

建议询价区间：15.99-18.77 元

江河幕墙（601886）

2011 年 8 月 3 日

合理价值区间 16.76-20.85 元

股本结构（预计发行后）

总股本（万股）	56000
流通 A 股（万股）	8800
B 股/H 股（万股）	0/0

主要估值指标

	2010	2011E	2011E
EPS（元）	0.55	0.77	1.16
增长率（%）	6.07	39.89	50.51

注：每股收益按全部摊薄后股本计算

国际化的幕墙工程领跑者

江河幕墙是幕墙工程行业的领跑者，公司在国内和国际市场并重发展，区域扩张成功，过去三年保持了较快的增长。幕墙行业景气度高，公司技术实力雄厚，订单饱满，随着募集资金的到位、募投项目的投产，海外业务的持续扩张，公司将步入新一轮高速增长时期。

主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	5182.17	6417.10	7958.57	9718.01
营业收入增长率（%）	23.73	23.83	24.02	22.11
净利润（百万元）	309.17	432.49	650.94	817.80
净利润增长率（%）	6.07	39.89	50.51	25.63
综合毛利率（%）	22.99	22.24	22.59	22.34
每股收益（元）	0.55	0.77	1.16	1.46

注：每股收益按本次发行后完全摊薄计算。资料来源：海通证券研究所

- **建议询价区间为 15.99-18.77 元。**我们预测公司 2011-2013 年摊薄后的 EPS 为 0.77 元、1.16 元和 1.46 元，给予公司 2011 年 23-27 倍 PE，对应价格为 16.76-20.85 元。考虑到二级市场 10% 的收益，建议询价区间为 15.99-18.77 元，对应 2011 年和 2012 年 PE 分别为 20.7-24.3、13.75-16.15 倍。
- **公司是专注于幕墙系统工程的国际化领跑者。**公司是幕墙系统整体解决方案供应商，99% 以上收入来自于幕墙系统工程业务；公司定位于高端市场，主要承接城市公共建筑和高层住宅的建筑幕墙工程，坚持专业化经营战略和国际化发展战略，2010 年 38% 收入来自于海外，62% 来自于国内市场。公司目前以综合实力排名国内第 2、国内市场占有率为 3%，以销售收入排名全球第 5。
- **城市化推动幕墙需求快速增长，海内外市场提供广阔成长空间。**受城市化推动，幕墙在商业地产中的运用比例将逐步提高；在节能减排和幕墙高端化的背景下，幕墙工程单位造价有望进一步提高。中国建筑装饰协会预计十二五期间国内幕墙产值将保持年均 20% 以上的增速，在 2015 年产值预计达 4000 亿元；随着全球经济持续的复苏，预计 2011 年至 2013 年国际幕墙业产值将实现 9.5% 的年均增速。
- **规模、研发实力、品牌和强大的渗透区域能力是公司的核心竞争力。**公司是国内及全球幕墙市场的主要领导者，拥有全面的产品线、优秀的工程业绩及良好的品牌形象；领先的研发设计能力和技术；拥有强大的产业一体化迅速复制扩张的能力；跨区域拓展能力优秀，凭借全球广泛的销售及营销以及服务网络，2010 年底公司已经成功在 10 个海外地区和国家实现收入。
- **募投项目主要用于幕墙产能的拓展。**本次拟公开发行 11000 万股，公司计划将募集资金投入北京总部基地项目和北京总部基地扩建及光伏幕墙项目，均为建筑幕墙产业基地建设项目。募投项目达产后，将形成 240 万平方米各种幕墙的产能，其中单元式幕墙 90 万平方米（含出口 40 万平方米）、构建式幕墙 150 万平方米（含构件式光伏幕墙 10 万平方米）。
- **风险提示：**高度依赖于建筑行业，回款风险，汇率波动风险，订单推迟或取消风险。

