

证券研究报告

建筑工程

强烈推荐 (首次)

证券分析师

徐炜

建筑和建材行业分析师

S1060110030233

22627752

xuwei850@pingan.com.cn

江河幕墙 (601886)

订单增速预示明年业绩高增长

事项:

江河幕墙 10 月 12 日发布重大工程中标公告, 公司收到总包方 ARABTEC CONSTRUCTION & COMBINED GROUP CONTRACTING CO. JOINT VENTURE (以下简称 Arabtec) 发来的中标通知书, 科威特大学艺术和教育学院幕墙工程由公司中标。该工程中标金额折合人民币约 3.03 亿元, 工期预计 2 年左右。

平安观点:

■ 进入订单旺季, 全年新签订单有望达到 120 亿, 预计同比增长 40%

国内幕墙工程招投标的旺季一般在春节后和元旦前, 国外工程招投标的季节性不明显, 总体看下半年多于上半年。按公司半年报, 上半年公司新承接订单 53 亿左右, 我们由此推测公司前三季度新签订单 80~85 亿元, 而由于季节性原因, 四季度新增订单将明显增加, 全年新增订单有望达到 120 亿, 同比增长 40%。

建筑幕墙企业的经营活动具有一定的季节性, 并体现为不同的地区差异, 主要原因为: 1) 由于幕墙工程是室外、临边、高空施工作业, 受严冬、冰雪、飓风、高温等气候影响较大; 2) 国内及部分海外地区的传统长假对施工影响很大, 如中国春节前后近 1 个月完成工程量通常较少; 3) 根据国内惯例, 幕墙企业通常上半年资金净投入量较大, 而 12 月及春节前工程结算回款量较大, 从而对现金流带来一定影响。2008 年度、2009 年度及 2010 年度, 公司各年第四季度主营业务收入占全年比重分别为 33.96%、32.92%及 35.13%。

■ 订单周期长, 明年收入增长确定性强

幕墙工程的工期较长, 公司自获得订单到确认全部收入的周期一般为 1~2 年。根据招股书披露, 公司 2009 年、2010 年的新增订单分别为 45 亿元、85 亿元, 由此, 我们预计 2010 年、2011 年的订单增速分别为 90%、40%。根据幕墙企业一般确认收入的周期, 我们判断公司明后年的收入增速可超过 50%, 将远快于 2010 年全年的 24%和今年上半年的 18%。

总体看公司业绩主要依靠订单驱动, 明年收入增长的确定性强。但是收入确认还受到施工进度的影响, 如果业主因资金短缺而放缓施工进度, 将影响公司业绩。

■ 上市融资增强订单能力, 预计明年新签订单增长 30%

工程企业的资金实力部分决定订单能力, 原因是进度款并不足额支付, 施工方需要对原材料、人工等直接费用进行垫付。公司上市后资金实力大大增强, 也解开了过

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

去几年一直困扰管理层的如何取得“订单增长”与“经营现金流”平衡的问题。我们认为，公司作为无可争议的国内甚至国际行业龙头，技术、生产和施工能力无可置疑，上市融资后订单能力得到进一步增强，**明年新签订单有望达到 160 亿~180 亿，同比增长 30%~50%。**

除了本次中标的中东地区外，公司已开始推进重庆、成都、西安、郑州、太原、石家庄、武汉、长沙、合肥、南昌、昆明、厦门、海口、鄂尔多斯、天津、大连、济南、青岛、宁波、杭州等二三线城市的市场拓展，并已自 2009 年开始形成收入。国内新市场区域将成为中国大陆市场新的收入增长点。

■ 幕墙行业将成为“十二五”装饰行业中增速最快的领域，CAGR>20%

2006 年至 2010 年，国内幕墙业产值年均增速超过 30%，显著超过同期建筑业总产值年均增速的 23%。我们认为，未来 5 年，国内幕墙行业增长应快于建筑业和建筑装饰业的平均增速，这一情况可能将持续到城市化后期。主要原因是：（1）**较多采用幕墙工程的公共建筑和商业楼宇的开发比例将逐步提高。**（2）**幕墙工程造价提高明显。**（3）**高端住宅“幕墙化”趋势开始显现。**随着工程造价占房价的比例不断下降，一线城市许多高端住宅项目采用了幕墙结构，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，采用幕墙作为外围护结构将成为趋势。

