

股票投资评级

推荐 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

52周内高	10.70
52周内低	4.46
总市值(亿元)	106.16
流通市值(亿元)	106.16
总股本(亿股)	11.33
A股(亿股)	11.33
—已流通(亿股)	11.33
—限售股(亿股)	0.00

研究所

分析师：丁士涛

SAC 登记编号：S1340522090005

Email: dingshitao@cnpsec.com

研究助理：刘依然

SAC 登记编号：S1340122090020

Email: liuyiran@cnpsec.com

江河集团 (601886.SH)

幕墙主业行稳致远，BIPV 云程发轫

● 从幕墙龙头到双主业、多品牌、多元化的跨国企业集团

公司前身北京江河幕墙装饰工程有限公司成立于 1999 年。2011 年于上交所主板上市。2012 年起，公司向室内装饰和室内设计领域延伸，先后收购了香港承达集团、港源装饰等境内外知名室内装饰设计公司。2015 年，要约并购澳大利亚最大连锁眼科医院 Vision Eye Institute Ltd.，公司步入双主业、多元化发展阶段。2022 年，在分布式光伏快速推广的风口浪尖上，公司充分发挥幕墙作为 BIPV 的流量入口效应，全力推进光伏建筑业务快速发展。

● 在手订单充沛，业绩回升可期

下游业主开工滞后导致公司短期业绩略承压。2022 年前三季度，公司实现营业收入 122.98 亿元，同比下降 13.41%，实现归母净利润 4.48 亿元，同比下降 14.23%；实现扣非归母净利润 2.81 亿元，同比下降 26.00%。从中标的情况来看，2022 年 1-9 月，公司累计中标金额为 196 亿元，同比下降 3.15%。截至 2022/06/30，公司在手订单 344 亿元，充沛订单保障后续业绩持续释放。

● 把握 BIPV 发展契机，加速注入成长新动能

住建部发布的《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，该规范要求新建建筑应安装太阳能系统，BIPV 的市场空间有望显著扩容。2022 年 1-9 月，公司中标多个光伏建筑一体化项目，中标金额合计 7.83 亿元。随着光伏建筑渗透率的提升，将带动异型光伏组件需求快速增长。公司 2022 年 5 月公告，拟通过全资子公司江河光伏建筑在湖北省浠水县投资建设 300 MW 光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地项目。差异化的产品发展路线有利于发挥公司在幕墙设计、研发、生产上的集成优势，将有望进一步增强公司核心竞争力。

● 盈利预测与投资建议

公司是国内幕墙行业的龙头，在高端、中高端市场中均具备较强的品牌实力。当前在手订单充足，前期减值充分、轻装上阵。在 BIPV 热潮来袭之下，公司积极切入光伏幕墙赛道并差异化发展异性组件，有望公司第二成长曲线。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.51/8.07/9.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.57/0.71/0.85 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

基建、房地产投资增速大幅下降风险；原材料价格大幅上涨风险；BIPV 相关政策推进力度不及预期；应收账款回款风险。

盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	20789.39	20194.59	22398.32	24074.48
增长率（%）	15.18%	-2.86%	10.91%	7.48%
归属母公司净利润（百万元）	-1007.13	651.30	807.44	967.39
增长率（%）	-206.20%	164.67%	23.97%	19.81%
毛利率（%）	17.24%	16.14%	16.95%	17.35%
净利率（%）	-4.84%	3.23%	3.60%	4.02%
EPS（元/股）	-0.89	0.57	0.71	0.85
市盈率（P/E）	—	16.58	13.37	11.16
ROE	-15.89%	9.47%	10.51%	11.18%

数据来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为2022年11月07日收盘价

目录

1 在手订单充沛，业绩回升可期.....	6
1.1 从国内幕墙龙头到双主业、多品牌、多元化的跨国企业集团.....	6
1.2 建筑装饰为公司立业之本，医疗健康板块“小而美”.....	8
1.3 计提充分轻装上阵，订单充沛护航业绩.....	11
2 幕墙主业坐拥千亿市场，龙头竞争优势凸显.....	14
2.1 幕墙行业每年千亿产值，集中趋势加速.....	14
2.2 设计技术构筑坚实壁垒，品牌实力成就领先地位.....	16
2.3 优势主业把握利润和现金流，行稳致远.....	18
3 把握 BIPV 发展契机，加速注入成长新动能.....	19
3.1 BIPV 是分布式光伏的重要技术路线之一.....	19
3.2 公司作为技术实力优越的幕墙龙头，发展 BIPV 得天独厚.....	22
3.3 延伸上游布局异型光伏组件，差异化竞争成长.....	23
4 盈利预测与投资建议.....	24
4.1 公司分业务盈利预测.....	24
4.2 可比公司估值与投资建议.....	26
5 风险提示.....	26

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构 (截至 2022/06/30)	7
图表 3: 公司管理层简介.....	7
图表 4: 公司业务板块及旗下主要品牌图示	8
图表 5: 2014-2022 H1 公司各业务收入占比 (%)	8
图表 6: 2014-2021 公司各业务毛利占比 (%)	8
图表 7: 公司生产基地及业务辐射范围图示	9
图表 8: 公司主要控股及参股公司情况	10
图表 9: 2014-2022 Q3 公司营业收入及同比增速 (亿元, %)	11
图表 10: 2014-2022 Q3 公司归母净利润/扣非归母净利润及同比增速 (亿元, %)	11
图表 11: 2014-2022 Q3 公司毛利率/净利率 (%)	11
图表 12: 2014-2021 公司各业务板块毛利率 (%)	11
图表 13: 2014-2022 Q3 公司 ROE/资产负债率 (%)	12
图表 14: 2014-2022 Q3 公司各项费用率情况 (%)	12
图表 15: 公司累计中标金额及同比增速 (亿元, %)	12
图表 16: 公司累计中标数量及同比增速 (个, %)	12
图表 17: 公司幕墙中标金额及同比增速 (亿元, %)	13
图表 18: 公司内装中标金额及同比增速 (亿元, %)	13
图表 19: 2015-2021 公司竣工验收项目总额 (亿元)	13
图表 20: 2015-2021 公司年底在建项目总额 (亿元)	13
图表 21: 2014-2022 Q3 全国建筑业总产值及同比增速 (万亿元, %)	14
图表 22: 2014-2022 Q3 建筑业新签合同额及同比增速 (万亿元, %)	14
图表 23: 2016-2021 全国幕墙行业产值情况 (亿元)	14
图表 24: 2016-2021 全国幕墙行业利润情况 (亿元)	14
图表 25: 2020 年幕墙分类型占比 (%)	15
图表 26: 2020 年幕墙分下游建筑类型占比 (%)	15
图表 27: 2016-2021 年幕墙行业主要上市公司幕墙业务营收及市占率情况 (亿元, %)	15
图表 28: 幕墙行业企业主要梯队划分	15
图表 29: 2014-2022 Q3 国有及国有控股建筑企业新签合同额及占比 (万亿元, %)	16
图表 30: 2014-2022 Q3 国有及国有控股建筑企业建筑业产值及占比 (万亿元, %)	16
图表 31: 2014-2022 Q3 全国建筑业装修装饰产值及累计同比增速 (亿元, %)	16
图表 32: 2014-2022 Q3 国有及国有控股建筑企业装修装饰产值及占比 (亿元, %)	16
图表 33: 2014-2021 公司员工构成情况 (%)	17
图表 34: 2014-2022 Q3 公司发明专利数量及同比增速 (个, %)	17
图表 35: 2022 年以来公司幕墙领域重大工程项目中标情况	17

图表 36: 公司幕墙工程收款节点图示	18
图表 37: 2014-2022 Q3 公司经营现金流净额 (亿元)	18
图表 38: 2014-2021 公司收现比和付现比情况	18
图表 39: 2014-2022 H1 主要可比公司净现比情况	19
图表 40: 2014-202 H1 主要可比公司应收账款周转率	19
图表 41: 2014-2022 Q3 全国分布式/集中式光伏新增装机容量 (GW)	19
图表 42: 2014-2022 Q3 分布式/集中式光伏新增装机容量占比 (%)	19
图表 43: 2014-2022 Q3 分布式/集中式光伏累计装机容量 (GW)	20
图表 44: 2014-2022 Q3 分布式/集中式光伏累计装机容量占比 (%)	20
图表 45: “十四五”期间各省光伏装机量发展目标及主要举措	21
图表 46: 部分省市出台的光伏建筑补贴条例	22
图表 47: 公司光伏幕墙项目-北京世园会中国馆	23
图表 48: 公司光伏幕墙项目-日出东方凯宾斯基酒店	23
图表 49: 公司份业务盈利预测	25
图表 50: 可比公司估值表	26

