

业绩扭亏为盈，BIPV 业务将迎放量增长——2022 年年报点评

核心观点：公司 2022 年业绩扭亏为盈，实现营收 180.6 亿元，同比下降 13.2%，实现归母净利润 4.9 亿元，扣非归母净利润 2.9 亿元，均转亏为盈。公司 BIPV 业务开始形成实际收入和利润，在建异性组件基地预计于 2023 年中期投产，BIPV 业务有望迎来放量增长。

摘要

业绩实现扭亏为盈。2022 年公司实现营收 180.6 亿元，同比下降 13.2%，其中建筑装饰板块、医疗健康板块分别实现营收 170.9 亿元和 9.6 亿元，同比下降 13.9%和上升 1.9%，受产能释放不足、地产行业下行影响，公司毛利率下降 0.6 个百分点至 16.7%。2022 年公司实现归母净利润 4.9 亿元，实现扣非归母净利润 2.9 亿元，均转亏为盈，主要原因在于：1、2021 年公司计提了 18.6 亿元恒大集团相关减值，2022 年公司加强经营风险管控，未发生大额减值；2、公司转让子公司江河创科和江河数智的全部股权，产生投资收益约 2.4 亿元。

BIPV 业务或将迎来放量增长。2022 年公司累计中标 BIPV 项目 8.5 亿元，其中一/三/四季度中标金额分别为 6.1/1.6/0.7 亿元。我们认为公司 2023 年 BIPV 业务将迎放量增长，对公司业绩产生实质性帮助：1、公司于湖北浠水建设的 300MW 异性光伏组件基地预计将在 2023 年中期投产，自建产线有助于 BIPV 业务拓展和降本增利；2、公司 2022 年 BIPV 业务实现收入 1.7 亿元，毛利率 25.2%，显著高于建筑装饰板块 16.1%的毛利率；3、光伏组件价格下行提升了 BIPV 的经济性。我们看好 BIPV 的前景和公司在该领域的布局，在建的浠水异形组件基地和渠道优势将带给公司极大的先发优势。

完善战略布局，智能制造助推产业升级。2022 年公司积极建设成都、武汉和济南的区域总部基地和湖北异性光伏组件基地，完善国内战略布局，为未来发展夯实基础。同时公司积极拥抱智能制造，研发的幕墙生产 MES 系统、自动化生产线在北、上、广三大工厂落地，实现了生产、质检、物流等关键环节的数字化、自动化和智能化，引领行业创新发展。

下调目标价至 11.88 元，维持买入评级。我们预测 2023-2025 年公司净利润分别为 6.1/6.9/7.7 亿元，EPS 分别为 0.54/0.61/0.68 元（原 2023/2024 年预测为 0.81/0.94 元）。给予可比公司 2023 年平均 PE 估值 22X，对应目标价 11.88 元。

江河集团 (601886.SH)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:s1440519120002

SFC 编号:BP491

发布日期：2023 年 03 月 30 日

当前股价：7.27 元

目标价格 6 个月：11.88 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.91/-6.53	-9.69/-14.53	9.65/8.62
12 月最高/最低价 (元)		10.31/4.63
总股本 (万股)		113,300.21
流通 A 股 (万股)		113,300.21
总市值 (亿元)		82.37
流通市值 (亿元)		82.37
近 3 月日均成交量 (万)		513.99
主要股东		
北京江河源控股有限公司		27.86%

股价表现

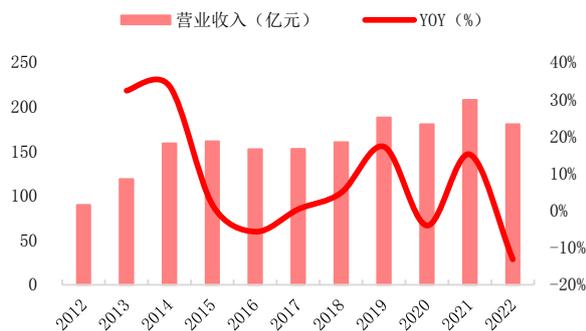


相关研究报告

表 1:重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,789.39	18,056.40	19,888.28	22,931.92	26,346.64
YoY(%)	15.18	-13.15	10.15	15.30	14.89
净利润(百万元)	-1,007.13	489.07	612.89	693.10	773.96
YoY(%)	-206.20	148.56	25.32	13.09	11.67
毛利率(%)	17.24	16.69	17.26	17.25	17.26
净利率(%)	-4.84	2.71	3.08	3.02	2.94
ROE(%)	-15.89	7.70	9.12	9.72	10.19
EPS(摊薄/元)	-0.89	0.43	0.54	0.61	0.68
P/E(倍)	-8.18	16.84	13.44	11.88	10.64
P/B(倍)	1.30	1.30	1.23	1.15	1.08

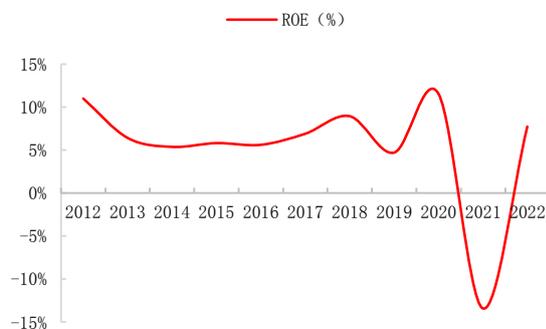
资料来源: 公司公告, wind, 中信建投证券

图 1:2022 年实现营收 180.6 亿元


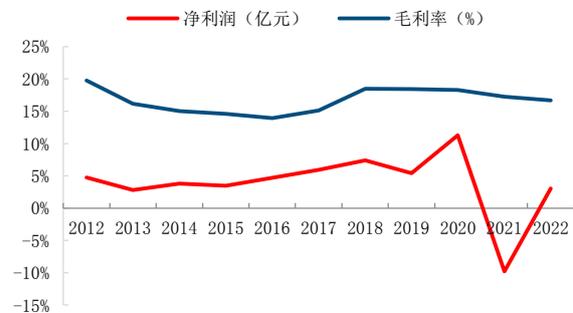
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 2:公司归母净利润实现扭亏为盈


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

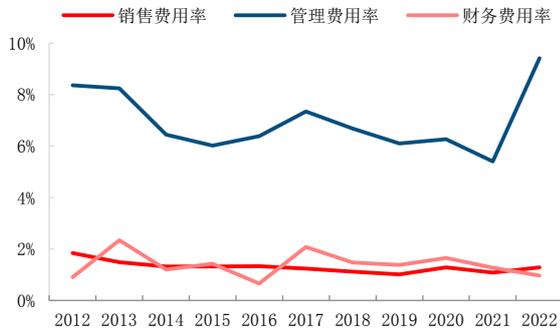
图 3:2022 年公司 ROE 为 7.7%


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 4:2022 年公司销售毛利率下降至 16.7%


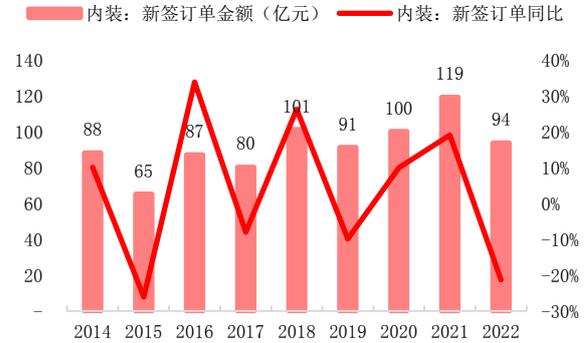
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 5:期间费用率整体上升



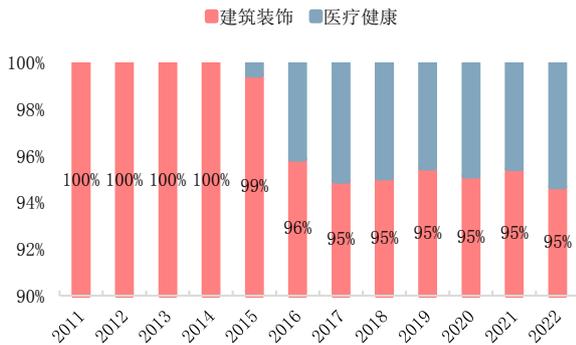
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 6:财务稳健, 营业收现比超过 100%



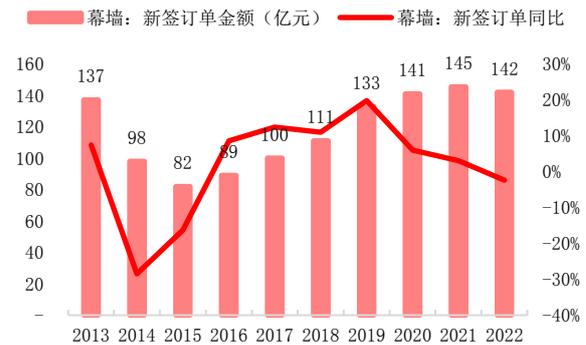
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 7:公司营收结构保持稳定



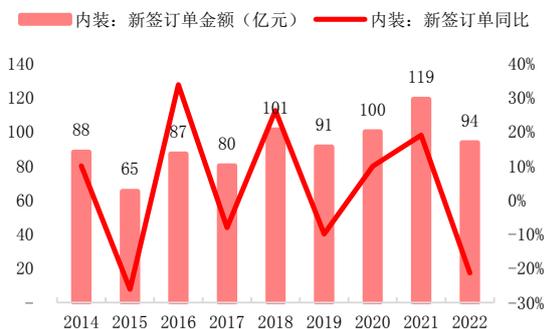
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 8:幕墙新签订单较为平稳



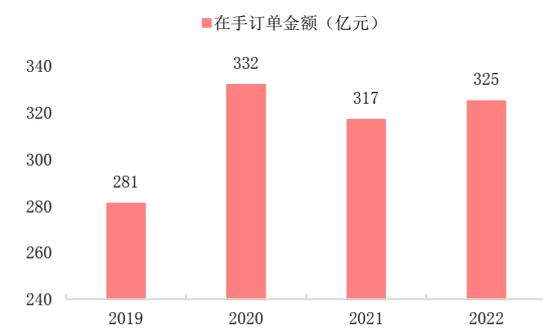
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 9:内装订单受地产行业下行影响较大



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 10:截至 2022 年末, 公司在手订单 325 亿元



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

表 2:可比公司估值表 (截至 2023 年 3 月 28 日)

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	PE			
			2021	2022E	2023E	2024E
森特股份	603098.SH	136.2	--	53	28	19
杭萧钢构	600477.SH	107.8	26	29	24	23
东南网架	002135.SZ	74.8	15	26	13	11
可比公司平均			21	36	22	18

资料来源:公司公告, 中信建投证券

注:东南网架 2022 年业绩为实际值

风险分析

公司的主要风险包括房地产复苏不及预期和新业务发展不及预期的风险:

1、房地产复苏不及预期可能给公司带来诸多影响: 1) 应收账款回收难度加大, 公司内装和部分幕墙业务业务方为房地产开发商, 若房地产市场复苏进展缓慢, 开发商付款可能延后, 公司曾于 2021 年计提恒大集团相关减值 18.6 亿元; 2) 幕墙、内装业务新订单获取亦可能受影响, 在行业整体处于底部区间的情况下, 开发商等投资方对办公楼、高端住宅投资力度下降, 公司订单获取可能受到影响。

2、异型光伏组件生产对公司而言是新领域, 存在研发、投产结果不及预期的可能性。

分析师介绍

竺劲

房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10 年证券从业经验。多次荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业）、新财富最佳分析师（房地产行业）、机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）、卖方分析师水晶球奖（房地产行业）等奖项。

研究助理

曹恒宇

caohengyu@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk