

## 上海佳豪 (300008): 海洋工程+海洋高端消费制造成就公司黄金成长期

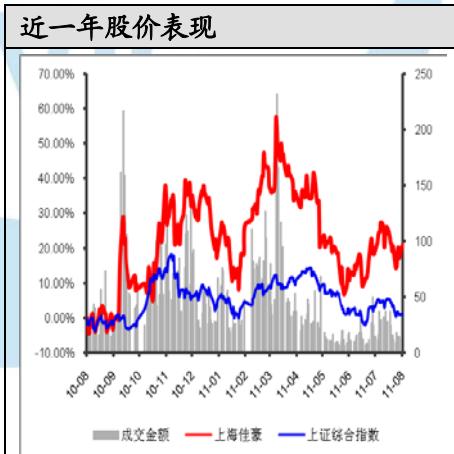
行业分类: 机械/通用机械

2011. 7. 29

研究员: 魏萌  
 (执业证书编号: S0640511010012)  
 联系人: 习志学  
 电话: 010-84801800-8111  
 Email: diaozhixue@hotmail.com

6-12个月目标价	28.45元
当前股价	18.06元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2701.73
总股本 (百万)	145.656
流通A股 (百万股)	59.4097
流通B股 (百万股)	0
流通A股市值 (百万)	2630.55
总市值 (百万)	1072.94
每股净资产 (元)	3.36
ROE (TTM)	14.43%
资产负债率	10.68%
动态市盈率	32.25
动态市净率	5.375



### 投资要点:

- ◆ **EPC业务帮助佳豪突破业绩瓶颈。**世界经济复苏缓慢，导致全球的造船订单和新船价格一直保持低位。对于上海佳豪这种位于船舶工业的最上游的公司，业绩下滑明显，业绩提升明显感觉压力，鉴于这种严峻的形式，佳豪提前布局船舶EPC业务，而公司首先在行业内提出的EPC业务，将是公司未来在船舶设计和项目服务的发展重点，根据目前未来市场容量的预测，EPC业务可以年均保持30%的增速（2010年2亿EPC业务，2011年预测2.5亿元左右）。这个业务2011-2012年可以给公司贡献的营业利润在2000万-5000万之间，利润增速显著。
- ◆ **海工装备制造，佳豪主攻铺管船为突破口。**在海洋工程装备制造领域，佳豪差异化竞争，专攻铺管船等辅助设备的研发设计。根据预测，中海油需建造55座海洋平台，6艘FPSO，4个陆地终端、铺设海底管线1,000多公里，投资总量每年将以数百亿元以上递增。铺管船将是上海佳豪在海工装备站稳脚跟的基石。
- ◆ **游艇消费公司业绩增长的新引擎。**根据海洋消费概念的出现，游艇消费会在不远的将来像汽车一样，进入我们的家庭生活中。目前上海佳豪紧盯市场，立足于高端游艇产业链，目前公司已经持续投入近7000万资金在高端游艇业务上，主要用于游艇设备及码头建设、游艇俱乐部、游艇产品销售等，说明公司的游艇业务已经有序展开，预计2012年开始贡献收入及利润。
- ◆ **综合评价及估值。**公司未来三年重点发展EPC业务和高端游艇制造，特别是高端游艇制造，公司将进行资源配置大力发展游艇产业链，立足在产业链上游，向核心产业链延伸。同时公司着力发展EPC业务，综合公司各种资源为船东和船厂服务，摆脱目前业务单纯依赖船舶设计的局面。综合公司业务权重和发展速度，我们整体给公司复合增长率40%。根据盈利预测和DCF估值，得出绝对估值28.45元。我们给出“买入”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**公司面临的主要风险是EPC业务的市场认知度，还有船舶行业复苏过慢，以及游艇业务前期对资金的需求比较大，是公司面临财务风险等。

### 财务数据与估值

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	203	345	483	676
收入同比(%)	60%	70%	40%	40%
归属母公司净利润	62	81	114	153
净利润同比(%)	42%	31%	40%	34%
毛利率(%)	44.5%	35.0%	35.0%	35.0%
ROE(%)	12.9%	15.2%	18.0%	20.3%
每股收益(元)	0.42	0.56	0.78	1.05
P/E	48.77	37.10	26.54	19.74
P/B	6.30	5.64	4.79	4.01
EV/EBITDA	37	32	23	17

资料来源: 中航证券金融研究所

## 正文目录

<b>一、 公司概况</b> .....	4
1.1 公司主营业务介绍.....	4
1.1.1 船舶及海洋工程设计业务.....	4
1.1.2 工程项目总承包 EPC.....	5
1.1.3 游艇设计及制造行业.....	5
<b>二、 船舶设计业务，看点在细分市场和下游行业恢复性增长</b> .....	6
2.1 全球经济不确定性，航运处于复苏阶段.....	6
2.2 公司受益新船订单恢复性增长.....	7
2.2.1 新船订单快速恢复.....	7
2.3 公司差异化市场定位，积极拓展细分市场.....	8
2.4 新船价格走低，佳豪紧盯 EPC 业务.....	9
<b>三、 海洋工程设计业务，未来增长源动力</b> .....	10
3.1 能源危机引出海工装备市场潜力.....	10
3.2 国内海工装备实力依然落后，佳豪主攻铺管船.....	12
<b>四、 高端消费—游艇业务步入快行道</b> .....	13
4.1 佳豪布局游艇产业链，增厚业务新亮点.....	14
<b>五、 估值与盈利预测</b> .....	15
5.1 盈利预测 .....	15
5.2 DCF 估值 .....	15

## 图表目录

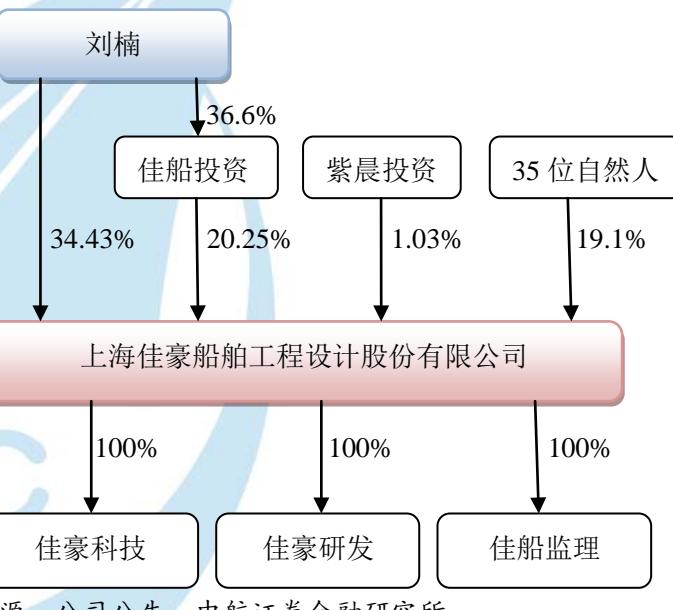
图表 1: 上海佳豪股权结构图 .....	4
图表 2: 公司各业务营业收入、成本及毛利率状况	
图表 3: 公司主营业务收入、净利润及同比变化.....	5
图表 4: 公司三费及其同比变化 .....	6
图表 5: 2010 年世界各船型手持订单量统计.....	7
图表 6: 中国到 2011 年 5 月份造船完工量及新接船舶订单量 .....	8
图表 7: 国内主要船舶设计企业的情况对比.....	8
图表 8: 2010 年散货船各船型的新船价格 (万美元) .....	
图表 9: 2010 年油船各船型的新船价格 (万美元) .....	9
图表 10: 2010 年 LPG 和 LNG 的新船价格 (万美元) .....	
图表 11: 2010 年集装箱船各船型的新船价格.....	10
图表 12: 全球主要能源价格走势图 (汽油) .....	11
图表 13: 全球主要能源价格走势图 (天然气) .....	11
图表 14: 世界海洋工程装备制造业生命周期.....	12
图表 15: 2010 年底海洋工程装备在建工程及订单金额.....	13
图表 16: 世界各国船艇人均拥有比例 .....	13
图表 17: 上海有能力购买游艇人数预测 (占总人口的比例) .....	14
图表 18: 游艇产业链构成 .....	14
图表 19: 公司分业务盈利预测 .....	15
图表 20: DCF 估值 .....	16
图表 21: 可比上市公司 PEG 估值水平对比 (按照 12E 测算) .....	16
图表 22: 可比上市公司 PE 估值水平对比 (按照 12E 测算) .....	17

## 一、公司概况

上海佳豪作为目前国内规模最大、实力最强的民营船舶与海洋工程设计企业，下设船舶工程和海洋工程两个设计研发中心，并拥有三个船舶专业设计部、一个海洋工程专业设计部和一个数字化设计信息中心，还投资设立了两家全资子公司——上海佳豪科技发展有限公司以及上海佳豪船舶与海洋工程研发有限公司，用以拓展设计工程项目总承包 EPC 业务和提升公司研发实力，还成立了合资公司——上海佳豪游艇发展有限公司以发展游艇产业。

公司目前已逐步形成了以船舶及海洋工程设计业务、以设计为先导的工程项目总承包 EPC 以及船舶工程监理等服务业务，和以游艇设计与制造产业为主导的高附加值船舶及消费产品业务等三大业务领域。上海佳豪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。独特的经营模式和完整的服务链有力提高了公司对客户的服务能力和水平，是公司市场竞争力不断增强的根本保证。

图表 1: 上海佳豪股权结构图



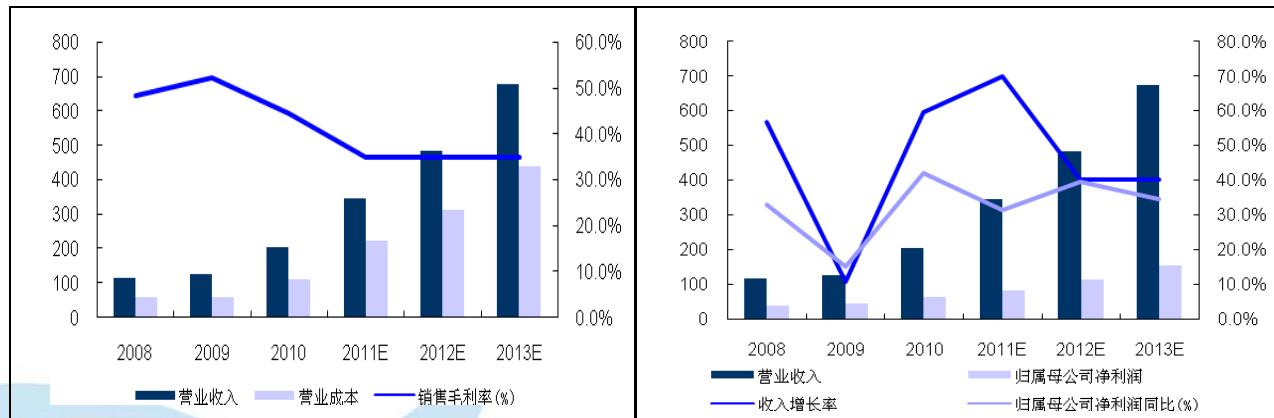
### 1.1 公司主营业务介绍

#### 1.1.1 船舶及海洋工程设计业务

上海佳豪的船舶和海工设计业务属于船舶工业产业链的最上游。由于受下游船舶制造行业的冲击，船

船舶设计业务受行业景气影响比较大，2009年船舶设计合同金额下降34%，2010年船舶设计业务稍有恢复。而海洋工程设计业务由于国家战略的改变，及其油价的不断上涨，催生海洋工程设计合同不断增加。未来三年海洋工程设计合同收入将以20%的增速增加，争取2015年利润贡献比例从20%提高到30%，成为公司业绩的主要利润来源。

图表 2: 公司各业务营业收入、成本及毛利率状况 图表 3: 公司主营业务收入、净利润及同比变化



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

### 1.1.2 工程项目总承包 EPC

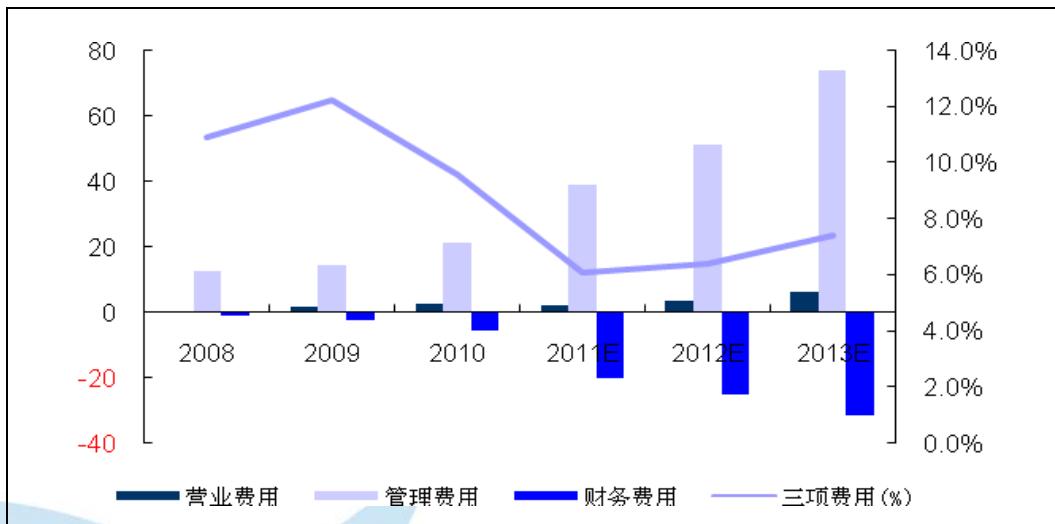
传统的设计和制造模式相比，EPC 业务模式有利于项目的高效管理，实现建设项目的进度、成本和质量的控制。尽管这种业务模式在造船业不是很普遍，但随着这种业务模式的成功案例不断出现，不少船东对专业管理公司管理项目的观念正逐渐改变，因此船舶与海洋工程的 EPC 业务发展前景非常良好，并且将成为综合实力强大的船舶设计企业的重要业务模式之一，具有广阔的市场空间。公司首次承接了上海港专用引航船这一大型工程项目的 EPC 业务，显然公司已具备了为客户提供设计、采购、施工管理、交船验收等一条龙的综合服务能力。由于运输船市场风险相对较大，公司目前只做特种船的 EPC 项目，未来如果行业景气度向好，也会增加运输船 EPC 订单。EPC 业务毛利率较低，约 13% 左右。目前公司一共有 3 个 EPC 项目分别是与天津智海船务有限公司签订的 2 份《6000HP 多功能供应船设计、监造、建造总承包合同》，合同金额分别为 5960 万元、5960 万元，合计为 1.192 亿元。上海港专用引航船这一大型工程项目，合同金额 1.476 亿元。2011 年预测可贡献利润在 1700 万元左右（在 2011 年无新增合同的前提下）。

### 1.1.3 游艇设计及制造行业

随着我国经济的不断发展，将来游艇生活作为未来健康、绿色、时尚、高品质的生活方式象征，游艇必将会象汽车一样成为未来中国人的消费潮流。根据有关数据统计，目前全球游艇及相关产业的市场容量在 400-500 亿美元左右。目前公司的游艇产业已从战略布局进入实质建设阶段。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 公司全系列产品的中国地区总代理权，为公司第三项支柱业

务，即以游艇设计、制造为先导的高附加值船舶及水上消费产品业务。目前公司已经开始根据技术转让合同，学习制造 21m 高端游艇，预计 2012-2013 期间开始对公司贡献利润。

图表 4：公司三费及其同比变化



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

## 二、船舶设计业务，看点在细分市场和下游行业恢复性增长

### 2.1 全球经济不确定性，航运处于复苏阶段

金融危机后，经济复苏开始出现，并在 2010 年初形成势头，不过，2010 年 5 月金融市场动荡的加剧再次引发对复苏持久性的一些质疑。据 IMF（国际货币基金组织）2010 预测，2011 年世界经济增长将 4.2%。尽管全球经济增长出现复苏，但前景充满了很大的不确定性，特别是先进经济体的财政脆弱性问题正在凸显，下行风险已明显增加。

2010 年上半年，随着世界经济的复苏以及船东对于运力的控制，世界航运市场整体呈上升趋势。干散货航运市场在震荡中上扬，油运市场运费在年初一度达到自 2009 年以来的最高值，集装箱航运市场也出现了预期中的触底反弹。而到了下半年，由于欧元国家主权债务危机的影响、新船和闲置运力的投放等原因，干散货航运市场和油运市场运价相继一路下跌，集装箱航运市场则从第四季度开始持续下行。到了年末，只有油运市场借着旺季的到来不断攀高，干散货和集装箱航运市场依旧后继乏力。2011 年航运还继续处于平稳恢复阶段。

## 2.2 公司受益新船订单恢复性增长

### 2.2.1 新船订单快速恢复

随着船价大幅的下挫和投资成本的下降,以及经济复苏的影响,2010年船东加大了新船订造和投资力度,世界新船接单量再次突破1亿吨,凸显出恢复性增长态势。据LR统计,2010年世界新船订单量约为2839艘、13392.8万载重吨,以载重吨计同比增加136.4%。2010年世界三大造船大国的新船订单同比大幅增长,特别是韩国新接订单吨位同比增长了约2倍。与去年相比,2010年中国新接订单的市场份额变化不大,韩国增加了3%,日本则下降了3%;但是从接单结构来看,韩国似乎更为均衡,其散货船和液货船订单比例分别为42.5%和42.7%,而中国散货船的订单占其新船接单量的比例高达74.1%。2010年接单量排名世界前5的船厂分别是韩国三星重工、韩国大宇造船与海洋工程、韩国现代重工蔚山船厂、中国外高桥船厂和韩国成东造船与工程。

#### 液货船

2010年油船和液化气船复苏态势明显,以DWT计新船订单同比分别增长105%和717%,化学品船新船订单同比增长略小,约为50%。

#### 散货船

2010年散货船市场占据世界新船市场的主导地位,以载重吨计约占各种船型新船订单的63.7%。散货船新船市场的繁荣一方面来源于中国对于大宗散货商品的需求,但也来自非主流船东和投机性资本的运作所致。

图表 5: 2010年世界各船型手持订单量统计

项目	油船	化学品船	液化气船	散货船	集装箱船	杂货船	客船	总计
艘数	1478	121	149	3008	660	1405	147	6968
万载重吨	12562.4	151.6	406.5	26202.7	4712.5	1843.9	51.2	45930.8
万修正总吨	3111.5	135.7	387.1	5923.7	2208.3	1572.7	452.1	13791.1
手持订单占船队保有量之比	27.10%	19.60%	9.60%	53.50%	26.60%	17.30%	7.80%	35.50%

数据来源: ISL, 中航证券金融研究所 (统计船舶吨位在300GT以上)

#### 集装箱船

集装箱船新船市场受益于集装箱航运市场好转和世界贸易复苏的影响,一些大型航运公司开始对未来市场恢复信心,2010年集装箱船新船订单以TEU计同比增长了696.8%。值得一提的是,集装箱船大型化趋势继续演绎,2010年新船订单的平均箱位量达到5700TEU。

#### 杂货船

杂货船市场也出现了较大幅度的增长,新船订单为376艘、392.5万载重吨,以载重吨计同比增长209%。

### 完工量

据LR统计,2010年世界造船完工量为5579艘、17817.7万载重吨,同比分别增长36.5%、50.7%,其中中国船厂完工量约占世界完工总量的44%。在三大主力船型的完工量方面,2010年液货船的完工量为980艘、5434.8万载重吨,散货船的完工量为1160艘、9044.2万载重吨,集装箱船的完工量为327艘、154.1万标准箱。

图表 6: 中国到2011年5月份造船完工量及新接船舶订单量



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

根据上述统计,今年上海佳豪的设计业务订单比前两年有快速增长,增速达到30%左右,其中集装箱、散货船及特种船的设计业务有较快增长。

### 2.3 公司差异化市场定位,积极拓展细分市场

由于民营设计公司与国内专业船舶设计单位相比,无论是规模还是技术的积累都处于劣势,必须避免和其正面竞争,通过拓展小吨位细分市场提高市场份额。目前在国内船舶设计市场上,民营设计公司占据了90%以上的5万吨以下散货船的市场份额,4万吨以下油轮和1000标箱以下的集装箱船也主要由民营公司设计。

图表 7: 国内主要船舶设计企业的情况对比

竞争对手	代表企业	目标市场	特点
国有专业船舶设计单位	708所和上海船舶研究设计院等	高端的主要船型的开发和设计	国有专业船舶设计单位历史悠久、综合实力强大,在船舶设计主流市场上占有主导地位

大型国有造船企业本身拥有的船舶设计队伍	大连船舶重工、沪东中华造船旗下的设计单位	主要承担本企业造船过程中的部分船舶的前期开发和详细设计,以及绝大部分船舶的生产设计任务	一般不从事对外经营活动
外国独资与中外合资的船舶设计公司	大连福凯船舶设计、日本常石船舶设计等	一般只为外国船东在中国建造的船舶提供前期的概念设计和基本设计	其设计技术与水平整体领先于中国船舶设计公司及单位、设计费用高
民营船舶设计公司	上海京荣船舶设计有限公司、上海佳豪、熔盛重工等	其主要服务于中小船厂和船东,设计5万吨以下级的散货船及油船,1000TEU的集装箱船及大型海洋工程装备的辅助设备及船舶	机制灵活、服务意识强,设计能力具有竞争性,市场拓展能力强

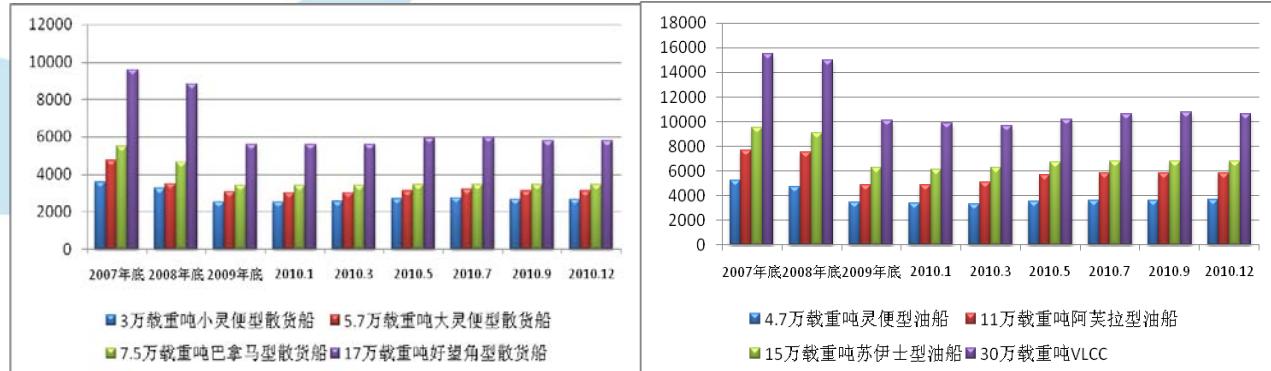
数据来源：中航证券金融研究所

根据上述情况,佳豪利用差异化市场定位,积极拓展小吨位细分市场,目前公司与罗尔斯·罗伊斯将组建一个联合团队,优化上海佳豪现有船舶的设计。通过借鉴两家公司的经验,上海佳豪的船舶设计将按照欧洲客户的需要进行优化,更好地满足市场的需要。公司将着手优化成品油船、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和散货船的设计。

## 2.4 新船价格走低,佳豪紧盯EPC业务

2010年世界主要船型的新船价格总体表现为震荡向上态势,价格同比出现了恢复性反弹。散货船新船价格在上半年小幅上涨后于年中开始下滑,年末则表现为盘整格局;油船新船价格全年基本保持震荡上扬态势;集装箱船新船价格也是随着集装箱航运市场的好转一路上扬;LPG船新船市场价格表现强于LNG船。从较长时间来看,目前世界造船市场的新船价格仍然处于低位水平,三大主力船型的价格与2007年年底相比仍有30%左右的差距。2011年一季度新船的价格目前延续去年的价格走势无太大波动。作为上游行业的佳豪,由于人力资本的上升和新船价格走低的双重冲击影响,船舶设计的毛利率将有小幅下降。

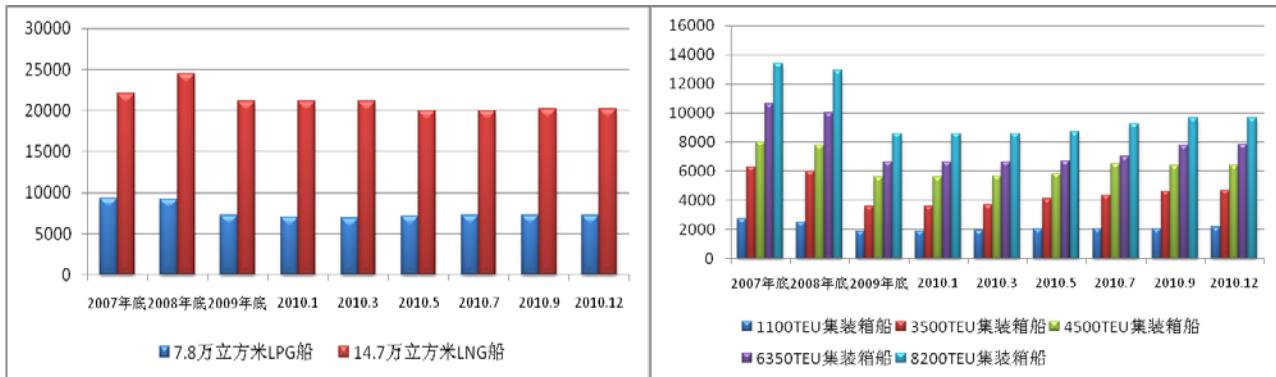
图表 8: 2010年散货船各船型的新船价格(万美元) 图表 9: 2010年油船各船型的新船价格(万美元)



数据来源：克拉克松，中航证券金融研究所

数据来源：克拉克松，中航证券金融研究所

图表 10：2010 年 LPG 和 LNG 的新船价格（万美元） 图表 11：2010 年集装箱船各船型的新船价格



数据来源：克拉克松，中航证券金融研究所

数据来源：克拉克松，中航证券金融研究所

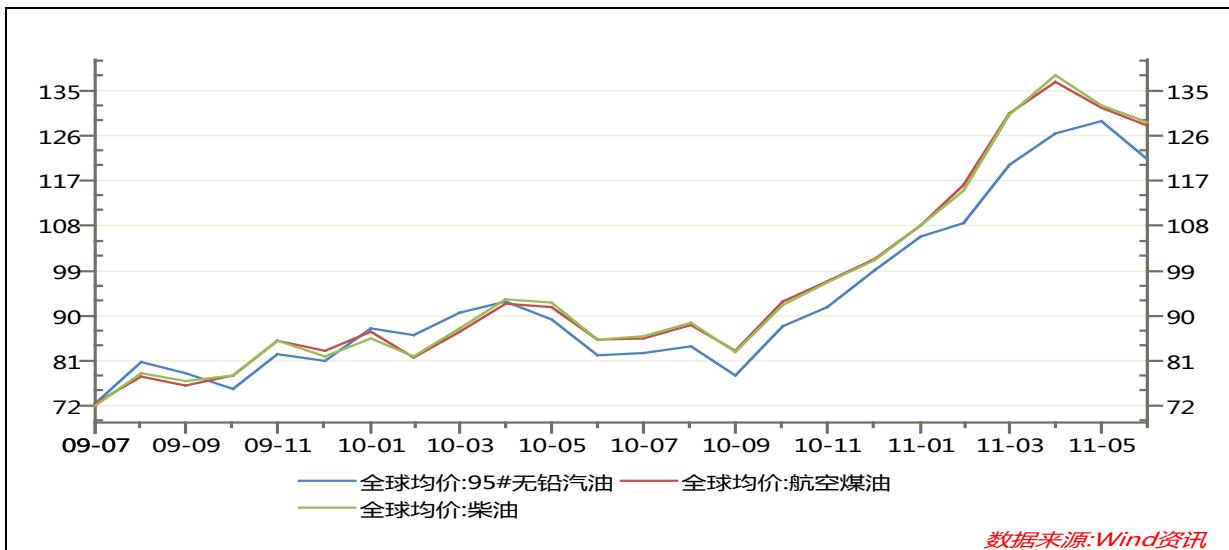
佳豪面临目前行业的紧迫局面，努力拓展 EPC 业务，EPC 业务虽不能为公司提高综合毛利率，但是在公司业务收入和利润的增长的带动作用显著。目前佳豪所能完成的设计业务的收入一般是总造价的 0.3-0.5%，虽然毛利率可以搞到 45%，但是收入提升不显著，特别是在这行业景气度不高的几年。而公司首先在行业内提出的 EPC 业务，将是公司未来在船舶设计和项目服务的发展重点，根据目前未来市场容量的预测，EPC 业务可以年均保持 30%的增速（2010 年 2 亿 EPC 业务，2011 年预测 2.5 亿元左右）。这个业务 2011-2012 年可以给公司贡献的营业利润在 2000 万-5000 万之间，利润增速显著。

### 三、海洋工程设计业务，未来增长源动力

#### 3.1 能源危机引出海工装备市场潜力

随着世界能源危机的加剧和未来陆上油气储量的逐渐枯竭，海洋油气资源开发最为引人注目，海洋工程装备市场具有广阔的发展前景和巨大的发展潜力。根据有关资料，全球累计探明石油可采储量 3880 亿吨天然气储量 266 万亿立方米，其中海洋石油天然气储量占 45%左右。随着陆上油气资源逐渐减少，海洋石油已成为世界各国争相追逐的主要战略资源。目前已发现的油气田 1600 多个，有 100 多个国家和地区在海上开发油气，有 200 多个油气田投产。

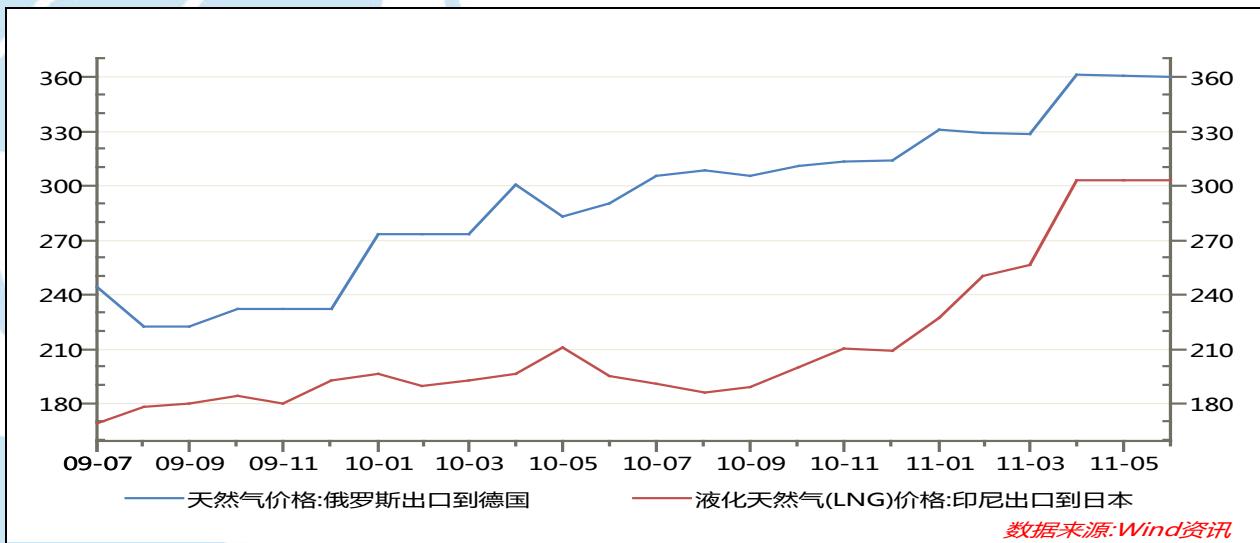
图表 12: 全球主要能源价格走势图 (汽油)



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

海洋油气资源的开发和利用促使海洋工程装备制造业蓬勃兴起, 海洋石油勘探开发的投资持续大幅增长, 据 Douglas-Westwood 统计, 08 年全球海工装备资本性投资为 1570 亿美元, 09 年约 1520 亿美元, 占海洋油气勘探开发总投资 60% 左右。当前, 全球共有各类海洋钻井装备 650 多座, 其中自升式钻井平台超过 430 座, 占有总规模的 2/3; 半潜式钻井平台 180 多座, 钻井船近 50 艘, 合计占 1/3。

图表 13: 全球主要能源价格走势图 (天然气)



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

我国海岸线 18,400km, 综合评估我国海域共有油气资源量 350-400 亿吨石油当量。但开采程度和平均探明率相对较低, 深海油气开发技术和装备远落后于世界先进国家, 缺少必要的深海油气资源钻探、开

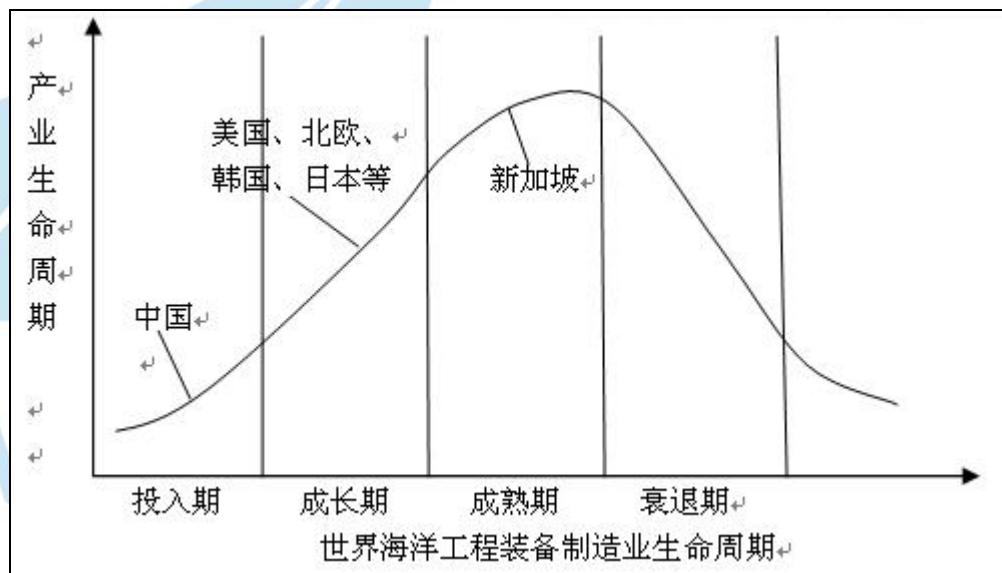
采和生产装备。未来 10 年我国油气产量将以 20% 的速度递增，海洋工程装备具有广阔的市场前景。据国土资源部初步统计，整个南海的石油地质储量大致在 230 亿-300 亿吨之间，约占中国资源总量的 1/3。截至 2009 年底，国内在生产油气田 77 个，平台 150 座，在建 10 座，海外油田管理 140 余座，海管 4,813km（在建 173km），海底电缆 380km，FPSO 17 艘，水下井口已建成 6 套，陆上终端已建成 11 座、2 座在建设中（海外终端管理 1 座），这些海上工程装备和设施使中国海油具备 5,000 万吨油当量的生产能力。

据我国海洋石油 2015 年远景规划，中国还要增加 5,000 万吨的海洋石油产量。未来 5 年，我国将有 30 多个油田待开发，需建造 70 多座平台，新建和改造 10 多艘 FPSO，其中中海油需建造 55 座海洋平台，6 艘 FPSO，4 个陆地终端、铺设海底管线 1,000 多公里，投资总量每年将以数百亿元以上递增。

### 3.2 国内海工装备实力依然落后，佳豪主攻铺管船

就目前几大主要海工装备的建造情况看，海洋工程装备目前主要还是以欧美引领行业的主要方向，亚洲国家基本上垄断了自升式平台、半潜式平台、钻井船、FPSO、海洋工程辅助船等建造市场，国内还处于制造低端产品的第三阵营，在海工装备制造市场中份额还非常低。

图表 14：世界海洋工程装备制造业生命周期



数据来源：中航证券金融研究所

近年来，中国制造或改造的高端海洋工程装备也在陆续交付国际客户，如各种半潜式平台、自升式平台、FPSO、FSO、海洋工程特种船将逐渐得到国际市场的认可。随着中国扶植海工装备制造政策发挥效力以及中国海工制造企业竞争力的提升，未来几年中国海工制造在世界市场的份额必将增长到 20% 以上，海工装备制造产能也必将出现较大的增长。

图表 15: 2010年底海洋工程装备在建工程及订单金额

类别	当前在建(座)	订单总额(百万美元)
钻井船	37	24265
半潜平台	41	14998
自升式平台	59	6901
合计	137	46164

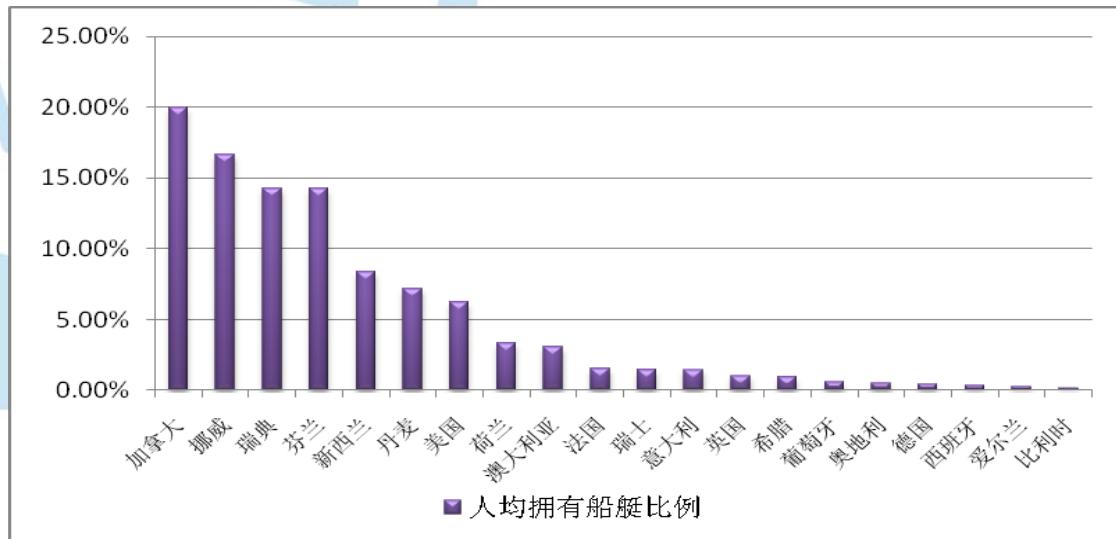
数据来源: ISL, 中航证券金融研究所

在海洋工程装备制造领域, 佳豪差异化竞争, 专攻铺管船等辅助设备的研发设计。铺管船的作用主要是在海底铺设输送石油和天然气管道等海底管线工程。海底管线包括海底油、气集输管道, 干线管道和附属的增压平台, 以及管道与平台连接的主管等部分。其作用是将海上油、气田所开采出来的石油或天然气汇集起来, 输往系泊油船的单点系泊或输往陆上油、气库站。佳豪在铺管船的设计上有一定优势, 2007 年公司就完成了 JASCON 25 和 JASCON 30 起重铺管船的详细设计和生产设计, 实现了零的突破。目前公司跟振华重工合作, 在新型铺管船的开发设计中, 已经完成新型铺管船的合同设计, 进入详细设计阶段。一般的浅岸s-lay铺管船的造价在1.5亿美元左右, 设计费用大约占1.2-1.5%, 180万美元左右, 深水铺管船的价格更高。铺管船设计将会是上海佳豪站稳海洋工程装备市场的基石。

#### 四、高端消费—游艇业务步入快行道

环渤海区域和辽宁沿海经济带将成为中国游艇生产和消费中心。游艇产业的发展需具备三大条件: 一是既有人气又有适于游艇活动的水域; 二是交通方便, 游览人群多; 三是当地经济发达。长三角、珠三角及环渤海沿海发达地区的人均GDP已超过8000 美元, 参照国际惯例来看, 中国的游艇产业将迎来飞速发展阶段。

图表 16: 世界各国船艇人均拥有比例



数据来源: ICOMIA, 中航证券金融研究所

未来几年，中国游艇购买群体，一是游艇俱乐部或者房地产商、滨水企业，估计今后5~10年中国企业的购买量有5万艘左右；二是中产以上阶层个人的购买，这个基础群体在中国是50万人，如果有10%购买，就是5万艘。可以说，今后5~10年间有10万艘游艇的采购量，按平均每艘50~100万元算，将是500~1000亿元人民币的市场。

图表 17：上海有能力购买游艇人数预测（占总人口的比例）

	保守预测	正常预测	乐观预测
	(%)	(%)	(%)
7M 长游艇	2011年 0.08	0.12	0.18
	2020年 0.79	1.16	3.04
10M 长游艇	2011年 0	0	0
	2020年 0	0	0
微型游艇	2011年 8.84	9.62	11.34
	2020年 11.2	12.3	14.3

数据来源：ICOMIA，中航证券金融研究所

#### 4.1 佳豪布局游艇产业链，增厚业务新亮点

根据游艇行业发展特点，上海佳豪2010年6月成立上海佳豪游艇发展有限公司，由此佳豪正式进入游艇产业领域。根据公司的公告可以看出上海佳豪布局整个游艇产业链。与意大利DOMINATOR游艇公司签订《关于DOMINATOR 680和620型号游艇技术转让意向书》；佳豪游艇将先后引进DOMINATOR 680/620的艇体、家具、设计图纸和文件以及该艇型在全球的使用版权，并在上海制造，和外商合作增加游艇设计的软实力。同时代理销售DOMINATOR全系列产品，并成为FIPA集团所有AB yacht以及CB NAVI系列游艇产品在中国唯一的代理经销商。这表明佳豪积极进入游艇的中游核心行业的决心。今年三月份上海佳豪的子公司与上海朗程序投资管理有限公司共同出资2000万元，合资成立上海佳豪游艇运营有限公司，开展游艇销售代理、租赁运营及俱乐部建设等业务；其中佳豪控股75%。目前上海佳豪以及布局游艇行业的上游设计和制造，及核心的游艇销售和消费服务产业链上。

图表 18：游艇产业链构成

产业链	游艇产业链构成	
上游产业	设计	研发：游艇设计、游艇技术研究
	制造	制造工业：原材料工业、游艇制造工业、游艇装配工业
	配套	配套工业：专业发动机、发电机、专业仪器仪表、导航设备、螺旋桨、涂料、安全设备、控制装置等游艇附件
核心产业	销售	总代理、游艇销售公司、游艇展销、游艇杂志、游艇网站等
	消费	游艇俱乐部、游艇驾驶、水上运动培训、游艇代管、保养维修等

下游产业	支持	码头、仓储、安全服务、报关服务、航道服务、水域资源等
	辅助	水上运动装备、体育用品器材

数据来源：ICOMIA，中航证券金融研究所

7月5日公司发公告以超募资金增资上海佳豪船舶科技发展有限公司3000万，主要用途就是为前期设立的佳豪游艇及游艇运营公司补充资金，保证游艇业务的顺利进行，目前公司已经持续投入近7000万资金在高端游艇业务上，主要用于游艇设备及码头建设、游艇俱乐部、游艇产品销售等，说明公司的游艇业务已经有序展开，预计2012年开始贡献收入及利润。

## 五、 估值与盈利预测

### 5.1 盈利预测

根据我们对上海佳豪的了解，公司未来三年重点发展EPC业务和高端游艇制造，特别是高端游艇制造，公司将进行资源配置大力发展游艇产业链，立足在产业链上游，向核心产业链延伸。同时公司着力发展EPC业务，综合公司各种资源为船东和船厂服务，摆脱目前业务单纯依赖船舶设计的局面。综合公司业务权重和发展速度，我们整体给公司复合增长率40%。

图表 19: 公司分业务盈利预测

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
海洋工程设计	52.92	71.44	93.59	115.58
增长率	-16.13%	35.00%	30.00%	25.00%
船舶工程设计	75.22	109.07	141.79	177.24
增长率	45.04%	50.00%	30.00%	25.00%
EPC业务	56.86	140.00	196.00	284.20
增长率		146%	40%	45%
船舶监理及其他业务	17.88	24.19	31.45	39.31
增长率	49%	35%	30%	25%
游艇业务			20.00	60.00
增长率				300%
营业收入	202.88	344.70	482.83	676.33

数据来源：中航证券金融研究所

### 5.2 DCF 估值

根据盈利预测和DCF估值，得出绝对估值28.45元。

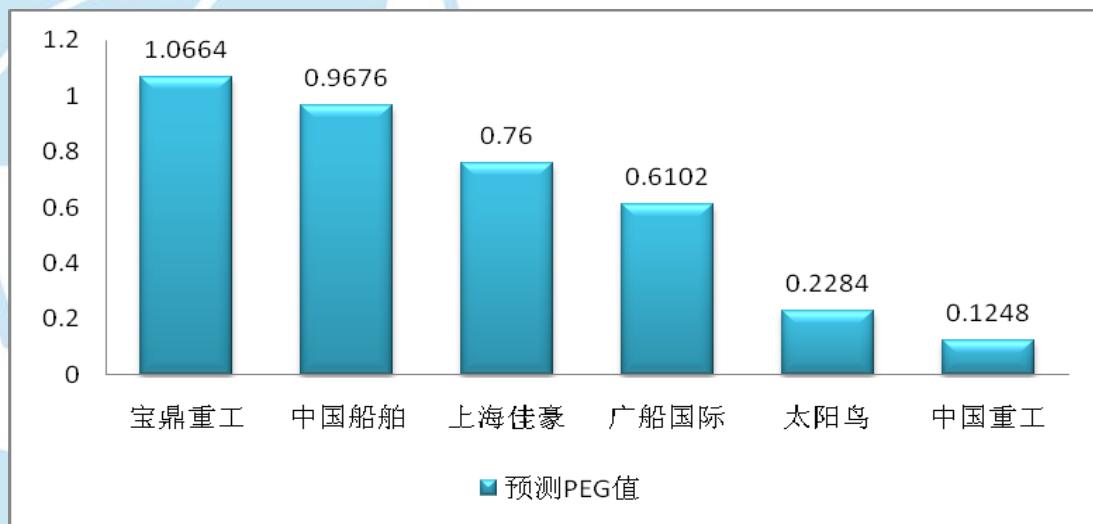
图表 20: DCF 估值

公司核心评估价值	高速+永续折现	3,720.21
其中: 显性价值	最近 3 年折现	249.20
其中: 半显性价值	最近 3 年->高速 增长阶段止折现	1,008.13
其中: 永续增长价值	永续增长阶段折 现	2,462.89
加: 公司非核心评估价值	来自营运资本	434.99
公司评估总价值	构稽计算	4,155.20
减: 债务价值	来自营运资本	0.00
减: 少数股东权益	来自资产负债表	11.83
公司内在评估价值	构稽计算	4,143.37
估值日总股本(百万股)	来自目录	145.66
每股内在价值(元)	内在评估价值/估 值日总股本	28.45

数据来源: 中航证券金融研究所

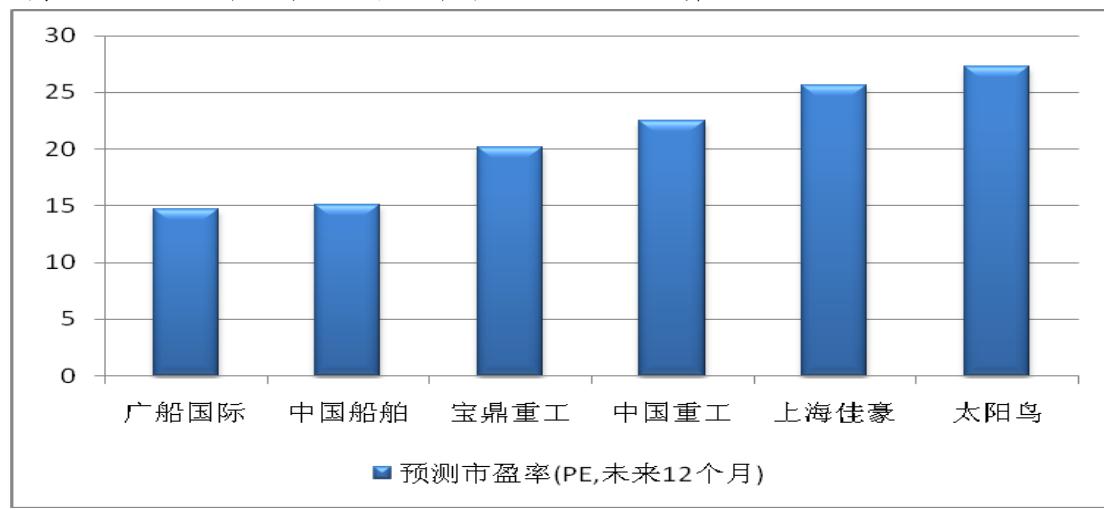
从我们对公司的理解上看, 公司的亮点在商业模式的转型和产业链的优化延伸。在上市公司中太阳鸟是与上海佳豪业务最相近的上市公司, 公司未来在 EPC 和高端游艇的业务的高增长, 我们给出 30X 的市盈率, 对应的相对估值在 23.4 元。

图表 21: 可比上市公司 PEG 估值水平对比 (按照 12E 测算)



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 22: 可比上市公司 PE 估值水平对比 (按照 12E 测算)



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所



**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	457	583	727	928	<b>营业收入</b>	203	345	483	676
现金	435	536	661	848	营业成本	113	224	314	439
应收账款	15	19	29	41	营业税金及附加	2	5	6	8
其他应收款	1	11	8	9	营业费用	3	2	4	6
预付账款	7	17	29	31	管理费用	21	39	51	74
存货	0	0	0	0	财务费用	-5	-20	-25	-31
其他流动资产	0	1	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	111	118	103	98	公允价值变动收益	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	97	92	87	<b>营业利润</b>	69	94	133	179
无形资产	6	6	5	4	营业外收入	6	2	3	3
其他非流动资产	2	15	5	7	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	568	701	830	1027	<b>利润总额</b>	75	97	135	182
<b>流动负债</b>	75	154	187	261	所得税	13	15	22	30
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	62	81	114	153
应付账款	1	2	4	6	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	74	152	183	255	<b>归属母公司净利润</b>	62	81	114	153
<b>非流动负债</b>	2	1	1	1	<b>EBITDA</b>	70	80	113	154
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.72	0.56	0.78	1.05
<b>负债合计</b>	77	154	187	262					
少数股东权益	12	12	12	12					
股本	86	146	146	146					
资本公积	276	216	216	216					
留存收益	118	174	269	392					
归属母公司股东权益	479	535	631	753					
<b>负债和股东权益</b>	568	701	830	1027					

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	85	106	119	185	ROIC(%)	93.7%	-2242.6%	-383.2%	-139.4%
净利润	62	81	114	153	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	7	6	6	6	资产负债率(%)	13.6%	22.0%	22.6%	25.5%
财务费用	-5	-20	-25	-31	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	6.12	3.80	3.90	3.56
营运资金变动	18	53	15	59	速动比率	6.12	3.80	3.90	3.56
其他经营现金流	4	-14	10	-1	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-20	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.54	0.63	0.73
资本支出	20	0	0	0	应收账款周转率	17	20	20	19
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	71.90	168.72	109.31	91.09
其他投资现金流	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-16	-5	7	1	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.56	0.78	1.05
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.73	0.82	1.27
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.29	3.67	4.33	5.17
普通股增加	35	60	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-35	-60	0	0	P/E	48.77	37.10	26.54	19.74
其他筹资现金流	-16	-5	7	1	P/B	6.30	5.64	4.79	4.01
<b>现金净增加额</b>	49	101	126	186	EV/EBITDA	37	32	23	17

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

魏萌，SAC 执业证书号：S0640511010012，英国埃克赛特大学金融学硕士，2008 年 2 月加入中航证券金融研究所，从事军工、机械行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：[www.avicsec.com](http://www.avicsec.com)

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。