

## 销售毛利率维持高位 未来两年业绩平稳增长

中性 评级

### 投资要点:

- 公司已经成为是国内最大的民营船舶设计企业，主营业务为三大类，分别是：船舶工程设计、海洋工程设计、船舶工程监理。其中，前两项业务是公司的主要业务，其收入占公司全部收入的90%以上，船舶工程监理业务收入所占比例较小，近年来这项收入所占比例不到10%。
- 公司2006—2009年承接设计合同的市场占有率按照载重吨计算分别为2.23%、3.95%、5.24%、6%，市场占有率逐步上升。
- 近年来公司销售毛利率一直较高，大概维持在50%左右，我们认为未来几年公司仍将继续维持这样的销售毛利率水平。
- 去年下半年公司募集资金12056万元，用于船舶工程设计中心、海洋工程设计中心两个项目，项目的建成将增强公司的竞争力。
- 公司于2010年3月成为上海港专用引航船设计制造总承包(EPC)项目的唯一中标方，中标金额为人民币14,760万元，交船期限为2011年11月17日。根据项目的实施进度，仅此一个项目2010和2011年将分别产生约7380万元人民币收入，2010年收入同比2009年将可增长40%，接近2008年水平。
- 我们认为未来几年公司主营业务收入增长率将分别为45%、25%、27%，预计2010—2012年公司每股收益将达到0.748元、0.923元、1.164元。不过考虑到造船行业的目前现状，我们给予公司“中性”评级。

### 主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	126.98	184.13	230.16	292.30
销售收入增长率	10.59%	45.00%	25.00%	27.00%
EBITDA(百万元)	53.19	75.57	90.89	112.81
净利润(百万元)	43.53	64.27	78.99	99.76
摊薄EPS(元)	0.508	0.750	0.922	1.164
PE(X)	56.09	37.99	30.91	24.48
EV/EBITDA(X)	19.86	12.63	9.67	6.50
PB(X)	5.45	4.77	4.13	3.54
ROE	9.72%	12.55%	13.37%	14.44%

资料来源：中国银河证券研究所

### 分析师

田书华

✉: tianshuhua@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8736

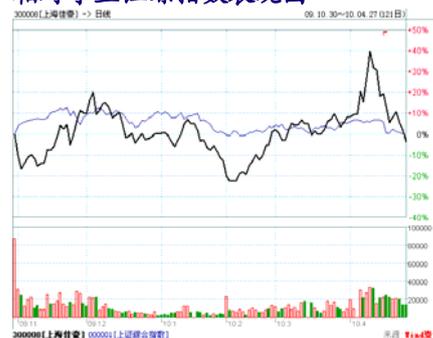
执业证书编号: S0130200010383

### 市场数据

时间 2010.04.28

收盘价	28.50
目标价	
52周内高	74.00
52周内低	27.98
总市值(百万元)	2441.88
流通市值(百万元)	610.47
总股本(百万股)	85.68
A股(百万股)	85.68
一已流通(百万股)	21.42
一限售股(百万股)	64.26

### 相对于上证综指数表现图



资料来源：中国银河证券研究所

### 相关研究

1. 造船业：世界造船业处于行业周期底部，中国开始成为世界  
2010.02.06
2. 造船业类上市公司综合情况比较与分析  
2010.02.23
3. 海运行景气度的季节性波动给造船类股票带来交易性机会

2010.03.05

## 投资概要：利用率企稳回升和行业整合是投资主线

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

公司于2010年3月成为上海港专用引航船设计制造总承包（EPC）项目的唯一中标方，中标金额为人民币14,760万元，交船期限为2011年11月17日。根据项目的实施进度，仅此一个项目2010和2011年将分别产生约7380万元人民币收入，2010年收入同比2009年将可增长40%，接近2008年水平，这将成为公司业绩提升的驱动因素。

2006-2009年公司承接设计合同的市场占有率按照载重吨计算分别为2.23%、3.95%、5.24%、6%，市场占有率逐步上升。近年来公司销售毛利率一直较高，大概维持在50%左右，我们认为未来几年公司仍将继续维持这样的销售毛利率水平。我们认为未来几年公司主营业务收入增长率将分别为45%、25%、27%，预计2010—2012年公司64.27百万元、78.99百万元、99.76百万元。

### 我们与市场观点不同之处：

多数分析师认为我国的海洋工程装备行业起步较晚，与国外先进国家相比设计能力差，未来发展前景不好。我们认为随着世界造船业务向中国的转移，再加上国家相关政策的扶持，使得国内船舶设计行业发展前景更广阔。

公司选择差异化产品的发展战略，选择以中小型船厂为主要服务对象，选择中小船型为主要设计产品，并在个别船型领域获得竞争优势。

### 公司估值与投资建议：

目前造船业处于行业周期底部，我们分析造船行业在今明两年仍会在底部徘徊，在2012年之前回暖的可能性不大，因此，我们对行业给予“中性”评级。

从公司业绩预测来看，我们预计2010—2012年公司每股收益将达到0.748元、0.923元、1.164元。未来几年公司业绩平稳增长，不过考虑到造船行业的目前现状，我们给予公司“中性”评级。

### 公司股价表现的催化剂：

去年下半年公司募集资金12056万元，用于船舶工程设计中心、海洋工程设计中心两个项目，项目的建成将增强公司的竞争力。新建项目2011年后开始盈利后将会成为公司提高盈利能力的驱动因素，如果公司凭借这两个设计中心创造性开发出现的船舶品种或船型，将会成为公司业绩突发增长因素，也会成为公司股价表现的催化剂。

### 主要风险因素：

公司募集的资金投入新的建设项目，预计2011年开始盈利，项目未来盈利能力还有待市场的检验。

## 目 录

一、公司主要业务是船舶工程和海洋工程设计 .....	2
二、公司业务发展前景乐观 .....	3
三、公司具有独特的竞争优势 .....	8
四、公司经营稳健，未来业绩平稳增长 .....	9
五、投资建议 .....	14

## 一、公司主要业务是船舶工程和海洋工程设计

上海佳豪（300008）全称为“上海佳豪船舶工程设计股份有限公司”，其前身为上海佳豪船舶工程设计有限公司，成立于2001年10月29日，是一家专业从事民用船舶与海洋工程装备设计的高新技术企业。

2008年1月31日经佳豪有限股东会决议决定，由佳豪有限全体股东作为发起人，以整体变更为股份公司。2009年10月30日在深证交易所创业板上市成为上市公司。目前公司已经成为是国内最大的民营船舶设计企业，主营业务为三大类，分别是：

- 1、船舶工程设计：民用船舶生产的设计与新船型的开发。
- 2、海洋工程设计：海洋工程装备设施（主要包括海洋工程作业船舶和海洋平台）的研发与设计。
- 3、船舶工程监理：代表船东对整个船舶建造过程进行现场的监督管理。

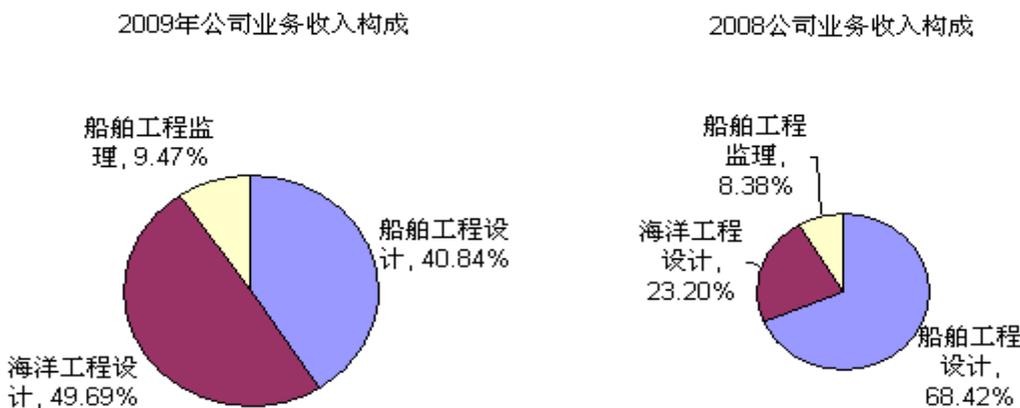
其中，前两项业务是公司的主要业务，其收入占公司全部收入的90%以上，船舶工程监理业务收入所占比例较小，近年来这项收入所占比例不到10%。

表1：近年来这三项业务收入构成比例

	2009	2008	2007	2006
船舶工程设计	40.84%	68.42%	67.32%	51.35%
海洋工程设计	49.69%	23.20%	23.23%	28.48%
船舶工程监理	9.47%	8.38%	9.45%	20.16%

资料来源：上海佳豪公司公开资料

图1：近年来这三项业务收入构成比例



资料来源：上海佳豪公司公开资料

## 二、公司业务发展前景乐观

由于公司主要业务收入来自船舶工程和海洋工程设计,因此我们在这里只分析这两项业务的发展前景。

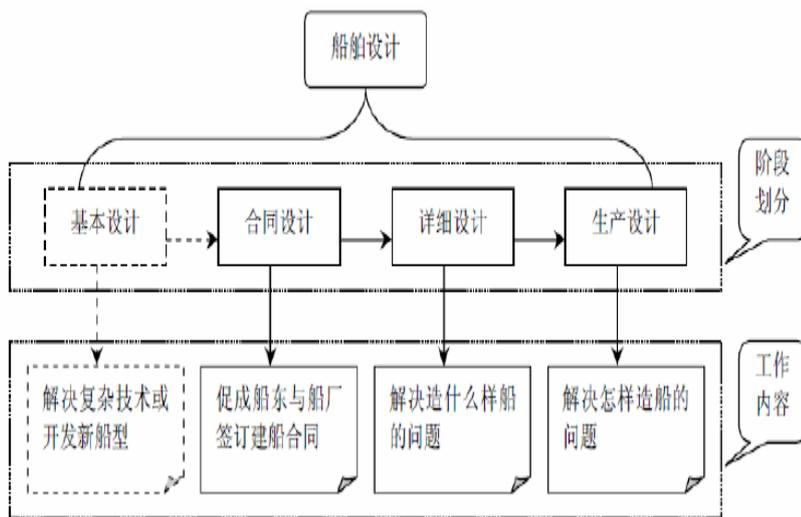
### (一) 船舶设计业务

#### 1、船舶设计业务介绍

船舶设计的主要任务是解决“造什么样的船”和“怎样造船”两个主要问题的。船舶设计行业的技术含量较高,既涉及到船型开发理论的应用,又包括各部分的协调和工艺过程的优化。同时,船舶设计是一项系统工程,需要兼顾多方面互相冲突的要求,需要一个不断优化的过程。

除了船型研发外,船舶设计一般分为合同设计、详细设计和生产设计三个阶段。其中合同设计部分是作为船东和造船企业合同谈判的依据;详细设计最终完成的资料是生产设计和建造交验的依据;生产设计则是面向船厂的服务,是船舶设计服务的自然延伸。

图 2: 船舶设计流程



资料来源: 上海佳豪公司网站

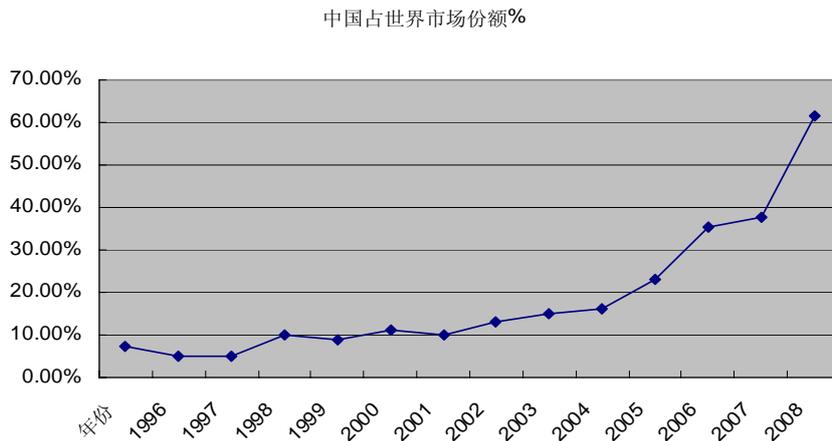
船舶设计业务的盈利模式是通过为客户提供研发设计服务,从而收取设计费用。目前船舶设计行业设计费通常按照船价的一定百分比提取,一般情况下,详细设计收费为船价的 1.5%—2.5%,生产设计的收费为船价的 1.8%—2.5%,但实际合同价格双方将根据市场情况和工作内容协商决定。

#### 2、船舶设计业务发展前景分析

船舶设计的服务对象为造船工业,船舶设计行业的市场容量是与造船工业的规模直接相关,船舶行业的景气度直接影响着船舶设计行业的景气度。因此,船舶工业的景气周期和产业转移带动着船舶设计的兴衰变化。但由于船舶设计的技术要求较高,因此其产业转移相对于造船业具有一定的滞后性,这一点与船舶关键配套设备产业比较相似。

过去十年，世界造船工业的一个重要变化是向中国的产能转移。从1999年到2009年，中国造船业的三大指标—新增订单、手持订单、完工量占全球的比重，分别从7%、3%和4%，上升到61.6%、38.5%和34.8%。由于中国经济的高速发展，以及庞大的市场规模和充足的劳动力，尽管行业进入低谷，全球造船业向中国转移的趋势仍将持续并不可逆转。

图3：中国造船业占世界份额快速提高（按照新接订单量）



随着世界造船业向中国转移的趋势的进行，中国将成为未来世界的造船中心。随着世界造船重心东移，大量船舶工程设计业务也随之东移，同时对船舶工程设计的技术要求也在不断提升，船舶工程设计业务发展潜力巨大。

但与船舶制造能力相比，我国船舶设计的技术水平与欧、美、日、韩等发达国家差异仍然比较明显，设计能力落后国际先进水平10—15年，设计能力的落后成为中国造船业发展的障碍，目前国家已经出台相关政策支持和扶植国内船舶设计行业的发展，随着中国船舶行业的发展，船舶设计行业在我国拥有广阔的发展前景。

### 3、目前国内船舶设计行业竞争态势分析

目前我国的船舶设计市场上主要存在着四类设计主体：国有专业船舶设计单位、大型国有造船企业的设计队伍、外资船舶设计公司 and 外资船舶设计公司。不同设计主体的规模和设计能力存在着一定的差别，业务重点和市场定位也有所不同。

国有专业船舶设计单位及大型国有造船企业的设计队伍是市场的主导力量，其主要市场为大型船舶设计，他们主要是通过调整发展方向抢占高端市场，将继续处于领先地位；国有专业船舶设计单位，经历了几十年的发展，技术积累有很好的基础，同时多有研究机构的性质，研究力量雄厚，因而其技术水平在国内是最优秀的。典型企业如中国船舶及海洋工程设计研究院（708所）、上海船舶研究设计院等，从市场份额和业务水平衡量，这些企业在国内船舶设计市场处于主导地位。大中型船厂的设计队伍，如沪东中华造船、江南造船、上海外高桥造船等造船公司旗下的技术中心/设计部门，与企业的造船部门形成良好的配套和互动，其技术水平也与企业造船能力一样不断得到提升。这些设计部门通常很少外承接业务；但在订单任务不足的情况下，也可能发生变化。

国外设计公司主要是为外国船东在中国建造的船舶提供前期设计，由于收费和服务链的缺

陷，未来数量增长有限；以欧洲为主的国外设计公司，在中国主要从事为欧洲船东提供的前期咨询设计服务（概念设计、合同设计），而造船合同签订后的设计服务、详细设计和生产设计则多由造船厂当地船舶设计公司承担。典型企业如大连福凯船舶设计公司，由瑞典船舶设计公司 FKAB（持股 51%）联合国内企业成立的。

而民营船舶设计公司则专注于小型船舶设计，目前增长数量最快的也是民营设计单位，未来随着行业的发展，其必将经历一个优胜劣汰的过程，优势企业将继续发展壮大。民营船舶设计企业，如上海佳豪、上海京荣船舶设计有限公司、上海欧得利船舶工程有限公司等，这些企业由于技术力量限制和发展战略的选择，在产品上侧重于中小船型和特殊船舶，同时更加注重个性化的服务。由对比可知，民营船舶设计企业的主要竞争优势在于提供差异化的服务，包括产品类型有所侧重和服务水平较高。同时，发展的较好的民营船舶设计企业也多具有一定的技术背景，如上海佳豪的技术骨干出自上海船舶研究设计院的不少，上海欧得利最初也是 708 所与德国企业合资组建的。

目前，民营设计公司占据了 90% 以上的 5 万吨以下散货船设计市场份额，4 万吨以下的油船、1000TEU 以下的集装箱船一般也是由民营设计公司设计。目前，公司是民营船舶设计公司的领军企业。

**表 2：船设计主要四类情况比较**

类型	国有专业船舶设计企业	大型国有造船企业的船舶设计队伍	外国独资和中外合资船舶设计公司	民营船舶设计企业
特点	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；数量增长不明显，调整发展方向抢占高端市场	技术实力强，未来以抢占高端市场为主	技术先进，拥有大量高端客户群；收费高，服务链不完整；数量增长有限	机制灵活、服务意识强，近年发展迅速
服务领域	瞄准世界一流设计院所的发展方向，设计的船舶向大型化、高技术化和高附加值化发展；	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；	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	主要服务于中小船厂和船东，占据了 90% 以上的 5 万吨以下散货船设计市场份额，4 万吨以下的油船、1000TEU 以下的集装箱船市场；
代表公司	708 所和上海船院	沪东中华造船（集团）公司、江南造船（集团）公司、上海外高桥造船公司的设计部	大连福凯船舶设计有限公司（DF-Marine）、上海杰星船舶设计有限公司（CS Marine）	上海佳豪、上海京荣、上海欧得利

资料来源：中国船舶工业协会

## （二）海洋工程业务

### 1、公司是国内为数不多的具有海洋工程设计能力的企业

海洋工程是指以开发、利用、保护、恢复海洋资源为目的，并且工程主体位于海岸线向海一侧的新建、改建、扩建工程。具体包括：围填海、海上堤坝工程，人工岛、海上和海底物资

储藏设施、跨海桥梁、海底隧道工程，海底管道、海底电(光)缆工程，海洋矿产资源勘探开发及其附属工程，海上潮汐电站、波浪电站、温差电站等海洋能源开发利用工程，大型海水养殖场、人工鱼礁工程，盐田、海水淡化等海水综合利用工程，海上娱乐及运动、景观开发工程，以及国家海洋主管部门会同国务院环境保护主管部门规定的其他海洋工程。而海洋工程设计是指海洋工程装备设施（主要包括海洋工程作业船舶和海洋平台）的研发与设计。

海洋工程装备主要包括海洋工程作业船舶和海洋平台等，两者是配套使用的关系。公司涉及的主要是海洋工程作业船，包括三用工作船、起重船、铺管船。

海洋工程具有“三高”的特点，其主要特点表现在：高技术、高投入、高风险；设备的可靠性、安全性要求严格；设备成套性强；多品种、小批量；建造工艺要求高，因此市场准入高，门槛高。目前市场上很多设计公司没有能力从事海洋工程项目，公司通过与振华重工合作进入海洋工程设计领域，走在了前端，成为国内为数不多的具有海洋工程设计能力的企业。

## 2、与先进国家相比，我国海洋工装备设计水平仍有一定差距

我国的海洋工程装备行业起步较晚，其设计更是主要集中美国和欧洲等国际知名的开发设计公司中。这些企业可以分为两类，一类是提供综合性的海洋工程装备和解决方案的企业，如挪威的 Aker Kvaerner 公司，荷兰的 Gusto 公司，美国的 Friede & Goldman 公司等；另一类则是专注于某一种船型的企业，如 SAS 公司精于铺管船，ROLLSROYS 专注于工程船。

国内的专业设计单位，如 708 年和国内大型船舶企业中的设计队伍也具有较强的研究设计实力，在普通项目中独力承接设计任务，或者作为第二、三轮（详细/生产设计）参与一些由国外知名企业牵头的难度较高的项目。与普通船舶设计市场相比，民营企业在海洋工作船的设计方面要弱小得多。大部分民营企业在海洋工程船设计领域起步较晚，规模较小，产品单一，主要从事制造业的配套。

表 3：各类型海洋工程设计企业的特点

企业类型	基本情况
国外企业	美国\瑞典\荷兰\挪威等国际知名企业占据主导，如挪威的 Aker Kvaerner 公司，荷兰的 Gusto 公司，美国的 Friede & Goldman 公司等，各公司均有自己的成系列的产品。此外也有部分企业在某一型船上具有较强实力，如 ROLLSROYS 的工程船，SAS 的铺管船等。
国内专业设计单位	708 所在国内最早从事海洋工程装备研究设计，并占有较大市场份额；曾研究开发出多种钻井平台，以及浮式生产储油轮、三用工作船、大型起重铺管船等海洋工程船舶。上海船舶研究设计院主要设计一些海洋工程船舶，如三用工程船、消防船等。
大中型船厂的设计队伍	国内大型国企船舶建造厂内的设计队伍，主要为本企业已承接建造的海洋工程项目提供配套服务，进行施工工艺设计或生产设计，很少直接参与企业外的设计业务竞争。
民营海洋工程设计企业	多为近年成立，规模小，产品单一，主要从事制造业的配套，竞争力不强。

资料来源：中国船舶工业协会

## 3、海洋工程设计业务发展前景

21 世纪是海洋的世纪，随着陆地资源的日趋枯竭，发展海洋经济已列入各沿海国家的发

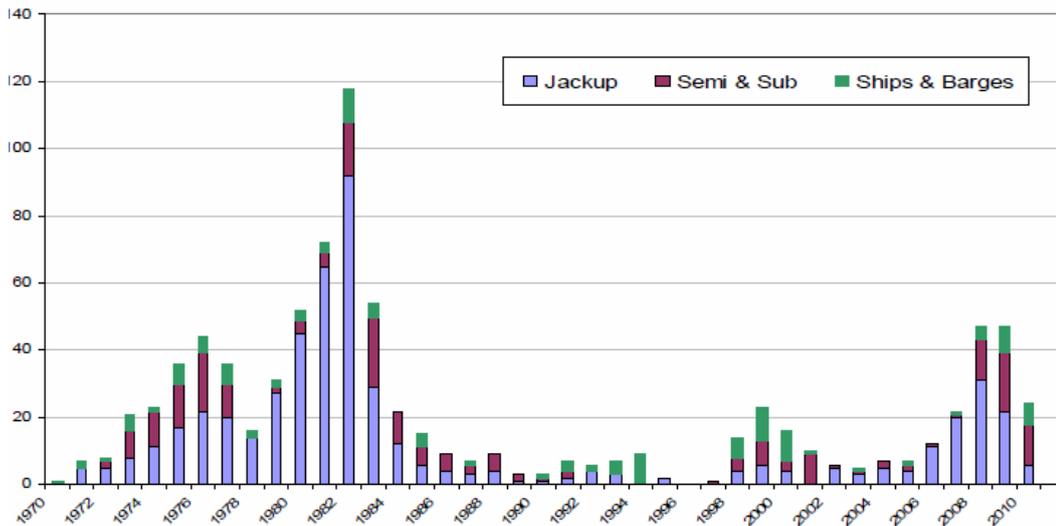
展战略，大规模、全面地开发利用海洋资源和空间，发展海洋经济已列入各沿海国家的发展战略。在开发利用海洋资源中，勘探开发海底石油、天然气资源占有重要地位，是我国也是世界油气工业发展的重要趋势。

世界上已探明的海上石油、天然气储量分别占地球石油、天然气总储量的 34% 和 26.1%。全球海洋石油产量在 2000 年已达到世界石油总产量的 39%，目前全球油气地质资源勘探中海洋石油储量所占比重越来越大。随着浅海开发工程日益饱和，深水和超深水海域的油气资源正成为世界沿海国家竞相开发的热点。

目前世界上有 100 多个沿海国家普遍加紧了对海洋高新技术的开发，海洋资源调查、海洋油气开发、海洋风能发电等正成为世界高新技术竞争的热点。因此，在今后较长的一段时间内，海洋工程将保持旺盛的市场需求，市场前景良好。

随着海洋油气开发的不断深入，海上工程作业量不断增加，对各种海上工程装的需求日益增多，在二十世纪八十年代初，海洋工程产品的交付使用达到了历史的波峰，这些产品服务期即将超过 25 年。随着海洋平台的更新换代，废旧平台的拆除以及新建平台的安装孕育着广阔的海洋工程及相关配套业市场，海洋工程将迎来前所未有的发展新高潮。海洋工程设计业务的前景也会非常广阔。

图 4: 1970-2010 年海洋工程产品交付情况



资料来源：船舶工业协会

据预计，2008-2012 年全球海洋工程设备市场支出约为 500-600 亿美元，平均每年约 100-120 亿美元。

我国大陆海岸线长达 18000 多公里，管辖的海域近 300 万平方公里，有着丰富的海洋资源，随着中国南海、东海、渤海各地油气开发项目的加速，将对海洋工程船舶形成长期持续性需要。

“十一五”期间，我国海洋石油开发迎来一个高速发展期，2010 年将达到 4000 万吨的产量。国内三大石油公司在“十一五”规划中，都重点提出要加大开发海上特别是深海油气资源。随着中国南海、东海、渤海各地油气开发项目的加速，将对海洋工程船舶形成长期持续需求。2006-2010 年国内海洋工程建设的投资规模将达到 441 亿元。

**表 4: 2006—2010 年中国海洋石油工程建设量**

地区	导管架(座)	组块(座)	终端	PESO/单点(个)	海管(公里)	水下井口(个)
天津	32	33	1	3	485	0
深圳	7	7	0	4	228	22
湛江	18	18	2	1	423	5
上海	7	7	0	1	170	2
总计	64	65	3	9	1306	29

资料来源: 上海佳豪公司网站

### 三、公司具有独特的竞争优势

公司竞争优势明显、成长能力显著,经过多年的发展,公司形成了独特的竞争优势:

#### 1、服务链优势

船舶设计可分为基本设计、合同设计、详细设计和生产设计等不同的阶段。目前,多数船厂设计部门只能从事生产设计,大部分专业船舶设计单位只能提供开发设计、合同设计和详细设计,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,这一按造船工艺流程创建的一站式、全过程技术服务,不断充实完善了服务链之间的无缝衔接,有效地提高了技术服务质量,为公司赢得了客户,服务的船东和船厂也逐渐从小型发展到中型、乃至大型的航运公司和造船厂,形成了明显的竞争优势。

#### 2、研发与技术优势

船舶设计业最为关键的因素是设计能力,公司是行业中为数不多的高新技术企业。目前,公司申请并获授权的有 7 项专利(其中发明专利 1 项、实用新型专利 6 项),同时拥有 4 项专利申请权。公司获得省部级科技进步成果一等奖 1 项、二等奖 2 项,同时一项发明专利获得上海市青浦区发明创造专利奖。公司成立以来,自主研发设计的七个船舶项目为全国第一、一个船舶项目为全球第一。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”,获得了船级社颁发的船舶和海上设施设计单位评估证明,公司拥有一支优秀的专家型技术队伍,聚集了一大批国内船舶和海洋工程研发、设计领域的高级专家。公司现有从事研发、设计等工作的科技人员 357 名,均在船舶、海洋工程、水工机械研发、设计、建造等领域有着丰富的经验和专长,其中具备中高级专业技术职称的科技人员有 150 多名,高工及以上专业职称的科技人员 79 名,研究员和教授级高工 18 名。高素质的人才队伍为公司的持续快速发展提供了有力的技术保障。近年来公司研发费用占比一直维持高位,为公司的持续发展和创新提供有力保障。

#### 3、体制、管理优势

与国有船舶设计企业相比,公司作为国内船舶设计行业最大的民营企业,在运营体制、公司管理等方面也具有明显的优势。

作为国内最大的民营船舶设计企业,公司一直注重现代企业制度的建立与完善,采用灵活高效的管理方式,提高企业的管理水平。同时,通过核心管理层持股等制度安排,吸引了一批优秀人才加盟,增强了企业的凝聚力 and 创新能力。公司创业团队、中高级管理人员和其他核心

人员均拥有公司股份，通过直接或间接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 13.04%，中高级管理人员和其他核心人员直接和间接持有公司股份占公司股份总数的比例为 88.103%。灵活高效的管理机制，不仅大大提高了公司的市场反应能力，也为公司的快速发展奠定了坚实的基础。

#### 4、区位优势

公司所在地上海及相邻的江苏和浙江，是中国造船工业最集中的地区，也位列“国家船舶工业中长期规划”中重点发展的三大船舶工业基地之首，因此以上海为中心的长三角地区汇集了全国大部分的船舶设计公司和船舶设计专业人才；另外，全国实力最强大的船舶科研院所和高校也集中在上海；上海有发展船舶设计业务得天独厚的条件：市场和人才。因此，公司能充分享有上海的区位优势。

## 四、公司经营稳健，未来业绩平稳增长

### 1、准确确立公司的市场定位，公司船舶工程设计市场占有率逐年提高

目前我国的船舶设计市场上主要存在着四类设计主体：国有专业船舶设计单位、大型国有造船企业的设计队伍、外资船舶设计公司 and 外资船舶设计公司。不同设计主体的规模和设计能力存在着一定的差别，业务重点和市场定位也有所不同。其中国有专业船舶设计单位和大中型船厂的设计队伍主要是通过调整发展方向抢占高端市场，将继续处于领先地位；国外设计公司主要是为外国船东在中国建造的船舶提供前期设计，由于收费和服务链的缺陷，未来数量增长有限；目前增长数量最快的是民营设计单位，未来随着行业的发展，其必将经历一个优胜劣汰的过程，优势企业将继续发展壮大。公司在经营过程中进行了市场细分，找准自己的市场定位，从而在这些市场确立了优势地位。

