

上海佳豪 (300008)  
增持/首次评级

股价: 17.62

分析师

王轶铭  
SAC 执业证书编号: S1000511060003  
(0755) 8212 5086  
wangyiming@mail.htlhsc.com.cn

联系人

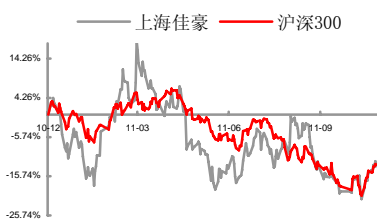
孙景开  
(0755) 82776409  
sunjingkai@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	146
流通 A 股 (百万股)	146
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	2574

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 上海佳豪 (300008) 三驾马车, 雏形渐显

- 我们认为, 造船业新增订单离底部已不远, 将在小幅下滑后进入平台整理期。海洋工程船新增订单底部迹象明显, 根据我们的模型, 在中性假设下, 12~18 年新增订单可以实现年均 43.3% 的增速。相对于前几年大幅下滑的恶劣局面, 未来行业大环境将明显改善。
- 公司 2007~2011 年新增设计订单年均超行业 35% 以上。我们认为佳豪未来 5 年设计主业仍可延续之前几年的优异表现, 在行业大背景转暖的情况下, 实现年均 25% 以上的增长。
- EPC 业务未来贡献利润有望超过设计业务, 再造一个佳豪。单船采用 EPC 模式获得的利润是收取设计费模式的 5~13 倍。EPC 业务未来可能占据造船市场 10% 的份额。凭借完整技术服务链以及唯一船舶设计类上市公司的融资能力, 公司在 EPC 市场的竞争力突出。
- 游艇业务打开长期增长空间。国内游艇市场空间巨大, 目前已进入高速发展期, 国际游艇市场空间超过 300 亿美元, 中国具有发展游艇出口的比较优势。公司引进意大利先进游艇制造技术, 初期采用意大利合作方品牌, 剑走高端, 长期发展值得期待。同时我们认为, 极度分散化的行业结构给了国内厂家充分的发展空间。
- 盈利预测与估值:** 我们预计 11~13 年公司 EPS 分别为 0.52 元、0.65 元、0.92 元, 对应 9 月 14 日收盘价 17.31 元, 动态 PE 分别为 33.29 倍、26.63 倍、18.81 倍。

EPC 和游艇两项新业务都处于起步阶段, 在利润贡献中比重较小, 未来有良好的发展前景, 公司长期发展后劲十足, 我们认为目前股价没有完全反映新业务的价值。首次覆盖给予“增持”评级。

- 风险提示:** 世界经济二次探底, 贸易复苏低于预期; EPC 业务利润率大幅波动; 游艇业务进展低于预期。

经营预测与估值	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	203	286	361	514
(+/-%)	59.8%	40.8%	26.3%	42.6%
归属母公司净利润(百万元)	62	75	94	133
(+/-%)	42.1%	21.8%	25.1%	41.5%
EPS(元)	0.72	0.52	0.65	0.92
P/E(倍)	41.51	33.88	27.10	19.15

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

公司简介 .....	5
设计主业大环境将企稳回升 .....	6
设计主业需关注新增订单 .....	6
造船新增订单下滑空间不大 .....	8
海工新增订单或将爆发式增长 .....	11
设计主业较高速增长可期 .....	16
佳豪设计订单增长超同期行业平均水平 .....	17
成长继续超行业可期 .....	17
EPC 业务有望再造一个佳豪 .....	23
EPC 与传统模式的比较 .....	23
EPC 模式倍增利润空间 .....	25
游艇业务：抢滩高端市场处女地 .....	26
游艇业务打开长期增长空间 .....	27
剑指高端市场 .....	30
国内游艇市场：未来更像汽车 or 葡萄酒？ .....	31
盈利预测与估值 .....	34
风险提示 .....	35

## 图表目录

图 1:	10 年佳豪主营业务收入构成.....	5
图 2:	10 年佳豪主营业务利润构成.....	5
图 3:	佳豪设计业务营业收入逆造船大市稳步成长.....	5
图 4:	佳豪历年营业利润.....	5
图 5:	上海佳豪股权结构.....	6
图 6:	设计周期领先于造船.....	7
图 7:	上海佳豪 10 年新增订单略超收入.....	7
图 1:	代表性航运上市公司平均 ROE.....	8
图 2:	主流船型每日收益.....	8
图 3:	全球海运贸易增速.....	9
图 4:	2010 年底全球船队船龄结构（按载重吨计）.....	10
图 8:	海工钻采平台利用率.....	11
图 9:	海洋工程船日费率（\$/天）.....	11
图 10:	海洋工程船保有量（千艘）.....	11
图 11:	布伦特原油期货价格（\$/桶）.....	12
图 12:	2011 年初海洋工程船船龄结构（艘）.....	12
图 13:	海洋工程船在手订单/保有量较低.....	13
图 14:	海洋工程船新增订单增速（中性假设）.....	14
图 15:	海洋工程船新增订单增速（悲观假设）.....	14
图 16:	典型海上风电场投资成本比例.....	15
图 17:	佳豪“双体海上风电工程专用船”效果图.....	16
图 18:	佳豪船舶与海工设计订单增长超同期行业平均水平.....	17
图 19:	船舶设计流程.....	19
图 20:	2010 年中国产量前 10 大船厂.....	20
图 21:	2011 年 6 月底中国在手订单前 10 大船厂.....	20
图 22:	2011 年 6 月底按在手订单（DWT）不同类型船厂市场份额.....	20
图 23:	EPC 造船模式流程.....	23
图 24:	传统造船模式流程.....	23
图 25:	EPC 模式相较于传统模式可减少造船成本.....	24
图 26:	船舶设计行业收费惯例.....	25
图 27:	2011 年中国千万富豪人数.....	27
图 28:	主要国家人口数量/游艇保有量.....	27
图 29:	主要国家游艇保有量.....	27
图 30:	国内游艇行业近年进入高速发展期.....	28
图 31:	国内游艇行业出口量.....	28
图 32:	佳豪引进的意大利 FIPA: Maiora20s.....	30
图 33:	国内复合材料船艇行业市场份额.....	30
图 34:	2010 年世界各集团乘用车产量占比.....	32
图 35:	2008 年世界葡萄酒生产分布.....	32
图 36:	中国小包装进口葡萄酒收入占比.....	32
图 37:	2006 年世界游艇行业市场份额.....	33

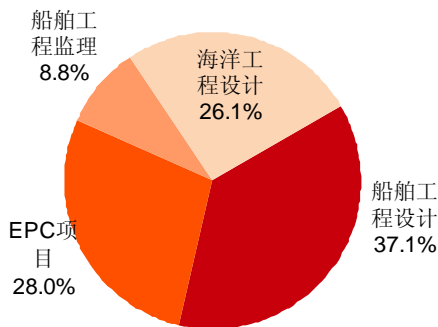
表格 1: 造船业供求模型 .....	10
表格 2: 海洋工程船供求模型 (中性假设) .....	13
表格 3: 海洋工程船供求模型 (悲观假设) .....	14
表格 4: 佳豪船舶设计订单市场份额 (百万 DWT) .....	17
表格 5: 佳豪设计船型驶向高端 .....	17
表格 6: 船舶与海工设计行业市场格局 .....	18
表格 7: 公司核心简介与持股情况 .....	19
表格 8: 世界主要船厂毛利率比较 .....	21
表格 9: 世界主要船厂净利率比较 .....	21
表格 10: 2010 年佳豪前五大客户 .....	22
表格 11: 公司 2010 年从事的研发项目及进展情况 .....	22
表格 12: EPC 模式与传统模式比较 .....	24
表格 13: 佳豪在 EPC 市场有较强竞争力 .....	26
表格 14: 佳豪进军游艇行业进展情况 .....	26
表格 15: 目前影响游艇市场发展的主要政策 .....	28
表格 16: 出台的鼓励游艇发展的相关政策 .....	29
表格 17: 台湾游艇业发展历程 .....	29
表格 18: 分业务盈利预测 .....	34
表格 19: 相关公司估值比较 .....	35

## 公司简介

公司前身上海佳豪船舶工程设计有限公司成立于 2001 年 10 月 29 日，2008 年整体变更为上海佳豪船舶工程设计股份有限公司。公司自设立以来一直以船舶与海洋工程装备设计为主营业务，是目前国内三家规模最大、实力最强的专业民用船舶与海洋工程设计企业之一。

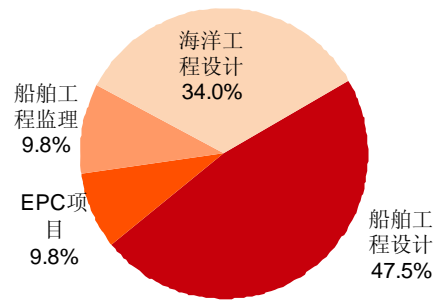
公司在行业内首创了开发设计、合同设计、详细设计、生产设计、技术监理等完整的技术服务链。

图 1： 10 年佳豪主营业务收入构成



资料来源：公司公告,华泰联合证券研究所

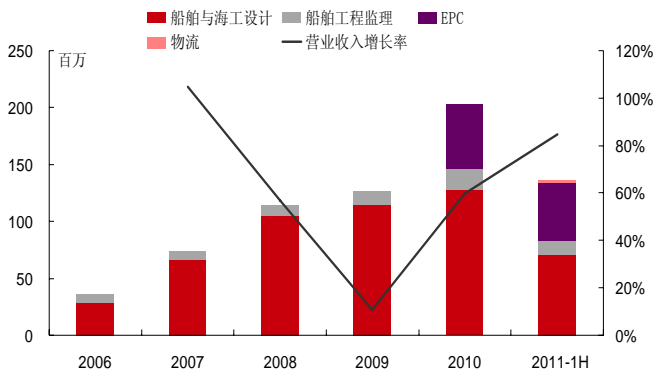
图 2： 10 年佳豪主营业务利润构成



资料来源：公司公告,华泰联合证券研究所

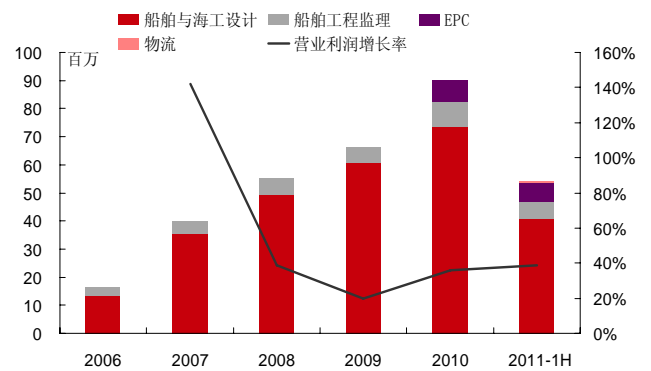
金融危机以来，造船与海工行业新订单总体处于下滑态势，10 年有所反弹，11 年目前看较 10 年有所下滑。但佳豪收入和利润水平都保持平稳增长态势，这一方面因为危机前签订了充足的订单，另一方面因为佳豪新增订单增长率大幅超越行业。

图 3： 佳豪设计业务营业收入逆造船大市稳步成长



资料来源：公司公告,华泰联合证券研究所

图 4： 佳豪历年营业利润

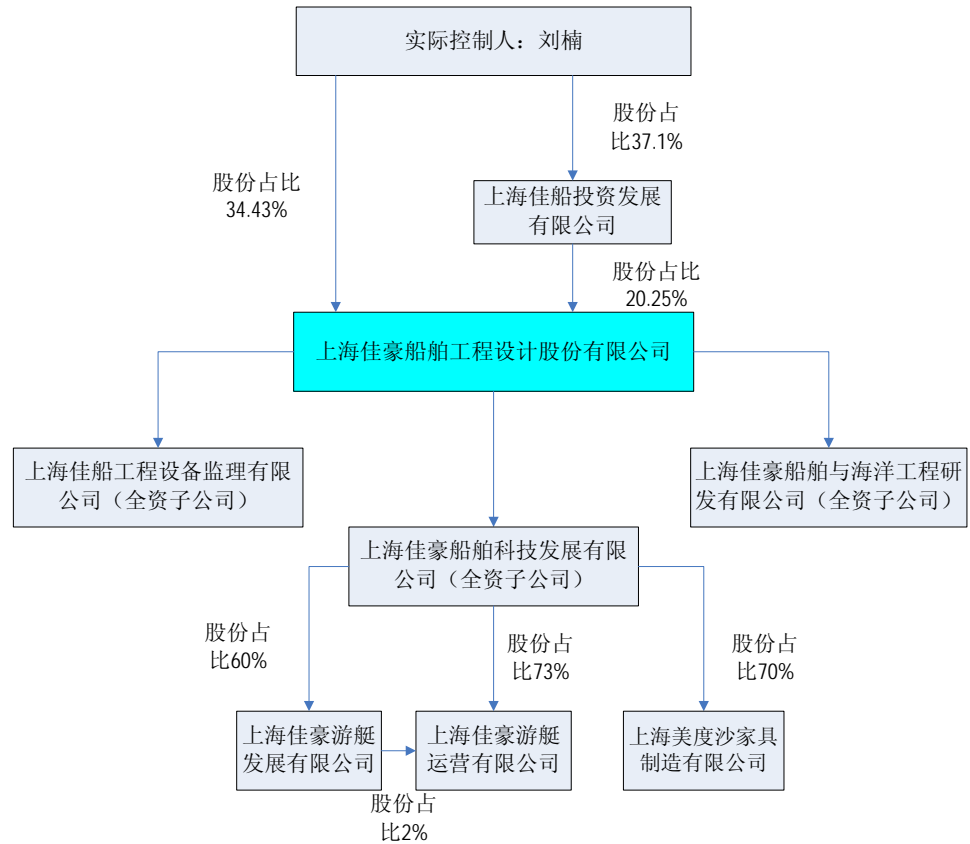


资料来源：公司公告,华泰联合证券研究所

10 年公司在行业内首创 EPC 总承包模式，目前已承接合同金额超过 3 亿元。

2010 年 4 月，佳豪全资子公司佳豪船舶科技发展有限公司与两位自然人共同出资 3000 万元注册设立合资公司——上海佳豪游艇发展有限公司，进军游艇业。其中佳豪科技出资 1800 万元人民币，占注册资本的 60%（控股方）。