1 在手订单充沛，业绩回升可期

1.1 从国内幕墙龙头到双主业、多品牌、多元化的跨国企业集团

公司前身北京江河幕墙装饰工程有限公司成立于 1999 年，公司于 2001 年起向高端幕墙领域转型，聚焦大城市、大客户、大项目，并相继中标首都国际机场 T3 航站楼、中央电视台新址、中国国贸三期等国内著名幕墙工程，公司行业领导者地位得到确立。2007 年，改制为股份有限公司、2011 年于上交所主板上市。2012 年起，公司向室内装饰和室内设计领域延伸，先后收购了香港承达集团、港源装饰和梁志天设计等境内外知名室内装饰设计企业。2015 年，公司进军医疗健康产业，以高品质眼科医疗服务为切入点，要约并购澳大利亚最大连锁眼科医院 Vision Eye Institute Ltd.，步入双主业、多元化发展阶段。2022 年，在分布式光伏快速推广的风口浪尖上，公司充分发挥幕墙作为 BIPV 的流量入口效应，全力推进光伏建筑业务的发展。

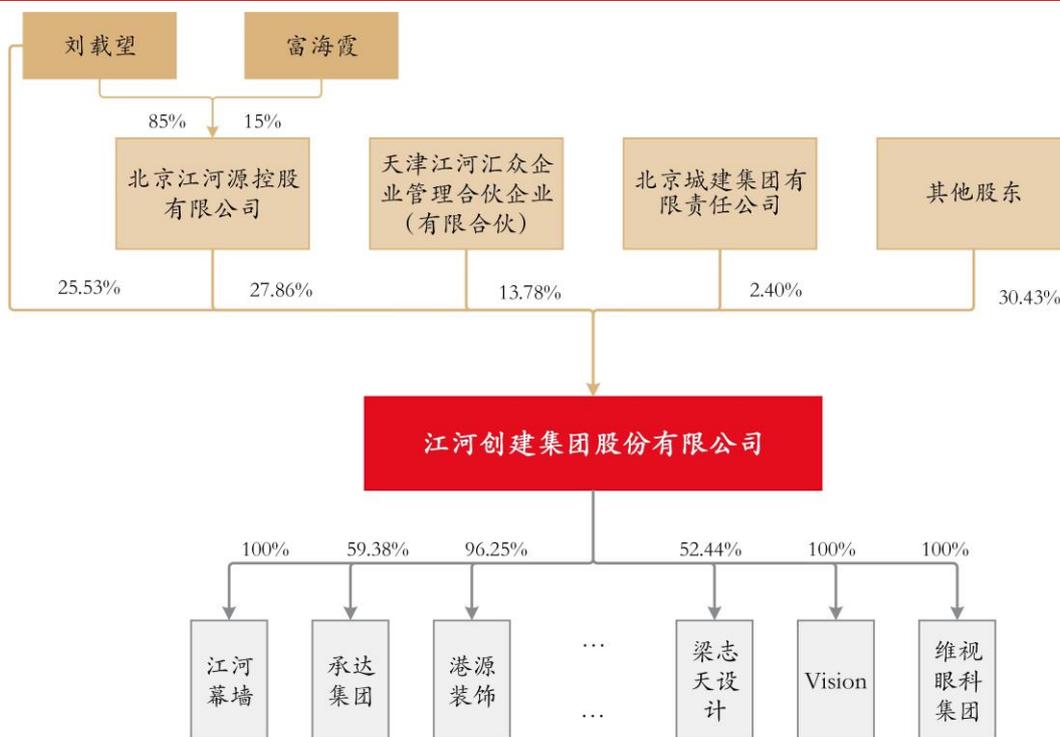
图表 1：公司发展历程

创业与专业化发展阶段		内外兼修协同发展阶段		双主业多元化发展阶段	
1999 年 2 月	北京江河幕墙装饰工程有限公司成立	2011 年 8 月	于上海证券交易所 A 股主板上市	2015 年底	分拆承达集团在香港联交所主板上市
2001 年	向高端幕墙领域转型，中标里程碑项目北京金融街富凯大厦	2012 年 6 月	收购全球顶级室内装饰企业香港承达集团有限公司	2016 年初	通过收购成为澳大利亚医疗服务上市公司 Primary Health Care Limited 第一大股东
2003 年	专注高端幕墙领域，聚焦大城市、大客户、大项目，确立中国幕墙行业领导者地位	2013-2014 年	分三步收购中国北方区域内装第一品牌北京港源建筑装饰工程有限公司	2016 年 3 月	公司证券简称自“江河创建”变更为“江河集团”
2004 年	进入长三角、珠三角等地区开展业务	2013 年 5 月	公司更名为江河创建集团股份有限公司	2016 年 11 月	并购南京泽明医院管理有限公司，后更名为江河泽明
2007 年	公司改制并整体变更为北京江河幕墙股份有限公司	2014 年 2 月	收购全球顶级建筑及室内设计公司香港梁志天设计师有限公司	2018 年 7 月	梁志天设计集团在香港联交所主板上市
2007 年	大力开拓港澳市场，积极推进国际化发展；中标澳门梦幻城、阿联酋阿布扎比天空塔等一系列全球最具影响力工程	2014 年 9 月	北京港源幕墙有限公司自港源装饰分拆成立	2021 年 7 月	成立北京江河智慧光伏建筑有限公司，在武汉滠水建立 300 MW 异性组件生产基地，布局 BIPV 上游组件
 <p>中央电视台新台址（幕墙工程）</p>		 <p>承达集团-室内装饰项目-澳门永利皇宫（地下主赌场及 1 楼 1-15 赌厅等）</p>		 <p>北京工人体育场改造复建项目（包括屋面结构、屋面专项工艺设计、屋面光伏发电等工程）</p>	

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司股权结构集中、管理层稳定，有利于高效决策与稳健发展。截至 2022 年 6 月 30 日，公司实际控制人为刘载望及其妻子富海霞，持股比例合计 53.39%，股权集中度较高。刘载望为公司的创始人、董事长，其直接持股 25.53%，间接持股 23.68%。公司管理层较稳定，董事长、总经理、财务总监、董事会秘书等高管近五年来未发生变动。

图表 2：公司股权结构（截至 2022/06/30）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 3：公司管理层简介

姓名	任职日期	职务	个人简历
刘载望	2010/04/19	董事长、董事	公司创始人，现任公司董事长、北京市顺义区人民代表大会常务委员会委员、近五年担任东北大学第四届校董会副主席、东北大学江河建筑学院理事长
许兴利	2015/03/02	总经理、董事	注册会计师，国际注册内部审计师，曾任浪潮集团财务科长、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
赵世东	2015/03/02	财务总监	注册会计师，曾任大信会计师事务所有限公司审计助理，项目经理，北京江河幕墙股份有限公司财务副总监
刘飞宇	2017/08/24	董事会秘书、投资总监	2006 年 7 月加入公司，曾任公司财务部副部长，高级财务经理，北京港源建筑装饰工程有限公司财务总监，副总裁

资料来源：公司公告，iFinD，中邮证券研究所

1.2 建筑装饰为公司立业之本，医疗健康板块“小而美”

公司主营业务分为建筑装饰和医疗健康两大板块，其中，建筑装饰业务板块包括建筑幕墙与光伏建筑、室内装饰与室内设计。公司旗下拥有江河幕墙、承达集团（HK. 1568）、港源装饰、港源幕墙、梁志天设计集团（HK. 2262）等行业知名品牌。公司在医疗健康板块定位于国际化的专业眼科医疗服务提供商，主要开展屈光、视光、眼底病等眼科全科诊疗业务。公司拥有澳洲最大眼科连锁品牌 Vision 和长三角区域知名品牌江河泽明。在国内眼科业务的拓展上，以“Vision+ 区域品牌”双品牌模式开展业务，稳步推进眼科医疗业务，打造国内中高端眼科品牌。