从散货船、油轮、集装箱船三大主力船型来看，公司目前设计的散货船覆盖了 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；油轮覆盖了 3,600DWT、4,999DWT、7,000DWT、15,999DWT、17,000DWT、25,000DWT 等；集装箱船覆盖了 750TEU、900TEU、1,080TEU 等船型。散货船作为本公司目前的重要设计产品，覆盖了大灵便型以下的船型，船型覆盖率占 35% - 40%；并且公司在灵便型散货船（32500 吨）、大型单壳油轮改装成矿砂船（10 万吨至 23 万吨）、新型沥青专用运输船（4999 吨）等多个项目上，公司取得了国内绝对领先的市场地位。油轮主要是 25,000DWT 以下的船型，船型覆盖率为 10% 左右。集装箱船主要为 1,080TEU 以下的船型，船型覆盖率 8% 左右。所以，综合来看，本公司目前设计船型的平均覆盖率在 15%-20% 左右。

表 5：公司船舶工程设计的覆盖范围

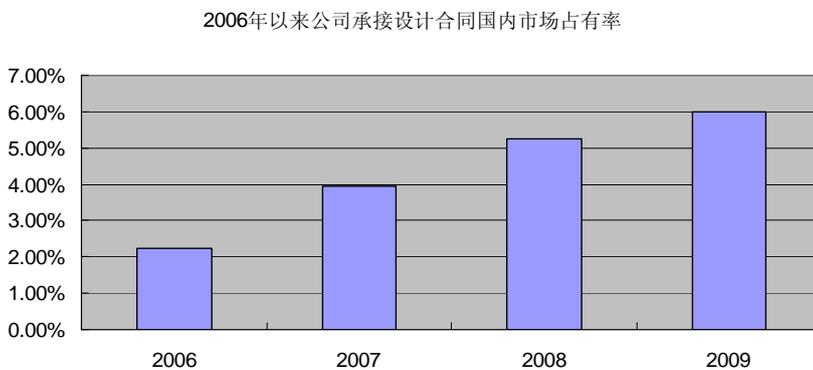
公司覆盖的主要船型	目前公司覆盖船型的吨位范围	船型覆盖率
散货船	5000—80000DWT	35%—40%
游船	25000DWT 以下	10%左右
集装箱	1080TEU 以下	8%左右

资料来源：上海佳豪公司网站

公司选择差异化产品的发展战略是合理和稳妥的。成立时间不长、技术力量储备相对薄弱，且没有相应的造船支撑力量，这些劣势决定了民营船舶设计企业必须避开国有大型船舶设计单位的正面竞争，选择以中小型船厂为主要服务对象，选择中小船型为主要设计产品。从散货船、油轮、集装箱船三大主力船型来看，公司将技术门槛较低的散货船作为重点发展项目，覆盖了大灵便型以下的船型，船型覆盖率达到35%--40%；油轮主要是2.5万载重吨以下的船型，船型覆盖率为10%左右，集装箱船主要为1080TEU以下的船型，船型覆盖率为8%左右。作为一个技术积累很强的行业，公司在个别船型的积累也容易获得竞争优势，并逐渐扩展到更大的领域。

2006-2009年公司承接设计合同的市场占有率按照载重吨计算分别为2.23%、3.95%、5.24%、6%（2009年的市场占有率还没有精确统计，这只是个估计值），市场占有率逐步上升。

图 5：公司自 2006 年以来国内市场占有率不断提高

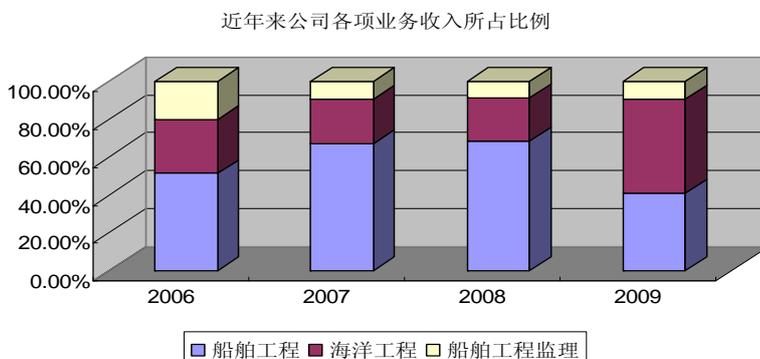


资料来源：公司年报以及与公司相关人士交流获得

## 2、与时俱进，公司海洋工程收入快速增长并成为公司第一大收入来源

看一下公司 2009 年年报就会发现，2009 年公司海洋工程业务收入占比大幅度提高。之所以发生这样的变化，主要是因为：自 2008 年 8 月份以来造船行业进入萧条期，因此导致公司船舶设计业务量减少，公司审时度势及时调整经营方案，大力开拓海洋工程业务，使得公司海洋工程设计业务量快速增长，保证了公司业绩的提高。

图 6：近年来公司各项业务收入所占比例



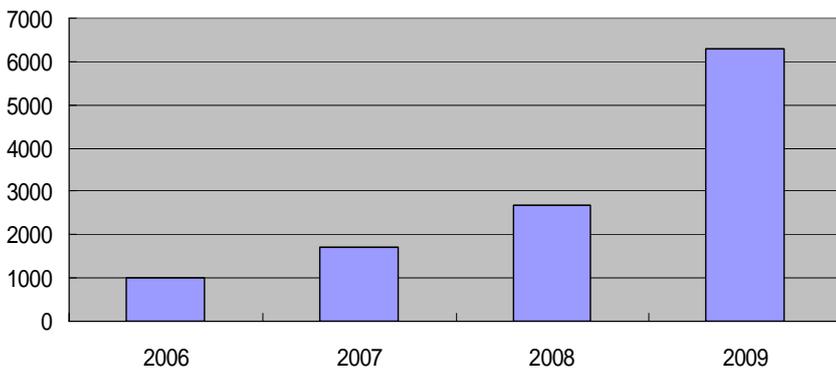
资料来源：公司 2009 年年报

公司海洋工程设计覆盖的海工装备品种主要包括：（1）起重船，公司在 2005-2008 年间就相继完成了 500t 起重船、350t 全回转起重船、200t 起重船、150t 全回转起重船等产品的设计工作；（2）铺管船，公司已承担并完成了多个项目设计工作，代表性的有 800t 起重铺管船和 3,000t 起重铺管船等；（3）平台供应船（PSV），公司已覆盖 1600kW 至 4000kW 远洋作业船，同时也有 8160kW 和 12000KW 两型产品，并有 58m 三用拖轮，可兼作拖带作业船、起锚船、供应船。由公司设计并已交付使用的 12000kW 平台供应船，配有 3 级动力定位和首尾侧推，是平台供应船的前沿产品。

近年，公司大力发展海洋工程设计业务，2007 年以来公司海洋工程设计业务平均增长率超过 60%，发展迅速，未来几年海洋工程设计业务有可能超过船舶设计业务，成为公司第一大业务板块。

图 6：近年来公司海洋工程设计收入不断提高

2006年以来公司海洋工程业务收入（万元）



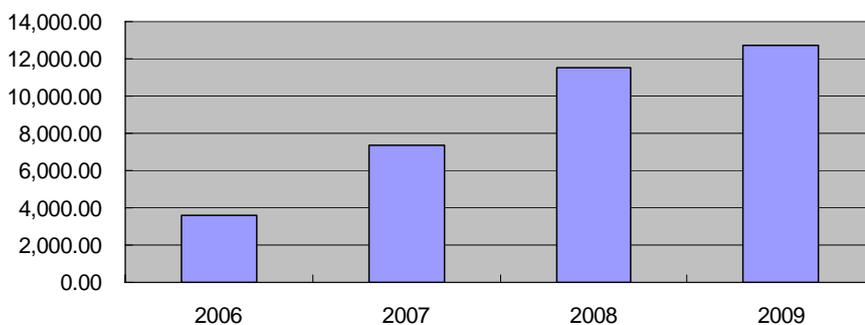
资料来源：中国银河证券研究所

### 3、公司近年来整体业绩优异

看一下公司近年来主要财务指标，我们就会发现：公司近年来整体业绩优异。

图 7：近年来公司营业收入不断提高

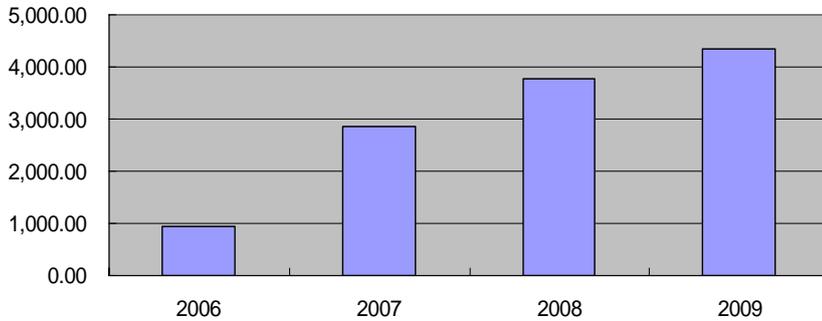
2006\_2009年公司营业收入（万元）逐年递增



资料来源：中国银河证券研究所

图 8: 近年来公司净利润不断提高

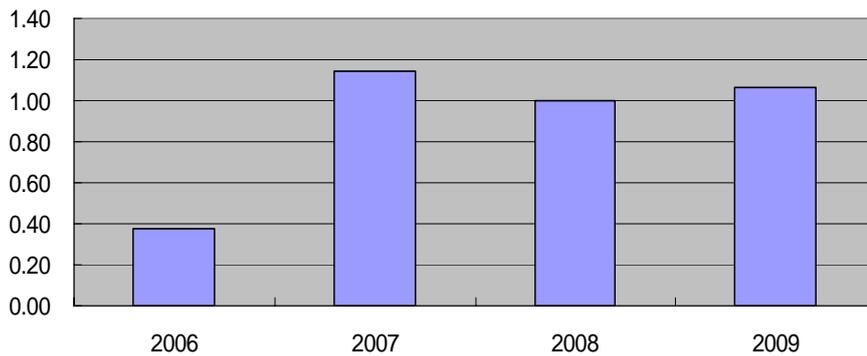
2006\_2009年公司净利润(万元)逐年递增



资料来源: 中国银河证券研究所

图 9: 近年来公司每股收益比较平稳

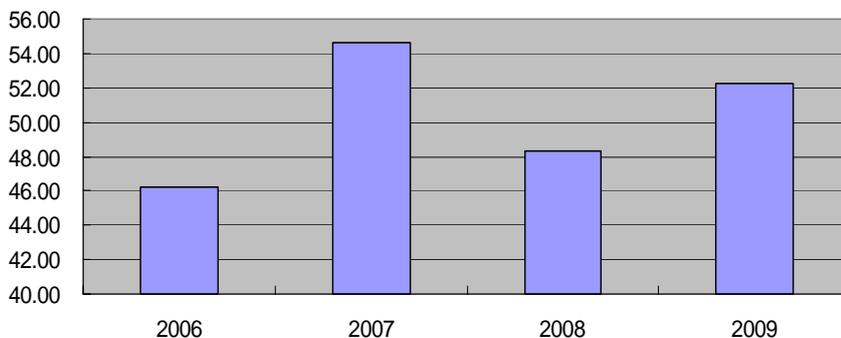
2006\_2009年公司每股收益(元)平稳



资料来源: 中国银河证券研究所

图 10: 近年来公司销售毛利率一直处于高位水平(50%左右)

2006\_2009年公司销售毛利率相对平稳



资料来源: 中国银河证券研究所

#### 4、募集资金业务顺利进行，有望在 2011 年后产生利润

此次发行计划募集资金 12056 万元，募集资金将用于船舶工程设计中心、海洋工程设计中心两个项目，以增强公司主营业务的竞争力。

表 6：公司募集资金投资项目

序号	项目名称	预计投资额	使用募集资金额
1	船舶工程设计中心	7,288	7,288
2	海洋工程设计中心一期工程	7,093	4,768
	合计	14,381	12,056

资料来源：上好佳豪招股说明书

船舶工程设计中心项目主要是为了进一步做大做强本公司现有的主营业务，即船舶设计业务。项目建成后，公司将形成高效强大的船舶工程设计生产能力和技术信息处理能力，有效地提高船型研发设计和船舶工程设计的整体水平和市场竞争力，在适应中国造船工业快速发展要求的同时，进一步提升公司的盈利能力。该项目预计总投资为 7,288 万元，其中：建设投资 6,656 万元，流动资金 632 万元。项目预计达产年平均收入 8,425 万元，年平均净利润 2,457 万元。该项目目计算期为 10.5 年（含 0.5 年建设期），预计项目在建设后的 6 个月开始产生营业收入，3.5 年后达到预计生产规模。计算期内，所得税后财务内部收益率为 26.20%，财务净现值为 7,955 万元（ $i=10\%$ ），静态投资回收期 4.6 年（含建设期 0.5 年）。达产年平均收入为 8,425 万元，年平均净利润为 2,457 万元，税后投资利润率 33.7%。

海洋工程设计是公司将来业务发展重点，海洋工程设计中心一期工程项目项目建成后能显著提升公司经营成果与盈利能力，促进工作在海洋工程领域的竞争力。该项目计划投资 7093.00 万元，拟从佳豪船舶原有的船舶研发及设计队伍中抽调部分具有海洋工程设计经验的优秀员工，结合原海事工程部，并引进具有相关专业背景人员，同时从海外高薪聘请海洋工程领域知名的优秀专家，分 3 年逐步实施，预期 3 年内新增员工 135 人。项目计算期为 10.5 年（含 0.5 年建设期），预计项目在建设后即开始产生营业收入。计算期内，所得税后财务内部收益率为 23.4%，财务净现值为 6,506 万元（ $i=10\%$ ），静态投资回收期 5 年（含建设期 0.5 年）。达产年年平均收入为 8,000 万元，年平均净利润为 2,169 万元，税后投资利润率 30.6%。

此两个项目预计会在 2011 年后产生效益。

#### 5、近年签订新项目保证 2010、2011 年业绩

受造船业萧条的影响 2009 年，公司船舶工程设计营业收入同比下降 33.99%，仅为 5186 万元。公司 2010 年第一季度，公司实现营业收入 3792 万元，同比增长 2.14%，营业利润 1159 万元，同比增长 13.91%，实现归属母公司净利润 1032 万元，同比增长 18.8%，实现每股收益 0.12 元。

由于 2010 年船运行业受金融危机的影响尚难恢复，公司相关业务的发展存在不确定性。但是公司于 2010 年 3 月成为上海港专用引航船设计制造总承包（EPC）项目的唯一中标方，中标金额为人民币 14,760 万元，交船期限为 2011 年 11 月 17 日。根据项目的实施进度，仅此一个项目 2010 和 2011 年将分别产生约 7380 万元人民币收入，2010 年收入同比 2009 年将可增长 40%，接近 2008 年水平。实际上，2009 年底，公司尚未履行完毕合同金额即超过

18,072 万元，即使 2010 年全年没有新接订单，公司此前手持合同金额基本也可以支撑全年盈利接近 2009 年水平。因此，此一订单将有力支撑 2010 年公司业绩。

## 6、公司业绩预测

就公司业务情况，我们也与公司相关人员进行交流，分析认为未来几年公司主营业务收入增长率将分别为 45%、25%、27%，预计 2010—2012 年公司每股收益将达到 0.748 元、0.923 元 1.164 元。

具体财务预测数据见下页表7：财务报表预测

## 五、投资建议

因为目前造船行业处于周期底部，我们认为造船行业回暖估计在 2012 年之后，我们认为，目前国际贸易量是否快速增加还不很确定，需要进一步观察，这会直接影响造船业的发展，从而影响公司业务的发展。因此我们给予公司“中性”评级。

表 7: 财务报表预测

资产负债表					利润表				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	381.60	483.91	559.65	706.55	营业收入	126.98	184.13	230.16	292.30
应收和预付款项	14.98	16.42	22.99	27.05	减: 营业成本	60.61	92.98	117.38	149.07
固定资产和在建工程	85.02	76.07	67.13	58.19	营业税金及附加	1.30	1.88	2.35	2.98
无形资产和开发支出	6.09	5.34	4.59	3.83	营业费用	1.74	2.52	3.15	4.01
资产总计	487.69	581.74	654.36	795.62	管理费用	14.39	20.87	26.08	33.13
应付和预收款项	39.12	41	38	42	财务费用	-2.26	-9.74	-11.74	-14.24
其他负债	0.87	0.90	1.0	1.2	营业利润	51.17	75.61	92.93	117.36
负债合计	39.99	41.9	39	43.2	加: 其他非经营损益	1.18	1.20	1.00	1.10
股本	50.40	50.40	50.40	50.40	利润总额	52.35	75.61	92.93	117.36
资本公积	311.08	311.08	311.08	311.08	减: 所得税	8.82	11.34	13.94	17.60
留存收益	86.22	150.49	229.48	329.23	净利润	43.53	64.27	78.99	99.76
归属母公司股东权益	447.69	511.96	590.96	690.71	归属股东净利润	43.53	64.27	78.99	99.76
股东权益合计	447.69	511.96	590.96	690.71	增长率	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和股东权益合计	487.69	581.74	654.36	795.62	销售收入增长率	10.59%	45.00%	25.00%	27.00%
资产管理效率	2009A	2010E	2011E	2012E	EBIT 增长率	14.71%	31.55%	23.25%	27.00%
固定资产周转率	1.49	2.42	3.43	5.02	EBITDA 增长率	18.99%	42.09%	20.27%	24.12%
应收账款周转率	15.92	22.81	19.20	21.67	净利润增长率	15.07%	47.64%	22.91%	26.28%
<b>现金流量表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
经营性现金净流量	33.58	92.57	64.01	132.65	EBITDA	53.19	75.57	90.89	112.81
投资性现金净流量	-54.76	-39.00	-30.00	10.00	EPS	0.508	0.750	0.922	1.164
筹资性现金净流量	323.73	9.74	11.74	14.24	BPS	5.225	5.975	6.897	8.062
现金流量净额	302.56	102.31	75.75	146.90	PE	56.09	37.99	30.91	24.48

资料来源: 中国银河证券研究所

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究所**

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908