

双管齐下，寻找未来新的增长点

上海佳豪研究报告 (300008) 评级: 增持 (首次)

股价: 26.76 元 目标价位: 31.05 元

深度报告

2010年8月24日 星期二

牛纪刚
执业证书编号: S0630209060131
021-50586660-8636
niuuj@longone.com.cn
机械行业 高级分析师

联系人: 赵语涛
021-50586660-8637
zhaoyt@longone.com.cn
机械行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6个月目标价位	31.05元
升值潜力(%)	16.03%
目标价确定日期:	2010-8-23

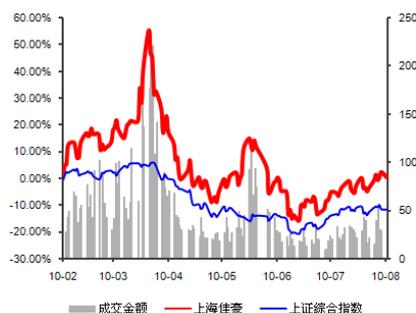
重要数据

总股本(亿股)	0.86
流通股本(亿股)	0.21
总市值(亿元)	22.93
流通市值(亿元)	5.73

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	5.90%	4.20%
3个月	0.67%	1.81%
6个月	0.59%	12.10%

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 1. 民营船舶设计企业龙头。**公司是国内最大的民营船舶设计企业，主营船舶工程设计、海洋工程设计及船舶建造监理。在产品方面，公司设计向低碳节能方向发展，未来以游艇为中心；在服务方面，服务范围拓展到设计工程总承包(EPC)业务、组装内装以及交船后的应急服务等；研发方面继续加大投入。**海工和游艇业务是公司未来两个重要的增长极。**
- 2. 船舶业务得到拓展。**船舶工程设计营业收入同比减少 17.68%，主要是因为船舶设计行业受 2008 年金融危机影响的延迟效应。随着 2010 年船舶设计订单的增加和局部市场趋暖，这一趋势已有所缓解。一旦行业复苏趋势确立，公司本板块可快速反弹。值得注意的是公司承接的 1.476 亿的上海港引航船设计工程 EPC 总承包项目，进一步延伸了公司技术服务链，仅此一项就可为公司今明两年确认约 7380 万元的收入。EPC 业务标的较大，净利润高，预计公司今后可持续获得相关业务的收入。
- 3. 海工业务前景广阔。**公司海工业务收入占比持续增加。由于政策尚不明朗，未出现爆发式增长。随着国家相关的政策的陆续出台，海工业务有望进入快速上升通道。公司已经在海工辅助用船方面同下游海工制造企业合作，未来将加大研发投入进入钻井平台领域。公司未来海工业务增长确定。
- 4. 游艇业务未来有望为公司带来质的提升。**公司计划三年后投产中型游艇，年产值约 1.08 亿，预计毛利率可高达 50%。公司在游艇市场竞争对手较少，且均为缺少船舶设计核心竞争力生产玻璃类企业。鉴于公司的研发能力和游艇消费的巨大市场需求，未来游艇业务有望成为利润的重要增长点。
- 5. 预计公司 2010、2011、2012、2013 年 EPS 为 0.69 元、1.03 元、1.52 元、2.05 元。**结合目前行业的状况及公司未来的成长性，给予增持评级。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	127	221	350	484	644
营业收入增长率(%)	10.6%	73.8%	58.4%	38.6%	32.8%
营业利润(百万元)	51	68	103	152	206
营业利润增长率(%)	23.3%	33.7%	50.1%	47.9%	35.6%
净利润(百万元)	44	59	88	130	176
净利润增长率(%)	15.1%	35.5%	49.4%	47.5%	35.4%
每股收益(元)	0.51	0.69	1.03	1.52	2.05
每股净资产(元)	5.23	5.91	6.94	8.46	10.51

目录

1. 具有清晰发展战略的民营船舶设计龙头	4
1.1. 民营船舶与海洋工程设计企业龙头	4
1.2. 公司近年发展迅速	5
1.3. 提供全套解决方案的设计，公司逐步摸索出自己的特色	5
1.4. 海工和游艇业务双管齐下，公司未来前景光明	6
2. 船舶业务稳定增长	6
2.1. 国内造船行业缓慢复苏	6
2.2. 造船行业重心向中国转移	8
2.3. 公司船舶业务得到拓展	8
2.4. EPC 业务是公司船舶业务的稳压器	9
3. 海工业务前景广阔，增长确定	9
3.1. 发展海工是发展经济的需要，也是维护国家主权的需要	9
3.1.1 海洋工程装备产业链长，可有效拉动经济	9
3.1.2 发展海工对维护国家海洋权益至关重要	10
3.2. 市场需求广阔，仅国内需求每年可超过 200 亿元	11
3.2.1. 海洋工程装备简介	11
3.2.2. 内陆油气开发开始衰退，海洋资源开发市场巨大	12
3.3. 承接产业转移，中国未来有望从第三梯队跃升至第一梯队	14
3.4. 公司加大海工投入，已经成为第一大业务	14
4. 顺应大消费趋势，游艇业务未来有望成为明星业务	15
4.1. 伴随着中国财富的增长，游艇消费开始启动	16
4.2. 国家大力推动游艇产业的发展	16
4.3. 中国游艇业处于起步期，市场需求潜力大	17
4.4. 公司进军游艇业，抢占游艇制高点	17
5. 风险因素和催化剂	18
6. 公司产品分类预测	18
7. 盈利预测与估值	19
7.1. 盈利预测	19
7.2. 估值：合理价格为 31.05 元	21

图形目录

图 1. 公司所设计的产品展示	4
图 2. 公司主营业务分解	4
图 3. 公司毛利率分解	4
图 4. 公司的发展策略清晰	5
图 5. 公司持续优化业务结构，加大海工业务比重	6
图 6. 国内造船完工量变化情况（单位：万载重吨）	7
图 7. 国内造船新接订单量变化情况（单位：万载重吨）	7
图 8. 国内造船手持订单量变化情况（单位：万载重吨）	7

图 9. 公司 EPC 业务	9
图 10. 我国东海海域情况	10
图 11. 我国南海海域情况	10
图 12. 海洋工程装备分类	11
图 13. 几种主要的海上钻井平台	11
图 14. 世界内陆油气供应情况	12
图 15. 世界海洋油气供应情况	12
图 16. 世界深海油气供应情况	12
图 17. 世界各地海洋开发支出	13
图 18. 中海油上游投资	13
图 19. 中国海洋工业竞争优势	14
图 20. 游艇业：漂浮在黄金水道上的巨大商机	15
图 21. 我国人均 GDP 的变化及其带来的消费升级（单位：美元）	16

表格目录

表 1. 三大造船指标比较（单位：万载重吨）	8
表 2. 公司海洋工程中心投入产出情况（单位：万元）	15
表 3. 从各角度看游艇业的市场需求	17
表 4. 目前国内主要的游艇制造企业	18
表 5. 公司收入分项预测（单位：万元）	19
表 6. 财务报表与指标预测	20
表 7. 可比上市公司情况	22

1. 具有清晰发展战略的民营船舶设计龙头

1.1. 民营船舶与海洋工程设计企业龙头

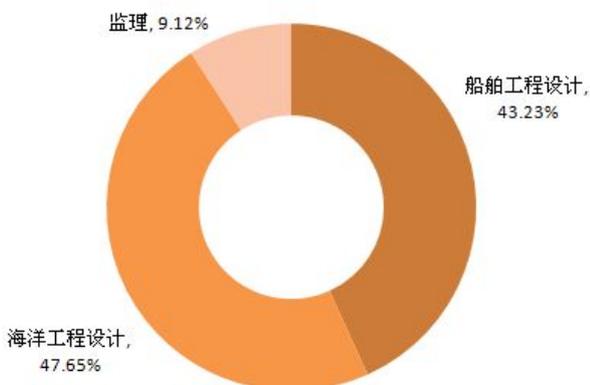
上海佳豪船舶工程设计股份有限公司是国内民营船舶设计的龙头企业，主营业务为船舶工程设计、海洋工程设计及船舶建造监理，主要服务于船舶与海洋工程装备制造业。公司已研发和设计了 300 余型船型，为用户交付了 1000 余艘各类船舶和海洋工程项目，所研发的产品中 1 项达到全球第一，7 项达到全国第一。

图 1. 公司所设计的产品展示



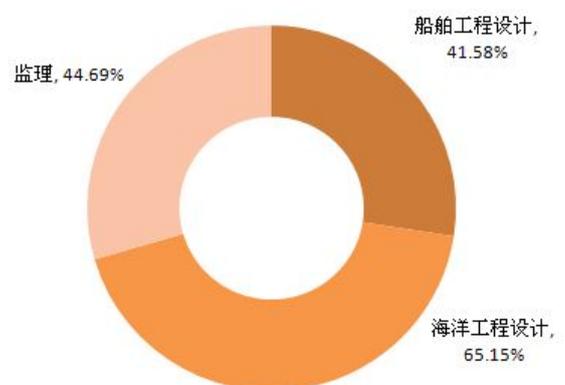
资料来源：公司网站

图 2. 公司主营业务分解



资料来源：公司中报，东海证券研究所

图 3. 公司毛利率分解



资料来源：公司中报，东海证券研究所

1.2. 公司近年发展迅速

公司近年来快速发展，2006-2009 年市场占有率按照载重吨计算分别为 2.23%、3.95%、5.24%、6%，市场占有率稳步上升。2010 年上半年公司业绩继续保持了稳健的增长势头。公司 2010 年上半年实现营业收入 7,358.21 万元，较上年同期增长 10.49%，实现营业利润 2,931.55 万元，较上年同期增长 18.18%，实现归属于母公司净利润 2,703.94 万元，较上年同期增长 26.01%。

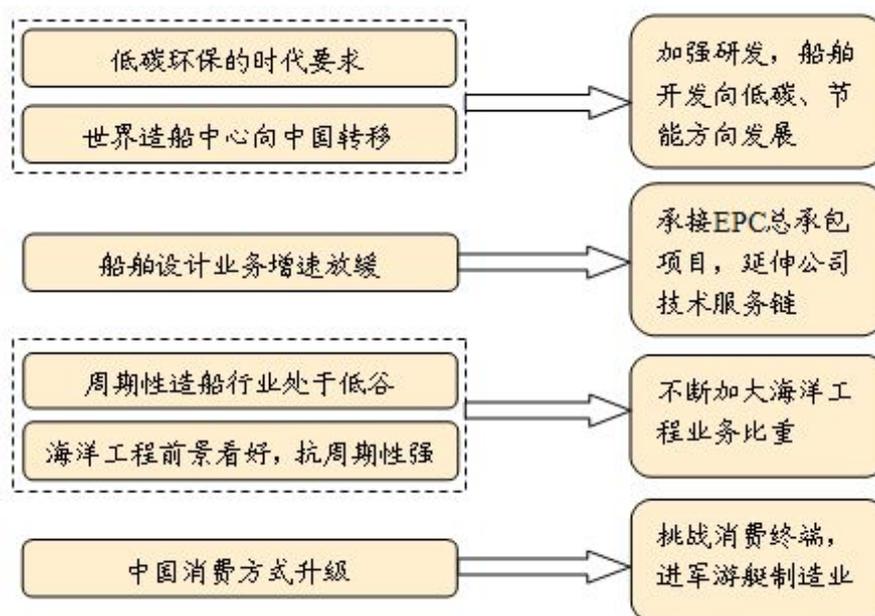
1.3. 提供全套解决方案的设计，公司逐步摸索出自己的特色

公司在多年的经营过程中摸索出自己的特色，形成公司的竞争优势：公司在行业内首创了开发设计、合同设计、详细设计、生产设计一站式服务。

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，而本公司能够为客户提供一站式、全过程技术服务。

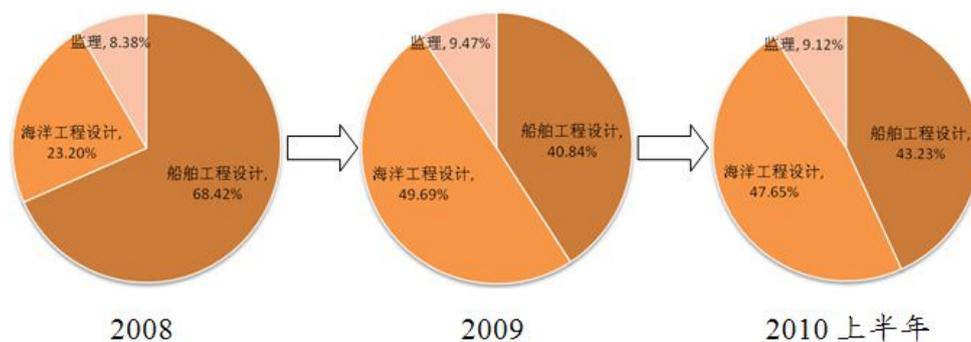
公司基于行业特性、自己的经营特色和竞争优势，制定有利于公司的发展策略，确保了公司未来的成长。公司持续优化公司的业务结构，清晰而有效。公司围绕着收入目标和签单目标，继续加强产品、服务和研发三个方面的发展。产品方面，促进船舶开发向低碳节能方向发展，未来以游艇为中心；服务方面，服务范围拓展到设计工程总承包业务、监理及物流代理、组装内装以及新油轮交船后的应急服务等；研发方面继续加大投入，为未来船舶海工业务发展做好技术储备。

图 4. 公司的发展策略清晰



资料来源：公司公报，东海证券研究所

图 5. 公司持续优化业务结构，加大海工业务比重



资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.4. 海工和游艇业务双管齐下，公司未来前景光明

在海工业务未来大发展以及国家大消费概念的背景下，海工和游艇业务将是公司未来业务增长的重要推动力。

公司海工业务近两年未出现爆发式增长，主要原因为政策尚不明朗，市场仍处于观望期。我们认为，随着国家有关振兴海洋工程政策的陆续出台，市场有望出现爆发式增长，公司相关业务也将实现超高速发展。公司对海工业务期望很高，预计 2010 年本块业务仍将提供超过 50% 的利润，公司已做好准备，迎接市场需求大爆发。

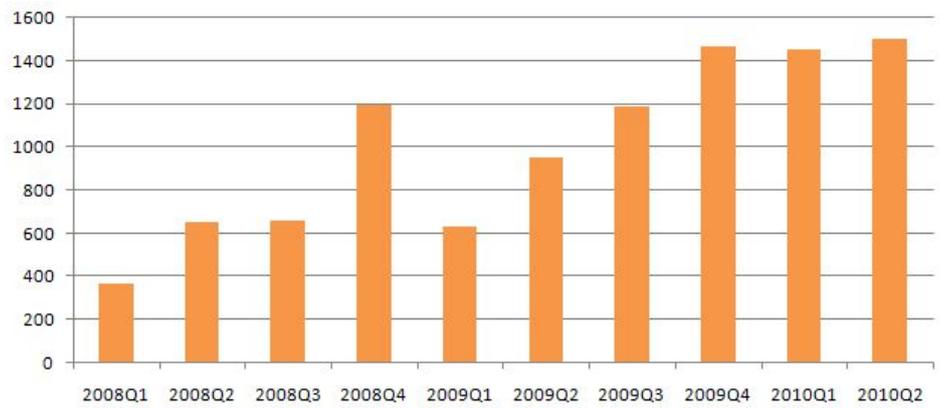
世界游艇的消费额每年有 400 亿美元。而随着我国经济的持续发展，豪华游艇的需求快速上升，中国游艇业尚处于起步阶段，同时亦具有丝毫不逊于美国的河流湖泊等自然条件，发展前景广阔。鉴于公司的技术研发能力和游艇消费的潜力，未来游艇业务有望成为公司利润的重要增长点。

2. 船舶业务稳定增长

2.1. 国内造船行业缓慢复苏

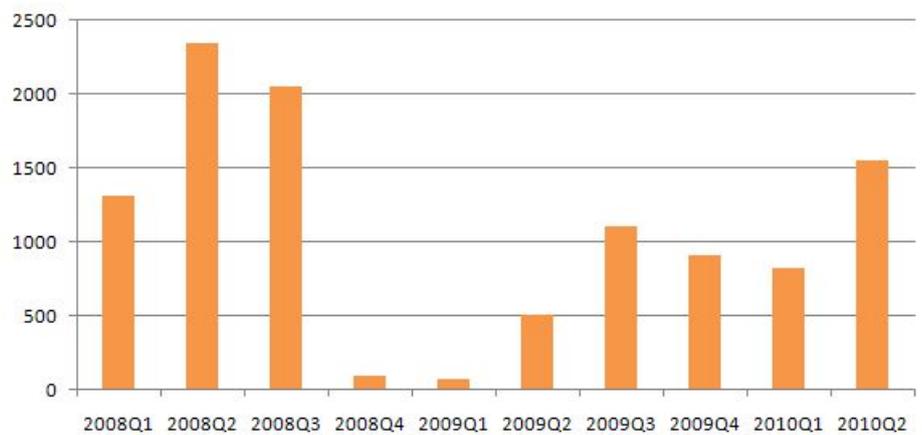
国内船舶工业运行稳定。2010 年 1-6 月，全国造船完工量 2963 万载重吨，同比增长 86.7%，出口船舶占总量的 82%；新承接船舶订单量 2378 万载重吨，是去年同期新接订单量的 4 倍，出口船舶占总量的 69%；截至 6 月底，手持船舶订单量 18427 万载重吨，比 2009 年底手持订单下降 2.1%，其中出口船舶占总量的 87%。从目前造船完工量、新接订单量、手持订单量这三大造船指标以及与前两年同期数据相对比来看，国内造船行业虽然未达到金融危机前的景气水平，但行业正在缓慢的进行复苏。公司传统的船舶设计业务 2010 年上半年同比下降 17.68%，但是随着全球和国内造船业的复苏，公司本块业务未来有望扭亏为盈。

图 6. 国内造船完工量变化情况 (单位: 万载重吨)



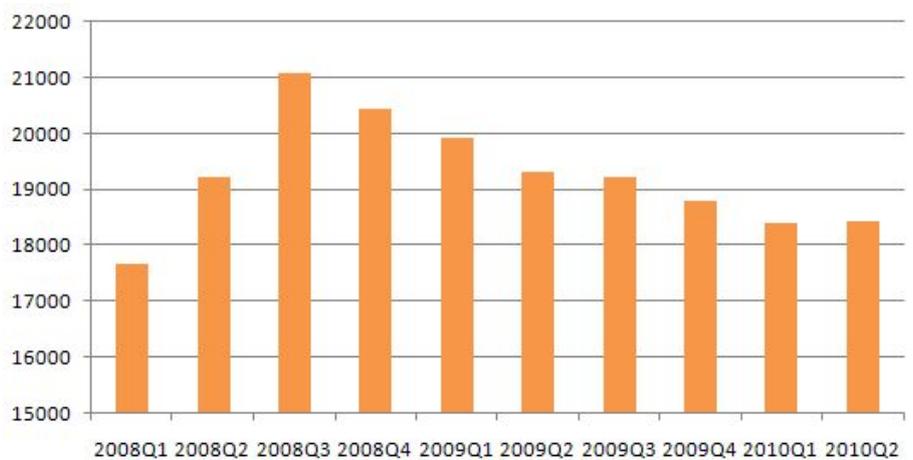
资料来源: 中国船舶工业行业协会, 东海证券研究所

图 7. 国内造船新接订单量变化情况 (单位: 万载重吨)



资料来源: 中国船舶工业行业协会, 东海证券研究所

图 8. 国内造船手持订单量变化情况 (单位: 万载重吨)



资料来源: 中国船舶工业行业协会, 东海证券研究所

2.2. 造船行业重心向中国转移

世界的造船重心正在东移, 订单量巨大、政府的支援政策和船舶融资优势, 这三大因素迅速提升了中国造船业的竞争力。世界造船产业的产业转移主要表现在两个方面: 一是造船中心从西欧向东亚转移, 这一过程已基本完成; 二是东亚内部的产业转移, 随着中国造船业的崛起, 世界船舶市场份额呈现由日、韩向中国转移的趋势, 这一过程正在进行之中。

虽然船舶工业面临的风险并未消除, 但是今年上半年中国不断增长的订单填补了低迷的国际市场。上半年, 全国造船完工量 2963 万载重吨, 同比增长 86.7%; 新承接船舶订单量 2378 万载重吨, 是去年同期新接订单量的 4 倍 (去年同期基数低); 截至 6 月底, 手持船舶订单量 18427 万载重吨, 比 2009 年底手持订单下降 2.1%, 中国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的 41.1%、46.2%、37.7%, 三大指标都超过韩国, 排名首位。

表1. 三大造船指标比较 (单位: 万载重吨)

指标	完工量	新接订单量	手持订单量
2007 年中国	1893	9845	15889
2007 年世界	7820	24090	50149
2008 年中国	2881	5818	20460
2008 年世界	9771	15438	57710
2009 年中国	4243	2600	18817
2009 年世界	12203	4219	48884
2010 年上半年中国	2963	2378	18427
2010 年上半年世界	7212	5150	48885
2007 中国所占份额	23.3%	43.0%	34.6%
2008 中国所占份额	29.5%	37.7%	35.5%
2009 中国所占份额	34.8%	61.6%	38.5%
2010 上半年中国所占份额	41.1%	46.2%	37.7%

资料来源: 中国船舶工业行业协会, 东海证券研究所

2.3. 公司船舶业务得到拓展

公司 2010 上半年船舶工程设计营业收入同比减少 17.68%, 主要是因为船舶设计行业受 2008 年金融危机影响的延迟效应, 造成公司 2009 年船舶设计订单大大减少, 同时由于合同执行周期较长, 影响了 2010 年上半年的收入。随着 2010 年船舶设计订单的增加和局部市场趋暖, 这一收入下降趋势已有所缓解。一旦整个船舶行业开始复苏, 公司作为船舶行业上游船舶设计行业可迅速反弹。

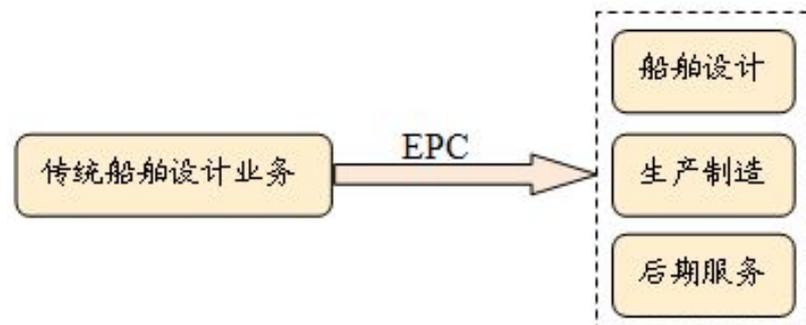
公司今年新开发和承接了 45000 吨、47500 吨浅吃水节能散货船、82000 吨散货船、180000 万吨散货船设计业务, 公司的散货船产品开始高效节能船型及 5 万吨以上大型船舶发展同时目标客户从中小型船厂进一步拓展到知名大中型船厂提高了市场影响力。此外, 公司新开发和承接了上海港专用引航船, 15000 吨教学实习船等设计业务, 开辟了公司在客船、特种运输船等高附加值船舶的新领域, 进一步提升了公司在行业内的技术水平和竞争力。

2.4. EPC 业务是公司船舶业务的稳压器

公司的海工业务和游艇业务是公司收入增长的引擎，未来有望为公司带来质的变化。而 EPC 业务则是公司应对船舶行业周期性特点，保证船舶设计板块业务稳定的重要措施，可以为公司带来量的变化。

EPC 也就是 Engineer, Procure, Construct，包括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。具体到上海佳豪来说，船舶 EPC 业务是指由传统的船舶设计设计转为设计、生产、监理甚至包括交船后的应急服务等。

图 9. 公司 EPC 业务



资料来源：东海证券研究所

公司全资子公司上海佳豪船舶科技发展有限公司成功承接 1.476 亿的上海港引航船设计工程总承包项目，仅此一项预计 2010 年和 2011 年均可确认 7380 万元的销售收入。虽然 EPC 业务的毛利率不超过 20%，但是由于标的较大，净利润绝对额超过单只船舶设计的利润额。EPC 业务一方面延伸了公司技术服务链，积极拓展了新的业务领域和业务渠道，另一方面也保证了公司船舶业务的稳定运营。

由于船舶设计业务增速放缓，公司用此块业务增长部分抵消传统设计业务的下滑。造船市场上的 EPC 业务量较大，上海每年均有数十个项目招标，公司将挑选部分高毛利项目投标，预计今后可持续获得相关业务的收入。

我们认为，伴随着船舶行业的复苏、世界造船中心向中国转移、公司募投项目的达产、公司向 EPC 业务的拓展，公司船舶业务将重新进入上升通道。

3. 海工业务前景广阔，增长确定

3.1. 发展海工是发展经济的需要，也是维护国家主权的需要

3.1.1 海洋工程装备产业链长，可有效拉动经济

我国海岸线 18400 公里，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。被看做下一个四万亿计划的国家发改委及工信部、财政部等多部门起草的《国务院关于加快培育战略性新兴产业的决定》已经将海洋工程装备纳入其中，而海洋工程装备制造更是有望进入“战略性新兴产业发展‘十二五’规划”的重点工程。

发展海工技术对国民经济和社会发展有极为重大的意义，还对未来的海底空间利用、海洋旅游业、深海打捞、救生等有着不可估量的价值和战略意义。海工装备制造产业的发展为装备制造业调整结构、保持可持续发展提供了新的发展空间，具有重要的战略意义。同时，海洋工程装备是资本、技术、劳动力密集型产品，具有产业链长、覆盖面宽的特点，对经济发展具有很强的拉动和辐射作用。

3.1.2 发展海工对维护国家海洋权益至关重要

我国东海、南海资源丰富，但是在海洋的领土问题上一直与周边国家存在冲突。在东海与日本、韩国有划分争议，而在南海资源上周边国家更是对原本属于中国领土的南沙数十个岛礁进行疯狂非法侵占，大肆进行油气资源开采。越南、菲律宾、马来西亚、新加坡等周边国家都在南海开采石油，他们已经在南沙海域钻井 1000 多口，发现含油气构造 200 多个和油气田 180 个，年采石油量超过 5000 万吨。1981 年至 2002 年，越南更是从南沙海域的油田中开采了 1 亿吨石油、15 亿多立方米的天然气，获利 250 亿美元。

图 10. 我国东海海域情况



资料来源：东海证券研究所

图 11. 我国南海海域情况



资料来源：东海证券研究所

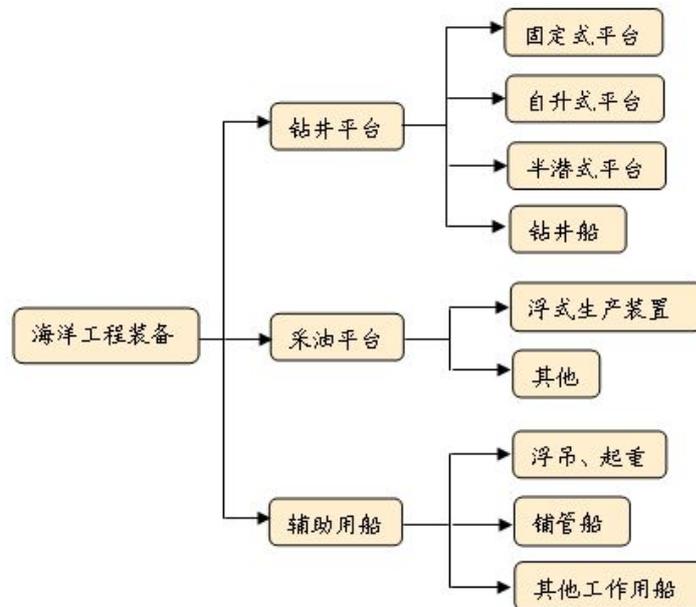
因此，大力开发海洋装备尤其是深海领域装备的开发，在领海海洋权益维护、军事海洋环境保护、国家蓝海战略非常重要。

3.2. 市场需求广阔，仅国内需求每年可超过 200 亿元

3.2.1. 海洋工程装备简介

海洋工程装备可以分为钻井平台、采油平台和辅助用船三大类。在钻井平台中，自升式平台(Jack-up)、半潜式平台(Semi-submersible)、钻井船(Drillship)是目前国际比较流行的三大钻井平台，其中用于深水作业的半潜式平台和钻井船又通常被统称为浮式平台(Floater)。采油平台主要包括浮式生产装置(FPSO)、深水浮筒平台(SPAR)和张力腿平台(TLP)等。

图 12. 海洋工程装备分类



资料来源：东海证券研究所

图 13. 几种主要的海上钻井平台

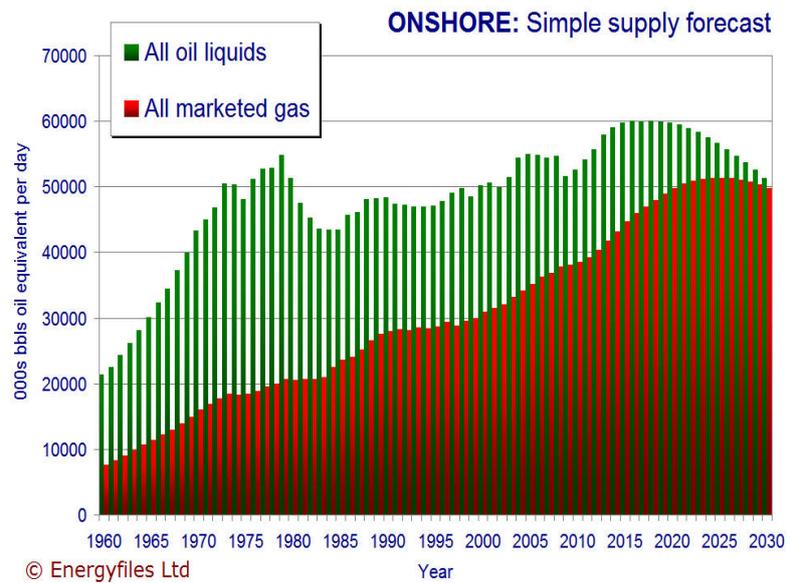


资料来源：东海证券研究所

3.2.2. 内陆油气开发开始衰退，海洋资源开发市场巨大

据 Energyfiles 预测，内陆的原油产量会在 2016 年左右达到峰值，2020 年后产量会逐渐下降。陆地天然气的产量会在 2025 年左右达到峰值，随后进入下降通道。整体来看，陆地油气供应量开始逐渐衰退。

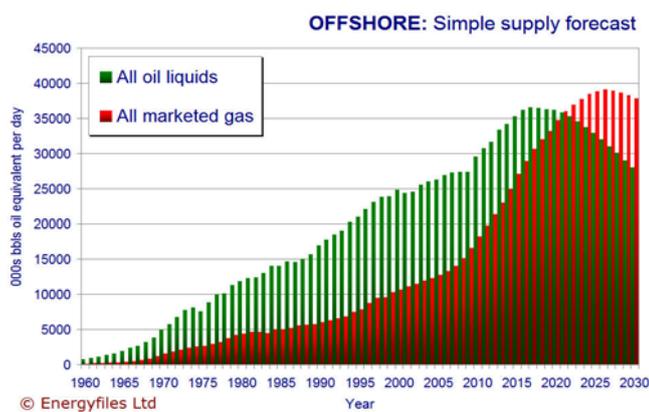
图 14. 世界内陆油气供应情况



资料来源: Energyfiles

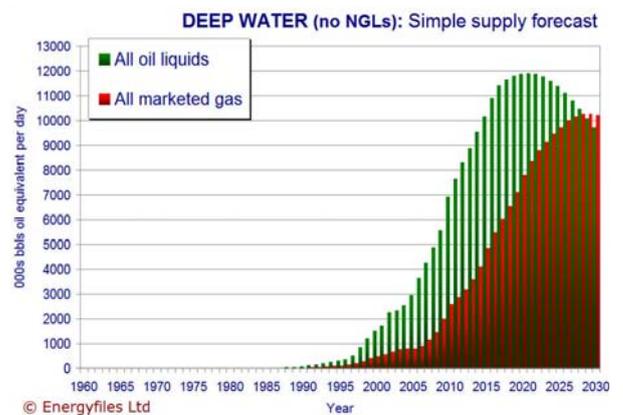
与内陆油气开采未来逐渐下降形成鲜明对比，海洋油气尤其是深海未来空间巨大。根据 Energyfiles 预测，深海石油供应量 2020 年可达约 12000 千桶/日；深海天然气供应量 2025 年左右达到峰值约 10000 千桶/日。世界著名的海洋油气工程研究咨询机构道格拉斯-威斯伍德公司（DW 公司）同样指出：深海原油产量占比有望从 2007 年的 6% 达到 2012 年的 10%，2015 年后世界原油产量只有深海开采会上升，内陆和浅海产量都会下降。

图 15. 世界海洋油气供应情况



资料来源: Energyfiles

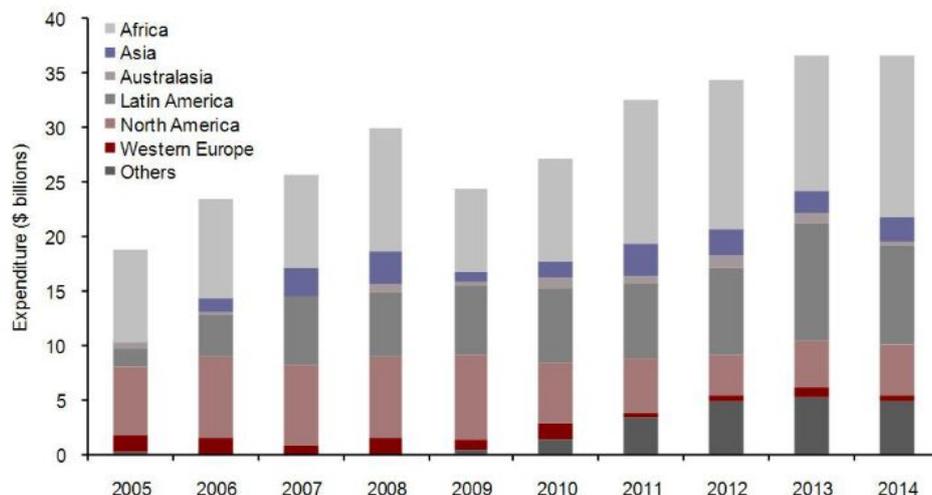
图 16. 世界深海油气供应情况



资料来源: Energyfiles

据Douglas-Westwood公司预计,2010-2014年世界深海开发支出会达到1670亿美元,未来五年增长率为37%,每年的支出超过2000亿元。

图 17. 世界各地海洋开发支出

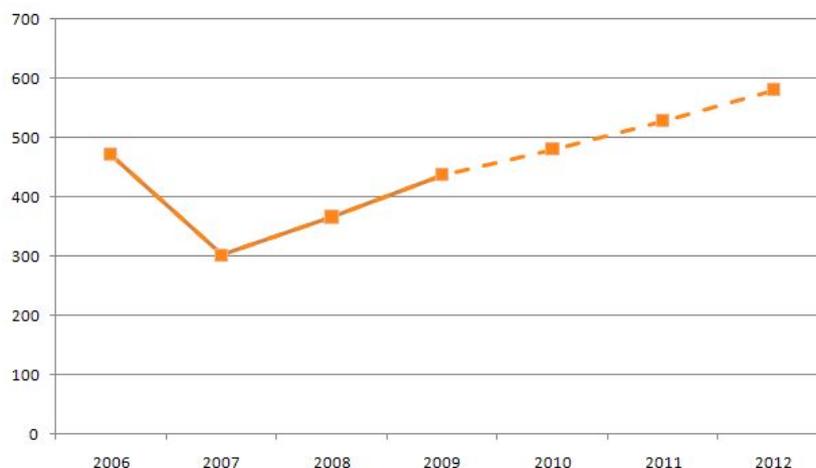


资料来源: DW公司

中海油是国内最主要的海洋工程设备的采购商,我们按照中海油的规划可推出国内海洋工程设备市场的容量每年超过200亿元。

中国海洋石油有限公司“十一五”期间在建成投产油气田超过50个,实现油气产量5000万吨油当量,计划投资1000亿元人民币,其规模相当于再建设一个“中海油”。十一五期间建设87座导管架,11艘10万吨级的海上浮式生产储油船(FPSO),陆上终端管道系统等配套设施。十二五期间公司会加大海洋工程设备投入,按此推算每年超过200亿元。

图 18. 中海油上游投资



资料来源: 中海油公司年报, 东海证券研究所

如果以中海油每年的上游投资来估算,保守估算未来三年内上游支出年增

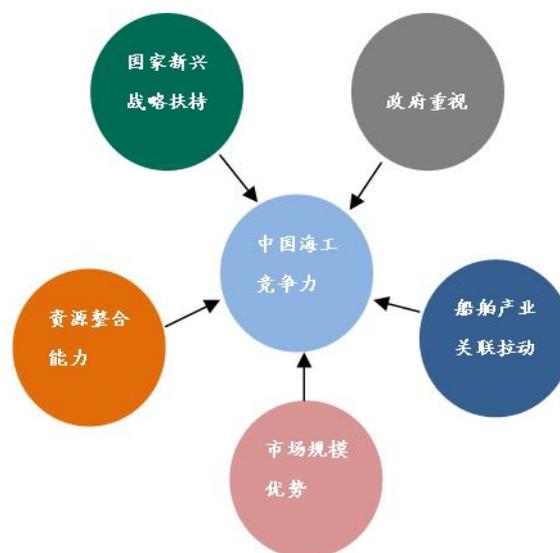
长10%，假设50%用于海工设备支出，那么2010-2012年的的海工支出为240亿元、264亿元、290亿元。综合以上两种方法，未来三年国内市场容量每年超过200亿元。

3.3. 承接产业转移，中国未来有望从第三梯队跃升至第一梯队

我国海洋装备与国际先进水平还有一定差距，目前还属于世界第三极，未来我国海工装备发展的重点主要集中在以下几个方面：（1）3000米以上水深的半潜式工作平台；（2）30万吨及以上的浮式储卸油装置（FPSO）；（3）吊重大于5000吨的海上浮吊及配套措施；（4）300-2000米的深水铺管船；（5）大型油气水分离装置。

未来中国有望进入海工装备的第一梯队，原因有以下几点：（1）《国务院关于加快培育战略性新兴产业的决定》等国家政策已经把发展海工装备作为国家的新兴战略行业，这为行业发展提供了保证；（2）海工战略关乎国家领海等核心利益，日益受到政府重视；（3）中国逐渐成为世界造船的中心，造船行业的关联性和带动力会为发展海工装备提供良好的基础，中国海工有望从制造转接提升为产业承接；（4）海工装备行业是高风险、高技术、高附加值、高投入、高产出的行业，中国具有整合这些资源能力方面的体制优势；（5）中国具有市场规模方面的优势。

图 19. 中国海洋工业竞争优势



资料来源：东海证券研究所

3.4. 公司加大海工投入，已经成为第一大业务

海洋装备工业技术附加值高，相比强周期性的船舶行业更加稳定，加之海工业务未来的市场前景光明，公司顺势而动，加大海工投入，目前已经成为公司的第一大业务。

公司在海洋工程装备方面继续加强原有平台供应船、起重铺管船等支柱船型的开发设计，并逐步开始自升式钻井平台、浮式生产储油轮、钻井船、半潜式钻井平台等高附加值的海洋工程装备，以及物探船、深水勘查船、大功率深水勘查船等海洋工程特种船舶的研究开发，力争 2012 年前市场占有率年均增长 30% 以上，实现海洋工程产值和利润翻番，成为企业持续发展的支柱业务。

表2. 公司海洋工程中心投入产出情况 (单位: 万元)

船型	设计量	产值		
		2010	2011	2012
三用工作船/专用船系列	5 型	500	800	1500
海洋铺管船系列	3 型	900	1800	2100
多用途起重作业船	1 型	900	1600	2500
FPSO	1 型	0	500	800
海洋平台分包项目 (生活模块等)	2 项	0	200	800
专用产品等设计项目	10 项	50	150	300
合计		2350	5050	8000

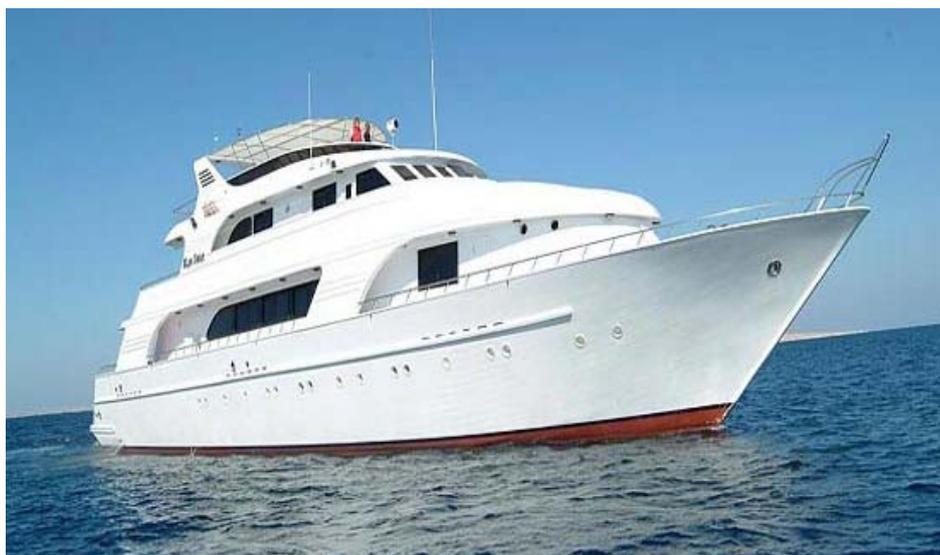
资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

公司与振华重工、中船重工在海洋工程设备制造领域已经开始合作。随着振华重工和中船重工在海洋工程设备制造领域投入的加大，公司将获得更多的市场机会。另外公司海洋工程设计中心的建设及设计水平的提高，也能促使本公司与中船重工和振华重工等海洋工程装备制造企业的合作将更深入。

我们认为，由于海工业务的兴起和公司海洋工程募投项目的达产，未来有望为公司带来爆发式增长。公司作为市场上稀缺的海洋工程装备行业上游设计上市公司，理应受到更多关注。

4. 顺应大消费趋势，游艇业务未来有望成为明星业务

图 20. 游艇业：漂浮在黄金水道上的巨大商机

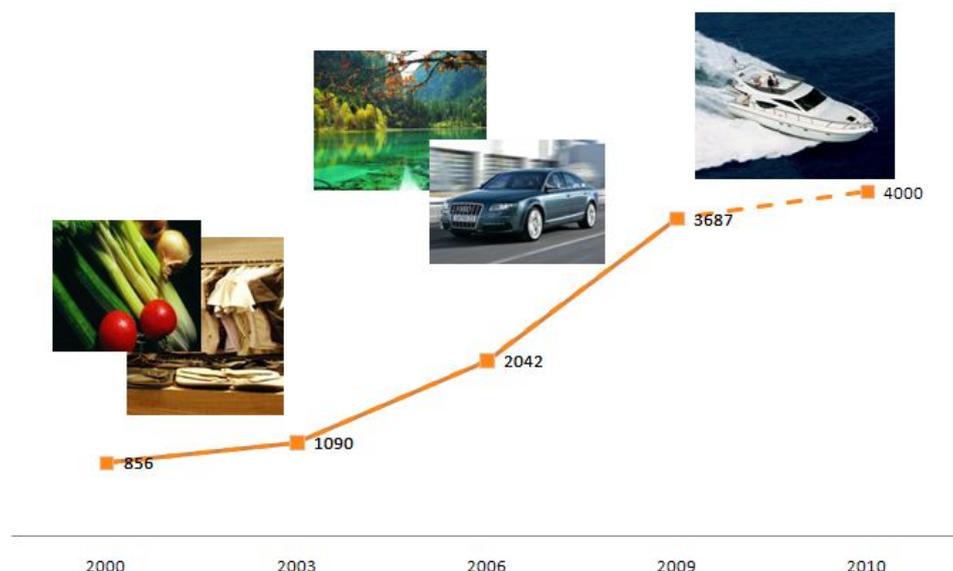


资料来源: 东海证券研究所

4.1. 伴随着中国财富的增长，游艇消费开始启动

改革开放后，我国经济迅速发展。2000年，我国人均GDP只有856美元，那是占我国消费主体的为食品、鞋类、服装等生活必需品。2003年后，我国人均GDP突破1000后，以住宅及家具、汽车、通讯和旅游为代表的新兴消费增长点比重上升，约占居民消费的1/3左右。2009年，我国人均GDP达到3687美元，2010有望达到4000美元。

图 21. 我国人均 GDP 的变化及其带来的消费升级（单位：美元）



资料来源：东海证券研究所

按照国际经验，当地区人均GDP达到3000美元时，游艇经济开始萌芽。国内消费目前正在升级，休闲正成为时代的鲜明特征，我国沿海多个城市达到游艇经济的这一临界点，游艇消费的发展即将到来。

4.2. 国家大力推动游艇产业的发展

2009年12月1日，国务院下发了《关于加快发展旅游业的意见》，首次提出把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业，并首次提出，“把邮轮、游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录”。

2010年4月，《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》发布，建设海南国际旅游岛成为国家的重大战略部署，而游艇旅游则是海南国际旅游岛的重要组成部分。《意见》明确提出：研究完善游艇管理办法，创造条件适应扩大开放水域，做好经批准的境外游艇停泊海南的服务工作；支持海南举办国际大帆船拉力赛；积极推进游艇码头建设；培育发展游艇、轻型水上飞机等旅游装备制造业。

刚开始起步的中国游艇产业在海南国际旅游岛的催化下，会极大地推动该

产业的发展。珠三角、长三角、环渤海城市群也已将游艇业作为重要产业列入发展日程。上海市政府在未来五年产业发展规划中提出：“成为城市滨水游船旅游胜地和长三角游艇市场消费的中心区域。水上旅游产业成为上海新型服务经济的增长点，其贡献占到全市 GDP 的 3%-4%。由于游艇产业在创意设计、制造修理、娱乐文化等一系列产业链带来的综合效应，因此国家和地方不断出台鼓励政策，这必将有力推动行业的发展。

4.3. 中国游艇业处于起步期，市场需求潜力大

游艇业在我国还属于新兴行业也是朝阳行业，由于未来巨大的市场需求，中国的游艇制造业也正随之蓬勃兴起。

表3. 从各角度看游艇业的市场需求

各种需求角度	需求量
国际市场方面	每年约 400 亿美元
国内地理条件	我国拥有 9 万多个湖泊，1.8 万公里的海岸线，6500 个岛屿。
国内经济条件	2010 年中国人均 GDP 可达到 4000 美元，仅长三角地区 2009 年经济总量已达到历史性的一万亿美元。
旅游消费方面	我国游艇俱乐部已达 50 多个，深圳、广州、珠海、上海等地已有私家游艇 300 多艘，国内私家购买的最贵游艇高达 2000 多万元，国产 800 万元的游艇订单已达几十艘。
我国人均比例	目前世界平均每 171 人拥有一条私人游艇，挪威、新西兰等国家，人均拥有游艇的比例高达 8 比 1，美国为 14 比 1，就是内陆国家瑞士，其人均拥有游艇也达到 69 比 1。而中国经济最发达的长三角地区，拥有私人游艇的人数不过百人。

资料来源：东海证券研究所

由于游艇工业属于技术密集型和劳动密集型产业，可充分发挥我国劳动力的比较优势，同时由于我国具有建造游艇的材料和工业基础，因此在整个国际游艇市场上我国游艇工业有望不断提高自己的市场份额。

4.4. 公司进军游艇业，抢占游艇制高点

得益于目前市场和政策等各方面的优势条件，上海佳豪进入游艇行业的切入时机恰到好处。2010 年 4 月，公司全资子公司上海佳豪船舶科技发展有限公司与两位自然人袁坚和李清菊共同出资 3000 万元设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。其中佳豪科技发展有限公司出资 1800 万元，占注册资本 60%，新公司主要经营游艇、公务船、交通船的制造与销售等业务。

公司计划生产 20 米(65 英尺)以下的游艇，年产游艇 18 艘，每艘 600 万元，年产值 1.08 亿，2013 年达产，预计达产后毛利率可达 50%。公司进军游艇业的主要优势在于以下两点：

目前国内游艇业的发展主要集中在游艇休闲方面，虽然建设了顶级的游艇码头，游艇制造业却是空白。而游艇休闲只是游艇产业中的一小部分，它的附加值并不高。上海佳豪作为船舶设计类公司，具有设计生产船舶的良好基础，进军游艇制造业可以发挥自己的优势；

国内游艇制造企业小而散，还没有一家公司取得压倒性的市场份额，前身为生产玻璃的企业，缺乏游艇生产的核心能力。而与出身为船舶制造的游艇公司相比，公司有着人才、基础设施、资金、设计方面的优势。公司的游艇业务未来有望成为公司收入的重要增长极。

表4. 目前国内主要的游艇制造企业

序号	公司名称
1	厦门瀚盛游艇有限公司
2	广东宝达游艇制造有限公司
3	无锡东方高速艇发展有限公司
4	太阳鸟游艇股份有限公司
5	上海红双喜游艇有限公司
6	海星船舶制造有限公司

资料来源：东海证券研究所

5. 风险因素和催化剂

风险因素：

本公司服务的造船业具有明显的周期性波动特征，主要跟全球宏观经济走势和海运业的发展相关，行业何时完成走出低谷，还不能完全确定；

公司上市后进入快速发展期，未来将主要开发高附加值船型和高技术海洋工程装备，与大型国有专业船舶设计单位、国外船舶设计单位之间的竞争将不可避免，公司未来将面临更加激烈的竞争。

海工业务技术壁垒高，核心技术仍在欧美国家手中，公司需要投入较大的研发费用，可能导致研发产出低于预期甚至没有产出的风险。

催化剂：

行业的回暖、国家行业政策的扶植、国际造船重心向中国的转移将为公司船舶设计和海工业务提供更好的发展空间；

游艇发展的主要障碍有游艇检验登记难、游艇驾照不能跨省使用、码头建设缺乏规范性标准、境外游艇运至国内需要交纳巨额税费等。但如果国家加快标准制定，放宽出海政策将使公司的游艇业务更早的达产，更快为公司创造价值。

6. 公司产品分类预测

我们认为，伴随着政策产业等有利因素，作为轻资产的上游设计公司，公司海洋工程业务未来将快速发展。传统船舶设计业务2011年有望重新进入上升通道，EPC业务作为公司新兴船舶业务的一部分，虽然毛利率不高，一定程度上拉低了整体船舶业务的毛利率，但是为公司带来利润较高，确保公司的船舶业务稳定发展。监理业务面对的是大型客户，未来将保持稳定增长。而由于国内经济的发展和人们消费意识的转变，2012年后游艇业务将成为公司的亮点。

表5. 公司收入分项预测 (单位: 万元)

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
海洋工程设计	6310	8834	12809.3	19213.95	26899.53
收入增长率	136.95%	40%	45%	50%	40%
成本	2980.84	3533.60	5379.91	8454.14	12373.78
毛利率	52.76%	60%	58%	56%	54%
船舶设计: 传统设计	5186	4408	5730.4	7449.52	9684.38
收入增长率	-33.99%	-15%	30%	30%	30%
成本	2434.83	2424.4	3151.72	4097.236	5326.4068
毛利率	53.05%	45%	45%	45%	45%
船舶工程设计: EPC	na	7380	14760	17712	21254.4
收入增长率	na	na	20%	20%	20%
成本	na	5904	11808	14169.6	17003.52
毛利率	na	20%	20%	20%	20%
船舶设计总计	5186	11788	20490.4	25161.52	30938.776
收入增长率	-33.99%	127%	74%	23%	23%
成本	2434.83	8328.4	14959.72	18266.836	22329.93
毛利率	53.05%	29.35%	26.99%	27.40%	27.83%
船舶工程监理	1201	1441.2	1657.38	1905.99	2191.89
收入增长率	24.97%	20%	15%	15%	15%
成本	644.46	792.66	911.56	1048.29	1205.54
毛利率	46.34%	45%	45%	45%	45%
游艇业务	na	na	na	2160	4320
收入增长率	na	na	na	na	100%
成本	na	na	na	1080	2160
毛利率	na	na	na	50%	50%
收入合计	12697	22063.2	34957.08	48441.46	64350.19
收入增长率	10.60%	73.77%	58.44%	38.57%	32.84%
成本合计	6060.13	12654.66	21251.19	28849.27	38069.25
综合毛利率	52.27%	42.64%	39.21%	40.45%	40.84%

资料来源: 东海证券研究所

7. 盈利预测与估值

7.1. 盈利预测

我们认为, 依托公司的核心竞争力和不断提升的研发能力, 未来的成长确定。我们预计公司 2010、2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.69 元、1.03 元、1.52 元、2.05 元。2010-2013 年的净利润增长率分别为 35.5%、49.4%、47.5%、35.4%。

表6. 财务报表与指标预测

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.51	0.69	1.03	1.52	2.05
每股红利	0.60	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	5.23	5.91	6.94	8.46	10.51
ROS	34%	27%	25%	27%	27%
ROE	10%	12%	15%	18%	20%
毛利率	52%	43%	39%	40%	41%
EBIT Margin	39%	31%	29%	31%	32%
EBITDA Margin	41%	34%	32%	35%	35%
收入增长	11%	74%	58%	39%	33%
净利润增长	15%	36%	49%	47%	35%
资产负债率	9%	12%	9%	7%	6%
息率	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	50.5	39.6	26.5	18.0	13.3
P/B	4.9	4.6	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	42.2	32.7	21.3	14.3	10.6

利润表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	127	221	350	484	644
增长率	10.6%	73.8%	58.4%	38.6%	32.8%
营业成本	61	127	213	288	381
营业成本/营业收入	47.7%	57.4%	60.8%	59.6%	59.2%
营业税金及附加	1	2	3	5	6
销售费用	2	2	3	3	4
销售费用/营业收入	1.4%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
管理费用	14	22	29	37	48
管理费用/营业收入	11.3%	10.0%	8.2%	7.7%	7.5%
财务费用	(2)	(1)	(0)	(1)	(2)
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值 变动	0	0	0	0	0
其他收入	(0)	0	0	(0)	(0)
营业利润	51	68	103	152	206
增长率	23.3%	33.7%	50.1%	47.9%	35.6%
营业外净收支	1	1	1	1	1
利润总额	52	69	104	153	207
增长率	17.7%	32.6%	49.4%	47.5%	35.4%
所得税费用	9	10	16	23	31
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	44	59	88	130	176
增长率	15.1%	35.5%	49.4%	47.5%	35.4%

资产负债表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	386	386	386	428	548
应收款项	9	27	43	59	79
存货净额	0	0	0	0	0
其他流动资产	6	6	9	10	11
流动资产合计	400	419	437	498	638
固定资产	85	150	212	273	314
无形资产及其他	6	6	6	5	5
投资性房地产	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	492	575	655	776	957
短期借款及交易性金融负债	0	25	13	0	0
应付款项	3	0	0	0	0
其他流动负债	40	42	46	51	56
流动负债合计	43	67	59	51	56
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1	1
长期负债合计	1	1	1	1	1
负债合计	44	68	60	51	57
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	448	507	595	725	901
负债和股东权益总计	492	575	655	776	957

现金流量表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	28	46	85	133	182
资本开支	(43)	(72)	(72)	(77)	(62)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(43)	(72)	(72)	(77)	(62)
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(51)	0	0	0	0
其它融资现金流	420	25	(12)	(13)	0
融资活动现金流	317	25	(12)	(13)	0
现金净变动	303	0	0	43	119

资料来源: WIND, 东海证券研究所

7.2. 估值: 合理价格为 31.05 元

A股可比上市公司主要有5家, 分别是威海广泰、轴研科技、东华科技、中核科技、中船股份。

表7. 可比上市公司情况

证券代码	证券简称	收盘价(2010-8-23)	2009PE	2010PE	2011PE
002111	威海广泰	18.71	53.61	38.00	28.27
002046	轴研科技	26.79	72.56	50.68	39.95
002140	东华科技	25.28	27.11	36.11	26.56
000777	中核科技	22.40	103.61	63.05	41.39
600072	中船股份	13.71	52.17	60.42	61.04
均值			61.81	49.65	39.44

资料来源: WIND, 东海证券研究所

鉴于行业情况、公司的成长性和盈利能力, 结合可比公司的估值和创业板股票的实际情况, 对应2010年EPS 0.69元, 给予公司45倍市盈率估值, 公司合理股价为31.05元, 增持评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 3 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122