



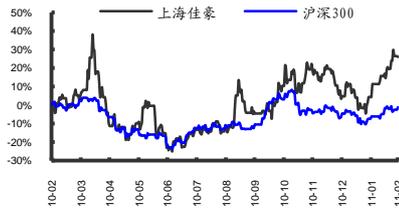
高端装备制造主题——上海佳豪（300008）：

战略转型，增强公司整体业务协同效应

机械制造—船舶

评级：买入

相对沪深300表现



表现	1m	3m	12m
上海佳豪	20.8	3.0	25.8
沪深300	6.7	1.6	-1.3

市场数据 2011.2.28

当前价格（元）	37.72
52周价格区间（元）	21.72-71.05
总市值（百万）	3231.85
流通市值（百万）	1318.20
总股本（万股）	8568.00
流通股（万股）	3494.69
日均成交额（百万）	53.97
近一月换手（%）	87.74

相关报告

《上海佳豪（300008）研究报告：大力拓展新兴业务领域，享受游艇市场高估值溢价》

《上海佳豪（300008）：游艇战略“两步走”，高端游艇市场的未来霸主》

《上海佳豪（300008）：海工+游艇=“高端装备制造”+“消费升级”》

分析师

马金良

（执业证书编号：S0350208080555）

联系人

冯胜

电话：0755-83706284

邮件：fengs@ghzq.com.cn

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%？

是 否

■ **2010 年报点评：业绩增长符合预期，看好未来发展** 公司 2010 年实现营业收入 20,288.43 万元，同比增长 59.77%；归属于母公司净利润 6,188.02 万元，同比增长 42.15%；2010 年度 EPS 为 0.722 元，以上各项指标与我们之前的业绩预测基本相符。公司订单饱满，为 2011 年发展奠定了良好的基础。

■ **公司战略转型：业务上的纵向延伸和横向拓展** 公司正处于战略上的转型期，即由传统的设计为主，转变为覆盖“设计、服务、产品”业务的三大综合业务体系。此三大业务并非孤立割裂的板块，而是核心的设计业务沿产业链纵向延伸和横向拓展的结果，未来公司将受益于三大业务板块的协同效应。

■ **设计业务：海洋工程蓄势待发** 受墨西哥湾漏油事件和全球金融危机的持续影响，2010 年度海工设计业务收入出现下滑，但毛利率上升了 5 个百分点。随着 2011 年海工设计中心一期和二期工程的完成，公司的技术研发实力将上升到一个新的台阶，公司海工设计业务正蓄势待发。

■ **服务板块：EPC 业务靓丽登场** 根据年报披露，2011 年已经完成收入 5,685.93 万元，毛利率达到 13.81%，盈利能力超过之前的预期。根据到手订单，2011 年公司确认收入达 1.5 亿元，并有望继续获得新的 EPC 订单。

■ **产品业务：游艇业务渐行渐近** 公司将与 FIPA 签订正式合同，向其购置一条 MAIORA 20 型高端游艇并买断其全套生产技术和销售代理权，公司游艇业务进展顺利，渐行渐近。

■ **估值分析** 我们重申看好海洋工程设计和高端游艇消费业务的广阔前景，看好公司三大业务板块的协同效应。公司 2011-2013 年的每股收益分别为 1.03、1.31 和 1.80 元，以 2011 年 2 月 28 日收盘价计算，对应的 PE 值分别为 37、29、21 倍。目前估值水平依然较低，给予“买入”评级。

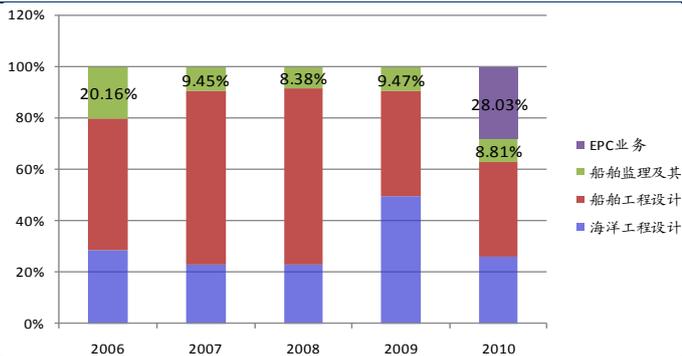
预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	202.88	350.95	458.48	642.71
营业利润（百万元）	69.14	98.57	126.75	175.99
净利润（百万元）	61.71	89.01	113.49	155.92
摊薄每股收益（元）	0.72	1.03	1.31	1.80
摊薄每股净资产（元）	5.59	6.62	7.93	9.74
加权平均 ROE（%）	12.91%	15.53%	16.53%	18.50%

2010 年报点评：业绩增长符合预期，看好未来发展

公司 2010 年年度报告披露，实现营业收入 20,288.43 万元，同比增长 59.77%；营业利润 6,914.45 万元，同比增长 35.13%；归属于母公司净利润 6,188.02 万元，同比增长 42.15%；以 8568 万股股本计算，2010 年度 EPS 为 0.722 元。以上各项指标与我们之前的业绩预测基本相符（详见国海证券网站 2011 年 1 月 26 日报告《上海佳豪(300008)：海工+游艇=“高端装备制造”+“消费升级”（买入）》）。

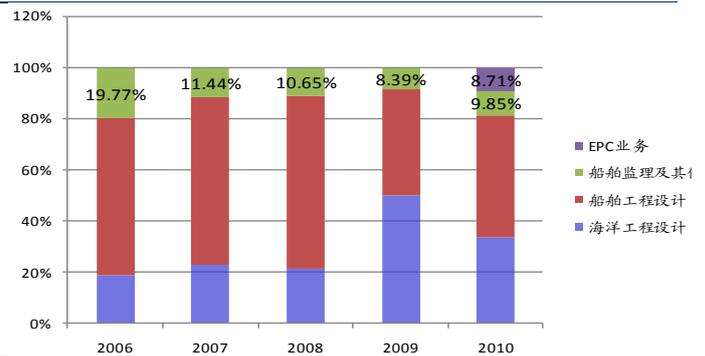
在 2010 年公司主营业务中，船舶工程设计受益于船市的复苏，收入 7522 万元，较 2009 年同比增长 45%，但是仍然低于船市萧条之前 2008 年的收入规模；海洋工程设计受墨西哥湾漏油事件的影响和全球金融危机对欧美金融信贷业务的持续影响，营业收入出现一定程度的下滑，比去年同期减少 16.13%；此外，公司新增船舶工程总承包（EPC）业务表现良好，为收入和营业利润分别贡献了 28%和 9%的比重。

图 1 主营业务收入结构变化



资料来源：公司公告

图 2 营业利润结构变化



资料来源：公司公告

公司订单充足，截至 2010 年 12 月 31 日，现有待履行合同总金额累计 46,841 万元，其中船舶工程及海洋工程设计合同金额累计 24,193 万元，监理及监造服务合同金额累计 2,621 万元，船舶工程总承包合同金额累计 20,027 万元。纵观 2011 年，我们预计公司船舶设计和监理业务增长平稳，海工业务将步入良性增长轨道，游艇业务稳步推进，EPC 业务快速增长，公司近期盈利亮点众多。长期来看，公司战略转型带来的业务协同效应将逐渐提升整体盈利水平，因此看好公司未来的发展。

公司战略转型：业务上的纵向延伸和横向拓展

公司战略清晰，确立了分别以“创业”、“转型”、“发展”为主题的三个九年计划。目前，公司正处于战略上的转型期，即由传统的设计为主，转变为覆盖“设计、服务、产品”业务的三大综合业务板块。

其中，“设计”项包括船舶和海洋工程设计，这是公司的传统优势

业务，是公司发展的基础；“服务”项包括船舶工程监理和新添的 EPC 业务；“产品”项源于公司正积极筹备进入的中国游艇市场，届时将发展为覆盖游艇设计、制造、销售到消费服务的完整产业链，公司将生产游艇，建立游艇俱乐部，并成为其他游艇企业的配套设备提供商。

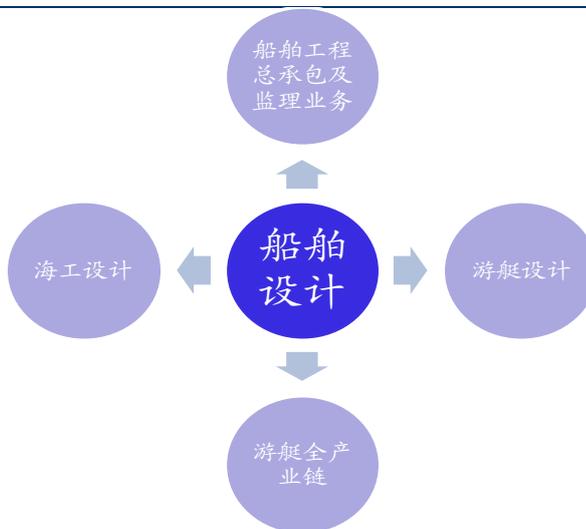
图 3 公司三个九年计划



资料来源：国海证券研究所整理

我们认为：公司的三大业务并非孤立割裂的板块，而是核心的设计业务沿产业链纵向延伸和横向拓展的结果，未来公司将受益于三大业务板块的协同效应。船舶设计方面突出的技术实力是公司核心竞争力所在，也是公司得以在行业生存并获得发展的根基。正是公司在船舶设计领域优秀的设计能力，才使得公司获得船东和船厂的认可，享有较高的知名度和美誉度，进而为 EPC 业务和游艇业务的发展提供经验、技术和资金支持。

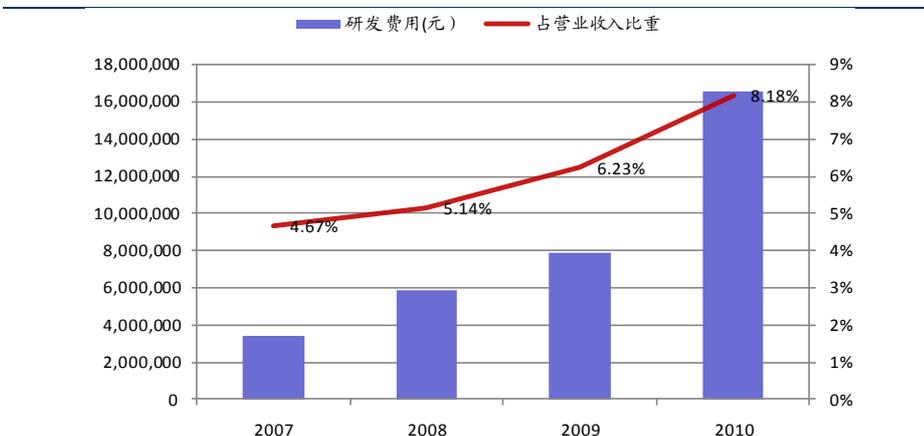
图 4 公司三大业务板块



资料来源：国海证券研究所整理

同时公司作为以设计能力为核心竞争力的企业，注重对于技术研发的投入，2007年以来研发支出占收入的比重呈显著上升的趋势，这是公司保证自身竞争力的必要手段。

图5 公司研发支出逐年增长



资料来源：公司公告

2010年是公司实现“第二个九年”计划、打造“三大业务”板块的开局之年。我们可以通过公司的收入结构和利润结构的变化，了解公司的战略走向。2010年公司服务类业务（EPC+船舶工程监理），在收入构成中占据37%的份额，在利润份额中占比18%（见图1和图2），这与公司2011年的战略目标相吻合。

2011年公司提出从“设计公司到技术服务商”转型的目标，公司将全面利用第二产业制造业的优势不断延伸到第三产业服务业，完善工程配套服务，包括游艇俱乐部、船务租赁、工程融资、物流、贸易、内部装饰和高科技部件开发等。同时公司将大力推进游艇业务，我们预计2011年服务和产品业务将为公司发展贡献更多的力量。

设计业务：海洋工程蓄势待发

公司由船舶和海洋工程设计起家，具有长达十年之久的历史存续期，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，积累了丰富的市场经验，市场份额呈上升趋势。目前国内船舶制造业呈现“三分天下”的格局，即国营单位（以中船重工和中船集团为代表）占比1/3，地方及民营企业占比超过1/3，外资企业占比不到1/3。而公司作为一家民营船舶设计企业，主要承接来自地方及民营船厂的设计订单，目前占据8%左右的市场份额。

1、船舶设计业务

受2008年世界金融危机的影响，国际船舶市场持续低迷。目前，

船舶市场出现了两个重大动向：一是“量升价跌”；二是世界船舶市场向中国转移。

这两个动向导致的结果，就是2010年国内船舶市场订单的大量增长。但是考虑到目前的订单中存在部分投机需求，不能完全反映航运市场的有效需求；同时人民币对美元汇率的持续走强，不断地压缩海外订单的利润空间，因此国内船舶制造业正处于一个缓慢复苏的过程。“设计是船舶之母”，公司的船舶设计业务将受益于这一进程。公司近年来与罗-罗、扬子江造船集团等大型名企合作，开发绿色环保船型，取得了良好的效果，这也为公司船舶设计业务的平稳增长提供了有力保证。

2、海洋工程设计业务

石油是当今世界应用最为广泛的工业原料之一，运用于交通运输、石化等各行各业，被称为经济乃至整个社会的“黑色黄金”、“经济血液”。可以说当今的人类文明，是建立在石油工业的基础之上的。在理想的替代石油的能源物质暂未出现之前，世界各国尤其是工业强国将始终把维持稳定充足的石油供应摆在国家战略利益的头等地位。

近年来，随着油价的高企和陆上石油供给量的日渐萎缩，各国开始大力开发海洋油气资源。2010年，国际油价震荡上扬，前三个季度基本在70-85美元/桶间波动，11月以来，在发达国家“二次政策刺激”，特别是美国第二轮量化宽松政策影响下，国际油价强势上扬，年末达到94.75美元/桶，创26个月以来新高。截止到2011年2月25日，布伦特原油价格达到112.14美元/桶，较年初涨幅达到18.24%。长期来看，随着原油储量的萎缩及美元指数的弱化，在理想的石油替代品尚未出现的情况下，原油价格还将呈现继续上涨的趋势。

图6 布伦特原油价格指数走势



资料来源：Wind，国海证券研究所整理

2010年，中国天然原油产量为2.03亿吨，同比增6.9%。原油进口

2.39亿吨,增长17.5%。自从2009年我国原油进口依存度首次超过50%的警戒线以来,2010年原油进口依存度继续上升,达到54%。石油作为关系到国民经济发展命脉的战略资源,其供给的安全性不容忽视。而随着路上石油资源的逐渐枯竭,我国将大力开发海上油气资源。

“十二五”期间,中海油在中国的近海大陆架和大陆坡,将会再建设5000万吨油当量的生产能力,同时将会有2-3个深水油气田要建成投产,油气总产量要达到1亿至1.2亿吨油当量,总投资在2500-3000亿元(“十一五”期间用于海上油气资源开发的投入达1200亿元)。同时,中海油的深水工程装备项目也将启动,即将建造第二批重大装备,总投资约300亿元,将于2015年前后投运。我国海洋工程装备市场发展空间巨大。

公司非常重视海工设计业务的发展。在原有募投项目海洋工程设计中心一期的基础上,2010年新增募投项目“海洋工程设计中心二期”,表明了公司发展海洋工程设计的强烈愿望和决心。海洋工程设计中心建设分三期实施:第一期(第1年-第3年),海洋工程设计中心建设初步成形,并形成生产能力;第二期(第4年-第5年),海洋工程设计中心达到国内一流水平;第三期(第6年-第10年)海洋工程设计中心达到国内领先、国际先进水平。

公司注重和大型船厂的合作,通过联合招标的形式已经与振华重工、中船重工在海洋工程设备制造领域开展了诸多项目,即由公司负责设计,由船厂负责制造。这为公司获取订单增加了更多的市场机会。

表1 公司募集资金最新使用情况

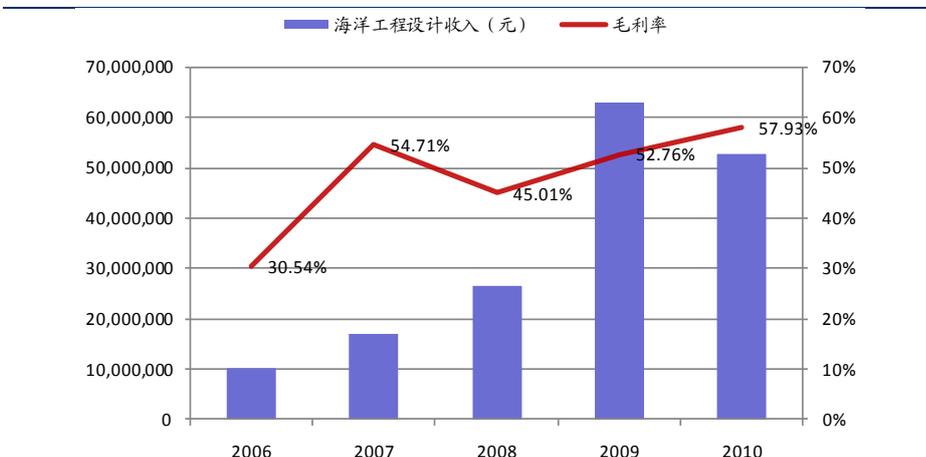
承诺投资项目	募集资金承诺投资额(万元)	预期完工时间
船舶工程设计中心	7,288	2011年07月01日
海洋工程设计中心一期	4,768	2011年07月01日
海洋工程设计中心二期	7,011	2011年12月01日
上海佳豪船舶科技发展有限公司	8800	2010年07月01日
上海扬子船舶与海洋工程设计研发有限公司	1,350	暂未注册
合计	27,367	—

资料来源:公司公告,国海证券研究所整理

受墨西哥湾漏油事件的影响和全球金融危机对欧美金融信贷业务的持续影响,在2010年度公司海工设计业务收入出现下滑,但是毛利率上升了5个百分点。随着公司2011海工设计中心一期和二期工程的

完工，公司的技术研发实力将上升到一个新的台阶，未来将由起重铺管船、浮吊、三用工作船等“小海工”逐步向海上钻井平台模块等“大海工”发展，公司海工设计业务正蓄势待发。

图7 公司海洋工程设计业务收入及毛利率变化



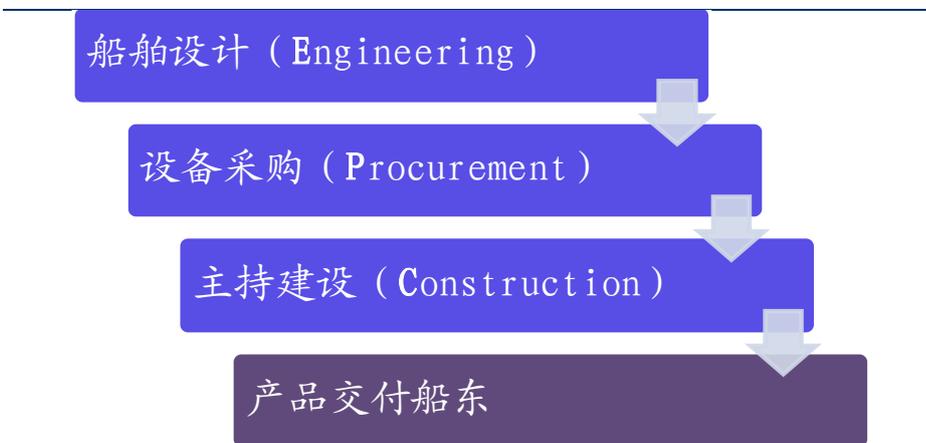
资料来源：公司公告

服务板块： EPC 业务靓丽登场

公司的服务板块包括船舶监理、船舶工程总承包（EPC）和游艇的售后服务、游艇俱乐部、游艇及船舶租赁服务三类。

EPC 业务是公司 2010 年新增的一项业务，核心竞争能力在于具备特别突出的专业设计能力和一流的设计水平，能够借助强大的设计和管理软件，实现先进的船舶制造全流程管理。2010 年 EPC 业务收入为 5,685.93 万元，占比 28.03%；利润贡献占比为 8.71%，成为公司业绩中一个重要的亮点。

图8 EPC 业务基本流程图



资料来源：国海证券研究所整理

国内船舶行业的工程总承包尚未普及，进入门槛较高，但公司具备良好的发展条件。一方面，EPC业务的主要环节就是设计、采购和建设，而公司已经在船舶设计和船舶监造方面都积累了丰富的行业经验，从而降低了业务操作难度；另一方面，“设计是船舶之母”，公司凭借深厚的设计功底和行业影响力，对于船舶配套设备选型、定价都具有一定的话语权，这为公司从事EPC业务的设备采购做好了铺垫；第三方面，公司在2011年1月收购佳豪物流有限公司，用意之一就是为开展EPC业务提供专业的物流支持体系，提高EPC业务的利润率。而从2010年的实际运行情况分析，公司EPC业务的毛利率达到13.81%，超出我们之前10-12%的预期。这表明公司控制成本的能力是相当出色的。

公司在2010年分别获得了价值14760万元和11920万元的两个EPC项目。根据年报披露，2011年已经完成收入5,685.93万元，预计2011年公司收入确认将达到1.5亿元。公司在2011年度有望继续获得新的EPC订单。

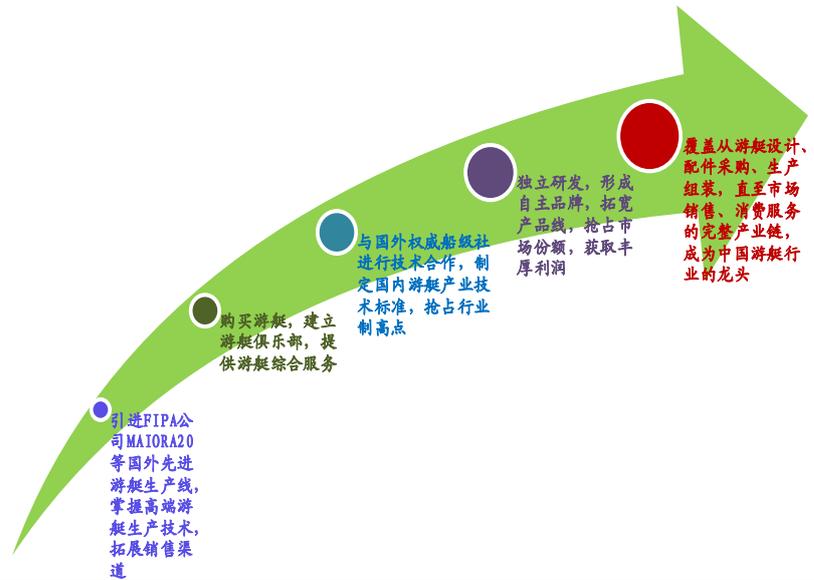
产品业务：游艇业务渐行渐近

公司的产品业务板块包括游艇和船用配套设备。目前公司正积极筹备游艇生产的前期准备工作。

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，而中国在最高峰的2008年的出口额仅为2.6亿美元，中国游艇制造业尽管已跻身全球十强，但份额仍很小，和欧美发达国家相比，我国游艇设计和生产能力差距很大。据不完全统计，我国游艇俱乐部近五年来已由一二十个猛增到五十多个，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3000多万元人民币，国产800万元的游艇订单已达几十条。这一切表明游艇经济在我国已见端倪并呈快速升温之势。

公司游艇战略规划清晰，分两步走：第一步，2011-2012年，与意大利知名游艇生产商签订20m左右的某型豪华游艇品牌生产线和技术专利，派遣技术人员赴国外学习成熟游艇制造技术，国内进行试生产；同时将签订大中华区的游艇市场代理销售合同；筹建游艇俱乐部；与意大利船级社进行合作，参与国内游艇产业的标准制定，抢占行业制高点。第二步，2012年之后，在消化吸收国外先进游艇制造技术的基础上，增加游艇产品型号，丰富产品线，并拓展中低端市场和特种艇市场，成为集设计、生产、销售、消费服务为一体，覆盖高、中、低档产品市场的游艇生产商，成为行业龙头企业。

图9 公司游艇发展战略图



资料来源：国海证券研究所整理

公司游艇业务目前取得了实质性的进展。继与 Dominator 公司签订引进两型游艇全套生产线的意向书之后，公司将与 FIPA 签订《MAIORA 20 G.R.P 游艇采购合同》，拟向其购置一条 MAIORA 20 型高端游艇（造价约为 180 万欧元，约合人民币 1628 万元），作为开展游艇俱乐部业务的重要配套设施，并作为公司未来生产该艇型的产品展示。

同时公司将与 FIPA 签订《MAIORA 20S 游艇技术转让及合作生产协议》，向其引进 MAIORA 20S 型游艇的全套生产技术，受让协议产品的设计、制造、销售、管理、采购和维修使用的技术，以及在中国制造和在全球销售协议产品（通过联合品牌）的权力，同时 FIPA 将按协议约定的培训计划为佳豪游艇培训技术人员。

公司正在考虑借国内游艇展会期间，进行相关业务的宣传造势，为“Bestway”游艇品牌的推出酝酿市场氛围。目前公司在奉贤游艇产业园区的生产线建设进展顺利，预计 2011 年有望试产，2012 年达到年产 50 艘左右的生产规模（根据实际的游艇尺寸将有所调整）。2011 年公司游艇业务渐行渐近，2012 年游艇业务有望迎来高速增长，让我们拭目以待。

估值分析

我们坚持对于公司各项业务发展的基本假设，即设计业务平稳发展，EPC 业务较快发展，游艇项目进展顺利。假设条件为：

- 1、暂不考虑公司 2010 年度分红方案，股本仍按照 8568 万股计算；
- 2、公司游艇项目进展顺利，2011 年交付一艘游艇；2012 年交付两

艘游艇，且毛利率均为 50%；

3、公司 2010-2012 年流动性充足，无需大量借贷；

在原有各项业务估值水平上进行小幅修正，如表 3 所示：

表 2 公司主营业务发展预测

收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E
海洋工程设计	63,103,000.00	52,922,900	68,799,770	89,439,701	116,271,611
船舶工程设计	51,861,300.00	75,224,000	90,268,800	112,836,000	141,045,000
船舶监理及其他	12,019,200.00	17,878,100	23,062,749	29,981,574	38,976,046
工程总承包		56,859,300	150,340,000	195,442,000	254,074,600
游艇			18,480,000	30,780,000	92,340,000
增速 (%)					
海洋工程设计	137	-16	30	30	30
船舶工程设计	-34	45	20	25	25
船舶监理及其他	25	49	29	30	30
工程总承包		—	164	30	30
游艇			—	67	200
毛利率					
海洋工程设计	52.76%	57.93%	61%	62%	63%
船舶工程设计	53.05%	56.92%	55%	55%	55%
船舶监理及其他	46.34%	49.68%	49%	50%	51%
工程总承包		13.81%	12%	12%	12%
游艇			50%	45%	40%
毛利					
海洋工程设计	33,293,143	30,658,236	41,967,860	55,452,615	73,251,115
船舶工程设计	27,512,420	42,817,501	49,647,840	62,059,800	77,574,750
船舶监理及其他	5,569,697	8,881,840	11,300,747	14,990,787	19,877,783
工程总承包		7,852,269	18,040,800	23,453,040	30,488,952
游艇			9,240,000	13,851,000	36,936,000
综合					
收入	126,983,500	202,884,300	350,951,319	458,479,275	642,707,257
收入增速	10.59%	59.77%	72.98%	30.64%	40.18%
毛利	66,375,260	90,209,846	130,197,247	169,807,241	238,128,600
毛利率	52.27%	44.46%	37.10%	37.04%	37.05%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司股票自 2010 年入选本研究所“核心 20”股票池以来，累计涨幅达到 20.28%，表现抢眼。2011 年是公司战略转型的关键一年，服务和产品业务将为公司带来新的利润增长点，并增强公司的整体业务协同效应。

我们重申继续看好公司海洋工程设计和高端游艇消费业务的广阔前景，公司 2011-2013 年的每股收益分别为 1.03 元、1.31 元和 1.80 元，以 2011 年 2 月 28 日收盘价 37.72 元计算，对应的 PE 值分别为 37、29、21 倍。考虑到公司海工和游艇业务快速增长的市场前景，目前估值水平依然偏低，给予“买入”评级。

表3 公司未来三年盈利预测 (单位: 百万)

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	126.98	202.88	350.95	458.48	642.71
减: 营业成本	60.61	112.68	220.75	288.67	404.58
营业税金及附加	1.30	1.57	2.60	3.40	4.76
销售费用	1.74	2.70	4.91	6.42	9.00
管理费用	14.39	21.49	25.79	32.23	41.90
财务费用	-2.26	-5.35	-2.00	0.64	5.84
资产减值损失	0.04	0.66	0.33	0.37	0.64
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中: 联营企业收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	51.17	69.14	98.57	126.75	175.99
加: 营业外收入	1.18	5.61	6.17	6.79	7.47
减: 营业外支出	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
三、利润总额	52.35	74.73	104.72	133.51	183.43
减: 所得税费用	8.82	13.03	15.71	20.03	27.51
四、净利润	43.53	61.71	89.01	113.49	155.92
归属母公司净利润	43.53	61.88	88.12	112.35	154.36
少数股东损益与调整	0.00	-0.17	0.89	1.13	1.56
五、总股本(万股)	50.40	85.68	85.68	85.68	85.68
EPS (元)	0.86	0.72	1.03	1.31	1.80

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我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
证券研究报告—公司深度研究

仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国海证券所有。