



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011 年 4 月 26 日

机械

研究部

罗炜¹

分析师

luowei@cicc.com.cn

审慎推荐

上海佳豪 (300008.SZ)

一季度业绩符合预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	73	115	127	203	391	542	707
(+/-)		57%	11%	60%	93%	39%	31%
主营业务利润	40	55	66	90	126	167	222
(+/-)		39%	20%	36%	39%	33%	33%
净利润	28	38	44	62	82	109	145
(+/-)		33%	15%	42%	34%	33%	33%
全面摊薄每股收益	1.75	1.05	0.86	0.72	0.56	0.74	0.97
(+/-)		-40.0%	-17.8%	-16.4%	-22.4%	31.4%	31.5%
市盈率	105.0	79.0	68.6	48.3	36.6	27.8	21.2
市净率	68.7	36.7	6.7	6.2	5.6	4.9	4.2
EV/EBITDA	8.22	15.64	12.44	18.59	27.93	19.66	13.97
净资产回报率	65.5%	46.5%	9.7%	12.9%	15.2%	17.5%	19.9%
投入资本回报率	63.5%	42.7%	9.1%	10.8%	12.9%	15.2%	17.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.1%	1.4%
每股经营现金流	0.3	0.5	0.2	0.6	0.8	1.0	1.3
股价/经营性现金流	71.4	43.4	89.0	35.3	25.9	21.1	16.3

股票信息

A股	
当前股价	人民币 20.51
股票代码	300008.SZ
52周最高价/最低价	人民币 71.50/20.00
市值 (百万元)	2,987.40
发行股数 (百万股)	145.66
其中: 流通股 (百万股)	59.41
主要股东 (持股比例)	刘楠 (34.43%)

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	年初至今
300008.SZ	-0.77	-5.53	+23.15	+12.12
创业板指数	-2.80	-9.06	-0.39	-14.28

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

事件:

上海佳豪公布 2011 年 1 季度业绩: 公司 1 季度共实现销售收入 64.90 百万元, 较去年同期增长 71.0%; 实现营业利润 16.16 百万元, 同比增长 44.0%; 实现归属母公司净利润 14.69 百万元, 同比增长 47.6%; 按照最新股本全面摊薄后对应 2011 年 1Q 的 EPS 为 1.009 元, 基本符合我们先前的预期。

评论:

根据公司在手合同情况 (年初在手合同 4.68 亿元, 其中船舶及海工设计合同 2.42 亿元, EPC 合同 2.00 亿元) 和我们的估算, 今年公司有望取得约 30% 的业绩增长; 特别是 2010 年签署的总计 2.7 亿元的 2 个 EPC 合同将有 1.5 亿元在 2011 年结算, 成为今年公司业绩增长主要动力之一; 考虑到公司合同结算收入的节奏有一定不规律性, 所以单季度业绩的参考意义有限。

公司年初至今新接合同情况良好, 船舶/海工设计业务和监理业务全年新接合同量有望取得 15%-20% 的同比增长, EPC 业务新接合同金额也有望较去年的 2.7 亿元继续增长; 预计公司全年新接合同量在 5 亿元人民币以上。

公司游艇业务进展顺利, 从意大利 FIPA 公司引进全套豪华游艇生产技术, 并签订了 FIPA 公司全系列产品的中国地区总代理权; 游艇产业在中国尚处于蓝海, 而上海佳豪“由商务/合资品牌艇向消费/自主品牌艇、由销售运营向设计制造”的发展路径也有望规避后发劣势, 长期前景值得期待; 但由于公司游艇生产基地尚在建设中, 我们预计佳豪的游艇业务 2011 年的收入超过 2 千万元的概率有限, 而实现较大的利润贡献也需要到 2013 年。

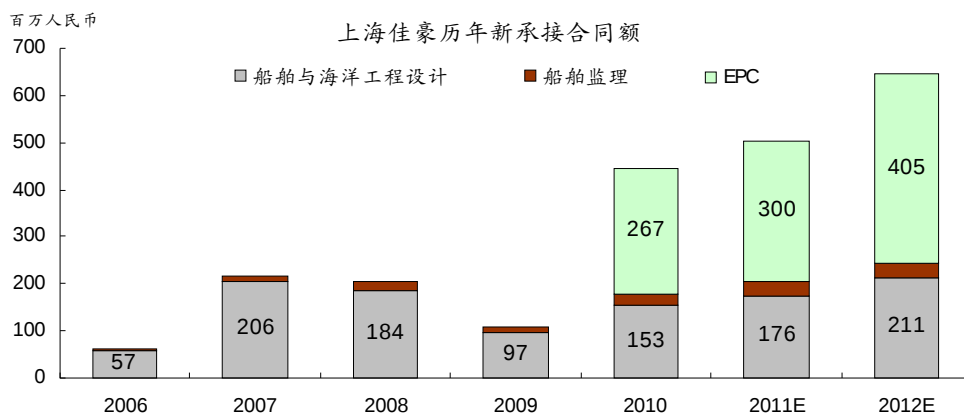
盈利预测与建议:

