

证券研究报告/公司深度报告

增持

上次评级: 增持

国内幕墙龙头, BIPV 或将带来第二增长极

报告摘要:

江河集团是国内幕墙龙头。建筑装饰为公司主业,可贡献 90%以上的营收与毛利,可分为幕墙与内装两个领域。公司深耕幕墙领域二十余年,市占率稳居国内第一。

减值风险释放已较为充分,公司业绩有望回暖。公司室内装饰业务与地产相关性强,2021 年归母净利润出现亏损,主因该年度共计提各类减值损失 24.6 亿元,截至 2021 年底,公司对恒大的应收款项净敞口仅剩 1.8 亿元,计提较为充分。截止 2022H1,公司在手订单达 344 亿元,为 2021 年营收的 1.65 倍,订单充裕,有望推动公司业绩回暖。此外,公司拟将所持有的江河创科与江河数智股权以 4.3 亿元对价转让给中顺永峰,预计带来 2.44 亿元投资收益。

幕墙领域,公司品牌+技术优势凸显, BIPV 或将带来第二增长极。幕墙为建筑业中的高端可选消费品,呈大空间+小公司格局,2020 年规模达 4300 亿元。公司在全球各地承建了数百项地标性建筑,拥有稳定优质的客户群体,已形成了精简高效的科研团队,技术优势显著。此外,光伏幕墙作为分布式光伏的主要应用场景之一,当下已能产生较好的经济效益,且若钙钛矿得到商业应用,有望进一步推动光伏幕墙发展。在政策与经济性的双重催化下,我们预计到 2025 年 BIPV 幕墙市场或有十倍扩容空间,前景可期。截止三季度末,公司已累计承接 BIPV 项目 7.83 亿元,全年 10 亿元目标有望超额完成,进展顺利。

内装领域,内地地产政策底已现,香港工程开支力度加大。公司以多品牌战略同时在内地与港澳地区开展内装业务,其中内地地产政策底或已出现,民营地产企业融资节奏有所放宽,装修装饰行业有望受益;香港地区为对冲经济下行,预计 2022 年政府基本工程开支将达到 960 亿港元,2023-2026 年期间预计分别达 1112 亿、1150 亿、1165 亿、1179 亿港元,总体投资力度较 2019-2021 年期间将实现明显提升。

给予增持评级。随着双碳战略推进,钙钛矿等光伏电池技术迅速发展,我们预计 BIPV 幕墙有望成为公司增长新动能,预计 2022 年~2024 年 EPS 为 0.67/0.89/1.08 元,对应 PE 为 12.67/9.59/7.88 倍。

风险提示: 回款风险, BIPV 市场发展不及预期,公司业绩不及预期

股票数据 2022/11/28

6 个月目标价 (元)	--
收盘价 (元)	8.53
12 个月股价区间 (元)	4.63~10.31
总市值 (百万元)	9,664.51
总股本 (百万股)	1,133
A 股 (百万股)	1,133
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	7

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	1%	-4%	27%
相对收益	-5%	5%	51%

相关报告

《江河集团 (601886): BIPV 拓展顺利, 或成为增长新动能》

--20221028

《江河集团 (601886): 疫情致业绩下滑, 光伏建筑转型显成效》

--20220731

财务摘要 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,050	20,789	18,977	22,269	24,844
(+/-)%	-4.02%	15.18%	-8.72%	17.34%	11.57%
归属母公司净利润	948	-1,007	763	1,008	1,226
(+/-)%	168.78%	-206.20%	175.73%	32.14%	21.64%
每股收益 (元)	0.84	-0.89	0.67	0.89	1.08
市盈率	6.92	—	12.67	9.59	7.88
市净率	0.78	1.20	1.39	1.25	1.11
净资产收益率 (%)	11.01%	-15.89%	10.97%	12.99%	14.03%
股息收益率 (%)	4.69%	1.17%	1.55%	2.07%	2.59%
总股本 (百万股)	1,154	1,154	1,133	1,133	1,133

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002
0755-33975865 wangxiaoy@nesc.cn

研究助理: 陈基赞

执业证书编号: S0550122070054
0755-33975865 chenji2@nesc.cn

研究助理: 庄嘉骏

执业证书编号: S0550122010012
0755-33975865 zhuangji@nesc.cn

目录

1.	江河集团：国内幕墙龙头，业绩回暖可期.....	4
1.1.	国内幕墙龙头，建筑装饰贡献超九成营收与毛利.....	4
1.2.	减值计提较为充分，订单充裕推动业绩回暖.....	6
1.3.	现金流表现卓越，经营指标向好.....	8
2.	幕墙：品牌+技术优势凸显，BIPV 或将带来第二增长极.....	10
2.1.	幕墙呈大空间+小公司格局，公司品牌+技术优势凸显.....	10
2.2.	分布式光伏迎历史机遇，BIPV 幕墙或成第二增长极.....	14
2.2.1.	分布式光伏利好政策频发，幕墙为其重要应用场景.....	14
2.2.2.	光伏幕墙已具备经济性，钙钛矿或将带来降本提效空间.....	16
2.2.3.	政策+经济性双重催化下，BIPV 幕墙需求或将大幅扩容.....	20
2.2.4.	公司积极把握先发优势，异型组件基地打造战略支点.....	22
3.	内装：地产政策底已现，装配式或将带来高质量发展.....	23
3.1.	内地：装修行业受地产下行影响，政策底或已显现.....	24
3.1.1.	复盘装修装饰行业，下行主因受地产影响.....	24
3.1.2.	地产政策底或已出现，相关企业融资或将放宽.....	25
3.2.	香港：加大工程开支对冲经济下行，公司内装业务有望受益.....	26
3.3.	装配式建筑大势所趋，装配式内装相辅相成.....	28
4.	盈利预测与估值.....	30
5.	风险提示.....	30

图表目录

图 1:	公司发展历程与主要事件.....	4
图 2:	公司股权结构较为集中（截至 2022 年 9 月）.....	5
图 3:	近年公司营收及对应增速情况.....	6
图 4:	近年公司归母净利润及对应增速情况.....	6
图 5:	近年公司营业拆分情况.....	7
图 6:	近年公司毛利拆分情况.....	7
图 7:	近年公司新签订单及增速情况.....	7
图 8:	公司经营活动现金净流量/营业总收入指标优于同行上市公司.....	8
图 9:	公司经营活动现金净流量/营业利润指标优于同行上市公司.....	8
图 10:	公司资产质量持续优化.....	9
图 11:	公司净营业周期持续下降.....	9
图 12:	公司应收敞口已缩小至与应付接近水平.....	10
图 13:	建筑幕墙案例：北京利星行文化娱乐中心.....	10
图 14:	建筑幕墙案例：常州金融商务广场.....	10
图 15:	玻璃幕墙应用最为广泛（2020 年数据）.....	11

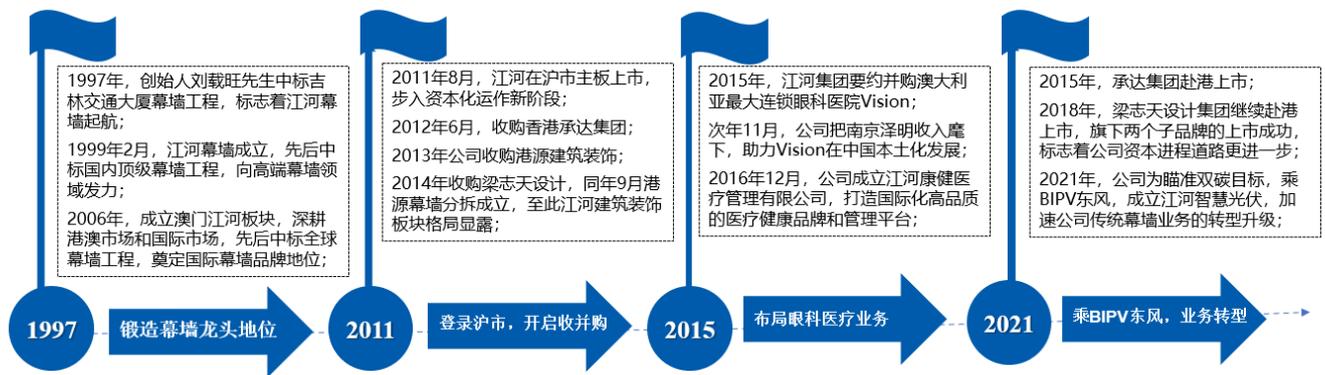
图 16: 幕墙的主要应用场景为商业建筑与公共建筑	11
图 17: 国内幕墙市场空间庞大	12
图 18: 国内幕墙市场集中度高度分散	12
图 19: 地标性项目: 世界第一高楼沙特王国塔 (1007 米)	13
图 20: 地标性项目: 中国第一高楼武汉绿地中心 (636 米)	13
图 21: 青海格尔木 500MW 光伏项目 (集中式)	14
图 22: 达能中国饮料 4.3MW 光伏项目 (分布式)	14
图 23: 我国新增光伏发电装机结构	15
图 24: BAPV 屋顶	15
图 25: BIPV 屋顶	15
图 26: 光伏幕墙案例一: 嘉兴科创中心	16
图 27: 光伏幕墙案例二: 大同能源馆	16
图 28: 龙焱能源取得碲化镉组件技术突破	19
图 29: R35 光伏屋面系统	22
图 30: 公司异型组件基地项目进展顺利	23
图 31: 公司内装领域的多元化品牌	24
图 32: 近年装修装饰行业总营收情况	25
图 33: 近年装修装饰行业总归母净利润情况	25
图 34: 香港基本工程开支力度预计将明显提升 (亿港元)	26
图 35: 未来五年内香港公营房屋预计总建屋量将有明显上升	27
图 36: 香港北部都会区毗邻深圳前海	27
图 37: 承达集团项目: 富丽敦海洋公园酒店	28
图 38: 承达集团项目: 大埔 天钻小区	28
图 39: 我国装配式建筑新开工面积增长迅速	28
图 40: 装配式装修典型案例	29
图 41: 装配式装修 2.0 版示意图	29
表 1: 公司业务布局及对应子公司	4
表 2: 公司高管信息	5
表 3: 公司参编规范 (部分)	13
表 4: 近期分布式光伏利好政策 (部分)	14
表 5: 光伏幕墙系统发电能力小于光伏屋顶系统	16
表 6: 案例中建造费用拆分	17
表 7: 案例中维护费用计算过程	17
表 8: 光伏幕墙回收期弹性测算表 (年)	18
表 9: 晶硅电池与薄膜电池对比	18
表 10: 钙钛矿-叠层电池转换效率纪录	19
表 11: 钙钛矿电池组件产线投资情况	20
表 12: BIPV 幕墙市场空间预测	21
表 13: 弹性假设下光伏幕墙市场空间测算表 (亿元)	21
表 14: “第二支箭”出台后民营房企储架式中票申请情况	26
表 15: 截至 10 月底民营房企中债增担保中票发行情况	26

