

上海佳豪 (300008.SZ)

船舶与海洋工程设备行业

评级: 持有 维持评级

业绩点评

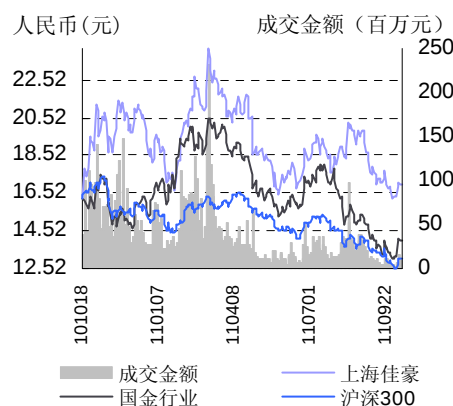
市价 (人民币): 17.00 元

复杂市场环境下面临机遇与挑战

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)	2,476.15
年内股价最高最低(元)	24.20/16.25
沪深 300 指数	2901.22



相关报告

1. 《传统业务稳定,期待新兴业务发力》, 2011.8.1
2. 《新产品、新模式、新领域》, 2011.5.30

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

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	0.543	0.680	0.840
每股净资产(元)	8.88	5.59	3.95	4.33	4.87
每股经营性现金流(元)	0.67	0.99	0.71	0.88	1.09
市盈率(倍)	58.94	43.42	36.62	29.24	23.67
行业优化市盈率(倍)	18.51	15.90	11.20	11.20	11.20
净利润增长率(%)	15.07%	42.15%	27.78%	25.23%	23.54%
净资产收益率(%)	9.72%	12.91%	13.76%	15.70%	17.24%
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

业绩简评

- 公司前 3 季度实现营业收入 210 百万元, 同比增长 55.93%; 实现净利润 56 百万元, 同比增长 25.13%; EPS 为 0.38 元, 业绩符合预期。

经营分析

- **低迷市场环境下实现平稳增长:** 公司在造船行业整体低迷的背景下实现了业绩的平稳增长, 主要是因为公司 2010 年承接的 EPC 项目 (主要是上海港专用引航船和 6000HP 多功能供应船) 按合同实现了收入确认。根据已签订合同推算, 2011 年公司 EPC 占收入比重可达到 50%。
- **毛利率将趋于稳定:** 前 3 季度综合毛利率为 40.61%, 和上半年 39.89% 的毛利率相比略有上升。尽管较去年同期的 48.06% 有较大下降, 但其主要原因是公司增加 EPC 业务带来的收入结构调整, 分项目盈利能力未发生明显变化。由于 EPC 业务模式是公司的开创性尝试, 因此短期内毛利率波动也较大, 我们认为随着公司首个 EPC 项目的完工, 该项新兴业务将逐渐走向成熟, 2012 年起该业务毛利率有望趋于稳定。
- **期间费用有所增加:** 公司前 3 季度三项费用均有所增加。其中销售费用、管理费用比上年同期分别增加 86.80% 和 56.42%, 主要是由于新购入控股子公司费用增加所致, 致使销售、管理费用率分别增加了 0.23 和 0.09 个百分点。另外由于投资活动的增加导致货币资金及其利息减少, 财务费用率增加了 1.12 个百分点。
- **经营活动现金流减少:** 前 3 季度公司经营活动产生的现金流量为 -29 百万元, 比上年同期减少 139.15%, 主要是由于应收帐款增加及预收帐款减少所致。
- **停止投资上海扬子船舶与海洋工程设计研发公司影响较小:** 公司与 3 季报同时发布了《关于停止使用超募资金投资上海扬子船舶与海洋工程设计研发有限公司》的公告, 停止原因是由于合作方股权变更导致公司无法对该研发公司进行有效控制, 因此经协商确定终止合作。由于合资公司设立公司还未正式启动, 没有对业务开展和经营产生实质影响, 因此停止合作不会对公司未来发展产生重大不利影响。
- **盈利预测:** 当前市场环境下公司 EPC 签订比较困难, 全年 3 亿元的新订单目标较难完成。因此我们调整公司的盈利预测, 将 11~12 年 EPS 由 0.55 和 0.73 元下调为 0.54 和 0.68 元, 对应 11 年 31 倍 PE, 维持持有建议。

机遇与挑战分析

游艇全面布局迎来新的机遇

- 到目前为止，公司游艇业务在制造、代理、服务三方面进行布局，2012 年公司游艇业务将全面展开。当前各项进展情况如下。
 - 游艇制造：公司在国内和国外同时进行制造准备。国外方面，公司在意大利生产的第一艘 MAIORA 20S 游艇已经下水，期间为配合其制造进程，公司先后派遣多批专业人员赴意大利实地培训。国内方面，公司在奉贤的游艇生产基地将在年内建成投产，目前正进行游艇模具建造。
 - 游艇代理：根据与 FIPA 公司的合作协议，协议生效后的前两年公司必须每年从船厂购买至少两条该产品，第三年和第四年至少三条，第五年至少四条。由于代理的游艇价格从千万到数千万人民币不等，对公司收入将产生较大影响。
 - 游艇服务：公司游艇码头建造和俱乐部建设也已有序展开，目前上海黄浦江上的游艇码头正在建设中，待相关手续审批完成后预计可于年底左右投入使用。2011 年起游艇服务将在会员入会、泊位租赁、游艇租赁及相关服务等方面形成收入，成为游艇业务的重要组成部分。

船舶市场低迷成为公司的主要挑战

- 今年以来，国际航运市场持续低迷，船舶行业“接单难”、“交船难”的情况依然突出。对公司的影响体现在设计业务和 EPC 业务两个方面。
 - 设计业务增长缓慢：船市整体环境对公司的影响主要体现在新增订单增长缓慢，公司在手订单一直维持在较稳定的水平。如果全球经济形势不发生明显好转，船市低迷的情况有可能一直持续。对公司而言，设计业务在 12 年可能将维持现有的收入水平。
 - EPC 接单难：公司在 EPC 方面的发展策略是将设计订单转化为 EPC 订单，而在目前形势下，船东造船意愿不强，因此现有设计订单无法有效转化为 EPC 订单。未来 EPC 接单的不确定性较大。

图表1：分项业务预测

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
船舶工程设计					
销售收入（百万元）	51.86	75.22	82.75	92.68	106.58
增长率（YOY）	-33.99%	45.05%	10.00%	12.00%	15.00%
毛利率	53.04%	56.92%	60.00%	60.10%	60.20%
销售成本（百万元）	24.35	32.41	33.10	36.98	42.42
增长率（YOY）	-40.62%	33.07%	2.13%	11.72%	14.71%
毛利（百万元）	27.51	42.82	49.65	55.70	64.16
增长率（YOY）	-26.75%	55.65%	15.96%	12.19%	15.19%
占总销售额比重	40.84%	37.08%	27.15%	23.13%	20.76%
占主营业务利润比重	41.45%	47.46%	41.21%	35.87%	32.79%
海洋工程设计					
销售收入（百万元）	63.10	52.92	55.57	62.24	71.57
增长率（YOY）	136.89%	-16.13%	5.00%	12.00%	15.00%
毛利率	52.76%	57.93%	60.00%	60.20%	60.40%
销售成本（百万元）	29.81	22.27	22.23	24.77	28.34
增长率（YOY）	103.51%	-25.30%	-0.18%	11.44%	14.42%
毛利（百万元）	33.29	30.66	33.34	37.47	43.23
增长率（YOY）	177.68%	-7.92%	8.76%	12.37%	15.38%
占总销售额比重	49.69%	26.09%	18.23%	15.53%	13.94%
占主营业务利润比重	50.16%	33.98%	27.68%	24.13%	22.09%
EPC项目					
销售收入（百万元）	0.00	56.86	145.00	180.00	234.00
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	155.02%	24.14%	30.00%
毛利率	0.00%	13.81%	19.00%	19.00%	19.00%
销售成本（百万元）	0.00	49.01	117.45	145.80	189.54
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	139.67%	24.14%	30.00%
毛利（百万元）	0.00	7.85	27.55	34.20	44.46
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	250.78%	24.14%	30.00%
占总销售额比重	0.00%	28.03%	47.58%	44.93%	45.59%
占主营业务利润比重	0.00%	8.71%	22.87%	22.02%	22.72%
监理					
销售收入（百万元）	12.02	17.88	21.45	25.74	31.15
增长率（YOY）	24.99%	48.75%	20.00%	20.00%	21.00%
毛利率	46.34%	46.34%	46.30%	46.30%	46.30%
销售成本（百万元）	6.45	8.99	11.52	13.82	16.73
增长率（YOY）	73.88%	39.46%	28.08%	20.00%	21.00%
毛利（百万元）	5.57	8.88	9.93	11.92	14.42
增长率（YOY）	-5.72%	59.50%	11.82%	20.00%	21.00%
占总销售额比重	9.47%	8.81%	7.04%	6.43%	6.07%
占主营业务利润比重	8.39%	9.85%	8.25%	7.68%	7.37%
游艇					
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	40.00	70.00
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	75.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	40.00%	42.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	24.00	40.60
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	16.00	29.40
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	9.98%	13.64%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	10.30%	15.03%
销售总收入（百万元）	126.98	202.88	304.77	400.66	513.30
销售总成本（百万元）	60.61	112.68	184.30	245.37	317.63
毛利（百万元）	66.37	90.21	120.47	155.28	195.67
平均毛利率	52.27%	44.46%	39.53%	38.76%	38.12%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：分产品收入预测

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	115	127	203	305	401	513
增长率		10.6%	59.8%	50.2%	31.5%	28.1%
主营业务成本	-59	-61	-113	-184	-245	-318
% 销售收入	51.7%	47.7%	55.5%	60.5%	61.2%	61.9%
毛利	55	66	90	120	155	196
% 销售收入	48.3%	52.3%	44.5%	39.5%	38.8%	38.1%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-2	-3	-4
% 销售收入	1.2%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-1	-2	-3	-4	-5	-7
% 销售收入	0.6%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-13	-14	-21	-31	-40	-50
% 销售收入	11.0%	11.3%	10.6%	10.3%	10.1%	9.8%
息税前利润 (EBIT)	41	49	64	83	107	135
% 销售收入	35.5%	38.5%	31.8%	27.1%	26.6%	26.2%
财务费用	1	2	5	6	5	4
% 销售收入	-0.7%	-1.8%	-2.6%	-1.8%	-1.2%	-0.8%
资产减值损失	0	0	-1	-1	0	0
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	87	111	139
营业利润率	36.1%	40.3%	34.1%	28.7%	27.7%	27.0%
营业外收支	3	1	6	6	6	6
税前利润	44	52	75	93	117	145
利润率	38.7%	41.2%	36.8%	30.7%	29.2%	28.2%
所得税	-7	-9	-13	-14	-18	-22
所得税率	14.9%	16.8%	17.4%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	38	44	62	79	99	122
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	79	99	122
净利率	32.9%	34.3%	30.5%	25.9%	24.7%	23.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	38	44	62	79	99	122
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	-5	-6	-6
营运资金变动	30	-13	18	21	23	27
经营活动现金净流	69	34	85	103	127	159
资本开支	-43	-55	-20	-100	-123	-34
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	-101	-123	-34
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	59	-38	82

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	83	386	435	494	456	538
应收款项	7	9	15	18	24	30
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	1	6	7	17	22	27
流动资产	91	400	457	529	501	596
% 总资产	66.6%	81.5%	80.5%	71.7%	60.5%	62.9%
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%	25.3%	35.9%	33.2%
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%	28.3%	39.5%	37.1%
资产总计	136	492	568	738	828	948
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	58	39	58	91	119	153
其他流动负债	-3	4	17	61	66	73
流动负债	55	43	75	151	185	226
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	151	185	227
普通股股东权益	81	448	479	575	631	709
少数股东权益	0	0	12	12	12	12
负债股东权益合计	136	492	568	738	828	948

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	1.051	0.864	0.722	0.543	0.680	0.840
每股净资产	2.259	8.883	5.594	3.945	4.331	4.871
每股经营现金净流	1.911	0.666	0.987	0.707	0.875	1.090
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%	13.76%	15.70%	17.24%
总资产收益率	27.80%	8.85%	10.89%	10.72%	11.96%	12.91%
投入资本收益率	42.65%	9.09%	10.83%	11.92%	14.01%	15.76%
增长率						
主营业务收入增长率	56.69%	10.59%	59.77%	50.22%	31.46%	28.11%
EBIT增长率	25.98%	20.05%	31.67%	28.33%	28.78%	26.46%
净利润增长率	32.95%	15.07%	42.15%	27.78%	25.23%	23.54%
总资产增长率	83.88%	261.32%	15.56%	29.85%	12.22%	14.45%
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	150.8	188.0	159.0
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-86.11%	-88.56%	-84.28%	-70.95%	-74.47%
EBIT利息保障倍数	-49.7	-21.6	-12.0	-14.7	-22.0	-31.7
资产负债率	40.25%	8.95%	13.56%	20.51%	22.40%	23.91%

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	1	1	1	5	8
买入	4	4	5	13	18
持有	1	2	2	4	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.08	2.10	2.02	1.97

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-05-30	持有	16.86	16.50 ~ 18.88
2 2011-08-01	持有	18.50	N/A

来源：国金证券研究所

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

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: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B