我们维持公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.560、0.736、0.969 元的预测, 目前股价对应 11-13 年 P/E 分别为 36.6X、27.8X、21.2X。

作为国内第三方独立船舶设计公司的龙头, 上海佳豪的长期成长空间十分广阔; 而船舶与海洋工程市场的复苏和公司本身竞争力在上市后的提升也为公司未来 3-5 年取得 30% 以上的年均增速提供了可能。我们看好公司的长期价值, 但考虑到短期的估值水平仍偏高, 因此维持对公司“审慎推荐”的评级。

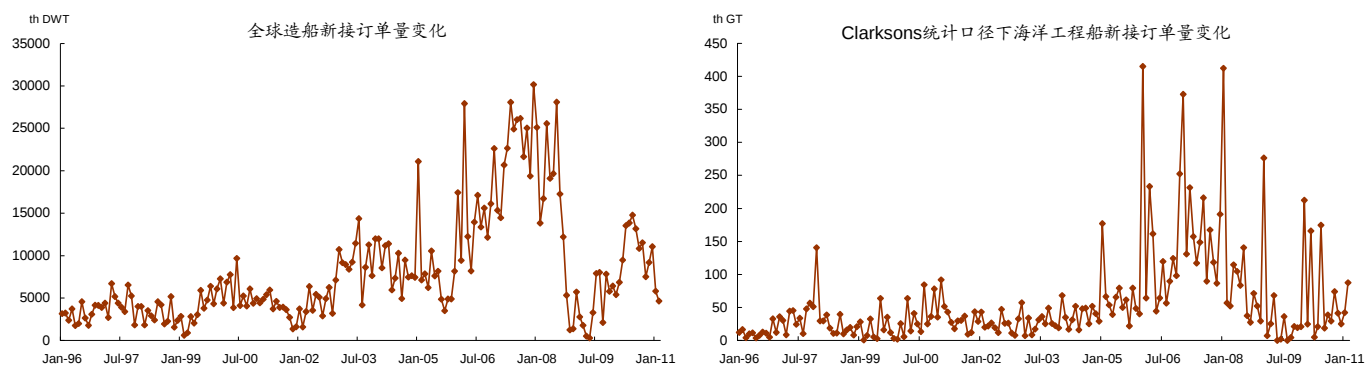
¹ 报告贡献人: 张锦 (zhangjin@cicc.com.cn)

图表 1: 上海佳豪新承接合同金额预测



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2: 全球远洋运输船舶与海洋工程船新接订单量变化情况



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

图表 3: 当前的高油价有利于刺激石油公司 Capex 的增长和海洋工程船需求的提升



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 4: 公司分产品收入与成本预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入							
船舶工程设计	49.33	78.56	51.86	75.22	88.76	112.73	146.55
海洋工程设计	17.03	26.64	63.10	52.92	63.51	79.38	99.23
设计工程总包EPC				56.86	200.34	269.60	300.00
船舶监理及其他	6.92	9.62	12.02	17.88	20.56	24.67	28.37
游艇业务					17.55	55.13	132.60
合计	73.28	114.82	126.98	202.88	390.72	541.51	706.75
主营业务成本							
船舶工程设计	23.19	41.05	24.35	32.41	39.94	50.17	64.48
海洋工程设计	7.71	14.60	29.81	22.27	27.31	34.53	43.66
设计工程总包EPC				49.01	171.69	230.51	255.90
船舶监理及其他	2.34	3.71	6.45	8.99	10.28	12.34	14.19
游艇业务					15.80	46.86	106.08
合计	33.24	59.36	60.61	112.68	265.02	374.40	484.31
毛利率							
船舶工程设计	53.0%	47.8%	53.0%	56.9%	55.0%	55.5%	56.0%
海洋工程设计	54.7%	45.2%	52.8%	57.9%	57.0%	56.5%	56.0%
设计工程总包EPC				13.8%	14.3%	14.5%	14.7%
船舶监理及其他	66.1%	61.4%	46.3%	49.7%	50.0%	50.0%	50.0%
游艇业务					10.0%	15.0%	20.0%
合计	54.6%	48.3%	52.3%	44.5%	32.2%	30.9%	31.5%
占主营业务成本比							
船舶工程设计	67.3%	68.4%	40.8%	37.1%	22.7%	20.8%	20.7%
海洋工程设计	23.2%	23.2%	49.7%	26.1%	16.3%	14.7%	14.0%
设计工程总包EPC				28.0%	51.3%	49.8%	42.4%
船舶监理及其他	9.4%	8.4%	9.5%	8.8%	5.3%	4.6%	4.0%
游艇业务					4.5%	10.2%	18.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 5: 公司主要财务指标预测摘要