1. 江河集团：国内幕墙龙头，业绩回暖可期

1.1. 国内幕墙龙头，建筑装饰贡献超九成营收与毛利

江河集团是国内幕墙龙头，有望借 BIPV 东风，加速幕墙业务转型升级。公司前身为 1999 年成立的江河幕墙，深耕幕墙领域二十余年，市占率稳居国内第一。2011 年，公司在上海主板上市，并先后收购“香港承达”、“北京港源装饰”、“梁志天设计”，将业务由幕墙延伸至室内设计与装饰领域，形成内外兼修的发展格局。医疗健康方面，公司通过并购国外高端品牌进而嫁接中国市场和中国资源，于 2015 年收购 Vision，切入眼科医疗服务市场，于 2016 年并购南京泽明医院管理有限公司，让 Vision 眼科中国业务正式在国内本地化发展落地。2021 年，公司成立北京江河智慧光伏，借 BIPV 东风，有望加速幕墙业务转型升级。

图 1：公司发展历程与主要事件



数据来源：公司官网，公司公告，东北证券

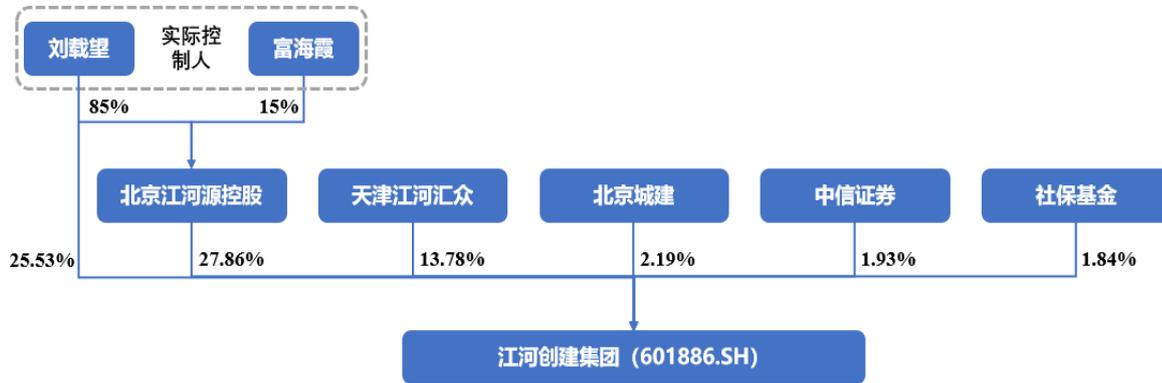
表 1：公司业务布局及对应子公司

板块	子公司	业务简介
建筑幕墙	江河幕墙	定位高端幕墙，在全球各地承建了数百项地标建筑，荣获了包括中国建设工程鲁班奖在内的国内外顶级荣誉逾百项
	港源幕墙	定位中高端幕墙，拥有“建筑幕墙工程专业承包壹级”“建筑幕墙工程设计专项甲级”资质，与江河幕墙双品牌错位发展
	江河光伏	定位光伏幕墙，凭借多年建筑+光伏行业经验，为客户提供专业解决方案
建筑装饰	承达集团	全球室内装饰行业具有领军地位的综合方案提供商
	港源装饰	连续多年中国建筑装饰行业排名第五的内装品牌
室内设计	梁志天设计集团	全亚洲最大规模的室内设计公司之一
医疗健康	Vision	澳大利亚最大眼科医疗机构，是世界首家上市连锁眼科医院
	维视眼科	源自于 Vision，立足中国，深耕苏皖市场，目前已成为了区域领先的知名眼科医疗品牌。

数据来源：公司官网，东北证券

公司股权较为集中。截至 2022 年 9 月，公司实际控制人刘载望先生及其妻子富海霞通过直接、间接方式合计持有公司 53.39% 股权，股权集中度较高。

图 2: 公司股权结构较为集中 (截至 2022 年 9 月)



数据来源：公司公告，东北证券

公司管理层稳定，有利于推进长期战略。公司 20 位高管自 2010 年起平均任期 5.75 年，管理层稳定，有利于持续推进多品牌协同发展、产业经营和资本运营双轮驱动的长期战略。

表 2: 公司高管信息

姓名	职务	简介
刘载望	董事长	最近五年主要担任本公司董事长、北京市顺义区人民代表大会常务委员会委员、东北大学第四届校董事会副主席、东北大学江河建筑学院理事长。现任公司董事长。
许兴利	董事、总经理	注册会计师，正高级经济师。曾任浪潮集团财务副处长，山东浪潮齐鲁软件产业股份有限公司财务总监，北京江河幕墙装饰工程有限公司董事、财务总监兼董事会秘书。现任本公司董事、总经理（总裁）。
周韩平	董事、副总经理	工程师，曾任国家黄金管理局黄金经济研究中心处长、北京四星经济技术开发公司总经理、东方黄金珠宝行总经理、北京江河幕墙装饰工程有限公司董事、副总经理。现任本公司董事兼副总经理、江河幕墙董事长。
符剑平	董事、副总经理	最近五年主要担任本公司副总经理、江河幕墙中南大区总裁。现任本公司董事兼副总经理、港源装饰董事长。
于军	董事、副总经理	最近五年主要担任本公司董事、副总经理。现任公司董事、副总经理、总工程师。
刘飞宇	高管、董秘	最近五年主要担任公司董事会秘书兼投资总监。

数据来源：公司公告，东北证券

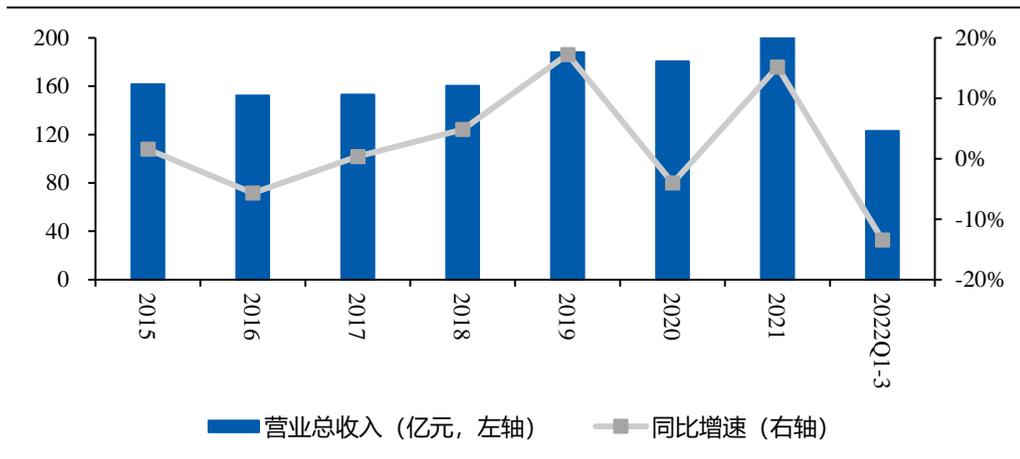
注：该管理层信息来自于公司 2021 年年报

1.2. 减值计提较为充分，订单充裕推动业绩回暖

公司营收整体稳中有升，业绩波动主因受疫情及地产下行影响。公司 2017 年-2022Q1-3 营业总收入分别为 152.97、160.37、188.05、180.50、207.89、122.98 亿元，同比分别增长 0.37%、4.84%、17.26%、-4.02%、15.18%、-13.41%，整体看虽有波动，但稳中有升；实现归母净利润 4.66、6.09、3.53、9.48、-10.07、4.48 亿元，同比分别增长 32.68%、30.47%、-42.02%、168.78%、-206.20%、-14.23%，近年业绩波动主要受疫情及地产下行影响。

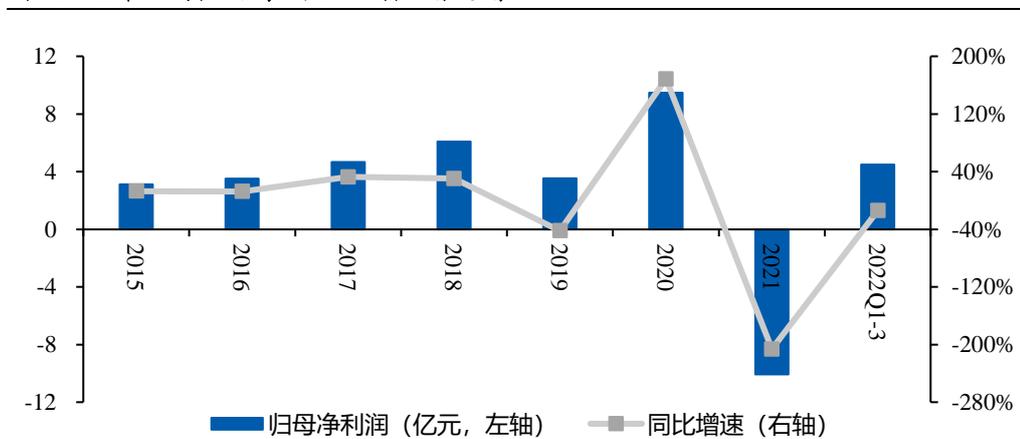
2021 年减值计提充分，2022 年属轻装上阵。公司室内装饰业务与地产相关性强，2021 年归母净利润出现亏损，主因该年度共计提各类减值损失 24.6 亿元，其中因恒大集团经营风险计提的减值损失达 18.59 亿元。截至 2021 年末，公司对恒大集团已累计计提各类减值损失约 18.9 亿元，应收款项敞口净额约为 7.86 亿元，其中包括正在办理抵账手续的实物资产约为 3.88 亿元，1.2 亿元应收债权已提请法院完成资产保全，可抵账的甲供材料应付款 0.98 亿元，如剔除上述因素影响，公司对恒大的应收款项净敞口仅剩 1.8 亿元，计提较为充分。

图 3：近年公司营收及对应增速情况



数据来源：Wind，东北证券

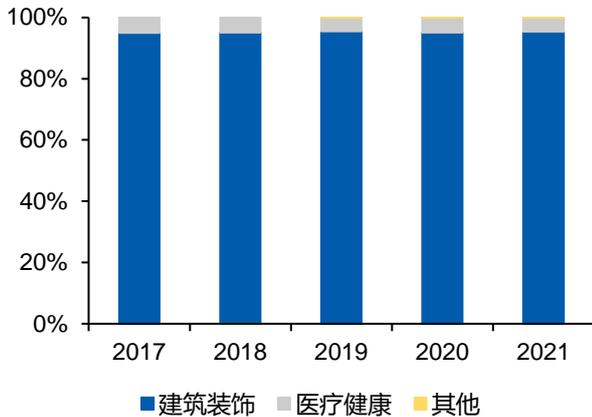
图 4：近年公司归母净利润及对应增速情况



数据来源：Wind，东北证券

分行业来看，建筑装饰可贡献 90% 以上的公司营收和毛利，是单一最大来源。2017-2021 年，公司建筑装饰业务营收占比分别为 94.9%/95.1%/95.4%/95.1%/95.4%，毛利占比分别为 89.5%/91.2%/92.3%/92.6%/92.9%；医疗健康业务营收占比分别为 5.1%/4.9%/4.5%/4.9%/4.5%，毛利占比分别为 10.5%/8.8%/7.5%/7.2%/6.8%。

图 5: 近年公司营业拆分情况



数据来源: Wind, 东北证券

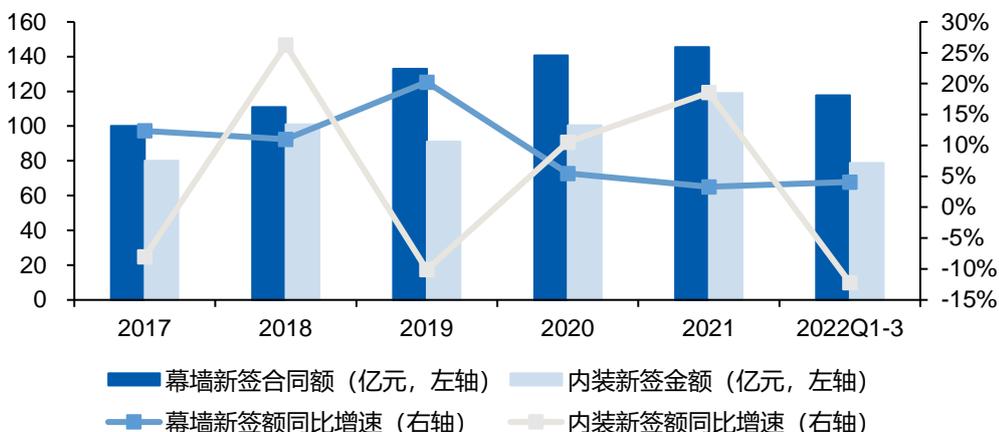
图 6: 近年公司毛利拆分情况



数据来源: Wind, 东北证券

公司在手订单充裕，有望推动业绩回暖。2017-2022Q1-3 年，公司幕墙系统中标合同金额分别为 100/111/133/141/145/118 亿元，同比增速分别为 12%/11%/20%/5%/3%/4%，内装系统中标合同金额分别为 80/101/91/100/119/79 亿元，同比增速分别为 -8%/26%/-10%/11%/19%/-12%。公司新签合同额整体呈稳中有升态势，反映到在手订单上，截止 2022H1，公司在手订单达 344 亿元，为 2021 年营收的 1.65 倍，订单充裕，若疫情有所好转，订单转化速度恢复常态，有望推动公司业绩回暖。此外，公司为盘活存量资产，拟将所持有的江河创科与江河数智股权以 4.3 亿元对价转让给中顺永峰，交易预期在年内关闭，预将带来 2.44 亿元投资收益。

图 7: 近年公司新签订单及增速情况

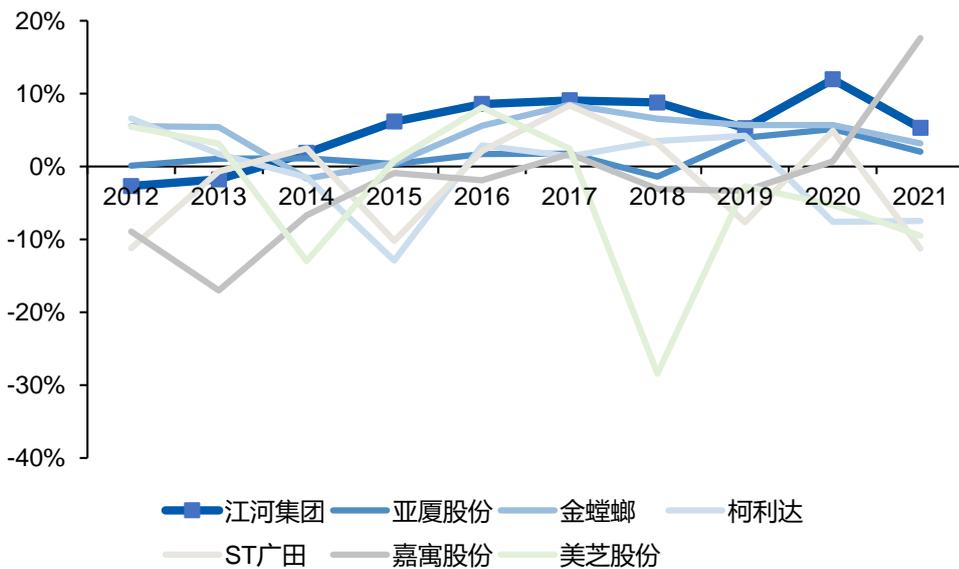


数据来源: 公司公告, 东北证券

1.3. 现金流表现卓越，经营指标向好

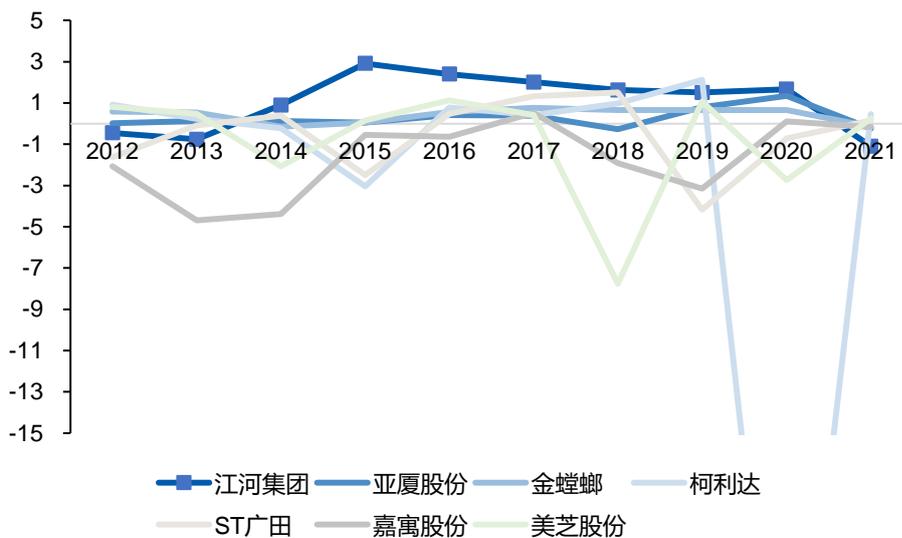
公司现金流表现卓越。公司深耕幕墙领域二十余年，于高端幕墙领域优势尤为明显。相较中低端幕墙而言，高端幕墙往往应用于超高层建筑与大型公建，技术门槛更高，业主在选择上对装饰企业综合实力的考虑更多，如品牌、工程业绩、资金实力、人才技术储备、项目管理经验等，建筑公司拥有更强的议价能力，因而公司于2012年~2021年合计实现经营性净现金流92.1亿元，是同期净利润的2.3倍，整体现金流状况明显优于同行。

图 8：公司经营活动现金净流量/营业总收入指标优于同行上市公司



数据来源：Wind，东北证券

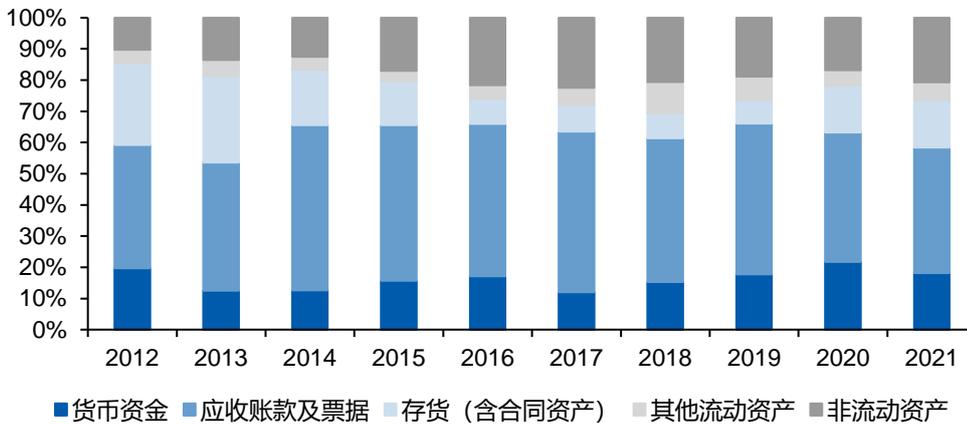
图 9：公司经营活动现金净流量/营业利润指标优于同行上市公司



数据来源：Wind，东北证券

公司资产质量持续优化。在卓越现金流的支撑下，公司应收账款及票据+存货（包括合同资产）占比由2012年的65.62%下降为2021年的55.43%；货币资金占比由2012年的19.73%微降至2021年的18.16%。在货币资金保持充裕的同时，公司资产质量得到持续优化。

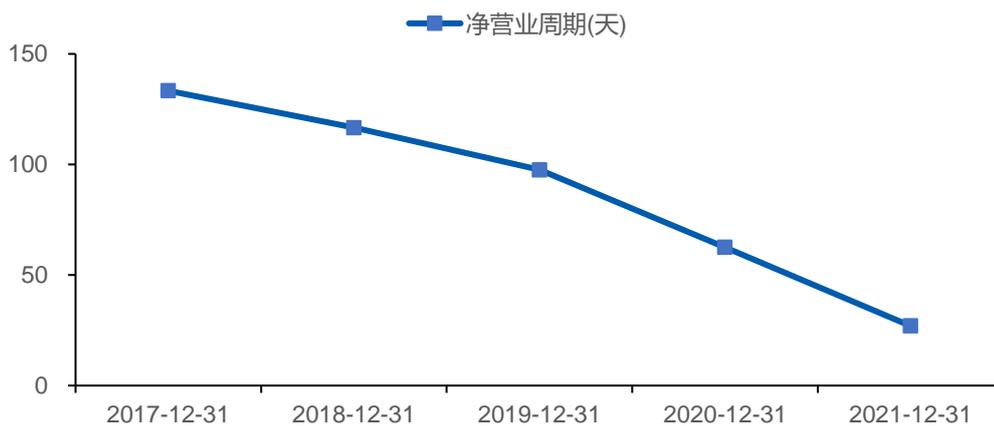
图 10：公司资产质量持续优化



数据来源：Wind，东北证券

公司营运效率亦持续优化。2017-2021年，公司净营业周期由133天大幅缩短至27天，其中，应收账款周转天数由277天缩短至178天，存货周转天数由57天缩短至21天；应付账款周转天数由201天缩短至172天。公司整体营运效率优化明显，应收敞口已缩小至与应付接近水平。

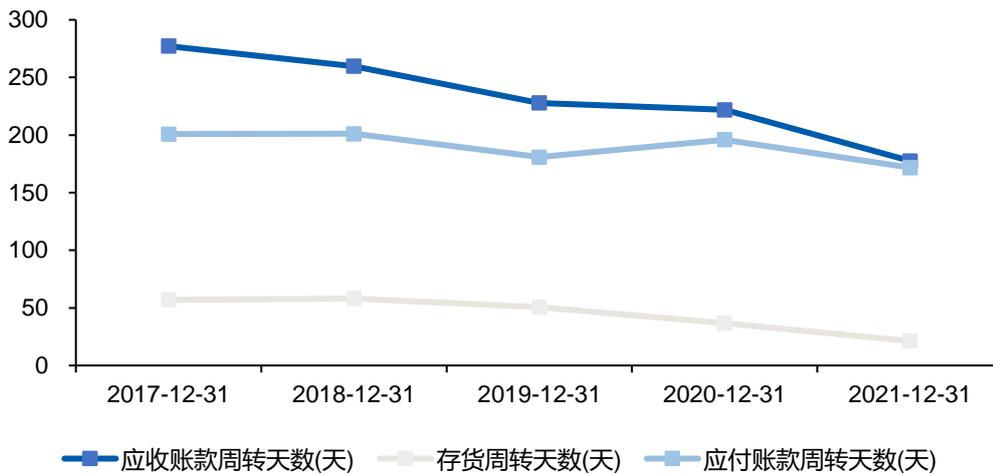
图 11：公司净营业周期持续下降



数据来源：Wind，东北证券

注：净营业周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数

图 12: 公司应收敞口已缩小至与应付接近水平



数据来源: Wind, 东北证券

2. 幕墙: 品牌+技术优势凸显, BIPV 或将带来第二增长极

2.1. 幕墙呈大空间+小公司格局, 公司品牌+技术优势凸显

幕墙为建筑业中的高端可选消费。幕墙是建筑的外墙围护结构, 非承重, 是现代大型和高层建筑常用的带有装饰效果的轻质墙体, 但造价较高, 属于建筑业中的高端可选消费。幕墙由面板和支承结构组成, 根据面板的材质不同可分为玻璃幕墙、金属板幕墙、石材幕墙等, 其中玻璃幕墙具备美观、保新、轻质、采光好等优点, 应用最为广泛。

图 13: 建筑幕墙案例: 北京利星行文化娱乐中心



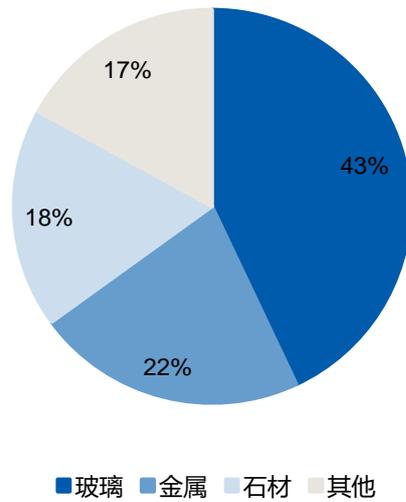
数据来源: 中国幕墙网, 东北证券

图 14: 建筑幕墙案例: 常州金融商务广场



数据来源: 中国幕墙网, 东北证券

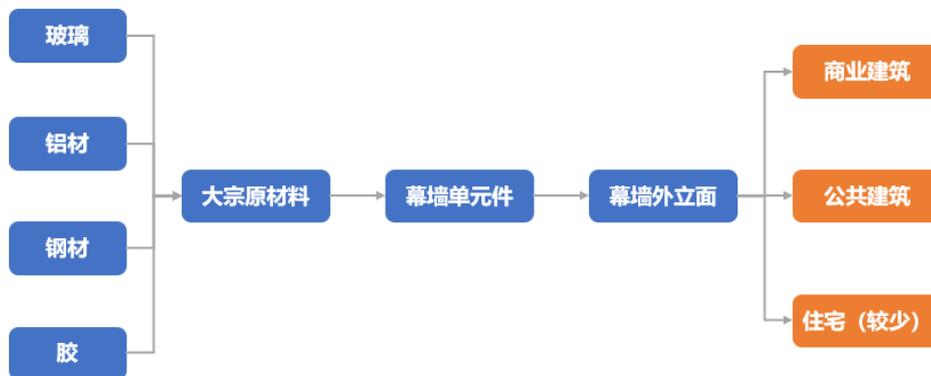
图 15: 玻璃幕墙应用最为广泛 (2020 年数据)



数据来源: 中国幕墙网, 东北证券

幕墙的主要应用场景为商业建筑与公共建筑, 受地产影响较小。幕墙行业上游为玻璃、铝、钢、建筑密封胶等建筑材料, 幕墙行业下游以商业建筑、公共建筑为主, 住宅项目较少, 因此受国内房地产行业调控政策及周期性波动的影响较小。

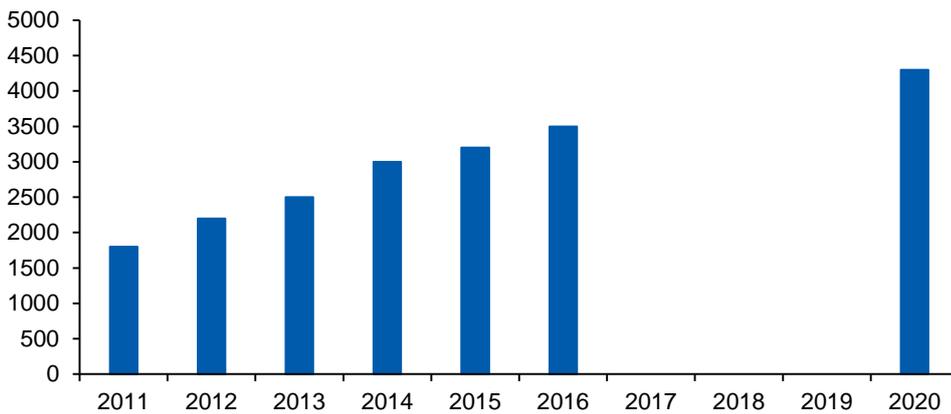
图 16: 幕墙的主要应用场景为商业建筑与公共建筑



数据来源: 东北证券

国内幕墙市场空间庞大, 2020 年规模达 4300 亿元。据《建筑装饰行业“十四五”发展规划》统计, “十三五”期间, 我国幕墙工程年工程总产值由 3200 亿元增长到 4300 亿元, 整体增长 34.38%, 市场空间庞大。

图 17: 国内幕墙市场空间庞大

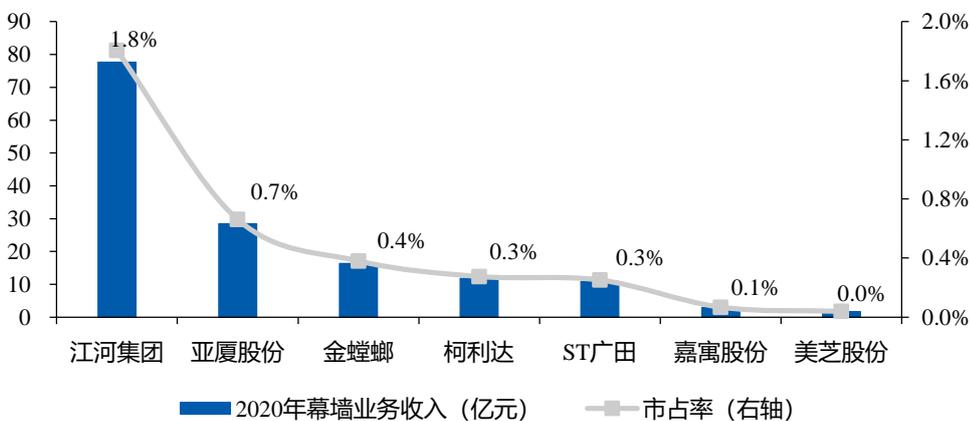


数据来源: Wind, 中国建筑装饰协会, 东北证券

注: 中国建筑装饰协会未公布 2017-2019 年期间幕墙行业空间数据

国内幕墙市场总体处于低端无序竞争状态，头部企业市占率极低。从竞争格局看，由于规模占比较高的中、低端幕墙总体门槛不高，国内幕墙市场总体呈现高度分散的竞争格局，公司旗下主要幕墙子公司江河幕墙 2020 年收入为 78 亿元，市占率为 1.8% 左右，是幕墙业务规模最大的上市企业；从我们梳理的主要开展幕墙业务的上市装饰企业来看，7 家企业 2020 年幕墙业务合计收入也仅 150 亿元左右，市占率合计仅 3.5% 左右。

图 18: 国内幕墙市场集中度高度分散



数据来源: 东北证券, 各公司年报, Wind, 中国建筑装饰协会

注: 江河集团及广田集团取其主要幕墙子公司江河幕墙、广田方特科健集团营业收入

公司依靠品牌、技术，竞争优势凸显。品牌方面，江河幕墙是全球高端幕墙领先品牌，在全球各地承建了数百项地标性建筑，荣获了包括中国建设工程鲁班奖在内的国内外顶级荣誉逾百项。公司作为幕墙行业领军者，深耕该领域二十余年，拥有稳定优质的客户群体。技术方面，公司拥有国家级企业技术中心，为全国首批 55 家国家技术创新示范企业之一，是国家火炬计划重点高新技术企业，中国建设科技自主创新优势企业和北京市专利示范单位。公司与中国建筑科学研究院、浙江大学共同承担了公共安全领域国家级课题研究。江河集团已形成了精简高效的科研团队和一

套贴合企业生产实际科研工作流程制度，为幕墙行业的技术进步起到了积极的推动作用。公司是第一批入选北京十大高精尖产业设计中心的企业，也是幕墙行业唯一一家入选的企业。此外，江河幕墙是北京市科学技术委员会认定的北京市科技研究开发机构。北京市企业科技研究开发机构是北京市为了进一步引导和鼓励企业科技研究开发机构建设，强化企业技术创新主体地位，充分发挥企业科技研究开发机构在服务企业创新、支撑产业发展中的重要作用而设立。通过该认定的企业是北京市政府对企业科技研发实力的认可。

图 19: 地标性项目: 世界第一高楼沙特王国塔(1007 米)



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 20: 地标性项目: 中国第一高楼武汉绿地中心(636 米)



数据来源: 公司官网, 东北证券

表 3: 公司参编规范 (部分)

规范名称
《玻璃幕墙工程技术规范》JGJ102
《玻璃采光顶工程应用技术规范》
《建筑门窗幕墙用钢化玻璃》
《双层通风幕墙验收技术规程》
《建筑幕墙抗震性能振动台试验方法》GB/T18575
《建筑用通风百叶窗技术要求》

数据来源: 公司官网, 东北证券

2.2. 分布式光伏迎历史机遇，BIPV 幕墙或成第二增长极

2.2.1. 分布式光伏利好政策频发，幕墙为其重要应用场景

光伏电站可分为集中式光伏电站与分布式光伏电站。其中集中式大面积光伏通常建在沙漠、戈壁等地区，充分利用荒漠地区丰富和相对稳定的太阳能资源构建大型光伏电站，通过接入高压输电系统来供给远距离负荷；而分布式光伏一般建在楼顶、屋顶、厂房顶等地方，较多的是基于建筑物表面，就近解决用户的用电问题，通过并网实现供电差额的补偿与外送。

图 21: 青海格尔木 500MW 光伏项目（集中式）



数据来源：东北证券，阳光新能源官网

图 22: 达能中国饮料 4.3MW 光伏项目（分布式）



数据来源：东北证券，阳光新能源官网

近期利好政策频发，分布式光伏迎来风口。《建筑节能与可再生能源利用通用规范》于 2022 年 4 月 1 日起正式实施，强制性要求新建建筑应安装太阳能系统，进一步打开增量市场空间；《十四五绿色建筑节能规划》提出十四五期间实现居住建筑/公共建筑改造超 1/2.5 亿平方米，新增住宅及公共建筑光伏装机超 50GW；《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》提出到 2025 年，公共机构新建建筑屋顶光伏覆盖率力争达 50%。

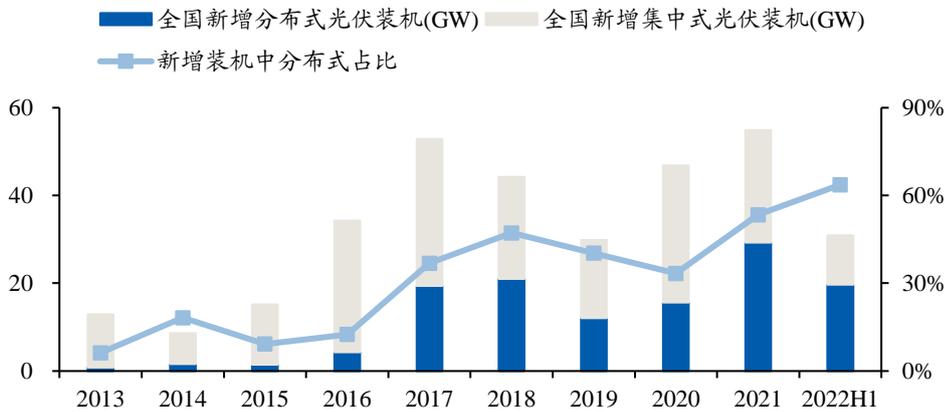
表 4: 近期分布式光伏利好政策（部分）

规范名称	实施时间	主要内容
《建筑节能与可再生能源利用通用规范》	2022-04-01	该规范强制性要求新建建筑应安装太阳能系统，太阳能建筑一体化应用系统的设计应与建筑设计同步完成
《十四五绿色建筑节能规划》	-	十四五期间实现居住建筑改造超 1 亿平方米，公共建筑改造超 2.5 亿平方米，同时新增住宅及公共建筑光伏装机超 50GW
《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	-	推动太阳能与建筑深度融合发展，完善光伏建筑一体化应用技术体系，壮大光伏电力生产型消费者群体，到 2025 年，公共机构新建建筑屋顶光伏覆盖率力争达到 50%。

数据来源：公司公告，东北证券

分布式光伏于新增光伏装机中占比持续提升。随着光伏发电经济性的提升，光伏发电相关政策与管理办法的不断完善，分布式光伏发电应用快速发展。近年来，我国分布式光伏装机在全部新增光伏装机中占比呈现波动上升趋势；2013年我国新增光伏装机16.3GW，其中分布式光伏仅0.8GW，占比6%；2022年H1，我国新增光伏装机30.9GW，其中分布式光伏19.7GW，占比达64%。

图 23：我国新增光伏发电装机结构



数据来源：国家发改委，Wind，东北证券

分布式光伏电站中，将光伏组件与建筑结合的方案，称为 BIPV 或 BAPV。BIPV (Building Integrated Photovoltaic) 指光伏建筑一体化，又称为“建材型”太阳能光伏建筑。BAPV (Building Attached Photovoltaic) 指附着于建筑物上的光伏发电系统，又称为“安装型”太阳能光伏建筑。BAPV 通常通过简单的支架实现安装，可以后期加装，不改变建筑外观，与建筑物原来的功能没有冲突。BIPV 在前期设计时已经将光伏组件内置在建材中，一体化程度更高，通常外观也更简洁美观。

图 24：BAPV 屋顶



数据来源：分布式能源网，东北证券

图 25：BIPV 屋顶



数据来源：分布式能源网，东北证券

幕墙是分布式光伏的主要应用场景之一，主流应用方式为 BIPV。幕墙是建筑的外墙围护结构，非承重，是现代大型和高层建筑常用的带有装饰效果的轻质墙体，由面板和支承结构组成。采用幕墙替代混凝土外立面的优势主要为美观+采光好，该特点决定了多数存量幕墙难以像屋顶一样加装 BAPV。因此，当前光伏幕墙主要应用于新建建筑中，BIPV 为光伏幕墙的主流应用方式。

图 26: 光伏幕墙案例一: 嘉兴科创中心



数据来源: 东北证券, 龙焱能源科技

图 27: 光伏幕墙案例二: 大同能源馆



数据来源: 东北证券, 龙焱能源科技

2.2.2. 光伏幕墙已具备经济性, 钙钛矿或将带来降本提效空间

从光照时间看, 光伏幕墙系统发电能力小于光伏屋顶系统。幕墙外立面受光照时间不及屋顶, 导致了两者的效率差异。据《不同 BIPV 系统的收益及环境效益分析》中对光伏幕墙系统与光伏屋顶系统的比较可知, 光伏幕墙系统发电能力小于屋顶系统, 光伏幕墙系统 25 年寿命周期的发电量约为 20.98kWh/Wp, 产生的收益约为 23.84 元/Wp; 光伏屋顶系统 25 年寿命周期的发电量约为 28.73kWh/Wp, 产生的收益约为 32.63 元/Wp。

表 5: 光伏幕墙系统发电能力小于光伏屋顶系统

	光伏幕墙	光伏屋顶
装机容量	120kWp	80kWp
系统的运行维护费用		
日常维护费用		8 元/(千瓦·年)
系统运行周期		25 年
总费用=装机容量*日常维护费用*系统运行周期	24480 元	13680 元
系统的发电收益		
实际年发电量	114141.3kWh	87336.2kWh
25 年的总发电量	2568179.5kWh	1965064.5kWh
上网电价	前 20 年按 1.22 元/kWh, 后五年按 0.8 元/kWh	
总收益=∑年发电量*当年电价	2917451.88 元	2232313.84 元
单位收益	23.84 元/Wp	32.63 元/Wp

数据来源: 《不同 BIPV 系统的收益及环境效益分析》, 东北证券

现有光伏幕墙已具备较好的经济性能。《铜铟镓硒光伏幕墙技术的经济性分析》针对新型的铜铟镓硒(CIGS)光伏幕墙技术, 以沈阳地区光伏建筑应用为例, 从全寿命周期角度进行经济性分析, 其中全寿命周期成本为 848.06 万元, 全周期收益为 1370.77 万元, 外部效益为 533.85 万元, 综合来看光伏幕墙已具备较好的经济性能。

案例项目基本信息：年日照时间为 2400h 左右；建筑面积为 5000m²；采用了 6943 块 105W 的 CIGS 太阳能组件，总装机量为 729kW，根据光伏软件 PVSYST 计算出首年发电量为 731.5MWh，按光伏组件的初始衰减为 2.5%，线性年衰减为 0.4%，25 年总发电量为 17087.3MWh。

案例中全寿命周期成本为 848.06 万元。其中，建造费用约为 2663.87 元/m²，前期建造费用总计为 1331.94 万元；后期维护费按每年 0.05 元/W 计算，25 年总维护费用为 91.125 万元；替换原有建材的增量费用取 1513.87 元/m²。

案例中全周期收益为 1370.77 万元。补贴收益方面，补贴电价按 0.10 元/度计取，补贴电价期限为 20 年，补贴收益之和 138.09 万元。电价收益方面，按 90%自用比例计算，企业用电价为 0.7599 元/kWh，25 年企业用电收益为 1168.62 万元，脱硫标杆上网电价为 0.3749 元/kWh，25 年企业余电上网收益 64.06 万元，25 年电价收益之和为 1232.68 万元。

案例中外部效益为 533.85 万元。节能收益方面，每 kWh 电节对应 0.31kg 供电煤耗，煤按 650 元/t 计算，25 年总发电量为 17087324.21kWh，则节约煤炭量为 5297.07t，节能效益为 344.31 万元。减排 CO₂ 收益方面，每发 1kWh 电可减少 CO₂ 排放 552.389g，25 年总发电量为 17087324.21kWh，取 CO₂ 的效益值为 200 元/t，则减排 CO₂ 的效益为 188.65 万元。减排 SO₂、NO_x、PM2.5 方面，SO₂、NO_x、PM2.5 的排放费用取值为 150 元/t，每发 1kWh 电减少污染排放 1.5159gSO₂、1.6306gNO_x、0.1643gPM2.5，减排效益为 0.89 万元。

表 6：案例中建造费用拆分

光伏幕墙		光伏电气		税金	其他费用	合计
幕墙材料	幕墙人工费	幕墙间接费	电气部分			
1588.97	169.78	140.7	286.29	208.58	269.55	2663.87

数据来源：《铜钢镓硒光伏幕墙技术的经济性分析》，东北证券

表 7：案例中维护费用计算过程

单位维护费(元/W)	装机量(M)	年每平方米费用(元/m)	25 年总维护费(万元)
0.05	729000	7.29	91.125

数据来源：《铜钢镓硒光伏幕墙技术的经济性分析》，东北证券

光伏幕墙的回收期约为 8-10 年，内部收益率约为 9%-12%。据国际太阳能光伏网资讯，光伏幕墙取代传统幕墙会带来 500-600 元/m² 的增量造价，而单平米光伏幕墙的年发电量约为 100 度，若假定综合收益电价为 0.7 元/度，则单平米光伏幕墙年收益为 70 元，假定单平米光伏幕墙年维护成本与屋顶相同（7.65 元），则可计算得到每年的收益为 62.35 元，回报周期约为 8-10 年，内部收益率约为 9%-12%。

表 8: 光伏幕墙回收期弹性测算表 (年)

		收益电价 (元/度)			
		0.6	0.7	0.8	0.9
光伏幕墙增量造价 (元)	500	9.6	8.0	6.9	6.1
	525	10.0	8.4	7.3	6.4
	550	10.5	8.8	7.6	6.7
	575	11.0	9.2	7.9	7.0
	600	11.5	9.6	8.3	7.3

数据来源: 国际太阳能光伏网, 东北证券

注: 单平米光伏幕墙的年发电量取 100 度; 光伏系统运维成本取 0.051 元/W/年

出于经济性的考量, 当前薄膜电池与晶硅电池同时应用于光伏幕墙。由于能够根据设计要求对透光性、色彩、纹理、图案等艺术化处理和个性化定制, 使得薄膜类光伏幕墙应用更为广泛、适应性更佳。目前实际应用最为广泛、适应场景最为丰富的是碲化镉薄膜光伏幕墙, 代表性项目包括嘉兴科创中心、大同能源馆等。**需要注意的是, 出于成本与发电效率的考量, 薄膜电池仅在透明玻璃门窗部分使用, 非透明外围护结构仍采用晶硅电池。**

表 9: 晶硅电池与薄膜电池对比

性能	晶硅电池组件	薄膜电池组件
量产转换效率	19.5%~23.10%	15%~18%
柔韧性	较差, 难以加工成弧面	好, 适应建筑弧面结构
弱光性	一般	好, 拥有更广的光谱响应范围
温度系数	温度升高 1℃, 转换降低 0.45%~0.50%	温度升高 1℃, 转换效率降低 0.25%
透光性	低, 单色系	高, 且可定制颜色
厚度	微米级 (170um)	亚微米级 (100nm~1 μm)
热斑效应	较大, 容易导致效率下降及局部发热	长条子电池设计, 不易完全遮蔽

数据来源: CPIA, 秦子川《国内外碲化镉发电玻璃产业发展现状分析》, 公开资料收集, 东北证券

碲化镉电池目前在薄膜电池中占绝对主流。截止 2021 年底, 全球薄膜电池产量 8.28GW, 市占率仅 3.8%, 处于历史低位, 其中碲化镉 (CdTe) 电池占比 97%, 铜铟镓硒 (CIGS) 电池产量 245MW, 占比 3%。目前, 美国 FirstSolar 在产量和电池转换效率上均处于强势领先状态, 市占率超过 90%, 近乎完全垄断; 我国中建材、中山瑞科、龙焱能源等厂商近年来也不断通过自主研发取得技术突破, 未来或有机会打破进口依赖; 如 2022 年 9 月, 龙焱能源就实现了碲化镉组件量产转换效率 17.19%+最高输出功率 123.73W, 和实验室小面积电池转换效率 20.61%的突破。

图 28: 龙焱能源取得碲化镉组件技术突破



数据来源：龙焱能源官网，东北证券

钙钛矿转换效率屡创新高，或成为未来主流应用，推动薄膜电池降本增效。钙钛矿电池被认为是第三代光伏电池的代表，应用前景极具想象空间。2022年6月，洛桑联邦理工学院和瑞士电子与微技术中心成功使钙钛矿-硅叠层电池转换效率首次突破30%，达到31.3%，根据美国可再生能源实验室统计信息，这是自2016年8月以来钙钛矿-硅叠层电池转换效率纪录的第九次提高，技术发展迅速。我们认为，尽管钙钛矿电池尚未实现规模化生产，但凭借其颠覆性的转换效率空间与广泛的应用场景，或推动薄膜电池行业整体发展，成为未来主流应用，建议密切关注其商业化进程。

表 10: 钙钛矿-叠层电池转换效率纪录

实验日期	研究团队	转换效率(%)	面积(cm ²)
2016/8/1	Stanford/ASU	23.6	0.99
2018/2/1	EPFL	25.2	1.419
2018/4/1	OxfordPV/Oxford/HZB	25.2	1.088
2018/6/1	OxfordPV	27.3	1.09
2018/12/1	OxfordPV	28	1.03
2020/1/1	HZB	29.15	1.06
2020/12/14	OxfordPV	29.5	1.121
2021/11/16	HZB	29.8	1.016
2022/6/17	EPFL/CSEM	31.3	1.167

数据来源：NREL，东北证券

钙钛矿材料来源丰富，制作工艺简单，成本或有显著优势。相比晶硅电池要求99.9999%的高纯度硅，钙钛矿纯度仅需90%，且材料配方可调，来源丰富。晶硅从硅料至组件需流转多道工序，往往需要三天起步；而钙钛矿生产流程制备工艺简单得多，以旋转法为例，只需将化合物溶液滴在制备好的电子传输层，旋转、蒸发结晶便可制备完成，全过程可在一个工厂中完成，时间最快可以控制在一个小时之内。当产线

达到 GW 级规模生产时，钙钛矿电池较目前已经成熟的晶硅电池或有 30%以上成本优势。

钙钛矿目前尚未实现商业化，主要瓶颈在于稳定性与尺寸。稳定性方面，目前的钙钛矿电池对温湿环境较敏感，材料易产生热分解、晶体结构转变等问题。尺寸方面，钙钛矿目前的高转化效率只能在实验条件下，在 1cm² 左右大小的电池片上实现，电池尺寸增大后，难以控制薄膜的均匀性，光电转化效率与稳定性均难以保障。

国内众多厂商已在争先布局，持续研发投入下瓶颈有望松动。协鑫光电于 2020 年起投建 100MW 钙钛矿组件量产线，2022 年 5 月宣布完成数亿元 B 轮融资，用于进一步完善 100MW 产线。2022 年 5 月，纤纳光电宣布首发钙钛矿 α 组件；2022 年 7 月在浙江衢州举行了首批 α 组件的发货仪式，发货数量为 5000 片，用于浙江省内工商业分布式钙钛矿电站。极电光能在建行业内产能最大的 150MW 钙钛矿试制线，预计于今年开始试生产。杭萧钢构旗下子公司合特光电在建 100MW 钙钛矿/晶硅叠层电池中试线，目标在不晚于 2023 年 5 月投产，转换效率 28%以上。

表 11：钙钛矿电池组件产线投资情况

序号	企业	技术类型	产线投资情况
1	协鑫光电	单结钙钛矿	正在建设 100MW 量产线
2	纤纳光电	单结钙钛矿	已投产 20MW 中试线，100MW 量产线
3	极电光能	单结钙钛矿	在建 150MW 试制线
4	大正微纳	单结钙钛矿	已建成 10MW 柔性钙钛矿中试线
5	众能光电	单结钙钛矿	已建成准兆瓦级中试平台
6	光晶能源	单结钙钛矿	计划在 2023 年投产 100MW 中试线
7	无限光能	单结钙钛矿	计划投建 10MW 中试线
8	万度光能	单结钙钛矿	2022 投建 200MW 大试线
9	合特光电	钙钛矿/晶硅叠层	在建 100MW 中试线
10	东方日升	钙钛矿/晶硅叠层	产线规划中
11	曜能科技	钙钛矿/晶硅叠层	中试线规划中
12	仁烁光能	全钙钛矿叠层	已投产 10MW 研发线，计划建设 150MW 量产线
13	泰州锦能	钙钛矿/铜铟镓硒叠层	产线规划中

数据来源：公开资料收集，各公司公告，东北证券

2.2.3. 政策+经济性双重催化下，BIPV 幕墙需求或将大幅扩容

我国 BIPV 市场缺乏权威统计数据，我们根据多方数据做假设、校验和推演。我国 BIPV 仍处于起步阶段，根据中国建研院统计信息，我国主要光电建筑企业 2020 年 BIPV 新增装机 709MW，占当年分布式光伏新增装机容量约 0.5%。因关键参数缺乏历史数据权威统计，我们综合多方收集数据进行参数假设、校验和推演。

新建 BIPV 幕墙面积方面，根据《建筑装饰行业“十四五”发展规划》统计的 2020 年幕墙工程行业 4300 亿元总产值和 1500 元/平方米造价假设，推算出 2020 年新建幕墙面积 2.87 亿平方米，假设此后年增速 10%，忽略翻新部分；BIPV 安装比例自 2023 年起快速提升，至 2025 年达到 6%；预计 2025 年新建 BIPV 幕墙面积 2773 万平方米。

每平方米装机容量方面，根据中国建研院统计信息，我国主要光电建筑企业 2020 年 BIPV 新增装机 709MW，对应安装面积 377.4 万平方米，推算每平方米装机容量 188W，假设此后年增速 5%，至 2025 年达 240W/m²。

BIPV 装机每瓦价格方面，根据 CPIA 《中国光伏产业发展路线图》，2022 年工商业分布式光伏系统初始全投资有望下降至 3.53 元/W，结合硅料价格或回落，成本更低的薄膜电池商业化预将加速，假设此后每年价格下降 5%，至 2025 年达 3.03 元/W。

综合以上，在政策与经济性的双重催化下，我们预计 2022 年 BIPV 幕墙新增装机或近 0.58GW，装机市场规模约 20 亿元；2025 年新增 BIPV 新增装机或近 6.65GW，装机市场规模约 201 亿元；市场空间或有十倍扩容空间，前景可期。

表 12: BIPV 幕墙市场空间预测

项目	2022E	2023E	2024E	2025E
新建 BIPV 幕墙面积 (百万平方米)	2.78	7.64	14.71	27.73
新建幕墙面积 (亿平方米)	3.47	3.82	4.20	4.62
BIPV 安装比例	0.80%	2.00%	3.50%	6.00%
每平方米装机容量 (W/m ²)	207	218	229	240
新增 BIPV 幕墙装机容量 (GW)	0.58	1.66	3.36	6.65
BIPV 幕墙装机每瓦价格 (元/W)	3.53	3.35	3.19	3.03
BIPV 幕墙装机市场规模 (亿元)	20	56	107	201

数据来源：CPIA，公开信息收集，东北证券

我们认为光伏幕墙取代传统幕墙属于技术革新，其影响主要在于三个方面：市场空间扩容、毛利率提升、头部企业市占率提升。

市场空间扩容主要来自光伏幕墙单平米造价上升。传统幕墙单平米造价通常位于 1000-2000 元/m² 之间，据国际太阳能光伏网资讯，光伏幕墙取代传统幕墙会带来 500-600 元/m² 的增量造价，即较传统幕墙单平米造价提升 30%-50%，有助于整体市场空间扩容。

表 13: 弹性假设下光伏幕墙市场空间测算表 (亿元)

		光伏幕墙单平米造价较传统幕墙提升比例				
		30%	35%	40%	45%	50%
光伏幕墙渗透率	0%	4300	4300	4300	4300	4300
	10%	4429	4451	4472	4494	4515
	20%	4558	4601	4644	4687	4730
	30%	4687	4752	4816	4881	4945
	40%	4816	4902	4988	5074	5160
	50%	4945	5053	5160	5268	5375

数据来源：东北证券

注：假定传统幕墙市场空间为 4300 亿元（2020 年数据）

毛利率提升主要依赖更高的技术壁垒。光伏幕墙系统对企业的光伏建筑一体化设计、施工能力以及后期运维能力提出了新的要求，有望提升传统幕墙企业话语权。以江河集团为例，2022H1，公司光伏建筑项目确认收入 5,351 万元，贡献毛利 1,310 万元，对应毛利率约为 24.5%，远高于公司传统幕墙业务毛利率（约为 18-20%）。