■ 首次关注，给予“强烈推荐”的投资评级

我们预测公司 2011 年、2012 年的 EPS 分别为 0.71 元、1.13 元，净利润同比增速分别达到 29%、59%。我们认为，尽管幕墙行业整体高速增长的故事仍需时间检验，但公司今年的订单增速已经明确预示了明年业绩的高增长，估值上可参考 2010 年装饰板块刚启动时的动态 PE。我们考虑目前市场情况，认为给予公司 2012 年动态 PE 为 25 倍的估值较为合理，目标价 28 元，较 10 月 12 日收盘价有 40% 的上涨空间，首次关注、给予“强烈推荐”的投资评级。

■ 风险提示：应收账款质量下降，坏账增加；宏观经济出现恶化，行业整体增速放缓。

附：Arabtec 公司简介

Arabtec 是阿联酋市场份额最大的施工企业，2004 年于迪拜金融交易所上市，迄今为止仍为该交易所唯一一家上市工程公司。公司曾多次获得阿联酋和海湾地区最佳工程承包商大奖，业绩工程包括迪拜塔（828 米、世界最高楼）、迪拜国际机场等多项世界级建筑。

图表1 公司承接的工程一般施工周期为1~2年

项目名称	合同金额(人民币)	合同工期(月)	开工时间	预计(或实际)完工时间
ADFC	66,863.59	22	2009年7月	2011年4月
Barwa Financial District	51,511.15	34	2010年8月	2013年5月
Capital Market Authority Headquarter	50,521.95	20	2011年6月	2013年1月
广州太古汇	35,162.19	31	2008年12月	2011年6月
ADNOC	30,533.61	22	2011年4月	2013年1月
ALMUNEERA	28,351.30	24	2009年7月	2011年6月
中国平安金融大厦	26,844.16	32	2008年6月	2011年1月
南山酒店	26,355.00	19	2011年1月	2012年7月
CCRC	24,623.00	15	2010年10月	2011年12月
天津津塔	24,577.58	34	2008年5月	2011年2月

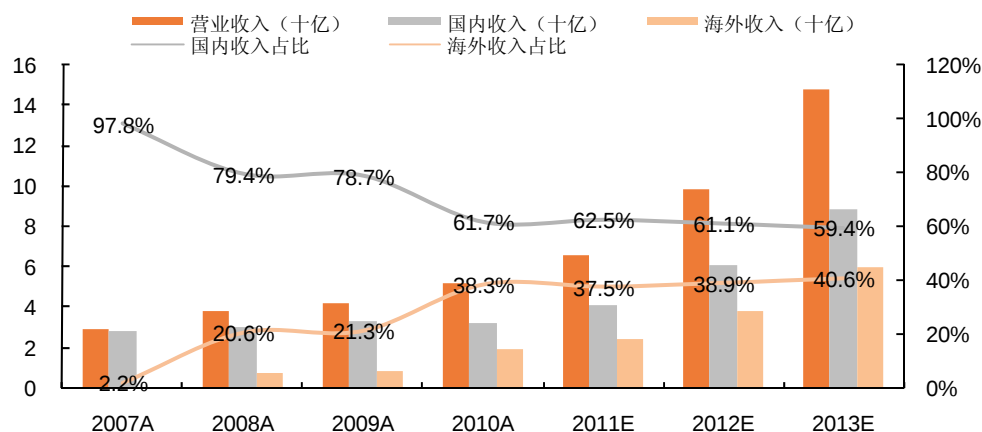
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表2 2009年公司排名全球第5

排名	幕墙企业	总部地点
1	Permasteelisa S.p.A	意大利
2	沈阳远大	中国
3	Schüco International KG	德国
4	Apogee Enterprises Inc	美国
5	江河幕墙	中国

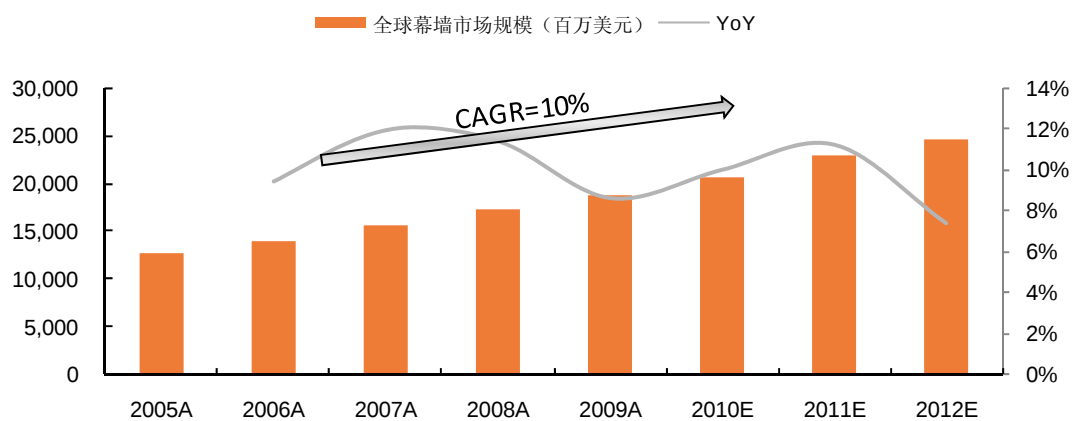
资料来源：公开资料，平安证券研究所

图表3 近年公司海外业务占比显著提高



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表4 预计全球幕墙市场未来3年将保持10%的年均增速



资料来源：21世纪幕墙网，平安证券研究所

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	3342	4436	7236	9177
现金	686	1064	3014	2783
应收账款	1501	2087	2640	3999
其他应收款	122	138	171	259
预付账款	83	75	91	138
存货	948	1069	1315	1993
其他流动资产	2	2	4	5
非流动资产	616	697	1225	1629
长期投资	0	0	0	0
固定资产	353	377	853	1227
无形资产	208	204	211	218
其他非流动资产	54	116	160	184
资产总计	3957	5132	8461	10807
流动负债	2508	3410	4199	5941
短期借款	242	528	700	700
应付账款	1200	1394	1705	2583
其他流动负债	1066	1488	1794	2657
非流动负债	74	41	92	143
长期借款	40	0	50	100
其他非流动负债	34	41	42	43
负债合计	2582	3451	4292	6084
少数股东权益	2	-1	-1	-1
股本	450	450	560	560
资本公积	361	361	2341	2341
留存收益	564	873	1271	1825
归属母公司股东权益	1373	1682	4170	4724
负债和股东权益	3957	5132	8461	10807

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	189	257	235	300
净利润	291	306	398	633
折旧摊销	0	0	35	58
财务费用	33	34	36	41
投资损失	0	-3	0	0
营运资金变动	0	0	-155	-433
其他经营现金流	-135	-80	-79	0
投资活动现金流	-147	-120	-560	-460
资本支出	151	126	550	450
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	4	6	-10	-10
筹资活动现金流	187	168	2276	-71
短期借款	100	286	172	0
长期借款	-50	-40	50	50
普通股增加	25	0	110	0
资本公积增加	185	0	1980	0
其他筹资现金流	-73	-78	-36	-121
现金净增加额	229	305	1950	-231

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	4189	5182	6339	9604
营业成本	3278	3992	4884	7399
营业税金及附加	43	46	60	92
营业费用	131	172	210	312
管理费用	347	505	577	864
财务费用	33	34	36	41
资产减值损失	62	78	100	149
公允价值变动收益	-1	1	0	0
投资净收益	0	3	0	0
营业利润	295	359	472	745
营业外收入	50	8	0	0
营业外支出	8	3	0	0
利润总额	337	364	472	745
所得税	45	57	74	112
净利润	291	306	398	633
少数股东损益	0	-3	0	0
归属母公司净利润	291	309	398	633
EBITDA	327	393	543	845
EPS	0.65	0.69	0.71	1.13

主要财务比率				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	11.8%	23.7%	22.3%	51.5%
营业利润	26.0%	21.7%	31.6%	57.9%
归属于母公司净利润	48.6%	6.1%	28.7%	59.2%
获利能力				
毛利率(%)	21.8%	23.0%	23.0%	23.0%
净利率(%)	7.0%	6.0%	6.3%	6.6%
ROE(%)	21.2%	18.4%	9.5%	13.4%
ROIC(%)	29.2%	28.5%	22.3%	24.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	65.3%	67.2%	50.7%	56.3%
净负债比率(%)	10.9%	15.9%	17.9%	13.5%
流动比率	1.33	1.30	1.72	1.54
速动比率	0.95	0.99	1.41	1.21
营运能力				
总资产周转率	1.21	1.14	0.93	1.00
应收账款周转率	2.75	2.71	2.64	2.89
应付账款周转率	3.14	3.08	3.15	3.45
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.55	0.71	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.46	0.42	0.54
每股净资产(最新摊薄)	2.45	3.00	7.45	8.44
估值比率				
P/E	38.8	36.6	28.4	17.8
P/B	8.2	6.7	2.7	2.4
EV/EBITDA	33	27	20	13

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338