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	73.28	114.82	126.98	202.88	390.72	541.51	706.75
(+/-%)		56.7%	10.6%	59.8%	92.6%	38.6%	30.5%
毛利润	40.03	55.46	66.37	90.21	125.70	167.11	222.44
(+/-%)		38.5%	19.7%	35.9%	39.3%	32.9%	33.1%
营业费用	-	0.66	1.74	2.70	4.27	6.02	7.83
管理费用	6.47	12.64	14.39	21.49	34.31	43.79	55.63
EBIT	32.36	40.77	48.95	64.45	83.22	112.26	152.61
EBITDA	33.59	41.92	52.10	71.78	90.16	123.31	164.90
财务费用	-0.38	-0.82	-2.26	-5.35	-6.96	-8.35	-9.19
营业利润	32.32	41.50	51.17	69.14	89.88	120.25	161.31
投资收益	-	-	-	-	-	-	-
营业外收支	1.03	2.98	1.18	5.59	6.90	8.27	9.50
税前利润	33.35	44.48	52.35	74.73	96.98	128.78	171.13
所得税	4.90	6.65	8.82	13.03	14.55	19.32	25.67
少数股东损益	-	-	-	-0.17	0.82	2.19	4.36
净利润	28.46	37.83	43.53	61.88	81.61	107.27	141.09
股利	-	-	-	-	24.48	32.18	42.33
资产负债表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	57.49	82.97	385.51	434.99	481.35	577.58	702.92
应收款项	6.61	6.65	8.85	15.45	26.54	38.58	50.73
存货	-	-	-	-	-	-	-
流动资产	70.74	90.69	400.49	457.46	523.91	644.10	785.52
长期投资	-	-	-	-	-	-	-
固定资产及在建工程等	2.64	44.36	85.02	102.34	139.69	149.00	160.20
总资产	74.00	136.08	491.68	568.18	677.26	808.27	962.61
短期借款	-	-	-	-	-	-	-
应付款项	0.01	0.34	3.26	0.67	5.19	6.33	6.85
流动负债	30.53	54.77	43.12	74.76	125.89	179.62	230.82
长期借款	-	-	-	-	-	-	-
长期负债	-	-	0.87	2.26	2.26	2.26	2.26
总负债	30.53	54.77	43.99	77.02	128.15	181.88	233.09
少数股东权益	-	-	-	11.83	12.65	14.84	19.20
母公司股东权益	43.47	81.31	447.69	491.16	549.11	626.39	729.52
负债和权益	74.00	136.08	491.68	568.18	677.26	808.27	962.61
现金流量表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	41.87	68.79	33.57	84.56	115.38	141.56	183.21
投资活动现金流净额	-4.58	-43.17	-54.76	-19.54	-51.50	-21.50	-24.73
融资活动现金流净额	-0.53	-0.14	323.73	-15.84	-17.52	-23.83	-33.14
货币资金增加额	36.75	25.48	302.54	49.18	46.36	96.23	125.35
财务指标	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	54.6%	48.3%	52.3%	44.5%	32.2%	30.9%	31.5%
息税前利润率	44.2%	35.5%	38.5%	31.8%	21.3%	20.7%	21.6%
净利润率	38.8%	32.9%	34.3%	30.5%	20.9%	19.8%	20.0%
净资产收益率	65.5%	46.5%	9.7%	12.9%	15.2%	17.5%	19.9%
总资产收益率	38.5%	27.8%	8.9%	10.9%	12.0%	13.3%	14.7%
总资产负债率	41.3%	40.3%	8.9%	13.6%	18.9%	22.5%	24.2%
净负债率	-77.7%	-61.0%	-78.4%	-76.6%	-71.1%	-71.5%	-73.0%
利息保障倍数	-88.0	-51.1	-23.0	-13.4	-13.0	-14.8	-18.0
流动比率	2.3	1.7	9.3	6.1	4.2	3.6	3.4
速动比率	2.1	1.6	9.1	6.0	4.0	3.4	3.3
应收帐款周转期	20.7	19.2	22.9	26.5	22.9	24.1	24.5

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 6: 国内外船舶与海洋工程类上市公司相对估值水平对比

上市公司	股票代码	货币	收盘价	总市值	P/E				P/B			
			11-4-25	USD mn	2010A/E	2011E	2012E	2013E	2010A/E	2011E	2012E	2013E
国内船舶与海洋工程类公司												
中国重工	601989 CH Equity	CNY	12.58	17,655	27.35	21.88	19.89	18.08	3.80	n.a.	n.a.	n.a.
中国船舶	600150 CH Equity	CNY	77.00	7,810	19.54	16.82	15.24	14.25	3.20	2.68	2.30	2.05
广船国际A	600685 CH Equity	CNY	30.61	1,904	29.40	20.65	19.11	18.80	4.59	3.60	3.23	2.86
广船国际B	317 HK Equity	HKD	15.96	1,904	12.89	9.05	8.37	8.24	2.01	1.58	1.41	1.25
中集集团A	000039 CH Equity	CNY	24.00	7,791	21.29	13.98	11.90	10.59	3.94	3.25	2.65	2.20
中集集团B	200039 CH Equity	HKD	17.74	7,791	13.23	8.69	7.39	6.58	2.45	2.02	1.65	1.36
振华重工A	600320 CH Equity	CNY	7.12	4,417	n.a.	109.32	23.81	14.51	2.05	2.01	1.87	1.69
振华重工B	900947 CH Equity	USD	0.66	4,419	n.a.	66.29	14.44	8.80	1.24	1.22	1.14	1.03
上海佳豪	300008 CH Equity	CNY	20.51	457	48.29	36.61	27.85	21.17	6.23	5.57	4.89	4.22
潍柴重机	000880 CH Equity	CNY	20.85	881	26.39	20.44	14.38	n.a.	6.30	5.05	3.94	n.a.
中船股份	600072 CH Equity	CNY	24.18	1,476	217.84	109.91	115.14	n.a.	6.90	6.49	6.14	n.a.
熔盛重工	1101 HK Equity	HKD	6.98	6,287	19.56	9.71	8.30	7.62	2.96	2.24	1.85	1.60
扬子江船业	YZJ SP Equity	SGD	1.81	5,631	12.01	11.63	11.07	10.84	3.70	3.05	2.55	2.16
中远新加坡	COS SP Equity	SGD	2.34	4,248	21.06	19.02	17.21	17.08	4.37	3.74	3.26	2.99
平均值					37.26	32.23	21.68	12.95	3.79	3.21	2.78	2.09
中位值					21.06	19.02	14.44	11.73	3.70	2.87	2.43	1.87
国外船舶与海洋工程类公司												
Hyundai Heavy Industries	009540 KS Equity	KRW	537000	37,742	13.56	9.25	8.96	n.a.	3.32	2.65	2.20	n.a.
Samsung Heavy Industries	010140 KS Equity	KRW	45650	9,747	14.10	13.49	15.18	n.a.	3.47	2.94	2.59	n.a.
Daewoo Shipbuilding & Marine	042660 KS Equity	KRW	44250	7,832	10.97	11.37	13.22	11.13	2.07	1.84	1.67	1.51
Keppel Corp Ltd	KEP SP Equity	SGD	12.90	16,921	12.81	15.75	14.69	13.55	3.07	2.85	2.59	2.42
Sembcorp Marine Ltd	SMM SP Equity	SGD	5.99	10,126	14.46	18.26	18.15	17.16	4.79	4.58	4.04	3.51
Mitsui Engineer & Shipbuild	7003 JP Equity	JPY	206.00	1,691	8.68	11.02	9.22	12.05	1.06	1.05	0.98	0.91
平均值					12.43	13.19	13.24	13.47	2.96	2.65	2.35	2.09
中位值					13.18	12.43	13.95	12.80	3.20	2.75	2.39	1.97
平均值-汇总					29.42	26.79	19.27	13.07	3.56	3.04	2.65	2.09
中位值-汇总					15.58	15.75	14.44	12.05	3.32	2.77	2.43	1.87

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED