

嘉寓股份 (300117)

幕墙门窗行业领先企业

——嘉寓股份 IPO 询价定价分析报

	韩其成	白晓兰
	021-38676162	021-38674660
	hanqicheng@gtjas.com	baixiaolan008216@gtjas.com
	S0880208070351	S0880110030026

本报告导读:

建议询价 21.14~24.9 元, 首日定价 25.36~29.89 元

投资要点:

- **主营业务:** 公司主要从事建筑节能门窗、幕墙的研发设计、生产加工与安装业务, 致力于建筑门窗、幕墙节能技术的研究与开发, 是中国领先的节能门窗、幕墙整体解决方案提供商。公司定位于大型公共建筑、写字楼、中高档住宅, 全面提供节能门窗、幕墙整体解决方案。2009 年, 公司在幕墙行业 50 强中排名 32。
- **业绩:** 09 年收入 6.5 亿元, 同增 23%, 净利 0.78 亿元, 同增 2%。门窗占比 60%, 幕墙 40%, 门窗毛利约 20%, 幕墙 25%。
- **市场容量不成问题。** 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。据预测, 中国门窗的需求量将以每年 11% 的速度增长, 到 2011 年产值将达到 1950 亿元。其中, 非住宅建筑的门窗需求量将以每年 11.2% 的速度增长, 占总需求量的 3/5; 住宅门窗需求量预计将以每年 10.8% 的速度增长, 到 2011 年将达 770 亿元。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。
- **募集资金用于 3 个项目,** 节能门窗生产线改扩建、节能幕墙生产线、研发设计中心。募集金额需 2.46 亿元。
- **盈利预测。** 我们预测公司 2010~2012 年实现净利润为 0.82 亿元、1.06 亿元、1.32 亿元。对应的每股收益分别为 0.75 元、0.98 元、1.22 元。
- **估值。** 2010 年类比公司的平均市盈率为 54 倍, 相关板块市盈率 45 倍、最近发行的 10 只创业板股票的发行市盈率为 37 倍, 考虑公司成长性较低, 10 年~12 年的平均年增长率为 25%, 我们认为嘉寓股份的合理市盈率约为 28~33 倍, 建议询价区间为 21.14~24.91 元。我们预测公司上市首日涨幅可达 20%, 对应股价为 25.36~29.89 元, 市盈率 33.6~29.6 倍。

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	529	650	781	1,008	1,241
(+/-)%	14%	23%	20%	29%	23%
经营利润 (EBIT)	62	82	98	126	157
(+/-)%	-1%	32%	18%	30%	24%
净利润	67	68	82	106	132
(+/-)%	9%	2%	21%	30%	24%
每股净收益 (元)	0.61	0.62	0.75	0.98	1.22
每股股利 (元)	-	-	0.23	0.29	0.36

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间

21.14-24.91

上市首日定价区间

25.36-29.89

2010.08.18

发行上市资料

总股本 (万股)	8,060
发行量 (万股)	2,800
发行日期	2010.08.20
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	平安证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产 (元)	4.94
净资产收益率 (%)	9.6%
资产负债率 (%)	60.0%

主要股东和持股比例

北京嘉寓新新资产管理公司	38.39%
覃天翔	15.53%
建银国际资产管理有限公司	6.45%
张初虎	5.20%
北京顺通日盛物资有限公司	3.68%
上海盘龙投资管理有限公司	0.92%
北京杰思汉能资产管理公司	0.92%
合肥海景投资顾问有限公司	0.83%
北京中泽信资产管理顾问公司	0.46%
郑州鸿图投资信息咨询有限公司	0.28%

表 1: 2008 年度中国建筑幕墙行业 20 强企业名单

排名	公司	所属省	排名	公司	所属省
1	沈阳远大铝业工程有限公司	辽宁	26	无锡王兴幕墙装饰工程有限公司	江苏
2	北京江河幕墙股份有限公司	北京	27	上海华艺幕墙系统工程有限公司	上海
3	上海美特幕墙有限公司	上海	28	南昌长江建筑装饰工程公	江西
4	广东金刚幕墙工程有限公司	广东	29	湖北高艺装饰工程有限公司	湖北
5	深圳市科源建设集团有限公司	广东	30	广东世纪达装饰工程有限公司	广东
6	浙江宝业幕墙装饰有限公司	浙江	31	深圳市建筑装饰(集团)有限公司	广东
7	陕西艺林实业有限责任公司	山东	32	北京嘉寓门窗幕墙股份有限公司	北京
8	深圳市瑞华建设股份有限公司	广东	33	江西省美华建筑装饰工程有限责任公司	江西
9	山东雄狮建筑装饰工程有限公司	陕西	34	四川泰兴装饰工程有限公司	四川
10	山东津单幕墙有限公司	山东	35	武林建筑工程有限公司	浙江
11	浙江亚厦幕墙有限公司	浙江	36	中建三局装饰有限公司	广东
12	武汉凌云建筑装饰工程有限公司	湖北	37	中天建设集团有限公司	浙江
13	浙江中南建设集团有限公司	浙江	38	西安艺格建筑装饰工程有限责任公司	陕西
14	珠海兴业幕墙工程有限公司	广东	39	南京金中建幕墙装饰有限公司	江苏
15	深圳市方大装饰工程有限公司	广东	40	上海高新铝质工程股份有限公司	上海
16	深圳市宝鹰建设集团股份有限公司	广东	41	无锡金城幕墙装饰工程有限公司	江苏
17	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	江苏	42	苏州柯利达建筑装饰工程有限公司	江苏
18	北京鸿恒基幕墙装饰工程有限公司	北京	43	上海金桥瑞和装饰工程有限公司	上海
19	合肥达美建筑装饰工程有限公司	安徽	44	西安西航集团铝业有限公司	陕西
20	山东华峰建筑装饰工程有限公司	山东	45	宁波建乐建筑装饰有限公司	浙江
21	浙江圣大建设集团有限公司	浙江	46	江西利达装饰工程有限公司	江西
22	中建(长沙)不二幕墙装饰有限公司	湖南	47	江苏合发集团有限责任公司	江苏
23	安徽豪伟建设集团有限公司	安徽	48	湖北凌志装饰工程有限公司	湖北
24	浙江正华装饰设计工程有限公司	浙江	49	大连市红太装饰工程公司	辽宁
25	湖南吉粤装饰有限公司	湖南	50	上海金浦装潢工程有限公司	上海

来源: 中国建筑装饰协会, 国泰君安证券研究

表 2: 盈利预测表摘要 (单位: 百万元)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	465.72	529.23	650.29	781.13	1,008.47	1,240.89
增长%		13.64%	22.87%	20.12%	29.10%	23.05%
营业总成本	362.06	411.03	509.36	616.33	794.82	979.98
营业成本	356.55	405.98	503.77	609.25	785.67	968.73
营业税金及附加	5.51	5.05	5.59	7.08	9.15	11.25
销售费用	14.64	14.31	15.58	19.53	25.55	30.73
管理费用	17.88	29.95	34.10	42.58	53.92	67.00
财务费用	4.79	7.41	10.45	(1.65)	(0.01)	(1.60)
资产减值损失	3.52	4.04	(1.70)	6.76	7.70	7.70
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中: 对联营企业和合						
营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	62.83	62.50	82.50	97.59	126.49	157.08
加: 营业外收入	1.72	3.82	1.68	0.00	0.00	0.00

减：营业外支出	0.58	0.59	6.05	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置损失	0.49	0.06	0.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	63.97	65.73	78.13	97.59	126.49	157.08
减：所得税费用	2.99	(1.27)	10.60	15.61	20.24	25.13
减：少数股东损益	(0.16)	0.48	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	61.14	66.51	67.53	81.98	106.25	131.95
EPS	0.56	0.61	0.62	0.75	0.98	1.22
扣除非经常损益 EPS	0.55	0.58	0.66	0.75	0.98	1.22

数据来源：国泰君安证券研究

表 3：市场估值比较

项目	2010-8-17	2009PE	2010PE	2011PE	总股本 (百万股)	流通 A 股(百万股)
同类公司						
亚厦股份	53.03	84.57	46.54	29.54	211.00	53.00
金螳螂	42.80	68.10	43.21	32.31	319.19	284.25
中航三鑫	16.20	173.01	71.90	25.27	401.78	122.59
平均值		108.56	53.88	29.04		
相关市场						
A 股		21.40	16.32	13.56		
创业板		77.09	51.64	37.04		
装修装饰		87.84	44.93	31.16		

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

表 4：近期创业板上市公司发行状况

股票	代码	上市日期	发行数量 (万股)	发行价格	发行市盈率 (摊薄，10EPS)	首日涨跌幅 (%)
乾照光电	300102.SZ	2010-08-12	2950	45	41.45	77%
达刚路机	300103.SZ	2010-08-12	1635	29.1	33.19	59%
乐视网	300104.SZ	2010-08-12	2500	29.2	42.00	47%
尤洛卡	300099.SZ	2010-08-06	1034	48.65	36.16	60%
双林股份	300100.SZ	2010-08-06	2350	20.91	23.66	78%
国腾电子	300101.SZ	2010-08-06	1750	32	40.22	118%
华伍股份	300095.SZ	2010-07-28	1950	22.56	27.58	64%
易联众	300096.SZ	2010-07-28	2200	19.8	35.05	48%
智云股份	300097.SZ	2010-07-28	1500	19.38	32.22	52%
高新兴	300098.SZ	2010-07-28	1710	36	33.09	12%
平均				29.94	36.91	115%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

白晓兰:

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年 11 月加入国泰君安证券。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。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。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		