

研究所

证券分析师: 代鹏举 S0350512040001

021-68591581 daipj@ghzq.com.cn

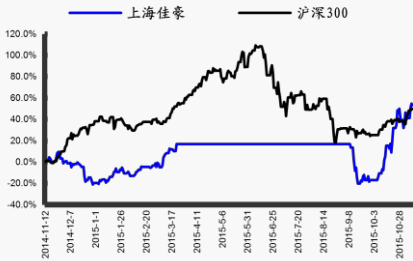
联系人: 蒋俊 S0350114120012

021-20281095 jiangj02@ghzq.com.cn

## 战略定位军工+绿色动力, 开启成长空间

### ——上海佳豪 (300008) 动态研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
上海佳豪	71.2	31.0	51.0
沪深300	14.8	14.5	48.5

#### 市场数据

2015-11-11

当前价格 (元)	22.58
52周价格区间 (元)	11.3-23.84
总市值 (百万)	5644.36
流通市值 (百万)	4018.56
总股本 (万股)	24997.17
流通股 (万股)	17797.00
日均成交额 (百万)	139.79
近一月换手 (%)	214.03

#### 合规声明

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

#### 公司简介:

上海佳豪是国内规模最大、实力最强的专业民用船舶与海洋工程综合性技术服务企业。公司主要从事船舶与海洋工程设计业务、船舶工程总承包 EPC 业务、工程监理、游艇业务、天然气销售及配套业务。2014 年收购沃金, 加码绿色能源, 完善天然气 (LNG) 产业链; 2015 年收购金海运, 切入国防军工领域。外延并购突显战略意图, 未来定位军工和绿色动力。2015 年公司前三季报营收 8.07 亿, 同比增长 72.6%; 净利润 3033 万元, 同比增长 12.7%。

#### 投资要点:

■ **全球船舶制造业低迷, 公司主营船舶业务仍在低谷, 游艇业务亏损较大。**当前全球船舶制造业的不景气, 2015 年全国上半年造船量和企业营收同比增长, 但是利润总额同比下降。相比 2014 年, 2015 年船舶制造业更加艰难。上海佳豪传统主营业务船舶建造合同项目 (EPC) 营收占比超过 50%, 而毛利率长期处于 5% 的水平。子公司沃金天然气销售额大增, 系公司业绩增厚的主要因素。公司船舶与海洋工程设计业务占比约为 15%, 但毛利率较高, 维持在 50% 的水平。

目前, 国内游艇经营模式主要分为房地产与游艇俱乐部两类。前者主要是点缀高端房地产, 打造高端奢侈游艇消费, 但消费人群数量有限; 后者受限于政府规定的投资规模, 盈利困难。国内游艇行业定位模糊, 前景不乐观。2014 年, 公司扣非后净利润约为 3000 万, 而涉及游艇业务的 3 家子公司合计亏损达到 1953 万元, 亏损与净利润比约为 2/3。因此, 我们认为由于船舶企业处于周期低谷、游艇业务的大幅亏损和其不乐观的前景将提高游艇业务整合或剥离的可能性。

■ **外延并购突显战略转型意图, 定位军工+绿色动力。**公司所处的船舶和海洋工程行业有周期性风险, 深受航运市场和全球经济影响, 运行态势复杂。从长远看, 受世界经济增长乏力、运力过剩难以改观、航运企业经营困难等因素影响, 船市成交下滑趋势明显, 新船价格上涨趋势受阻, 市场前景依旧不容乐观。国内船舶工业大而不强, 转型和升级是船舶制造企业的必然选择。公司战略意图明显, 2014 年收购沃金打造完备的绿色动力产业链, 2015 年收购金海运进入军工领域。转型海洋军工和

绿色动力天然气领域，符合强军国策和环保趋势，将开启新的成长空间。

■ **收购金海运进入国防领域，军工只会是开端。**近五年来，国家军费投入仍延续两位数的高增长态势，国家战略海军已成为优先发展军种。我国海军正逐步向新一代装备换装升级，预计未来 5-10 年，中国海军装备需求将强劲增长。公司收购金海运，直接进入海军装备蓝海市场。

金海运主要从事高性能高分子材料制品、舰船装备及配套设备、军用特种装备、救生救助装备。主要客户为军方及公务部门。金海运军工资质四证齐全，包括《武器装备科研生产许可证》、《二级保密资格单位证书》、《武器装备质量体系认证证书》、《装备承制单位资格注册证书》。金海运公司已经拥有专利 80 余项，其中 11 项发明专利。

海空装备产品为金海运根据军方需要定向研发，经过军方的鉴定、评审、定型、定价、列装等程序，由军方单一来源采购，不存在直接竞争对手。考虑到军品定型周期性、壁垒高等特点，军方不会轻易改变采购对象，预计未来几年内不会出现直接竞争对手。

表 1、金海运业务构成

	产品分类	产品	采购方式
海空装备	高性能高分子材料制品	高分子强力缆绳、超高分子护舷、碰垫等	竞争性谈判
	特种装备	空投系列装备、气动系列装备、水上水下系列装备等	单一来源采购
	救生救助类产品	自动充气救生衣、自动充气救生圈、保温救生服、救生捞网、救生挂网、救生吊篮、抛投器、拖曳组合装置等	单一来源采购

资料来源：公司公告，国海证券

上海佳豪与金海运在产业链上具有显著的协同效应，上市公司侧重于船舶设计及船舶工程总承包，标的公司侧重船用救生及特种装备，双方在销售渠道和产业链上具有互补的作用。我们认为收购金海运只是上海佳豪在军工领域的开端，未来借助金海运的军工资质和平台，结合自身船舶与海洋工程技术实力，将会继续深入海洋军工领域。

■ **打造 LNG 动力船舶完备产业链，等待产业春天来临。**当前油价下跌，绿色能源天然气价格优势不明显，LNG 动力船舶行业发展缓慢。随着国际海事组织(IMO)提出的 2020 年全球海洋燃料含硫量不得高于 0.5% 的新标准实施，以及我国对环保要求的越来越严格，大力发展天然气动力船已是大势所趋、不可逆转。欧美发达国家已经出台相关政策，促进 LNG 动力船的发展，市场形势大好。2014 年 4 月我国财政部和交通运输部共同印发《内河船型标准化补贴资金管理办法》，提出对于符合条件的新建 LNG 动力示范船舶，按照建造时间和主机总功率不同，给予不同力度的资金补贴，补贴额度在单船 63 万元至 140 万元不等。此外，国家出台《船舶与港口污染防治专项行动实施方案》倒逼船舶油改气。

方案要求 2018 年起投入使用的沿海船舶、2021 年起投入使用的内河船舶执行新修订的《船舶污染物排放标准》，并在 2020 年底前全面完成其他航行船舶设施、设备配备和改造，经改造仍不能达到要求的限期予以淘汰。根据测算，2017-2020 年我国将有望累计新建内河船舶约 1.2~1.4 万艘，若其中 70%采用 LNG 燃料作为动力，大约有 1 万艘新建 LNG 动力船。未来市场空间打开，LNG 绿色动力规模相当可观。

在清洁能源应用领域，上海佳豪研发设计的国内首艘 LNG 动力港作拖轮项目已经完工交付，公司研发设计的 LNG 动力的内河运输船也已实现批量交付。公司在船用 LNG 燃料应用领域的技术领先优势得以进一步加强。上海佳豪参股绿色动力水上运输有限公司，2014 年 8 月绿色动力水上运输签署 200 艘纯 LNG 动力船建造合同，投资总金额约为 6.5 亿元，构建上海绿色运输示范工程。

图 1、上海佳豪开发设计的 2800m<sup>2</sup>LNG 运输船、5000HP 双燃料平台供应商和 6500 匹马力动力港作拖轮



资料来源：公司网站，国海证券

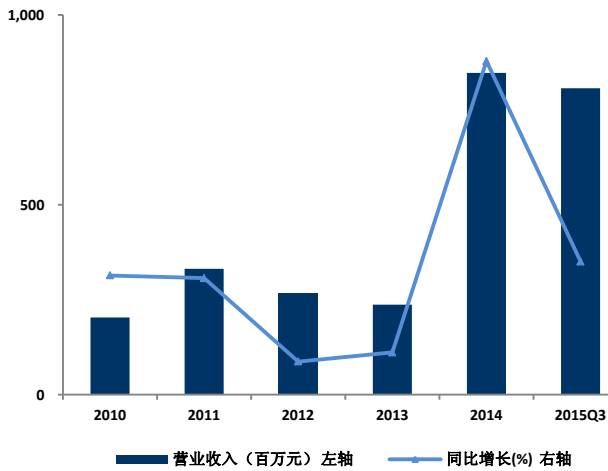
上海佳豪在国内率先进入 LNG 船舶运营领域；通过收购沃金天然气公司控制天然气采购运输。最终构建了 LNG 资源采购运输、LNG 燃料加注、船舶研发设计、系统集成和装备制造、项目融资、船舶运营、船员培训、船舶管理等上下游一体化的 LNG 动力船舶产业链。

- **员工持股计划，彰显信心，业绩承诺保障高增长。**公司向 44 名激励对象授予 750 万份股票期权，占公司当前股本 3%。2014 年~2016 年的股权激励业绩承诺：上海佳豪业绩增长率较 2013 年分别不低于 420%、560% 和 900%，对应的业绩为 3517、4464、6764 万元。收购标的金海运承诺 2015~2017 年业绩总和为 2.8 亿元。因此，我们预测未来 3 年公司将迎来业绩高增长。
- **看好公司战略定位军工和绿色动力，未来业绩高增长有保障，给予“买入”评级。**未来军品业务带动业绩高增长，公司战略定位明确，军工和绿色动力前景广阔。合并报表摊薄业绩，预计 2015~2017 年 EPS 为 0.32、0.54、0.79 元，对应的 PE 为 70、42、28 倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**船舶制造业持续恶化风险；军品业务发展不达预期；天然气相关业务发展缓慢。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	847	1118	1341	1612
增长率(%)	257%	32%	20%	20%
净利润(百万元)	46	122	206	301
增长率(%)	283%	166%	69%	46%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.32	0.54	0.79
ROE(%)	5.45%	13.16%	19.22%	23.44%

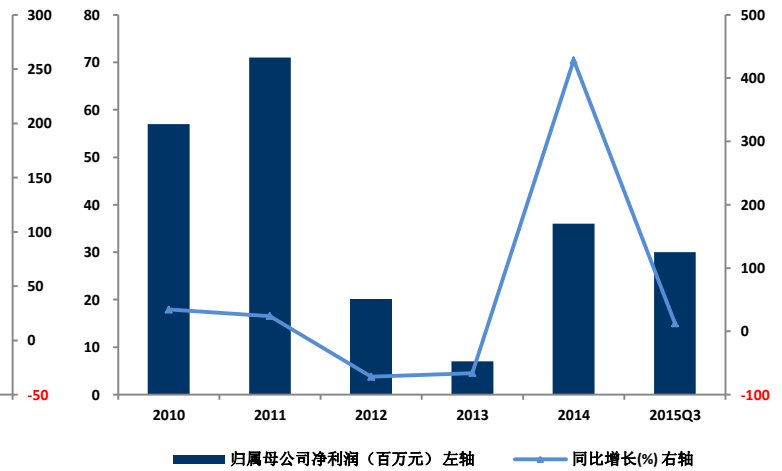
资料来源：国海证券研究所

图 2、上海佳豪营业收入及同比增长



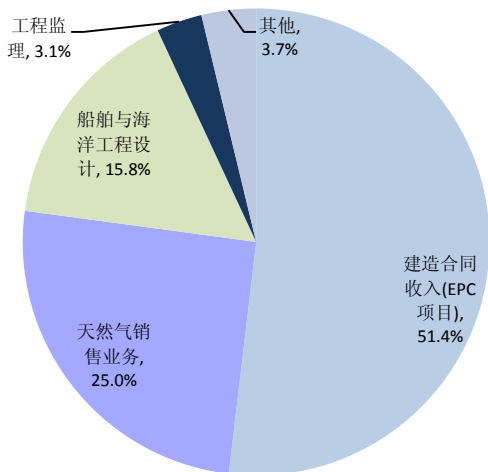
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 3、上海佳豪归属母公司股东的净利润及同比增长



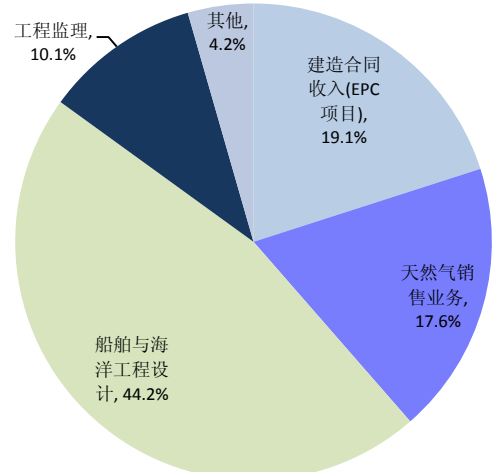
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 4、上海佳豪 2015 年中报营业收入构成



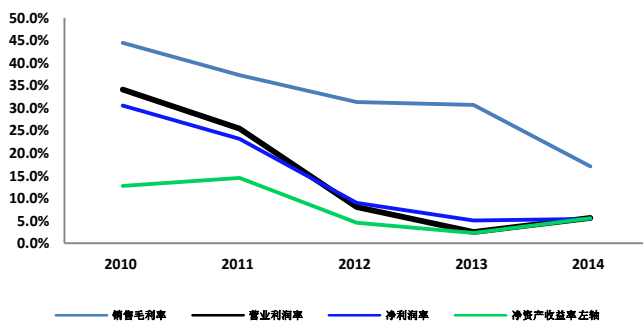
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 5、上海佳豪 2015 年中报毛利构成



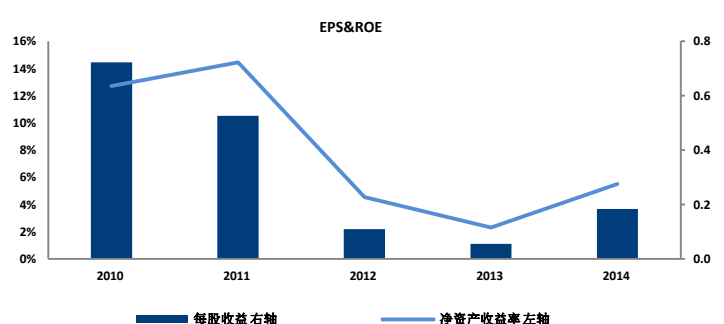
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 6、上海佳豪盈利能力



资料来源：wind、国海证券研究所

图 7、上海佳豪 EPS 和 ROE



资料来源：wind、国海证券研究所

表 2、上海佳豪与类似上市标的综合比较

代码	证券简称	总市值 (亿元)	总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	市盈率 PE	市净率 PB	总收入 三年复合 增长率 (%)	净利润 三年复合 增长率 (%)
601989.SH	中国重工	2,150	604	23	-591	4	-2	-23
600150.SH	中国船舶	566	283	0	743	3	0	-73
600685.SH	中船防务	426	95	2	-322	10	5	-34
601890.SH	亚星锚链	139	15	0	1,187	5	-8	-33
600072.SH	钢构工程	124	10	0	290	11	-13	-35
300123.SZ	太阳鸟	59	4	0	2,217	6	-1	-20
002608.SZ	*ST 舜船	33	30	-18	-1	15	5	--
	平均值	444	131	1	456	8	3	-34
300008.SZ	上海佳豪	56	8	0	124	7	37	-16

资料来源：Wind，国海证券

表 3、上海佳豪盈利预测

证券代码:	300008.SZ				股票价格:	22.58				投资评级:	买入				日期:	2015-11-11			
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	5.5%	13.2%	19.2%	23.4%	摊薄 EPS	0.18	0.32	0.54	0.79										
毛利率	17.0%	22.5%	26.1%	28.4%	BVPS (最新股本)	2.20	2.42	2.80	3.36										
期间费率	10.1%	8.7%	7.9%	7.2%	<b>估值</b>														
销售净利率	5.4%	10.9%	15.4%	18.7%	P/E	122.9	70.1	41.5	28.4										
<b>成长能力</b>					P/B	10.3	9.3	8.1	6.7										
收入增长率	257.3%	32.1%	19.9%	20.2%	P/S	6.7	7.7	6.4	5.3										
利润增长率	283.0%	166.0%	68.7%	46.0%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>										
总资产周转率	0.64	0.75	0.78	0.78	营业收入	847	1118	1341	1612										
应收账款周转率	5.25	6.13	6.13	6.13	营业成本	703	866	991	1154										
存货周转率	2.15	2.22	2.22	2.22	营业税金及附加	2	3	4	4										
<b>偿债能力</b>					销售费用	15	19	23	28										
资产负债率	36.1%	38.1%	37.9%	37.6%	管理费用	69	79	85	94										
流动比	1.53	1.48	1.55	1.66	财务费用	(0)	(4)	(6)	(9)										
速动比	0.83	0.82	0.92	1.05	其他费用/(-收入)	(11)	(11)	(11)	(11)										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业利润	47	144	234	330										
现金及现金等价物	196	272	392	589	营业外净收支	10	7	6	6										
应收款项	161	182	219	263	利润总额	57	151	240	336										
存货净额	327	392	449	522	所得税费用	16	29	34	35										
其他流动资产	29	32	38	46	净利润	41	122	206	301										
<b>流动资产合计</b>	<b>713</b>	<b>878</b>	<b>1097</b>	<b>1420</b>	少数股东损益	(5)	0	0	0										
固定资产	214	228	230	232	归属于母公司净利润	46	122	206	301										
在建工程	2	7	22	37															
无形资产及其他	20	46	69	87	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>										
长期股权投资	23	(7)	(37)	(67)	经营活动现金流	(24)	172	242	347										
<b>资产总计</b>	<b>1319</b>	<b>1499</b>	<b>1728</b>	<b>2056</b>	净利润	41	122	206	301										
短期借款	84	94	104	114	少数股东权益	(5)	0	0	0										
应付款项	287	367	433	521	折旧摊销	16	25	30	34										
预收帐款	38	59	82	112	公允价值变动	0	0	0	0										
其他流动负债	59	72	87	108	营运资金变动	(76)	(204)	(203)	(264)										
<b>流动负债合计</b>	<b>467</b>	<b>592</b>	<b>707</b>	<b>854</b>	投资活动现金流	(178)	11	13	13										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(44)	(19)	(17)	(17)										
其他长期负债	9	(21)	(51)	(81)	长期投资	(10)	30	30	30										
<b>长期负债合计</b>	<b>9</b>	<b>(21)</b>	<b>(51)</b>	<b>(81)</b>	其他	(124)	0	0	0										
<b>负债合计</b>	<b>476</b>	<b>571</b>	<b>656</b>	<b>773</b>	筹资活动现金流	278	(27)	(52)	(80)										
股本	250	379	379	379	债务融资	24	10	10	10										
股东权益	842	928	1072	1283	权益融资	49	0	0	0										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1319</b>	<b>1499</b>	<b>1728</b>	<b>2056</b>	其它	205	(37)	(62)	(90)										
					现金净增加额	76	157	203	280										

资料来源: 公司年报, 国海证券研究所

## 【分析师承诺】

代鹏举,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐:行业基本面向好,行业指数领先沪深 300 指数;

中性:行业基本面稳定,行业指数跟随沪深 300 指数;

回避:行业基本面向淡,行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入:相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持:相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性:相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出:相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料,本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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意,其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议,本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定,除法律规定的情况外,任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容,否则均构成对本公司版权的侵害,本公司有权依法追究其法律责任。