



建筑工程业

2011.08.26

幕墙行业景气高涨，龙头公司成长可期

评级:

增持

上次评级:

增持

细分行业评级

土木工程建筑业	增持
装修装饰业	增持
其他建筑业	



韩其成

王丽妍



021-38676162

021-38674623



hanqicheng@gtjas.com

wangliyan008084@gtjas.com

编号

S0880511010022

S0880511080002

本报告导读:

幕墙行业受益于城市化进程，地标性建筑增加、国际酒店新开店规划数以及高层写字楼需求的持续增长，给幕墙行业带来快速增长。推荐江河幕墙和嘉寓股份。

摘要:

- 建筑幕墙主要用于高层建筑、大跨度公共建筑、建筑物采光顶、异型建筑等建筑物，具有外围护和装饰功能。相比砖墙，幕墙质轻，大大减轻楼宇重量，《高层建筑混凝土结构技术规范》明确指出 150 米以上的高层建筑外墙宜采用各类建筑幕墙。隔音、隔热、环保效果好。无湿作业，便于施工。可工厂化制造，缩短工期，节约成本。
- 国内幕墙行业发展迅速。从 2001 年到 2010 年年复合增长率 20.07%。同时节能政策为幕墙行业的发展提供了契机。《建设事业“十一五”重点推广技术领域》明确要求重点推广“建筑门窗、建筑幕墙保温隔热技术”。《中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要》指出：到 2015 年建筑幕墙行业产值要达到 4,000 亿元，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。
- 幕墙行业需求近几年将快速增长：随着城市化进程推进，大规模城市数量增加，区域地标性建筑和文体中心等公共建筑需求增加。国际酒店巨头 10-16 年中国规划新开酒店数超过 90。跨国公司增多和国内企业追求高品质写字楼，写字楼需求旺盛。北京、沈阳、上海、武汉等地的写字楼空置率下降到 10% 以下。另外，海外市场方面，正在城市化进程中的中东和亚太将是幕墙需求增长最快的地区，已经走出国门的幕墙龙头门受益于该地经济复苏。
- 国内幕墙市场现在同时拥有一级幕墙施工、甲级幕墙设计资质两种资质的企业有 122 家。市场集中度逐渐提高，幕墙 50 强产值占幕墙行业总产值比例由 2005 年的 43% 提高到 2008 年的 54%。行业竞争壁垒较高，全国标志性、区域重点项目绝大部分被幕墙 50 强企业承包。
- 上市公司中做幕墙的企业有江河幕墙、嘉寓股份、中航三鑫、金螳螂、亚厦股份。江河幕墙规模最大，技术最强，国际化程度高，承接项目最为高端，是行业龙头。公司受益于国内和中东城市化进程，2010 年订单增速 90%，在手订单充足，业绩将爆发式增长。嘉寓股份以节能门窗和节能幕墙为主业，毛利率和净利率行业内最高。今年下半年公司 IPO 募投项目达产，产能翻番；明年超募资金投项达产，产能再增长。区域拓展顺利，上半年新签订单翻番。股权激励机制到位，今明两年成长可期。亚厦股份和金螳螂主营业务仍以装饰为主，酒店在建项目数今年又创新高，同时以地铁、铁路建设为主的其他类公装细分市场在 2011 年也呈现出趋势向上的态势，两公司装饰业务订单饱满，业绩将持续高速增长。亚厦股份在浙江已开始做住宅幕墙，并有项目经验和技术优势，未来住宅幕墙推广后公司幕墙业务将得到快速发展。推荐江河幕墙、嘉寓股份、亚厦股份和金螳螂。

相关报告

钢结构：《建筑十二五出台，利好钢结构行业》

2011.08.19

建筑工程业：《对外完成营业额将持续高速增长》

2011.08.15

钢结构：《增长趋势明确，相对估值优势已展现》

2011.08.09

装修装饰业：《装饰园林景气向好，业绩印证成长无忧》

2011.07.28

建筑工程业：《反弹中看小盘建筑建材股》

2011.07.22

目 录

1 幕墙简介.....	6
1.1. 幕墙概念.....	6
1.2. 幕墙优势.....	6
1.3. 幕墙分类.....	7
1.3.1. 按施工方式分.....	7
1.3.2. 按面板材料分.....	7
2.幕墙市场容量.....	8
2.1. 幕墙的国外应用.....	8
2.2. 国内现状.....	8
2.2.1. 国内幕墙业发展迅速.....	8
2.2.2. 幕墙下游分类：商业地产占比高.....	9
2.3. 商业地产发展.....	10
2.3.1. 跨国公司和国内公司增加办公楼需求.....	10
2.3.2. 城市化和消费升级提高高星级酒店需求.....	12
2.4. 公共建筑发展.....	13
2.4.1. 城市化要求公共建筑建设持续增长.....	13
2.5. 幕墙的建筑节能特性得到国家政策大力支持.....	14
2.6. 发展趋势.....	15
2.6.1. 节能幕墙.....	15
2.6.2. 光伏幕墙开始盛行.....	16
2.6.3. 高端住宅开始采用幕墙.....	16
2.6.4. 国内幕墙企业进军海外.....	17
3 幕墙行业参与者.....	18
3.1. 产业链.....	18
3.2. 进入壁垒较高.....	19
3.3. 竞争环境.....	20
4 相关上市公司.....	21
4.1. 江河幕墙.....	21
4.1.1. 公司规模较大，海外收入增长迅速.....	21
4.1.2. 江河技术优势和项目经验优势明显.....	22
4.1.3. 江河业务模式创新.....	24
4.2. 中航三鑫.....	25
4.2.1. 幕墙业务仍是公司目前主要收入利润来源.....	25
4.2.2. 幕墙业务处国内领先水平，具有全产业链.....	25
4.2.3. 向特玻业龙头转型.....	26
4.3. 亚厦股份.....	26
4.3.1. 装饰业务将保持延续高速增长.....	26
4.3.2. 幕墙业务：稳定增长，内外装协同发展.....	28
4.4. 金螳螂.....	29
4.4.1. 酒店业务创新高带来盈利高支持，住宅精装长远发展可期待.....	29
4.4.2. 幕墙业务起点较晚，但成长能力与盈利性极佳.....	31
4.5. 嘉寓股份.....	32
4.6. 五公司幕墙业务比较.....	33
4.6.1. 江河幕墙是幕墙高端工程龙头.....	33

4.6.2.	国际化程度高	34
4.6.3.	毛利率嘉寓股份最高	35
4.6.4.	净利率嘉寓股份最高	35
4.6.5.	现金流	36
4.6.6.	营运能力	37
4.6.7.	总结	37
5	行业风险	38
5.1.	经济增长放缓风险	38
5.2.	海外局势不稳风险	38
5.3.	原材料价格风险	38
5.4.	应收帐款回收风险	38
	江河幕墙（601886.SH）：走向世界的高端建筑幕墙业龙头（谨慎增持）	40
	嘉寓股份（300117.SZ）：节能门窗和幕墙业的领先者（谨慎增持）	42

图标目录

图 1:	北京国际金融城	6
图 2:	卡塔尔 AL-Faisal tower	6
图 3:	全球幕墙业产值	8
图 4:	全球幕墙业下游分类	8
图 5:	国内幕墙产量	9
图 6:	国内幕墙业产值	9
图 7:	2009 年幕墙下游商业地产占比最大	10
图 8:	公共设施占比逐年增大	10
图 9:	我国城市化建设进程	10
图 10:	2009 年 GDP 超千亿城市数目（个）	10
图 11:	办公楼完成投资额增速快	11
图 12:	商业营业用房完成投资额增速快	11
图 13:	商业用地交易价格依然维持高位	11
图 14:	办公用房租价格仍现上升趋势	11
图 15:	北京、上海写字楼空置率在 10% 左右	12
图 16:	武汉、沈阳写字楼空置率在 10% 以下	12
图 17:	09.9-10.8，五星级酒店开业数量最高	13
图 18:	高星级酒店出租率高出低星级很多	13
图 19:	文体中心的数量不断增长	14
图 20:	公共图书馆数量同美国、日本的对比	14
图 21:	2009-2020 年各地建筑产值复合增速	17
图 22:	阿联酋幕墙行业增速预测	17
图 23:	营业收入持续增长	21
图 24:	净利润持续增长	21
图 25:	海外业务增长较快	22
图 26:	海外业务中阿联酋和新加坡占比大	22
图 27:	营业收入持续增长	25
图 28:	幕墙建筑占总体收入 69%	25
图 29:	亚厦股份收入及收入增速	27
图 30:	亚厦股份净利润及增速	27
图 31:	亚厦股份收入结构	27

图 32: 亚厦股份 2010 年合同结构	27
图 33: 亚厦股份毛利率及费用率	27
图 34: 亚厦股份净利润率	27
图 35: 建筑装饰行业发展状况	28
图 36: 建筑幕墙行业发展	28
图 37: 亚厦股份建筑幕墙业务收入及增速	28
图 38: 亚厦股份收入结构	28
图 39: 金螳螂收入结构	29
图 40: 金螳螂毛利率及费用率	29
图 41: 中国酒店在建房间数量继续创新高	30
图 42: 中国酒店在建项目数量创新高	30
图 43: LE 季度报告不断调高中国新开酒店预测数	30
图 44: 我国在建酒店平均每个项目房间数	30
图 45: 中国每月新开业高星级酒店数量	31
图 46: 09.9-11.05, 中西部星级酒店开业占比 37%	31
图 47: 金螳螂幕墙业务收入及毛利率	32
图 48: 金螳螂收入结构占比	32
图 49: 嘉寓股份分业务发展	32
图 50: 两业务占比	32
图 51: 门窗毛利率略有下降	32
图 52: 销售净利润率变化	32
图 53: 几大公司 2010 年幕墙收入	33
图 54: 江河幕墙单个项目金额最高	33
图 55: 江河幕墙海外业务增长较快	34
图 56: 远大中国海外业务收入增长缓慢	34
图 57: 中航三鑫海外业务占比缩小	34
图 58: 嘉寓股份海外业务占比缩小	34
图 59: 江河海外业务毛利率远高于远大中国	35
图 60: 嘉寓股份毛利率最高	35
图 61: 嘉寓股份净利润率最高	36
图 62: 江河、远大管理费明显高于其他	36
图 63: 亚厦销售费率较低	36
图 64: 亚厦财务费率也较低	36
图 65: 经营活动现金流入/收入江河和中航三鑫较高	37
图 66: 经营活动净现金流/净利润普遍小于 1	37
图 67: 行业不同存货周转率不同	37
图 68: 应收帐款周转率中航三鑫明显较高	37
表 1: 幕墙相对砖墙有如下优势	6
表 2: 幕墙成本占总体比例较小	7
表 3: 国际酒店管理巨头 2010 年新公布的在华扩张计划	13
表 4: 美国 2009 年底图书馆数量	14
表 5: 2006 年以来国家对建筑节能的鼓励政策	14
表 6: 节能幕墙性能国家标准	16
表 7: 海外主要竞争对手简介	17
表 8: 江河承建的部分国外超高建筑	18
表 9: 各类承包资质对应项目类别	20

表 10: 2009 年国内几大幕墙企业	21
表 11: 历年鲁班奖、国家优质工程银质奖公司承接项目	23
表 12: 江河高难度项目一览	24
表 13: 早期代表性光伏建筑	25
表 14: 中航三鑫特玻产能情况	26
表 15: 幕墙装饰企业盈利预测	38

1. 幕墙简介

1.1. 幕墙概念

建筑幕墙是由面板和支承结构体系（支承装置与支承结构）组成的、可相对主体结构有一定位移能力或自身有一定变形能力、不承担主体结构所受作用的建筑外围护墙。

建筑幕墙主要用于高层建筑、大跨度公共建筑、建筑物采光顶、异型建筑等建筑物，具有外围护和装饰功能。作为建筑物的外围护结构，具有保护建筑物、遮风、挡雨、隔声隔热、采光、通风、抗震等建筑功能，实现了建筑外围护结构中墙体与门窗的合二为一。同时建筑幕墙可以通过不同的饰面材料及不同的结构满足建筑物的外装饰需要，使建筑更具现代感和装饰艺术性，已经成为现代、时尚建筑的重要标志。

图 1：北京国际金融城



数据来源：江河幕墙招股书、国泰君安证券研究

图 2：卡塔尔 AL-Faisal tower



数据来源：江河幕墙招股书、国泰君安证券研究

1.2. 幕墙优势：质轻、节能、预制化

幕墙自重轻，可减轻楼宇重量，节省楼宇地基和结构所需费用；美观、大方，艺术效果好；隔音隔热，调节外力对室内环境的影响；有效的解决了大面积建筑和高层建筑的温度应力问题。同时可以运用工厂化制造，无湿施工，缩短工期，简化工程。因此较砖墙有一定的优势。我国现行标准《高层建筑混凝土结构技术规范》第 4.9.5 条明确指出：150 米以上的高层建筑外墙宜采用各类建筑幕墙。

表 1：幕墙相对砖墙有如下优势

项目	比较特点
工厂化程度	使用幕墙可以在工程早期阶段在厂房制造幕墙,且一般建筑可以达到标准化制造,节约制造时间和成本
工期	借助工厂化制造幕墙,在建造阶段只需安装,缩短施工工期
重量	比现浇混凝土、砖块及其他外围材料重量轻。玻璃和金属板幕墙通常为 0.3~0.5KN/m ² , 玻璃和金属板幕墙只相当于砖墙的 1/10~1/12, 大大减轻楼宇重量, 节省楼宇地基和结构所需费用
工程复杂度	施工不需大型棚架, 无湿作业, 可简化短期工程
性能	有出色的过滤控制功能, 以调节及隔离所有影响室内环境的外力流向。幕墙包封主体结构, 减少了主体结构受温度变化的影响, 有效的解决了大面积建筑和高层建筑的温度应力问题。工厂化制造, 质量稳定。

维护	可单块拆卸，更换幕墙构件方便。
环保	玻璃幕墙隔音、隔热、环保效果好
价格	混凝土砖墙每平米 400 元左右，幕墙 08 年数据每平米 800-2000 不等

数据来源：国泰君安证券研究

在成本方面幕墙比混凝土砖墙高很多，因此中低层楼房仍偏爱使用砖墙等。而在中高层建筑中，墙体成本占总体造价的比例不大，基本保持在 10% 以内，因此可能会有业主使用。我们认为幕墙的优势主要仍体现在中高层建筑。

表 2：幕墙成本占总体比例较小

	中央电视台新址	广州太古汇
楼高（米）	234	212
幕墙类型及难易度	薄型单元玻璃幕墙、菱形模式钢结构，难度达到世界之最	普通玻璃幕墙、铝板幕墙、金属屋面，难度一般
幕墙面积（万平方米）	11	14.5
项目结算价（万元）	56839	23348
每平米价格（元）	5167	1610
总造价（万元）	500000	340000
幕墙占总价比例	11.37%	6.87%

数据来源：国泰君安证券研究

1.3. 幕墙分类

1.3.1. 按施工方式分：单元式幕墙和构件式幕墙

建筑幕墙按照施工方式不同主要分为单元式幕墙和构件式幕墙。单元式幕墙是指由许多独立的单元体组合而成的幕墙。由于独立的单元体可以全部在工厂内加工组装完成，然后运往工地进行吊装，其安装简单而且基本可以实现与建筑主体结构同步施工。它的生产可以实现标准化、工厂化，有利于提高产品质量，缩短现场施工周期。但它对生产、施工的硬件设施、管理水平要求较高，需要配备大型厂房、现代化生产加工设备和专业施工设备，有严格的生产工艺、生产施工流程和施工组织管理。构件式幕墙又称框架式、元件式幕墙，是指安装时其竖框和横梁先安装在主体结构上，组成框格，然后把面板材料固定在竖框和横梁组成的框格上的幕墙。这类幕墙的大量安装作业在现场进行，对工程管理水平要求较高，但安装顺序基本不受主体结构的影响。

目前点支式幕墙、光伏幕墙、单层索网玻璃幕墙、双层幕墙等新式幕墙也已经不断涌现。

1.3.2. 按面板材料分：玻璃、金属、石材

按照面板材料类型不同通常分为玻璃幕墙、金属板幕墙、石材幕墙、人造板材幕墙、组合面板幕墙。

石材幕墙用天然材质、光亮晶莹、坚硬耐久、高贵典雅。耐冻性强，在潮湿状态下能抵抗冻融而不发生显著破坏，石材的抗压强度会因矿物成份、结晶粗细、胶结物质的均匀性、荷重面积、荷重作用与解理所成角度等因素，而有所不同。石材的缺点在于比较笨重，若施工安全标准不达到，日后掉落的石材会产生巨大的危险。石材幕墙防火性能很差，尤

其在高层建筑，火灾一般均在室内燃起，楼内的大火会使挂石板的不锈钢板和金属结构温度升高，使钢材软化，失去强度，石板将会从高层形成石板“雨”落下，不仅对行人造成危险，也给消防救火造成困难。

玻璃幕墙是应用最广泛的一种幕墙，它赋予建筑的最大特点是将建筑美学、建筑功能、建筑节能和建筑结构等因素有机地统一起来，建筑物从不同角度呈现出不同的色调，随阳光、月色、灯光的变化给人以动态的美。但缺点是造成光污染、能耗较大等问题。另外，玻璃幕墙极易蒙尘纳垢，需要经常清洗。

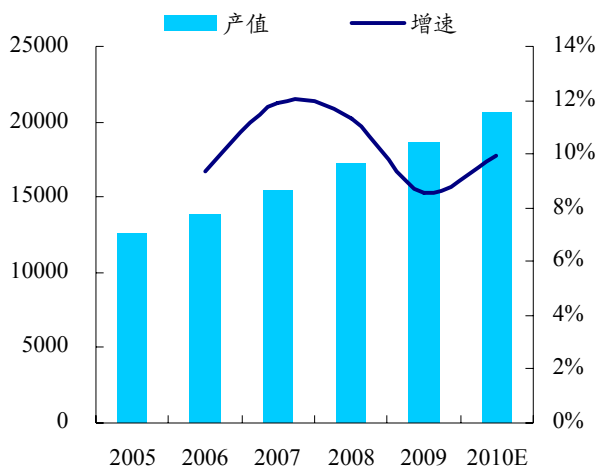
金属幕墙中铝板幕墙一直占主导地位。轻量化的材质，减少了建筑的负荷，防水、防污、防腐蚀性能优良，保证了建筑外表面持久长新，色彩的多样性及可以组合加工成不同的外观形状，拓展了建筑师的设计空间；较高的性能价格比，易于维护，使用寿命长。铝板的缺点在于

2. 幕墙市场容量

2.1. 幕墙的国外应用：商业地产占比高

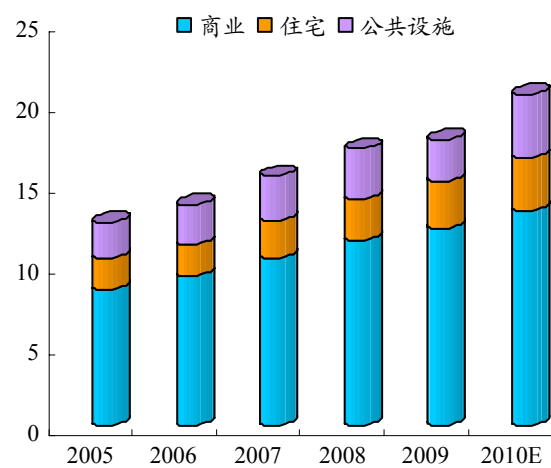
在国际市场上，除美国、欧洲、日本等主要发达国家外，中东和东南亚地区兴建的大型建筑也广泛采用幕墙。幕墙市场的全球生产总值由 2005 年的 126 亿美元增加值 2009 年的 187 亿美元，复合年增长率为 10.3%。下游主要是商业地产，占比超过 60%。

图 3：全球幕墙业产值



数据来源：江河幕墙招股书、国泰君安证券研究

图 4：全球幕墙业下游分类



数据来源：江河幕墙招股书、国泰君安证券研究

2.2. 国内现状

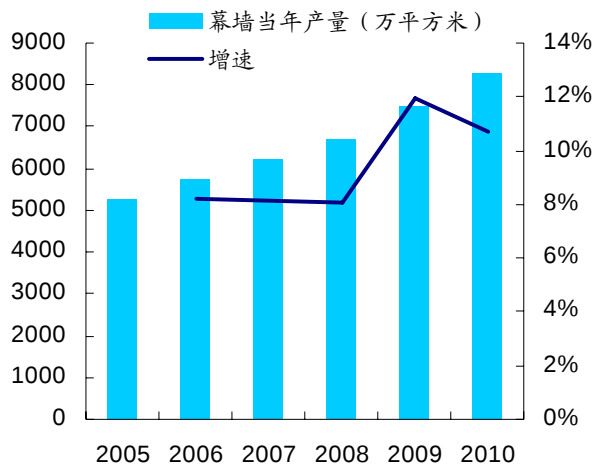
2.2.1. 国内幕墙业发展迅速

1983 年以北京长城饭店和上海联谊大厦幕墙为标志，中国建筑幕墙行业开始起步。20 多年以来，伴随着我国国民经济的持续快速发展和城市化进程的加快，我国建筑幕墙行业实现了从无到有、从外资一统天下到国内企业主导、从模仿引进到自主创新的跨越式发展，到 21 世纪初我国已经发展成为幕墙行业世界第一生产大国和使用大国，占全世界总量的约 50%。

根据中国建筑金属结构协会的调查统计,我国建筑幕墙的年产量从 2001 年的 1,600 万平方米增至 2010 年的 8,300 万平方米,共增长了 4.19 倍,年复合增长率 20.07%。

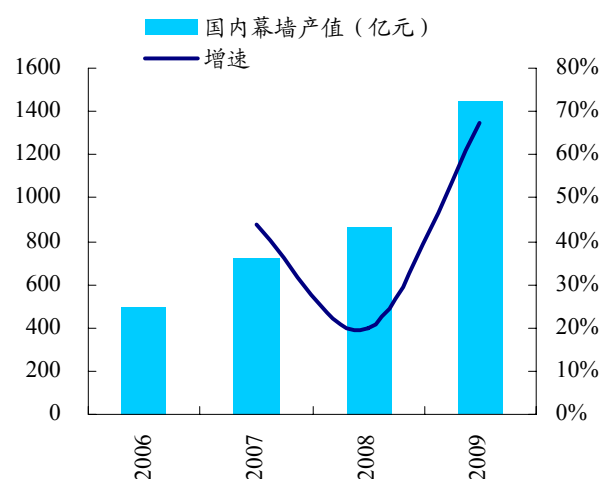
2006 年幕墙行业年产值约 500 亿元人民币,2009 年幕墙行业年产值为 1,445 亿元人民币,是 2006 年的 2.89 倍,远高于同期建筑业年均增长率。占建筑装饰行业的比重从 2007 年的 4.36% 上升至 2009 年的 7.61%

图 5: 国内幕墙产量



数据来源: 远大中国招股说明书, 国泰君安证券研究

图 6: 国内幕墙业产值



数据来源: 远大中国招股说明书, 国泰君安证券研究

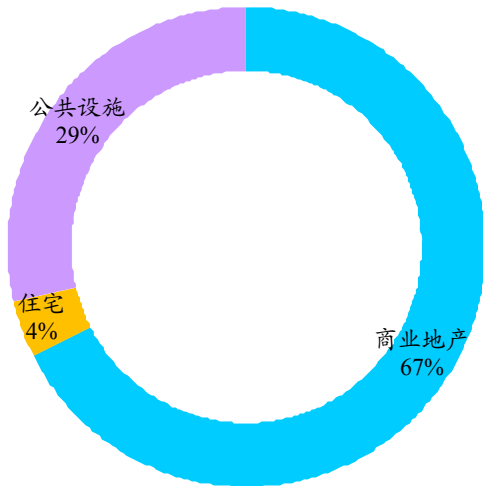
2010 年 8 月 5 日,中国建筑装饰协会六届五次常务理事会通过了《中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要》,规划指出:到 2015 年建筑幕墙行业产值要达到 4,000 亿元,增长幅度在 167%左右,年平均增长率为 21.3%左右,其中最大领军企业 2015 年的工程产值力争达到 350 亿元左右。市场空间巨大。

2.2.2. 幕墙下游分类: 商业地产占比高

从幕墙下游分类看,商业楼宇一直是幕墙下游应用的最大部分,占 2009 年目前市场的约 67.6%,其于 2005 年至 2009 年复合增速为 13.5%。公共设施占比逐年增大,其于 2005 年至 2009 年复合增速为 18.9%

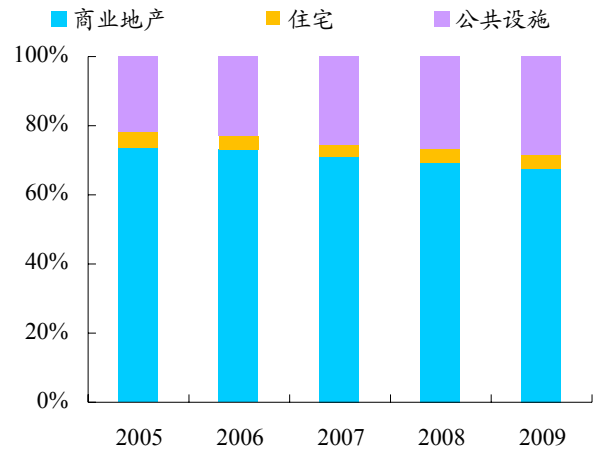
建筑幕墙行业是一个典型的“都市型”行业,市场主要集中于经济总量大、服务业发达、城市人口密集的大中城市。09 年我国 GDP 超千亿的城市数目达到 88 个,其中 22 个 GDP 在 3000 亿以上。

图 7：2009 年幕墙下游商业地产占比最大



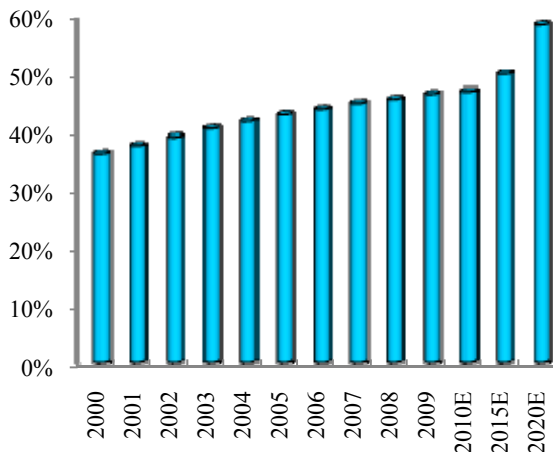
数据来源：远大中国招股说明书，国泰君安证券研究

图 8：公共设施占比逐年增大



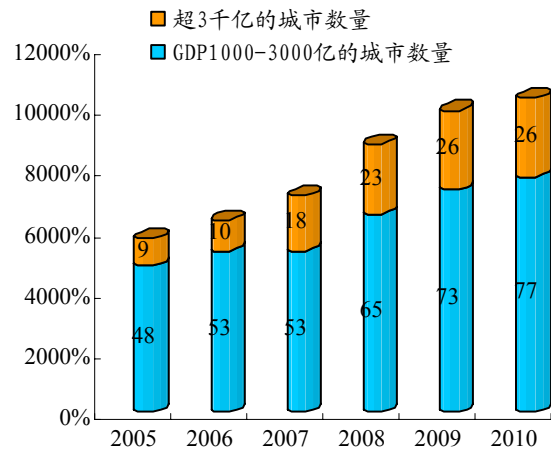
数据来源：远大中国招股说明书，国泰君安证券研究

图 9：我国城市化建设进程



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

图 10：各年 GDP 超千亿城市数目（个）



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

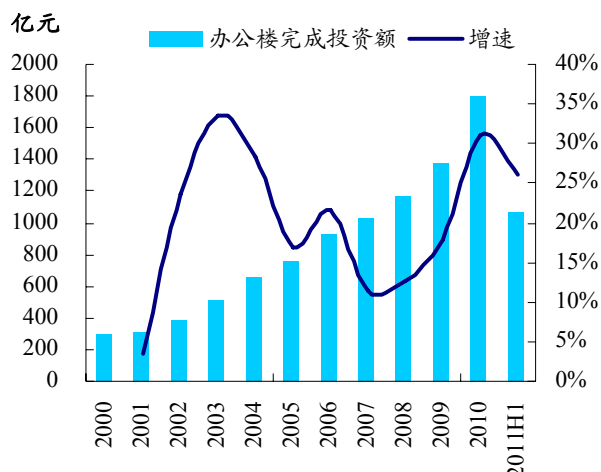
2.3. 商业地产发展

2.3.1. 跨国公司和国内公司增加办公楼需求

跨国公司增多且国内企业开始追求高品质写字楼的背景下，商业地产走势强劲。07 年以来商业地产开始加速增长。2010 年全国办公楼和商业营业用房开发投资额分别达 1807 亿元和 5599 亿元，同比增长 31.2% 和 34.2%。2011 年上半年，全国商业办公用地成交迅猛增长，商办用地建筑面积同比增长 50.3%，出让金额同比增长 47.9%；全国商业和办公用房销售面积同比增长 16.3%，销售金额同比增长 33.4%，高于商品住宅 22.3% 的增速。

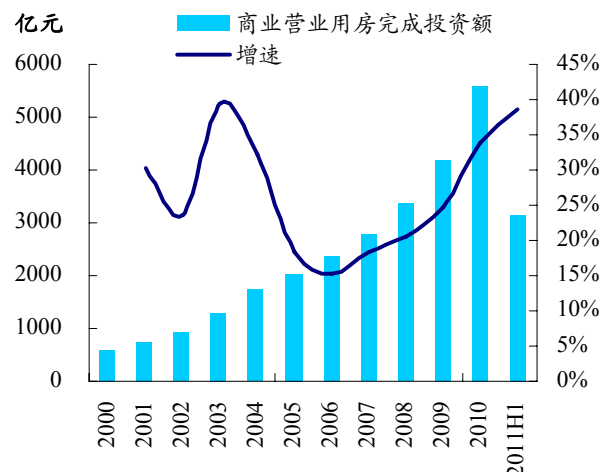
商业房地产商的开发意愿仍然强烈，商业用地交易价格依然维持高位。这主要也是因为办公用房等商业用房下游需求旺盛，办公用房租价格仍呈现上升趋势。

图 11: 办公楼完成投资额增速快



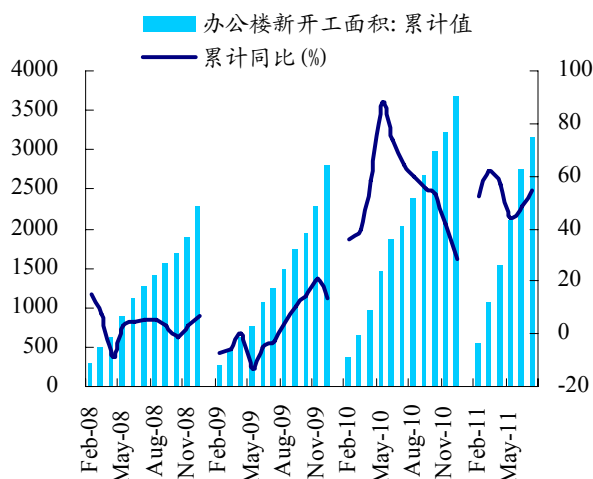
数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

图 12: 商业营业用房完成投资额增速快



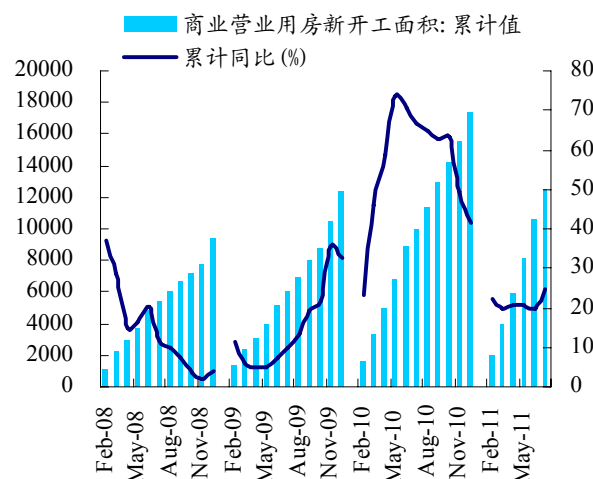
数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

图 13: 办公楼新开工面积



数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

图 14: 商业营业新开工面积

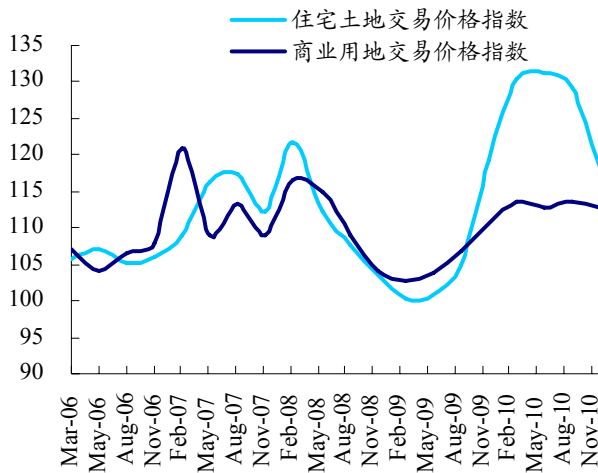


数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

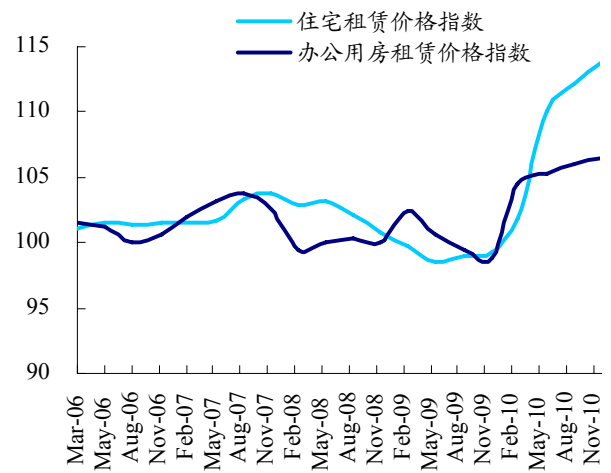
从戴德梁行跟踪的几个地区甲级写字楼供需情况看，写字楼空置率近两年下降趋势明显。北京、沈阳、上海、武汉等地的写字楼空置率下降到10%以下。工业化城市化进程中，企业数量不断增加，对写字楼需求将持续增加。

图 15: 商业用地交易价格依然维持高位

图 16: 办公用房租价格仍现上升趋势

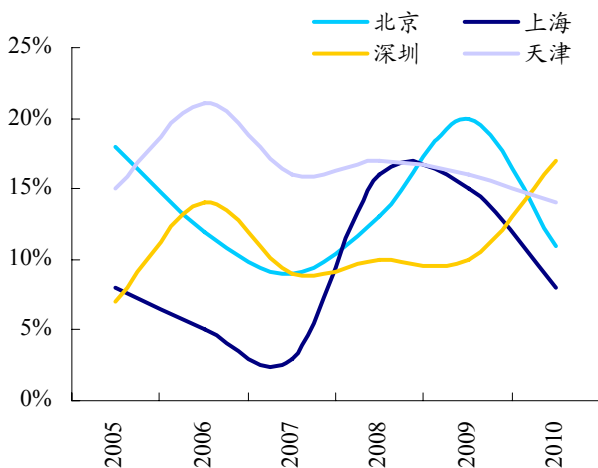


数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究



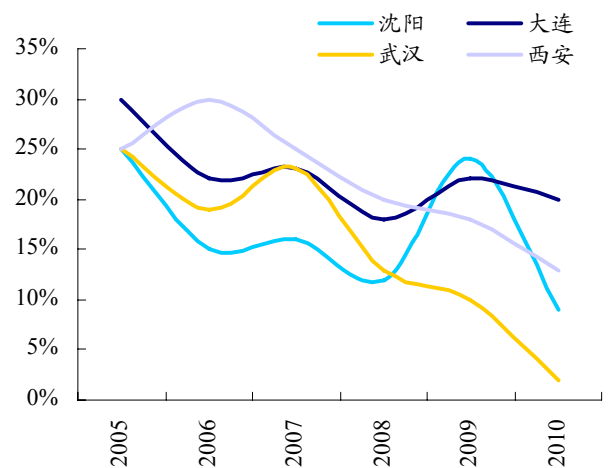
数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

图 17: 北京、上海写字楼空置率在 10% 左右



数据来源：戴德梁行、国泰君安证券研究

图 18: 武汉、沈阳写字楼空置率在 10% 以下



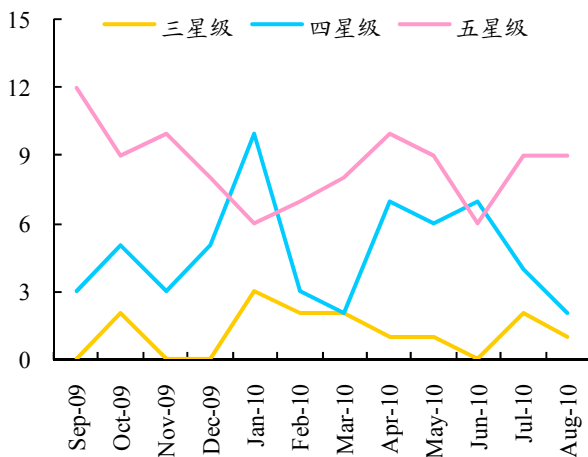
数据来源：戴德梁行、国泰君安证券研究

2.3.2. 城市化和消费升级提高高星级酒店需求

从历史到现在，我国高星级酒店的盈利性都要好于低星级酒店以及其他类酒店。从全行业盈利状况看，五星级酒店盈利状况最为良好，这也导致了投资方对于五星级酒店的投资热情往往最为高涨。同时，由于中西部很多城市和地区并没有五星级酒店，因此当地都迫切的希望能有五星级酒店建成，从而提升当地城市地位和影响力。

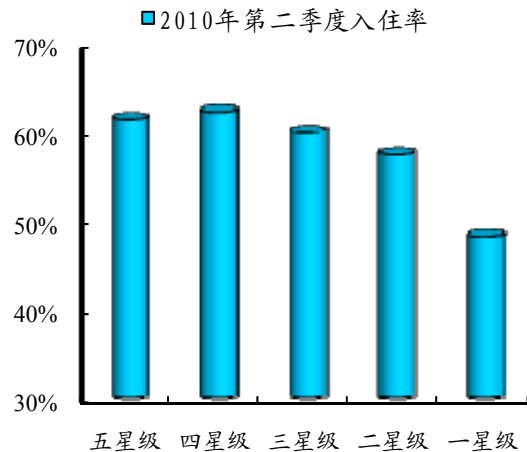
从 2009 年 9 月到 2010 年 7 月，我国五星级酒店新开业家数达到了 94 家，而四星级酒店与三星级酒店新开业家数分别为 55 家和 13 家，五星级仍然是酒店建设的主要力量。

图 19: 09.9-10.8, 五星级酒店开业数量最高



数据来源: LE, 国泰君安证券研究

图 20: 高星级酒店出租率高出低星级很多



数据来源: 国家旅游局, 国泰君安证券研究

根据不完全统计, 已有超过 40 个国际酒店管理集团的 70 多个品牌进入中国市场, 管理超过 1000 家酒店。全球排名前十的酒店管理集团均已进军中国, 管理 480 家酒店, 共 161974 间客房。中国作为未来旅游行业的主流市场, 国际酒店管理集团自然更为重视, 虽然目前已经在投入运营了很多酒店项目, 但是较多的管理巨头都谋求更大的市场蛋糕和行业地位。

表 3: 国际酒店管理巨头 2010 年新公布的在华扩张计划

酒店	家数	未来在华扩张计划
万豪	55	2010 年底营运 60 家酒店, 使中国成为美国境外最大的市场; 直到 2013 年超过 25 间酒店在计划或建设当中; 2015 年底总数将达到 90 家
希尔顿	14	2002 年底营运 23 家; 2015 年计划营运超过 90 家
喜达屋	56	目前中国已是喜达屋旗下除美国以外拥有酒店数量最多的国家, 也是除美国以外拥有最多新酒店的国 家。2010 年到 2016 年计划新开业酒店家数分别为: 18, 16, 18, 11, 2, 1, 1; 2012 年前酒店总数翻 一翻; 2016 年总数达到 123 家
雅高	86	2010 年将开业 15 间; 目前在建酒店工程 94 个
洲际	127	目前中国已超越英国, 成为继美国之后洲际集团的全球第二大市场, 拥有 144 个在建工程
凯悦	16	2012 和 2013 年将分别新开 2 间和 1 间
香格里拉	31	2010 至 2013 分别开 1, 5, 3, 1 间

数据来源: 国泰君安证券研究

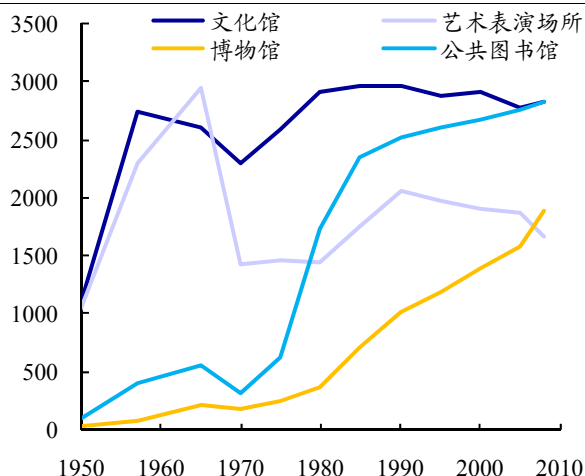
2.4. 公共建筑发展

2.4.1. 城市化要求公共建筑建设持续增长

随着城市化的深化, 文体中心等公共建筑作为城市的必需品, 需求增长迅速。博物馆和图书馆在近十年有较大的增长。

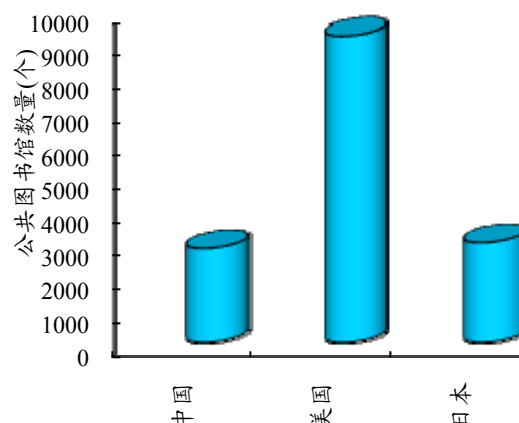
公共图书馆的数量与国外发达国家相比仍有较大差距。根据美国图书馆协会的统计, 截止 2009 年底, 美国共有各类图书馆 12.3 万座, 其中公共图书馆 9221 个, 占总数的 7.5%。日本 09 年底拥有公共图书馆 3000 个。而我国 09 年底拥有公共图书馆 2820 个。绝对数量上, 美国公共图书馆是中国公共图书馆的 3.3 倍, 日本是中国的 1.1 倍。

图 21: 文体中心的数量不断增长



数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

图 22: 公共图书馆数量同美国、日本的对比



数据来源: 国泰君安证券研究

表 4: 美国 2009 年底图书馆数量

种类	细分	数量
公共图书馆		9221
	中心建筑	9042 幢
	分支建筑	7629 幢
	总建筑数	16671 幢
学术图书馆		3827
学校图书馆		99180
	公立学校	81920 个
	私立学校	17100 个
	其他	160 个
专业图书馆		8906
军队图书馆		289
政府图书馆		1150
合计		122573

数据来源: 美国图书馆协会 (ALA), 国泰君安研究

由此可见, 我国的公共图书馆不管是从绝对数目还是从人均数量来看, 较之发达国家的发展水平, 都有较大的差距。图书馆的发展状况从一定程度上反映了文化中心整体发展水平, 从城市化考虑, 我国也存在着绝大的空间。

2.5. 幕墙的建筑节能特性得到国家政策大力支持

统计资料表明, 我国建筑能耗已占全国能耗的 40%以上全国既有建筑为 400 亿平方米, 95%以上为高能耗建筑。我国目前单位建筑面积能耗是发达国家的 2-3 倍。国家自 2006 年以来, 出台了多个政策推行建筑节能。

表 5: 2006 年以来国家对建筑节能的鼓励政策

时间	规定	备注
2005	《关于发展节能型住宅和公共建筑的指导意见》	对 2020 年前建筑节能进行规划

2006.8	《国务院关于加强节能工作的决定》	
2006.8	《推进可再生能源在建筑中应用的实施意见》	
2006.9	《可再生能源建筑应用示范项目评审办法》	
2006.6	《绿色建筑评价标准》	
2006.12	《建设事业“十一五”重点推广技术领域》	要求重点推广“建筑门窗、建筑幕墙保温隔热技术”
2007.6	《节能减排综合性工作方案》	
2008.8	《公共机构节能条例》	
2010.8	《关于切实加强政府办公和大型公共建筑节能管理工作的通知》	要求将公共建筑节能管理工作和 2010 年公共机构能源消耗指标在 2009 年基础上降低 5% 的目标，加强节能管理。
2011.8	《建筑业发展“十二五”规划》	要求建筑产品施工过程的单位增加值能耗下降 10%

数据来源：国泰君安研究

2005 年上半年，建设部下发《关于发展节能型住宅和公共建筑的指导意见》中指出：到 2010 年，全国城镇新建建筑实现节能 50%；既有建筑节能改造逐步开展，大城市完成应改造面积的 25%，中等城市完成 15%，小城市完成 10%。到 2020 年，北方和沿海经济发达地区和特大城市新建建筑实现节能 65% 的目标，绝大部分既有建筑完成节能改造。

2006 年 12 月国家建设部发布的《建设事业“十一五”重点推广技术领域》也明确要求重点推广“建筑门窗、建筑幕墙保温隔热技术”。《国家中长期科学和技术发展规划纲要》（2006-2020）中提出了“建筑节能与绿色建筑”的优先主题要求，也明确重点研究开发节能建材与绿色建材。2010 年 8 月，建设部发布《关于切实加强政府办公和大型公共建筑节能管理工作的通知》，要求将公共建筑节能管理工作和 2010 年公共机构能源消耗指标在 2009 年基础上降低 5% 的目标，加强节能管理。

幕墙和门窗作为建筑围护结构的组成部分，是建筑物热交换、热传导最活跃、最敏感的部位，是墙体热损失的 5-6 倍，特别是大型公共建筑因门窗幕墙传热所消耗的热量约占全部热量损失的 40%。节能降耗政策为幕墙行业的发展提供了契机，有利于推动幕墙行业持续和健康发展。同时，我国对约 2 亿平方米既有建筑幕墙在 2020 年前完成进行节能改造的要求，也为幕墙行业提供了广阔的市场空间。

2.6. 发展趋势

2.6.1. 节能幕墙

《建筑业发展“十二五”规划》提出了建筑节能目标：绿色建筑、绿色施工评价体系基本确立；建筑产品施工过程的单位增加值能耗下降 10%，C60 以上的混凝土用量达到总用量 10%，HRB400 以上钢筋用量达到总用量 45%，钢结构工程比例增加。新建工程的工程设计符合国家建筑节能标准要达到 100%，新建工程的建筑施工符合国家建筑节能标准要求；全行业对资源节约型社会的贡献率明显提高。节能幕墙复合建筑节能的要求。

节能幕墙，是指其主要性能指标（保温隔热性能和气密性两项物理性能），达到或高于现行的建筑节能设计标准要求的建筑幕墙。以寒冷地区单一朝向透明幕墙传热系数和遮阳系数限值为例，节能幕墙产品的性能国家标准如下：

表 6：节能幕墙性能国家标准

透明幕墙部位	体形系数 ≤ 0.3		0.3 < 体形系数 ≤ 0.4	
	传热系数 KW/(m ² ·K) 限值	遮阳系数SC(东、南、西向/北向) 限值	传热系数 KW/(m ² ·K) 限值	遮阳系数SC(东、南、西向/北向) 限值
窗墙面积比 ≤ 0.2	≤ 3.5	-	≤ 3.0	-
0.2 < 窗墙面积比 ≤ 0.3	≤ 3.0	-	≤ 2.5	-
0.3 < 窗墙面积比 ≤ 0.4	≤ 2.7	$\leq 0.70/-$	≤ 2.3	$\leq 0.70/-$
0.4 < 窗墙面积比 ≤ 0.5	≤ 2.3	$\leq 0.60/-$	≤ 2.0	$\leq 0.60/-$
0.5 < 窗墙面积比 ≤ 0.7	≤ 2.0	$\leq 0.50/-$	≤ 1.8	$\leq 0.50/-$

注：1、有外遮阳时,遮阳系数=玻璃的遮阳系数'外遮阳的遮阳系数；无外遮阳时，遮阳系数=玻璃的遮阳系数；2、表中所示传热系数和遮阳系数数值左边为系数限值

2.6.2. 光伏幕墙开始盛行

太阳能光电建筑中的光伏幕墙是一种集发电、安全、装饰功能于一体的新型建筑幕墙，是光伏发电技术与现代节能建筑的完美结合。光伏幕墙制品和系统集成服务目前我国处于起步阶段，未来发展空间广阔。

我国现有约 400 亿平方米建筑面积，屋顶面积达 40 亿平方米，加上南立面大约 40 亿平方米的可利用面积，总共 80 亿平方米。今后十五年还将新建 300 亿平方米的建筑面积，屋顶面积总达 30 亿平方米，加上立面大约 30 亿平方米的可利用面积，如果现有建筑中有 8 亿平方米（10%）安装太阳电池，以及未来 15 年新建建筑中有 9 亿平方米（15%）安装太阳电池，总共就有 17 亿平方米光电安装面积，以非晶硅太阳能电池的光电转换效率 6% 和全国平均每平方米太阳能一年的总辐射能估算，考虑光电电池长期运行性能、灰尘引起光电板透明度的性能、光电电池升温导致功率下降、导电损耗、逆变器效率、光电模板朝向、日照时间等修正系数，每平米光电建筑按 20 瓦估算，2020 年光伏建筑一体化发电装机量可达 34GW。2009 年 SEMI 中国光伏咨询委员会发表的《中国光伏发展路线图初探》白皮书呼吁中国光伏争取于 2020 年实现 30GW 安装量，早日达到光伏发电占电量比例的全球平均水平。

2.6.3. 高端住宅开始采用幕墙

随着居民对住宅要求的日益提高，高端高层住宅项目纷纷开始采用幕墙，国际上如加拿大 One Bloor 项目，建筑高度为 238.3 米，是一栋 73 层高的住宅楼，其中包括 7 层的商业裙楼，幕墙面积约 50,000 平方米；国内如大连市大连中心裕景项目，采用了单元体玻璃幕墙，幕墙面积达到 96,200 平方米。

国内部分领先地产商也已经开始做住宅幕墙。浙江是全国做住宅幕墙最早、范围最大的省份（与住宅精装修的情形一致）。杭州一般中档及以上住宅都会做。绿城 9000 元/平米的住宅都做幕墙，滨江所有项目都做住宅幕墙，去年幕墙量达 490 万平米。北京、上海、广深的地产商使用幕墙的程度不及杭州。

住宅幕墙价格在 800-1000 元/平米。按照建筑面积算，幕墙成本仅比涂

料、瓷砖成本贵 400-500 元/平米。但其除具有美观效果外，还具有节能和环保功效，开发商采用幕墙后可以加价出售，利润率将更高。

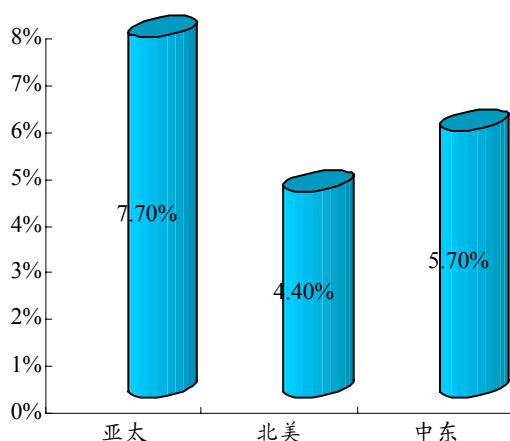
住宅幕墙的设计及施工难度高于公共建筑幕墙。因为写字楼没有阳台、可开启的窗，而住宅的外立面更复杂，在防水、防渗漏方面要求远高于公共建筑。

国内大规模做住宅幕墙的幕墙公司较少，主要原因是目前需求不大，但未来这块市场发展空间十分广阔。

2.6.4. 国内幕墙企业进军海外

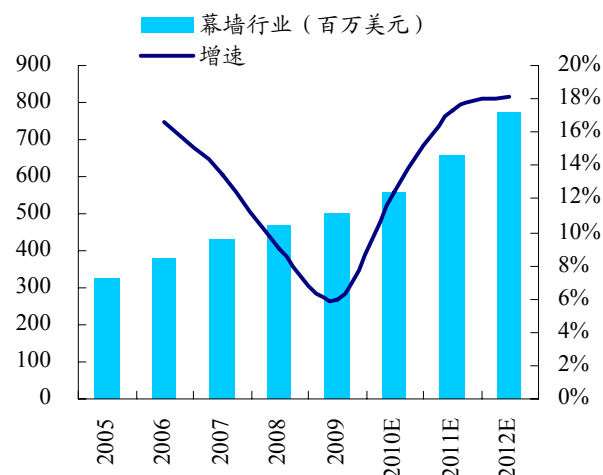
全球建筑视角出版社和牛津经济研究院联合发布《全球建筑 2020》报告，对亚太、北美、中东等地建筑市场进行预测。该报告预测，亚太地区的建筑市场产值将在 2009-2020 年间增加 125%，年均增速 7.7%。北美地区的建筑市场将走出全球金融危机带来的严重衰退，2009-2020 年建筑业产值年均增长达到 4.4%。2009-2020 年中东地区的建筑市场仍将保持 5.7%的较高增长。

图 23: 2009-2020 年各地建筑产值复合增速



数据来源：《全球建筑 2020》，国泰君安证券研究

图 24: 阿联酋幕墙行业增速预测



数据来源：远大中国招股说明书，国泰君安证券研究

正在城市化进程中的中东和亚太将是幕墙需求增长最快的地区，思纬市场咨询（Synovate Ltd.）预测阿拉伯联合酋长国未来两年幕墙行业增速超过 15%。

江河和远大已在国际上有较强的竞争力。江河已承建的工程中包括了二项“世界十大最强悍”工程、二项“世界十大建筑奇迹”工程、十一项地区“第一高楼”工程。

表 7: 海外主要竞争对手简介

企业名称	领域
Parmasteelisa（帕玛斯·迪莉莎）	为国际知名的建筑幕墙、门窗和铝质产品设计、生产、施工专业承包商
德国 Schüco 公司（旭格公司）	国际知名的幕墙、采光棚、门窗、温室花园等方面供应商

香港远东铝质工程公司	主要从事铝质玻璃幕墙、石材幕墙、门窗及其它铝质产品设计、施工的专业承包公司
美国奔森	美国著名幕墙专业承包公司
日本 YKK	日本著名的拉链、幕墙公司

数据来源：公司招股说明书，国泰君安研究

表 8：江河承建的部分国外超高建筑

地点	项目	面积(m2)	中标时间
阿布扎比	阿布扎比 Gateway	260,000	2009 年 8 月
阿布扎比	阿布扎比金融中心	100,000	2008 年 6 月
迪拜	迪拜无限塔	79,000	2008 年 1 月
利雅得	沙特 CMA TOWER	85,000	2010 年 6 月
多哈	卡塔尔巴瓦金融区	300,000	2010 年 4 月
科威特	科威特 The Avenues	44,582	2010 年 6 月
澳门	澳门梦幻之城（新濠天地）	250,000	2007 年 11 月
澳门	澳门银河娱乐度假酒店	75,000	2006 年 8 月
新加坡	新加坡滨海湾金沙娱乐城	47,696	2008 年 7 月
新加坡	新加坡 CCRC	60,000	2009 年 9 月
吉隆坡	马来西亚 The Intermark	50,000	2010 年 7 月
香港	香港理工大学创新塔	24,000	2010 年 11 月
多伦多	加拿大 One Bloor	46,700	2011 年 1 月

数据来源：公司招股说明书，国泰君安研究

3. 幕墙行业参与者

3.1. 产业链

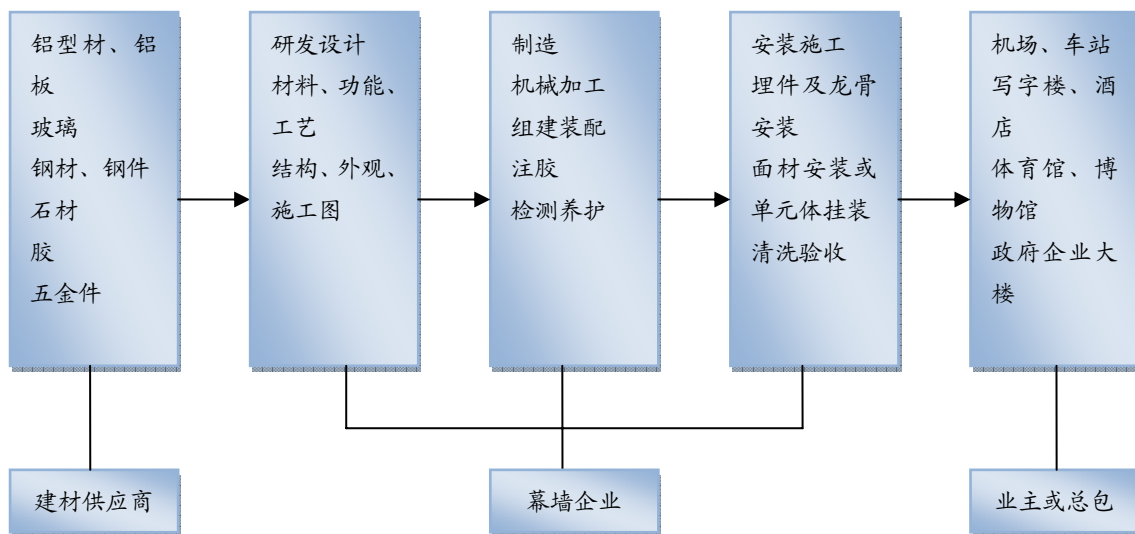
建筑幕墙行业涵盖建筑幕墙工程、面板材料、结构材料等，涉及幕墙设计、产品加工、施工等环节。幕墙设计不仅要把建筑师的原创意图和精神理念以艺术形式完美地表现出来，而且要通过结构设计、通风设计、防水设计、断热设计、节能设计、连接设计等充分发挥幕墙的节能环保功效；幕墙材料（包括面板材料、结构材料）一般都是经过特殊加工处理后、安全性能指标符合建筑幕墙要求的幕墙玻璃、铝型材和钢结构等，如幕墙用玻璃一般要经过钢化工序、中空工序或夹层工序，以提高幕墙玻璃的安全性和节能效果；幕墙施工就是把设计图纸变成现实，不仅需要解决施工技术难关和产品安装，而且需要自行加工或定制特殊工程材料。

幕墙企业主要业务流程通常如下：

- （1）获知项目信息后组织投标，提交方案和报价。前期可能会有做模型、样板等以争取项目，这笔支出通常作为费用。
- （2）中标后签署合同，公司通常向业主提供银行保函或支付履约保证金，并据此收取工程预付款，工程预付款比例通常为合同额的 5%-10%。受宏观经营环境及 EPC 承包模式逐渐流行的影响，无预付款项目有所增加，部分海外国家或地区按惯例没有工程预付款。
- （3）组织施工设计，制作实验样板（如有）。
- （4）按工程进度采购原材料，生产加工为幕墙构件或单元体；此部分资金由公司垫付。

- (5) 按工程进度组织现场施工安装, 进行变更洽商 (如有), 按工程产值一定比例向业主或总包收取工程进度款 (通常须经监理、总包及业主审核); 一般按已完工工程产值的 60%-80%收取工程进度款。
- (6) 工程施工周期通常为 6-24 个月, 工程完工后与业主等办理竣工验收, 工程验收通常需要 3-6 个月, 验收后工程款通常收至 80%-85%。
- (7) 验收后进行工程决算, 工程决算通常为 6-12 个月, 决算完成后收取工程款, 通常收至 95%, 最后 5%按照约定通常留作工程质保金。
- (8) 质保金在质保期满后收回, 质保期通常为竣工验收或决算后 1-3 年。

图 1: 江河幕墙是建筑幕墙整体解决方案供应商



数据来源: 国泰君安证券研究

幕墙工程的结算模式如下: 1) 项目中标后, 多数项目通常有 5%-10%的工程预付款, 但近年来随着 EPC 承包模式 (设计—采购—施工总承包模式, 下同) 逐步流行, 国内外无预付款的工程项目有所增多; 2) 工程施工过程中, 工程进度款通常按月 (或按工程节点) 已完工工程产值 60%-80%的比例支付, 付款审批周期通常为 1-3 个月时间, 从而导致施工过程中未到付款期的应收账款比例及金额较大; 3) 工程竣工验收后, 工程款通常付至已完工工程产值的 80%-85%, 竣工验收通常需要 3-6 个月时间; 工程决算后工程款通常付至 95%, 工程决算通常需要 6-12 个月时间; 最后 5%通常留作工程质保金, 质保金在保修期满后支付, 保修期通常为 1-3 年。

3.2. 进入壁垒较高

随着幕墙工程体量的不断增大, 客户对建筑幕墙企业在技术、业绩、资金、管理等综合实力上都有较高要求。

1) 市场准入资格。相比传统行业, 建筑幕墙行业的市场准入门槛较高, 国家建设部对建筑幕墙企业实行严格的市场准入资质管理。幕墙行业的市场准入资质包括建筑幕墙工程专业承包资质、建筑幕墙工程专项设计等资质。这些资质要求限制了潜在进入者, 也使得国内一级资质生产企

业可以承包高端幕墙项目，保障盈利能力。

表 9：各类承包资质对应项目类别

资质类别	资质级别	承担项目类别
幕墙施工承包 资质	一级施工承包 资质	各种类型建筑幕墙工程的施工
	二级施工承包 资质	单项合同额不超过企业注册资金 5 倍且单体幕墙工程面积在 8,000 平方米以下、高度在 80 米以下的建筑幕墙工程的施工
	三级施工承包 资质	单项合同额不超过企业注册资金 5 倍且单体幕墙工程面积在 3,000 平方米以下、高度在 30 米以下的建筑幕墙工程的施工
幕墙工程设计 资质	甲级	可以在全国范围承担各种类型和高度的建筑幕墙工程专项设计
	乙级	可以在全国范围承担高度在 80 米以下的各类建筑幕墙专项设计

数据来源：国泰君安证券研究

2) 技术壁垒。幕墙行业是建筑业里面最有技术含量的产业之一，一大批技术含量高、施工难度高、艺术性强、体量大的幕墙工程不断出现，相应地要求幕墙企业不但要具备先进的生产设备和加工工艺，还要在产品研发、工程设计、生产制造、工程施工、项目管理等方面都具备较高的水平。幕墙行业在技术上的高要求使得很多行业外企业难以真正进入幕墙市场，尤其是无法进入高端市场领域。

3) 资金壁垒。幕墙建筑是资本密集型行业。由于在工程过程中往往需要公司先行垫资，然后按工程进度结算，后期也会有部分质保金滞留在客户手中，所以幕墙建筑公司往往会有现金流问题。只有有一定规模现金及银行授信的企业才能将规模做大。

4) 工程业绩。工程业绩一般都是参与市场竞争的重要条件，这在建筑幕墙行业尤为重要。无论是行业监管部门的资质申报与管理，还是实际的工程投标实践，工程业绩都是一项非常重要的竞争指标。在幕墙行业高端项目竞争中，特别是海外工程或外商投资项目，工程业绩是首要条件。

3.3. 竞争环境

目前，我国现有 210 家一级建筑幕墙工程专业承包企业，246 家甲级幕墙设计企业，同时拥有一级幕墙施工、甲级幕墙设计资质两种资质的企业有 122 家。幕墙生产行业由 4,000 多个生产企业和 1,000 多个配套企业组成。

我国幕墙行业的市场集中度不断提高。由于幕墙行业的市场准入门槛较高，随着幕墙工程体量的不断增大，客户对建筑幕墙企业在技术、业绩、资金、管理等综合实力上要求越来越高，因此市场逐步向大型骨干建筑幕墙企业集中，2005 年幕墙 50 强年均产值占幕墙行业总产值的 43%。2008 年幕墙行业 50 强企业产业集中度为 54%，其中前 10 强的产值占 50 强总产值的 48%。在高端建筑幕墙市场上，市场竞争已经日益集中在包括几家国际幕墙企业巨头在内的十几家幕墙企业之间。全国标志性、区域重点的绝大部分幕墙工程被幕墙 50 强企业承包，幕墙行业市场集中度的提高，降低了幕墙巨头企业与小企业进行价格战的风险，保障了优秀企业的盈利能力。

表 10：2009 年国内几大幕墙企业

序号	幕墙企业名称	总部地点	2009 年幕墙收入（亿元）	市场占有率
1	远大中国	沈阳	70.62	20%
2	江河幕墙	北京	41.87	12%
3	上海美特幕墙有限公司	上海	20.09	6%
4	浙江中南建设集团	杭州	19.11	5%
5	深圳市科源建设集团有限公司	深圳	13.65	4%
6	中航三鑫股份有限公司	深圳	12.96	4%
	亚厦股份	上虞	6.56	2%
	金螳螂	苏州	4.80	1%
总计			189.66	54%

数据来源：远大中国招股说明书，国泰君安研究

（2）国内幕墙企业成为行业主导力量，行业竞争格局基本形成。目前，国内幕墙企业已经能够为各种不同建筑提供所需的各种类型的幕墙产品，在研发设计、生产制造、工程施工等主要技术领域已经接近和达到国际先进技术水平。近年来我国兴建的各种大型新型、异型幕墙和技术难度高的建筑幕墙工程绝大部分由国内幕墙企业承建。国内幕墙企业在国内市场上已占绝大多数的市场份额，而海外幕墙企业（含香港、澳门和台湾企业）市场份额较小。同时，我国的幕墙企业还积极出击海外市场，承接国外大型建筑幕墙工程。

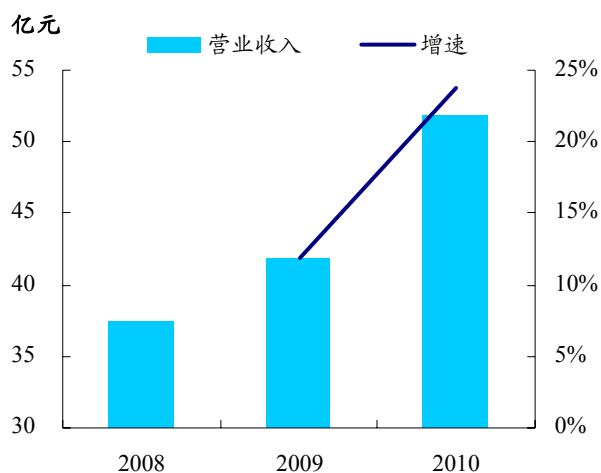
4. 相关上市公司

4.1. 江河幕墙

4.1.1. 公司规模较大，海外收入增长迅速

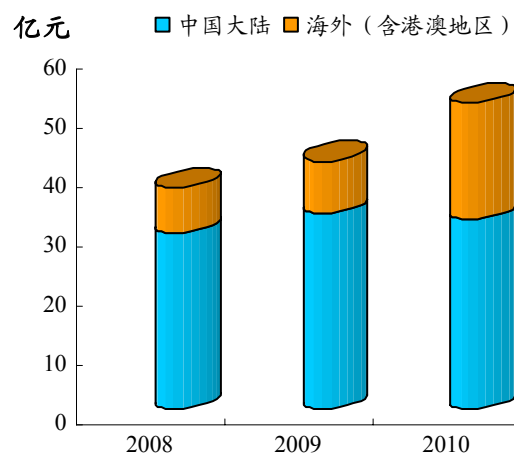
公司在 2005-2009 年连续五年被中国建筑装饰协会评为中国建筑幕墙行业 50 强企业第二名。近三年，公司主营业务持续增长，09 年由于金融危机影响，公司承接业务时较为谨慎，因此承接合同额较 08 年有所减少，但依靠原有积累收入仍有 11.8% 增速。10 年后经济好转承接项目增速加快。2010 年、2009 年复合增长率为 17.61%。2010 年、2009 年净利润分别较上年增长 17.72%、33.66%，复合增长率为 25%。

图 25：营业收入持续增长
图 26：净利润持续增长

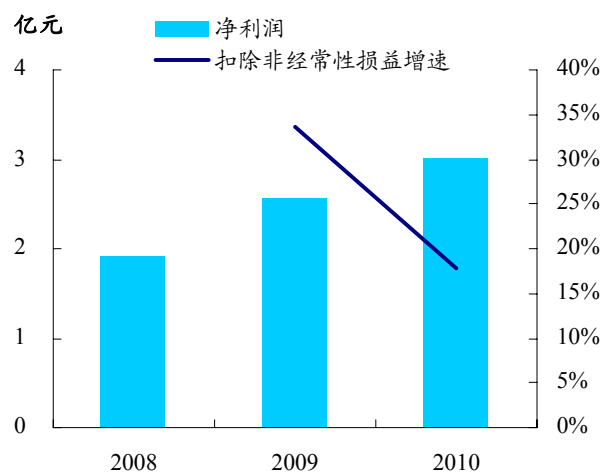


数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 27：海外业务增长较快

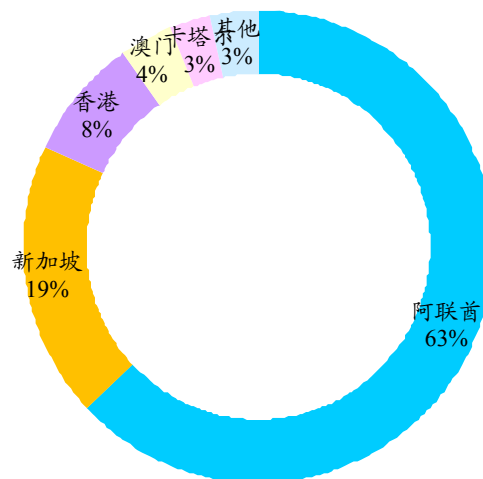


数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 28：海外业务中阿联酋和新加坡占比大



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

公司 2006 年底开始集中优势资源全面推进国际化发展战略，近几年海外收入占比越来越高，08 年-10 年海外收入占比分别是 21%、23%和 38%。主要集中在，阿联酋、澳门及新加坡，占比 90%以上。2010 年开始在香港、沙特、马来西亚、加拿大、澳大利亚、卡塔尔等国家或地区实现了业务收入。

4.1.2. 江河技术优势和项目经验优势明显

近年来公司承做的项目获得多项国家或省部级奖项，包括中国建筑工程最高奖鲁班奖 22 项、国家优质工程银质奖 7 项。公司 2008 年被评为高新技术企业，拥有国家级企业技术中心、博士后科研工作站和北京市级科技研究开发机构，**为行业内唯一一家国家级技术创新示范企业（全国共 55 家）**，是中国建设科技自主创新优势企业，被北京市确定为专利试点单位。

表 11：历年鲁班奖、国家优质工程银质奖公司承接项目

荣誉名称	颁发单位	颁发时间	获奖项目	荣誉资质
中国建筑 工程鲁班 奖	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2003.12	天津第一中级人民法院审判综合楼	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2005.12	北京印钞厂印钞工房易地迁建工程	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2006.12	北京鑫茂大厦	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2006.12	济南国际机场航站楼	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2006.12	天津万丽泰达国际酒店	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2007.12	北京航空航天大学东南区教学科研楼	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2007.12	苏州工业园区现代大厦	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2007.12	金融街 B7 大厦	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2007.12	泰达司法服务中心	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2008.12	天津滨海国际机场改扩建工程（航站楼）工程	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2008.12	北京首都机场三号航站楼、停车楼及交通中心工程	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2008.12	安徽出版编辑大厦	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2008.12	北京射击馆工程	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2008.12	湖南运达	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2008.12	杭州客运	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2008.12	金鸡湖	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2008.12	北京市三里河三区 12 号地危旧房改造工程	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2009.11	卓亭广场工程	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2009.11	天津市大港区津滨大厦工程	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2009.11	中国石油大厦工程	国家优质工程
国家优质 工程银质 奖	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2009.11	沈阳海关业务设施楼工程	国家优质工程
	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会	2010.12	上海世博文化中心	国家优质工程
	国家工程建设质量奖审定委员会	2005.12	北京动物园交通枢纽工程	国家优质工程
	国家工程建设质量奖审定委员会	2005.12	胜利油田东胜公司综合楼	国家优质工程
	国家工程建设质量奖审定委员会	2006.11	复旦大学光华楼	国家优质工程
	国家工程建设质量奖审定委员会	2007.12	金融街公寓	国家优质工程
	国家工程建设质量奖审定委员会	2007.12	天津大学第二十五教学楼工程	国家优质工程
	国家工程建设质量奖审定委员会		烟台火车站	国家优质工程
	国家工程建设质量奖审定委员会		天津滨海高新区研发、孵化和综合服务中心	国家优质工程

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

公司 2008 年被评为高新技术企业，拥有国家级企业技术中心、博士后科研工作站和北京市级科技研究开发机构，**为行业内唯一一家国家级技术创新示范企业（全国共 55 家）**，是中国建设科技自主创新优势企业，被北京市确定为专利试点单位。

公司的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。公司开发的智能呼吸式幕墙被科技部列入国家火炬计划，公司先后开发推出了单元式幕墙、双层幕墙、光伏幕墙、生态幕墙、智能幕墙、遮阳板幕墙、移动采光顶、膜结构幕

墙、动态幕墙等高新、节能、环保幕墙产品。

一般按照建筑物高度和跨度作为衡量幕墙工程设计和施工难度的指标。截至目前，江河幕墙已承建的工程中包括了二项“世界十大最强悍”工程、二项“世界十大建筑奇迹”工程、十一项地区“第一高楼”工程、六项“中国十大新地标综合体”工程、九项“机场”工程、八项火车站交通枢纽工程及五项 4 亿元以上超大规模工程。截至到 2009 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 12：江河高难度项目一览

	项目名称	高度（米）	地区/城市
超高建筑	沙特 CMA Tower	385	沙特利雅得
	大连裕景二期	383.05	大连
	Gateway Sky（Phase I&II）	365.4	阿布扎比
	National Oil Company New Corporate Headquarters	342.35	阿布扎比
	天津环球金融中心	336.9	天津
	中国国贸三期	330	北京
	Dubai Infinity Tower	310	阿联酋迪拜
	广州珠江城	309	广州
	广州利通广场	303	广州
	项目名称	难度	地区/城市
高难度	中央电视台新址主楼	全球十大最强悍建筑之一	北京
	首都机场 T3 航站楼	全球十大最强悍建筑之一	北京
大跨度	上海虹桥交通枢纽		上海
	上海浦东机场 T2 航站楼		上海

数据来源：公司招股说明书，国泰君安研究

公司不断探索新材料、新工艺、新技术和新装备在幕墙工程中的应用，创造节能、环保、防噪、抗震、安全、舒适、艺术、时尚的幕墙产品，如无锡机场的光伏幕墙，安徽出版编辑大厦的微晶玻璃幕墙，南新仓商务大厦的陶板幕墙，采用钛板、石材透光板、高耐候性夹胶玻璃 EVA 的北京鑫茂大厦幕墙工程，中央电视台新址的排烟窗气动开启装置以及对热塑性三元乙丙（可回收利用）的应用，中石油大厦的内循环双层呼吸式幕墙技术、大跨度单层索网技术、智能化控制自动驱动提升装置，以及电动智能化控制遮阳百叶等新材料、新技术、新工艺的运用，都是公司技术创新的成果。

4.1.3. 江河业务模式创新

公司的业务模式是“设计标准化，生产装配工厂化，施工流程系统化”，这对公司有三点好处：

（1）实现快速复制。地域扩张的难点在于设计和原材料生产，而设计由总部专业人士标准化设计解决了异地高技术人才缺少的限制；幕墙材料由总部统一组织生产、装配、运输，保证了高质量和低成本；施工流程的系统化提高了管理效率。

（2）保持低成本。规模化生产降低了幕墙成本，同时，与国外企业产品相比就是加上海运费公司还有成本优势，是公司海外扩张的一大砝

码。

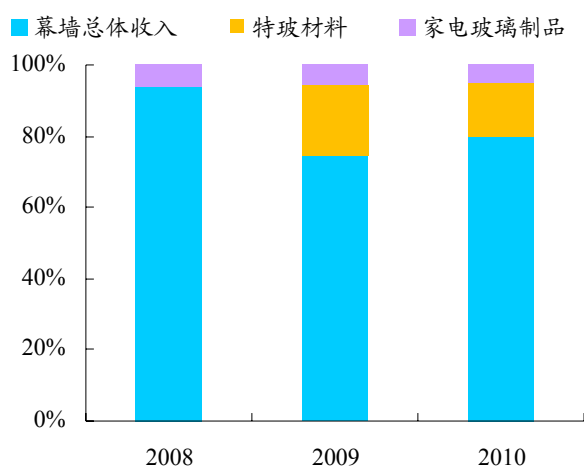
(3) 设计在总部标准化, 使各地分公司对中心有依赖, 难以自己独立出来做。个别人员对公司整体影响小。

4.2. 中航三鑫

4.2.1. 幕墙业务仍是公司目前主要收入利润来源

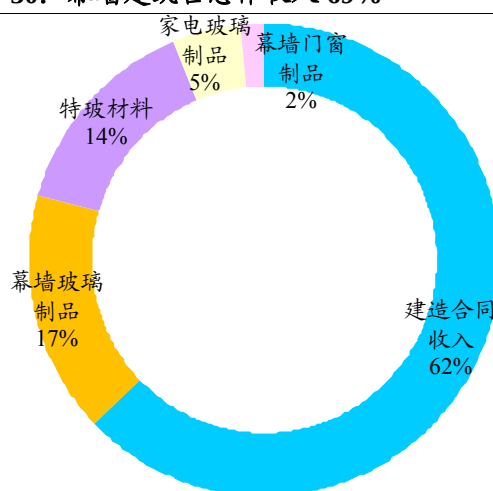
公司前身是深圳三鑫特种玻璃技术股份有限公司, 是一家集幕墙工程研发、设计、施工和幕墙玻璃制品生产、销售为一体、具备完整产业链的幕墙专业公司。2008 年 9 月, 中国贵州航空工业(集团)有限责任公司通过深圳证券交易所交易系统以大宗交易方式增持公司股份, 成为公司第一大股东。而中国贵州航空工业(集团)有限责任公司是中国航空工业集团公司的全资子公司, 公司实际控制人成为中航工业集团。随后公司引进特种玻璃生产线, 开始特玻生产。

图 29: 营业收入持续增长



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 30: 幕墙建筑占总体收入 69%



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

目前收入和利润中仍以幕墙工程为主, 幕墙工程主营收入占比达到 69%, 利润占比达到 54%。特种玻璃的新项目从去年起陆续投产后, 未来特种玻璃收入和利润占比会有很大提升。

4.2.2. 幕墙业务处国内领先水平, 具有全产业链

公司是较早进入幕墙行业的企业, 幕墙工程业务集研发、设计、施工和幕墙玻璃制品生产、销售为一体、具备完整产业链。公司曾承建、参建了一批标志性大型建筑幕墙工程, 包括 2008 奥运国家体育馆、奥林匹克大厦、奥林匹克会议中心、首都博物馆、北京天文馆、等等。公司大亚湾幕墙制品生产基地已经投产, 上下游打通, 可提供一站式服务。

参与建设首都博物馆 3000 平方米光电幕墙工程, 在光电幕墙领域先发优势明显。

表 13: 早期代表性光伏建筑

时间	主要设计公司	事件	光电幕墙面积 (m ²)	峰值发电功率 (kW)
2002	方大集团	我国第一幢光电幕墙建筑诞生-方大集团	93.8	10.3

		科技中心大厦		
2006	中航三鑫	首都博物馆 300KW 太阳能光伏系统工程	5000	300
2007	南玻	第二代光电幕墙系统-南玻大厦	59	6
2008	英利	我国首座大面积、多角度“呼吸式太阳能玻璃幕墙”	13520	700

数据来源：国泰君安研究

4.2.3. 向特玻业龙头转型

中航三鑫的产品涉及的细分行业有电子玻璃、建筑节能玻璃、太阳能电池玻璃、航空高速列车玻璃等，对公司业绩影响最大的是建筑节能玻璃、太阳能电池玻璃。公司 10、11 年特种玻璃项目陆续投产。投产后 11 年收入相对于 09 年增长翻一番。

表 14：中航三鑫特玻产能情况

产品	项目	投产时间
工程玻璃业务	年产 140 万平米离线 Low-E 玻璃	2009 年 7 月投产，2010 年全年生产，估计 2010 年生产 100 万万平方米左右。
电子玻璃业务	海南特玻新建全氧在线 LOW-E 燃烧（3 号线）	产能为 600T/D，年生产 400 多万重量箱在线 LOW-E 镀膜玻璃和 400 万重量箱高档玻璃原片，预计 2011 年二季度投产，发挥 50%左右
	海南特玻 1 号线改造	2010 年 4 月点火投产，预计全年贡献 50%的生产线效益。
	两条 AR+ITO 镀膜玻璃生产线	预计 2010 年 5 月份投产，今年贡献业绩有限，工艺和市场需要进一步攻关，2011 年可以期待
	海南 TCO 导电膜玻璃	年生产钢化 TCO 玻璃 600 万平方米、不钢化 TCO 玻璃 200 万平方米，背板玻璃 250 万平方米，第一期建设 1-2#线，计划在 2010 年 8 月底前完成，可以贡献 1/3 利润；二期建设 3-6#线，计划 2011 年 6 月底前完成。
太阳能玻璃业务	海南特玻 2 号线改造	2010 年年底投产，预计 2011 年全年贡献 8-9 亿收入，净利率 20%左右。
	蚌埠日熔量 250T/D 超白压延玻璃生产线	09 年年底点火投产，年产 112 万重量箱超白玻璃（原片 60 万、钢化超白 52 万左右），预计 2010 年贡献收入 2-2.5 亿收入，净利 2000 万以上。
	1200 万 m ² /a 太阳能超白玻璃项目	刚公告投资，建设期 1 年，预计 2011 年 4 月投产；在蚌埠投资 3.5 亿建造。
	海南 4# 线 600t/d 航空和太阳能特种玻璃生产线	最大生产能力为 600 吨/天，生产航空玻璃 4 万吨和太阳能超白浮法玻璃 10 万吨，建设期 16 个月，预计 2011 年 6 月投产。

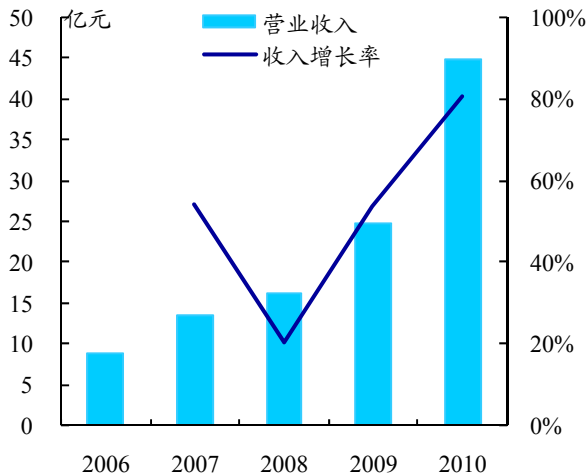
4.3. 亚厦股份

4.3.1. 装饰业务将保持延续高速增长

亚厦股份在我国装饰装修企业综合排名中多年排名第二，在公共类装饰装修、住在精装修、建筑幕墙等都有较强的竞争力。近些年，公司凭借出色的施工工艺获得了顾客的好评，顾客回头率进一步走高。

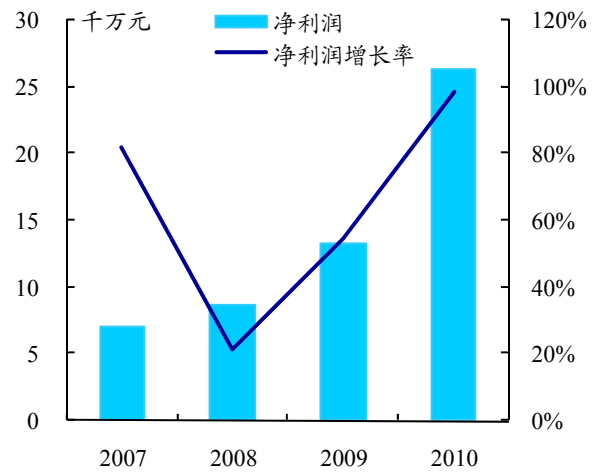
上市之后，公司高速增长态势不减，在内生管理效率不断提高、恒大签署 30 亿框架协议、2 次外延式收购等因素的促进下，公司未来几年装饰业务将有望保持高速增长，充分享受装饰业务的发展空间和龙头企业市场份额提升。

图 31: 亚厦股份收入及收入增速



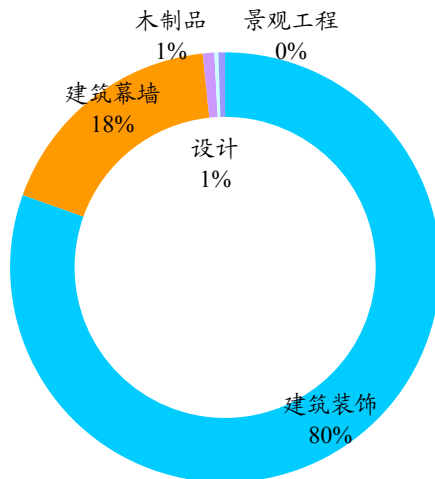
数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

图 32: 亚厦股份净利润及增速



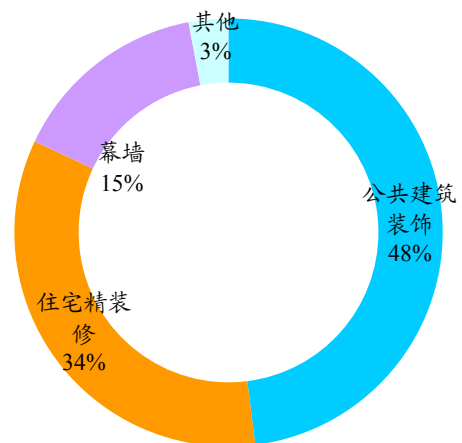
数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

图 33: 亚厦股份收入结构



数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

图 34: 亚厦股份 2010 年合同结构



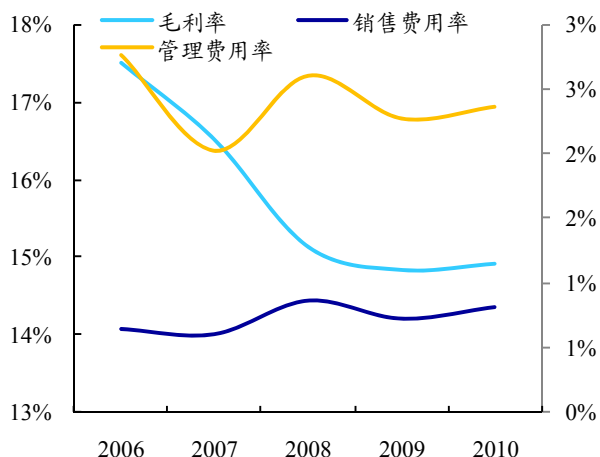
数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

装饰行业“十二五”将继续保持高速增长，装饰行业 2015 年总产值力争达 3.8 万亿元，总增长率为 81%，而 10 年亚厦股份收入仅不到 45 亿，龙头企业发展空间仍然巨大。

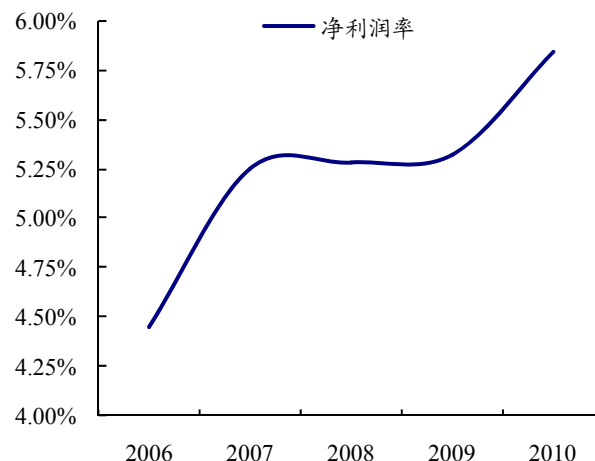
住宅精装修发展大趋势不改，我国住宅精装修比例的巨大提升空间确保住宅精装修的长期繁荣。短期受到地产调控带来企业回款风险意识的增强，上市优质企业充足在手合同可带来优势项目的甄别以防范潜在风险。据相关预测，未来 10 年我国住宅将新建 204.7 亿平米，住宅精装修市场仍然存在巨大的装饰需求。上市企业中，亚厦受益于恒大长期合作协议，获取住宅精装修品牌积累与业务发展锻炼，保障未来业绩稳定发展，而长期中可预期获得更多订单金额以及业务盈利能力的提升。

图 35: 亚厦股份毛利率及费用率

图 36: 亚厦股份净利润率



数据来源：公司资料、国泰君安证券研究



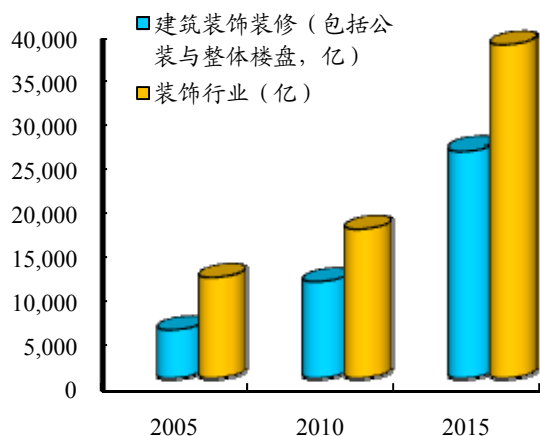
数据来源：公司资料、国泰君安证券研究

公司在今年先后收购了蓝天装饰和成都恒基装饰，在全国范围拓展上迈出重要的战略步伐，将在提升公司品牌价值和竞争力，提高公司的资产回报率上帮助较大。

4.3.2. 幕墙业务：稳定增长，内外装协同发展

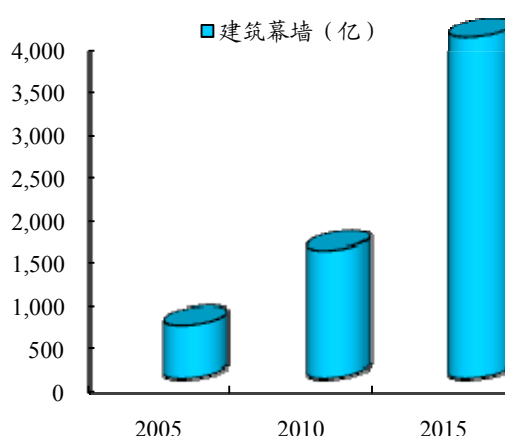
亚厦股份在我国装饰装修企业综合排名中多年排名第二，在幕墙行业暂时排名第 12，但排名持续上升，保持每年 1-2 位的竞争地位排名提升。内外装饰业务共同具有保障公司业务并进，公司在住宅幕墙以及公共建筑幕墙都具有较强竞争力。

图 37：建筑装饰行业发展状况



数据来源：公司资料、国泰君安证券研究

图 38：建筑幕墙行业发展

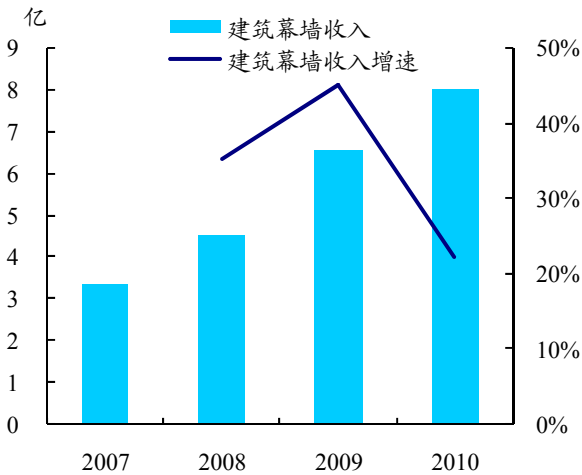


数据来源：公司资料、国泰君安证券研究

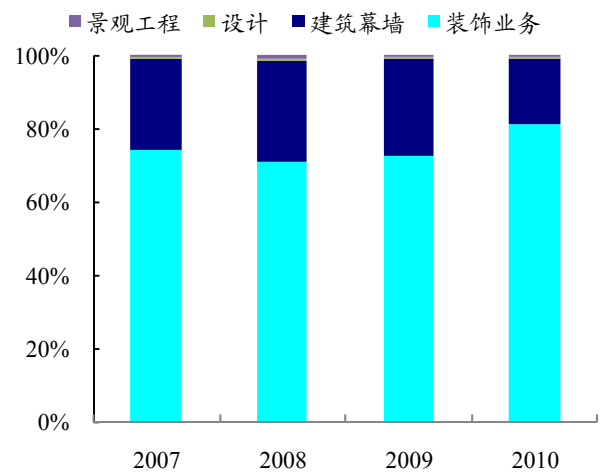
公司收入结构中，幕墙占比 18%，公建和住宅占比各约一半。2010 年新签合同中幕墙占比 15%，今年预计将有一定程度的提升。在招标和工程程序上，一般幕墙工程在前（与结构工程同步），而室内装饰工程在后。公司在两业务上有协同效应，针对同一客户有更强的竞争力。

图 39：亚厦股份建筑幕墙业务收入及增速

图 40：亚厦股份收入结构



数据来源：公司资料、国泰君安证券研究



数据来源：公司资料、国泰君安证券研究

住宅幕墙化已在浙江兴起，现在中档以上楼盘都开始使用幕墙。绿城、滨江等房地产商已经大范围使用。亚厦与两公司都有较好的合作历史，承建其项目，在住宅幕墙上拥有经验和技術优势。在杭州已累计做过住宅幕墙几百万平米。

国内大规模做住宅幕墙的幕墙公司较少，主要原因在于住宅幕墙需求现在看还比较小，未来这块市场发展空间十分广阔。随着公司在幕墙领域，特别是住宅幕墙的经验积累和内装的协同效应发展，公司未来幕墙业务有望实现更好速度的提升。

公司在9月3号宣布了股权激励计划，本激励计划中，公司拟授予激励对象410万份股票期权，占本激励计划签署时公司股本总额21,100万股的1.94%，其中预留股票期权40万份，占本激励计划授出的股票期权总数的9.76%。股权激励的实施有望提升公司凝聚力，有利于公司业务的长期稳定发展。

4.4. 金螳螂

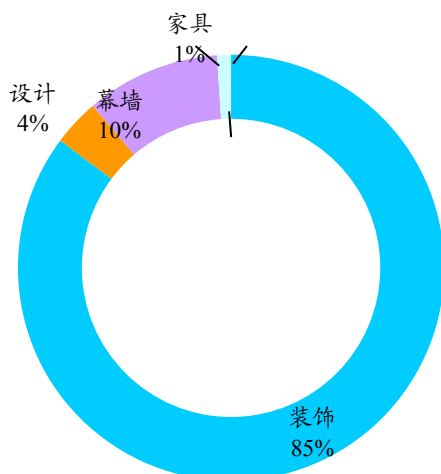
4.4.1. 酒店业务创新高带来盈利高支持，住宅精装长远发展可期待

公司是我国装饰行业的龙头企业，综合排名多年处于第一，连续7年获得“中国建筑装饰行业百强企业评比第一名”。在幕墙行业公司排名也位列前二十。

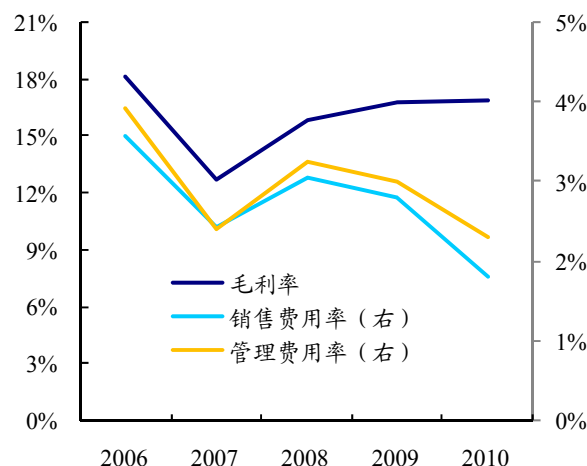
金螳螂重视酒店装饰业务，与国际著名酒店管理公司形成了长期的业务合作模式，从而有效分享到了酒店建设繁荣期的业务爆发。2009以及2010年，其酒店装饰业务金额占公司总收入比例在45%左右，并且今年单个项目金额有一定的提高。与金螳螂合作过的国际酒店管理客户，包括了香格里拉、索菲特、万豪国际酒店集团（Marriott）、世茂、艾美、喜来登酒店（Sheridan）和文华等国际连锁酒店巨头。公司也正在进入住宅精装修领域，与恒大地产签订30亿意向协议。

图 41: 金螳螂收入结构

图 42: 金螳螂毛利率及费用率



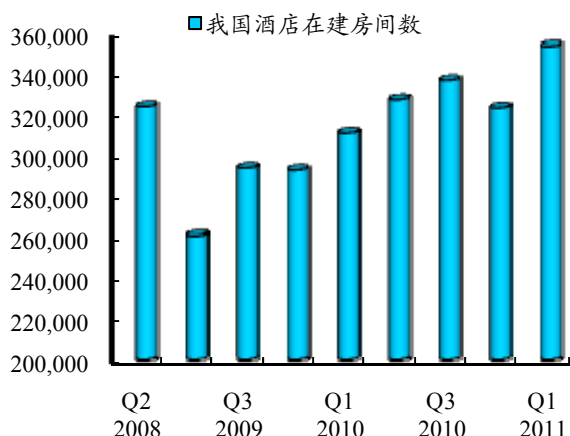
数据来源：公司资料、国泰君安证券研究



数据来源：公司资料、国泰君安证券研究

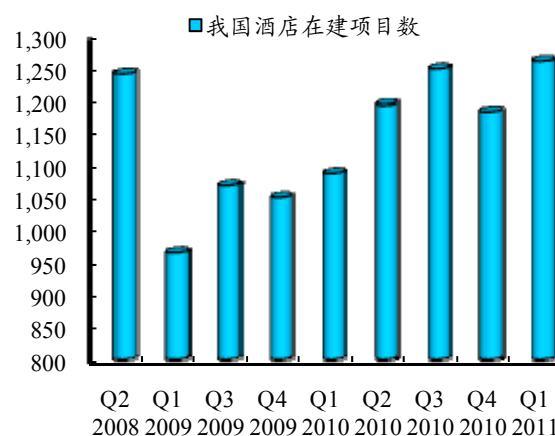
公共装修：酒店建设依然是上市公司公装获得发展支撑的重要保证，在经历了 4 万亿投资后，目前我国酒店在建项目数没有出现明显回落，反而更创新高。同时以地铁、铁路建设为主的其他类公装细分市场在 2011 年也呈现出趋势向上的态势。根据 LE 统计，截止 2011 年 1 季度末我国在建或拟建酒店项目数为 1260 个、房间数为 35.3 万间，同增 15.9% 与 13.8%，环比去年 4 季度增长 6.6% 与 9.3%，超越 08 年 2 季度时高峰 2% 与 9%，分别占全球酒店在建项目总数的 18% 和在建房间数的 29%。无论是从在建总规模还是同比增速上，中国市场都是全球最好的。LE 对于 2011、2012 年的中国新开业酒店预测数量提升到 601 家、450 家。

图 43：中国酒店在建房间数量继续创新高



数据来源：LE，国泰君安证券研究

图 44：中国酒店在建项目数量创新高



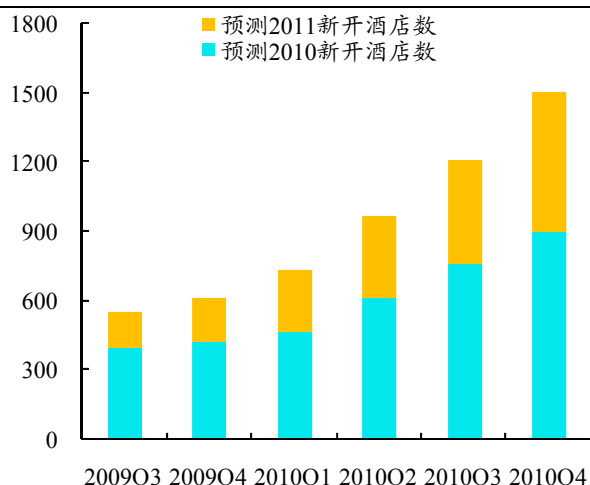
数据来源：LE，国泰君安证券研究

从星级酒店建设结构上看，2011 年 1-5 月我国三、四、五星级酒店新开业数量为 3、28、41，酒店增长仍为高星级酒店为主。二线城市与中西部地区酒店开业增速提升态势明显，从酒店建设区域构成来看，从 09 年 9 月至 11 年 6 月的星级酒店开业统计中，中西部占比 37%。我国酒店建设持续旺盛，未来 2 年仍处高位。上市装修企业显著受益高星级酒店建设高峰持续带来巨大市场。

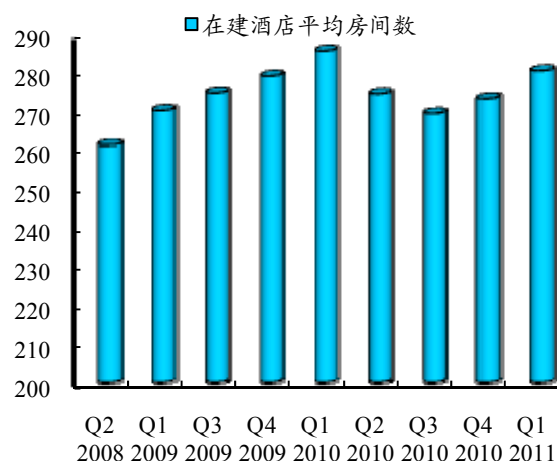
图 45：LE 季度报告不断调高中国新开酒店预测数

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 46：我国在建酒店平均每个项目房间数

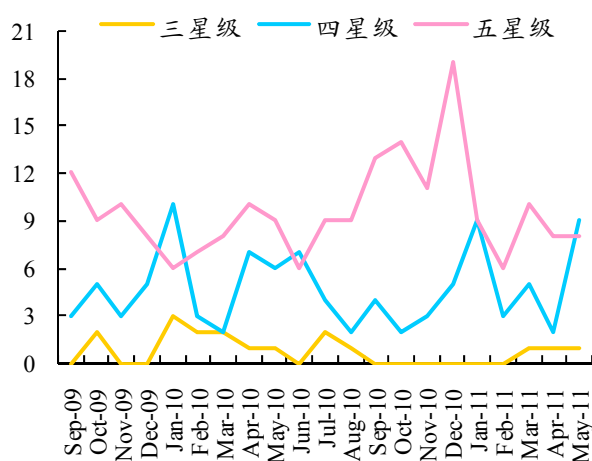


数据来源: LE, 国泰君安证券研究



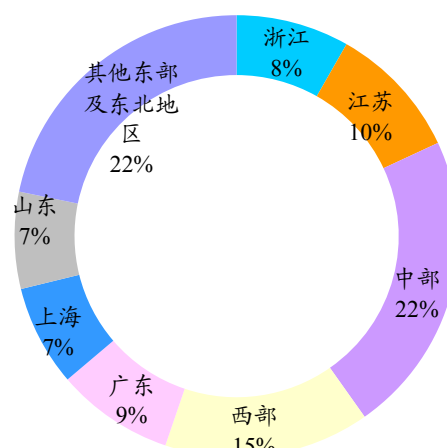
数据来源: LE, 国泰君安证券研究

图 47: 中国每月新开业高星级酒店数量



数据来源: MEADIN, 国泰君安证券研究

图 48: 09.9-11.05, 中西部星级酒店开业占比 37%



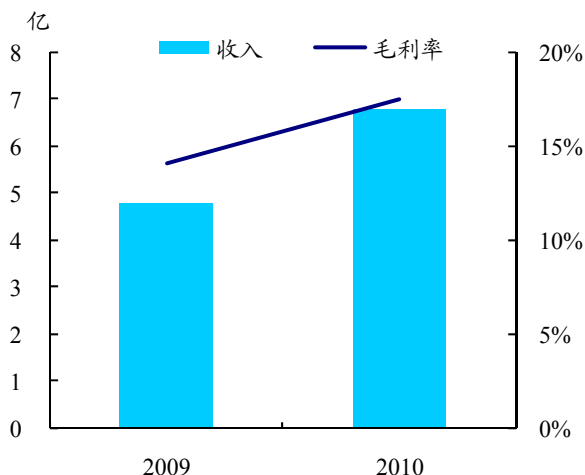
数据来源: MEADIN, 国泰君安证券研究

住宅精装修: 发展大趋势不改, 我国住宅精装修比例的巨大提升空间确保住宅精装修的长期繁荣。短期受到地产调控带来企业回款风险意识的增强, 上市优质企业充足在手合同可带来优势项目的甄别以防范潜在风险。据相关预测, 未来 10 年我国住宅将新建 204.7 亿平米, 住宅精装修市场仍然存在巨大的装饰需求。金螳螂受益于恒大长期合作协议, 获取住宅精装修品牌积累与业务发展锻炼, 保障未来业绩稳定发展, 而长期中可预期获得更多订单金额以及业务盈利能力的提升。

4.4.2. 幕墙业务起点较晚, 但成长能力与盈利性极佳

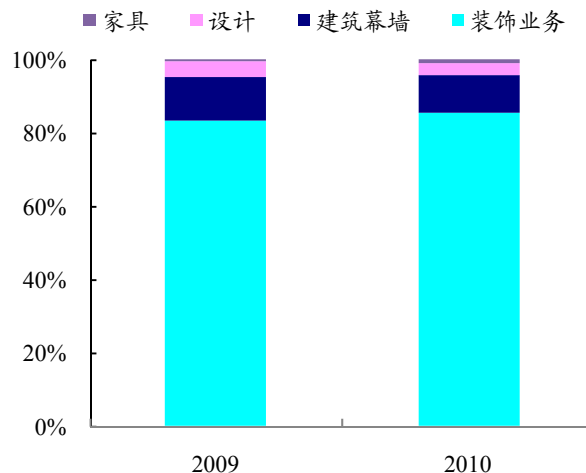
金螳螂幕墙公司具有施工一级、设计甲级资质, 可提供建筑户外装修服务, 包括各种形式的玻璃幕墙、金属及石材幕墙、高性能铝合金门窗、采光天棚等设计及工程务。公司生产基地拥有 10000 平方米的专业生产厂房及从国外引进的生产流水线和专业设装备。专业化生产、先进的设计及计算, 提供了高效生产指导和技术保证。2009 年, 公司以现金方式对全资子公司苏州金螳螂幕墙有限公司增资 5000 万元, 将幕墙业务发展作用内装行业快速发展同时的另一关键领域。

图 49: 金螳螂幕墙业务收入及毛利率



数据来源: MEADIN, 国泰君安证券研究

图 50: 金螳螂收入结构占比



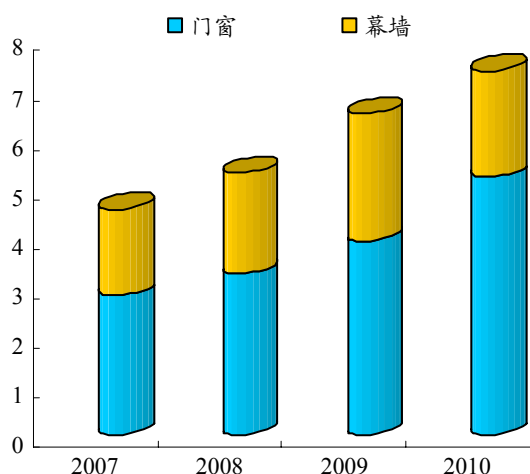
数据来源: MEADIN, 国泰君安证券研究

公司幕墙名单客户主要曾经包括: 苏嘉杭高速公路、江阴海澜集团、春兰集团、常州富都商贸国际大酒店、南京电信大厦、广西南宁国际大酒店、常熟经济开发区、昆山新港湾大酒店、苏州相城商业街、吴中区人民法院等等。

4.5. 嘉寓股份

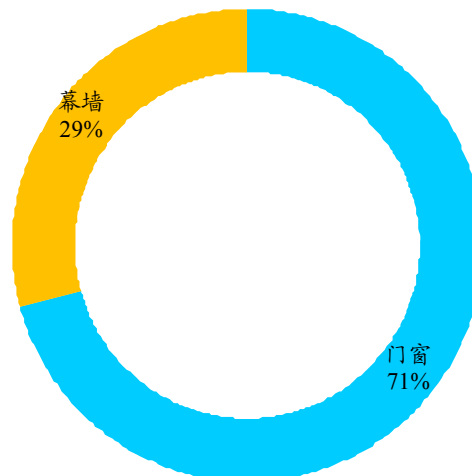
公司主要从事建筑节能门窗、幕墙的研发设计、生产加工与安装业务, 致力于建筑门窗、幕墙节能技术的研究与开发, 是中国领先的节能门窗、节能幕墙整体解决方案提供商。公司定位于大型公共建筑、写字楼、中高档住宅, 全面提供节能门窗、幕墙整体解决方案。2009年, 公司在幕墙行业中排名32。

图 51: 嘉寓股份分业务发展



数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

图 52: 两业务占比

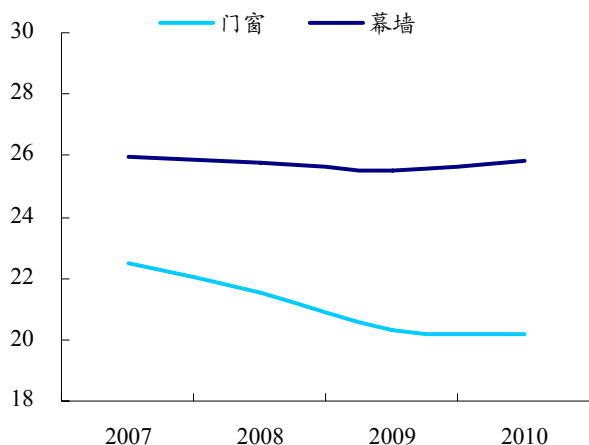


数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

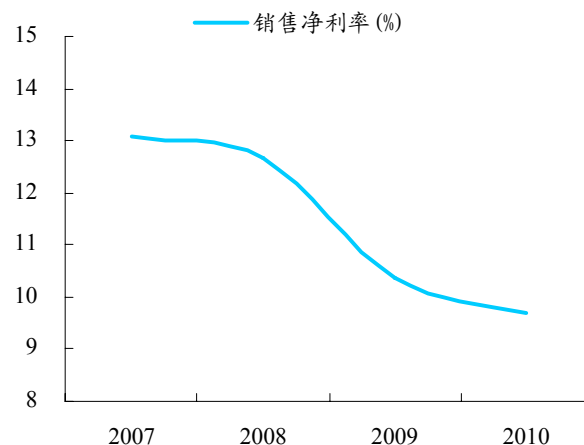
图 53: 门窗毛利率略有下降

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 54: 销售净利润率变化



数据来源：公司资料、国泰君安证券研究



数据来源：公司资料、国泰君安证券研究

公司原有 48 万平方米节能门窗和 20 万平方米节能幕墙产能,由于订单众多,产能紧张。募集资金用于节能门窗生产线改扩建、节能幕墙生产线。节能幕墙生产线 (60 万平方米) 将于 11 年 8 月,节能门窗生产线 (25 万平方米) 将于 11 年 12 月达到预定可使用状态。超募资金新投资广东节能门窗 30 万平方米/年;高档节能幕墙 10 万平方米/年项目明年上半年投产。

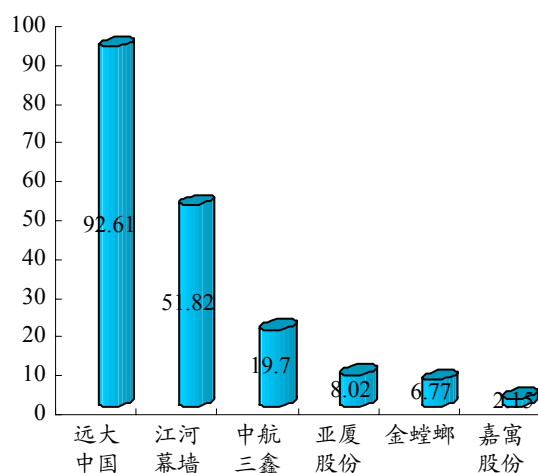
公司积极拓展各类合作商,目前公司已与万科、中海、保利、恒大、龙湖、世茂等多家房地产企业建立了良好的业务合作,保证需求的稳定来源。

4.6. 五公司幕墙业务比较

4.6.1. 江河幕墙是幕墙高端工程龙头

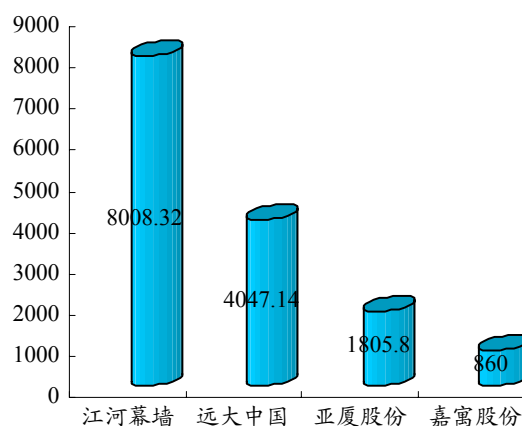
按 10 年收入规模排,沈阳远大中国最大,江河幕墙次之。这两个远大于行业内其他幕墙企业。嘉寓股份在几大上市公司中规模还较小。

图 55: 几大公司 2010 年幕墙收入



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 56: 江河幕墙单个项目金额最高



数据来源: 国泰君安证券研究

注: 嘉寓股份是包括门窗的平均值

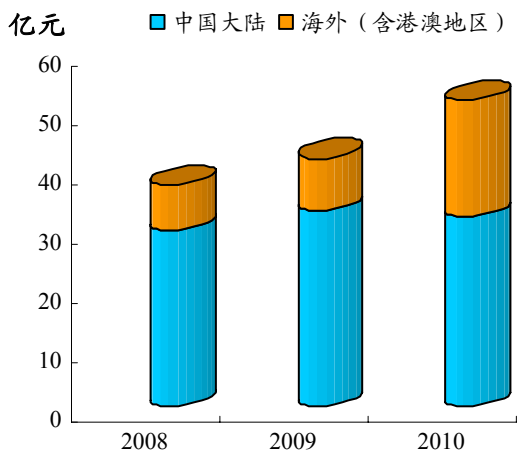
江河幕墙在高端项目上占有优势。考察江河幕墙和远大中国的新签项目

订单数和项目金额，江河幕墙自 2008 年以来平均每个项目金额稳定在 8000 万左右，而远大中国单个项目金额从 08 年的 6291 万下降到 10 年的 4406 万元。嘉寓股份一般幕墙和门窗一起做，所以没有披露单个幕墙项目的金额。江河幕墙平均每个项目施工面积为 101176 平方米，而远大中国平均施工面积为 78889 平方米。嘉寓股份每个项目施工面积平均？平方米。

4.6.2. 国际化程度高

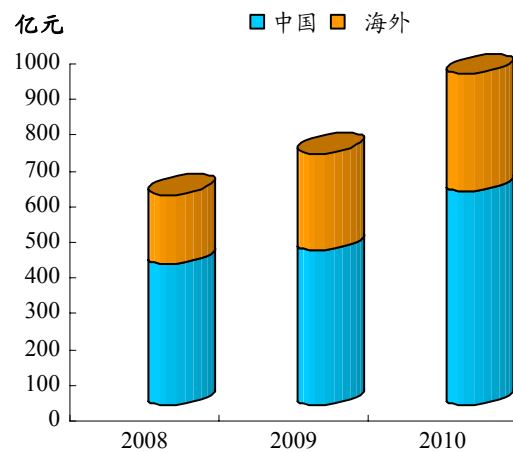
江河幕墙海外项目占比较高，在国际上承接项目的能力强。公司目前正在大力开拓国际市场，并根据不同市场的特点，初步确立了未来发展的方向。公司凭借自身在技术、成本等方面的优势，在东南亚、北美、澳洲等地建立分公司，通过与当地建筑巨头合作，直接承建幕墙项目。

图 57：江河幕墙海外业务增长较快



数据来源：江河幕墙招股说明书，国泰君安证券研究

图 58：远大中国海外业务收入增长缓慢



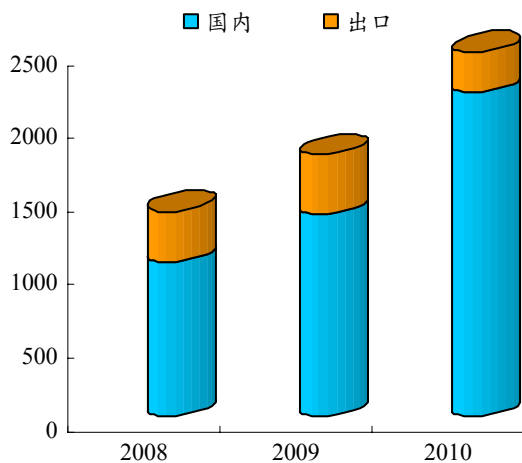
数据来源：远大中国招股说明书，国泰君安证券研究

江河幕墙已在 22 个国家和地区承揽工程，并占据了东南亚高端幕墙工程市场超过 50% 的市场份额。公司海外业务毛利率相对中国大陆业务毛利率较高，报告期内海外业务收入占比逐年增长，公司综合毛利率也有 08 年的 20% 提高到 23%。

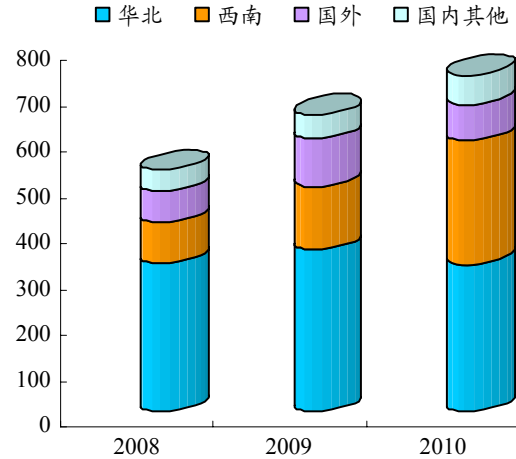
金螳螂和亚厦股份没有在国外承接幕墙业务，中航三鑫和嘉寓股份的海外收入比例有所下降，主要原因是国内业务增长迅速。嘉寓股份西南生产基地建立后西南业务增长非常快。而中航三鑫特玻业务释放产能后主要在国内销售，所以国内业绩增长快。

图 59：中航三鑫海外业务占比缩小

图 60：嘉寓股份海外业务占比缩小



数据来源：中航三鑫，国泰君安证券研究

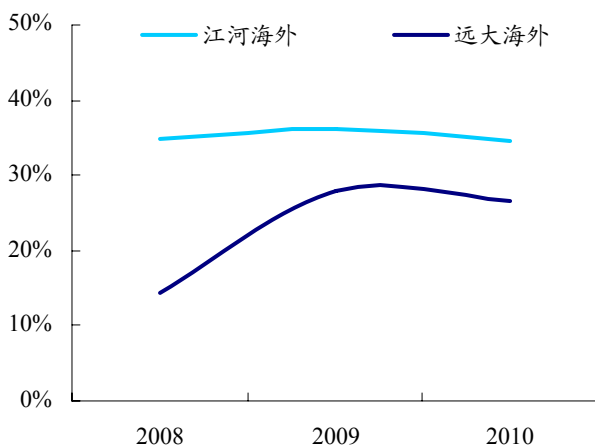


数据来源：国泰君安证券研究

4.6.3. 毛利率嘉寓股份最高

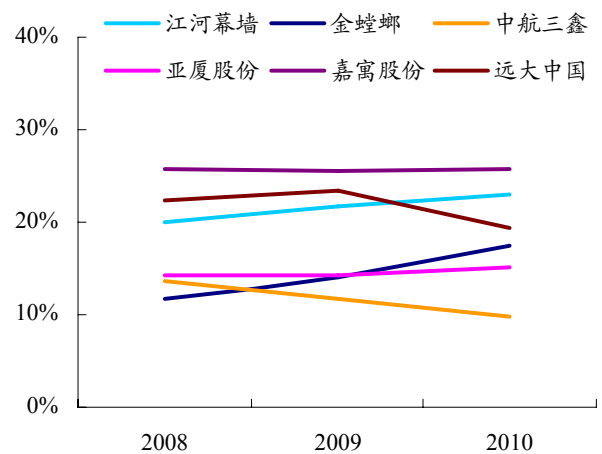
江河股份和远大中国披露了海外业务毛利率，江河建筑毛利率远高于远大。在承接海外工程的过程中，国内企业大多为外国企业打工的“OEM”模式，江河幕墙所有工程均按照“研发设计—生产制造—工程施工—技术服务”的标准化程序，为客户提供专家式的整体解决方案，实现了独立自主经营。远大中国只有部分项目是自主经营。因此公司海外项目毛利率高。

图 61：江河海外业务毛利率远高于远大中国



数据来源：国泰君安证券研究

图 62：嘉寓股份毛利率最高



数据来源：国泰君安证券研究

而金螳螂、亚厦股份没有海外收入。中航三鑫海外业务占比较小，而且中航三鑫这里统计的是幕墙施工的毛利率所以很小，但它的幕墙玻璃生产规模还很小，没有规模效应，所以毛利率也很低，只有 11% 左右。

嘉寓股份幕墙业务的毛利率高于其他各公司，它是自主生产幕墙比例最高的公司，因此拉高了毛利。

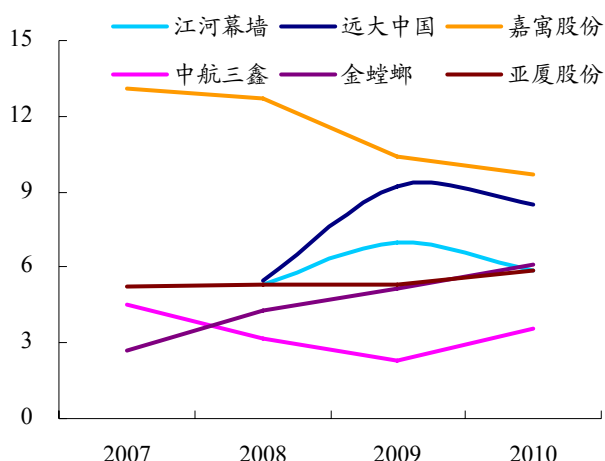
4.6.4. 净利率嘉寓股份最高

看几个公司盈利能力，嘉寓股份净利润率最高，远大次之，江河、金螳螂和亚厦都在 6%左右。除了毛利率因素外，远大和江河因为海外业务占比较大，管理费用率明显高于其他公司。

销售费用对比，江河幕墙较高。主要原因是江河独立自主参加海外项目承接，销售费率，甚至在很多时候会作模型之类。

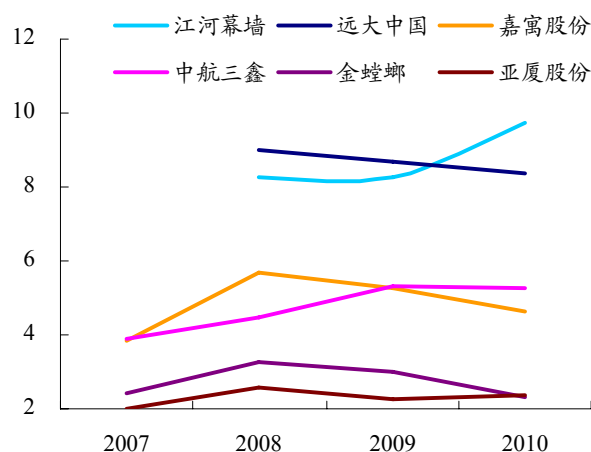
新募集资金的金螳螂、亚厦财务费用为负，其余公司财务费用率也在 2% 以下，不是很高。

图 63: 嘉寓股份净利润率最高



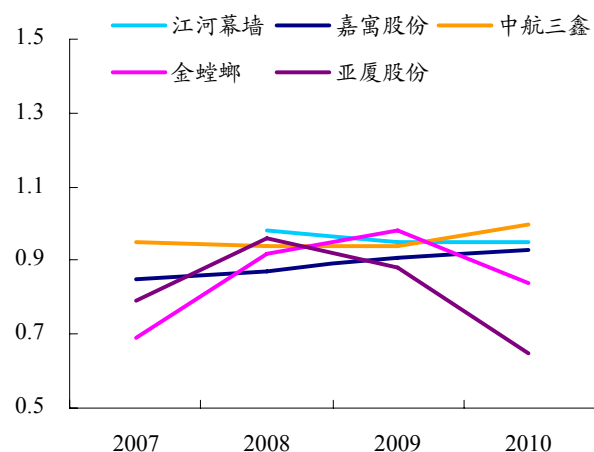
数据来源：国泰君安证券研究

图 64: 江河、远大管理费率明显高于其他



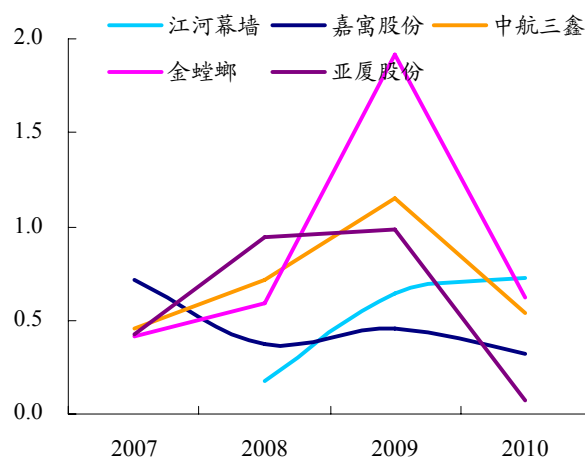
数据来源：国泰君安证券研究

图 65: 亚厦销售费率较低



数据来源：国泰君安证券研究

图 66: 亚厦财务费率也较低



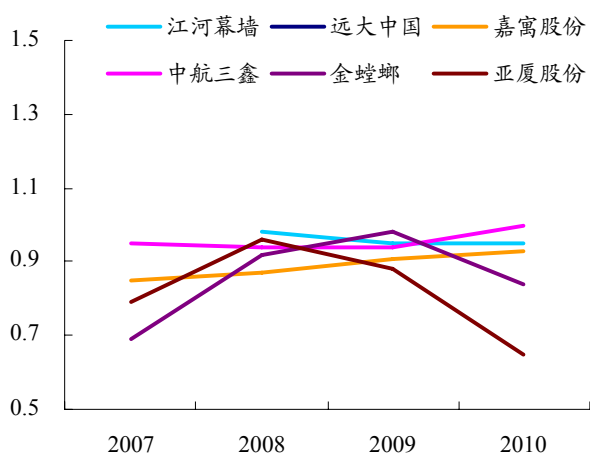
数据来源：国泰君安证券研究

4.6.5. 现金流

从经营活动现金流入与收入的比例看，中航三鑫和江河幕墙现金流入比较稳定，能较好地收回现金。而亚厦股份和金螳螂这个数值变动较大，可能是因为装修行业 10 年发展较快，而回款周期相对较长所致。

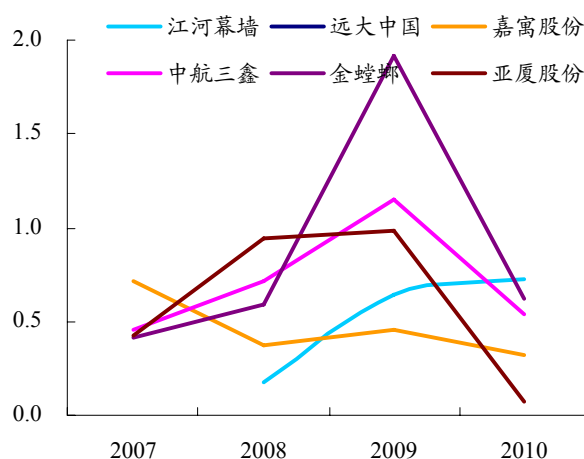
从经营活动现金流净流入与净利润的比例看，金螳螂和亚厦较高。嘉寓股份一直较低，主要原因是存货持续增长较快，年复合增幅 44%，远快于收入和利润增速，现金流净流出较多。而亚厦股份前几年收益质量较好，就 10 年经营活动净现金流/净利润比值大幅下降到 0.07，一方面是因为公司去年业绩扩张较快，有部分尚未收回，表现为应收帐款从 09 年 8.88 亿，上升为 10 年的 20 亿，另外存货也从 0.76 亿上升为 1.76 亿。