光伏幕墙增强技术壁垒，亦有助于国内幕墙产品高端化+头部企业提升市占率。幕墙公司业务链通常为：设计——采购——深加工——现场安装——维保，其中壁垒较高的环节包括设计与深加工。公司需要将幕墙的建筑方案落地实施，将单纯的可视方案变为可生产可制造可安装的方案，总体来讲壁垒不强。随着传统幕墙行业竞争加剧，行业利润率越来越薄，行业门槛降低，高端光伏幕墙已经成为幕墙企业转型的重要方向，更强的技术壁垒有助于国内幕墙产品高端化+头部企业提升市占率。

2.2.4. 公司积极把握先发优势，异型组件基地打造战略支点

公司拥有太阳跟踪式光伏电源系统的发明专利以及多项基于光伏框架及单元幕墙系统的实用新型专利，自主研发了 R35 屋面光伏建筑集成系统，在光伏建筑工程上具有经验积累及技术储备。

图 29: R35 光伏屋面系统



数据来源：公司公众号，东北证券

公司积极把握先发优势，依靠传统幕墙业务为光伏幕墙引流。公司依托在幕墙行业上的龙头效应以及技术实力，继续完善和推进幕墙行业向智能制造和光伏建筑方向发展，开拓增量市场业务。公司已中标的香港 AIA（友邦）总部大厦、香港渠务署大楼、海南银行总部大楼幕墙等项目业主要求增加光伏系统，截至三季度末已累计承接光伏建筑项目（BIPV）7.83 亿元，预计全年光伏建筑项目新签合同额将达 10 亿元左右。

公司通过建设异型组件基地，打造光伏幕墙战略支点。公司拟投资5亿元，通过全资子公司江河光伏建筑在湖北省浠水县投资建设300MW光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地项目。该项目当前进展顺利，正进行厂房建设与设备选型定制工作，预计于2023年中期可投产。公司将光伏建筑业务向上游产业链延伸，并选择走差异化产品路线生产异型光伏组件，有助于解决光伏建筑个性化设计需要的行业难点，有助于光伏建筑行业的快速发展。武汉浠水作为建设光伏建筑异型光伏组件的生产基地，可与公司在武汉已有的幕墙生产基地在光伏建筑产业链条上产生业务协同，从而提高公司对异型光伏组件的设计和生产能力，并借此以武汉为中心打造公司光伏建筑业务的中部基地，以此作为公司在全国开展光伏建筑业务的中心支点，更好的向周边区域辐射推动公司快速发展光伏建筑业务，在满足公司自身承接的光伏建筑项目需要的同时也可以对外销售，从而打造新的利润增长点。

图 30：公司异型组件基地项目进展顺利



数据来源：公司公众号，东北证券

3. 内装：地产政策底已现，装配式或将带来高质量发展

公司打造内装多元化品牌，通过差异化定位，港澳、内地联动布局室内装饰。公司在室内装饰领域，拥有总部位于香港的全球顶级室内装饰品牌承达集团（HK.1568），在内地拥有北方地区排名第一、装饰行业排名第四的港源装饰。承达集团布局港澳高端内装市场，港源装饰和承达集团下属子公司承达创建则布局内地中高端内装市场。此外，江河子公司梁志天设计集团（HK.2262），作为全亚洲最大规模的室内设计公司之一，在美国室内设计杂志《Interior Design》“全球百大室内设计师事务所排名研究报告”中，于2016-2018年连续三年稳居“住宅范畴”全球第一位。

图 31: 公司内装领域的多元化品牌



数据来源: 公司官网, 东北证券

3.1. 内地: 装修行业受地产下行影响, 政策底或已显现

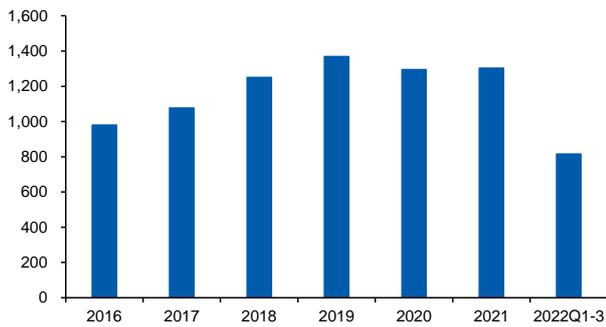
3.1.1. 复盘装修装饰行业, 下行主因受地产影响

装修装饰行业与房地产存在一定的关联性。根据建筑物使用性质的不同, 装修装饰行业可划分为公共建筑装饰业和住宅装饰业, 其中住宅装饰行业与房地产行业之间存在较强的相关性。

装修装饰行业垫款问题较为严重。作为建筑细分行业, 本质上装修装饰也是工程类业务, 因此存在大量前期垫款, 如保证金、材料款项、人工工资等。装修装饰企业的项目周期长, 需要企业预先投入资金, 然后委托方按照合同节点付款, 并且在项目交付后, 企业还需要承担一定的返工维修成本。**综合来看, 装修装饰行业垫款问题较为严重, 若是下游企业资金紧张甚至资金链断裂, 存在一定的坏账风险。**

装修装饰行业下行主因受地产影响。事实上, 在房住不炒的大背景下, 地产行业融资收紧, 叠加疫情对居民收入端造成的不利影响, 销售回款难度增加, 民营房地产企业竞争加剧, 项目开始出现收缩迹象, 2021年起民营地产企业现金流断裂情况亦时有发生, 给装修装饰行业造成大量坏账。因此, 复盘装修装饰行业营收与利润时, 可以观察到2021年归母净利润出现大幅亏损的现象, 且在2022Q1-3仍未转正。

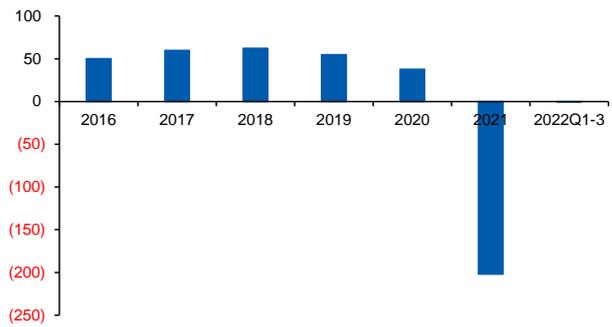
图 32: 近年装修装饰行业总营收情况



数据来源: Wind, 东北证券

注: 取 SW 装修装饰的 28 个成分股

图 33: 近年装修装饰行业总归母净利润情况



数据来源: Wind, 东北证券

注: 取 SW 装修装饰的 28 个成分股

3.1.2. 地产政策底或已出现, 相关企业融资或将放宽

2022 年 11 月 8 日, 交易商协会发布《“第二支箭”延期并扩容, 支持民营企业债券融资再加力》, 提出交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”), 支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持, 委托专业机构按照市场化、法治化原则, 通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式, 支持民营企业发债融资。预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资, 后续可视情况进一步扩容。11 月 10 日, 交易商协会受理龙湖集团 200 亿元储架式注册发行, 中债增进公司同步受理企业增信业务意向, 对民营房企增信服务费率低于 0.8%/年, 仅为市场化增信服务费率的一半左右; 同时, 根据企业信用状况分档确定反担保比例。此外, 为便利民营房企, 中债增进公司已开通了材料受理电子邮箱, 发布制式《项目需求意向表》。除龙湖集团外, 还有多家民营房企也在沟通对接发债注册意向, 交易商协会、中债增进公司正在积极推进受理评议工作。

此外, 央行银保监会 11 月 11 日内部印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》254 号文, 从六个大方面保持房地产融资平稳有序、积极做好保交楼金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度展开, 具体 16 条措施包括: 1、稳定房地产开发贷款投放; 2、支持个人住房贷款合理需求; 3、稳定建筑企业信贷投放; 4、支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期; 5、保持债券融资基本稳定; 6、保持信托等资管产品融资稳定; 7、支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款; 8、鼓励金融机构提供配套融资支持; 9、做好房地产项目并购金融支持; 10、积极探索市场化支持方式; 11、鼓励依法自主协商延期还本付息; 12、切实保护延期贷款的个人征信权益; 13、延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排; 14、阶段性优化房地产项目并购融资政策; 15、优化租房租赁信贷服务; 16、拓宽租房租赁市场多元化融资渠道。

地产企业融资或将放宽, 装修装饰行业有望边际回暖。从民企融资第二支箭到央行银保监会 254 号文, 房企信用修复的路径规划逐渐清晰, 增量政策改变了规则, 挽救了信心。对装修装饰行业来讲, 下游供给融资端出现利好, 应收账款风险减小, 装

修装饰行业有望边际回暖。

表 14：“第二支箭” 出台后民营房企储架式中票申请情况

时间	企业名称	计划中票发行规模(亿元)	推进情况
2022/11/16	中南建设	/	提交申请
2022/11/15	福星股份	60	计划中
2022/11/14	美的置业	150	交易商协会 已受理
2022/11/11	新城控股	150	交易商协会 已受理
2022/11/10	龙湖集团	200	注册完成

数据来源：CRIC，东北证券

表 15：截至 10 月底民营房企中债增担保中票发行情况

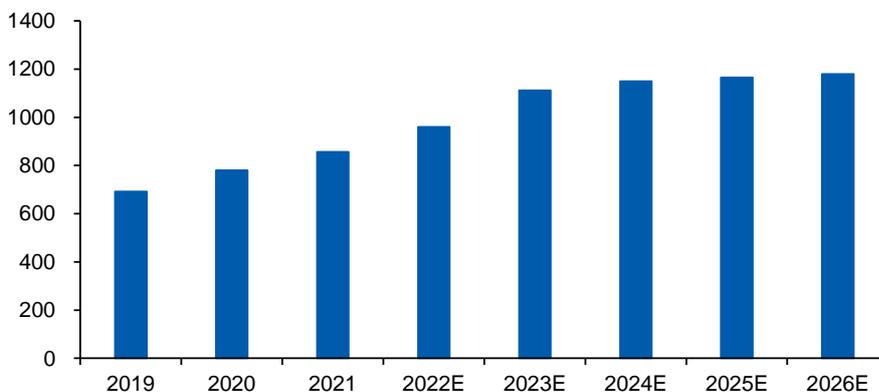
发行时间	企业简称	债券代码	发行规模(亿元)
2022/10/14	卓越商管	22 卓越商业 MTN001	6
2022/9/22	旭辉集团	22 旭辉集团 MTN002	12
2022/9/19	碧桂园	22 碧桂园 MTN001	15
2022/9/13	新城控股	22 新城控股 MTN002	10
2022/9/7	美的置业	22 美的置业 MTN003	10
2022/8/26	龙湖集团	22 龙湖拓展 MTN001	15

数据来源：CRIC，东北证券

3.2. 香港：加大工程开支对冲经济下行，公司内装业务有望受益

为对冲经济下行，香港基本工程开支力度预计将明显提升。香港特区政府财政司司长陈茂波今年初发表 2022/2023 财政年度特区政府财政预算案，推出逾 1700 港元的逆周期措施，兼顾抗疫纾困和经济发展，助社会渡过难关。预计 2022 年政府基本工程开支将达到 960 亿港元(+12%)，中期而言 2023-2026 年期间平均每年会超过 1000 亿港元，分别达到 1112 亿、1150 亿、1165 亿、1179 亿港元，总体投资力度较 2019-2021 年期间将实现明显提升。

