

公司研究

新股研究

建议询价区间: 23.4-27.0元

领先的节能门窗、幕墙整体解决方案提供商

——嘉寓股份(300117)新股研究

核心观点

询价结论:

预计公司 2010、2011、2012 年的最新摊薄每股收益分别为: 0.71 元、0.88 元、1.11 元, 给予公司 2010 年 33-38 倍的市盈率, 对应的合理股价为 23.4-27.0 元, 中枢价值为 25.2 元。

主要依据:

1、我国各类门窗产量快速增长。随着我国建筑业的蓬勃发展, 铝合金门窗的产量不断增加, 据铝门窗幕墙委员会统计, 我国的铝合金门窗产量 2003 年为 2.8 亿平方米, 2005 年为 3.2 亿平方米, 2007 年为 3.65 亿平方米。以全国现在每年新建建筑面积 20 多亿平方米, 按门窗面积占建筑面积 25%~30% 的比例计算, 各类门窗年需求量约为 6~7 亿平方米。预计从 2010 年开始, 我国建筑业总产值每年的增速都在 20% 以上, 行业景气度高, 并不断向住宅产业化、城市现代化方向发展。

2、我国已成为世界幕墙第一生产大国和使用大国。我国幕墙经过近 30 年的发展, 特别是上世纪 90 年代的高速发展, 到今天已经发展成为世界幕墙第一生产大国和使用大国。21 世纪头十年我国建筑幕墙继续迅猛发展, 预计 2010 年我国幕墙的产量将达到 8,300 万平方米, 累计产量将达到 59,432 万平方米。我国已成为世界幕墙生产和使用大国, 正在向世界幕墙技术强国发展。

3、公司市场占有率不断上升。公司业务主要集中在华北地区, 北京市场尤为突出。近年来, 公司不断加大新产品开发和市场拓展力度, 市场占有率不断提高, 同时在重庆、四川、河南、内蒙古、山西、云南、贵州、吉林等省市以及中东、英国等地区的业务也不断增加。公司近三年建筑节能门窗、幕墙产量和营业收入逐年增长, 产品结构不断优化, 市场地位逐渐稳固, 竞争力逐年提高, 规模优势明显。

4、公司主要竞争优势。(1) 技术研发优势。(2) 设计优化优势。(3) 产品优势 (4) 品牌优势。

风险提示:

1、区域市场依赖风险; 2、募集资金投资项目不能达到预期收益的风险。

基础数据

发行前总股本(万股)	8060.00
发行后总股本(万股)	108600.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	8.52
每股净资产(元)	4.46
建议询价区间(元)	23.4-27.0

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	650	791	1005	1307
同比增速(%)	23%	22%	27%	30%
净利润(百万)	68	77	95	121
同比增速(%)	2%	14%	23%	27%
EPS(元)	0.84	0.71	0.88	1.11

研究员: 傅浩

电话: 010-84183227

Email: fuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210070004

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

一、本次发行一般情况

表 1: 公司 IPO 发行基本参数

公司名称	北京嘉寓门窗幕墙股份有限公司
公司简称	嘉寓股份
发行地	深圳证券交易所
网上发行日期	2010 年 8 月 23 (周一)
申购代码	300117
发行股数	不超过 2,800 万股
发行方式	采用网下向询价对象配售发行与网上资金申购定价发行相结合的方式
发行后总股本	不超过 10,860 万股
发行前基本每股收益 (2009)	0.86 元/股
发行前每股净资产 (2009 年)	4.46 元/股
资料来源: 招股意向书、国都证券研究所	

二、公司基本情况

1、公司概况

公司主要从事节能门窗幕墙的研发设计、生产加工、安装及服务业务, 经营范围为: 专业承包; 制造金属门窗、防火门、防盗门、塑料门窗、木制门窗; 装潢设计; 建筑幕墙设计、加工、安装; 销售自产产品。

公司是中国领先的节能门窗、幕墙整体解决方案提供商, 是一家集产品研发、工程设计、生产加工、安装、咨询服务为一体、具备完整产业链的专业化门窗、幕墙服务商。公司定位于大型公共建筑、写字楼、中高档住宅, 提供节能门窗、幕墙整体解决方案, 主要产品包括多系列铝合金节能门窗和各种类型的建筑节能幕墙。

2、公司主要财务指标

表 2: 公司最近三年主要财务数据

财务比率	2010.6.30	2009.12.31	2008.12.31	2007.12.31
流动比率	1.49	1.52	1.60	1.27
速动比率	0.87	0.93	1.04	0.84
资产负债率 (母公司)	56.73%	55.70%	65.43%	64.62%
应收账款周转率 (次)	1.41	2.99	3.05	3.80
存货周转率 (次)	0.82	2.03	2.38	3.09
息税折旧摊销前利润 (万元)	5,264.95	9,403.35	7,960.60	7,347.89
归属于发行人股东的净利润 (万元)	3,818.19	6,753.02	6,651.26	6,114.31
归属于发行人股东扣除非经常性损益后的净利润 (万元)	3,274.54	6,155.04	4,649.97	3,483.69
利息保障倍数	10.72	10.81	10.93	14.62

每股经营活动产生的净现金流量 (元)	-0.13	0.47	0.33	0.65
每股净现金流量(元)	0.61	0.61	0.34	0.47
归属于发行人股东每股净资产 (元)	4.94	4.46	3.42	2.47
无形资产(扣除土地使用权、水 面养殖权和采矿权等后)占净资 产的比例(%)	0.04	0.03	0.05	0.07

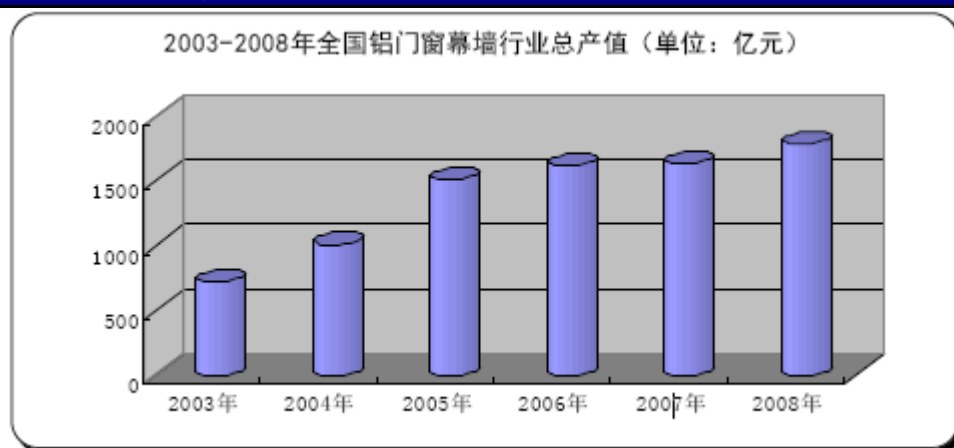
资料来源：招股意向书、国都证券研究所

三、公司主营业务分析

1、门窗幕墙行业总体快速增长

伴随着国民经济的快速发展，近年我国建筑门窗、幕墙行业获得了快速发展。以铝型材门窗幕墙为例，2003年至2008年，我国铝门窗、幕墙行业总产值从720亿元快速攀升到1,779亿元，年平均增长率为30.77%，远高于同期建筑业年均增长率。

图 1：我国铝门窗幕墙行业总产值变化



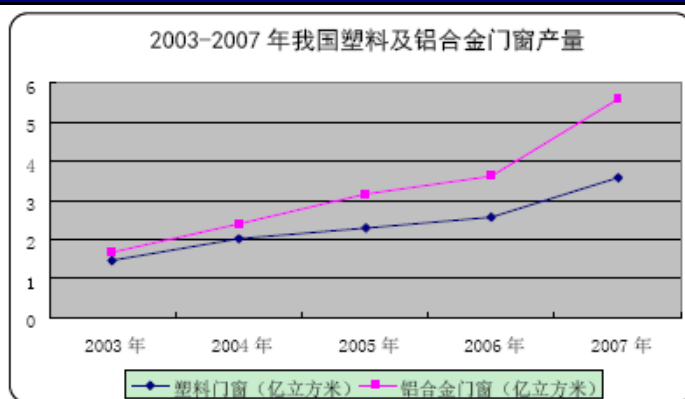
资料来源：招股意向书、国都证券研究所

我国各类门窗产量快速增长

随着我国建筑业的蓬勃发展，铝合金门窗的产量不断增加，据铝门窗幕墙委员会统计，我国的铝合金门窗产量2003年为2.8亿平方米，2005年为3.2亿平方米，2007年为3.65亿平方米。

以全国现在每年新建建筑面积20多亿平方米，按门窗面积占建筑面积25%~30%的比例计算，各类门窗年需求量约为6~7亿平方米。

图 2: 我国塑料基铝合金门窗产量



资料来源: 招股意向书、国都证券研究所

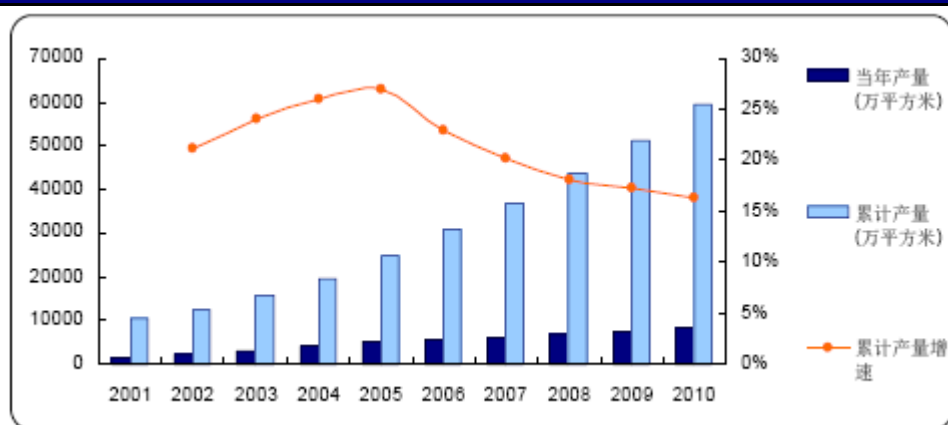
截止 2007 年底我国的城市化水平仅为 44.9%，仍有较大的上升空间。随着城市化进程的推进，尤其是城市经济总量的递次上升，城市数量和规模的快速增长，将直接增加对大型建筑的需求，拉动对建筑门窗、幕墙的需求。预计从 2010 年开始，我国建筑业总产值每年的增速都在 20% 以上，行业景气度高，并不断向住宅产业化、城市现代化方向发展。

建筑业的良好发展态势为门窗、幕墙行业的持续发展提供了广阔市场空间。经过几年的发展，无论是铝合金门窗，还是塑料门窗，中国已经成为全球最大市场。以全国现在每年新建建筑面积 20 多亿平方米，按门窗面积占建筑面积 25%~30% 的比例计算，各类门窗年需求量约为 6~7 亿平方米，是整个欧洲年门窗建设面积的 4 倍以上。

我国已成为世界幕墙第一生产大国和使用大国

我国幕墙经过近 30 年的发展，特别是上世纪 90 年代的高速发展，到今天已经发展成为世界幕墙第一生产大国和使用大国。21 世纪头十年我国建筑幕墙继续迅猛发展，到 2010 年我国幕墙的产量将达到 8,300 万平方米，累计产量将达到 59,432 万平方米。

图 3: 我国幕墙产量增长情况



资料来源: 国都证券研究所 注: 2007 年之后为预测数据

2008 年我国 GDP 为 30.07 万亿元，增长 9%。当年我国的建筑装饰行业总产值达到 1.71 万亿元（相当于当年全国国有企业利润总和），而作为建筑装饰行业之一的幕墙行业总产值也达到了 864 亿元，这两个行业的产值分别占到 GDP 的 5.68% 和 0.29%。目前已经有 9 省、直辖市 23 家幕墙企业在 52 个国家和地区承建幕墙工程上百项，产

值超 120 亿元人民币，占建筑装饰行业对外承包总额的 80%。中国已成为世界幕墙生产和使用大国，正在向世界幕墙技术强国发展。

2、公司市场竞争力分析

公司市场占有率不断上升

在我国门窗幕墙行业 100 多家大型企业中，50 多家骨干企业产值过亿元，这批大型骨干企业完成的工业产值约占全行业总产值的 50% 左右，因此行业形成了以大型企业为主导，中小企业为辅助的市场格局。

公司业务主要集中在华北地区，北京市场尤为突出。根据北京市门窗五金行业协会的调查，2006 年北京市建筑门窗生产加工企业约 500 家。PVC 塑料门窗、铝合金门窗年生产能力 2,000 万平方米，其中门窗产品产量达到 5 万平方米以上的企业 58 家，10 万平方米以上的企业 20 家，30 万平方米以上的企业 3 家。公司 2006~2008 年连续三年的门窗产量分别为 36.63 万平方米、47.87 万平方米、49.74 万平方米，在北京市场居领先地位。

表 3: 公司铝合金门窗市场占有率情况

项目	2007 年	2006 年
全国铝合金门窗总产值	6,922,326	6,649,243
公司铝合金门窗收入	28,147	18,991
公司市场占有率	0.41%	0.29%

资料来源：国都证券研究所

近年来，公司不断加大新产品开发和市场拓展力度，主要市场占有率不断提高，同时在重庆、四川、河南、内蒙古、山西、云南、贵州、吉林等省市以及中东、英国等地区的业务也不断增加。公司近三年建筑节能门窗、幕墙产量和营业收入逐年增长，产品结构不断优化，市场地位逐渐稳固，竞争力逐年提高，规模优势明显

技术研发优势

公司拥有“市级企业技术中心”，公司研发的节能门窗产品系列获得了中国建筑金属结构协会铝门窗幕墙委员会、中国建筑装饰协会幕墙工程委员会、北京市建筑装饰协会幕墙门窗委员会三家行业协会的联合推荐；公司生产的 JY57、JY60、JY75 三个系列的节能门窗产品通过了北京节能产品评审委员会的评审，并获得了“北京市节能产品证书”；

节能门窗产品还顺利通过了奥运场馆材料检测，并获得了“奥运产品合格证书”、“奥运场馆材料推介证书”，公司开发的智能控制门窗被北京市科委列为北京市火炬计划项目。

设计优化优势

公司遵循设计节约是最大节约的理念，以设计为先导，辅以计算机 CAD 系统、三维建模、动态模拟与仿真等技术在研发、产品、工程设计中的应用，逐步实现了设计从采用类比法（参考已有的设计或经验数据，选择有限的集中方案进行计算，进行分析对比，最后根据设计要求确定一组较好的设计参数）到最优化设计方法（根据设计要求建立数学模型，设计编写优化软件，在计算机上完成设计计算，最后获得最佳的设计方案）

的转变，提高了产品设计的精准度和快速反应能力，缩短了产品的设计周期和工程施工时间，降低了产品的制造成本，提升了公司综合竞争力。

产品优势

在产品品种上，公司节能门窗产品涵盖了内开、内开上悬、折叠推拉、推拉上悬、外平开、外上悬、中悬翻转等多品种、多规格的产品系列，在门窗产品结构上，公司形成了以高档为主、中高档并存的产品系列；在产品规格上，公司拥有 JY45、JY52、JY57、JY60、JY65、JY70、JY75、JY90、JY120 等多个系列、数百种节能门窗产品，并且公司可以根据客户的需求生产不同种类和使用功能的节能门窗产品。幕墙产品包括单元式和构件式等多种类型的建筑幕墙。

品牌优势

在当前以大型企业为主导，中小企业为辅助的市场格局下，大型企业间竞争日趋激烈，公司在全国众多节能门窗、幕墙企业中脱颖而出，综合实力已趋于领先地位。公司荣获由中国建设机械总公司建筑门窗幕墙设计研究所、建设部中建机门窗幕墙设计专家组委会评选的“中国节能门窗幕墙创新企业十强第一名”；经过综合竞争力和国际竞争力科学指数模型计算，在第六届中国民营企业峰会上中国社会科学院公布了“2008 中国民营企业综合竞争力 50 强”，公司成为进入中国民营企业综合竞争力 50 强唯一的建筑外装饰企业；公司还是 2005~2008 年度“中国建筑幕墙行业 50 强企业”、2006~2008 年度“北京门窗十强企业第一名”、建筑门窗幕墙新产品开发科研基地定点生产企业。公司目前是中国建筑装饰协会、中国建筑金属结构协会铝门窗幕墙委员会理事单位。

四、募投项目情况

经公司 2009 年第二次临时股东大会审议通过，公司本次拟公开发行不超过 2,800 万股人民币普通股。本公司拟将本次发行募集资金按轻重缓急顺序投入以下项目：

表 4：公司铝合金门窗市场占有率情况

项目名称	建设期	投资额（万元）	项目核准文号
节能门窗生产线改扩建工程项目	12 个月	11,085.00	顺发改（2009）264 号
节能幕墙生产线建设工程项目	12 个月	9,554.80	顺发改（2009）266 号
研发设计中心工程项目	14 个月	3,983.00	顺发改（2009）265 号

资料来源：招股意向书、国都证券研究所

五、公司盈利预测

我们预计公司 2010、2011、2012 年的最新摊薄每股收益分别为：0.71 元、0.88 元、1.11 元。利润表预测如下：

表 5：利润预测表 单位:百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	650	791	1005	1307
营业成本	504	619	791	1033
营业税金及附加	6	8	9	12
营业费用	16	22	26	34
管理费用	34	44	55	72
财务费用	10	7	11	14
资产减值损失	-2	2	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	82	90	112	142
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	6	1	1	1
利润总额	78	91	113	143
所得税	11	14	17	21
净利润	68	78	96	121
少数股东损益	0	0	1	1
归属母公司净利润	68	77	95	121
EBITDA	101	105	131	166
最新摊薄 EPS (元)	0.62	0.71	0.88	1.11

资料来源：国都证券研究所

六、公司估值

目前 A 股中建筑装饰行业的上市公司中除了中航三鑫外, 10 年的估值水平在 40-45 倍左右。虽然公司在建筑幕墙业务和中航三鑫存在一定的相似性, 但是由于后者的高估值更多的是由于新能源概念的支撑, 不适合作为公司估值的参照标的, 予以剔除。在所选样本中, 10 年的平均 PE 为 44 倍。谨慎起见, 我们给一级市场价格一定折扣, 给予公司 2010 年 33-38 倍的市盈率, 对应的合理股价为 23.4-27.0 元, 中枢价值为 25.2 元。

表 6：可比公司估值水平

证券代码	证券简称	收盘价	EPS		PE	
			2009A	2010E	2009A	2010E
002375.SZ	亚厦股份	53.03	0.627	1.1848	85	45
002081.SZ	金螳螂	42.8	0.6285	0.9544	68	45
002325.SZ	洪涛股份	30.87	0.4604	0.7467	67	41
600326.SH	西藏天路	11.75	0.1419	0.2551	83	46
		均值			76	44

资料来源：WIND，国都证券研究所

七、风险提示

1、区域市场依赖风险

公司业务主要集中在华北地区。虽然公司近年来逐步开发了重庆、四川、贵州、云南、河南、内蒙古以及中东、英国等区域市场，但如果公司不能进一步培育和开拓新的区域市场，提高华北地区之外的市场份额，将会对公司未来持续快速增长造成一定的影响。

2、募投项目风险

本次募集资金投资项目建成投产后，将对公司发展战略的实现、经营规模的扩大和业绩水平的提高产生重大影响。但是，本次募集资金投资项目的建设计划能否按时完成、项目的实施过程和实施效果等存在着一定不确定性。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiamasheng@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	刘斐	煤炭	liufei@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			