图 5： 上海佳豪股权结构



资料来源：公司公告,华泰联合证券研究所

## 设计主业大环境将企稳回升

由于设计业的周期早且短，新接订单将很快影响次年的收入，佳豪 10 年新接订单略超收入。因此未来我们只需要考察新接订单能否持续增长，从而带动收入的增长。

我们认为，未来造船业新增订单离底部已不远，但短期回升的可能性也不大，未来更可能在略低于 11 年的水平上浮动。

海洋工程船新增订单底部迹象明显。根据我们的模型，在中性假设下，12~18 年新增订单可以实现年均 43.3% 的增速。即使在悲观假设下，新增订单仍可以实现年均 32.1% 的增速。

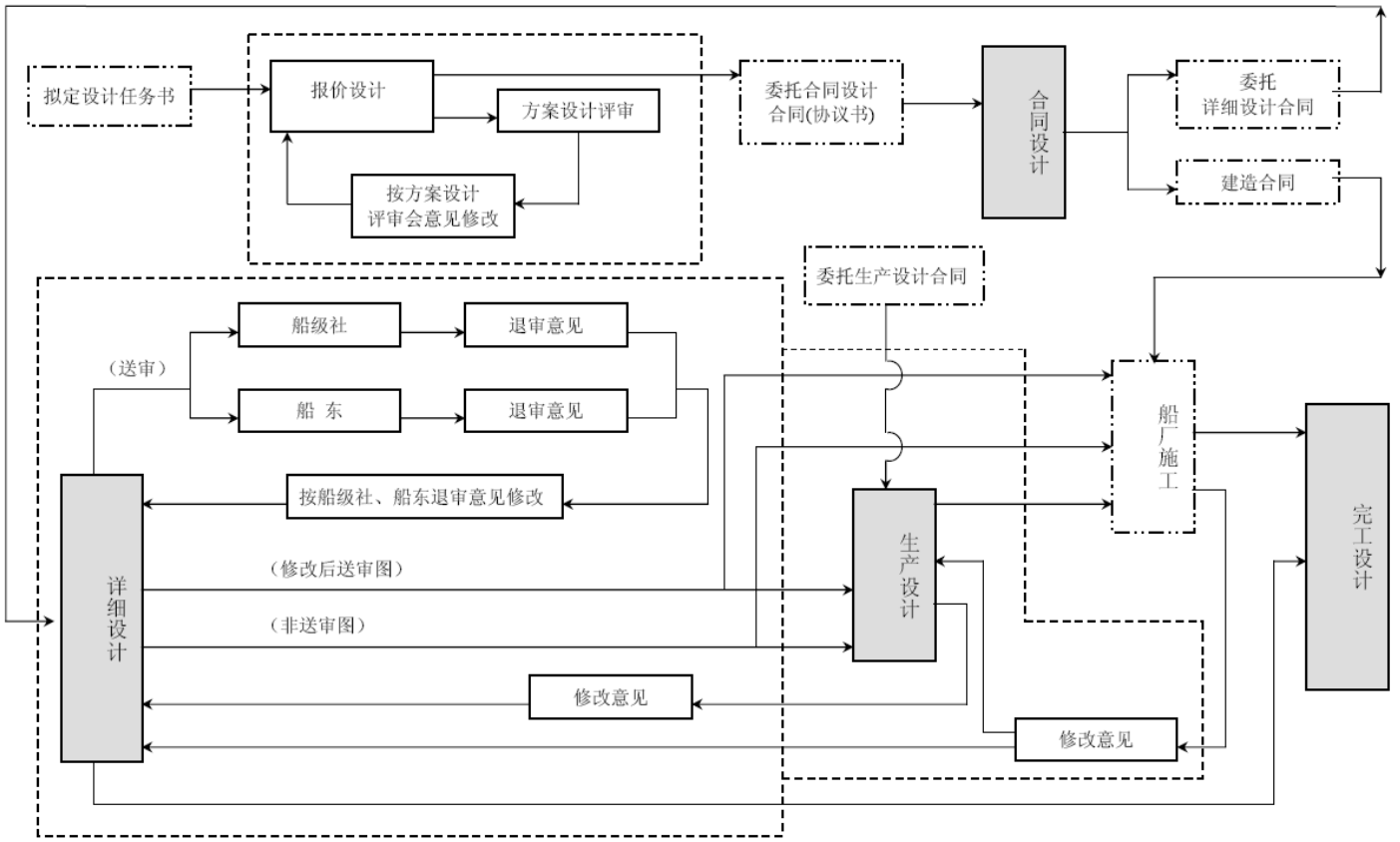
相对于前几年大幅下滑的恶劣局面，未来行业大环境将明显改善。

### 设计主业需关注新增订单

相对于造船，设计的周期更短。在船厂产能宽裕的情况下大型船舶建造周期需 12~18 个月，船舶设计公司的收入确认约早于造船半年到一年。

从流程上看是先设计后造船。详细设计完工大部分后，船厂才根据设计结果进行相应备货；为了缩短工期，生产设计通常会与船厂施工同时进行，但需要大幅度领先施工进度。

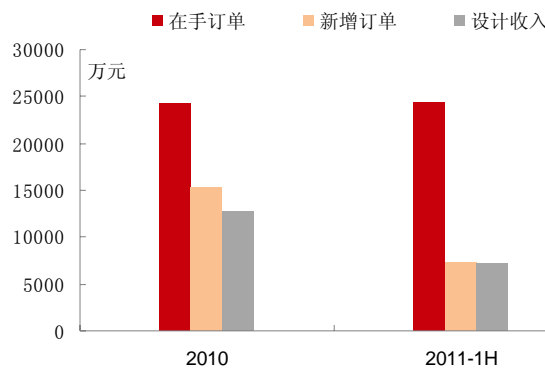
图 6: 设计周期领先于造船



资料来源: 招股说明书, 华泰联合证券研究所

上海佳豪 10 年底在手订单为当年收入的 1.9 倍, 设计业的周期早且短于造船业, 佳豪当年接的订单很大程度上在次年就将反映在收入上。佳豪 10 年新接订单略超收入。因此未来我们只需要考察新接订单能否持续增长, 从而带动收入的增长。

图 7: 上海佳豪 10 年新增订单略超收入



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

## 造船新增订单下滑空间不大

从 08 年次贷危机以来，商船队规模增速大幅超越贸易增速，运力过剩的局面越来越明显，并且 11、12 两年新船下水规模预计也远超年度贸易增幅，过剩程度将加剧，未来年度新船交付量必然需要一个较大的向下调整来使运力重新平衡。然而从新增订单来看，下滑空间已不大。

我们通过构建需求模型对此进行预测，更具体分析参见我们的报告：《造船行业研究报告---回暖仍需耐心》。

如果希望判断造船市场回暖的时间，需要得到几个关键假设量：1.现有船队过剩的程度；2.未来海运贸易增速；3.未来几年拆船量。

## 现有船队的过剩程度

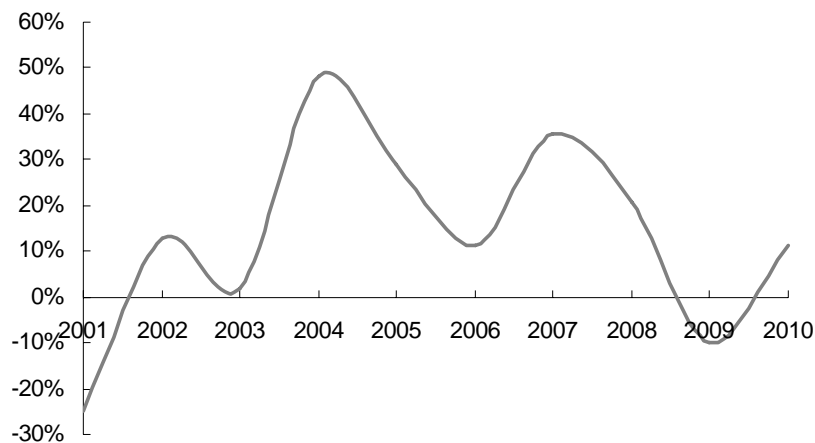
我们综合采用代表性航运上市公司 ROE 和每日收益评价市场所处的冷暖状态。10 年航运公司 ROE 低于 04~08 年，每日收益也明显下降。

但以此认为当前市场非常“冷”可能有失偏颇。因为 2004~2008 年的市场由于中国迅速重工业化导致的海运需求增长，航运市场一直处于一个偏紧的状态，或者说是一个偏“热”的状态。

从 ROE 指标看，10 年比 01~03 年的平均水平高，11 年至今航运公司的盈利情况进一步下降。

目前的每日收益跟 1990~2003 年比较基本相当。所以我们认为目前的航运市场处于一个稍微“冷”的状态。

图 1： 代表性航运上市公司平均 ROE

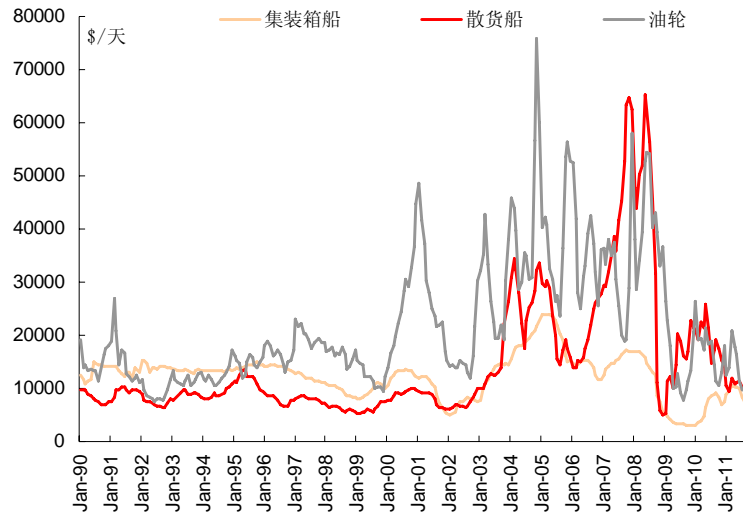


资料来源：Clarksons, 华泰联合证券研究所

注：采用的代表性航运公司包括：China shipping Container、Hyundai Merchant Marine、China COSCO Holdings、Kore Line、Pacific Basin Shipping、STX Pan Ocean -KRW。

图 2： 主流船型每日收益





资料来源: Clarksons, 华泰联合证券研究所

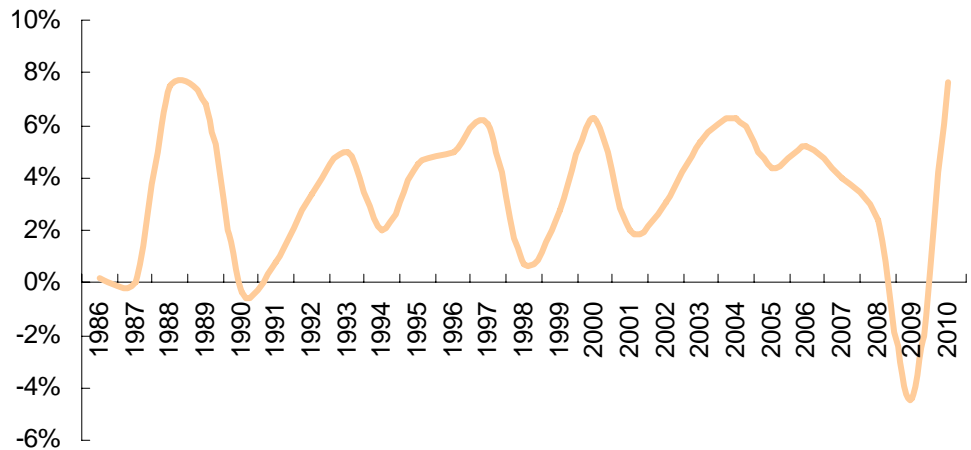
结合航运公司 ROE 和每日收益, 我们将 2008 年底的航运市场状态认定为供求平衡 (即航运业的盈利情况一般)。在此基础上根据海运贸易增长率和船队增长率后推得到目前的供求状态。

10 年全球海运量较 08 年增长 2.9%, 然而同期世界船队规模增长 16.9%, 那 10 年底运力过剩 14%。

### 海运贸易增速

1990~2010 年年均全球海运贸易增速为 3.6%, 2000~2008 年年均增速为 4.3%。

图 3: 全球海运贸易增速



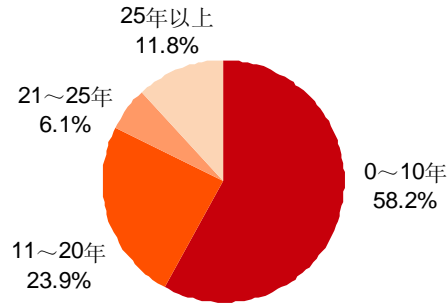
资料来源: Clarksons, 华泰联合证券研究所

未来几年如果世界经济不出现二次探底, 贸易会有一个恢复性的反弹, 同时中国以及印度会继续引领世界海运贸易保持较高的增长速度, 我们预测可以实现年均 4.7% 的增长, 在 2016 年后增速下降为年均 4.3%。

## 拆船量

由于上轮造船业大牛市的累积新船投放，目前全球船队船龄较新。25 年以上的只占船队规模的 11.8%。

图 4： 2010 年底全球船队船龄结构（按载重吨计）



资料来源: Clarksons, 华泰联合证券研究所

尽管航运市场不景气，较新的船龄却限制了拆船的潜力。我们预计未来五年可以实现年均船队规模 2.3% 的拆解，而由于 21~25 年船龄的船只比重仅占 6.1%，我们预计 5 年后仅实现年均船队规模 2.0% 的拆解。

## 造船业供求模型

根据我们测算，09、10 年两年订单撤销量约占 09 年初在手订单的 9%，未来预计仍有一定比例的订单被撤销，由于基本上撤单风险集中于 08 年下半年船价大幅下跌之前的订单，随着这部分订单比例的降低，未来撤单比例会比较小，更多船东会以延期的形式应对运力过剩的局面。另外，对于我们考察造船行业回暖时间这个问题，撤单量的多少不影响结果，因为可以把撤销的订单看成新订单的减少。所以，在模型中不考虑撤单量。

表格 1：造船业供求模型

时间	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
船队规模 (百万 DWT)	1411.6	1539.1	1633.7	1696.2	1737.1	1777.2	1821.6	1865.2	1907.9	1959.8	2020.6	2090.1	2168.3
在手订单 (百万 DWT)	472.1	392.1	332.1	302.1	292.1	282.1	272.1	272.1	292.1	312.1	332.1	352.1	372.1
在手订单/船队规模	33.4%	25.5%	20.3%	17.8%	16.8%	15.9%	14.9%	14.6%	15.3%	15.9%	16.4%	16.8%	17.2%
新增订单 (百万 DWT)	125.1	80	70	70	70	70	70	80	100	110	120	130	140
新船交付 (百万 DWT)	150.8	160	130	100	80	80	80	80	80	90	100	110	120
海运贸易增速	7.6%	5.2%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
拆船率	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
船队规模增速	6.9%	9.0%	6.1%	3.8%	2.4%	2.3%	2.5%	2.4%	2.3%	2.7%	3.1%	3.4%	3.7%
运力过剩程度	14.0%	17.8%	19.3%	18.4%	16.1%	13.7%	11.9%	10.0%	8.0%	6.4%	5.2%	4.4%	3.8%

资料来源: Clarksons, 华泰联合证券研究所

根据我们的模型，造船业的复苏需要较长时间，新增订单的复苏从 2017 年开始，而交付量的复苏则开始于 2019 年。在此之前，新船交付可能有 50% 的下滑，而年度新增订单下滑的空间不大。未来可能从 11 年的 80 百万 DWT 小幅下滑至 70 百万 DWT 附近，或 12.5%。

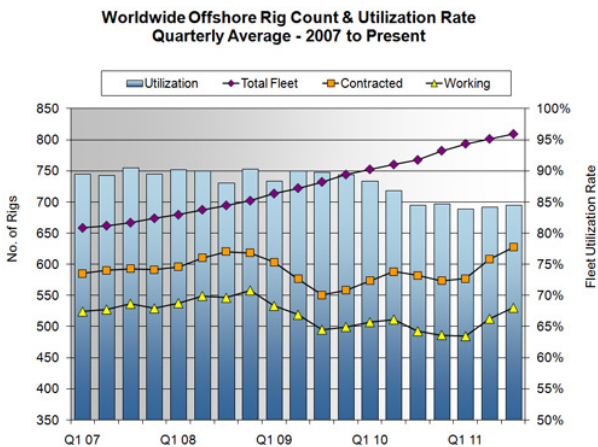
### 海工新增订单或将爆发式增长

海工设备可以分为钻采平台和为钻采平台提供支持的海洋工程船。目前公司涉及的领域在起重铺管船等海洋工程船，即所谓的“小海工”。

与造船业情况类似，在次贷危机前的高油价刺激下，大量海工订单涌现，随着订单逐渐实现交付，出现了一定程度的过剩。根据 ODS 统计，目前海工钻采平台利用率接近 85%，不是很理想，但实际过剩程度并不严重，通常行业利用率达到如 07、08 年的 90% 就是比较繁荣的情况。

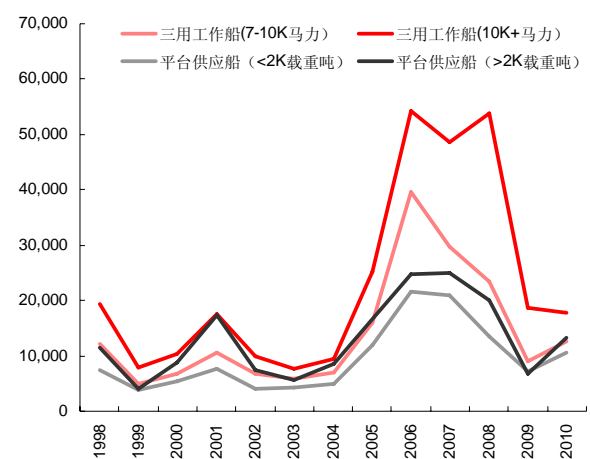
海洋工程船利用率缺乏数据，但根据工程船的日费率，2010 年好于 05 年前，差于 06~08 年市场火爆的阶段，我们认为工程船的过剩程度可能跟钻采平台类似，出于保守，估计在 10 年底约有 8% 的过剩。

图 8： 海工钻采平台利用率



资料来源：ODS, 华泰联合证券研究所

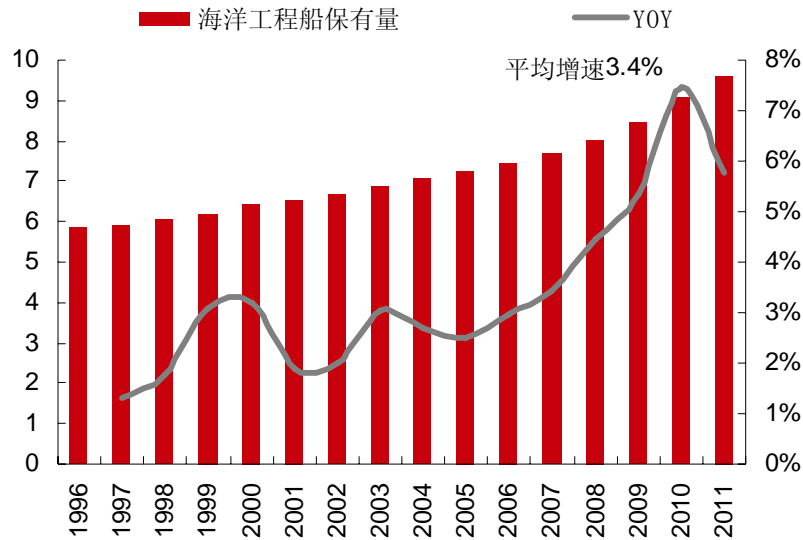
图 9： 海洋工程船日费率（\$/天）



资料来源：Clarksons, 华泰联合证券研究所

在 1997~2006 年，海洋工程船保有量平均以 2.4% 的较低速度增长，而 2007~2011 增长率提高为 5.3%。

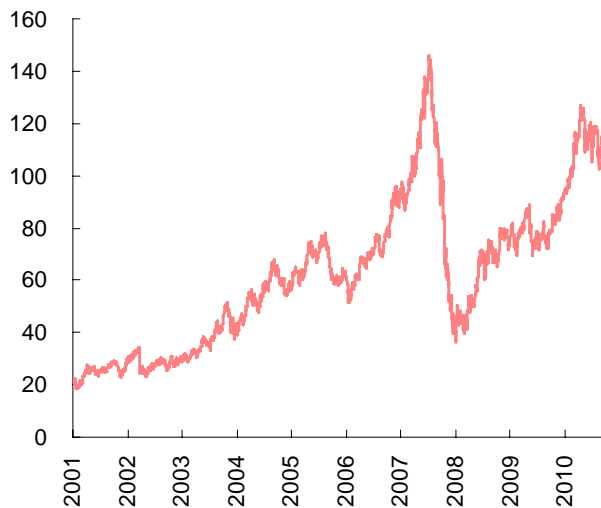
图 10： 海洋工程船保有量（千艘）



资料来源: Clarksons, 华泰联合证券研究所

对海洋工程船的需求影响最大的是油价，一般认为深海石油开发的单位成本为 40-50 美元/桶，浅海的更低一些。目前的油价足以支撑石油公司进行海洋油气勘探开发投资，除非油价大幅下跌。我们认为年新增需求实现 3.5% 的增长是相当保守的估计，非常有可能超预期。

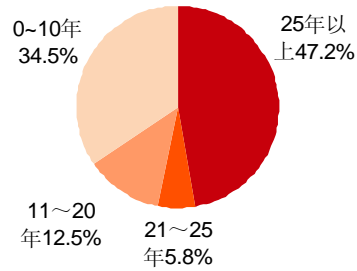
图 11: 布伦特原油期货价格 (\$/桶)



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

对海洋工程船需求更确定的方面来自更新。上世纪 80 年代随着技术突破和油价高涨大量下海的海洋工程船目前很大比例已经超期服役，25 年以上船龄的占比达到 47.2%。我们预计未来 8 年更新 40%，年均 5%。

图 12: 2011 年初海洋工程船船龄结构 (艘)

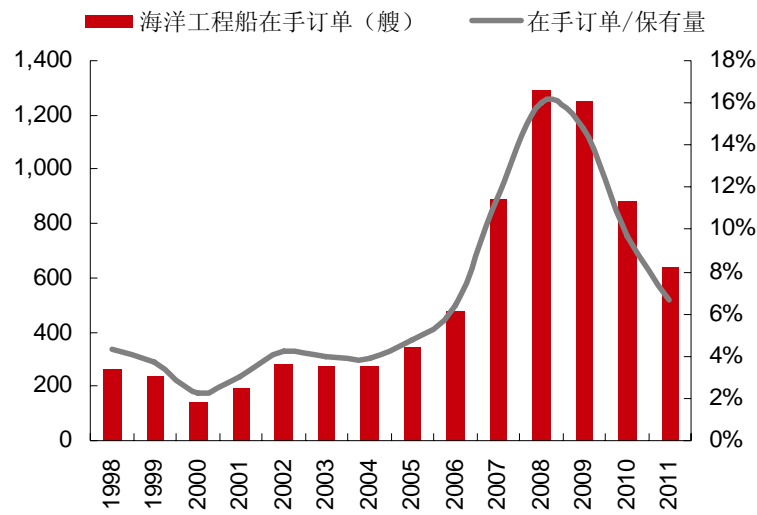


资料来源: Clarksons, 华泰联合证券研究所

注: 克拉克森统计的海洋工程船包括 PSV (平台供应船)、AHTS (三用工作船) 等辅助船, 而不包括钻井平台。

11 年初海洋工程船在手订单/保有量为 6.6%, 处于较低的水平。

图 13: 海洋工程船在手订单/保有量较低



资料来源: Clarksons, 华泰联合证券研究所

在上面分析基础上我们构建了海洋工程船供求模型。在我们中性假设下, 海洋工程船新增订单在 12~18 年可以实现年均 43.3% 的增速。

新增订单的增速在 12 年可能较低, 我们预计仅 25%, 是为了消化船队的过剩。在此后将实现高速增长。

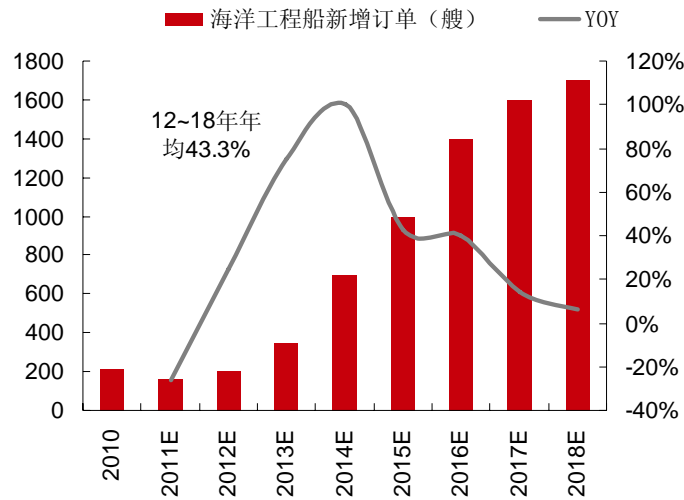
表格 2: 海洋工程船供求模型 (中性假设)

时间	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
海洋工程船规模 (艘)	9634	9582	9453	9181	9061	9258	9746	10558	11530
在手订单 (艘)	638	368	218	368	728	1078	1528	1828	2028
在手订单/船队规模	6.6%	3.8%	2.3%	4.0%	8.0%	11.6%	15.7%	17.3%	17.6%
新增订单 (艘)	217	160	200	350	700	1000	1400	1600	1700

新船交付（艘）	538	430	350	200	340	650	950	1300	1500
需求增速		3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
拆船率	3.6%（按载重吨）	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
船队规模增速	5.8%	-0.5%	-1.3%	-2.9%	-1.3%	2.2%	5.3%	8.3%	9.2%
过剩程度	8.0%	4.0%	-0.9%	-7.3%	-12.1%	-13.4%	-11.6%	-6.8%	-1.1%

资料来源：Clarksons, 华泰联合证券研究所

图 14： 海洋工程船新增订单增速（中性假设）



资料来源：Clarksons, 华泰联合证券研究所

在我们的假设中，年均 5% 的拆船率是比较确定的，至多在不同年度间分布有所差异。但需求增速不是那么确定，我们悲观假设未来年均需求增速仅 1%。

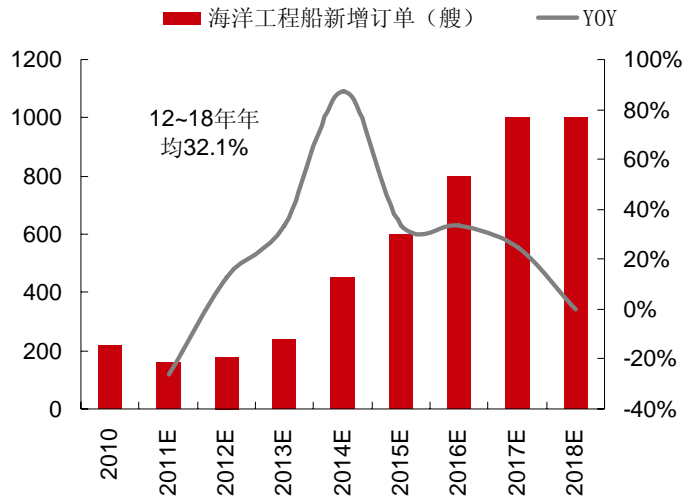
表格 3： 海洋工程船供求模型（悲观假设）

时间	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
海洋工程船规模（艘）	9634	9582	9443	9171	8942	8895	9001	9251	9688
在手订单（艘）	638	368	208	248	468	668	918	1218	1318
在手订单/船队规模	6.6%	3.8%	2.2%	2.7%	5.2%	7.5%	10.2%	13.2%	13.6%
新增订单（艘）	217	160	180	240	450	600	800	1000	1000
新船交付（艘）	538	430	340	200	230	400	550	700	900
需求增速		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
拆船率	3.6%（按载重吨）	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
船队规模增速	5.8%	-0.5%	-1.5%	-2.9%	-2.5%	-0.5%	1.2%	2.8%	4.7%
过剩程度	8.0%	6.5%	4.0%	0.1%	-3.4%	-4.9%	-4.7%	-2.9%	0.8%

资料来源：Clarksons, 华泰联合证券研究所

在这种悲观假设下，海洋工程船新增订单在 12~18 年仍可以实现年均 32.1% 的增速。

图 15： 海洋工程船新增订单增速（悲观假设）



资料来源: Clarksons, 华泰联合证券研究所

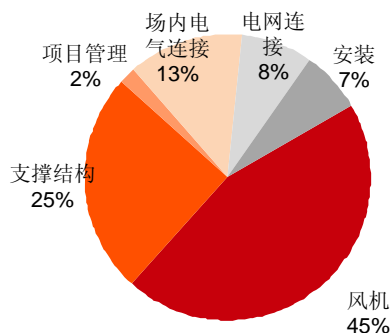
海洋工程船未来增速这么高的根本原因在于目前新增订单/船队规模过低, 我们预计11年新增订单160艘, 仅占年初船队规模的1.7%, 而年度拆船率就达5%。因此, 即使不存在新增需求, 新增订单也需要倍增来满足更新需求。

传统上所指的海工装备指海洋石油开发所需钻采平台和辅助的工程船, 近年随着海上风电的开发, 也有了少量的风电安装船, 目前处于供不应求状态, 制约海上风电的发展。

根据正在制定的“十二五”能源规划和可再生能源规划, 2015年我国将建成海上风电500万千瓦, 2020年达到3000万千瓦。

根据海外多个风电场统计数据, 海上风电投资成本基本在16000~20000元/KW。按照17000元/KW计算, 到2020年中国海上风电场将累计投资5100亿元, 年均510亿元。

图 16: 典型海上风电场投资成本比例



资料来源: 华泰联合证券研究所

海上风电对海工船的需求主要体现在风机安装环节，海底电缆的铺设也需要海工船支持。另外根据欧洲的经验，建成后每年的运行维护成本约占总投资的 2%，需要海工船支持。

全球目前有 13 艘风机安装设备，多数仍是非自航的自升式平台或起重船，由于施工效率低，未来基本将被专业风机安装船取代。据英国可再生能源咨询机构 BVG Associates 估计，到 2020 年，英国将建成海上风电 2300 万千瓦，需要 30 艘风机安装船。按此推算，到 2020 年，中国需要约 40 艘风机安装船。

风机安装船造价较高。11 年初，韩国大宇造船为德国 RWE Innogy 公司建造的海上风机安装船下水，造价 1 亿欧元。

我们据此估计未来国内风机安装船市场年均约 30~40 亿人民币，对应设计市场空间 7000 万~1.5 亿人民币。

图 17： 佳豪“双体海上风电工程专用船”效果图



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

我国目前没有专业的风机安装船，唯一一座海上风电场——上海东海大桥海上风力发电示范项目 30 台风机（共 33 台风机）即采用上海佳豪设计的 2x1200 吨双臂架变幅式起重船——“三航风范”号进行风机整体吊装。

上海佳豪最新设计的“双体海上风电工程专用船”集打桩、风机整机取运、整机安装和海上风机散拼等功能为一体，大大降低了总投资规模，人员配置和营运费用也显著降低，真正实现了“节能减排、绿色环保”的船舶低碳设计理念。该船已于 2011 年 6 月开工建造，将于 2012 年上半年交付使用。

## 设计主业较高速增长可期

公司过去新增订单表现持续大幅超越行业，2007~2011 年年均超行业 35%以上。我们认为公司未来仍可延续之前几年的优异表现。

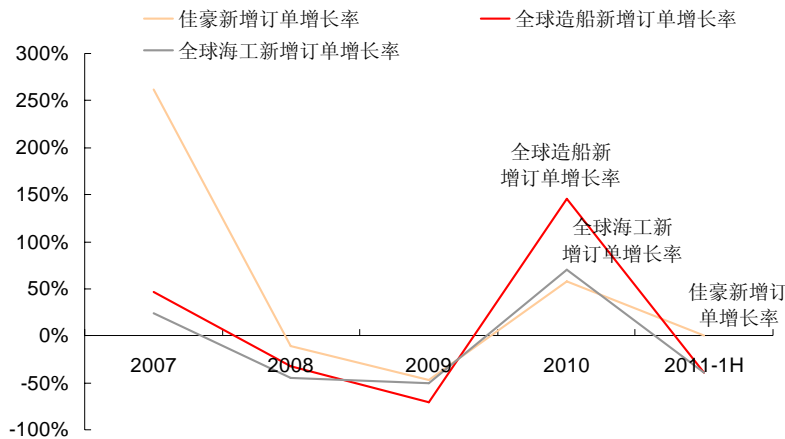
造船业新增订单将在小幅下滑后进入平台整理期，而海洋工程船的新增订单将实现高速增长。在行业大背景转暖的情况下，我们认为佳豪未来 5 年设计主业可以实现年均 25%以上的增长。



## 佳豪设计订单增长超同期行业平均水平

佳豪船舶与海工设计订单 2007~2011 年（2011 年为上半年数据）5 年复合增长率为 21.8%，全球造船新增订单复合增长率为-15.4%，全球海洋工程船舶新增订单复合增长率为-18.8%。年均超同行业 35%以上。即使去掉 07 年佳豪设计订单增长大幅超过行业的情况，近四年佳豪新增设计订单和全球造船与海工新增订单年复合增长率分别为：-7.1%、-26.3%、-27.0%。年均超同行业约 20%。

图 18： 佳豪船舶与海工设计订单增长超同期行业平均水平



资料来源：公司公告，Clarksons, 华泰联合证券研究所

注：出于数据的可得性，佳豪设计订单以金额计量，全球造船新增订单以 DWT（载重吨）计量，全球海工船新增订单以 GT（总吨）计量。

设计通常按船价的一定比例收取费用。金融危机后，到目前船价已较 08 年高位下滑超过 30%，同等吨位船型的船舶设计费也相应受影响。考虑到这个因素，佳豪在行业中表现更加突出。

## 成长继续超行业可期

### 从市场空间来看：

表格 4： 佳豪船舶设计订单市场份额（百万 DWT）

年份	世界新船订单	中国新船订单	中国订单占比	佳豪设计合同	佳豪国内市场占有率
2006	142	43	30.0%	1.0	2.2%
2007	241	98	40.9%	3.9	4.0%
2008	154	58	37.7%	3.1	5.2%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

我们粗略估计目前佳豪国内船舶设计市场占有率约 8%，06 年国内市场占有率仅 2.2%，占有率大幅提升的重要原因是设计能力的迅速提高。

表格 5： 佳豪设计船型驶向高端

船型	2009 年上市时	目前

散货船	5,000DWT、7,000DWT、12,300DWT、12,700DWT、15,000DWT、17,000DWT、22,500DWT、30,000DWT、31,800DWT、32,500DWT、35,000DWT、54,500DWT、57,000DWT、57,500DWT、58,000DWT、68,000DWT、80,000DWT 等船型	翡翠系列：其中的 47000 吨和 82000 吨两个系列承接了大批量订单
油轮	3,600DWT、4,999DWT、7,000DWT、15,999DWT、17,000DWT、25,000DWT 等船型	红宝石系列：从 30000DWT 到 320000DWT（开发阶段）
集装箱船	750TEU、900TEU、1,080TEU 等船型	蓝宝石系列：从 1000TEU 到 6000TUE（开发阶段）

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

### 从行业竞争格局来看：

国内有四类主体参与船舶与海工设计行业。目前以上海船舶研究设计院、708 所为代表的国有设计院占据行业主导地位，技术实力雄厚。由于同属南北船，南北船旗下船厂设计基本交给这类国有设计院，同时占据民营船厂大部分高端船型订单。

大型国有造船企业的设计队伍依托自身船厂，生产设计能力强，有部分船型的详细设计能力，但基本只为自身船厂服务。

外资设计公司尽管技术水平领先，但由于运营成本高、服务链仅限于前端、对中国市场把握能力弱，市场份额较小。

民营设计公司目前与其他主体实行错位竞争，主攻民营船厂的中低端船型。我们认为民营设计公司未来的发展最可期待。其相对于国有设计院有灵活高效的机制，设计能力正迅速提升。预计未来民营设计公司仍难以取得南北船旗下船厂订单，仅能获得其中的一些特种船型订单，但随着设计能力的提升将逐步获取民营船厂的高端船型订单。

**表格 6：船舶与海工设计行业市场格局**

市场竞争者	优势	劣势	细分市场	代表厂商
国有专业设计院	技术和人才实力强，国家政策支持	机制不灵活，参与市场竞争意识弱	南北船旗下船厂，民营船厂的高端船型	上海船舶设计研究院、708 所
大型国有造船企业的设计队伍	依托自有船厂，在生产设计上能力强	不参与对外竞争，基本限于生产设计，详细设计能力弱	自造船船的大部分生产设计，部分船舶的前期设计和详细设计，基本不参与对外竞争	沪东中华等船厂设计部门
外资船舶设计公司	技术水平高，代表了国际先进水平	收费昂贵，对国内市场把握能力弱	主要为外国船东进行前期的基本设计和合同设计	大连福凯、上海杰星
民营船舶设计公司	机制灵活，服务意识强，技术能力提高迅速	技术实力相对较弱，开拓南北船旗下船厂订单有壁垒	民营船厂低端船型，国有船厂的部分特种船型	上海佳豪、上海京荣、上海欧得利

资料来源：华泰联合证券研究所

### 从公司自身竞争力来看：

公司主要管理层进入公司前都在业内有丰富的经验，大部分出自上海船舶研究设计院（隶属中国船舶工业集团公司，产品覆盖范围和市场占有率均居国内之首，在国际船

舶设计领域享有很高的声誉), 创业前都已经是相关业务领域的专家, 并在上船院担任重要领导职务。

公司推行同仁管理模式, 通过核心管理层持股等制度安排, 吸引了一大批优秀人才加盟。截至 2009 年 6 月 30 日, 持有公司股份的中高级管理人员和其他核心人员为 51 人, 占公司员工总数的 13%, 持有公司股份占公司股份总数的比例为 88%。

**表格 7: 公司核心简介与持股情况**

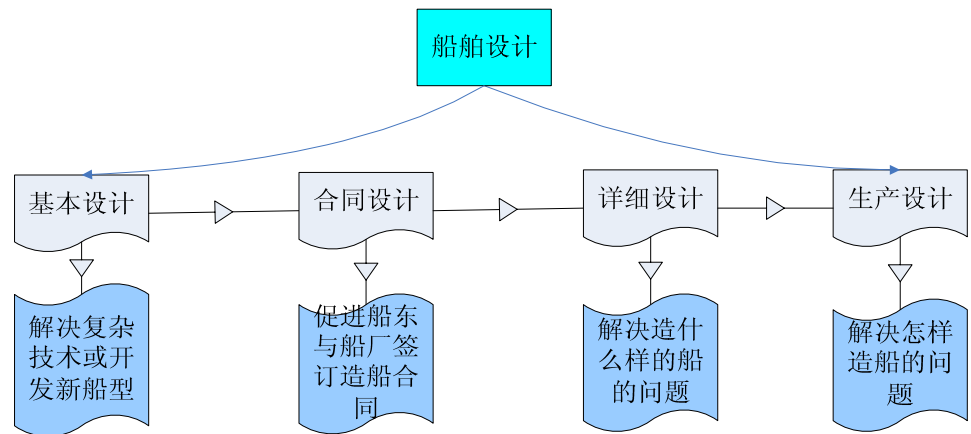
核心名单	职务	曾任职务	技术成就	上市前持股比例
刘楠先生	董事长、总经理,兼任上海佳船工程设备监理有限公司执行董事、总经理、技术中心主任	上海船舶研究设计院团委书记、四室(原技术开发室)副主任(主持工作)、院经营计划处处长、院长助理	省部级科技进步成果奖二等奖一项、三等奖两项。	55.78%
赵德华先生	董事、副总经理,分管本公司的设计和计划管理工作,兼任本公司总工程师	上海船舶研究设计院四室副主任、二室副主任、经营计划处副处长	省部级科技进步成果奖一等奖一项、二等奖一项	4.04%
孙皓先生	董事、副总经理,兼任本公司综合管理部经理、内审部经理	公司上海船舶研究设计院院办公室副主任(主持工作)、经营计划处副处长	省部级科技进步成果奖二等奖一项	1.92%
吴晓平先生	董事、副总经理,分管公司工程船开发、海洋工程设计、质量管理体系和设计协作方管理工作	中国船舶工业集团公司东海船厂设计所所长	国家发明专利一项	2.28%
李彤宇先生	董事,兼任本公司总经理助理、设计三部(研究开发部)经理	中国船舶工业集团公司爱德华船厂设计部副经理、经理		1.64%
蓝孝治先生	监事会主席	上海船舶研究设计院一室主任工程师、四室副主任,上海佳豪船舶工程设计有限公司总监造师,本公司总监造师,上海佳船工程设备监理有限公司监事、总工程师		2.05%
朱春华先生	监事,兼任本公司设计二部经理	上海船舶研究设计院四室轮机科副科长	省部级科技进步成果奖一等奖一项	1.55%
王刚先生	副总工程师兼设计三部(研究开发部)副经理	上海船舶研究设计院四室总舾科副科长(主持工作)	省部级科技进步成果奖二等奖一项	1.38%
寻正来先生	设计一部经理	中国船舶工业集团公司上海船舶研究设计院四室结构科科长		1.38%
熊平安先生	海事工程部经理	曾在浙江现代设计有限公司、湖北省黄冈市江北船厂工作	省部级科技进步成果奖二等奖一项	1.27%

资料来源: 招股说明书, 华泰联合证券研究所

设计公司的核心资产是人, 核心竞争力是技术能力与设计团队的凝聚力, 这方面佳豪具有较强的竞争优势。

公司在行业内首创了开发设计、合同设计、详细设计、生产设计、技术监理等完整的技术服务链。目前绝大部分船舶设计单位只能提供开发设计、合同设计和详细设计。

**图 19: 船舶设计流程**



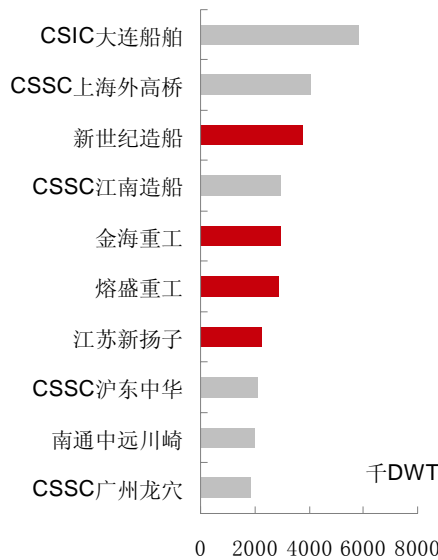
资料来源：华泰联合证券研究所

2008年初，公司第一家通过了中国船级社（CCS）的“船舶和海上设施设计单位评估”，在民营设计公司中处于龙头地位。

**主要目标客户发展趋势良好**

过去10年，伴随着中国造船业崛起的另一现象是民营船厂的迅速壮大，10年前南北船两大集团几乎垄断中国造船市场，到今天民营船厂已经接近60%的市场份额，并有进一步扩张的趋势。民营船厂的壮大给了民营设计公司广阔的市场空间。

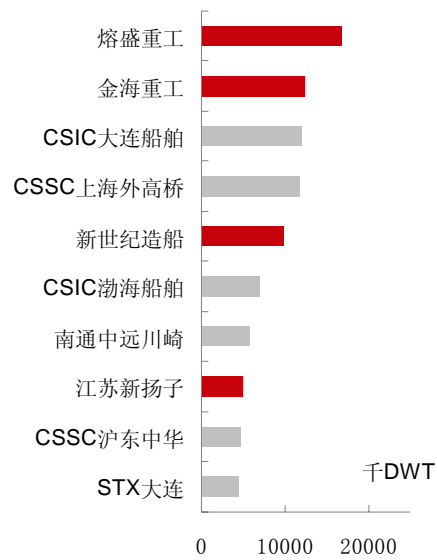
图 20： 2010 年中国产量前 10 大船厂



资料来源：Clarksons, 华泰联合证券研究所

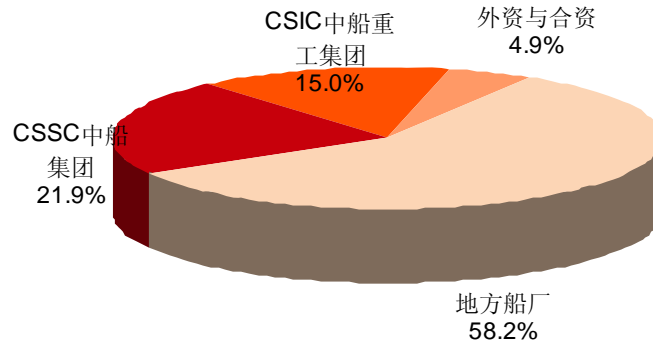
注：红色为地方民营船厂

图 21： 2011 年 6 月底中国在手订单前 10 大船厂



资料来源：Clarksons, 华泰联合证券研究所

图 22： 2011 年 6 月底按在手订单（DWT）不同类型船厂市场份额



资料来源: Clarksons, 华泰联合证券研究所

从目前上市的中日韩船厂的盈利能力看, 民营船厂>中国国有船厂>韩国船厂>日本船厂。民营船厂的竞争优势明显。我们认为世界造船业向中国转移的趋势将继续, 看好中国民营船厂未来的发展, 逻辑有两条: 1. 依托中国的低成本优势; 2. 较强的成本控制力。

表格 8: 世界主要船厂毛利率比较

船厂性质	船厂	2005	2006	2007	2008	2009	2010
民营船厂	扬子江船业	19.9%	21.4%	23.0%	17.9%	21.0%	22.5%
	熔盛重工	/	/	-4.8%	-1.9%	19.5%	22.4%
国有船厂	广船国际	8.6%	15.8%	17.4%	13.1%	12.1%	13.4%
	中国船舶	18.2%	20.2%	27.8%	21.0%	14.5%	19.9%
韩国船厂	STX 造船	-12.1%	3.0%	6.8%	5.3%	4.1%	6.7%
	三星重工	3.6%	5.2%	8.7%	10.2%	8.7%	10.6%
	大宇造船	-2.6%	-3.1%	4.3%	9.3%	5.5%	8.4%
日本船厂	现代重工	6.9%	12.6%	16.5%	15.8%	14.9%	20.8%
	三井造船	3.1%	1.7%	3.3%	5.5%	3.9%	5.6%

资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

表格 9: 世界主要船厂净利率比较

船厂性质	船厂	2005	2006	2007	2008	2009	2010
地方船厂	扬子江船业	18.5%	19.5%	22.6%	21.6%	21.6%	22.9%
	熔盛重工	/	/	-66.4%	-11.2%	13.7%	13.6%
国有船厂	广船国际	3.6%	8.8%	15.8%	11.7%	7.9%	10.1%
	中国船舶	9.5%	11.8%	16.3%	15.0%	9.9%	8.7%
韩国船厂	STX 造船	-0.5%	2.5%	7.6%	1.4%	-3.7%	1.9%
	三星重工	1.3%	2.4%	5.7%	5.9%	5.1%	6.8%
	大宇造船	0.2%	1.1%	4.5%	3.6%	4.6%	6.5%
日本船厂	现代重工	1.8%	5.7%	11.2%	11.3%	10.2%	16.8%
	三井造船	3.1%	1.7%	3.3%	5.5%	3.9%	5.6%

日本船厂	三井造船	1.0%	1.0%	3.1%	2.5%	1.5%	2.6%
------	------	------	------	------	------	------	------

资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

我们认为在民营设计公司的设计能力逐步提升后, 民营船厂有动力把高端船型订单从国有设计院处转移到民营设计公司, 因为南北船两大集团毕竟是民营船厂在国内最大的竞争对手, 民营船厂不会愿意在设计上受制于人。

### 多种合作方式提升客户层次和设计能力

上市之前公司设计业务客户主要是中小船舶及中小船厂, 10 年公司进入了金海湾、上海船厂、扬子江、新扬子、靖江东方等大型船舶企业。

表格 10:2010 年佳豪前五大客户

客户名称	营业收入 (万元)	占销售总额的比例
上海国际港务 (集团) 股份有限公司上海港引航管理站	5685.9	28.0%
上海振华重工 (集团) 股份有限公司	1505.2	7.4%
广东省长大公路工程有限公司	754.7	3.7%
上海船厂船舶有限公司	679.0	3.4%
中交第三航务工程局有限公司	559.5	2.8%
前 5 名客户合计	8890.5	43.8%

资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

为进一步提升客户层次和技术能力, 公司与振华重工、金海重工、扬子江船业、东方重工等国内领先船厂以及英国劳氏船级社、中国船级社、702 研究所、罗尔斯-罗伊斯船舶有限公司等国内外著名机构开展了多种方式的合作。

表格 11: 公司 2010 年从事的研发项目及进展情况

项目名称	合作方	项目描述	研究成果分配	项目进展
合作开发绿色船型	英国劳氏船级社, 浙江金海重工造船集团, 江苏扬子江造船集团, 靖江东方重工等	以原优秀船型 35000DWT 散货船为母型, 结合节能减排最新要求, 就船机电进行全方位的优化。并向大吨位扩展, 形成 45000DWT / 47500DWT / 82000DWT 翡翠系列绿色散货船	成果共享, 设计版权归设计方所有	项目已结题, 进入新型绿色散货船推广阶段。
“翡翠”系列绿色散货船系列船型深化研究	中国船舶重工集团公司第七〇二研究所, 中国海运集团上海船舶运输科学研究所, 扬子江集团, 金海重工, 靖江东方重工等	在性能预报和评估 (如航速快速预报)、水动力性能研究、螺旋桨性能研究及设计、结构性能研究及减振降噪、船型优化 (线型优化及船首/上建风阻优化)、结构优化等方面进行科研技术合作	成果共享, 设计版权归设计方所有	已推出船型的再优化, 升级替代工作又上了一个新台阶, 对 12 万 /18 万/21 万吨级的船型, 已完成初步方案设计, 择时推出市场。
未来绿色环保油船系列研究	中国外运长航集团有限公司金陵船厂, 浙江金海重工股份有限公司等	绿色 50000 吨级大灵便型油轮、115000 吨级阿芙拉型油轮, VLCC 超级油轮等。	成果共享, 设计版权归设计方所有	已完成初步方案设计, 根据市场发展情况进一步深化设计研究
大型绿色集装箱船	江苏新扬子集团等	3000~8000TEU 集装箱船系列	双方共同拥有	项目立项和调研阶段, 4500TEU 和

系列研究				6500TEU 等船型已完成初步设计。
新型教学实习船设计研究	上海海事大学, 福建省轮船总公司等	15000 吨级和 45000 吨级新型远洋教学实习船等	成果共享, 设计版权归设计方所有	已完成初步设计, 正进行深化设计研究
长江水系及国内沿海节能环保型汽车运输船	上汽集团安吉物流等	船型选择和优化研究, 包括节能环保, 推进系统, 滚装运输系统, 主机推进方式等研究	成果共享, 设计版权归设计方所有	已完成 800 车船型设计并进一步深化设计, 形成标准化和模块化并推广到 2000 车等船型。
新型江海直达运输散货船标准化船型系列研究	中国船级社等	针对长江和沿海运输特点, 对已有的优秀船型进行优化分析和比较, 进行标准化和模块化等方面的深入研究, 形成系列船型。	成果共享, 设计版权归设计方所有	已完成船型初步比较工作, 年内可结题。
大型海上风机安装船设计研究	中铁大桥局, 武桥重工, 中交三航局, 烟台打捞局等。	基本船型研究, 安装工艺装置和运行系统等研究	成果共享, 设计版权归设计方所有	已完成初步设计, 年内可完成深化设计
大型深水铺管船设计研究	上海振华重工集团公司, 中船重工武昌船舶重工有限公司	在消化和研究已承接的国外项目的设计基础上, 进行反求和拓展设计研究, 形成自主品牌	成果共享, 设计版权归设计方所有	已初步完成目标船型的消化设计并开展下一步的深化研究, 争取年内推出自主设计
大型深水起重船型设计研究	上海振华重工集团公司, 广东省长大公路工程有限公司, 烟台打捞局中交三航局	对已完成的基本船型设计进行深入优化设计	成果共享, 设计版权归设计方所有	已初步完成目标船型的消化设计并开展下一步的深化研究,
未来新概念船型研究	罗尔斯-罗伊斯船舶有限公司	共同开发面向未来市场需求的节能、环保型船舶。如小型 LNG 运输船, 化学品船, 散货船, 滚装船, 重吊船, 以及双燃料主机驱动的绿色运输船舶等	双方共同拥有	联合设计团队正式开始工作。

资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

## EPC 业务有望再造一个佳豪

EPC (Engineer、Procure、Construct) 是指对一个工程负责进行“设计、采购、施工”, 与通常所说的工程总承包含义相似。

公司于 10 年 3 月首次承接 EPC 业务, 为上海港专用引航船项目, 金额 14760 万元; 11 月承接两份 6000HP 多功能供应船项目, 金额合计 11920 万元; 11 年 3 月承接 800PCC 汽车滚船项目, 金额 3979 万元。

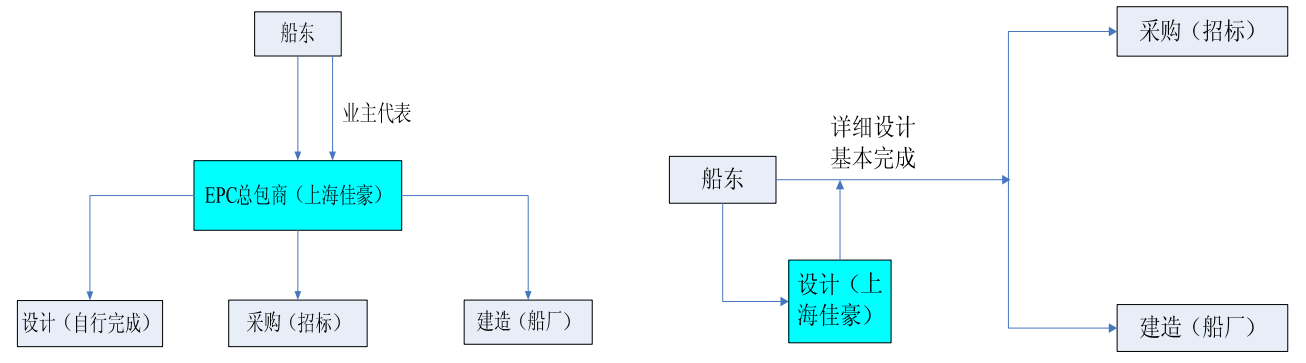
### EPC 与传统模式的比较

船舶行业的 EPC 总承包模式为公司首创。EPC 模式一般应用于大型工业投资项目, 主要集中在石油、化工、橡胶、冶金、制药、制造、能源等领域, 在此类领域中已经非常普遍。

传统的造船模式中, 设计、采购、建造由船东统一负责招标, 按顺序进行。而 EPC 模式中, 业主通过招标, 在固定价格下确定一个总包商, 由总包商负责设计、采购、建造, 业主较少干预。

图 23: EPC 造船模式流程

图 24: 传统造船模式流程



资料来源：华泰联合证券研究所

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 12: EPC 模式与传统模式比较

比较因素	EPC 模式	传统模式
协调方式	总包商协调	业主协调
总成本	较低	较高
招标	邀请招标或议标	公开招标
设计和施工进度控制	容易协调，可深度交叉同步进行	难度高
承包商间竞争	温和	激烈
风险承担方式	主要由总包商承担	共同承担
承包商投标准备工作	要求高，工作量大	工作量较小
业主风险	较小	较高
对承包商的要求	较高	较低
利润空间	较高	较低
业主参与度	较少参与	深度参与
对业主技能要求	低	高

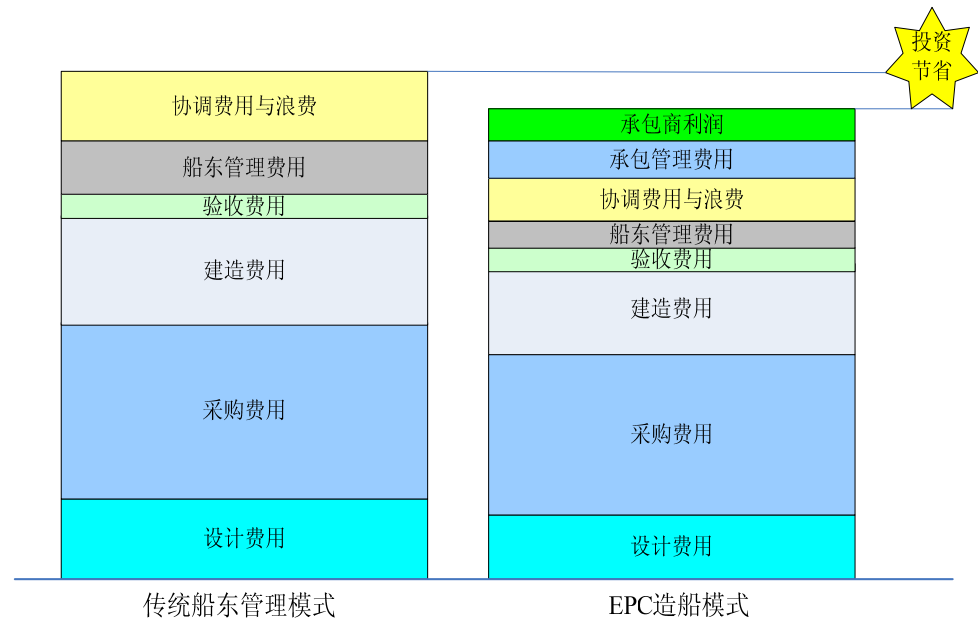
资料来源：华泰联合证券研究所

由于 EPC 模式是由总包商统一负责，可以充分发挥设计的主导作用，使设计、采购、建造同步进行，以缩短工期，并减少船东无谓的协调成本。

一般来说，工程成本的 80%~90%在设计阶段就已经锁定，设计挖潜是减少成本最有潜力的领域，设计质量也是工程质量最关键的因素。而在传统模式中，由于各司其职，设计方较少关注总建造成本。

图 25: EPC 模式相较于传统模式可减少造船成本





资料来源：华泰联合证券研究所

EPC 模式为行业的新事物，该模式是否适合造船业尚需观察，但从佳豪的实践来看，市场反应是正面的。如果说第一笔 EPC 业务属于试水，那么后面两笔订单表明市场对这种模式还是很认可的。

一般来说，EPC 模式适合有下列特点的项目：

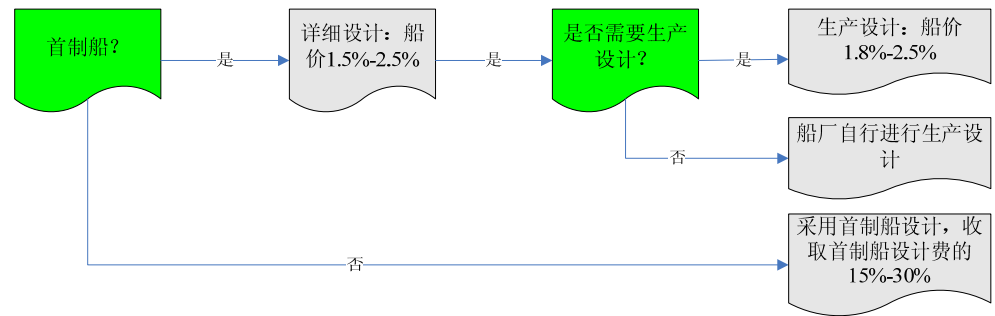
1. 设计、采购、施工、试运行交叉，协调关系密切的项目；
2. 采购工作量大、周期长的项目；
3. 承包商拥有专有技术或丰富经验的项目；
4. 业主缺乏项目管理经验或项目管理人员，项目管理能力不足的项目；

造船行业是符合这些特点的，尤其对于缺乏管理能力的中小船东，佳豪目前承接 EPC 订单的船东基本属于这种类型。尤其在特种船市场，船东更加缺乏管理能力。佳豪目前没有接运输船舶 EPC 订单的另一个原因是航运市场不景气，船东违约风险较大。

### EPC 模式倍增利润空间

船舶设计费为船价的 2%~5%，毛利率按 50% 计算的话，一笔设计订单可以获得船价 1%~2.5% 的毛利，而 EPC 模式收入为总船价，按照 10 年公司取得的 13% 的毛利率计算，EPC 模式获得的毛利是传统收取设计费模式的 5~13 倍，可以大幅提高盈利空间。

图 26：船舶设计行业收费惯例



资料来源: 华泰联合证券研究所

同时我们认为, 佳豪在 EPC 市场有较强竞争力, 未来在 EPC 市场中将占据超目前设计业务的市场份额。谨慎假设佳豪能在 EPC 市场占据跟在设计市场相同的份额, 我们预计未来 EPC 模式在造船市场中可能占据 10% 的市场, 那未来佳豪 EPC 业务贡献的利润将可以达到设计业务贡献利润的水平, 再造一个佳豪。

表格 13: 佳豪在 EPC 市场有较强竞争力

竞争主体	竞争优势
四类设计公司	国有设计院专注于高技术、尖端船舶的研究, 受累于体制束缚, 一般不会参与 EPC 业务; 大型船厂的设计部门一般只具备生产设计能力, 缺乏详细设计能力, 即使有也是部分船型的详细设计能力; 外资设计公司主要为外国船东进行前期的基本设计和合同设计, 市场份额逐步萎缩。
民营设计公司之间	公司在行业中首创开发设计、合同设计、详细设计、生产设计、技术监理等完整的技术服务链, 能做到这种程度的民营设计公司很少, 而 EPC 模式需要在还没有详细设计的情况下进行报价, 没有全业务链的丰富经验是不敢轻易报价的, 参与报价的准备工作成本较高, 报价过高这笔成本将损失掉, 而报价过低意味着亏损。同时 EPC 业务往往意味着对船东的一种融资安排, 佳豪作为唯一一家上市民营设计公司, 有其他公司不具备的融资能力。
EPC 业务链和其他主体	船厂长于制造, 而设计能力缺乏, 设计是决定造价的关键因素; 船配设备供应商建造和设计的的能力都缺乏, 进入 EPC 市场可能性很小。

资料来源: 华泰联合证券研究所

## 游艇业务: 抢滩高端市场处女地

表格 14: 佳豪进军游艇行业进展情况

时间	事件
2010 年 4 月	佳豪科技与两位自然人共同出资 3000 万元注册成立合资公司——上海佳豪游艇发展有限公司, 开展游艇制造业务。其中佳豪科技出资 1800 万元人民币, 占注册资本的 60% (控股方)。
2010 年 12 月	上海佳豪与意大利船级社有限公司签订了《关于共同开发中国游艇技术产业市场的战略合作意向书》。主要合作内容包括: 1. 根据中国市场的特点, 规范游艇技术产业标准的国际化; 2. 成套技术和船型工艺的引进; 3. 游艇的设计技术以及船型的认可; 4. 游艇的入级检验和技术服务 (包括营运、检验、认同等)。对公司取得中国游艇产业技术标准的话语权起到重要作用。
2011 年 3 月	佳豪科技与意大利 FIPA Italiana Yachts Srl 签订了《关于代理 FIPA Italiana Yachts Srl 公司游艇产品意向书》, 代理范围包括 FIPA 集团内所有 AB yacht 以及 CB NAVI 系列产品, 协议期五年。
2011 年 3 月	佳豪科技与 FIPA Italiana Yachts Srl 签订《MAIORA 20S 游艇购买合同》及控股子公司佳豪游艇与 FIPA Italiana Yachts Srl 签订

2011年4月 《MAIORA 20S 游艇生产技术转让合同》，合同金额分别为 215.8 万欧元、55 万欧元。  
为进一步拓展游艇产业的配套服务，佳豪科技与上海朗程序投资管理有限公司共同出资 2000 万元注册设立合资公司——上海佳豪游艇运营有限公司，开展游艇销售代理、运营及俱乐部建设等业务。其中佳豪科技出资 1500 万元人民币，占注册资本的 75%（控股方）。

2011年8月 佳豪科技收购美度沙 70% 的股权。作为高端家具设计生产企业，美度沙曾与意大利游艇公司合作，进行定制游艇的内部木饰和家具生产。

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

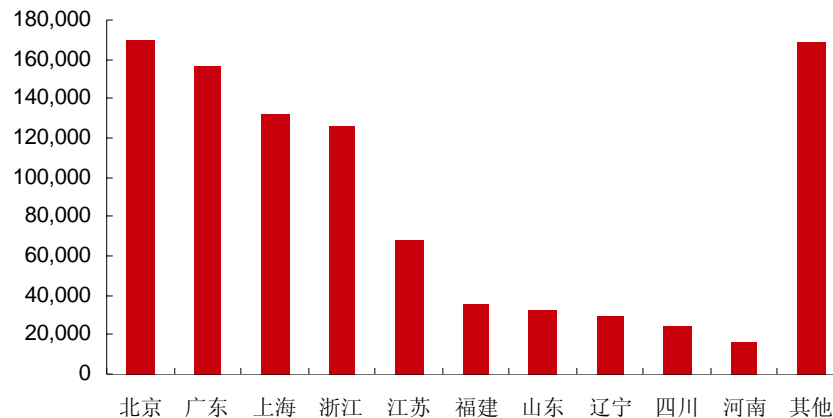
公司在意大利建造的第一艘游艇已完工下水，公司的游艇生产基地也将于年底前完工并开始生产，但由于是第一艘，生产周期会较长，预计明年下半年会完工。

### 游艇业务打开长期增长空间

#### 国内市场进入高速发展期

世界奢侈品协会的最新报告称，中国内地去年的奢侈品市场消费总额已经达到 107 亿美元，占全球份额的 1/4。目前中国是世界第二大奢侈品消费国，仅次于日本，预计 12 年中国将取代日本成为世界第一的奢侈品消费国。

图 27： 2011 年中国千万富豪人数

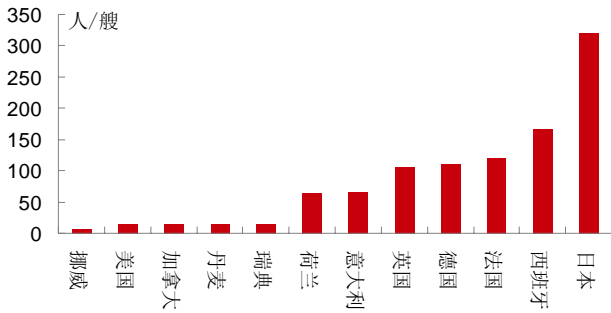


资料来源：《群邑智库•2011 胡润财富报告》，华泰联合证券研究所

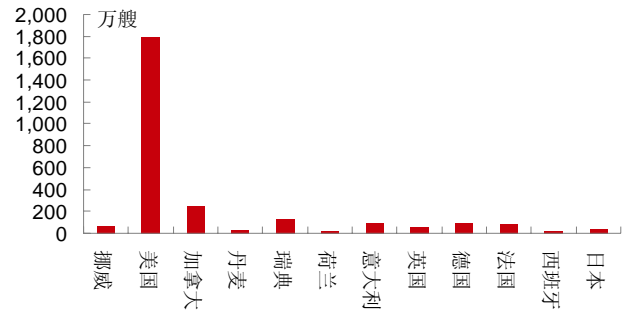
与中国富豪阶层迅速扩张与奢侈品消费旺盛形成鲜明对比的是，欧美国家作为富豪身份象征的游艇在中国还处于萌芽阶段。

图 28： 主要国家人口数量/游艇保有量

图 29： 主要国家游艇保有量



资料来源: 太阳鸟招股书, 华泰联合证券研究所



资料来源: 太阳鸟招股书, 华泰联合证券研究所

根据国家海事局 2008 年 7 月发布的数据, 我国大陆共有私人游艇 102 艘, 每 1,300 万人才拥有 1 条私人游艇。游艇的巨大市场空间是毋庸置疑的。

然而, 国内游艇市场的发展滞后是有原因的, 目前的行业政策极大限制了游艇的推广。

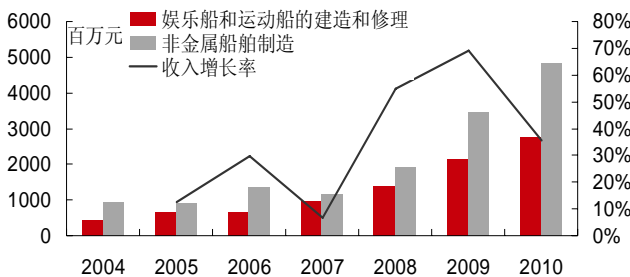
表格 15: 目前影响游艇市场发展的主要政策

政策限制	具体影响
游艇登记	游艇必须向中国船级社和海事局办理所有权证、船舶检验合格证、国籍证等, 证件齐全了才能购买保险, 取得航行权。但一般游艇生产厂家出于知识产权和专利保护方面的考虑, 不会向购买者提供游艇设计图。依照目前相关规定, 提供不了设计图, 就不能办理这些证件。
跨区使用	不同省份之间的驾照互不承认, 不能跨省使用。
航道管理	游艇航行不仅需要获得许可在专用水域内航行, 还要通报海事、航务或港监等部门, 并经业务协作, 游艇才可能出航, 手续繁琐、监管严格。

资料来源: 华泰联合证券研究所

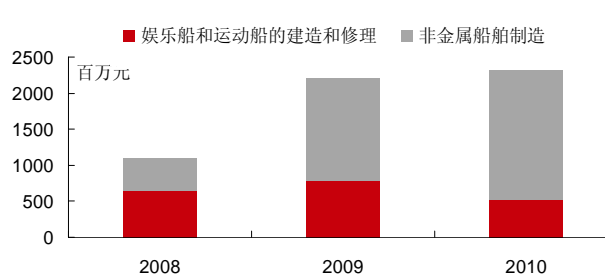
尽管有这么多的限制, 国内游艇行业近年已经进入高速发展期。

图 30: 国内游艇行业近年进入高速发展期



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 31: 国内游艇行业出口量



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

注: 06 年后数据只统计前 11 个月

可喜的是, 国家对已经逐步认识到目前政策对行业的限制, 并陆续出台了相关鼓励政策。但目前出台的鼓励游艇发展的政策还主要停留在纲领阶段, 具体规定仍需完善。在总体方针鼓励的大前提下, 我们相信具体细节的放开只是时间问题。一旦放开, 国内游艇业将迎来爆发式增长。

表格 16：出台的鼓励游艇发展的相关政策

时间	部门	政策内容
2009	交通部	出台了《游艇安全管理规定》对游艇的登记、操作人员的培训等作了明确的规定，该法规的出台使国家对私人游艇的管理有了依据。
2009	国务院	发布《关于加快发展旅游业的意见》，把邮轮、游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录。
2011	海关总署	发布《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》对影响游艇业发展的诸多因素松绑，如游艇停靠地、逗留时间、出入境管理和游艇担保等。

资料来源：华泰联合证券研究所

### 游艇出口大有可为

全球游艇年消费额超过 300 亿美元，市场空间巨大。

台湾游艇产业 2010 年产值在世界排名第七、亚洲排名第一，大部分出口。台湾与大陆一衣带水，在发展游艇产业的条件方面有很多相似之处，台湾游艇业发展历程可资借鉴。

表格 17：台湾游艇业发展历程

发展阶段	时间	特点
萌芽期	上世纪 50~70 年代	驻台美军将游艇这种代表着西方生活方式的消费品带入了台湾，通过为当地美军建造、维修娱乐之用的帆船而获得游艇制造技术之后，台湾的游艇产业凭借极高的性价比和良好的口碑开始在全球市场攻城略地，并逐步成为欧美之外最重要的游艇产地。
高潮期	上世纪 80 年代	1988 年，台湾出口游艇 1573 艘，总产值达到 1.9 亿美元，鼎盛时期岛内的游艇厂超过 100 家。
低谷期	上世纪 90 年代	由于船厂过多引起恶性竞争、新台币大幅升值，加上美国针对游艇开征奢侈税，台湾接获的海外游艇订单锐减。1994 年，台湾游艇出口数跌到仅有 228 艘，产值仅 7100 万美元，最低谷时，台湾游艇企业仅剩 20 余家。
转型升级期	本世纪至今	台湾游艇企业开始直接聘用欧洲设计师、推出自主品牌并不惜重金让自有品牌在欧洲游艇文化比较发达的地区保持较高曝光率。同时，台湾厂商开始引进真空注入一体成型的船壳生产技术，提升效率、扩大产能。多管齐下塑造出了成功的品牌，而品牌的力量也使台湾游艇业重回巅峰。进入本世纪，台湾游艇业逐步恢复，在出口游艇数量没有大幅回升的情况下，出口游艇的价值已于 2005 年回升至 2 亿美元以上。

资料来源：华泰联合证券研究所

结合台湾游艇业发展历程，我们认为中国具有发展游艇出口的条件：

1. 我国已成为仅次于美日的第三大玻璃钢生产国（目前游艇外壳绝大部分使用玻璃钢），产品价格低，质量与国外同类产品不相上下；

2. 游艇建造中手工比重很高，相对于远洋船舶劳动力密集程度更高，非常适合我国劳动力成本低，手工艺水平高的特点；
3. 游艇相对于远洋船舶要求时尚的设计、精湛的工艺技术与装潢、豪华的配套用品等，国内缺乏经验，但是进步迅速，目前国内设计建造的豪华游艇出口逐渐增加。

目前我国游艇的制造价格与欧美国家相比便宜 30%~50%，在国际上非常具有竞争力。

### 剑指高端市场

从佳豪进军游艇行业的一系列动作来看，其战略可总结为：

- 1.与外资合作，初期引进技术，采用国外原有品牌，后期或推出自有品牌；
- 2.定位高端；
- 3.包括生产、销售（代理）、服务的全产业链布局。

与公司合作的 Fipa 集团是一家拥有 40 年豪华游艇建造经验的传统家族企业，位于意大利游艇产业集聚地 Viareggio(维亚雷焦)，Fipa 集团旗下现有三大品牌产品：Maiora 系列豪华玻璃钢游艇、AB 系列高速游艇以及 CBI 系列半排水巡航游艇。

公司初期生产的 Maiora20s，市场价格超过 2000 万，目前国内这种高端市场基本靠进口。

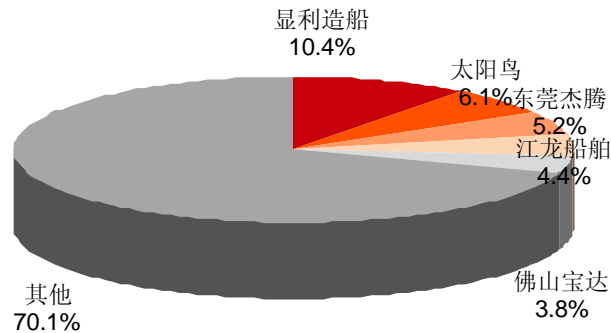
图 32： 佳豪引进的意大利 FIPA: Maiora20s



资料来源：华泰联合证券研究所

在国内游艇市场上，国际顶级品牌如 Sunseeker（英国圣沙克）、Ferretti（意大利法拉帝）等，占据了国内游艇产业的最高端；太阳鸟、Brunswick（美国宾士域）、显利（珠海）造船有限公司、东莞杰腾造船有限公司（台资）、上海红双喜游艇公司等，占据了国内游艇市场的中高端，其中显利、杰腾等企业以出口游艇为主，仅有少量产品参与国内市场竞争；其他企业只有少量游艇生产，并基本为低端产品。

图 33： 国内复合材料船艇行业市场份额



资料来源：中国船舶工业行业协会游艇分会《2010年中国游艇产业发展综述》，华泰联合证券研究所  
注：为2008年数据

在北美，大多数游艇销售单价在1.5万~5万美元之间，豪华游艇的销售数量很小，只占总量的2.5%。欧洲游艇市场的需求主要集中在单价超过5万美元的大型游艇。根据2004年数据计算，欧洲市场出售的游艇平均单价为115,234美元，而美国市场出售的游艇平均单价只有27,639美元。但总体上，即使是欧洲，中低端产品也是主流。

国内从长期看，中低端产品也将是市场的主流。但中短期看，佳豪直接切入高端市场相当明智。理由有四：

1. 目前中国由于各种政策限制抬高了游艇的使用成本，而最高端的游艇消费群体受政策的影响较小，比如通过游艇俱乐部为其代办手续，一般富人却可能因此望而却步。
2. 中国富人对于奢侈品的态度相比于欧美市场交际性和炫耀性更强。
3. 目前中低端游艇市场竞争激烈，高端市场竞争缓和。
4. 作为国内第三方船舶设计的龙头，船舶设计实力强大，今年上半年就承接了一艘全钢制超长豪华游艇的设计订单，而缺乏设计能力正是国内很多游艇公司的短板。

### 国内游艇市场：未来更像汽车 or 葡萄酒？

这里主要针对市场的一个疑虑，谈谈我们的看法。

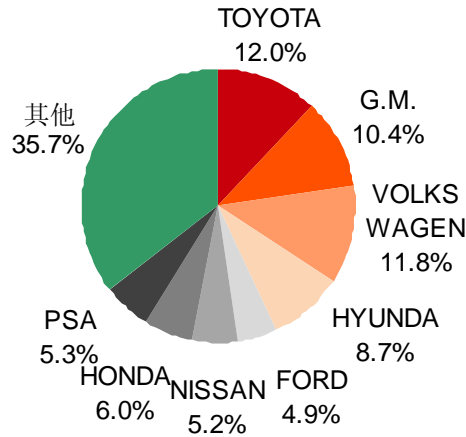
游艇和汽车有一个共同特征，品牌极大影响消费者的购买选择。未来国内游艇业会不会像今天的汽车行业一样，进口及国内合资公司占据了市场主流，而纯内资企业生存较艰难呢？

我们认为不会，产品特性决定了未来国内游艇市场更可能因循葡萄酒行业的路径。

汽车是一种可以大量生产的工业品，产量的提高可以带来成本的降低，因此容易形成大企业集团垄断的格局。对于消费者来说，品牌数量相对少的状况使其容易形成对各

品牌档次的判断。而汽车品牌对消费者选择影响很大，因此缺乏品牌积淀的纯内资企业生存艰难。

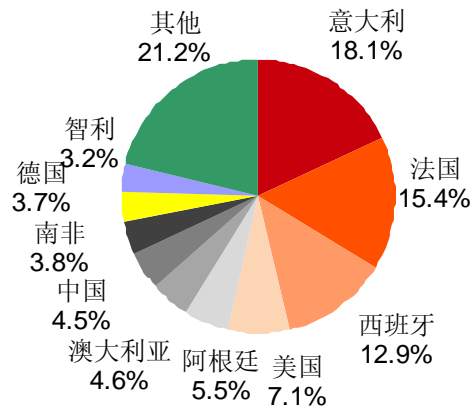
图 34： 2010 年世界各集团乘用车产量占比



资料来源：世界汽车组织（OICA），华泰联合证券研究所

同样的，品牌在消费者选择葡萄酒时影响很大。但葡萄酒是个极度分散的市场，不同葡萄产区，甚至同产区的不同庄园产出的葡萄酒风格迥异。在国外，往往一个葡萄酒庄园就是一个品牌，品牌数量繁多。

图 35： 2008 年世界葡萄酒生产分布

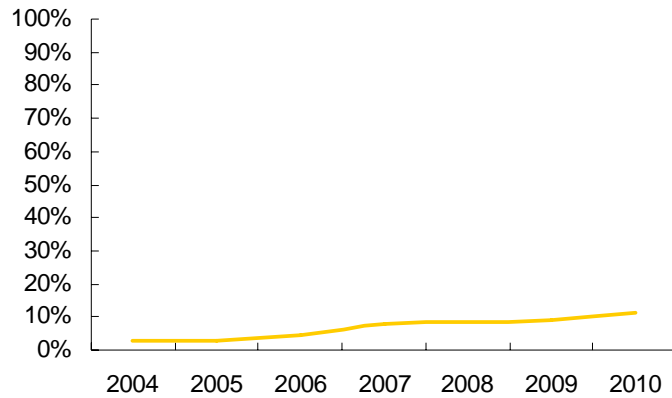


资料来源：国际葡萄与葡萄酒组织（OIV），华泰联合证券研究所

在国外成熟市场，消费者对葡萄酒的历史和文化等较熟悉，可以分辨不同酒庄出产的不同年份的酒的档次，而对于国内消费者，这困难很大。我们认为这是导致国内进口葡萄酒比重很小的主要原因。

图 36： 中国小包装进口葡萄酒收入占比

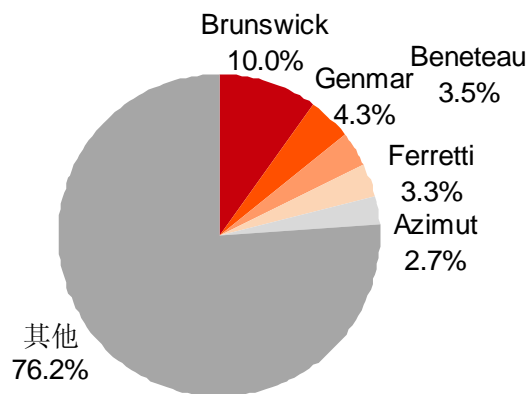




资料来源：统计局，海关，华泰联合证券研究所

游艇，特别是中高端游艇，是个性化的市场，很多是根据客户的要求进行定制，每艘游艇都是独一无二的产品，中高端游艇厂商更关注的是自己的品牌美誉度，即使为此牺牲产量。因此游艇市场的集中度同样很低，前两名的宾士域和杰玛因为主要走的是中低端路线，产量才排到前列。目前全世界共有游艇厂商近4000家。

图 37： 2006 年世界游艇行业市场份额



资料来源：根据网络资料整理，华泰联合证券研究所

我们认为，对于国内游艇或中高端汽车购买者，需要得到两个层次的满足：一、需要确定自己购买的产品够档次；二、需要其他人认为自己购买的产品够档次。

对第一层次的需求，高端汽车购买者不需要花费过多的精力就可以做到，一部分人在花费大量时间后成为品酒专家，更喜欢国外个性化的产品，游艇购买者也需要花费大量的时间。

对第二层次的需求，高端汽车购买者可以相信别人也知道自己买的车的档次，喝葡萄酒不需要别人知道自己喝的葡萄酒好或不好，但对游艇购买者来说，国外繁多的品牌使其基本不可能满足。

消费者或许因此就倾向于选择张裕这种大家公认的国内名牌。所以我们认为在行业起步阶段，留给了本土游艇厂家充分的发展空间。

## 盈利预测与估值

我们预计 11~13 年公司营业收入分别为 286 百万元、361 百万元、514 百万元，净利润分别为 74 百万元、94 百万元、134 百万元，EPS 分别为 0.52 元、0.65 元、0.92 元，对应 11 月 7 日收盘价 17.62 元，动态 PE 分别为 33.88 倍、27.10 倍、19.15 倍。

EPC 和游艇两项新业务都处于起步阶段，在利润贡献中比重较小，未来有良好的发展前景，公司长期发展后劲十足，我们认为目前股价没有完全反映新业务的价值。首次覆盖给予“增持”评级。

表格 18：分业务盈利预测

业务	2009	2010	2011E	2012E	2013E
船舶与海工设计					
营业收入	115	128	143	170	235
营业收入增长率	9.3%	11.5%	11.6%	18.9%	38.2%
毛利率	52.9%	57.3%	57.0%	59.0%	60.0%
船舶工程监理					
营业收入	12	18	22	29	37
营业收入增长率	25.0%	48.7%	23.0%	30.0%	30.0%
毛利率	46.3%	49.7%	49.0%	49.0%	49.0%
EPC 总承包					
营业收入		57	117	144	187
营业收入增长率			106.0%	23.0%	30.0%
毛利率		13.8%	14.0%	14.0%	14.0%
物流					
营业收入			4	4	5
营业收入增长率				20.0%	20.0%
毛利率			33.5%	33.0%	33.0%
游艇					
营业收入				14	50
营业收入增长率					257.1%
毛利率				20.0%	35.0%
加总					
总营业收入	127	203	286	361	514
总营业收入增长率	10.6%	59.8%	40.8%	26.3%	42.6%
平均毛利率	52.3%	44.5%	38.5%	38.4%	39.8%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 19: 相关公司估值比较

公司	2011E	2012E	2013E
中国船舶	13.57	12.45	11.14
广船国际	18.29	14.99	12.42
中国重工	19.05	15.76	12.77
亚星锚链	32.67	22.32	13.07
太阳鸟	40.45	26.25	18.16
上海佳豪	33.88	27.10	19.15

资料来源: 华泰联合证券研究所

## 风险提示

- 1) 世界经济二次探底, 贸易复苏低于预期;
- 2) EPC 业务利润率大幅波动;
- 3) 游艇业务进展低于预期;

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	457	511	575	695	<b>营业收入</b>	203	286	361	514
现金	435	451	488	576	营业成本	113	176	222	310
应收账款	15	20	25	36	营业税金及附加	2	3	4	5
其他应收款	1	1	2	2	营业费用	3	4	4	6
预付账款	7	7	9	12	管理费用	21	34	40	57
存货	0	32	51	68	财务费用	-5	-18	-19	-22
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	111	127	148	167	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	102	107	120	134	<b>营业利润</b>	69	87	110	159
无形资产	6	6	7	7	营业外收入	6	1	1	1
其他非流动	2	13	22	26	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	568	638	723	862	<b>利润总额</b>	75	88	112	160
<b>流动负债</b>	75	97	119	163	所得税	13	14	18	26
短期借款	0	0	0	0	净利润	62	74	94	134
应付账款	1	3	3	5	少数股东损益	-0	-1	-1	1
其他流动负	74	93	116	159	归属母公司净	62	75	94	133
<b>非流动负债</b>	2	2	2	2	EBITDA	70	78	103	151
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.72	0.52	0.65	0.92
其他非流动	2	2	2	2					
<b>负债合计</b>	77	98	121	165	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权	12	11	10	11	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	86	146	146	146	<b>成长能力</b>				
资本公积	276	216	216	216	营业收入	59.8%	40.8%	26.3%	42.6%
留存收益	118	168	230	325	营业利润	35.1%	25.8%	26.9%	43.7%
归属母公司	479	529	592	686	归属母公司净	42.1%	21.8%	25.1%	41.5%
<b>负债和股东</b>	568	638	723	862	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	44.5%	38.5%	38.4%	39.8%
					净利率(%)	30.5%	26.4%	26.1%	25.9%
					ROE(%)	12.9%	14.2%	15.9%	19.4%
					ROIC(%)	93.7%	64.0%	66.0%	93.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	13.6%	15.4%	16.7%	19.2%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.12	5.29	4.83	4.25
					速动比率	6.12	4.96	4.40	3.83
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.38	0.47	0.53	0.65
					应收账款周转	17	15	15	16
					应付账款周转	71.90	98.13	74.18	83.25
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最	0.42	0.52	0.65	0.92
					每股经营现金	0.58	0.35	0.56	0.95
					每股净资产	3.29	3.63	4.06	4.71
					<b>估值比率</b>				
					P/E	44.04	36.15	28.91	20.42
					P/B	5.69	5.15	4.60	3.97
					EV/EBITDA	4	3	2	2

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。