

上海佳豪 (300008.SZ)

船舶与海洋工程设备行业

评级：持有 首次评级

公司研究

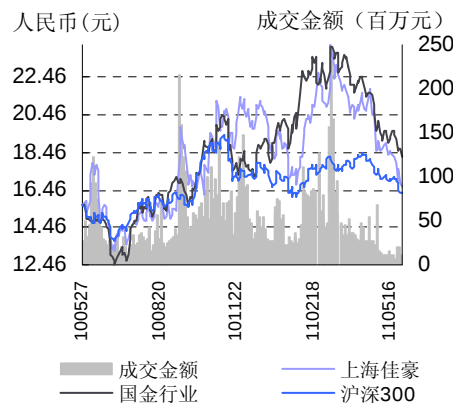
市价（人民币）：16.61 元

新产品、新模式、新领域

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据（人民币）

已上市流通 A 股(百万股) 59.41
总市值(百万元) 2,419.35
年内股价最高最低(元) 24.20/13.18
沪深 300 指数 2978.38



公司基本情况（人民币）

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.864	0.722	0.585	0.767	0.977
每股净资产(元)	8.88	5.59	3.99	4.46	5.14
每股经营性现金流(元)	0.67	0.99	0.97	1.09	1.36
市盈率(倍)	58.94	43.42	28.38	21.64	17.01
行业优化市盈率(倍)	18.51	15.90	15.49	15.49	15.49
净利润增长率(%)	15.07%	42.15%	37.75%	31.14%	27.26%
净资产收益率(%)	9.72%	12.91%	14.67%	17.20%	19.01%
总股本(百万股)	50.40	85.68	145.66	145.66	145.66

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司战略定位具有前瞻性：**公司能够实现持续快速的增长并将维持良好发展势头，一是通过新产品提升已有业务的产品层次，二是开创性的拓展新的业务模式，三是进入前景广阔的新业务领域。
- **传统设计业务稳定增长：**造船行业整体仍然维持缓慢复苏的形势，公司设计业务将与行业维持同步增长，绿色船舶比例的增加将使当前毛利率得以回升。海工业务因为海洋工程支持船供过于求而受到一定抑制，但长期来看高油价和石油资源的稀缺将驱动海洋工程的发展，海工市场仍将保持持续增长的**市场需求**。
- **2011 年 EPC 业务爆发：**随着船舶设计复杂性增加，EPC 项目承包开始从船厂向船舶设计公司转移。受益于这一趋势，11 年将是公司 EPC 业务爆发的一年，公司有望承接 300~400 百万元订单，因此 EPC 业务可大幅提升公司收入和利润规模。
- **2012 年游艇业务起航：**在人力成本优势的基础上，中国游艇制造技术日趋成熟，尽管设计能力尚有不足，但中国游艇业的巨大潜力已有目共睹。预计游艇业务收入将在 12 年开始体现，并有望进入快速发展时期。

盈利预测及估值

- 我们预计公司 10~12 年可分别实现销售收入 429、593 及 776 百万元，同比分别增长 111.5%、38.1%及 31.0%；可分别实现归属母公司净利润 85、112 及 142 百万元，同比分别增长 37.75%、31.14%及 27.26%，折合每股收益 0.59、0.77 和 0.98 元。
- 公司当前股价对应 11 和 12 年 PE 分别为 28 和 22 倍，对比国内外同类上市公司的估值水平，估值较为合理，因此我们给予公司“持有”评级。由于公司目前正处于 EPC 业务的快速发展期和游艇业务的全面布局阶段，我们提醒投资者关注公司这两块业务的未来进展情况。

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

内容目录

投资要点	4
公司战略具有前瞻性	4
11 年可继续高增长	4
游艇业务长期看好	4
盈利预测、估值和投资建议	4
风险提示	4
传统业务保持平稳	5
受益于船舶行业新签订单回升	5
开发绿色船舶有助毛利率提升	6
海洋工程设备：从浅水到深水	7
EPC 业务成主要增长动力	9
船舶 EPC 项目重心向设计公司倾斜	9
公司竞争力较强	11
EPC 业务有力提高公司收入和利润规模	11
游艇业务开启想象空间	12
后汽车时代消费——中国游艇行业兴起	12
游艇产业链分析	17
公司正在进行产业链布局	18
关注游艇管理政策	20
盈利预测和估值	21
游艇上市公司估值水平对比	23
风险提示	24
附录：国内主要游艇生产企业	25
附录：三张报表预测摘要	26

图表目录

图表 1：三大造船国新签订单数据	5
图表 2：灵便型散货船新签订单	5
图表 3：大灵便型散货船新签订单	5
图表 4：灵便型散货船新船造价	6
图表 5：大灵便型散货船新船造价	6
图表 6：公司主要设计船型及其设计市场规模	6
图表 7：设计和运营手段对减排潜力的影响	7
图表 8：不同类型钻井平台	8
图表 9：三用工作船新签订单	8

图表 10: 平台供给船新签订单	8
图表 11: 工程船/海上平台比值逐年上升	8
图表 12: 工程船数量快速增长	8
图表 13: 海上平台交付量稳定	9
图表 14: 海洋工程船船龄分布	9
图表 15: 三类在建平台在建数量正在增加 (艘)	9
图表 16: EPC 项目分解	10
图表 17: 部分特种船和工程船订单情况	11
图表 18: 中国船舶设计行业竞争分析	11
图表 19: 游艇分类	12
图表 20: 2009 年美国游艇分类销售量和销售额	13
图表 21: 2009 年美国游艇分类平均单价	13
图表 22: 2009 年美国游艇分类销量构成	13
图表 23: 2009 年美国游艇分类销售额构成	13
图表 24: 美国游艇行业金字塔形产品结构	14
图表 25: 美国游艇行业发展历史	15
图表 26: 美国游艇行业零售总额和新船销售量	15
图表 27: 游艇行业增速与经济增速相关性大	16
图表 28: 中国富豪数量统计	16
图表 29: 2009 年各国富豪数量对比	16
图表 30: 2009 年英国游艇行业收入构成	17
图表 31: 2009 年英国游艇制造业收入构成	17
图表 32: 美国主要游艇制造商	18
图表 33: 游艇产业链	18
图表 34: Dominator 620 游艇	19
图表 35: Dominator 680 游艇	19
图表 36: MAIORA 20S 游艇	19
图表 37: MAIORA 20S 游艇内部豪华装修	19
图表 38: 中国消费游艇价格区间	20
图表 39: 游艇相关政策一览	21
图表 40: 分产品收入预测	22
图表 41: 国外主要游艇制造商	错误! 未定义书签。
图表 42: 全行业在金融危机前处于增长期	23
图表 43: 国外游艇上市公司估值水平对比	23
图表 44: 国内主要游艇生产企业	25

投资要点

公司战略具有前瞻性

- 公司核心竞争力来自管理团队具有前瞻性的战略定位：一是通过新产品提升已有设计业务的层次，二是开创性拓展 EPC 新业务模式，三是进入前景广阔的游艇新业务领域。
- 成功的经历：公司从船舶设计起家，在海洋工程行业快速发展的时期，公司把握了行业脉搏并进入海工设计领域。在行业竞争逐渐激烈的背景下公司从低附加值船舶转向高附加值船舶，从“小海工”走向“大海工”。因此在 09、10 年行业处于低谷的情况下，公司还能凭借优秀的管理能力和灵活的机制实现了快速发展。
- 率先引入 EPC 模式：公司是将 EPC 模式引入造船行业的先行者，在新业务模式下公司将单纯的设计业务扩展到“设计、采购、建造”总承包，大幅提升了收入和利润水平。
- 进军游艇行业：在中国游艇行业逐渐兴起的前夕，公司正大刀阔斧地进行游艇领域的全面布局。子公司“游艇发展”和“游艇运营”分别负责游艇制造和游艇租赁、维护及游艇俱乐部经营等服务。技术上公司从意大利 FIPA 公司引进全套豪华游艇生产技术，并签订了 FIPA 公司旗下全系列产品的中国地区总代理权意向合同。公司正在逐步完成游艇设计、制造、服务、代理的全面布局。

11 年可继续高增长

- 传统业务保持稳定：船舶设计、海工设计和监理是公司的传统业务，在行业缓慢复苏的背景下，相应业务均保持稳定。
- 船舶设计：公司通过系列化的新产品开发提升竞争力，10 年推出了“翡翠”系列“绿色”运输船，之后还将推出“蓝宝石”系列“绿色”集装箱船和“红宝石”系列“绿色”油船。公司产品结构正在向高附加值产品转移，因此毛利率得到提升。我们预计 11 年该业务能够有 10% 左右的增长。
- 海工设计：10 年公司新签海工订单仅 26 百万元，11 年新签订单有望实现 100% 的增长。由于 10 年在手订单较少，11 年海工设计业务增长有限。
- EPC 业务爆发式增长：11 年 EPC 业务大幅增长是比较确定的，一方面是 10 年订单大部分将在 11 年确认，二是 11 年有望获得 300~400 百万元新订单。按照当前交付进度 11 年 EPC 收入有望超过 10 年全年总收入。

游艇业务长期看好

- 由于公司刚进入游艇行业，预计游艇业务收入将从 2012 年开始体现，我们保守估计公司 12 年销售 1 艘游艇，代理 1 艘游艇，则收入即可达到约 40 百万元。鉴于国家政策层面对游艇管理正在逐步放松，2013 年后国内游艇市场有可能进入爆发式增长期。

盈利预测、估值和投资建议

- 我们预计公司 10~12 年可分别实现销售收入 429、593 及 776 百万元，同比分别增长 111.5%、38.1% 及 31.0%；可分别实现归属母公司净利润 85、112 及 142 百万元，同比分别增长 37.75%、31.14% 及 27.26%，折合每股收益 0.59、0.77 及 0.98 元。

风险提示

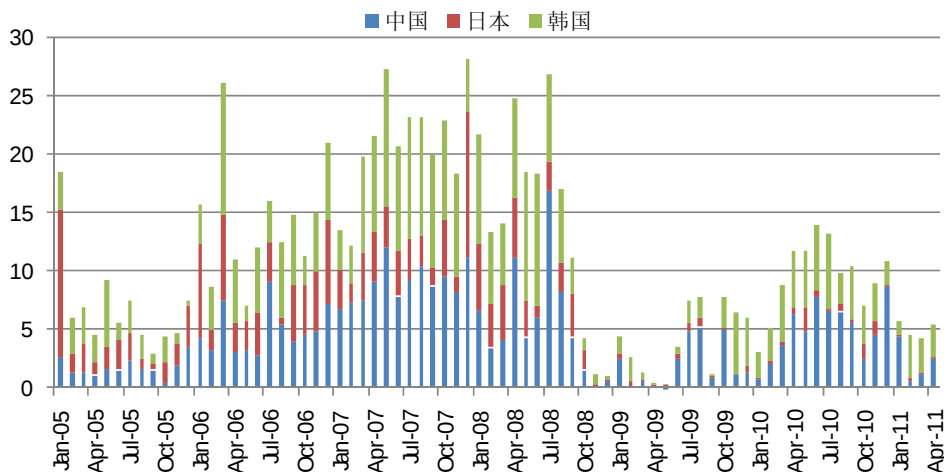
- 公司面临的主要风险有：造船行业复苏情况仍不明朗、海洋工程支持船供过于求、EPC 和游艇业务展开不久，需求存在不确定性。

传统业务保持平稳

受益于船舶行业新签订单回升

- 近年来世界船舶市场份额呈现由日、韩向中国转移的趋势，在 08 年金融危机后，全球造船行业新签订单虽远未达到 07 和 08 年高峰水平，但已经开始复苏。

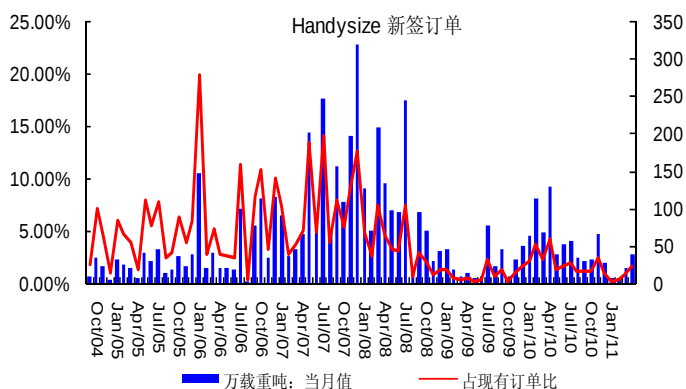
图表1：三大造船国新签订单数据



来源：Clarksons，国金证券研究所

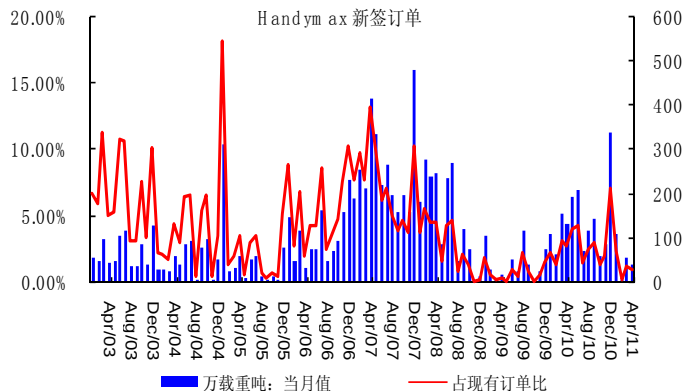
- 船舶设计处于船舶工业产业链的最上游，其业务量与造船三大指标中的新签订单量密切相关。公司目前设计的船型以散货船为主，覆盖了大灵便型以下的船型，因此相应船型的新签订单及船价对公司船舶设计业务影响比较明显。
- 新签订单量已经触底：在造船周期中，船舶设计先于造船。公司在接单后 3~6 个月可以确定 70%左右的收入。10 年中期出现了散货船订单的小高潮，而后又逐渐回落；当前新签订单量已处于历史较低的水平，下行风险较小，1~4 月灵便型散货船订单呈逐步上升的趋势，显示需求正在好转。
- 船价仍处低位：船价经历了 08 和 09 年大幅下跌之后，已经跌至 05 年水平。两年以来船价维持稳定，但在新签订单量维持相对低位的条件下，目前的船价难以趋势性上涨；而船厂较低的毛利率水平也直接影响船舶设计业务的利润水平。

图表2：灵便型散货船新签订单

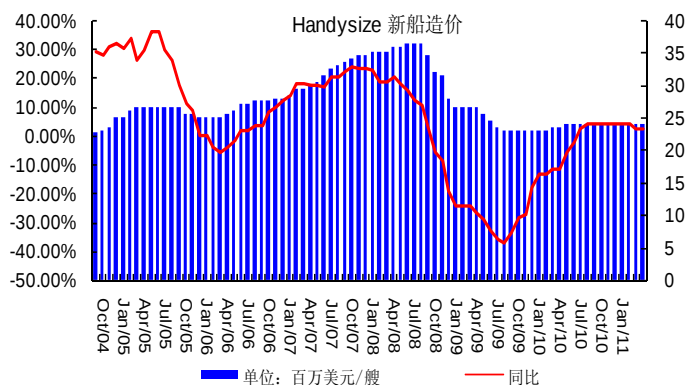


来源：Clarksons，国金证券研究所

图表3：大灵便型散货船新签订单

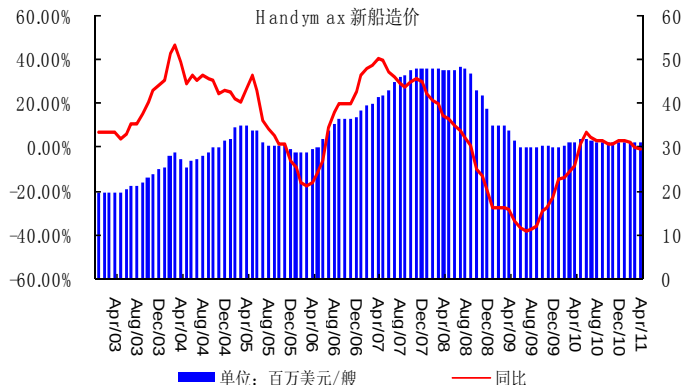


图表4：灵便型散货船新船造价



来源：Clarksons, 国金证券研究所

图表5：大灵便型散货船新船造价



- 发展空间大：民营设计公司是中国的中小型船舶设计市场的绝对主力，占据了5万吨以下散货船设计市场90%以上的份额，以及大部分4万吨以下油船和1000TEU以下集装箱船的设计市场。10年公司对应船型的船舶设计市场规模约为4~10亿美元，而当年公司船舶设计收入仅为0.11亿美元，作为国内最有实力的民营设计公司，因此公司该业务的发展空间仍然很大。如果考虑到公司设计业务正在延伸到更大型的船舶，未来市场将进一步扩大。

图表6：公司主要设计船型及其设计市场规模

2010年数据	灵便型散货船	大灵便型散货船	灵便型油船	支线集装箱船	大支线集装箱船	总计
订单数（艘）	212	312	50	3	1	
船价（百万美元）	24	31	103	11.5	16	
造船市场（百万美元）	5088	9672	5150	34.5	16	19960.5
设计市场（百万美元）	102~254	193~484	103~258	1~2	1	399~998

来源：国金证券研究所 注：设计费用按造价2%~5%计算

开发绿色船舶有助毛利率提升

- 公司于09年开始推出以“翡翠”命名的绿色散货船系列船型设计，属于高附加值的新型船型，毛利率超过60%。随着公司绿色船舶等高附加值船型的推广，船舶设计的毛利率从09年的53.04%提升到10年的56.91%。
- 发展绿色船型已是船舶行业趋势，国际海事组织IMO定制了新船能效设计指数EEDI，2009年已经在各个国家开展验证，不久将会作为规则通过，并对各国船舶形成约束。日本等发达国家已经投入巨资开展研究，准备以技术优势夺回失去的船舶行业地位，而船舶设计正是其中的关键。
- 绿色船舶经济性和节能性明显：航运成本中燃料约占45%，折旧约占25%，可见节能对于航运成本控制的作用更显著。节能主要有改进设计和优化运营两种办法，根据国际海事组织的测算，改进设计对于节能减排的潜力可以达到10%~50%。绿色船舶的经济性将使其推广成为未来发展趋势。
- 公司在绿色船舶开发方面投入较早，在国内已经形成先发优势。
 - 公司的绿色灵便型散货船能效设计指数(EEDI)为5.04，较目标船下降16%，低于国际海事组织23.2%的基本线，与同型船相比，具有低碳、节能、减排、适航性更强等特点。

图表7：设计和运营手段对减排潜力的影响

设计（新船）	二氧化碳排放减少	累计	累计
概念、速度、载重	2% ~ 50%+	10% ~ 50%+	25% ~ 75%+
船体和上部构造	2% ~ 20%		
动力和驱动系统	5% ~ 15%		
低碳燃料	5% ~ 15%+		
清洁能源	1% ~ 10%		
废气二氧化碳处理	0%		
运营（所有船）		10% ~ 50%+	
船队管理、后勤、激励	5% ~ 50%+		
航程优化	1% ~ 10%		
能源管理	1% ~ 10%		

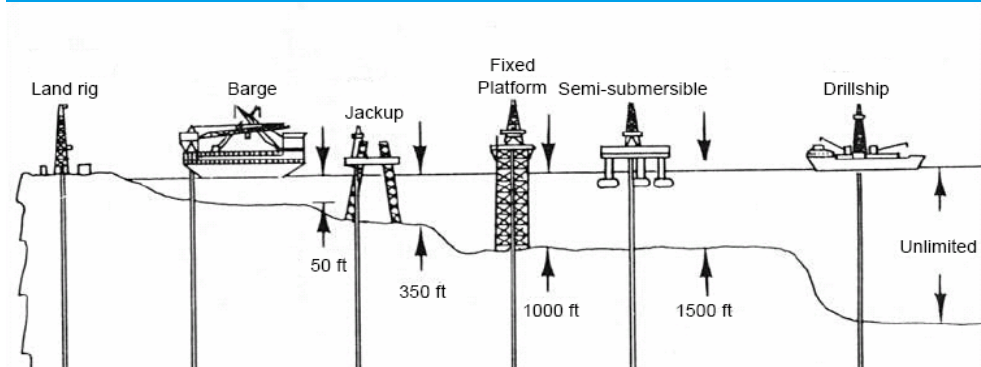
来源：国际海事组织 2009 温室气体研究，国金证券研究所

- 产品系列化优势：为满足国际海事组织对船舶节能环保的最新要求，公司在船体线型优化及船艏节能装置、螺旋桨节能设计、船体结构全面优化、主机选型优化等 8 个课题的研究基础上，开发出 3.5 万吨绿色散货船，09 下半年又相继研发了翡翠 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。
- 国际合作提升技术支持：10 年 11 月 11 日，公司与全球动力系统公司罗尔斯-罗伊斯公司（Rolls-Royce Ltd.）签订了关于成立联合设计团队的合作协议。工作团队的主要目的是共同开发出面向未来的节能、环保型船舶，以满足市场对环保和节能船舶的日增要求。与全球航运界的技术领先者合作作为公司的绿色船舶设计业务提供了技术层面的保证，覆盖的船型也从散货船扩张到了成品油及化学品运输船、滚装船、客滚船、支线集装箱船以及多功能货船等复杂船型。
- 新产品将相继推出：在“翡翠”系列散货船的基础上，公司正在开发“蓝宝石”系列绿色集装箱船和“红宝石”系列绿色油船。预计这两个系列的船舶设计收入可从 12 年开始体现。
- 开发绿色船舶是公司战略前瞻性的重要体现：从普通船舶到绿色船舶、从自主研发到与顶级动力系统企业的合作、从绿色散货船到绿色集装箱船、绿色油船，公司实现了技术升级和产品升级，提高了竞争力和盈利能力。随着绿色船舶比例的增加，船舶设计业务毛利率有望得到进一步提升。

海洋工程设备：从浅水到深水

- 我国海上油气开发持续加速，对海上工程装备需求不断加大：
 - 上世纪 80 年代以来，我国在南中国海的联合勘探和生产仅限于 300 米以内水深范围内开展，开采平台也以导管架平台和自升式平台为主。随着开采水深的增加，中国急需半潜式平台、FPSO 和钻井船，以及与其配套的工程船。
 - 中海油作为中国海上石油开发的主要企业，十二五期间要新建 5000 万吨油气产能，共需投资 2500~3000 亿元，如果计入原有油田的维护投资，十二五期间中海油开发投资可能将达到 4000~5000 亿元，平均每年投入 800~1000 亿元，这将为海工装备行业带来巨大的市场需求。

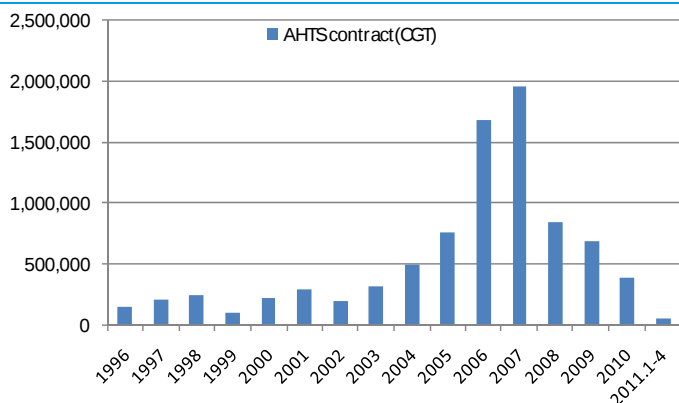
图表8：不同类型钻井平台



来源：国金证券研究所

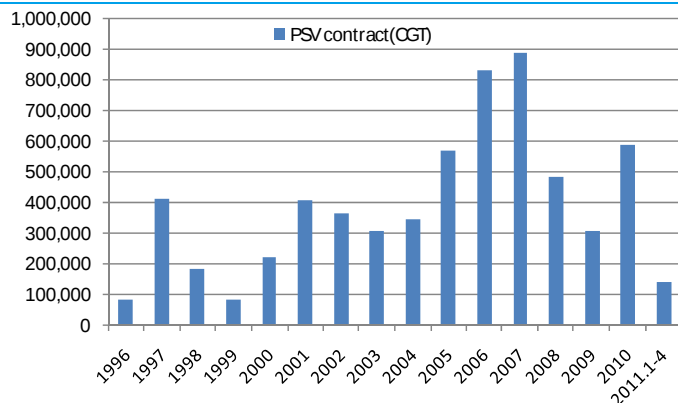
- 公司的海工设备设计主要以海洋工程支持船为主，而目前全球的三用工作船和平台供给船等主要工程支持船新签订单量在 07 年后呈下降趋势，这主要是因为市场供过于求。根据 ODS 统计，海洋工程船数量与海上平台数量的比值平均为 2.4 : 1，2000 年来该比值逐渐上升，2010 年达到 3 : 1，在供过于求的状态下新签订单量有所下降。

图表9：三用工作船新签订单

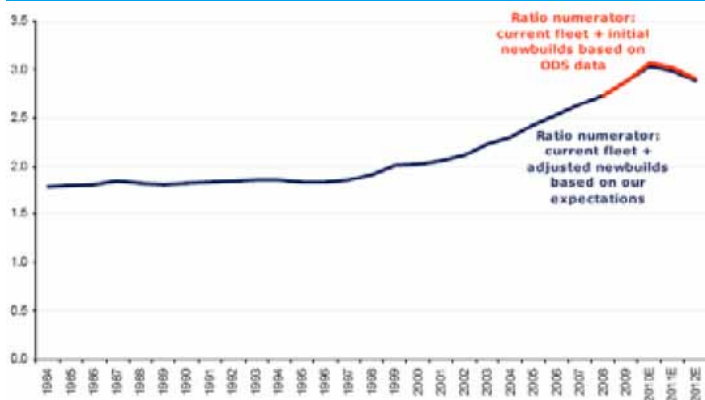


来源：Clarksons, 国金证券研究所

图表10：平台供给船新签订单

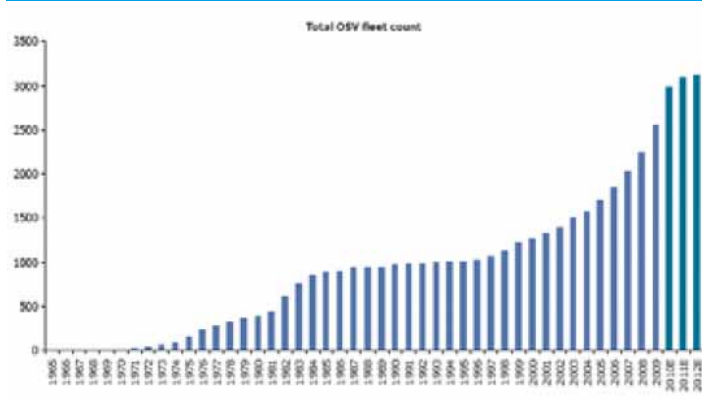


图表11：工程船海上平台比值逐年上升



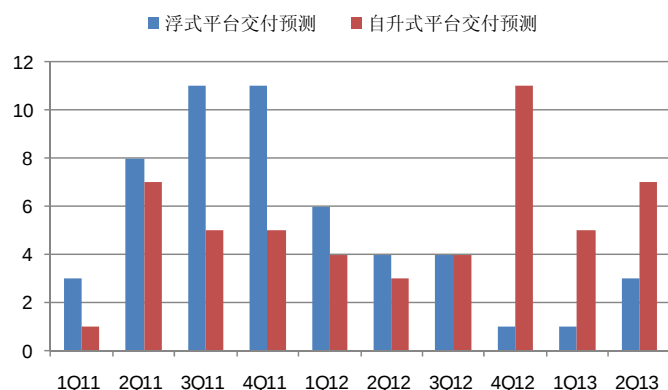
来源：ODS, 国金证券研究所

图表12：工程船数量快速增长



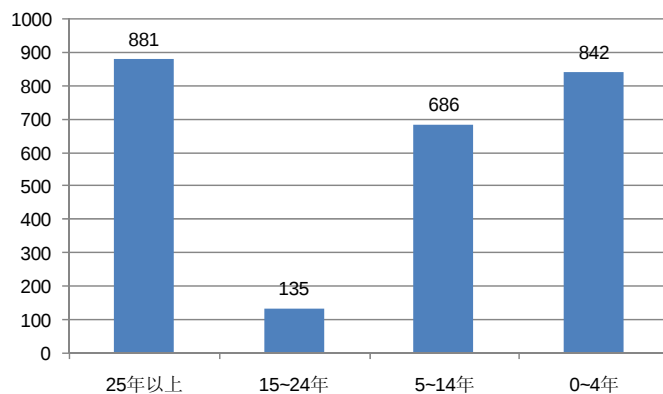
- 新增需求稳定，更新需求渐多：由于海上平台的建造周期长，因此工程船的未来新增需求可以根据在建海上平台交付数量进行推测。从平台建造计划来看，新增平台带来工程船需求维持稳定。主要需求将来自更新需求，25 年以上船龄的海洋工程船占保有量的 35%，而海洋工程船设计寿命一般为 25 年，这些船只将在近年内更新将支持工程船需求。

图表13：海上平台交付量稳定



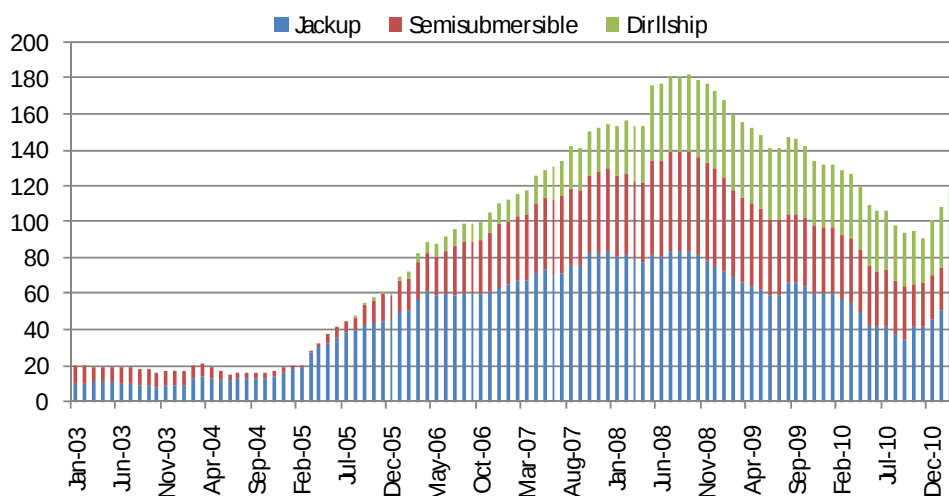
来源：ODS，国金证券研究所

图表14：海洋工程船船龄分布



- 公司的海工业务发展战略是从浅水项目向深水项目转移，公司计划在加强原有平台供应船、起重铺管船等支柱船型的基础上，逐步开始三用工作船/专用船、海洋铺管船、多用途起重作业船、FPSO（储油船）、海洋平台分包项目（生活模块等）等产品的研发设计。国内在深水工程方面尚处于起步阶段，公司也在积极探索。目前海工设备设计业务毛利率的提升已经体现了公司向高毛利率的海工产品转移的趋势。
- 总体上，公司海工业务因为海洋工程支持船供过于求而受到一定抑制，但长期来看高油价和石油资源的稀缺将驱动海洋工程设备的发展，今后较长的一段时间内，海洋工程设备市场需求仍将持续增长。

图表15：三类在建平台在建数量正在增加（艘）



来源：ODS，国金证券研究所

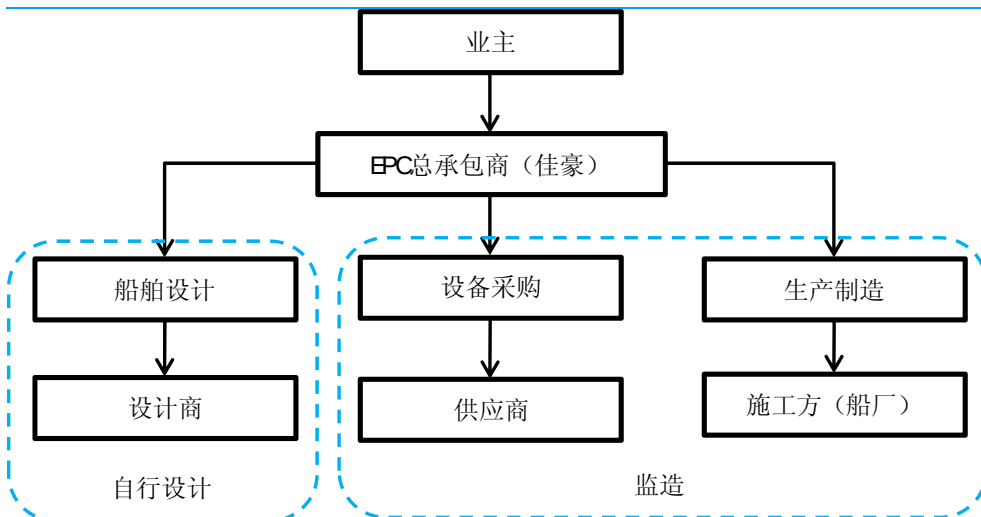
EPC 业务成主要增长动力

船舶 EPC 项目重心向设计公司倾斜

- EPC 是英文 Engineering, Procurement and Construction 的缩写，中文为设计、采购和施工，在国际咨询工程师联合会《设计采购施工(EPC)/交钥匙工程合同条件》中，明确 EPC 程可适用于以交钥匙方式提供加工或动力设备、工厂或类似设施、或基础设施工程或其他类型开发项目。这种方式项目的最终价格和要求的工期具有更大程度的确定性，由承包商承担项目的设计和实施的全部责任，雇主介入很少。

- 与 EPC 模式对应的传统模式即“设计——招标——施工（DBB）”模式，其最突出的特点是强调工程项目的实施必须按照设计、招标、建造的顺序方式进行，只有一个阶段结束后另一个阶段才能开始。在这种模式下，业主在项目立项后先雇佣一家设计事务所完成项目的设计，然后依据完成的设计对工程进行施工招标，最后在监理工程师的监督管理下由施工承包商具体完成项目的建造。尽管这种模式有比较成熟的管理程序、管理方法以及合同范本，但是其缺点也比较明显。
 - 项目的建造周期往往较长：各个步骤必须顺序执行，执行过程需要多方面协调。设计图纸一旦出现质量问题，容易产生施工方的索赔。当工程出现质量问题时，设计方与施工方责任不易分清。
 - 项目的合同方相对较多，业主的管理任务较重：这个问题在大型复杂项目中尤其突出，部分业主不具备协调管理的能力。
 - 影响成本控制：设计方在选择方案时不会着重考虑施工工艺和施工成本，有可能造成实施成本增加。
- EPC 模式在国际工程承包中已被广泛的应用，如国家体育场（鸟巢）、水立方、央视大楼和国家大剧院等。当前大型复杂的工业项目和技术含量高的项目等也开始采用 EPC 承包模式，其相比于传统模式的突出特点是承包商承担大部分风险。一般认为，在传统模式下，业主与承包商的风险分担大致是相等的。而在 EPC 模式条件下，由于承包商的承包范围包括设计，因而要承担设计风险。此外，传统建设模式中均由业主承担的不可预见且无法合理防范的自然力作用的风险，在 EPC 模式中也由承包商承担。因此业主在大型复杂项目中倾向于采取 EPC 模式。
- 目前 EPC 模式正在造船行业逐渐推广，例如中远船务 10 年获得总价值 10.5 亿美元 EPC 合同，为挪威 Sevan 公司设计建造两个钻井平台。近日又与丹麦国家能源公司旗下 A2SEA A/S 公司签订了建造一艘自升式风车安装船设计建造合同，价格超过 1 亿美元。

图表16：EPC 项目分解



来源：国金证券研究所

- 从 EPC 的三个分工方来看，在设计单位、设备商和船厂之中，设计单位从事 EPC 的优势比较明显。
 - 充分体现了设计的主导作用：设计是整个项目的关键环节，它决定着施工的质量，设计单位作为承包商从一开始就参与了设计，使设计单位能够着重考虑施工工艺和施工成本，对设计的优化产生了积极的作用。
 - 提高工程效率缩短工期：设计单位作为承办方统筹安排设计与建造，避免了责任不清带来的工期延误。

- 优化人力资源配置：设计单位可以从更高的高度把握项目整体，优化了人力资源配置，减少了管理人员的数量。
- 缩短采购管理周期：在 EPC 总承包模式下，采购纳入设计中，采购工作和设计工作相融合。一般设计工作结束了，采购工作也基本结束，采购工作也可以和施工相配合接口，很大程度上缩短了项目工期。
- 相比较而言，船厂设计能力有限，在成本和工期优化上有明显不足：船厂优势在于制造，所以与单艘船的 EPC 项目相比，船厂倾向于建造多艘同一设计的船舶，有“量”是关键。对于自身拥有设计院的大型船厂而言，如果承接 EPC 项目，必然是大型高附加值的设计项目，对小型项目则较少参与。而设备商在设计 and 制造均不具备经验和能力，未来进入 EPC 领域的可能性很小。
- 公司承接的 EPC 项目以工程船和特种船为主，一般是小批量、定制性强的船舶。公司目标是将现有特种船、工程船订单转化为 EPC 订单，这样订单规模可呈数十倍的放大。根据 Clarksons 统计的全球特种船和工程船订单情况推算，估计市场规模将超过 100 亿美元；如果包括内河船舶及其他种类的特种船、工程船，则市场规模将更大。

图表17：部分特种船和工程船订单情况

2010年数据	三用工作船	支持船	多功能船	天然气船	化学品船	滚装船	总计
订单数（艘）	74	104	83	48	3	3	315

来源：Clarksons，国金证券研究所

公司竞争力较强

- 与国有专业设计单位和外资设计公司相比，公司作为民营设计单位，具有机制灵活、成本控制好等优势，在 EPC 项目上也具有较强竞争力：
- 国有专业设计单位倾向于设计大型、高附加值船型以及国家的重点专门设计项目，专注于设计，一般不参与 EPC 项目。
- 外资设计公司以欧洲公司为主，在中国主要从事为欧洲船东提供的前期咨询设计服务（概念设计、合同设计），而造船合同签订后的设计服务、详细设计和生产设计则多由造船厂和当地船舶设计公司承担。国外船舶设计公司对日益强大的中国造船市场的影响力正在逐渐减弱，未来参与 EPC 项目的可能性很小。
- 民营船舶设计公司仍是主要竞争对手，公司是国内最大的民营设计公司之一，技术和资金实力强大，A 股上市对公司信誉和品牌的提升也使公司更容易接到新的项目。

图表18：中国船舶设计行业竞争分析

船舶设计企业类型	代表性企业	技术力量	市场份额	竞争特点
国有专业船舶设计单位	上海船院 708所	研究力量突出，技术积累深厚	从市场份额和业务平衡量，是国内船舶设计市场的主导力量。	倾向于大型、高附加值船型
大中型船厂的设计队伍	沪东中华造船等船企的设计中心	技术水平较高	与企业的造船部门形成良好的配套和互动，通常很少对外承接业务。	服务内部，对外竞争较少
国外船舶设计公司	大连福凯 上海杰星	专业化的队伍，经验丰富，技术实力较强	主要为欧洲船东提供前期咨询设计服务（概念/合同设计），影响力在消退。	详细设计、生产设计参与较少
民营船舶设计企业	上海佳豪 上海京荣 上海欧得利	技术水平参差不齐	侧重在服务于中小船厂，在小吨位船舶上占据主要的市场份额	面向民营中小型船厂业务

来源：国金证券研究所

EPC 业务有力提高公司收入和利润规模

- 船舶设计分包收入合同模式一般为：

首制船的设计费 = 船舶合同价 × (2%~5%)

再制船的设计费 = 首制船的设计费 × 20%

- 对单一设计项目而言，EPC 总包利润水平远高于设计分包：
 - 设计分包：如果按公司 09 年 34% 的净利润水平计算，单一首制船分包净利润约为船舶合同价的 1%~2%。
 - EPC 总包：尽管 EPC 一般毛利率不超过 20%，由于管理费用相对较低，净利率约可达到 11%。由于总包收入即为合同总价，因此净利润约为设计分包的 5~10 倍。
- 承接 EPC 项目增加可快速提升公司收入和利润水平：根据市场需求，在设计订单数量一定的条件下，如果将其中部分设计订单转化为 EPC 订单，则可以大大提升收入水平和利润水平。
- 公司于 10 年 3 月第一次承接 EPC 项目，项目为上海港专用引航船 EPC 项目，合同金额为 14,760 万元；同年 11 月公司签订 2 份 6000HP 多功能供应船 EPC 合同，合计为 11920 万元；11 年 3 月签订 800PCC 汽车滚装船合同，金额为 3979 万元。如果说首个 EPC 项目是公司对新业务模式的尝试，则第二和第三个项目则说明公司 EPC 能力的成熟。
- EPC 项目理论上具有良好的收益前景，有机会获得较高的利润，但由于项目总价确定，项目的主要风险由承包商承担，如自然灾害、汇率浮动、通货膨胀等影响，风险因素的存在将导致利润水平有可能出现剧烈变化。因此 EPC 项目需要公司具有较强的风险控制能力，目前公司在承接项目时一般选择信用和资质好的船东，以尽量减少风险。

游艇业务开启想象空间

后汽车时代消费——中国游艇行业兴起

- 世界不同地区对游艇的定义有所不同，根据交通部《游艇安全管理规定》，游艇是指仅限于游艇所有人自身用于游览观光、休闲娱乐等活动的具备机械推进动力装置的船舶。游艇设计在保证安全的前提下，更多的考虑实用性、时尚性及经济性，因此游艇因其材料、动力装机类别及装机方式、用途不同而有不同的划分。

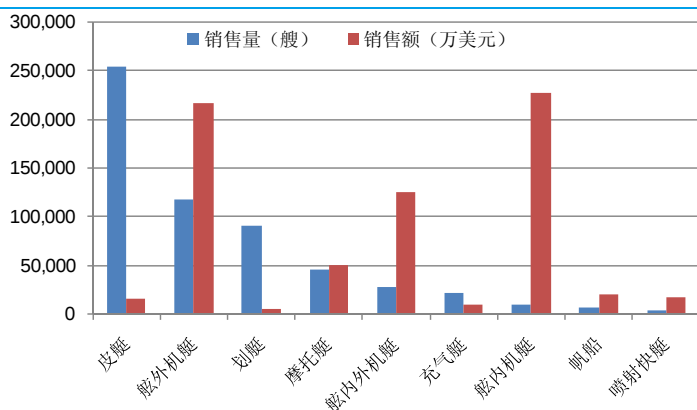
图表19：游艇分类

分类标准	类别
材料	木质艇、铝质艇、玻璃钢（FRP）艇、先进复合材料（ACM）艇
动力	机动艇、机动风帆艇、风帆艇、划艇
装机方式	有舷外挂机艇（Outboard）、船内外机艇（Stemdrive）、船内装机艇（Inboard）
用途	个人娱乐艇、公共游览艇、多用艇、钓鱼艇、赛艇等
速度	低速、中速、高速、超高速
长度	小型艇（<36英尺）、中型艇（36~60英尺）、大型艇（60~80英尺）、超大型艇（>80英尺）

来源：国金证券研究所

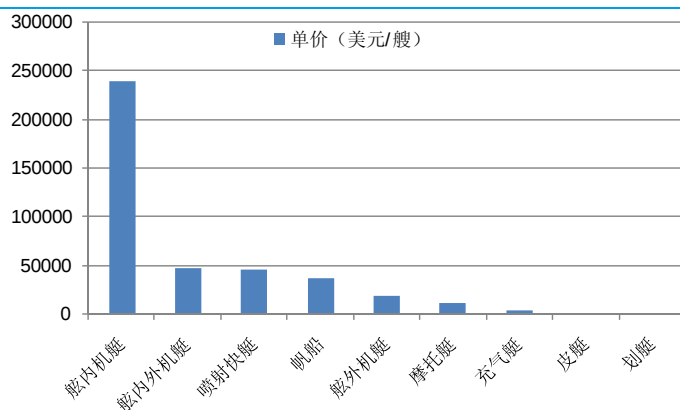
- 北美和欧洲是当今世界最主要的两大游艇市场，二者合计占世界游艇市场份额的 90% 以上。美国是世界上游艇业最发达的国家，其游艇市场的销售额超过世界游艇业销售额的一半。美国游艇分类可以分为皮艇、舷外机艇、划艇、摩托艇、舷内外机艇、充气艇、舷内机艇、帆船、喷射快艇。

图表20：2009年美国游艇分类销售量和销售额

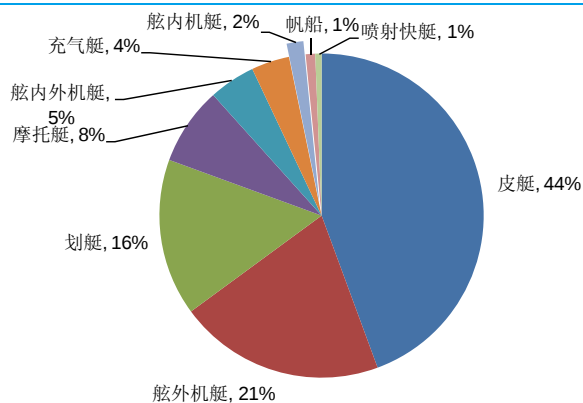


来源：NMMA，国金证券研究所

图表21：2009年美国游艇分类平均单价

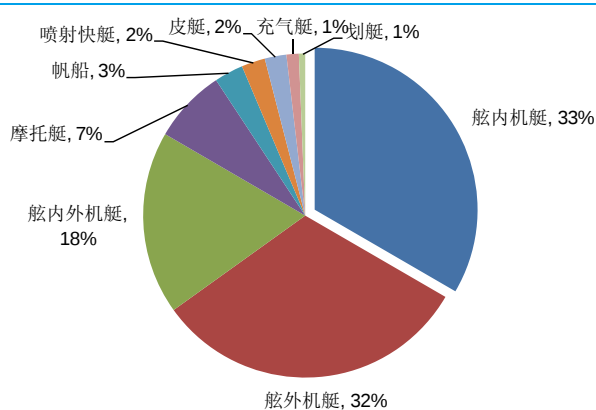


图表22：2009年美国游艇分类销量构成



来源：NMMA，国金证券研究所

图表23：2009年美国游艇分类销售额构成



■ 美国的游艇市场销量前三位排序，依次为皮艇、舷外机艇、划艇，分别占到44%、21%和16%。而从销售额角度出发，前三位为舷内机艇、舷外机艇和舷内外机艇，分别占总销售额的33%、32%和18%。我们可以从单价上解释这一明显的金字塔结构：

- 豪华类：舷内机艇是真正意义上的“游艇”，它一方面使用复合材料、外形考究、适于高速驾驶，另一方面内部装修豪华、设施完备、适合休闲娱乐。一般为中、大型游艇。根据不同的档次，价格从几十万美元到几千万美元不等。从美国09年数据看，舷内机艇销量占比仅2%，但销售额达到33%，是销售占比最大的游艇分类，并且由于其属于高端产品，毛利率水平和竞争环境都较好。
- 运动类：舷内外机艇、喷射快艇也适合高速驾驶，一般为中小型艇，适于运动体验。帆船作为非机动船，目的也是运动体验。价格在几万美元不等。
- 大众类：舷外机艇、摩托艇、充气艇、皮艇、划艇价格较低，适合一般钓鱼、娱乐之用。

图表24：美国游艇行业金字塔形产品结构



来源：国金证券研究所

- 在中国，大众消费类游艇已经比较普及，而豪华类和运动类游艇尚处于起始阶段，这主要是因为游艇产业的消费与一个国家的经济实力、人们的富裕程度、地理环境、消费观念以及相关的政策制度等有关。
- 从消费升级角度，游艇被认为是“后汽车消费”主要品种，在汽车得到普及之后人们倾向于追求更高层次的消费。70年代美国汽车行业达到产量高峰（1978年汽车产量1290万辆，历史最高是1999年1303万辆）之后正是游艇行业蓬勃发展的开始。当前中国汽车行业已经走过了高速发展期，2010年汽车产量超过1800万辆，随着汽车行业进入成熟期，游艇行业的黄金发展期有望到来。
- 人均GDP是基础：根据美国游艇行业发展历史，在人均GDP达到3000美元时，游艇经济开始萌芽；当人均GDP达到6000美元时，游艇经济进入快速发展阶段。

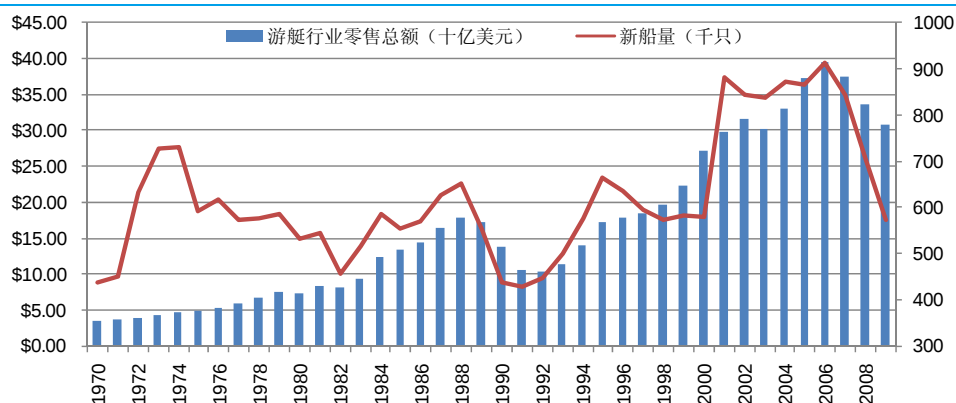
图表25：美国游艇行业发展历史

时间	人均GDP	发展状况
20世纪70年代以前	2965美元 (1961年)	1913年，美国人均GDP超过了英国，成为世界上最发达的国家。这个时期美国的游艇经济已经初见端倪。1913年美国拥有游艇达40万艘。1970年，美国年游艇销售收入已达34.4亿美元，拥有游艇881万艘，平均23人拥有一艘游艇。
70年代初到80年代末期	5425美元 (1971年)	美国游艇市场空前繁荣。80年代中期美国有1300多个游艇俱乐部、4000多个游艇码头，游艇总数已超过1200万艘，约占当时世界游艇总量的2/3。1988年，美国游艇总销售收入达到了179亿美元，游艇数量超过1500万艘，平均16人拥有一艘游艇。
90年代初期	23634美元 (1991年)	世界游艇市场开始转向疲软，美国游艇市场的下滑速度最快。1992年，美国的游艇业销售收入下滑到103亿美元。这段时期，游艇业的参与人数保持在8500万左右，大约占美国总人口的34%。
1993年至今	35327美元 (2000年)	在经历了90年代初期短暂的低迷状态后，美国的游艇市场又进入了第二个蓬勃发展的时期。这个时期，美国游艇数量基本上维持在1700多万艘的水平，参与人数大约占总人口的1/3左右。2006年美国游艇的销售额近400亿美元，大约占世界游艇总份额的55%。

来源：国金证券研究所

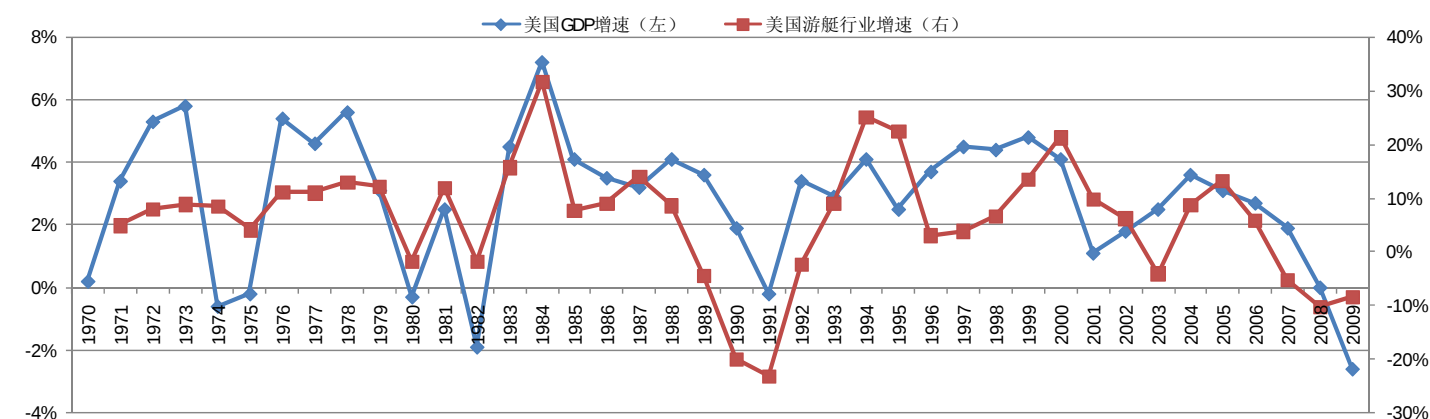
- GDP 增速影响行业增速：因为宏观经济波动对富人群体的消费意愿影响较大，经济增长时期富人财富积累快，高端消费意愿较强，典型的是美国 1992 年到 2007 年，GDP 维持正增长，游艇行业也持续景气；经济衰退时期，富人财富萎缩也较一般收入阶层快，高端消费意愿也将骤减，典型的是 07 年金融危机后游艇规模迅速萎缩。

图表26：美国游艇行业零售总额和新船销售量



来源：NMMA，国金证券研究所

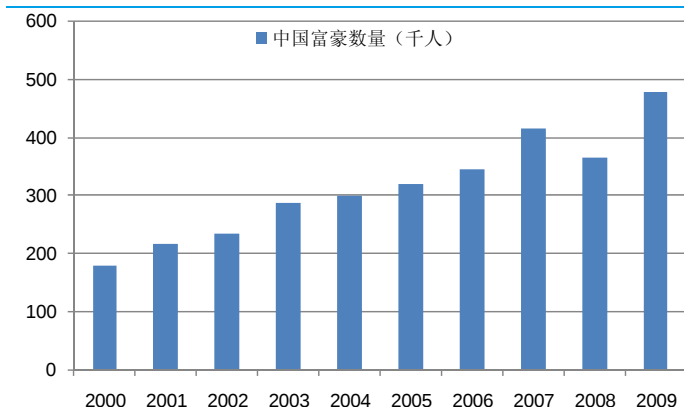
图表27：游艇行业增速与经济增速相关性大



来源：Wind, NMMA, 国金证券研究所

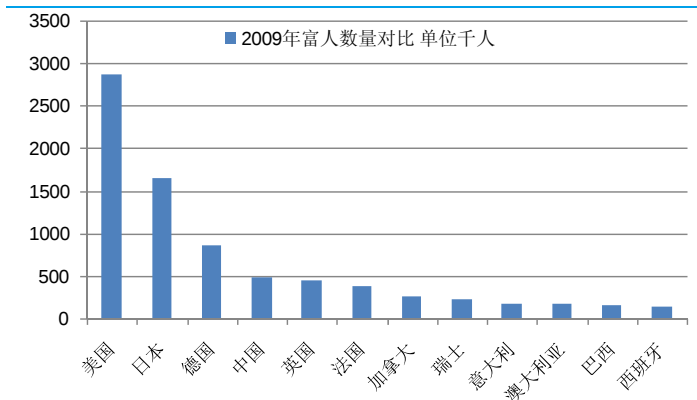
- 中国 2010 年人均 GDP 约 4500 美元，相当于美国 1968 年的水平，经济基础决定了中国已经具备发展游艇行业的能力。另一方面，社会收入结构的变化也推动了对于高端消费的需求，根据美林全球财富管理与凯捷顾问公司对中国富豪（拥有现金资产超过百万美元）统计，中国富豪数量在 2009 年达到 47.7 万人，接近同期英国富豪数量，09 年英国游艇产业规模约 30 亿英镑（约合 300 亿元人民币），而中国游艇产业规模仅 40~60 亿元人民币。

图表28：中国富豪数量统计

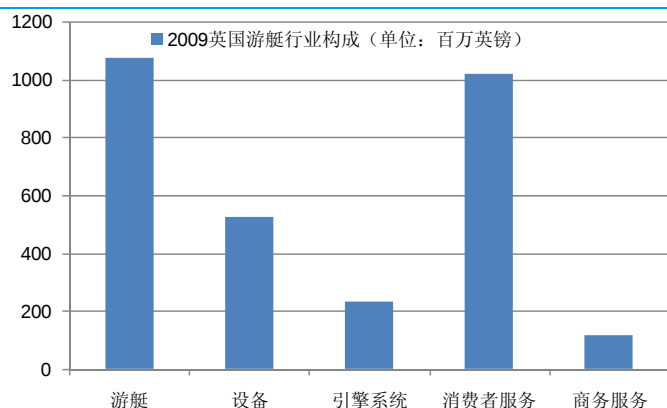


来源：美林全球财富管理与凯捷顾问公司，国金证券研究所

图表29：2009 年各国富豪数量对比

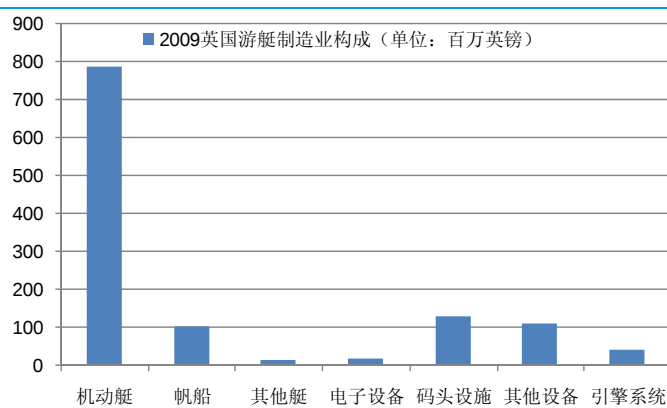


图表30：2009年英国游艇行业收入构成



来源：英国海事联合会，国金证券研究所

图表31：2009年英国游艇制造业收入构成



- 在人力成本优势的基础上，中国游艇制造技术将日趋成熟，尽管设计能力尚有不足，在巨大的市场驱动下中国游艇业兴起已成为必然。根据意大利对外贸易委员会预测，到2020年中国游艇市场规模将达到100亿美元。

游艇产业链分析

- 游艇产业兼具劳动密集、技术密集、知识密集、资金密集和文化密集等特点，因其具有较长的产业链而被誉为“漂浮在黄金水道上的巨大商机”。产业链主要包括游艇设计、游艇制造业、游艇消费服务业、游艇关联产业。
- 游艇设计：大部分游艇设计师正在致力于创造完美的外部造型和内部装修设计，针对大型游艇设计，将增添更多的工作或休闲设施。游艇设计正在向多功能化、舒适化、时尚化等趋势发展。
 - 游艇设计最关键的是人才和技术储备。国外公司在成立设计中心时在选址上都十分谨慎，为的是能够留住高端人才。
 - 中国游艇行业发展时间短，游艇设计上主要以引进国外成熟设计为主，自行研发为辅的模式。
- 游艇制造：是游艇产业的核心，属于技术、劳动“双密集”型产业，它包括原材料工业、零部件和内饰制造、游艇艇体制造三方面。
 - 国内在原材料、零部件和内饰方面成本优势较明显，除了船用设备以外的大部分都可以在国内生产，这也是游艇制造行业向中国转移的主要原因。
 - 主要游艇装备包括专用发动机、发电机、专业的仪器仪表、导航设备和螺旋桨等，这部分配件在很大程度上决定了游艇的使用性能。由于技术密集，利润空间高，国际市场上争夺非常激烈。目前豪华游艇的该类设备大部分供应商主要分布在欧、美、日等国。
 - 集中度低：国际上单一品牌的游艇生产规模均比较小，多数都低于1亿美元/年。收入规模为几亿美元的多数是集团公司类型，由多家子公司组成。集中度低的原因是豪华游艇属于奢侈品，其拥有者多数崇尚个性。对个性化定制的要求决定了豪华游艇不会大规模生产。

图表32：美国主要游艇制造商

其他公司	中文名	收入规模（亿美元）	产品
Brunswick	宾士域	26.91	中小型机动艇
Genmar	吉玛集团	12.00	中小型机动艇
Regal Marine Industries	皇家游艇工业公司	2.50	5.5-12.8米运动艇
Viking Yachts	维京游艇	2.37	12~24m 游艇
Hinckley Yachts	亨克利游艇	1.48	12~21m帆船
Cobalt	科博特	1.30	6~11m运动艇
Lazzara Yachts	拉兹拉游艇公司	0.80	24~36m游艇
Hunter Marine Corporation	亨特海洋公司	0.75	5~15m帆船
Catalina	卡特琳娜帆船公司	0.70	2.4~15.2m帆船
Fountain Powerboats	福特恩机动艇	0.68	10~15m运动艇
Palmer Johnson Yachts	帕默强森游艇	0.50	30m以上超级游艇
Burger Areti Motor Yacht		0.42	25~50m游艇
Delta Marine	达尔塔造船公司	0.37	30m以上超级游艇

来源：国金证券研究所

- 消费服务业：主要包括游艇驾驶及水上运动培训、游艇停泊管理、游艇维护、游艇租赁、游艇装配件以及水上运动器材供应等。
- 相关产业：游艇生产将带动新型材料、涂料、电子仪器、仪表、动力、推进系统等几十个配套工业的发展；游艇消费将带动游艇码头、游艇运输、游艇维修、燃料加注、水上娱乐、餐饮服务等相关行业的发展。

图表33：游艇产业链



来源：国金证券研究所

公司正在进行产业链布局

- 公司进入游艇行业不单纯从事游艇制造，而是瞄准整个产业链。这是因为中国游艇行业还处在发展初期，设计、制造、服务的配套还不完善，如果公司能够提供一体化服务，就可以提高自身整体的影响力和竞争力。
- 设计技术来自意大利：作为全世界豪华游艇最发达的国家，意大利的游艇制造技术和设计理念举世闻名，公司正在和两家意大利公司展开合作：
 - 10年11月25日，与意大利 DOMINATOR 游艇公司签订了游艇技术转让意向书，准备引进该公司的 620 和 680 型两种游艇，国外价格分别为 298 万美元和 391 万美元（市场价），折合人民币 1937 万元和 2542 万元，属于高端的舷内机游艇。当前合作还处于意向合作阶段，实质进展要看双方下一步协商结果。

图表34: Dominator 620 游艇



技术参数:

总长度: 19.75 米 (65 英尺)
最大宽度: 5.15 米 (17 英尺)
排水量: 33 吨

来源: www.dominator.it, 国金证券研究所

图表35: Dominator 680 游艇



技术参数:

总长度: 21.30 米 (70 英尺)
最大宽度: 5.50 米 (18 英尺)
排水量: 45 吨

- 11 年 03 月 07 日, 与 FIPA Italiana Yachts Srl 签订了《MAIORA 20S 游艇生产技术转让合同》, 由 FIPA 提供生产技术并培训佳豪技术人员。MAIORA 20S 游艇国外价格 345 万美元, 折合人民币 2243 万。与 FIPA 合作已进入实质阶段, 公司从 FIPA 购买的游艇 Maiora20S 已经在意大利开始建造, 公司派技术人员在意大利学习制造技术, 预计可于年底前完成培训。

图表36: MAIORA 20S 游艇

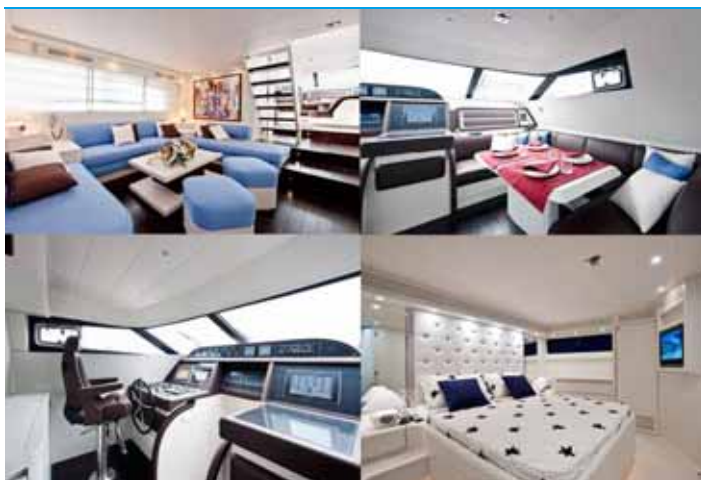


技术参数:

总长度: 21.40 米 (70 英尺)
最大宽度: 5.53 米 (18 英尺)
排水量: 54 吨

来源: <http://www.maiora.it/>, 国金证券研究所

图表37: MAIORA 20S 游艇内部豪华装修



- 12 年开始游艇制造: 子公司上海佳豪游艇发展有限公司于 10 年 6 月成立, 主营游艇的生产制造。佳豪游艇公司建设用地面积 100 亩, 分二期投资, 一期 50 亩土地, 费用预计为 1450 万元。公司目前已获得上海市奉贤区的 50 亩土地。在完成技术人员培训后, 公司计划于 2012 年初开始游艇生产, 按照 3-6 个月的生产周期, 12 年上半年可以完成首艘游艇制造。
- 布局游艇服务: 子公司上海佳豪游艇运营有限公司于 11 年 5 月 6 日成立, 主营游艇租赁、维护、保养等服务项目。未来还可能建立游艇俱乐部、游艇码头, 形成全方位的服务体系。
- 游艇代理: 11 年 03 月 05 日与 FIPA 公司签订《关于代理 FIPA ITALIANA YACHTS S.R.L 公司游艇产品意向书》, 公司将成为 FIPA 在中国的唯一代理商, 对于从该船厂订购的该产品, 代理有权享受价格表上价格 20% 的折扣。待游艇服务业务逐渐展开后, 公司还可能代理其他品牌的游艇。

- 随着中国游艇行业的兴起，公司进军游艇行业具备独特的优势：
 - 立足高端游艇：DOMINATOR 620、680、MAIORA 20S 均属于高端的舷内机游艇，价格远超当前中国游艇消费的一般水平。这样既避开了中低端游艇激烈竞争的环境（国内能够生产一般游艇的企业约 200 多家，专业生产游艇的企业有 70 多家）；又获得丰厚利润（毛利率超过 40%）。

图表38：中国消费游艇价格区间

规格	尺寸	价格（万美元）
中小型	24-30ft (7.3-9.6m)	9~30
	30-48ft (9.6-14.6m)	30~60
	48-80ft (9.1-24.4m)	60~300
大型（超级游艇）	>80ft (>24.4m)	国产：>300 国际：>450

来源：意大利对外贸易委员会，国金证券研究所

- 具备价格优势：和进口游艇相比，公司产品将具备极强的价格优势，由于进口游艇关税超过 40%，并且对于游艇这种劳动密集型产业来说，国内人工成本优势明显，估计公司自产游艇将比 FIPA 同类产品价格低 50% 左右。
- 积极参与产业技术标准制定：国内游艇业目前尚没有完备、统一的技术标准，公司 10 年 12 月与意大利船级社有限公司（RINA）签署战略合作协议，目标是提升企业在未来游艇市场的影响力。RINA 是一家全球著名且拥有 150 余年历史的船级社，在入级、检验及各种船舶服务行业中扮演重要的角色，全球有 25% 的游艇入级 RINA 船级社，在国际市场上享有很高的知名度和市场占有率。与这样一家有影响力的船级社携手，上海佳豪意在对方在游艇技术产业标准的国际化上进行合作，以取得中国游艇产业技术标准的话语权。

关注游艇管理政策

- 中国游艇消费的主要障碍是没有针对游艇的管理法规且限制较多：
 - 缺乏立法：缺乏明确的立法是中国实际购买较少的关键原因。按照现有的海上法规，商务艇和私人游艇没有区别，因此购买和运营私人游艇要比其他国家复杂。
 - 注册手续繁琐：须先到海事部门登记，申请符合规定的船名，再向船厂订购。购买时，必须提供多个文件，包括许可证、船东证明和国籍证明等。游艇出厂后，海事部门核准船舶的购买合同等文件后，才发放船舶所有权证书。船级社检验持有所有权证的船舶合格后，发放检验合格证书和国籍证书，船主能合法下海行驶。
 - 驾照获取难：“船舶游艇驾照”称为船员适任证书，依船吨位大小，分为不同的等级。只有持有适任证书的，方能驾驶船舶，国内游艇驾照相当于“商业用船四级资质”，申请适任证书必须向海事部门提出书面申请，并附送相关证明材料，通过海事部门组织的船员任职考试后才能发放。目前国内可以考取游艇驾照的城市不多，只有大连、青岛、海南、广州、深圳、杭州、厦门、温州、重庆拥有该资格。
 - 地区间驾照不通用：国内游艇航行区域实行分割管制，不同省份之间的驾照不能通用，没有经过批准不得进行跨省的航行，目前海事局正在考虑取消这样的限制。
 - 游艇航权复杂、水域/航线限制较多：允许水域以湖泊为主，如淀山湖、太湖等，河流航线为保证航运而对游艇限制严格，每次航行都必须事先申请。尽管在上海黄浦江和苏州河等允许游艇行驶，但航线非

常有限，并且游艇在河流中航速限制仅为 8 节（豪华游艇最高航速可达 40 节），甚至低于一般运输船十几节的航速。

- 09 年 1 月 1 日开始施行《游艇安全管理规定》，尽管管理细则上仍未放松，但该规定的出台标志着中国游艇管理已经开始走向规范化，将游艇作为独立的船型进行管理。游艇产业比较发达的海南、福建已经出台了管理规定，放松对游艇的管制，我们预计辽宁、山东、浙江、上海等游艇发展较快的省市也将陆续出台相关政策，放松管制，这将有效刺激游艇消费。

图表39：游艇相关政策一览

相关规定	施行/试行日期	意义
《游艇安全管理规定》	2009年1月1日	标志着中国游艇管理已经开始走向规范化，将游艇作为独立的船型进行管理
《福建沿海游艇操作人员培训、考试和发证管理办法（试行）》	2010年1月1日	降低了游艇适任证书的申请门槛、减少培训内容，并规定游艇操作人员只需要取得操作证书，利于游艇活动的推广和普及。
《海南省游艇管理试行办法》	2010年12月22日	一是放宽了对适航性证明文件的限制；二是放宽了必须提供设计图纸的限制；三是放宽了登记注册的限制
《中华人民共和国海关对海南省进出境游艇及其所载物品监管暂行办法》	2011年3月24日	增加了游艇出入境地点，简化出入境手续，使境外游艇在海南停留时间更能满足度假需要

来源：国金证券研究所

盈利预测和估值

■ 分项业务预测：

- 船舶设计：由于 BDI 指数、新签订单和新船造价均处于低位，对公司而言，船舶设计业务一方面受制于船舶行业整体形势，另一方面 EPC 业务开展后合并了一部分设计业务，我们预计 11 年该业务有望在 10 年基础上实现 10% 左右的增长。
- 海工设计：10 年公司新签海工订单仅 2583 万元，11 年新签订单有望实现 100% 的增长。由于 10 年在手订单较少，11 年海工设计业务增长幅度比较有限，我们预测可实现 10% 的增长。
- EPC：我们预测公司 11 和 12 年每年可以承接亿元规模 EPC 项目 3~5 个，EPC 项目工期一般在 20 个月左右，项目完工时可累计确认 90% 的合同金额。按照合同假设预计公司 11 和 12 年可实现 EPC 项目收入 269 和 372 百万元。
- 游艇业务：收入将从 2012 年开始体现，由于公司刚进入游艇行业，保守估计公司销售 1 艘游艇，代理 1 艘游艇，收入即可达到 40 百万元。如果市场和政策向好，2013 年后游艇业务有可能爆发式增长。

图表40：分产品收入预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
船舶工程设计						
销售收入（百万元）	78.56	51.86	75.22	82.75	92.68	106.58
增长率（YOY）	59.27%	-33.99%	45.05%	10.00%	12.00%	15.00%
毛利率	47.80%	53.04%	56.92%	56.92%	57.02%	57.12%
销售成本（百万元）	41.01	24.35	32.41	35.65	39.83	45.70
增长率（YOY）	76.85%	-40.62%	33.07%	10.00%	11.74%	14.73%
毛利（百万元）	37.55	27.51	42.82	47.10	52.84	60.87
增长率（YOY）	43.67%	-26.75%	55.65%	10.00%	12.20%	15.20%
占总销售额比重	68.42%	40.84%	37.08%	19.28%	15.64%	13.73%
占主营业务利润比重	67.72%	41.45%	47.46%	37.25%	31.40%	28.30%
海洋工程设计						
销售收入（百万元）	26.64	63.10	52.92	55.57	62.24	71.57
增长率（YOY）	56.46%	136.89%	-16.13%	5.00%	12.00%	15.00%
毛利率	45.01%	52.76%	57.93%	58.00%	58.20%	58.40%
销售成本（百万元）	14.65	29.81	22.27	23.34	26.02	29.77
增长率（YOY）	89.97%	103.51%	-25.30%	4.81%	11.47%	14.45%
毛利（百万元）	11.99	33.29	30.66	32.23	36.22	41.80
增长率（YOY）	28.72%	177.68%	-7.92%	5.14%	12.39%	15.40%
占总销售额比重	23.20%	49.69%	26.09%	12.95%	10.50%	9.22%
占主营业务利润比重	21.62%	50.16%	33.98%	25.49%	21.52%	19.43%
EPC项目						
销售收入（百万元）	0.00	0.00	56.86	269.32	371.92	497.00
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	N.A.	373.65%	38.10%	33.63%
毛利率	0.00%	0.00%	13.81%	13.80%	13.80%	13.80%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	49.01	232.15	320.59	428.41
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	N.A.	373.72%	38.10%	33.63%
毛利（百万元）	0.00	0.00	7.85	37.17	51.32	68.59
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	N.A.	373.20%	38.10%	33.63%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	28.03%	62.77%	62.76%	64.02%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	8.71%	29.40%	30.49%	31.89%
监理						
销售收入（百万元）	9.62	12.02	17.88	21.45	25.74	31.15
增长率（YOY）	38.90%	24.99%	48.75%	20.00%	20.00%	21.00%
毛利率	61.43%	46.34%	46.34%	46.30%	46.30%	46.30%
销售成本（百万元）	3.71	6.45	8.99	11.52	13.82	16.73
增长率（YOY）	58.22%	73.88%	39.46%	28.08%	20.00%	21.00%
毛利（百万元）	5.91	5.57	8.88	9.93	11.92	14.42
增长率（YOY）	29.01%	-5.72%	59.50%	11.82%	20.00%	21.00%
占总销售额比重	8.38%	9.47%	8.81%	5.00%	4.34%	4.01%
占主营业务利润比重	10.65%	8.39%	9.85%	7.86%	7.08%	6.71%
游艇						
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	40.00	70.00
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	75.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	40.00%	42.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	24.00	40.60
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	16.00	29.40
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.75%	9.02%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.51%	13.67%
销售总收入（百万元）	114.82	126.98	202.88	429.08	592.57	776.30
销售总成本（百万元）	59.37	60.61	112.68	302.66	424.27	561.22
毛利（百万元）	55.45	66.37	90.21	126.43	168.31	215.08
平均毛利率	48.29%	52.27%	44.46%	29.46%	28.40%	27.71%

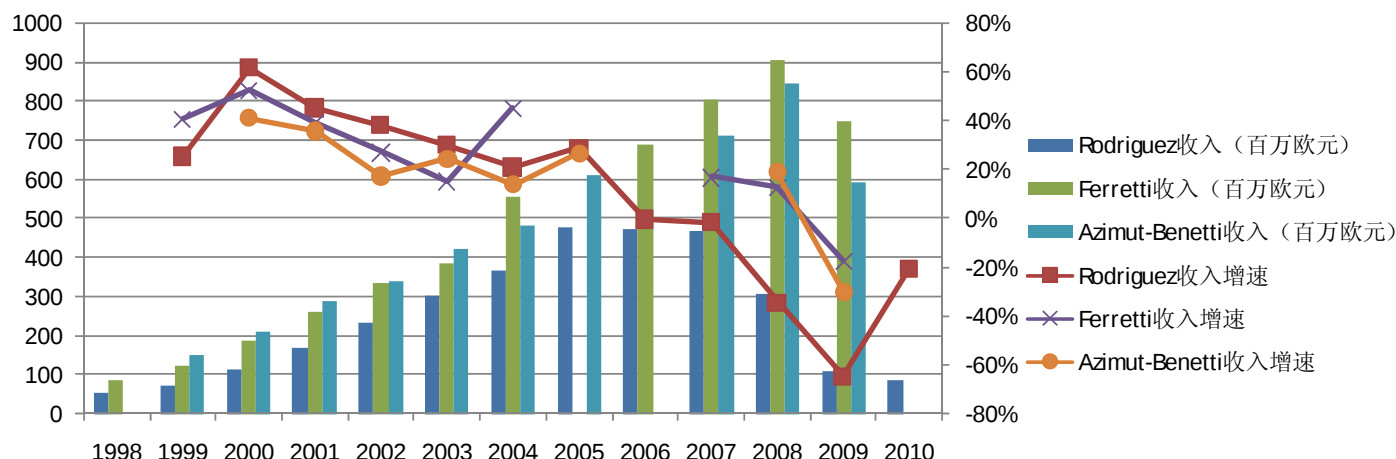
来源：国金证券研究所

- 我们预计公司 10~12 年可分别实现销售收入 429、593 及 776 百万元，同比分别增长 111.5%、38.1%及 31.0%；可分别实现归属母公司净利润 85、112 及 142 百万元，同比分别增长 37.75%、31.14%及 27.26%，折合每股收益 0.59、0.77 及 0.98 元。

游艇上市公司估值水平对比

- 国外游艇制造商主要集中在美国和欧洲。美国宾士域公司和 Genmar 公司产品种类较多，涵盖从小型游艇到大型游艇的诸多市场领域，而欧洲的游艇厂商（如 Beneteau、Ferretti 和 Azimut 公司等）则集中于细分市场领域，主要致力于满足高端客户的需求。
- 国外游艇从几万美元的舷外机艇到上千万美元的超级豪华游艇，档次相差较大，游艇上市公司中与佳豪未来游艇业务最相近是欧洲的游艇公司，典型的是 Ferretti、Azimut-Benetti 和 Rodriguez，都以经营豪华游艇为主。由于游艇作为豪华消费品，受经济波动的影响较大，所以 90 年代末到金融危机前的一段时间的行业景气度较高，而金融危机期间国外游艇公司普遍亏损。

图表41：全行业在金融危机前处于增长期



来源：公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

- 所以对蓬勃发展的中国游艇行业来说，可以参考国外游艇行业繁荣时期的估值水平。根据游艇档次，我们选取 Ferretti 和 Rodriguez，计算得到其在 1998~2006 年的平均市盈率为 30 倍。

图表42：国外游艇上市公司估值水平对比

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ferretti	-	-	45.00	35.13	23.71								
Rodriguez	35.18	24.42	75.79	31.41	24.67	24.93	17.28	16.58	46.40	25.40			17.69
Brunswick	11.15	10.24	6.02	25.07	17.42	19.29	18.54	12.51	13.18	12.18	15.04		
Beneteau	10.90	13.06	20.95	12.76	12.12	11.62	14.40	16.68	14.87	16.15	8.55		27.58
Hanse yacht	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12.74		
Aicon	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26.89			

来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 国内游艇行业上市公司只有太阳鸟一家，市场平均预期 11 和 12 年市盈率为 29 和 21 倍。
- 公司当前股价对应 11 和 12 年 PE 分别为 28 和 22 倍，对比国内外同类上市公司估值水平，公司当前估值较为合理，因此我们给予“持有”评级。
- 由于公司游艇业务盈利能力和传统船舶、海工设计相仿，而游艇业务未来增长空间巨大，同时目前正处于 EPC 业务的快速发展期，投资者可密切关注这两块业务的进展情况。

风险提示

- EPC 业务：EPC 项目理论上具有良好的收益前景，有机会获得较高的利润，但由于项目总价确定，项目的主要风险由承包商承担，如自然灾害、汇率浮动、通货膨胀等影响，风险因素的存在将导致利润水平有可能出现剧烈变化。
- 公司游艇业务尚处于起步阶段，国内游艇市场的制度环境又不成熟，未来存在业务开展和销售情况达不到预期的可能性。

附录：国内主要游艇生产企业
图表43：国内主要游艇生产企业

公司	国家	成立日期	产品	价格区间	销售对象
佛山宝达船舶工程有限公司	香港	2001	40-60ft豪华游艇	USD300-500万	北美、欧洲、东南亚
金轮海运公司	香港	2004	89,110,125,130ft机动艇	USD700-1000万	美国、欧洲
珠海杰腾造船有限公司	香港	1998	36-62ft	较高	美国、欧洲
财利船厂有限公司	香港	1974	帆船, 68ft以上机动艇	USD800-1300万	美国
上海红双喜游艇有限公司	中国	2000	42-80ft游艇	>RMB40万	美国、欧洲、澳大利亚
深圳江辉船舶工程有限公司	香港	1981	30-80ft游艇	>USD20万	美国、欧洲、加拿大、澳大利亚、日本
烟台莱佛士船业有限公司	新加坡	1994	80ft以上豪华游艇	USD35-300万	美国、英国、荷兰、南非等
宾士域游艇制造(珠海)有限公司	美国	2006	17-30ft游艇	中低价	美国、英国、澳大利亚等
镒洋游艇(珠海)有限公司	台湾	2003	40-100ft游艇	高	全出口
福建大丰游艇有限公司	美国	1994	玻璃钢机动船36-46ft	USD10-20万	美国、澳大利亚
珠海海之马游艇制造厂	美国	1989	44-63ft	USD28-36万	亚洲直销
福州海之湾游艇有限公司	美国		运动艇, 游艇	中等	全部出口美国
青岛蓝波游艇有限责任公司	意大利	2005	豪华游艇和小艇	中等	中国
常州永星游艇有限公司	日本	1986	高速艇, 旅游船	RMB70-200万	中国: 商务艇, 国外: 私人游艇出口新加坡
漳州神舟造船工业有限公司	美国	2001		>RMB1000万	出口意大利等
太阳鸟游艇	中国	1993	70ft	较高	政府等
上海欧蓝游艇有限公司	意大利	2003	帆船、机动艇	>USD100万	全部出口美国欧洲
上海市鼎麟造船有限公司	中国		>15M游艇	中等	美国欧洲
海南科达雅游艇制造有限公司	日本	1994	玻璃钢游艇	7m: RMB5-6万 10m+: RMB100万+	中国
汕尾市陆洋船艇制造有限公司	香港	1999	玻璃钢游艇	中低价	中国、东南亚、澳大利亚、美国和欧洲
厦门红龙游艇有限公司	美国	2002	帆船, 20-40ft游艇	RMB100-250万	出口为主
青岛松本造船有限公司	日本	2002	玻璃钢游艇, 高速艇	中等	出口日本、韩国、欧美
威海竹内玻璃钢船舶制造有限公司	日本	1992	玻璃钢游艇、机动艇	中低价	出口
无锡东方高速艇发展有限公司	中国	1985	游艇	RMB10万+	大部分国内, 少数美国、越南
雄达游艇制造有限公司	美国	2003	高速艇、休闲艇	USD5万+	大部分出口美国
厦门瀚盛游艇有限公司	中国	1984	46,47,51ft游艇	USD40万+	出口欧美、东南亚
武汉南华高速船舶工程股份有限公司	中国	1994	高速艇、政府用船	低	出口中东
威海中复西港船艇有限公司	中国	2004	渔用拖船, 12-16m游艇	USD6-10万	中国, 德国、中东等
河南省方舟游艇制造有限公司	中国	2005	玻璃钢船	RMB100-500万	中国
上海吉西凯游艇制造有限公司	日本	2004	26-65ft游艇	中等	大连广东青岛

来源：意大利对外贸易委员会，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	115	127	203	429	593	776
增长率		10.6%	59.8%	111.5%	38.1%	31.0%
主营业务成本	-59	-61	-113	-303	-424	-561
%销售收入	51.7%	47.7%	55.5%	70.5%	71.6%	72.3%
毛利	55	66	90	126	168	215
%销售收入	48.3%	52.3%	44.5%	29.5%	28.4%	27.7%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-4	-5	-6
%销售收入	1.2%	1.0%	0.8%	1.0%	0.9%	0.8%
营业费用	-1	-2	-3	-4	-6	-7
%销售收入	0.6%	1.4%	1.3%	1.0%	1.0%	0.9%
管理费用	-13	-14	-21	-26	-35	-44
%销售收入	11.0%	11.3%	10.6%	6.2%	6.0%	5.7%
息税前利润（EBIT）	41	49	64	91	122	158
%销售收入	35.5%	38.5%	31.8%	21.3%	20.6%	20.3%
财务费用	1	2	5	6	6	6
%销售收入	-0.7%	-1.8%	-2.6%	-1.4%	-1.0%	-0.8%
资产减值损失	0	0	-1	-1	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	41	51	69	96	127	163
营业利润率	36.1%	40.3%	34.1%	22.4%	21.5%	21.0%
营业外收支	3	1	6	4	4	4
税前利润	44	52	75	100	131	167
利润率	38.7%	41.2%	36.8%	23.4%	22.2%	21.5%
所得税	-7	-9	-13	-15	-20	-25
所得税率	14.9%	16.8%	17.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	38	44	62	85	112	142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	38	44	62	85	112	142
净利率	32.9%	34.3%	30.5%	19.9%	18.9%	18.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	38	44	62	85	112	142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	3	7	8	11	15
非经营收益	0	0	-2	-3	-4	-4
营运资金变动	30	-13	18	51	40	44
经营活动现金净流	69	34	85	141	159	198
资本开支	-43	-55	-20	-102	-125	-36
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-43	-55	-20	-103	-125	-36
股权募资	0	350	12	60	1	0
债权募资	0	0	0	-2	0	1
其他	0	-27	-28	0	-44	-44
筹资活动现金净流	0	324	-16	58	-43	-43
现金净流量	25	303	49	96	-9	119

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	83	386	435	531	521	641
应收款项	7	9	15	25	35	46
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	1	6	7	26	36	47
流动资产	91	400	457	582	592	733
%总资产	66.6%	81.5%	80.5%	73.6%	64.4%	67.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	44	85	102	187	297	315
%总资产	32.6%	17.3%	18.0%	23.6%	32.4%	29.0%
无形资产	1	6	6	19	27	35
非流动资产	45	91	111	209	327	352
%总资产	33.4%	18.5%	19.5%	26.4%	35.6%	32.4%
资产总计	136	492	568	791	919	1,085
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	58	39	58	128	177	232
其他流动负债	-3	4	17	70	80	92
流动负债	55	43	75	198	258	324
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	1	2	0	0	0
负债	55	44	77	198	258	325
普通股股东权益	81	448	479	581	650	748
少数股东权益	0	0	12	12	12	12
负债股东权益合计	136	492	568	791	919	1,085

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	1.051	0.864	0.722	0.585	0.767	0.977
每股净资产	2.259	8.883	5.594	3.988	4.461	5.138
每股经营现金净流	1.911	0.666	0.987	0.970	1.090	1.359
每股股利	0.000	0.600	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	46.53%	9.72%	12.91%	14.67%	17.20%	19.01%
总资产收益率	27.80%	8.85%	10.89%	10.78%	12.16%	13.11%
投入资本收益率	42.65%	9.09%	10.83%	13.11%	15.67%	17.62%
增长率						
主营业务收入增长率	56.69%	10.59%	59.77%	111.49%	38.10%	31.01%
EBIT增长率	25.98%	20.05%	31.67%	41.78%	33.48%	29.33%
净利润增长率	32.95%	15.07%	42.15%	37.75%	31.14%	27.26%
总资产增长率	83.88%	261.32%	15.56%	39.20%	16.21%	18.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.2	20.1	20.4	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	#DIV/0!	7.9	5.1	6.0	6.0	6.0
固定资产周转天数	8.4	244.4	184.0	107.1	127.1	105.1
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-86.11%	-88.56%	-89.53%	-78.83%	-84.18%
EBIT利息保障倍数	-49.7	-21.6	-12.0	-15.2	-20.7	-26.3
资产负债率	40.25%	8.95%	13.56%	25.07%	28.03%	29.98%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	2	2	3
买入	1	2	4	4	5
持有	0	0	1	1	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.60	1.75	1.79	1.94

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室