

投资评级: 增持

当前价格: 27.84 元

目标价格: 30 元

目标期限: 6 个月

市场数据

总股本(百万股)	560
A 股股本(百万股)	88
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	15.71%
12 个月最高/最低(元)	29.3/24.62
第一大股东	江河源工贸
第一大股东持股比例	28.18%
上证综指/沪深 300	2576/2852

注: 2011 年 8 月 29 日数据

分析师:

许雯

xw3315@xcsc.com

执业证书编号:

S0500511050001

联系人:

黄顺卿

(8621) 68634510-8078

hsq3332@xcsc.com

新增订单 53 亿 国内业务潜力巨大

——江河幕墙中报点评

投资要点:
□ 营业收入增长 18.37%，净利润增长 18.46%

公司上半年实现营业收入 24.07 亿元，同比增长 18.37%；实现利润总额 1.62 亿元，同比增长 19.37%；归属母公司净利润 1.39 亿元，同比增长 18.46%；上半年实现每股收益（摊薄后）0.31 元。

□ 国内业务增长快于海外业务，毛利率下降 5.07 个百分点

公司加快开拓国内二、三线城市，市场重心逐步下移，上半年在一些二、三线城市设立分公司，向全国范围铺开国内业务潜力将非常巨大。海外市场在巩固原有优势市场的同时新开拓印尼、马来、澳大利亚、智利、印度等市场。国内业务上半年增长 25.92%，海外业务增长 5.78%，国内业务增长速度较快。国内业务毛利率水平一般在 15%-18% 之间，海外保持在 34%-37% 之间，由于国内业务毛利水平低于海外业务并且国内业务增速快于国外，在营业成本上升的共同影响下使得上半年毛利率被拉低，同比下滑 5.07 个百分点至 22.73%。

□ 上半年订单增长 53 亿元，全年有望持有订单达到 200 亿

报告期内公司上半年承接订单 53 亿元左右，同比增加 32%，公司年初持有订单约 80 亿左右，下半年预计可以再新接 60 亿左右订单，加上上半年承接数目全年持有订单数额约 200 亿。报告期成功中标上海中心内幕墙、厦门海峡交流中心二期、新加坡国家艺术馆等国内外地标项目。在建的广州利通中心、新加坡 CCRC、迪拜无限塔等重点项目进展顺利，预计全年收入有望达到 35% 左右的增速。

□ 估值和投资建议

我们预计 2011-2013 年发行后摊薄的 EPS 分别为 0.74、1.16、1.9 元，对应目前最新的收盘价的市盈率分别为 37.62、24、14.65 倍，公司幕墙工程周期一般在 24 个月之内，持有订单可以影响其后 2 年内的收入情况，在订单稳定增长的情况下收入增长相对确定，鉴于此我们给予公司“增持”评级。

□ 风险提示

应收账款坏账风险、原材料波动风险、国外政治风险、汇率风险

财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5182.17	6995.93	10493.90	16790.24
增长率(%)	23.70%	35.00%	50.00%	60.00%
归属母公司股东净利润	309.17	413.78	652.26	1065.22
增长率(%)	6.07%	33.84%	57.63%	63.31%
每股收益(EPS)	0.55	0.74	1.16	1.90
每股经营现金流	0.614	0.881	0.457	1.084
销售毛利率	22.96%	21.54%	21.54%	21.54%

附录(单位: 百万元)

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3746.54	4189.18	5182.17	6995.93	10493.90	16790.24
减: 营业成本	3000.49	3277.65	3992.48	5488.79	8233.18	13173.09
营业税金及附加	35.27	43.19	46.06	62.18	93.27	149.23
营业费用	122.49	130.95	171.94	232.12	348.18	557.09
管理费用	309.16	346.74	504.56	681.15	1021.73	1634.77
财务费用	14.70	32.91	34.19	4.96	-10.60	-19.38
资产减值损失	30.25	62.49	78.49	57.07	57.07	57.07
加: 投资收益	0.00	0.12	3.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.34	-0.79	0.79	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	233.85	294.59	358.61	469.66	751.07	1238.37
加: 其他非经营损益	5.62	41.97	5.05	18.60	18.60	18.60
利润总额	239.47	336.57	363.66	488.26	769.67	1256.98
减: 所得税	41.64	45.32	57.23	73.24	115.45	188.55
净利润	197.84	291.25	306.42	415.02	654.22	1068.43
减: 少数股东损益	1.63	-0.23	-2.74	1.25	1.96	3.21
归属母公司股东净利润	196.20	291.47	309.17	413.78	652.26	1065.22
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	403.05	642.17	1027.56	919.80	1164.78	1700.52
应收和预付款项	1254.49	1708.13	2302.00	2884.32	4895.16	7552.00
存货	804.47	947.78	1069.25	1782.12	2494.94	4348.36
其他流动资产	0.25	0.00	0.39	0.39	0.39	0.39
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.89	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	354.87	374.95	443.07	333.09	223.11	113.13
无形资产和开发支出	99.65	208.44	203.95	181.92	159.88	137.84
其他非流动资产	0.00	0.00	2.67	1.33	0.00	0.00
资产总计	2917.67	3881.47	5048.89	6102.97	8938.26	13852.25
短期借款	142.00	242.00	528.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1805.24	2194.12	2782.72	3949.77	6130.85	9976.40
长期借款	90.00	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	5.99	30.29	56.71	56.71	56.71	56.71
负债合计	2043.24	2506.41	3367.43	4006.48	6187.55	10033.11
股本	424.97	450.00	450.00	450.00	450.00	450.00
资本公积	176.10	360.92	361.09	361.09	361.09	361.09
留存收益	270.59	562.21	871.35	1285.13	1937.38	3002.61
归属母公司股东权益	871.66	1373.13	1682.44	2096.22	2748.47	3813.70
少数股东权益	2.77	1.92	-0.97	0.27	2.23	5.44
股东权益合计	874.43	1375.06	1681.47	2096.49	2750.71	3819.14
负债和股东权益合计	2917.67	3881.47	5048.89	6102.97	8938.26	13852.25
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E

经营性现金净流量	43.60	207.71	276.31	396.54	205.72	487.69
投资性现金净流量	-240.34	-146.87	-119.81	15.81	15.81	15.81
筹资性现金净流量	211.91	187.30	167.92	-520.11	23.45	32.23
现金流量净额	13.43	247.65	324.39	-107.76	244.99	535.74
财务分析和估值指标汇总						
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收益率						
毛利率	19.91%	21.76%	22.96%	21.54%	21.54%	21.54%
三费/销售收入	11.91%	12.19%	13.71%	13.13%	12.95%	12.94%
EBIT/销售收入	6.76%	8.37%	7.31%	6.87%	7.11%	7.29%
EBITDA/销售收入	7.34%	9.10%	8.05%	7.96%	7.84%	7.74%
销售净利率	5.28%	6.95%	5.91%	5.93%	6.23%	6.36%
资产获利率						
ROE	22.51%	21.23%	18.38%	19.74%	23.73%	27.93%
ROA	8.68%	9.04%	7.50%	7.87%	8.35%	8.84%
ROIC	#DIV/0!	36.25%	29.71%	31.81%	49.61%	60.63%
增长率						
销售收入增长率	0.00%	11.81%	23.70%	35.00%	50.00%	60.00%
EBIT 增长率	0.00%	38.51%	7.98%	26.81%	55.34%	64.13%
EBITDA 增长率	0.00%	38.70%	9.37%	33.47%	47.76%	58.02%
净利润增长率	0.00%	47.22%	5.21%	35.44%	57.63%	63.31%
总资产增长率	0.00%	33.03%	30.08%	20.88%	46.46%	54.98%
股东权益增长率	0.00%	57.53%	22.53%	24.59%	31.12%	38.76%
经营营运资本增长率	0.00%	72.97%	23.24%	23.56%	75.30%	54.12%
资本结构						
资产负债率	70.03%	64.57%	66.70%	65.65%	69.23%	72.43%
投资资本/总资产	25.38%	27.25%	24.44%	20.43%	18.92%	16.51%
带息债务/总负债	11.35%	11.25%	15.68%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.26	1.35	1.32	1.41	1.39	1.36
速动比率	0.85	0.96	1.00	0.96	0.99	0.93
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	1.28	1.08	1.03	1.15	1.17	1.21
固定资产周转率	12.56	11.87	13.76	21.00	47.04	148.42
应收账款周转率	3.25	2.79	2.48	2.75	2.38	2.50
存货周转率	3.73	3.46	3.73	3.08	3.30	3.03

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。