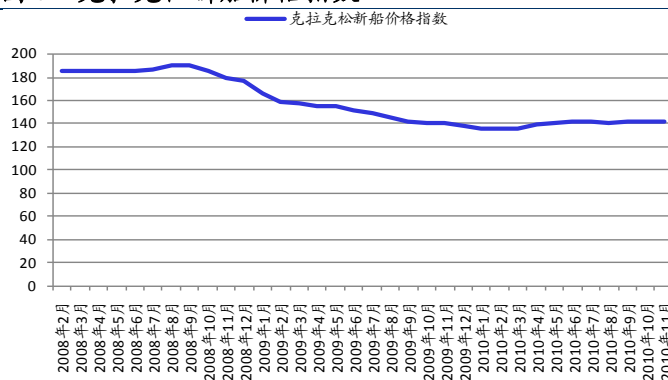
新船价格方面,克拉克松新船价格指数在 2010 年 11 月收于 142.3 点,同比上升 1.61%,环比上升 0.42%。与历史最高水平 2008 年 9 月份的 190 点相比,下降了 47.7 点,仍处于底部徘徊阶段。

图 4 全球造船业三大指标变化趋势



资料来源：中国船舶工业行业协会，国海证券研究所

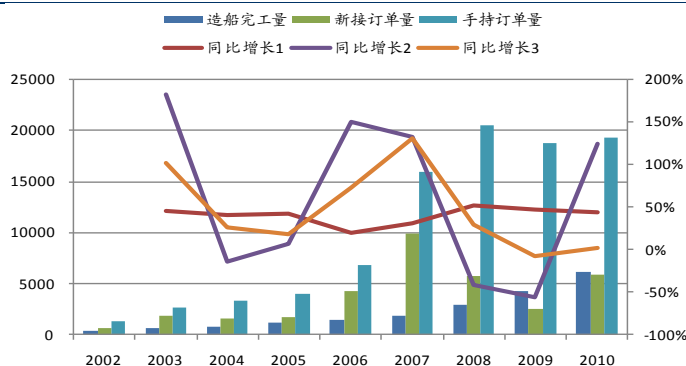
图 5 克拉克松新船价格指数



资料来源：克拉克松，国海证券研究所

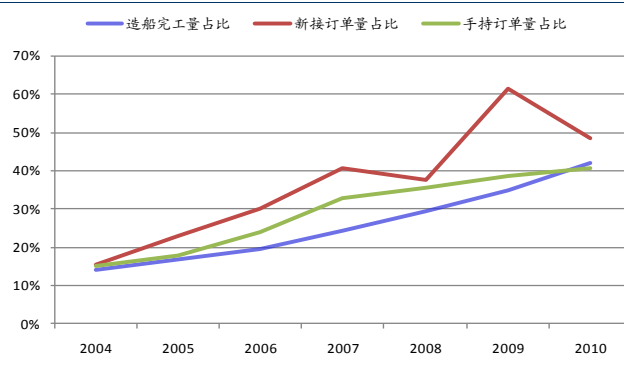
由于我国低廉的劳动成本及强劲的经济增长趋势，世界造船中心向我国转移已成为共识。2010 年，我国造船完工量、新增订单量和手持订单量在世界造船业的占比分别达到 41.9%，48.5%和 40.8%，排列第二位的韩国对应比例分别为 31.9%、38.3%和 33.1%。国内造船业三大指标体系方面，2010 年我国造船完工量、新接订单量和手持订单量同比分别上升，其中新接订单量仍然低于 2007 年的水平。整体来讲，我国造船业正企稳回升。

图 6 我国造船业三大指标变化趋势



资料来源：中国船舶工业行业协会，国海证券研究所

图 7 我国造船业世界占比变化趋势



资料来源：克拉克松，国海证券研究所

国内船舶制造业呈现“三分天下”的格局，即国营单位（以中船重工和中船集团为代表）占比 1/3，地方及民营企业占比超过 1/3，外资企业占比不到 1/3。而公司作为一家民营船舶设计企业，主要承接来自地方及民营船厂的设计订单，目前占据 8%左右的市场份额。2008 年，中国船级社（CCS）选定上海佳豪船舶设计有限公司作为“船舶设计行业评估体系”的试点单位，在行业内实现“提高设计安全质量、实现良性发展”的模范作用，标志着公司的船舶设计水平得到了国内主管机构的认可。目前，公司的船舶设计业务主要有三个发展动向：

一是向绿色船舶方向发展。随着我国造船业的国际化进程，我国的船舶设计和制造面临的挑战已经从“是否符合规范”逐渐演变为“是否节能环保”。“绿色船舶”的概念最早出现于 20 世纪 90 年代中期，核心内容是在其全寿命周期中（包括设计、制造、营运、报废拆解），通过采用先进技术，能经济地满足用户功能和使用性能的要求，并节省资源和能源，减少或消除环境污染，且对劳动者（生产者和使用者）具有良好保护的船舶。根据公司对 35000 吨绿色散货船的研究成果，并结合市场的最新需求，上海佳豪于 2009 年下半年开始相继研发了翡翠 35、翡翠 37、翡翠 45、翡翠 47.5、翡翠 820 等以“翡翠”命名的绿色散货船系列船型，并于 2010 年开始成功推向市场，获得了多批订单。

二是向大型船舶方向发展。国内四大船舶设计力量包括国有专业设计单位（如中船集团 708 所）、大中型船厂设计部门、民营企业 and 外资企业，其中前两者占据了市场份额的 70-80%。民营企业一般是承接 5 万吨以下的船舶设计业务。公司 2010 年新开发和承接了金海重工 18 万吨散货船设计业务，并且已经具备 30 万吨级的船舶的设计能力。这充分显示了公司的技术实力，大大提高了公司的影响力。

此外，公司善于借助外力实现自身发展。2010 年 10 月公司与江苏新扬子造船有限公司（为扬子江船业（控股）有限公司的全资子公司）、江苏中舟海洋工程装备有限公司共同出资 3,000 万元人民币成立上海扬子船舶与海洋工程设计研发有限公司，公司控股 45%成为第一大股东。通过合资公司可以获得扬子江船业及其下属的独资或控股的各实体的船舶与海洋工程项目的科研、开发设计、经营、技术谈判等任务，为公司设计业务的开展提供稳定的保障和优良的平台。

2010 年 11 月，本公司与罗尔斯-罗伊斯船舶公司签订了关于成立联合设计团队的合作协议。这项协议旨在加强双方在船舶设计专业领域的技术优势，更有效地切合欧洲和中国市场的客户需要。通过成立联合设计团队，上海佳豪有机会学习世界顶级船舶设计的理论和方法，培养技术骨干。

海洋工程设计：立足“小海工”，向“大海工”挺进

近年来，随着油价的高企和陆上石油供给量的日渐萎缩，各国开始大力开发海洋油气资源。2008 年 7 月受美国次贷危机的影响，布伦特原油价格在冲刺到 144.49 美元/桶的历史高点后开始大幅下调；2008 年 12 月在 36.61 美元/桶的局部低点上迅速反弹，至今已达到 95 美元/桶的历史较高水平。长期来看，随着原油储量的萎缩及美元指数的弱化，在理想的石油替代品尚未出现的情况下，原油价格还将呈现继续上涨的

趋势。根据 IEA 在《World Energy Outlook 2010》的预测，以 2009 年的美元购买力衡量，到 2035 年国际平均油价将达到 113 美元/桶。

图8 布伦特原油价格指数走势

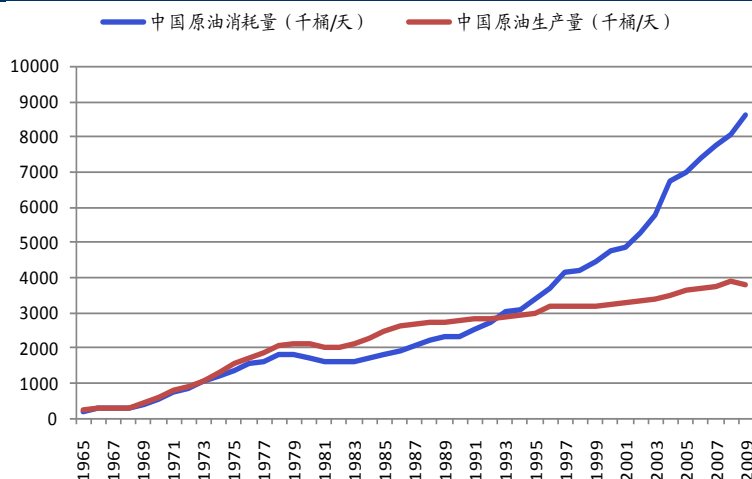


资料来源：Wind，国海证券研究所整理

根据国家统计局相关数据显示，2009 年我国国内原油产量为 1.89 亿吨，进口 2.04 亿吨，原油进口依存度首次超过警戒线 50%，达到 51.9%。这不仅大大提高了我国经济建设所需的原材料成本，而且给国家经济战略安全带来了不稳定因素。这不仅大大提高了我国经济建设所需的原料成本，而且给国家经济战略安全带来了不稳定因素。随着我国工业的快速发展，城镇化进程的不断深化，以及汽车保有量的不断提高，我国对石油的需求量将会越来越大，加强国内石油资源的勘探开发，努力提高自给率，是我国石油乃至经济安全的方针。

中国石油资源的平均探明率为 38.9%，海洋石油仅为 12.3%，远远低于世界平均探明率 73%和美国的探明率 75%。中国天然气的平均探明率为 23.0%，海洋天然气为 10.9%，而世界平均探明率在 60.5%左右。因此，从以上数据可以看出，中国油气资源特别是海洋油气资源的探明率很低，整体上处于勘探的早中期阶段，发展潜力巨大。我国将加大对海洋油气资源的开发和利用。

图9 中国近年来原油生产与消费量的比较



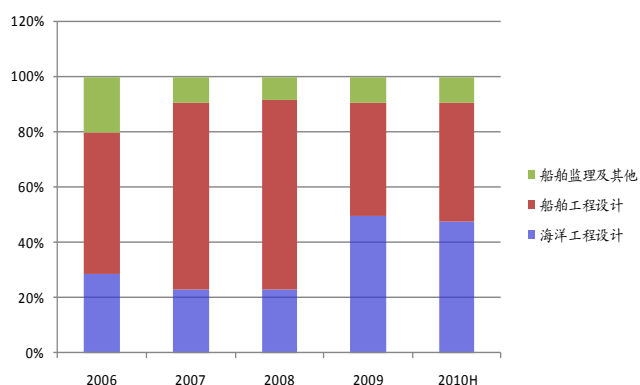
资料来源：BP石油公司

海洋工程装备主要包括钻井装备、生产平台和海洋工程辅助船。未来几十年，海洋工程领域孕育着巨大的市场机会，根据英国坎特伯雷的能源咨询机构道格拉斯威斯特伍德（Douglas - Westwood）公司的最新研究报告显示，未来 5 年全球海洋石油气工业将投资 1890 亿美元在遍及全球的海洋上建立超过 15000 个的油气勘探和开采井，其中有近 4500 个勘探井，投资 750 亿美元；10500 个开采井，投资 1140 亿美元。

“十二五”期间，中海油在中国的近海大陆架和大陆坡，将会再建设 5000 万吨油当量的生产能力，同时将会有 2-3 个深水油气田要建成投产，油气总产量要达到 1 亿至 1.2 亿吨油当量，总投资在 2500-3000 亿元（“十一五”期间用于海上油气资源开发的投入达 1200 亿元）。同时，中海油的深水工程装备项目也将启动，即将建造第二批重大装备，总投资约 300 亿元，将于 2015 年前后投运。我国海洋工程装备市场发展空间巨大。

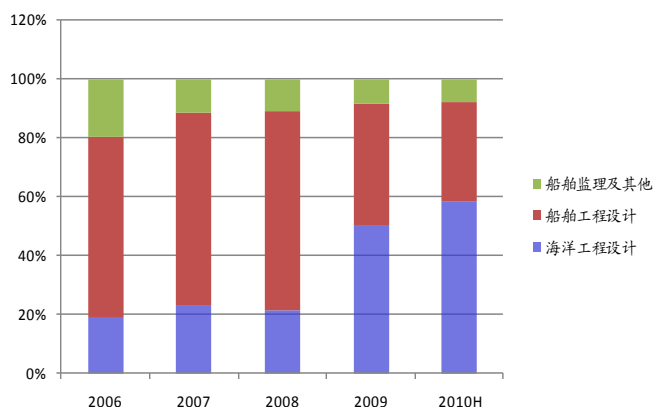
目前国内海洋工程设计实力整体较弱，高端装备的基本设计几乎都是在海外完成的，国内一般只承担详细设计和生产设计。公司管理层人员介入海洋工程设计业务已有较长的时间，曾在 80 年代完成了国内第一条自主设计的起重铺管船，积累了大量的实战经验。公司把握住了海洋工程大发展这一时机，2009 年和 2010 年上半年的海工设计收入超过船舶设计业务，成为公司收入和利润增长的主要推手。

图 10 海工设计业务占主营业务比重增大



资料来源：公司公告

图 11 海工设计业务占毛利润比重增大



资料来源：公司公告

公司目前主要生产“小海工”（一般将海工辅助船舶叫做“小海工”），正积极向“大海工”（即海洋钻井平台）和深海装备挺进。2010 年公司承接的振华重工 3800T 深水起重铺管船设计业务，标志着公司的海工产品正在由浅海船型向深海船型迈进。同时，公司正在与相关厂商就海洋钻井平台设计业务展开谈判，有望获得突破。

公司在 2010 年新增募投项目“海洋工程设计中心二期”，也表明公司发展海洋工程设计的强烈愿望。我们预计，到 2013 年海工设计业务将在 10 年的基础上增加 8000 万，达到 1.8 亿左右的收入规模。

服务板块：看好 EPC 模式

公司的服务板块包括船舶监理、船舶工程总承包（EPC）和游艇的售后服务、游艇俱乐部、游艇及船舶租赁服务三类。船舶监理业务是公司在船舶设计服务链向下的延伸，同时为公司今后向船舶工业的下游领域延伸奠定基础，目前占公司收入比重的 10% 左右。公司具备上海市工程设备监理甲级资质，自 2003 年佳船监理公司成立以来已为国内外船东和业主监造和监理了 100 多艘船舶和海洋工程产品以及 30 余项水工及起重机监理项目，也是目前国内最大的船舶监理单位之一。

EPC 业务是公司 2010 年新增的一项业务，核心竞争能力在于具备特别突出的专业设计能力和一流的设计水平，能够借助强大的设计和管理软件，实现先进的船舶制造全流程管理。船舶 EPC 项目的业务运作具有以下特点：

- 项目由设计方、船东、船厂、设备供应商等多方协作，周期长，地域跨度广；
- 专业设计多，设计协同过程较复杂；
- 技术导向型，知识、数据积累意义重大；
- 设计、采购、施工环环相扣、互相制约；

- 大量的非标准物品采购;
- 施工安装齐套性要求高, 实现难度大等。

公司在 2011 年 1 月收购佳豪物流有限公司, 用意之一就是为开展 EPC 业务提供专业的物流支持体系, 提高 EPC 业务的利润率。

由于船舶 EPC 业务的进入门槛较高, 目前参与竞争的公司较少, 如中交上海装备工程有限公司和几家外贸公司; 国有船舶设计单位受限于体制的约束, 不能进入这个领域; 而一般的民营企业则不具备参与的实力。公司在 2010 年分别获得了价值 14760 万元和 11920 万元的两个 EPC 项目, 虽然毛利率水平较之船舶设计业务较低 (10-12%), 但是能够有效增厚公司的业绩。

国内船舶行业的工程总承包尚未普及, 但是为了提高工程项目品质、控制项目成本和进度等风险, 船舶与海洋工程的 EPC 业务模式会在市场上占据一块比较稳定的市场份额, 尤其是国家对总集成、总承包项目的政策扶持, 船舶与海洋工程的 EPC 业务发展前景非常良好, 并且将成为综合实力强大的船舶设计企业的重要业务模式之一, 具有广阔的市场空间。

产品业务: 稳步推进, 利润丰厚

公司的产品业务板块包括游艇和船用配套设备。目前公司正积极筹备游艇生产的前期准备工作。

根据中国交通运输协会邮轮游艇分会的相关数据, 2009 年末中国大陆生产游艇企业达到了 325 家, 其中 250 家主要生产工作用艇, 另外 75 家以生产游艇为主。绝大多数游艇制造商生产中小型娱乐休闲用艇 (<70 英尺)。在当前消费升级的大背景下, 我国的游艇产业将获得蓬勃发展。

公司游艇战略规划清晰, 分两步走: 第一步, 2011-2012 年, 与意大利知名游艇生产商签订 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, 国内进行试生产; 同时将签订大中华区的游艇市场代理销售合同; 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; 并购一些生产游艇配套产品的企业或资产, 提供游艇行业所需的配套产品。

公司以高端游艇市场作为切入点, 目标客户为资产雄厚的私人和相关企业, 目前已有十家左右的意向订单。公司前期主要以贴牌生产为主,

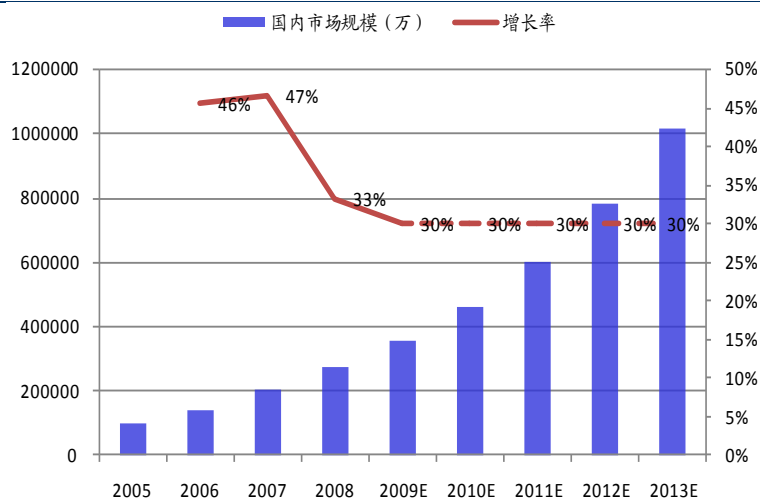
产品同时冠以国外品牌和公司品牌字样(如“Bestway-Dominator”),未来将开发自主品牌。

目前,国外进口游艇,需要征收高达 40%以上的税收(关税 10%、增值税 17%和特别消费税 10%等),但是如果分拆成发动机、推进系统等部件进口,则只需 10%左右的关税。考虑到国内低廉的劳动力成本,公司生产的游艇毛利率可达到 50-60%。以一艘国外价值 2000 万的游艇为例,国内能够以约 1200 万的成本造出来,利润空间很大。在开展代理销售方面,公司有望获得 20%-30%的利润。

按照公司的规划,公司近期将会展开关于游艇业务的一系列动作,且选择合适时机收购部分船用配套设备厂家,增强公司产业整合度。2012 年后随着产品业务的全面铺开,公司业绩将出现高速增长。

但是公司也意识到,目前国内游艇市场规模尚小(2009 年大约 30 亿元的市场规模),基础配套设施不完善,有待培育游艇文化,推动游艇产业整体发展。公司立志于与其他同行一道相互合作,将中国游艇市场的“蛋糕”做大。

图 12 国内游艇市场规模预测



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

估值分析

我们坚持原来对于公司各项业务发展的基本看法,即设计业务平稳发展,EPC 业务较快发展,游艇项目进展顺利。假设条件为:

- 1、公司无后续的增资扩股行为,股本维持在 8568 万股;
- 2、公司游艇项目进展顺利,2011 年交付一艘游艇;2012 年交付两艘游艇,且毛利率均为 50%;
- 3、公司 2010-2012 年流动性充足,无需大量借贷;

在原有各项业务估值水平上进行小幅修正，如表 3 所示：

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	67,419,690	80,903,628	101,129,535
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	137	11	30	30
船舶工程设计	-34	30	20	25
工程服务	25	566	80	40
游艇	——	——	——	67
毛利率				
海洋工程设计	52.76%	60%	61%	62%
船舶工程设计	53.05%	45%	50%	50%
工程服务	46.34%	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	30,338,861	40,451,814	50,564,768
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	217,511,892	334,527,427	452,005,090
收入增速	10.59%	71.29%	53.80%	35.12%
毛利	60,805,562	85,173,118	122,527,308	163,553,693
毛利率	47.88%	39.16%	36.63%	36.18%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

由表 4 可知：在上述假设前提下，公司 2010 年-2012 年的每股收益分别为 0.71 元，1.00 元，1.31 元，以 2011 年 1 月 22 日的收盘价 30.08 元计算，对应的 P/E 值分别为 42、30 和 23 倍。

考虑到目前中国船舶业企稳回升的态势以及公司设计实力的不断增强，公司船舶设计业务可能出现超预期的增长；而公司涉足的海洋工程装备行业属于国家“十二五”高端装备制造领域重点发展对象，前景看好；游艇业务在我国当前消费升级背景下，具有高端消费特征，迎合时代发展要求，且在 2012 年后随着公司产品业务的全面铺开，具有强烈的高增长预期。目前估值水平已经具备较高的安全边际，且年前可能出现送配行情，给予“买入”评级。

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	217.51	334.53	452.01
减: 营业成本	33.24	59.36	60.61	132.34	212.00	288.45
营业税金及附加	1.20	1.39	1.30	2.56	3.68	4.91
销售费用	0.00	0.66	1.74	2.83	5.02	9.04
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	0.27	0.40	0.41
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	67.40	97.38	128.34
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	71.18	101.53	132.92
减: 所得税费用	4.90	6.65	8.82	10.68	15.23	19.94
四、净利润	28.46	37.83	43.53	60.50	86.30	112.98
归属母公司净利润	28.46	37.83	43.53	60.56	85.44	111.85
少数股东损益与调整	0.00	0.00	0.00	-0.06	0.86	1.13
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	0.71	1.00	1.31

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。

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。