

江河集团 (601886)

证券研究报告

2023年03月29日

Q4 毛利率达历史较好水平，重视 BIPV 成长新机遇

公司发布 2022 年年报，22 年收入 180.6 亿元，yoy-13%，归母净利润 4.9 亿元，扣非归母净利润 2.9 亿元；单 22q4 收入 57.6 亿元，yoy-13%，归母净利润 0.4 亿元，扣非归母净利润 0.04 亿元，同比扭亏。22 年业绩大致为前期业绩预告中位数水平，符合预期。

22 年收入新签均有压力，23 年或改善

分业务来看，22 年公司建筑装饰、医疗健康板块分别收入 170.9、9.6 亿元，分别 yoy-14%、+2%。行业下行背景下，公司 22 年建筑装饰新签订单 236 亿元，跃升行业首位；yoy-11%，风险管控继续强化，预计 23 年有机会恢复增长（23 年建筑装饰计划中标额 260 亿，规划约 11% 增长）。截止 22 年末，公司在手订单约 325 亿元，为同期收入的 1.8 倍，收入成长有较好保障。

22q4 毛利率为历史较好水平，减值及费用等拖累净利，经营性回款扎实

22 年公司综合毛利率 16.7%，yoy-0.6pct，其中建筑装饰、医疗服务分别 16.1%、25.8%，yoy 分别-0.7、-0.03pct；单 22q4 毛利率 20.0%，yoy+1.8pct，为历史较好水平。22 年期间费用率 yoy+1.0pct 至 11.7%，减值损失仍有拖累（占收入比例 yoy-9.3pct 至 2.6%，主要为商誉减值 2.3 亿，22 年末商誉余额 4.5 亿，占总资产比例较 21 年末下降 0.7pct 至 1.7%），资产处置产生较多投资收益（占收入比例 yoy+1.4pct 至 1.8%），部分对冲对利润不利影响。22 年公司归母净利率 2.7%，yoy+7.6pct，单 22q4 归母净利率 0.7%，yoy+24pct。

22 年公司强化工程结算和回款时效性，22 年实现销售回款 185.8 亿，高于收入 5.3 亿元，收现比 103%。

转型逐步见效，重视幕墙龙头 BIPV 重大成长机遇

22 年公司相继中标北京工体改造复建项目、台泥杭州环保科技总部、五粮液集团新经济中心等重点 BIPV 幕墙工程。截止 22 年末，公司中标 BIPV 项目金额 8.5 亿元，占 22 年收入的 4.7%。22 年光伏建筑项目累计确认收入 1.7 亿元，贡献毛利 0.4 亿元，毛利率达 25.2%，明显优于常规建筑装饰业务。公司投建 BIPV 异型光伏组件柔性生产基地项目预计 23 年投产，一方面与现有幕墙业务产生协同，另一方面可直接销售打造新的利润增长点。继续建议重视公司转型光伏幕墙蕴含的重大成长机遇（工程业务空间拓展及优势强化、商业模式优化等）。

下调目标价至 10.68 元，维持“买入”评级

考虑公司减值仍拖累业绩，我们下调 23-24 年公司归母净利预测为 6.7、8.6 亿元（前值 8.0、10.0 亿），新增 25 年归母净利预测为 10.1 亿，23-25 年 yoy 分别+37%、29%、17%，公司光伏建筑项目落地进展好于预期，给予 23 年目标 PE18x，下调目标价至 10.68 元（前值 11.20 元），维持“买入”评级。

风险提示：新签订单不及预期；减值风险；光伏建筑布局节奏低于预期；政策风险；宏观经济周期性波动风险；市场竞争风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,789.39	18,056.40	21,307.69	24,387.47	27,837.90
增长率(%)	15.18	(13.15)	18.01	14.45	14.15
EBITDA(百万元)	2,777.21	2,207.16	2,096.79	2,420.57	2,727.79
净利润(百万元)	(1,007.13)	489.07	671.97	864.27	1,009.64
增长率(%)	(206.20)	(148.56)	37.40	28.62	16.82
EPS(元/股)	(0.89)	0.43	0.59	0.76	0.89
市盈率(P/E)	(8.18)	16.84	12.26	9.53	8.16
市净率(P/B)	1.30	1.30	1.17	1.04	0.93
市销率(P/S)	0.40	0.46	0.39	0.34	0.30
EV/EBITDA	0.94	2.50	1.66	1.89	0.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.27 元
目标价格	10.68 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,133.00
流通 A 股股本(百万股)	1,133.00
A 股总市值(百万元)	8,236.92
流通 A 股市值(百万元)	8,236.92
每股净资产(元)	5.60
资产负债率(%)	71.75
一年内最高/最低(元)	10.70/4.53

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



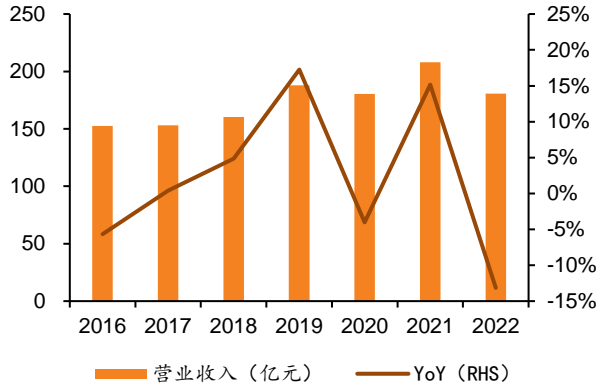
资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《江河集团-季报点评:Q3 单季度净利率环比提升，BIPV 助力中长期成长》2022-10-28
- 2 《江河集团-半年报点评:业绩符合预期，BIPV 成长基础/前景均值得重视》2022-07-30
- 3 《江河集团-公司点评:拟投建 BIPV 异型组件生产基地，坚定光伏建筑转型》2022-05-11

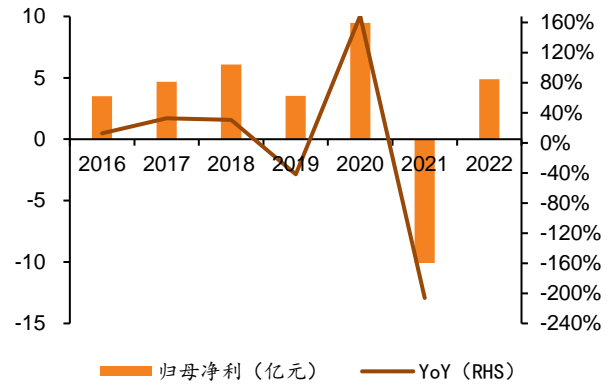
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)				P/E			
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
002081.SZ	金螳螂	141.3	5.32	-1.86	0.50	0.60	0.70	-2.9	10.7	8.9	7.6
603098.SH	森特股份	136.2	25.27	0.06	0.47	0.89	1.34	414.9	53.3	28.3	18.9
600477.SH	杭萧钢构	107.8	4.55	0.17	0.16	0.19	0.20	26.2	28.6	23.8	22.7
601877.SH	正泰电器	583.5	27.14	1.58	2.09	2.57	3.02	17.2	13.0	10.6	9.0
	平均值							113.9	26.4	17.9	14.6
	中位数							21.7	20.8	17.2	13.9
601886.SH	江河集团	82.4	7.27	-0.89	0.43	0.59	0.76	-8.2	16.8	12.3	9.5

注：股价时间 2023/03/28；除江河集团外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,115.71	4,160.78	5,851.57	4,899.85	6,995.48
应收票据及应收账款	11,339.56	11,569.36	15,346.23	15,324.21	19,530.94
预付账款	161.82	269.19	235.76	338.23	316.10
存货	1,169.11	1,027.05	1,545.83	1,378.85	1,955.22
其他	1,459.39	1,613.80	6,371.34	7,377.47	8,788.68
流动资产合计	19,245.58	18,640.19	29,350.74	29,318.61	37,586.42
长期股权投资	103.06	118.76	118.76	118.76	118.76
固定资产	1,255.18	1,136.04	1,039.16	942.28	845.40
在建工程	66.01	237.14	237.14	237.14	237.14
无形资产	708.39	690.10	648.80	607.50	566.20
其他	3,689.81	2,611.07	2,586.60	2,562.13	2,537.67
非流动资产合计	5,822.45	4,793.11	4,630.47	4,467.82	4,305.17
资产总计	28,178.83	26,931.90	33,981.20	33,786.43	41,891.60
短期借款	1,396.37	1,316.88	1,316.88	1,316.88	1,316.88
应付票据及应付账款	14,827.59	14,132.43	19,795.33	18,771.45	25,193.77
其他	2,189.47	2,142.74	3,665.99	3,528.83	4,115.68
流动负债合计	18,413.43	17,592.05	24,778.20	23,617.17	30,626.33
长期借款	317.14	311.86	311.86	311.86	311.86
应付债券	196.76	0.00	98.38	98.38	65.59
其他	493.22	433.68	433.68	433.68	433.68
非流动负债合计	1,007.12	745.54	843.92	843.92	811.13
负债合计	20,506.82	19,324.08	25,622.12	24,461.08	31,437.46
少数股东权益	1,331.93	1,257.61	1,336.91	1,438.90	1,558.05
股本	1,154.05	1,133.00	1,133.00	1,133.00	1,133.00
资本公积	3,836.11	3,696.56	3,696.56	3,696.56	3,696.56
留存收益	2,136.58	1,450.28	2,122.25	2,986.51	3,996.16
其他	(786.66)	70.37	70.37	70.37	70.37
股东权益合计	7,672.01	7,607.81	8,359.08	9,325.34	10,454.14
负债和股东权益总计	28,178.83	26,931.90	33,981.20	33,786.43	41,891.60

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(977.37)	546.79	671.97	864.27	1,009.64
折旧摊销	175.32	172.19	138.18	138.18	138.18
财务费用	237.87	214.53	266.17	314.08	310.85
投资损失	(72.74)	(324.35)	(324.35)	(324.35)	(324.35)
营运资金变动	(887.39)	(854.98)	702.96	(2,056.17)	861.45
其它	2,627.28	93.18	79.30	102.00	119.15
经营活动现金流	1,102.96	(152.65)	1,534.22	(962.00)	2,114.92
资本支出	(183.93)	35.84	0.00	0.00	0.00
长期投资	15.82	15.70	0.00	0.00	0.00
其他	(557.22)	150.06	324.35	324.35	324.35
投资活动现金流	(725.33)	201.61	324.35	324.35	324.35
债权融资	(432.80)	(179.23)	(167.79)	(314.08)	(343.64)
股权融资	(865.89)	696.43	(0.00)	(0.00)	(0.00)
其他	(102.99)	(1,194.71)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,401.69)	(677.51)	(167.79)	(314.08)	(343.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,024.05)	(628.55)	1,690.79	(951.72)	2,095.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	20,789.39	18,056.40	21,307.69	24,387.47	27,837.90
营业成本	17,205.67	15,043.31	17,623.80	20,033.55	22,837.78
营业税金及附加	37.40	29.80	35.17	40.25	45.95
销售费用	225.83	232.73	274.64	314.34	358.81
管理费用	1,122.54	1,176.43	1,388.26	1,588.92	1,813.73
研发费用	606.62	525.10	619.66	709.22	809.56
财务费用	265.48	173.56	266.17	314.08	310.85
资产/信用减值损失	(2,461.86)	(466.07)	(499.99)	(522.26)	(596.15)
公允价值变动收益	32.32	(104.69)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	72.74	324.35	324.35	324.35	324.35
其他	4,683.98	449.42	0.00	0.00	0.00
营业利润	(1,001.34)	672.45	924.35	1,189.20	1,389.42
营业外收入	4.30	6.26	6.26	6.26	6.26
营业外支出	5.72	5.14	5.14	5.14	5.14
利润总额	(1,002.76)	673.58	925.48	1,190.33	1,390.55
所得税	(25.39)	126.79	174.21	224.07	261.76
净利润	(977.37)	546.79	751.27	966.26	1,128.79
少数股东损益	29.76	57.72	79.30	102.00	119.15
归属于母公司净利润	(1,007.13)	489.07	671.97	864.27	1,009.64
每股收益(元)	(0.89)	0.43	0.59	0.76	0.89

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	15.18%	-13.15%	18.01%	14.45%	14.15%
营业利润	-177.36%	-167.16%	37.46%	28.65%	16.84%
归属于母公司净利润	-206.20%	-148.56%	37.40%	28.62%	16.82%
获利能力					
毛利率	17.24%	16.69%	17.29%	17.85%	17.96%
净利率	-4.84%	2.71%	3.15%	3.54%	3.63%
ROE	-15.89%	7.70%	9.57%	10.96%	11.35%
ROIC	-20.12%	50.71%	31.25%	53.63%	32.72%
偿债能力					
资产负债率	72.77%	71.75%	75.40%	72.40%	75.04%
净负债率	-37.18%	-25.01%	-41.81%	-27.28%	-44.69%
流动比率	1.15	1.19	1.18	1.24	1.23
速动比率	1.09	1.14	1.12	1.18	1.16
营运能力					
应收账款周转率	1.77	1.58	1.58	1.59	1.60
存货周转率	20.53	16.44	16.56	16.68	16.70
总资产周转率	0.72	0.66	0.70	0.72	0.74
每股指标(元)					
每股收益	-0.89	0.43	0.59	0.76	0.89
每股经营现金流	0.97	-0.13	1.35	-0.85	1.87
每股净资产	5.60	5.60	6.20	6.96	7.85
估值比率					
市盈率	-8.18	16.84	12.26	9.53	8.16
市净率	1.30	1.30	1.17	1.04	0.93
EV/EBITDA	0.94	2.50	1.66	1.89	0.95
EV/EBIT	1.00	2.67	1.78	2.00	1.00

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com