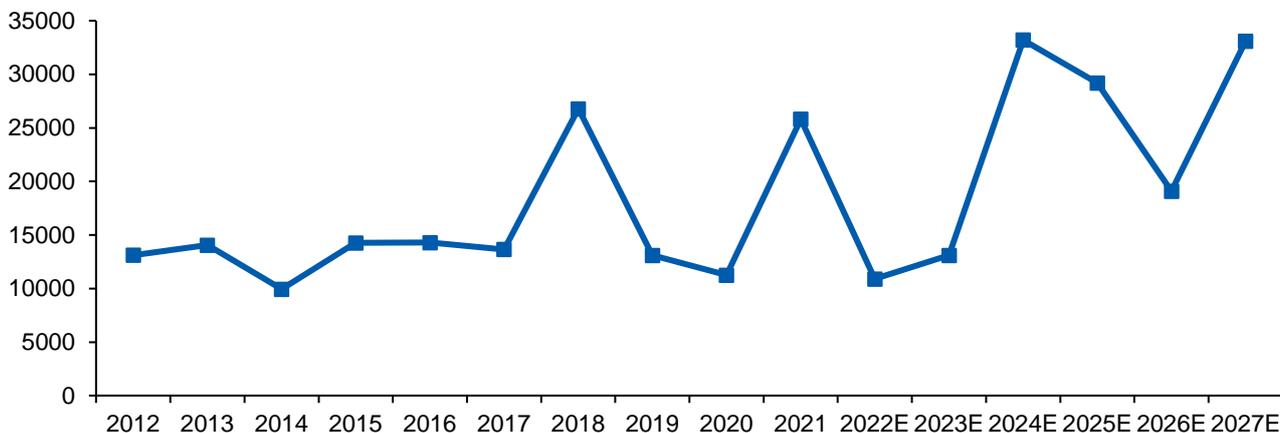
图 34：香港基本工程开支力度预计将明显提升（亿港元）



数据来源：香港政府网站，东北证券

未来五年内香港住宅供应量有望上升。根据香港房屋委员会预计,2023/24至2027/28年度的五年期内, 公营房屋预计总建屋量约为 110,600 个单位; 2022 年 M9 往后三至四年内, 一手私人住宅物业市场的供应量预计约为 95000 个单位, 中期维度看住宅供应水平较过去十年平均水平有较大幅度上涨。

图 35: 未来五年内香港公营房屋预计总建屋量将有明显上升



数据来源: 香港房屋委员会, 东北证券

香港北部都会区建设有望进一步带动高端内装与幕墙需求。在 2021 及 2022 年香港施政报告中, 港府提到要将新界北建成一个旅游、居住、科创为一体的大都会区, 将其命名为北部都会区。从地理位置来看, 北部都会区将作为连接内地的纽带, 也可以共享深圳前海的发展。此外, 港府提出要将新界北的洪水桥打造为下一个 CBD, 有望带来更多高端内装与幕墙需求。

图 36: 香港北部都会区毗邻深圳前海



数据来源: 公开资料, 东北证券

公司内装业务有望受益于香港建筑市场的高景气度。江河子公司承达集团总部位于香港, 是全球顶级室内装饰品牌, 深耕港澳高端内装市场。此外, 公司子公司梁志

天设计亦在香港承接高端公建、住宅的室内设计，业务有望形成协同。

图 37: 承达集团项目: 富丽敦海洋公园酒店



数据来源: 承达集团官网, 东北证券

图 38: 承达集团项目: 大埔 天钻小区

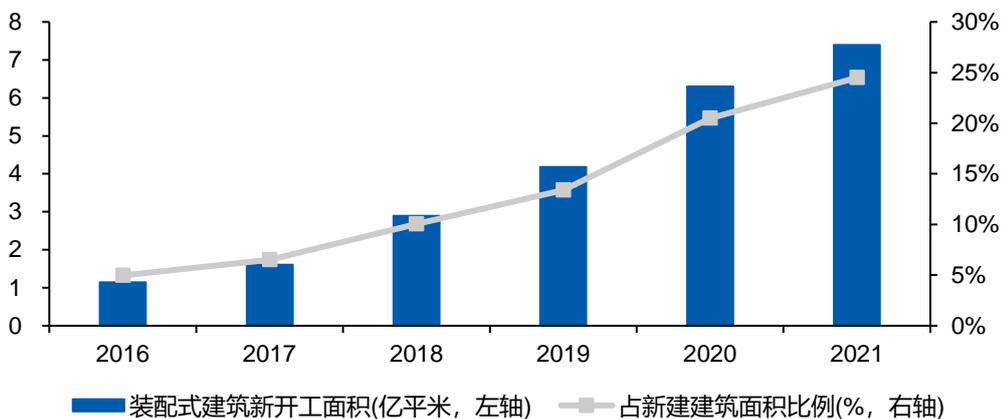


数据来源: 承达集团官网, 东北证券

3.3. 装配式建筑大势所趋，装配式内装相辅相成

政策持续推进装配式建筑。在环保压力不断加大、城镇化及房地产产业发展的推动下，装配式建筑进入高速发展及创新期，2021 年装配式建筑占新建建筑面积比例为 24.5%，政策要求 2025 年达 30%，但目前整体装配式建筑的建设节奏明显快于此前政策预期。

图 39: 我国装配式建筑新开工面积增长迅速



数据来源: 住建部, 东北证券

装配式装修是采用干式工法，将工厂生产的内装部品，在现场进行组合安装的装修方式。作为装修建造方式的深度变革，装配式装修是一种工业化程度更高、效果更为精准的装修方式。与传统装修相比，装配式装修具有对人工依赖程度低、工期短、质量可控、环保、易维护等多项优势，与装配式建筑更为契合。

图 40: 装配式装修典型案例



数据来源: 东北证券

江河集团“自主研发+产业链系统集成”的发展模式，完成了装配式装修 2.0 版的升级，令装配式设计标准化、管理信息化更加成熟，特别是对高难度异形构件的材料下单、工厂制作、现场安装发挥了重要作用，节省人工成本的同时极大地缩短了工期。

图 41: 装配式装修 2.0 版示意图



数据来源: 江河集团公众号, 东北证券

4. 盈利预测与估值

维持“增持”评级。随着双碳战略和住建部绿色建筑发展规划的逐步推进，钙钛矿等光伏电池技术迅速发展，我们预计 BIPV 幕墙有望成为公司增长新动能，预计 2022 年~2024 年 EPS 为 0.67/0.89/1.08 元，对应 PE 为 12.67/9.59/7.88 倍。

5. 风险提示

回款风险，BIPV 市场发展不及预期，公司业绩不及预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,116	5,106	7,182	6,843
交易性金融资产	439	439	439	439
应收款项	11,340	10,978	13,065	14,253
存货	1,169	931	1,210	1,195
其他流动资产	4,293	4,093	4,685	5,089
流动资产合计	22,356	21,545	26,581	27,819
可供出售金融资产				
长期投资净额	103	108	113	118
固定资产	1,255	1,318	1,373	1,414
无形资产	708	704	700	696
商誉	663	663	663	663
非流动资产合计	5,822	5,851	5,872	5,877
资产总计	28,179	27,397	32,453	33,696
短期借款	1,396	1,396	1,196	896
应付款项	14,828	13,270	17,266	17,400
预收款项	0	213	125	163
一年内到期的非流动负债	353	353	353	353
流动负债合计	19,500	17,970	22,041	22,092
长期借款	317	317	317	317
其他长期负债	690	690	690	690
长期负债合计	1,007	1,007	1,007	1,007
负债合计	20,507	18,977	23,048	23,099
归属于母公司股东权益合计	6,340	6,953	7,761	8,736
少数股东权益	1,332	1,467	1,644	1,861
负债和股东权益总计	28,179	27,397	32,453	33,696

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20,789	18,977	22,269	24,844
营业成本	17,206	15,838	18,322	20,388
营业税金及附加	37	36	41	46
资产减值损失	-329	-100	-100	-100
销售费用	226	209	245	273
管理费用	1,123	1,101	1,247	1,379
财务费用	265	1	-1	-37
公允价值变动净收益	32	0	0	0
投资净收益	73	256	78	87
营业利润	-1,001	1,056	1,395	1,697
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	-1,003	1,056	1,395	1,697
所得税	-25	158	209	255
净利润	-977	897	1,186	1,442
归属于母公司净利润	-1,007	763	1,008	1,226
少数股东损益	30	135	178	216

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-977	897	1,186	1,442
资产减值准备	2,462	450	450	450
折旧及摊销	276	229	249	261
公允价值变动损失	-32	0	0	0
财务费用	238	78	76	71
投资损失	-73	-256	-78	-87
运营资本变动	-551	-1,178	861	-1,675
其他	-240	-2	-3	-3
经营活动净现金流量	1,103	218	2,741	459
投资活动净现金流量	-725	0	-189	-177
融资活动净现金流量	-1,402	-228	-476	-621
企业自由现金流	1,480	692	3,187	887

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	-0.89	0.67	0.89	1.08
每股净资产 (元)	5.49	6.14	6.85	7.71
每股经营性现金流量 (元)	0.96	0.19	2.42	0.41
成长性指标				
营业收入增长率	15.2%	-8.7%	17.3%	11.6%
净利润增长率	-206.2%	175.7%	32.1%	21.6%
盈利能力指标				
毛利率	17.2%	16.5%	17.7%	17.9%
净利率	-4.8%	4.0%	4.5%	4.9%
运营效率指标				
应收账款周转天数	177.58	195.00	175.00	178.00
存货周转天数	21.19	25.00	23.00	23.00
偿债能力指标				
资产负债率	72.8%	69.3%	71.0%	68.6%
流动比率	1.15	1.20	1.21	1.26
速动比率	0.88	0.94	0.96	0.99
费用率指标				
销售费用率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用率	5.4%	5.8%	5.6%	5.6%
财务费用率	1.3%	0.0%	0.0%	-0.1%
分红指标				
股息收益率	1.2%	1.6%	2.1%	2.6%
估值指标				
P/E (倍)	—	12.67	9.59	7.88
P/B (倍)	1.20	1.39	1.25	1.11
P/S (倍)	0.47	0.52	0.44	0.40
净资产收益率	-15.9%	11.0%	13.0%	14.0%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

王小勇：重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券、诚通证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验，2007年以来具有15年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

陈基贇：同济大学建筑与土木工程硕士，同济大学土木工程本科，现任东北证券建筑组研究助理，2022年加入东北证券。

庄嘉骏：北京大学金融硕士，中山大学地理科学本科。2022年加入东北证券研究所，现任建筑行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A股市场以沪深300指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
华北地区机构销售			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn