

上海佳豪(300008)调研报告

-- EPC 与游艇业务期待成为新增长动力

机械设备/船舶制造

谨慎推荐

首次评级

发布时间：2011 年 8 月 23 日

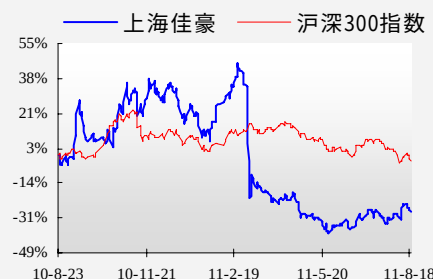
投资要点：

- 公司已形成多层次业务驱动的发展格局。公司已形成以船舶及海洋工程设计业务、工程项目总承包 EPC 以及船舶工程监理等服务业务、游艇生产与销售服务产业链等三大产业相互支撑的发展格局，从而保障中长期的稳健发展。船舶与海洋工程设计业务是公司目前营业收入与净利润的主要来源，EPC 业务、游艇产业将成为新的增长点。
- 船舶设计与海洋工程设计业务保持平稳发展态势。公司通过推出新产品与进入大型船舶市场有效抵消了造船行业景气周期波动的影响，海洋工程行业景气周期向上，公司设计业务平稳发展可期。
- 船舶工程总承包(EPC)业务是未来几年的主要增长点。公司在国内首创 EPC 服务模式，已签订 3 亿多元的订单，以特种船、海洋工程船为主要目标市场，对应的市场容量约为 50 亿元，具有较大的发展空间。
- 游艇业务有望 3-5 年后成为新的支柱产业。公司将进入游艇生产—游艇销售—游艇售后服务的整个产业链，游艇行业为国内新兴的高端消费产业，成长前景看好。
- 盈利预测与投资评级：预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.57、0.74、0.95 元，对应的市盈率为 33.7、25.9、20.4 倍。公司未来 3 年的净利润年均增速为 30%左右，股价催化因素为 EPC 新签大额订单等，给予谨慎推荐的投资评级。
- 风险因素：造船行业长期处于低谷期，游艇等新产业发展的不确定性。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	20,288	59.8%	6,188	42.1%	0.42	12.7%	47.1	
2011E	39,039	92.4%	8,325	34.5%	0.57	15.5%	33.8	
2012E	53,238	36.4%	10,833	30.1%	0.74	16.7%	26.0	
2013E	69,241	30.1%	13,767	27.1%	0.95	17.8%	20.5	

走势图



市场数据 2011-8-22

收盘价：	19.25 元
52 周最高价：	39.20 元
52 周最低价：	16.03 元
平均持仓成本：	19.14 元

基本数据 2011Q2

总股本（万股）：	14,566
流通 A 股（万股）：	14,566
每股收益（元）：	0.24
每股净资产（元）：	3.36
每股经营现金流（元）：	-0.11
市净率：	5.73

分析师：周思立；联系人：黎煜

执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000-231

FAX: (8621)6337 3209

Email: lik@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

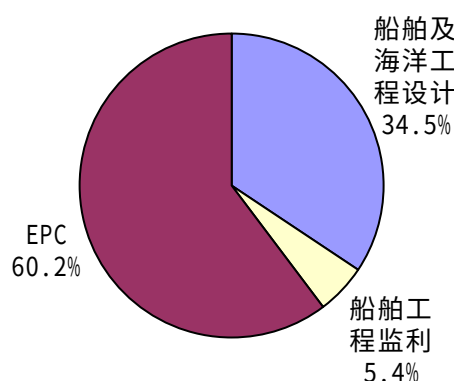
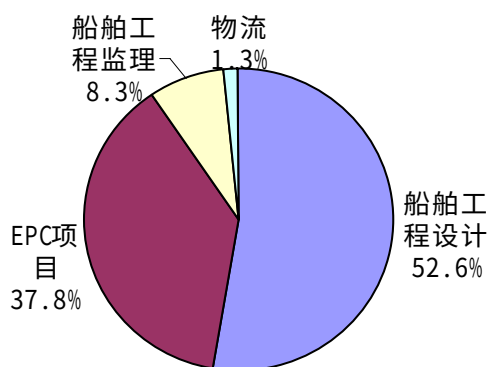
邮 编：200002

一、公司形成多层次业务驱动的发展格局

2011年上半年，公司营业收入为1.36亿元。船舶与海洋工程设计业务是目前公司营业收入与利润的主要来源，EPC业务是去年新进入的领域与近期公司营业收入的主要增长点。

图 1：2011 年上半年公司主要业务的收入占比

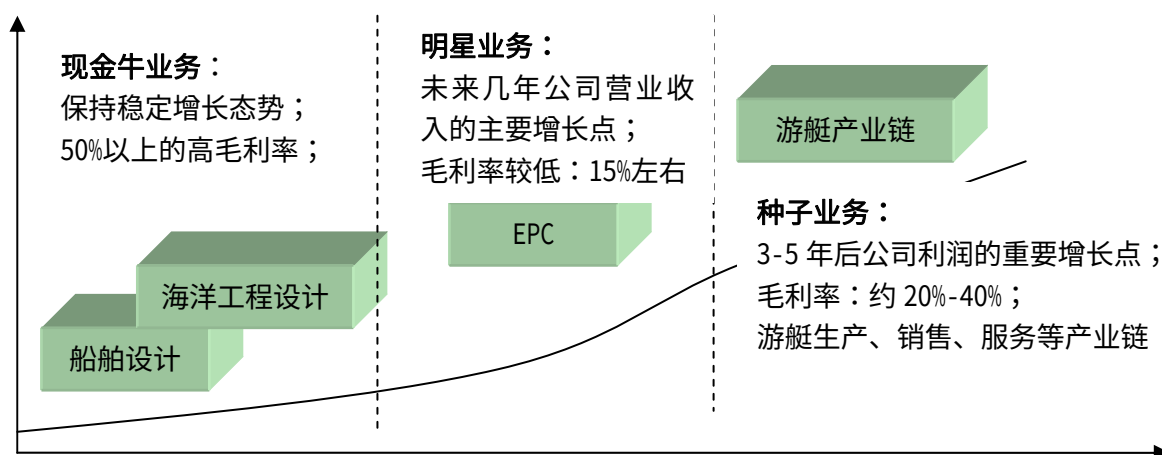
图 2：2010 年公司主要业务的新签订单额占比



资料来源：公司公告，东北证券

近期通过新进入游艇领域，公司已形成以船舶及海洋工程设计业务、工程项目总承包EPC以及船舶工程监理等服务业务、游艇生产与销售服务产业链等三大产业相互支撑的发展格局，在规避行业周期性波动风险的同时，确保公司的中长期可持续发展。

图 3：公司业务发展结构图



资料来源：东北证券

二、船舶设计与海洋工程设计业务保持平稳发展态势

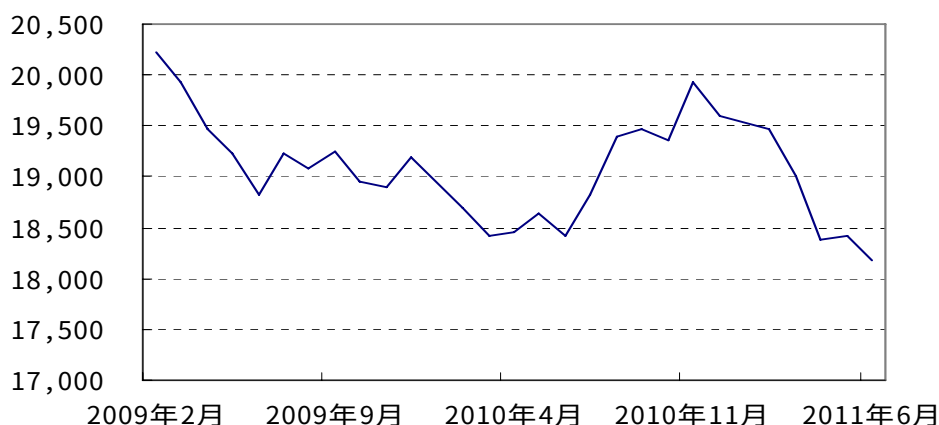
公司的船舶设计业务与海洋工程设计业务的增速较为平稳，2008-2010 年的营业收入年均增速为 10%左右。2011 年上半年，公司的船舶与海洋工程设计新签订单为 7358 万元，与去年同期基本持平。

船舶制造行业仍处在周期性底部阶段，而海洋工程行业景气周期向上。综合来看，公司的设计业务未来预计仍将保持平稳增长。

2.1 造船行业仍处在景气低谷期，公司市场份额持续提升

2011 年上半年，国内新接船舶订单量小于船舶完工量，手持船舶订单呈现下滑态势。造船行业的周期性较长，受 2008 年金融危机的滞后影响，行业未来两年预计仍处在周期性底部阶段。

图 4：2009 年-2011 年国内造船行业手持船舶订单量（单位：万载重吨）



资料来源：工信部，东北证券

2006-2010 年，公司在船舶设计业务的市场份额逐年提升，一定程度抵消了造船行业周期性波动的影响。公司在国内民营船舶设计单位中处于领先地位，民营企业占据国内船舶设计行业 20% 左右的市场份额，而公司在民营企业市场中占据近一半的份额。

目前国内主要有四类船舶设计单位：以 708 所和上海船院为代表的国有专业船舶设计单位、大型国有造船企业下属的船舶设计单位、外资船舶设计公司、民营船舶设计单位。国有企业以大型船舶市场为主，民营企业在中小型船舶市场具有竞争优势。

图 5：2006-2010 年公司船舶设计业务的市场份额

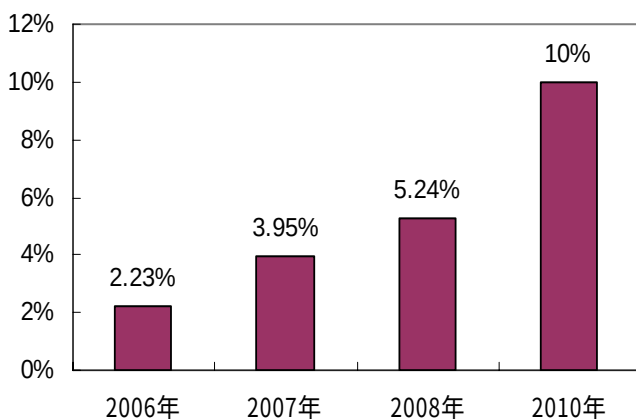
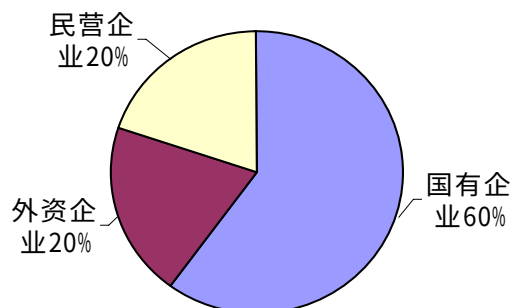


图 6：船舶设计行业各类别公司的市场份额



资料来源：公司公告，东北证券

公司通过进入大型船舶市场与推出新产品，提升在行业的竞争力与市场份额。

在船舶设计市场中，公司从 2-3 万吨的小散货船向 5-10 万吨的大中型船舶市场迈进。通常设计费用为造船总价的 1%-2%，大型船舶的市场空间较大；公司进入大型船舶市场将面对国有大型企业的竞争，但同时有助于打开新的市场空间。

公司开发出具有节能减排、绿色低碳等符合市场需求的新产品，获得市场的认可。去年新开发翡翠系列散货船，根据市场对集装箱船、油轮等需求增大和散货船需求下降等结构性变化的特点，公司先后开发出蓝宝石系列集装箱船和红宝石系列油轮；此外，还开发出 LNG 燃料动力船舶等新能源船舶。

2.2 海洋工程是成长前景广阔的新兴产业

今年，全球范围的海工新签订单正在逐步增加。截至2011年2月中旬，全球获得海工方面的订单总值超过120亿美元，包括12艘钻井船，11座钻井平台和海上装置以及FSO，已达到2010年海工行业新签订单的总和。国内的海洋工程行业也将迎来发展机遇期，深海石油开采关乎中国能源的未来，是国家能源发展战略的重要组成部分，海洋工程装备已被列入“十二五”战略性新兴产业。“十二五”期间，中海油将投资2500-3000 亿元，建设5000万吨油当量的生产能力，从而拉动海洋工程装备等相关产业的发展。

公司的海工设计产品包括铺板船、大型起重船、新型风机安装船等，未来将从浅海向深海领域发展，进入深海钻井采油加工船等核心产品相关市场。

三、EPC 业务是公司未来几年发展的主要驱动力

船舶工程总承包（EPC）业务通过提供船舶设计、监理、交船等一站式的服务，具有为客户节省成本、提高效率、保证工期等优势。EPC 业务的模式在诸多行业中已得到普遍应用，和传统的设计制造模式相比，EPC 业务模式有助于项目的高效管理，克服设计、采购、施工等环节相互制约和脱节的矛盾，实现建设项目的进度、成本和质量的控制，降低风险。

公司首创船舶工程总承包(EPC) 服务，已逐步为市场认知和接受。公司 EPC 业务以特种船、海洋工程船为主要目标市场，对应的市场容量约为 50 亿元。公司 EPC 业务目前已签订 3 亿多元的订单，还有多个 EPC 项目正在洽谈中。EPC 业务的毛利率为 10%以上，与船舶设计业务超过 50%的毛利率相比，毛利率较低，但行业的市场容量相对较大。

表 1：公司 EPC 业务主要新签订单

时间	客户名称	中标金额（万元）
2010 年 3 月 10 日	上海港专用引航船	14,760
2010 年 11 月 26 日	天津智海船务有限公司	11,920
2011 年 3 月 15 日	安吉汽车物流	3,979
	合计	30,659

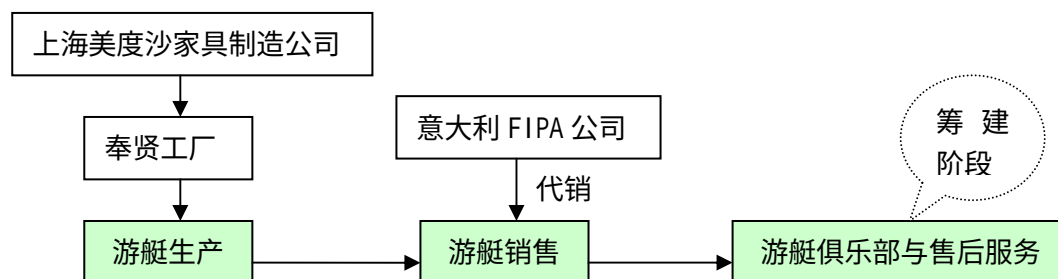
资料来源：公司公告，东北证券

四、游艇业务：3-5 年后将有望成为新的增长点

4.1 公司游艇产业处于蓄势待发期

公司将进入游艇生产—游艇销售—游艇俱乐部与售后服务的整个产业链，经过前期的培育期，游艇业务有望 3-5 年后成为公司新的重要增长点。

图 7: 公司游艇产业链



资料来源：东北证券

(1) 游艇生产基地年底将投产

公司的奉贤生产基地预计今年 12 月份将投产，年产能为 10-15 艘 40 米以下的游艇。产品定位于高端市场，以售价 100-300 万欧元区间的高端游艇产品为主。目前国内游艇市场中，国产游艇以售价 500 万元人民币以下的中低端产品为主，国外进口豪华游艇需要交纳 46% 的关税等税费，因此公司的产品在市场定位方面具有竞争优势。2011 年，公司收购上海美度沙家具制造有限公司，为游艇提供装饰与家居配套，产业链进一步完善。

公司的游艇是从意大利引进技术，在生产初期，发动机等零部件以进口为主等原因使生产成本较高，游艇生产业务贡献利润预计需要在 2-3 年之后。

(2) 游艇代销

公司已与意大利 FIPA 公司签订游艇代销协议，在协议生效后的前两年，上海佳豪将每年从 FIPA 公司购买至少 2 条产品，第三年和第四年至少 3 条，第五年至少 4 条。代销产品以 300 万欧元以上的超豪华游艇为主，毛利率预计为 20%-25%。

公司自产游艇与代销产品的市场定位与价格不同，形成产品线相互补充的格局。

(3) 游艇俱乐部

公司计划设立游艇俱乐部，为客户提供包括游艇泊位、游艇租赁、维护保养、驾驶培训等一系列服务。

公司计划今年底完成游艇俱乐部的选址工作，将建设 60 个泊位，按照每个泊位 60-70 万元/年的租金计算，年营业收入约为 4000-5000 万元，对应 1000-1500 万元的利润。此外，游艇俱乐部的收入来源还有会员费、游艇售后维护等渠道。

4.2 游艇行业是新兴的高端消费产业

2010 年，国内游艇进口金额达到 9056 万美元，是 07 年进口额的 3.07 倍，表明国内游艇的需求处于快速成长阶段。全球平均每 171 人拥有一条私人游艇，而我国拥有私人游艇的人数仅数百人；美国是世界上拥有游艇最多的国家，其游艇市场占世界市场的一半以上，产值约为 255 亿美元。

按照国际经验，在人均 GDP 达到 5000-6000 美元时，游艇行业为快速发展阶段，而我国即将进入这一阶段。根据相关调查，按照 2008 年千万资产富豪达到 30 万的人数计算，其中约 5% 的人未来有购买游艇的意向，则我国私人游艇潜在需求量约为 1.5-2 万艘，对应的

潜在市场总量为 150 亿-200 亿元。国内游艇市场尚处于市场启动初期，未来五年我国游艇行业的年均复合增速预计为 50%以上，游艇行业将迎来黄金发展期。

图 8：全球主要地区的游艇需求占比

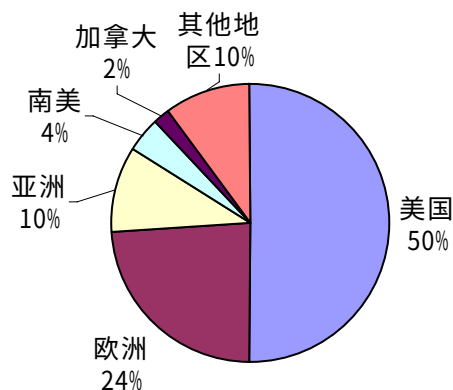
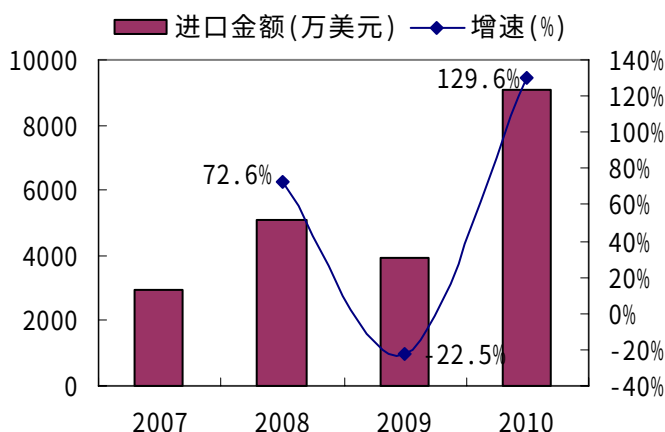


图 9：2007 年-2010 年国内游艇进口金额与增速



资料来源：东北证券

近年来，国家相关部门陆续出台促进游艇行业发展的政策，将推动游艇行业的快速发展。但游艇行业目前仍存在游艇服务站点较少、出行航线需要相关部门批准等制约行业发展的问題。

表 2：游艇行业相关国家政策与内容

时间	主要政策与内容
2009 年 12 月	国务院下发了《关于加快发展旅游业的意见》，首次提出“把邮轮、游艇等旅游装备制造制造业纳入国家鼓励类产业目录”
2010 年 1 月	国务院发布的《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》中提到积极发展邮轮游艇产业
2011 年	国家海事局发布《游艇安全管理工作实施意见》，意在促进游艇业以及水上旅游经济的健康发展； 国家海事局发布《游艇操作人员培训、考试和发证办法》从今年 5 月份施行，新规定打破了以往游艇驾驶培训地域限制的瓶颈，游艇驾照由全省通行升级为全国通行。

资料来源：东北证券

五、盈利预测与估值

预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.57、0.74、0.95 元，对应的市盈率为 33.7、25.9、20.4 倍。公司未来 3 年的净利润年均增速为 30%左右，股价催化因素为 EPC 新签大额订单等，给予谨慎推荐的投资评级。

表 3：公司分产品营业收入预测

产品类别	项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
船舶工程设计	营业收入（万元）	11,496	12,815	13,840	15,224	16,746
	营业收入增速（%）	9.3%	11.5%	8.0%	10.0%	10.0%
	毛利率（%）	53.1%	56.9%	56.5%	56.5%	56.5%
建造合同收入(EPC)	营业收入（万元）		5,686	20,754	26,565	33,206
	营业收入增速（%）			265%	28.0%	25.0%
	毛利率（%）		13.8%	14.2%	14.5%	14.5%
船舶工程监理	营业收入（万元）	1,202	1,788	2,324	3,021	3,928
	营业收入增速（%）	25.0%	48.7%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率（%）	46.3%	49.7%	51.0%	50.0%	50.0%
游艇及其他	营业收入（万元）			2,121	8,428	15,361
	营业收入增速（%）				297.3%	82.3%
	毛利率（%）			28.8%	27.3%	29.1%
合计	营业收入（万元）	12,698	20,288	39,039	53,238	69,241
	营业收入增速（%）	10.6%	59.8%	92.4%	36.4%	30.1%
	毛利率（%）	52.3%	44.5%	32.2%	30.6%	29.9%

资料来源：公司公告，东北证券（注：船舶工程设计包括海洋工程设计业务）

利润表

单位：百万元

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	127	203	390	532	692
营业成本	61	113	265	370	485
营业税金及附加	1	2	3	4	6
销售费用	2	3	4	5	5
管理费用	14	21	33	40	48
财务费用	-2	-5	-6	-6	-6
营业利润	51	69	91	119	153
营业外收入	1	6	8	10	10
营业外支出	0	0	0	0	1
利润总额	52	75	99	128	163
所得税	9	13	15	20	25
净利润	44	62	83	108	138
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司净利润	44	62	83	108	138
EPS	0.30	0.42	0.57	0.74	0.95

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	400	472	449	563	702
货币资金	386	449	410	511	637
应收款项	8	15	24	33	43
存货	0	0	0	0	0
其他	7	8	15	19	22
非流动资产	91	111	187	220	250
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	85	102	156	186	215
无形资产	6	6	25	27	27
其他	0	2	6	7	8
资产总计	492	583	636	783	952
流动负债	43	82	96	133	173
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3	1	1	1	1
预收账款	36	64	86	112	138
其他	5	18	9	20	33
长期负债	1	2	2	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	2	2	3	3
负债合计	44	84	98	136	177
少数股东权益	0	12	0	0	0
股东权益	448	487	538	647	775
负债和股东权益	492	583	636	783	952

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	(18)	120	145	83	88
净利润			83	108	138
折旧摊销			9	12	13
财务费用			-6	-6	-6
投资收益			0	0	0
营运资金变动			37	(76)	(99)
其它			22	45	42
投资活动现金流	(55)	(20)	(95)	(85)	(45)
资本支出					
其他投资					
筹资活动现金流	324	(16)	(25)	65	(29)
股权筹资					
债券筹资					
其他					
现金净增加额	251	85	25	63	14

主要财务比率

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	20.6%	59.8%	92.4%	36.4%	30.1%
营业利润	63.5%	35.1%	31.7%	30.8%	28.6%
净利润	55.1%	42.1%	34.5%	30.1%	27.1%
获利能力					
毛利率	52.3%	44.5%	32.2%	30.6%	29.9%
净利率	34.3%	30.5%	21.3%	20.3%	19.9%
ROE	9.7%	12.7%	15.5%	16.7%	17.8%
ROIC	9.3%	11.5%	15.6%	16.5%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	8.9%	14.4%	15.4%	17.3%	18.6%
流动比率	9.29	5.77	4.69	4.23	4.06
速动比率	9.29	5.77	4.69	4.23	4.06
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.8	0.8
存货周转率	-	-	-	-	-
应收帐款周转率	18.1	17.9	20.1	18.6	18.2
应付帐款周转率	48.8	130.9	617.1	581.9	565.3
每股资料(元)					
每股收益	0.30	0.42	0.57	0.74	0.95
每股净资产	1.50	1.63	1.81	2.17	2.60
PE	64.4	45.3	33.7	25.9	20.4
PB	12.8	11.8	10.6	8.9	7.4

资料来源：公司公告，东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。