建筑工程行业首席分析师

江孔亮

SAC 执业证书编号：

S0850203100047

电话：021-23219422

Email: kljiang@htsec.com

联系人

赵健

电话：021-23219472

Email: zhaoj@htsec.com

联系人

张显宁

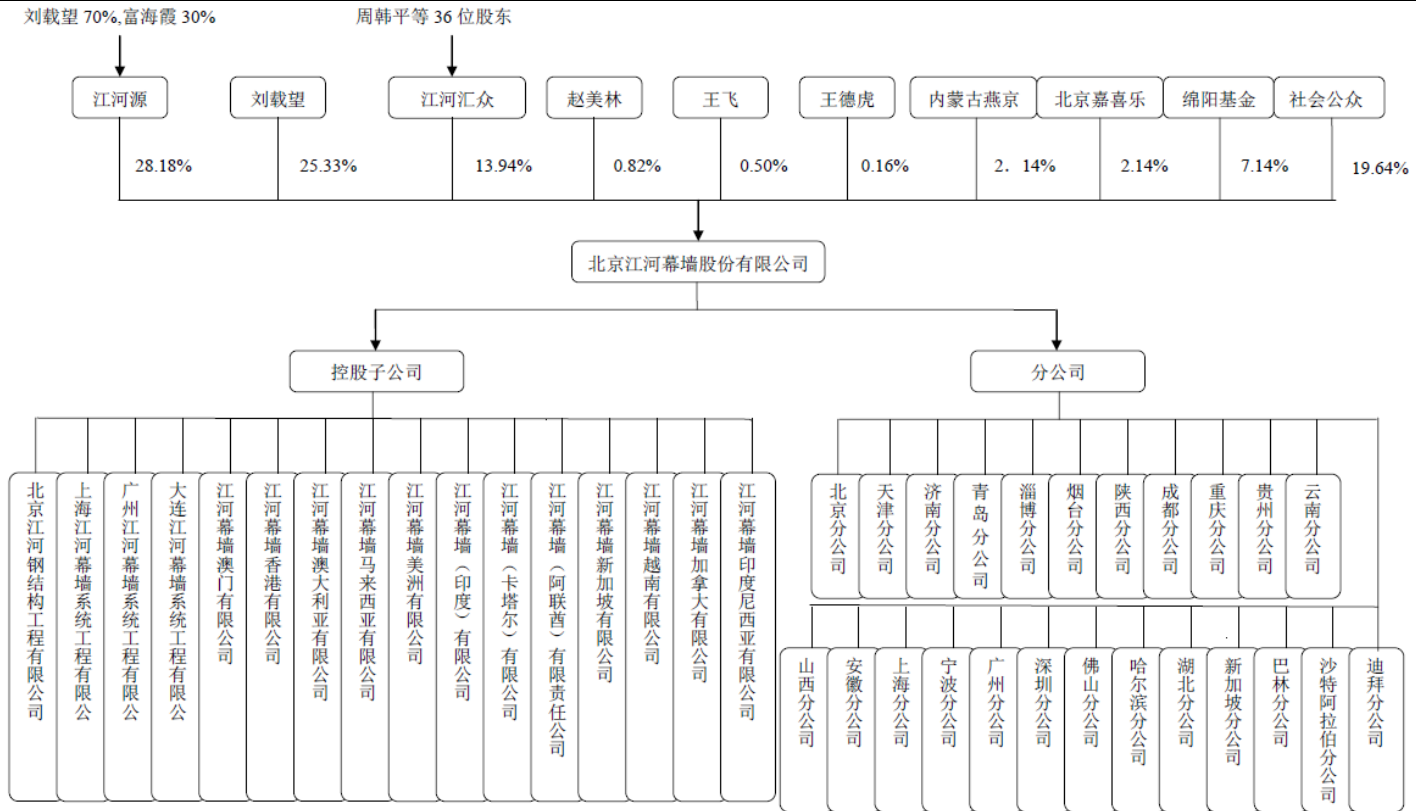
电话：021-23219813

Email: zxn6700@htsec.com

1. 刘载望夫妇实际控制公司，高管激励到位

公司本次发行 11000 万股，占发行后总股本的 19.64%，发行后总股本为 56000 万股。按发行后股本计公司实际控制人为刘载望、富海霞夫妇，直接和间接合计持有本公司 29,966.58 万股股份，占发行后股权比例为 53.51%。

图 1 公司发行后股权结构



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

同时，公司董事、高级管理人员中有 10 人持有公司股权，利于管理层和股东利益一致，部分避免代理人问题，对管理层的激励到位。

表 1 发行前公司高管持股比例

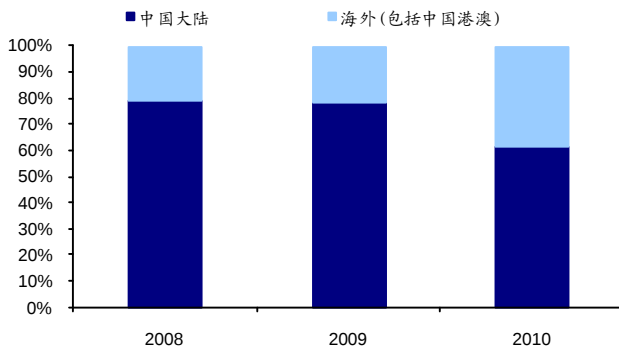
姓名	职务	直接持股比例 (%)	间接持股比例 (%)	合计 (%)
刘载望	董事长、总经理	25.33	19.73	45.06
周韩平	董事、副总经理		2.817	2.82
于军	董事、副总经理		2.611	2.61
黄拥军	监事、监事会主席、总工程师		2.11	2.11
张升	副总经理		2.82	2.82
祁宏伟	副总经理		0.70	0.70
许兴利	副总经理、财务总监		0.828	0.83
刘中岳	副总经理、董事会秘书		0.148	0.15
熊宝	副总经理		0.13	0.13
石英	监事、商务总监		0.127	0.13
陈光烁	副总工程师		0.064	0.06
合计		25.33	32.07	57.40

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

2. 幕墙工程领先者，海外业务占比逐年提升。

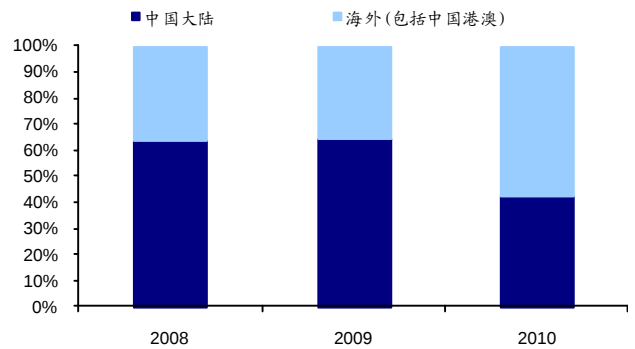
公司收入超过 99% 自于幕墙系统工程业务，只有极少部分来自于幕墙系统产品的销售。其中在 **2010 年来自中国大陆的幕墙业务收入占比为 62%，海外为 38%**。公司作为幕墙系统整体解决方案供应商，主要从事建筑幕墙系统的研发设计、生产制造、工程施工和技术服务，定位于高端市场，主要承接城市公共建筑和高层住宅的建筑幕墙工程，为客户提供幕墙系统整体解决方案，主要承接高档写字楼、酒店、商业综合体、机场、车站、文体场馆、医院、企事业单位办公大楼和高层住宅的建筑幕墙工程。

图 2 2008-2010 年公司各项业务收入占比



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

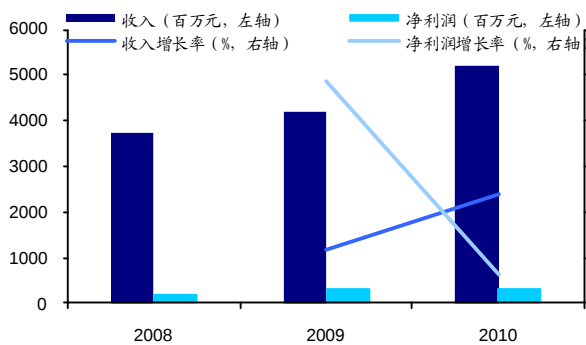
图 3 2008-2010 年公司各项业务毛利占比



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

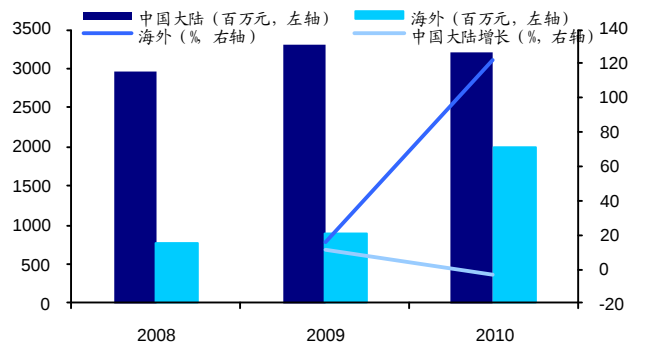
公司海外业务占比不断提高，在市场开拓上逐步由东部向中部和西部、由一线城市向二三线城市转移和渗透；在海外，公司主要集中在**以海湾六国为主体的中东市场**，包括中国港澳地区在内的**东南亚市场**，以澳大利亚、加拿大为代表的**资源型国家市场**，以印度、巴西为代表的**新兴国家市场**，以及以美欧为代表的**发达国家市场**开展业务。