图 67: 经营活动现金流入/收入江河和中航三鑫较高



数据来源：国泰君安证券研究

图 68: 经营活动净现金流/净利润普遍小于 1

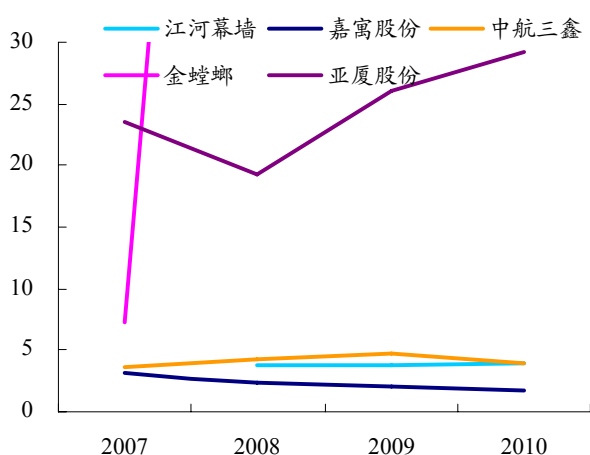


数据来源：国泰君安证券研究

4.6.6. 营运能力

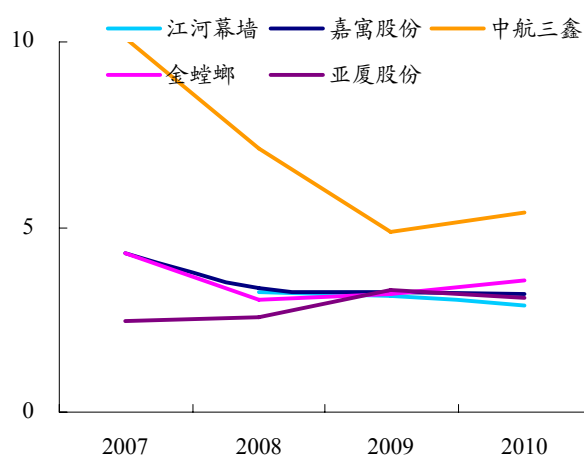
从存货周转率看，两个装饰装修股近三年周转率达到 20 以上，而嘉寓股份存货增长较快，所以周转率有所下滑。应收帐款周转率中中航三鑫生产属性较高大，所以质保金等较少，周转率较高。其余差别不大。

图 69: 行业不同存货周转率不同



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

图 70: 应收帐款周转率中航三鑫明显较高



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

4.6.7. 总结

上市公司中做幕墙的企业有江河幕墙、嘉寓股份、中航三鑫、金螳螂、亚厦股份。比较 5 家企业，江河幕墙规模最大，技术最强，国际化程度

高，承接项目最为高端，是行业龙头。公司受益于国内和中东城市化进程，订单增速快，10 年订单增速 90%，在手订单充足，业绩将爆发式增长。**嘉寓股份**以节能门窗和节能幕墙为主业，毛利率和净利率行业内最高。今年下半年公司 IPO 募投项目达产，产能翻番；明年超募资金投资项目达产，产能再增长。区域拓展顺利，订单饱满。股权激励机制到位，今明两年成长可期。

金螳螂和亚厦股份的主要优势体现在装饰行业，装饰业景气度依然高位，两公司订单充足。同时亚厦也是国内住宅幕墙的先行者，在住宅幕墙大规模推广后，其幕墙业务必将获得高速发展，弹性很大。

表 15：幕墙装饰企业盈利预测

代码	上市公司	股价	EPS			PE			市值	评级
		2011-8-23	11	12	13	11	12	13	亿元	
002081.SZ	金螳螂	45.29	1.41	2.2	3.1	32	21	15	218	谨慎增持
002375.SZ	亚厦股份	35.80	1.23	1.94	2.81	29	18	13	151	谨慎增持
002482.SZ	广田股份	33.86	1.17	1.72	2.4	29	20	14	108	谨慎增持
002325.SZ	洪涛股份	25.99	0.62	0.83	1.04	42	31	25	60	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

5. 行业风险

5.1. 经济增长放缓风险

建筑幕墙行业是典型的都市型产业，宏观经济发展状况、城市化水平、固定资产投资规模以及房地产业的发展对其影响很大，具有一定的周期性。若未来我国的经济增长放缓，文体中心建设、酒店建设和办公刘需求都会下降，将对幕墙行业产生不利影响。

5.2. 海外局势不稳风险

江河幕墙、远大中国、嘉寓股份都有部分海外业务。海外局势不稳或政治危机，经济建设必将受到影响，对幕墙的需求将大幅下降。原已开工的项目也有推迟或停止的风险。甚至已完工项目的回款也可能会受到影响。

5.3. 原材料价格风险

由于幕墙公司签订的合同大多为固定造价合同，施工周期一般为 6-24 个月，项目开始后原材料涨价合同价格不会调整，会影响毛利率。幕墙的主要原材料是铝型材、玻璃、铝板材料。铝制品价格变动对幕墙企业的影响较大。

5.4. 应收帐款回收风险

由于幕墙工程竣工验收后，工程款通常付至已完工工程产值的 80%-85%，竣工验收通常需要 3-6 个月时间；工程决算后工程款通常付至 95%，工程决算通常需要 6-12 个月时间；最后 5%通常留作工程质保

金，质保金在保修期满后支付，保修期通常为 1-3 年。因此验收决算期间的应收账款及质保期内的应收账款比例及金额较大。如果业主方发生违约，应收账款收不回会对公司造成较大损失。应收账款若遭到拖欠，也会产生短期流动性问题。

江河幕墙（601886.SH）：走向世界的高端建筑幕墙业龙头（谨慎增持）

- 江河幕墙是专业的幕墙系统整体方案供应商，主要承接城市公共建筑和高层住宅的建筑幕墙工程，排名国内第2、全球第5。获得多项国家或省部级奖项，包括中国建筑工程最高奖鲁班奖22项。
- 公司相比业内其他竞争对手，技术领先，定位高端。近年来为多个地标建筑承建幕墙，承揽项目包括中央电视台新址主楼、国贸三期、上海中心大厦，以及广州珠江城、新加坡金莎娱乐城、阿布扎比天空塔。同时，公司拥有中国幕墙业唯一一家国家级企业技术中心。
- 建筑幕墙具有结构轻、建设速度快、装饰效果好、物理性能高、节能、防震、防护效果好等特点，也日益成为现代大型建筑的必要组成部分。2010年《中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要》指出：到2015年建筑幕墙行业产值要达到4,000亿元，年平均增长率为21.3%左右。建筑业“十二五”规划提出全国建筑业总产值、建筑业增加值年均增长15%以上；建筑产品施工过程的单位增加值能耗下降10%。规划将促进幕墙也需求增长。
- 国内幕墙下游需求旺盛。城市化率提高和消费升级促进国内办公楼、酒店业需求，北京、沈阳、上海、武汉等地的写字楼空置率下降到10%左右，国际酒店巨头10-16年中国规划新开酒店数超过90。区域地标性建筑随大规模城市数量而需求增加。预计公司未来订单将保持高速增长。
- 公司近几年海外收入占比提高，10年占比38%，主要集中在中东与亚太。世界经济复苏，正在城市化进程中的中东和亚太将是幕墙需求增长最快的地区，公司在阿联酋等地业务量大，将受益于该地经济复苏。
- 2010年公司新签项目额105个，较09年增加53个；金额大幅增加，达到85亿元，较09年增长90%。公司10年确认收入51.8亿，较09年增长25%。截至2011年4月15日在手合同105亿。目前公司在手订单较多，是未来业绩保障。
- 盈利预测：预期11-12年EPS0.78、1.39，净利润同增41%、78%。增持，目标价31元。

评级： 谨慎增持

上次评级：

目标价格： 31.00

上次预测：

当前价格： 27.24

2011.08.25

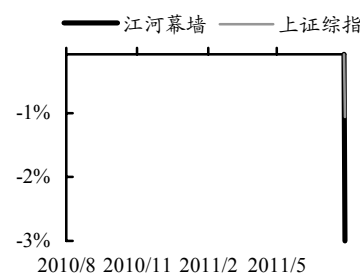
交易数据

52周内股价区间(元)	24.62-29.30
总市值(百万元)	14,672
总股本/流通A股(百万股)	560/88
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	16%
日均成交量(百万股)	0
日均成交额(百万元)	0

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	1,682
每股净资产	3.00
市净率	8.7
净负债率	33%

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	23%	-13%	93%
相对指数	17%	-6%	83%

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,189	5,182	7,981	10,860	13,563
(+/-)%	12%	24%	54%	36%	25%
经营利润(EBIT)	391	467	706	936	1,219
(+/-)%	40%	20%	51%	33%	30%
净利润	291	309	438	718	950
(+/-)%	49%	6%	42%	64%	32%
每股净收益(元)	0.65	0.69	0.78	1.28	1.70
每股股利(元)	0.14	0.05	0.05	0.05	0.05

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	9.3%	9.0%	8.9%	8.6%	9.0%
净资产收益率(%)	21.2%	18.4%	10.6%	14.9%	16.5%
投入资本回报率(%)	20.3%	17.6%	10.6%	12.6%	13.9%
EV/EBITDA	28.1	23.2	16.8	12.3	9.0
市盈率	42.1	39.6	34.8	21.2	16.1
股息率(%)	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

模型更新时间: 2011.08.25

股票研究

 工业
 建筑工程业

江河幕墙 (601886)

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次

目标价格: 31.00

上次预测:

当前价格: 27.24

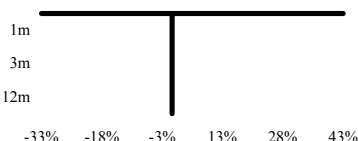
公司网址

www.jianghogroup.com

公司简介

公司是集产品研发、工程设计、精密制造、安装施工、咨询服务、成品出口于一体的幕墙系统整体解决方案提供商,是中国最具技术实力、最具成长性的高端幕墙企业,是全球建筑幕墙行业的主要领导者与领先企业。公司拥有中国幕墙业唯一一家国家级企业技术中心、首家国际认可 CNAS 出口企业检测中心,同时也是国内幕墙行业首家国家火炬计划高新技术企业、国家级博士后科研工作站设站企业,在全球设立了 30 多家分支机构,在北京、上海、广州建有一流的研发设计中心与生产制造基地。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

24.62-29.30

市值 (百万)

15,254

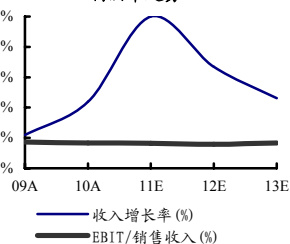
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	4,189	5,182	7,981	10,860	13,563
营业成本	3,278	3,992	6,147	8,390	10,487
税金及附加	43	46	71	97	121
销售费用	131	172	279	380	448
管理费用	347	505	777	1,057	1,288
EBIT	391	467	706	936	1,219
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
投资收益	0	3	2	2	2
财务费用	33	34	-17	-59	-39
营业利润	295	359	510	840	1,112
所得税	45	57	81	133	176
少数股东损益	0	-3	-4	-6	-8
净利润	291	309	438	718	950
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	686	1,064	3,412	3,797	4,775
其他流动资产	0	0	0	0	1
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	375	443	1,079	1,192	1,288
无形资产及其他资产	208	207	200	194	188
资产合计	3,957	5,132	10,449	12,205	15,217
流动负债	2,508	3,410	6,060	7,131	9,229
非流动负债	74	41	250	250	250
股东权益	1,373	1,682	4,144	4,835	5,757
投入资本(IC)	1,662	2,233	5,590	6,274	7,407
现金流量表					
NOPLAT	338	394	595	789	1,027
折旧与摊销	31	38	70	94	110
流动资金增量	1,233	-396	-498	-302	-167
资本支出	-149	-125	-708	-210	-211
自由现金流	1,453	-90	-541	371	759
经营现金流	189	257	430	621	1,003
投资现金流	-147	-120	-707	-208	-209
融资现金流	187	168	2,624	-28	184
现金流净增加额	230	305	2,348	385	978
财务指标					
成长性					
收入增长率	11.8%	23.7%	54.0%	36.1%	24.9%
EBIT 增长率	40.0%	19.6%	51.2%	32.5%	30.3%
净利润增长率	48.6%	6.1%	41.6%	64.1%	32.2%
利润率					
毛利率	21.8%	23.0%	23.0%	22.7%	22.7%
EBIT 率	9.3%	9.0%	8.9%	8.6%	9.0%
净利润率	7.0%	6.0%	5.5%	6.6%	7.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	21.2%	18.4%	10.6%	14.9%	16.5%
总资产收益率(ROA)	7.4%	6.0%	4.2%	5.9%	6.2%
投入资本回报率(ROIC)	20.3%	17.6%	10.6%	12.6%	13.9%
运营能力					
存货周转天数	98	92	92	92	92
应收账款周转天数	115	126	122	126	126
总资产周转天数	301	320	356	30	41
净利润现金含量	0.65	0.83	0.98	0.86	1.06
资本支出/收入	4%	2%	9%	2%	2%
偿债能力					
资产负债率	65.3%	67.2%	60.4%	60.5%	62.3%
净负债率	-29.3%	-30.7%	-53.4%	-53.7%	-58.3%
估值比率					
PE	42.1	39.6	34.8	21.2	16.1
PB	8.9	7.3	3.7	3.2	2.6
EV/EBITDA	28.1	23.2	16.8	12.3	9.0
P/S	2.9	2.4	1.9	1.4	1.1
股息率	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

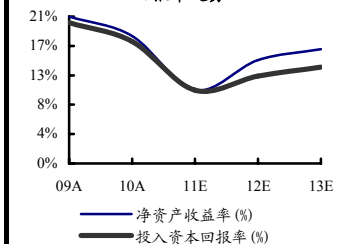
股票绝对涨幅和相对涨幅



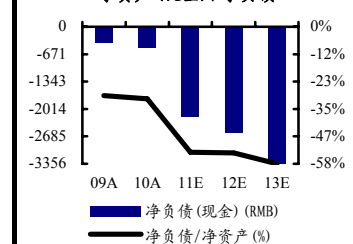
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



嘉寓股份 (300117.SZ): 节能门窗和幕墙业的领先者 (谨慎增持)

- 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。
- 公司产品定位中高端市场，采取品牌销售策略，与万科、恒大、总部基地等大型地产开发商和项目建立长期合作伙伴关系，每年来自于长期合作企业的销售收入占比达到 30%。
- 公司业务原集中在华北地区，公司 06 年主营收入超过八成来自华北地区，09 年这一比例已降至 54%，今年上半年华北地区收入占比 36%，主要原因是华东华南等地增速较快。今年上半年华东华南及东北市场业务同比增 448%，收入占比上升到 29.2%。开拓市场已初显成效。
- 上半年新签订订单 7.29 亿元，同比翻番。大部分工程合同从签约到施工并实现销售收入存在时间差，目前尚未实施，将在下半年及以后逐步实现收入，保证未来业绩高速增长。
- 公司 IPO 募投项目今年 8 月起开始释放产能，节能门窗产能新增 60 万平米，节能幕墙新增 25 万平米，总产能将是原来的 1.25 倍。公司使用超募资金在广东新增产能节能门窗 30 万平米和节能幕墙 10 万平米，明年 3 月即可试生产。配合目前充足的项目订单，预计今年下半年起业绩会有快速增长。
- 建筑业“十二五”规划提出全国建筑业总产值、建筑业增加值年均增长 15%以上；新建工程的工程设计符合国家建筑节能标准要达到 100%；全行业对资源节约型社会的贡献率明显提高。鼓励采用先进的节能减排技术和材料。鼓励降低碳排放量大的建材产品使用。节能幕墙和节能门窗将被广泛使用，公司产品需求将持续增长。
- 盈利预测：预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.39, 0.75 和 1.05 元，谨慎增持，目标价 17 元。

评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 17.00

上次预测:

当前价格: 15.13

2011.08.25

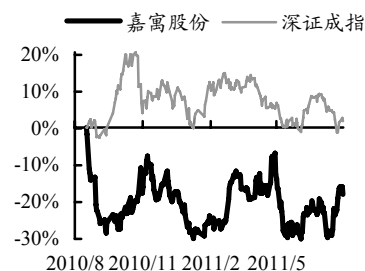
交易数据

52 周内股价区间 (元)	12.59-40.00
总市值 (百万元)	3,286
总股本/流通 A 股 (百万股)	217/56
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	26%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交额 (百万元)	20

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,116
每股净资产	5.14
市净率	2.9
净负债率	19%

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	-5%	0%
相对指数	10%	-1%	-3%

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	650	736	1,121	1,974	2,602
(+/-)%	23%	13%	52%	76%	32%
经营利润 (EBIT)	91	100	115	213	293
(+/-)%	23%	10%	14%	86%	38%
净利润	68	71	85	164	228
(+/-)%	2%	6%	19%	93%	39%
每股净收益 (元)	0.84	0.66	0.39	0.75	1.05
每股股利 (元)	0.05	0.00	0.12	0.23	0.31

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	14.0%	13.6%	10.2%	10.8%	11.3%
净资产收益率(%)	18.8%	6.5%	6.7%	11.8%	14.7%
投入资本回报率(%)	15.6%	6.6%	7.4%	13.1%	14.8%
EV/EBITDA	12.2	9.1	22.2	12.1	9.5
市盈率	18.1	23.0	38.7	20.1	14.4
股息率 (%)	0.3%	0.0%	0.8%	1.5%	2.1%

作者简介:**韩其成:**

执业资格证书编号: S0880511010022

电话: 021-38676162

邮箱: hanqicheng@gtjas.com

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。

2010、2009、2008 年新财富最佳分析师非金属建材第一名、第三名、第三名, 2010、2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2010、2009、2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第二名、第三名、第三名。2010 年水晶球奖最佳分析师建筑与工程行业第二名。

王丽妍:

执业资格证书编号: S0880511080002

电话: 021-38674623

邮箱: wangliyan008084@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员, 清华大学金融硕士, 2009 年加入国泰君安证券。

张琨 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090085

电话: 021-38674754

邮箱: zhangkun008742@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员, 上海财经大学数量经济专业硕士, 2010 年加入国泰君安证券。

熊昕 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111030019

电话: 021-38676715

邮箱: xiongxin009291@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员, 丹麦罗斯基勒大学生物信息学硕士, 2010 年加入国泰君安证券。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

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		