图 4 2008-2010 年公司收入和利润稳步增长



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

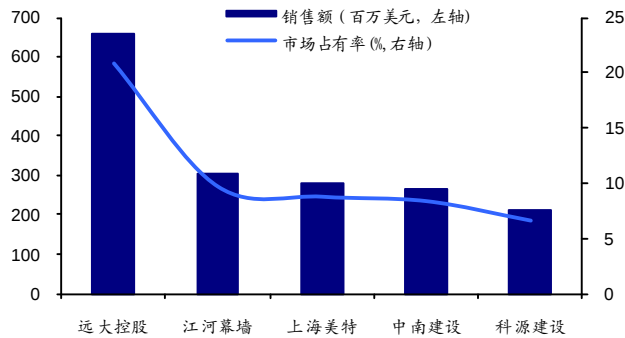
图 5 公司海外业务增长迅猛



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

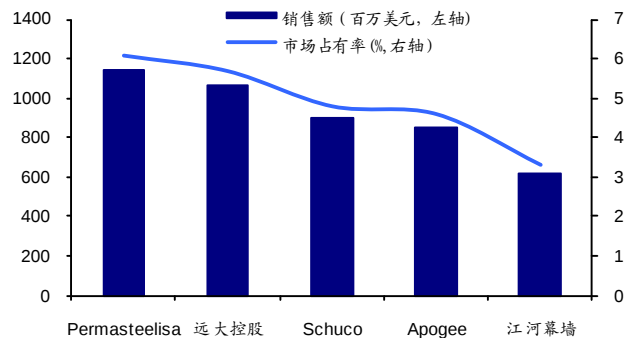
在由中装协主办的幕墙行业综合排名中，公司已连续 5 年获得第 2 名，且对排名靠后的企业领先优势明显。根据思纬咨询估计，按照 2009 年的规模计算，**公司在全球幕墙企业中排第 5 名，全国市场排名第 2**，和远大控股同属国际级的幕墙龙头企业。

图 6 2009 年公司国内市场占有率第 2



注：以年收入 5000 万元人民币以上的企业为统计口径
资料来源：思纬咨询，海通证券研究所

图 7 2009 年公司全球市场占有率第 5

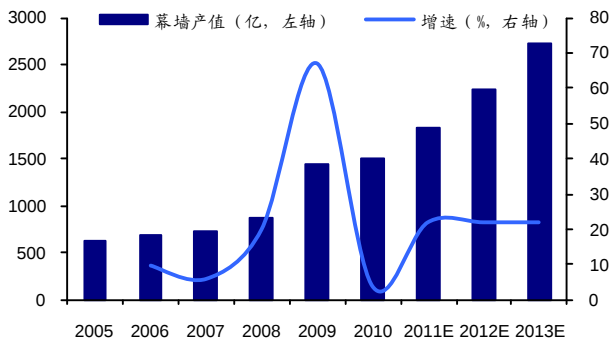


注：以年收入 5000 万元人民币以上的企业为统计口径
资料来源：思纬咨询，海通证券研究所

3. 幕墙行业空间广阔：国内 CAGR20%，全球 CAGR9.5%

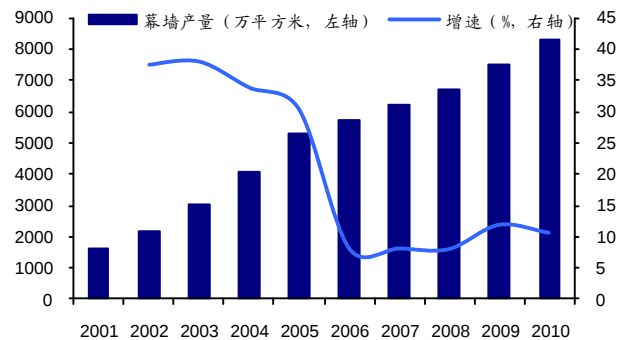
根据中国装饰协会统计，2005 年我国幕墙行业产值为 620 亿，在 2010 年已经达到 1500 亿，5 年间 CAGR 达到 19.33%，高于同期整个装修行业的增速，反映了幕墙需求作为一种由经济进步带来的升级需求广阔的发展潜力。根据中国建筑装饰协会《“十二五”行业发展规划纲要（讨论稿）》，到 2015 年建筑幕墙行业产值要达到 4,000 亿元，增长幅度在 167%左右，年平均增长率为 21.3%左右，其中最大领军企业 2015 年的工程产值力争达到 350 亿元左右。2010 年公司国内幕墙收入只有 30 多个亿，空间还很大。

图 8 我国幕墙行业产值高速增长



资料来源：中国建筑装饰协会，海通证券研究所

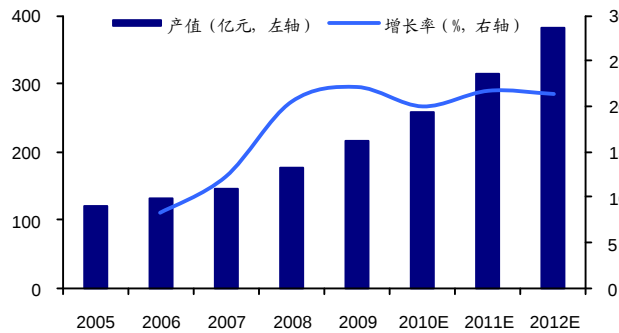
图 9 我国幕墙产量平稳增长 (%)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

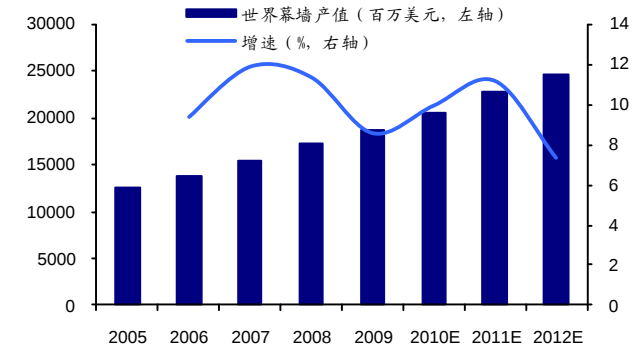
根据思纬咨询的统计，以年收入 5000 万人民币以上的幕墙公司为统计口径，中国幕墙市场自 2005 年约人民币 121 亿元大幅增长至 2009 年约人民币 216 亿元，复合年增长率为 15.6%；其预计 2009 年到 2012 年中国幕墙行业的 CAGR 为 20.9%，总体增速与中国装饰协会预测的一致。

图 10 我国收入 5000 万元人民币以上幕墙企业产值情况



注：以年收入 5000 万元人民币以上的企业为统计口径
资料来源：思纬咨询，海通证券研究所

图 11 世界收入 5000 万元人民币以上幕墙企业产值情况



注：以年收入 5000 万元人民币以上的企业为统计口径
资料来源：思纬咨询，海通证券研究所

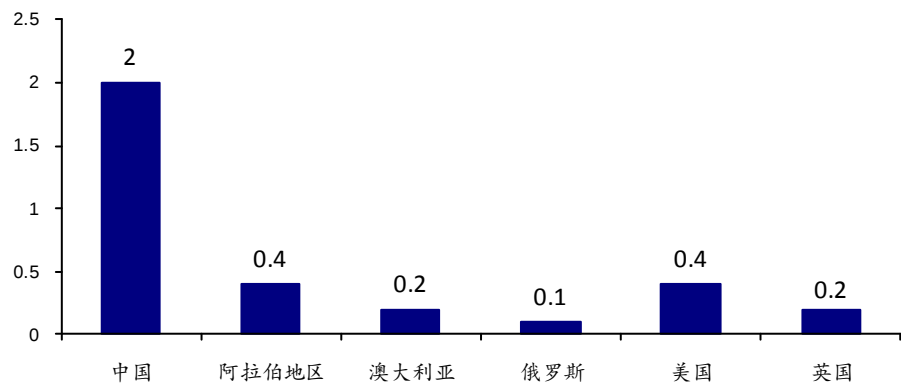
以年收入 5000 万元人民币以上的企业为统计口径，幕墙市场的全球生产总值由 2005 年约 126 亿美元增加至 2009 年约 187 亿美元，复合年增长率为 10.3%。此外，其预计于 2012 年将会进一步增加至约 245 亿美元，2009 年至 2012 年的复合年增长率为 9.5%。全球经济增长促进固定资产的投资，包括建造各种公共设施、商业楼宇及高端住宅楼宇，从而带动幕墙的市场需求。此外，目前已经有部分高级住宅也开始采用幕墙进行外围护，主要原因是幕墙相对于门窗更加美观、采光效果好。我们预计在一二线城市的公寓、别墅等高端项目中也会为幕墙行业贡献一部分增量需求。

我国的幕墙行业实力在世界领先，幕墙工程是装饰行业海外输出的主力。我国是幕墙生产第一大国，原材料生产能力也居于世界第一，而且在技术水平也处于国际先进的水平，结合人力成本的优势，我国幕墙行业在国际市场的发展势头迅猛。截至 2009 年底，我国现有 10 省市的 25 家建筑幕墙企业在 60 个国家和地区承建了 124 项幕墙工程。中国建筑装饰行业国际工程承包总产值约为 700 亿元人民币，其中幕墙工程 650 亿元占 92%。

城市化、消费升级、节能减排政策共同拉升幕墙行业产值水平。

我们认为，随着城市化的推进，幕墙在商业地产中运用比例在提高。城市化率相应由 1990 年的 26.40% 上升到 2008 年的 45.7%，17 年间提高了 19.3 个百分点，在 2005-2010 年增速加快，平均每年增长 2%。城市化的快速推进极大的促进了我国商业地产对幕墙工程的需求。

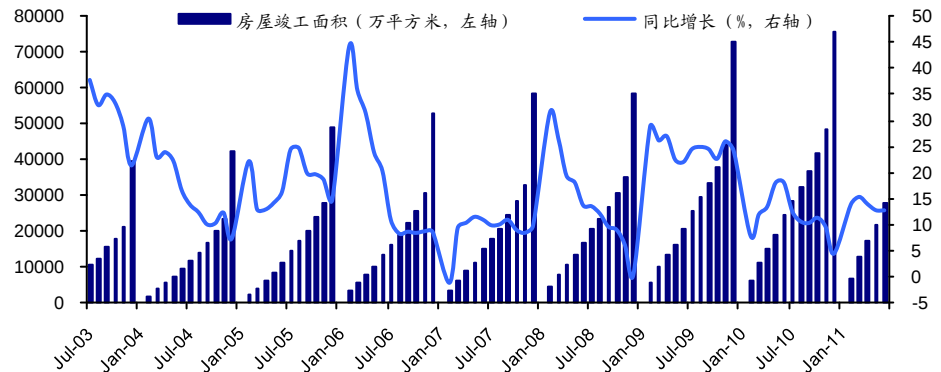
图 12 2005-2010 年世界各国年均城市化率增长 (%)



资料来源：IMF，世界银行，海通证券研究所

建筑节能政策为幕墙行业提供了有力的政策支持和导向。我国近四分之一的节能减排任务由建筑节能幕墙系统承担，而建筑节能的 65% 主要由外围护系统承担。统计资料表明，我国建筑能耗已占全国能耗的 40% 以上。我国城乡建筑房屋每年以 16% 以上的速度发展，每年竣工面积为 7.5 多亿平方米，其中 90% 以上为高能耗建筑；全国既有建筑为 400 亿平方米，95% 以上为高能耗建筑。因此，我国单位建筑面积能耗是发达国家的 2-3 倍。

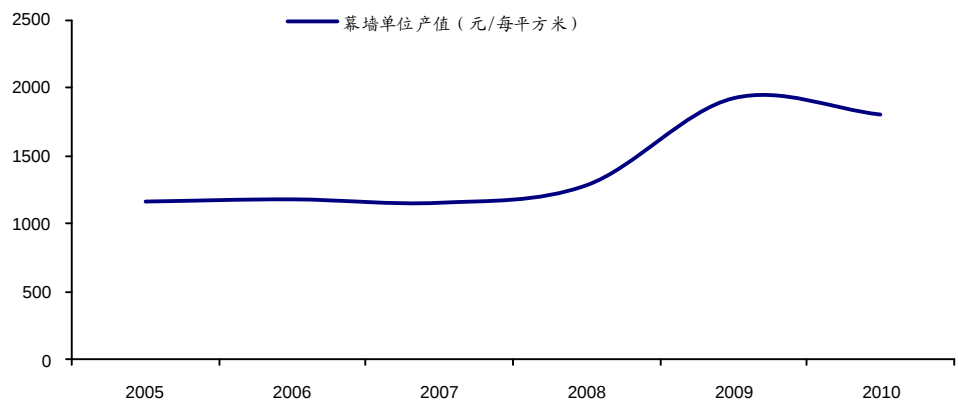
图 13 2003-6M2011 我国房地竣工面积及其增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

近两年来**幕墙工程造价提高的趋势明显**。在 08 年以前幕墙单位产值大概在 1200 元每平方米左右，**目前已经接近 2000 元每平方米**，如果是更高档的建筑幕墙，单位造价可达 5000-6000 元每平方米。我们认为幕墙向高端化发展是提升单位造价的最重要因素。在节能减排政策的推动下，双层呼吸玻璃幕墙、LOW-E 玻璃幕墙、光伏玻璃幕墙和智能控制玻璃幕墙等高端产品的应用越来越多，这些幕墙的造价往往是传统幕墙的两倍以上。

图 14 2005-2010 年我国单位幕墙工程产值（元/平方米）

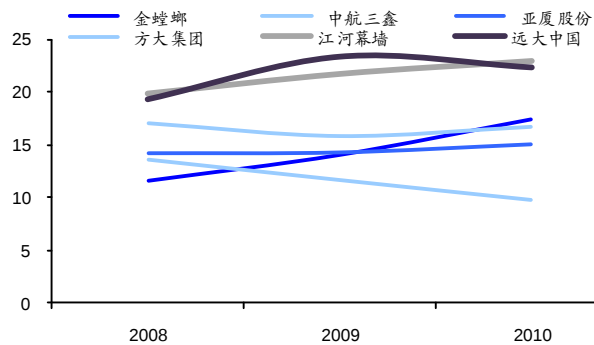


资料来源：中国建筑装饰协会，海通证券研究所

4. 核心竞争力：规模+技术+品牌+快速扩张

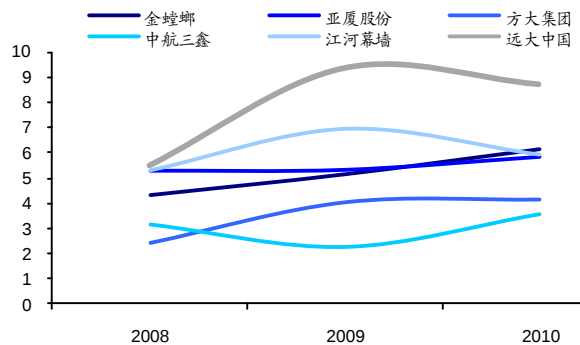
规模经济为公司带来的较为优秀的盈利水平。公司专注于高端市场，避开了低端市场的恶性价格竞争，而且国际市场的毛利水平也高于国内的水平。公司综合毛利率和今年 5 月在香港上市的幕墙龙头远大中国的毛利水平基本一致，而远高于在 A 股上市的国内同行，体现出较强的规模优势和盈利水平。

图 15 公司毛利远高于国内同行的幕墙业务（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

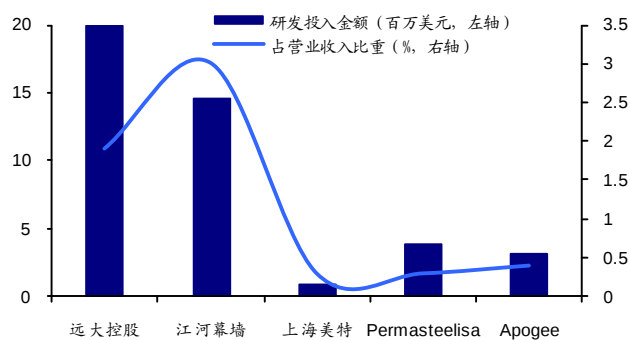
图 16 公司的净利率水平也很高（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

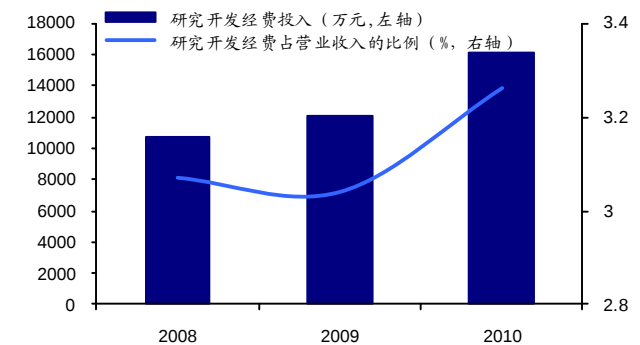
公司研发设计实力雄厚。公司的研发费用占营业收入比重在五家国内最大的幕墙企业中最高，2009 年为 3.04%，2010 年为 3.26%。公司核心技术主要分布在研发设计、生产制造和施工三个领域，其中关键技术主要分布在研发设计领域，目前公司拥有已授权发明专利 7 项、实用新型专利 45 项、外观专利 3 项，还有数十项专利正在申请审批流程中。

图 17 公司研发投入较高



资料来源：思纬咨询，招股说明书，海通证券研究所

图 18 研发费用逐年提升（%）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

公司承担了多项标志性建筑幕墙工程，积累了深厚的工程经验和品牌形象。已承建的工程中包括了二项“世界十大最强悍”工程、三项“世界十大建筑奇迹工程”、十几项地区“第一高楼”工程、六项“中国十大新地标综合体”工程等标志性建筑的幕墙工程。截至到 2010 年，公司承建的工程中已有 22 项被评为中国建筑最高荣誉鲁班奖，其中 2008 年一年就获得了 8 项鲁班奖（当年授予幕墙工程鲁班奖共 21 个）。

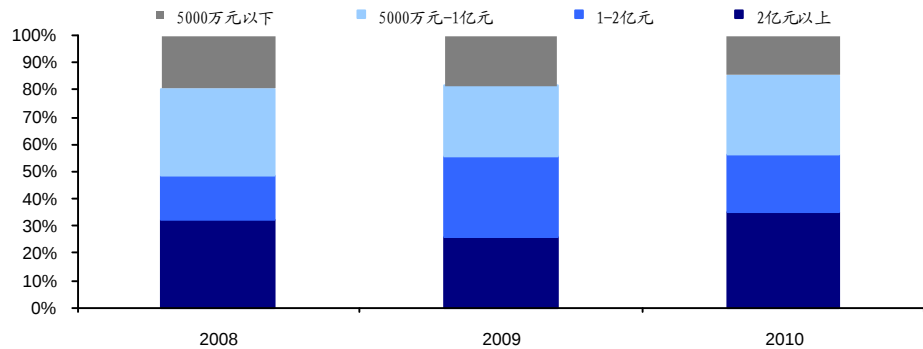
表 2 公司承接的标志性项目

城市	项目名称	面积 (m2)	中标时间	备注
北京	中央电视台新址	110000	2005 年 12 月	英国《泰晤士报》评为全球十大最强悍工程；美国《时代周刊》2007 年世界十大建筑奇迹
北京	首都机场 3 号航站楼	235583	2005 年 2 月	英国《泰晤士报》评为全球十大最强悍工程
北京	中国石油大厦	95833	2005 年 7 月	
北京	中国国贸三期	112000	2006 年 7 月	北京 CBD 的标志性建筑，目前北京第一高楼；被 2006 地标峰会评为中国十大新地标综合体
北京	中国国家博物馆	80500	2008 年 12 月	
天津	天津津塔（天津环球金融中心）	215000	2008 年 5 月	
郑州	郑州绿地广场	100000	2009 年 7 月	
大连	大连中心·裕景二期	62300	2010 年 9 月	建筑高度 383.05 米，项目最高建筑体建成后将成为大连市乃至北方第一高楼
上海	上海世博文化中心	61700	2009 年 1 月	上海世博演艺中心是世博会开幕式所在地最重要的场馆，2010 年上海世界博览会最重要的永久场馆之一
上海	上海平安金融大厦	109000	2008 年 6 月	
南京	南京金奥大厦	87000	2010 年 3 月	
广州	广州珠江城	100000	2009 年 5 月	被《华尔街日报》、《建筑杂志》誉为世界节能建筑的创新工程、引领世界新型设计潮流三大高塔之一
广州	广州太古汇广场	145000	2008 年 10 月	被 2006 地标峰会评为中国十大新地标综合体
广州	广州新客站	87213	2009 年 10 月	
广州	广州利通广场	70000	2009 年 11 月	
重庆	重庆天成大厦	38052	2010 年 1 月	
成都	成都明宇金融广场	42000	2010 年 6 月	
阿布扎比	阿布扎比 Gateway	260000	2009 年 8 月	
阿布扎比	阿布扎比金融中心	100000	2008 年 6 月	阿布扎比股票交易所，也是阿联酋继迪拜金融中心之后的第二大金融中心
迪拜	迪拜无限塔	79000	2008 年 1 月	
利雅得	沙特 CMATOWER	85000	2010 年 6 月	建筑高度 385 米，项目建成后将成为沙特第一高楼
多哈	卡塔尔巴瓦金融区	300000	2010 年 4 月	卡塔尔多哈西部海湾区的大型综合商业发展项目
科威特	科威特 TheAvenues	44582	2010 年 6 月	
澳门	澳门梦幻之城	250000	2007 年 11 月	全球建筑体量最大的工程之一；澳门标志性建筑之一
澳门	澳门银河娱乐度假酒店	75000	2006 年 8 月	
新加坡	新加坡金沙综合娱乐城	47696	2008 年 7 月	美国拉斯维加斯金沙集团投资的在新加坡乃至东南亚地区最具影响力的工程之一
新加坡	新加坡 CCRC	60000	2009 年 9 月	
吉隆坡	马来西亚 TheIntermark	50000	2010 年 7 月	
香港	香港理工大学创新塔	24000	2010 年 11 月	
多伦多	加拿大 OneBloor	46700	2011 年 1 月	建筑高度为 238.3 米，多伦多城市地标建筑

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

凭借强大品牌优势和优秀的过往业绩，以合同金额作为统计口径，公司承揽的项目一半以上都是1亿元以上规模以上的大合同，一方面盈利有保障，两方面也巩固了公司的龙头地位和市场影响力。

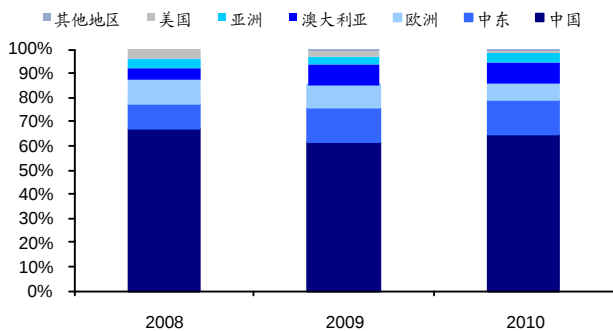
图 19 以合同额统计，2008-2010 年公司 1 亿元以上合同占比达到一半



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

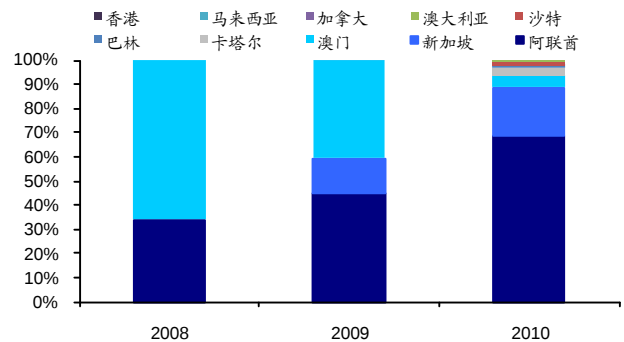
强大的跨区业务能力，快速渗透幕墙工程高速增长的国家地区。在承接海外工程的过程中，公司打破国内企业大多为外国企业打工的“OEM”模式，所有工程均按照“研发设计—生产制造—工程施工—技术服务”的标准化程序，为客户提供专家式的整体解决方案，实现了独立自主经营，这是江河幕墙在国际化发展中最为显著的特点。工业标准化的运营模式助力公司突破规模扩张所带来的管理瓶颈，公司具备了实现全球化的快速复制能力，这是公司业务迅速发展、承揽海外项目能力较强的主要原因。2008 年至 2010 年公司的海外业务全面开花，成功从两个地区拓展到 10 多个国家和地区，为将来进一步业务渗透打下了坚实的基础。相比于远大中国相对稳定的区域结构，公司海外业务近一两年在新地区和国家的增长可以期待。

图 20 远大中国收入区域结构



资料来源：远大中国招股说明书，海通证券研究所

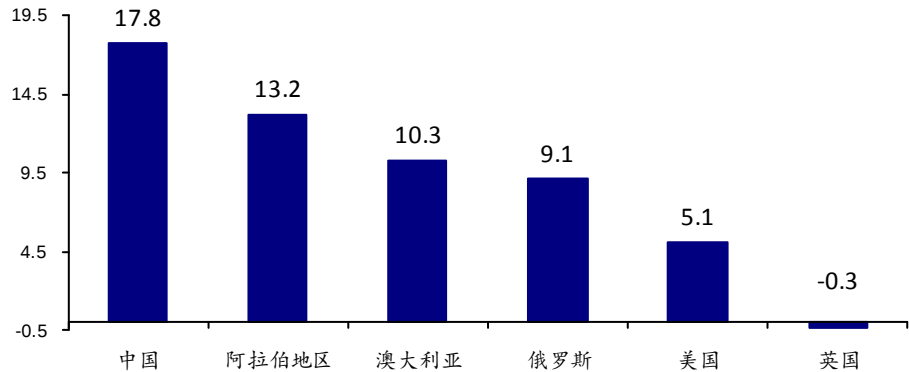
图 21 2010 年公司海外业务成功拓展到多个国家和地区



资料来源：公司公告，海通证券研究所

思纬咨询预计，在未来三年，中国和阿拉伯地区幕墙行业的 CAGR 分别为 21%和 16%，远高于世界的平均水平 9.5%；而欧美地区的行业增速远低于全球平均水平。公司在高速增长的地区业务占比较高，在 2010 年阿拉伯地区收入占海外业务近 70%。

图 22 各国家地区未来三年幕墙行业 CAGR（%）

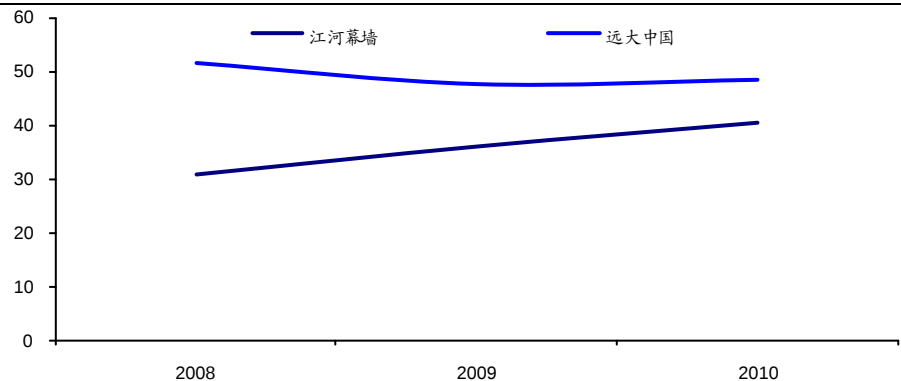


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

5. 资金周转效率高于同行

总体来说，由于工程竞标程序、结算支付时滞等原因，绝大部分情况下施工方都需要垫付资金，实际项目中垫付资金的大小主要取决于业主的结算速度，也即进度款回款速度。公司的应收账款的收入占比近年来呈现上升趋势，但仍低于远大中国，体现公司相对较高的资金周转效率。

图 23 2008-2010 年 江河幕墙 V.S. 远大中国：应收账款/营业收入（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 募投项目提升幕墙工程产业化水平

公司计划募集资金近 12 亿元，投入北京总部基地项目和北京总部基地扩建及光伏幕墙项目，均为建筑幕墙产业基地建设项目。募投项目达产后，将形成 240 万平方米各种幕墙的产能，其中单元式幕墙 90 万平方米（含出口 40 万平方米）、构建式幕墙 150 万平方米（含构件式光伏幕墙 10 万平方米）。

北京总部基地项目公司于 2007 年开始建设该项目，截至 2010 年末利用自筹资金投入 22,553 万元，并形成部分产能。由于该项目部分建设内容的变更，公司对该项目实施计划进行调整，部分建设投资计划顺延到以后年度实施，整个项目建设期为 4 年，固定资产投资在项目建设期全部投入。北京基地扩建和光伏幕墙项目目前尚未动工，计划工期两年。

表 3 公司募集资金计划投向（百万元）

项目名称	项目投资总额	募集资金投资	固定资产	流动资金	募集资金投入		
					第一年	第二年	第三年
北京总部基地项目	774.99	549.46	131.76	417.71	278.99	186.70	83.78
北京总部基地扩建及光伏幕墙项目	648.99	648.99	261.54	387.46	256.14	238.93	153.92
合计	1423.99	1198.46	393.29	805.17	535.13	425.63	237.70

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

7. 建议询价区间为 15.99-18.77 元

基于对公司的订单、资金情况和行业需求情况的判断，我们给出以下业务预测：

表 4 分项业务假设

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	3745.61	4187.25	5181.04	6415.70	7956.83	9715.89
中国大陆	2972.84	3294.28	3196.51	3835.81	4602.97	5523.57
海外(包括中国港澳)	772.77	892.97	1984.53	2579.89	3353.86	4192.32
YOY(%)						
合计		11.79	23.73	23.83	24.02	22.11
中国大陆		10.81	-2.97	20.00	20.00	20.00
海外(包括中国港澳)		15.55	122.24	30.00	30.00	25.00
综合毛利（%）	19.93	21.77	22.99	22.24	22.59	22.34
中国大陆(%)	16.06	17.87	15.75	15.00	15.00	15.00
海外(包括中国港澳)(%)	34.80	36.15	34.63	33.00	33.00	32.00
订单	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
承接合同（百万）	5981.29	4485.46	8533.33			
中国大陆	4417.76	2751.59	4677.61			
海外	1563.53	1733.87	3855.72			
YOY（%）		-25.01	90.24			
中国大陆		-37.72	70.00			
海外		10.89	122.38			

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

我们预测公司 2011-2013 年摊薄后的 EPS 为 0.77 元、1.16 元和 1.46 元，给予公司 2011 年 23-27 倍 PE，对应价格为 16.76-20.85 元。考虑到二级市场 10% 的收益，**建议询价区间为 15.99-18.77 元**，对应 2011 年和 2012 年 PE 分别为 20.7-24.3、13.75-16.15 倍。

8. 风险提示

1. 过度依赖于建筑业风险。
2. 应收账款收回风险。
3. 汇率波动风险。
4. 订单推延或取消风险。

报表分析和预测

利润表	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5182.17	6417.10	7958.57	9718.01
营业成本	3992.48	4990.06	6160.96	7547.46
营业税金及附加	46.06	64.17	75.61	92.32
营业税率	0.89	1.00	0.95	0.95
销售费用	171.94	205.35	238.76	281.82
销售费用率	3.32	3.20	3.00	2.90
管理费用	504.56	596.79	684.44	787.16
管理费用率	9.74	9.30	8.60	8.10
财务费用	34.19	-19.03	-37.22	-27.27
财务费用率	0.66	-0.30	-0.47	-0.28
期间费用率	13.71	12.20	11.13	10.72
资产减值损失	78.49	67.95	65.69	68.71
投资收益	4.15	0.00	0.00	0.00
营业利润	358.61	511.82	770.34	967.81
营业外收入	8.31	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	363.66	511.82	770.34	967.81
所得税	57.23	79.33	119.40	150.01
所得税率	15.74	15.50	15.50	15.50
少数股东损益	-2.74	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东的净利润	309.17	432.49	650.94	817.80
EPS（元）	0.55	0.77	1.16	1.46
盈利能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	22.99	22.24	22.59	22.34
EBITDA Margin	9.62	9.36	10.65	10.96
EBIT Margin	9.01	8.74	10.04	10.39
营业利润率	6.92	7.98	9.68	9.96
净利率	5.97	6.74	8.18	8.42
ROA	6.80	6.80	7.84	8.35
ROE	20.24	15.36	15.23	16.33
盈利增长（%）	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入增长率	23.70	23.83	24.02	22.11
主营利润增长率	30.51	19.95	25.97	20.75
EBITDA 增长率	19.43	20.53	41.07	25.68
EBIT 增长率	19.58	20.04	42.46	26.34
净利润增长率	6.07	39.89	50.51	25.63
偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
资产负债率(%)	67.24	47.94	48.98	48.77
流动比率	1.30	1.86	1.82	1.85
速动比率	0.99	1.48	1.41	1.41
现金比率	0.31	0.68	0.63	0.63
经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	124.64	129.82	125.51	120.52
存货周转天数	90.94	88.21	93.40	96.61
总资产周转率	1.14	1.01	0.96	0.99

资料来源：公司公告，海通证券研究所

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1063.88	2449.96	2739.95	3225.65
存货	1069.25	1376.26	1820.56	2230.27
应收账款	2086.96	2541.17	3008.34	3498.48
其他流动资产	215.43	323.11	400.93	490.87
流动资产	4435.52	6690.50	7969.78	9445.28
流动资产占比	0.86	0.88	0.88	0.89
固定资产	376.52	474.04	629.50	747.85
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	203.95	199.95	195.95	191.95
其他非流动资产	116.05	220.04	218.84	188.89
非流动资产	696.52	894.04	1044.30	1128.69
非流动资产占比	0.14	0.12	0.12	0.11
资产总计	5132.04	7584.53	9014.08	10573.97
短期借款	528.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1394.05	1696.62	2033.12	2264.24
其他流动负债	1487.80	1898.88	2340.99	2851.96
流动负债	3409.85	3595.50	4374.11	5116.20
流动负债占比	0.99	0.99	0.99	0.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	40.72	40.65	40.65	40.65
非流动性负债	40.72	40.65	40.65	40.65
非流动负债占比	0.01	0.01	0.01	0.01
负债合计	3450.57	3636.15	4414.76	5156.85
股本	450.00	560.00	560.00	560.00
资本公积	361.09	2083.69	2083.69	2083.69
留存收益	873.17	1305.66	1956.60	2774.40
少数股东权益	-0.97	-0.97	-0.97	-0.97
股东权益合计	1681.47	3948.38	4599.32	5417.12
负债股东权益总计	5132.04	7584.53	9014.08	10573.97
现金流量表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	309.17	432.49	650.94	817.80
折旧摊销	31.26	39.97	48.58	55.76
营运资金变动	-173.68	-223.27	-276.37	-316.41
其他	90.54	36.74	14.47	27.44
经营活动现金流	257.29	285.93	437.61	584.59
资本支出	-125.57	-223.48	-184.84	-126.15
投资收益	5.76	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-119.81	-223.48	-184.84	-126.15
债务变化	167.76	-508.97	37.22	27.27
股票发行	0.17	1832.60	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	167.92	1323.63	37.22	27.27
现金净流量	305.40	1386.08	289.99	485.70
每股经营性现金流	0.57	0.51	0.78	1.04

信息披露

分析师声明

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中铁二局、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、广田股份。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。