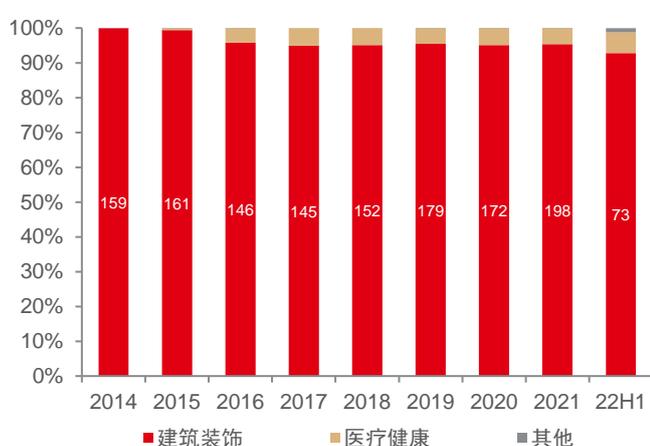
图表 4：公司业务板块及旗下主要品牌图示



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

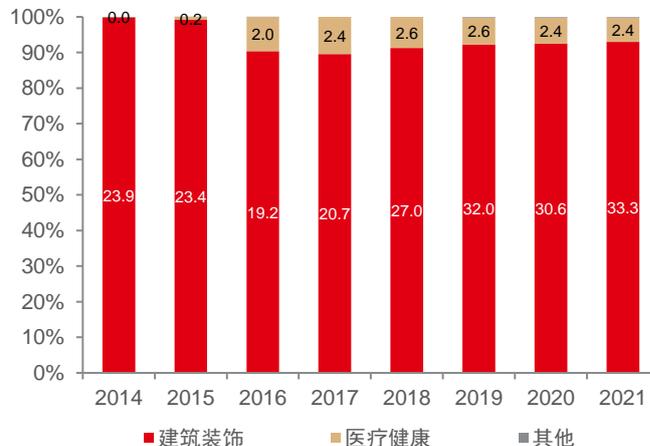
建筑装饰业务是公司的立业之本，经过多年发展，规模不断壮大；医疗健康板块延续“小而美”的发展路线。从公司营业收入构成上来看，2021 年及 2022 H1，公司建筑装饰板块收入分别为 198.34 /72.72 亿元，占公司营业总收入的比例为 95.41% /93.93%；医疗健康板块收入 4.70 亿元，占比为 4.54% /6.07%。从毛利贡献的角度来看，2021 年，建筑装饰板块贡献毛利 33.31 亿元，占比为 92.95%；医疗健康板块毛利为 2.44 亿元，占比 6.81%。

图表 5：2014-2022 H1 公司各业务收入占比 (%)



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 6：2014-2021 公司各业务毛利占比 (%)



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

在建筑幕墙领域，公司定位于集产品研发、工程设计、精密制造、安装施工、咨询服务、产品出口于一体的幕墙系统整体解决方案提供商。公司的幕墙业务主要由旗下的江河幕墙、港源幕墙等子公司承接。其中，江河幕墙定位高端幕墙领域，港源幕墙定位于中高端幕墙领域，形成双品牌错位发展，拓宽公司的业务承接范围。公司幕墙业务在北京、上海、广州、成都、武汉等地建有研发设计中心和生产基地，业务辐射范围包括华北、华东、华南、西南等市场。在光伏建筑领域，公司定位于光伏建筑系统整体解决方案提供商，主要承接公共、工商业建筑等光伏建筑项目以及生产、销售异型组件等。公司长期致力于节能环保技术在幕墙系统中的研发与应用，并积极依托于公司一流的幕墙研发设计中心和生产基地，在全国各地承接各类光伏建筑项目，加速光伏建筑领域的业务发展。

图表 7：公司生产基地及业务辐射范围图示



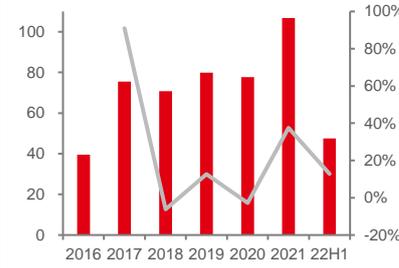
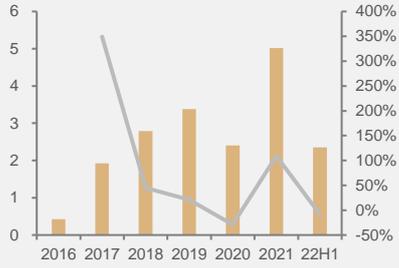
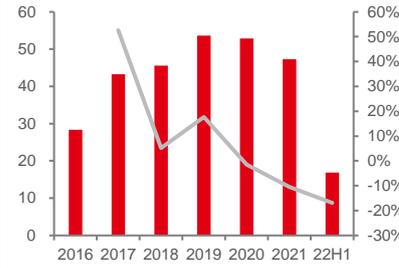
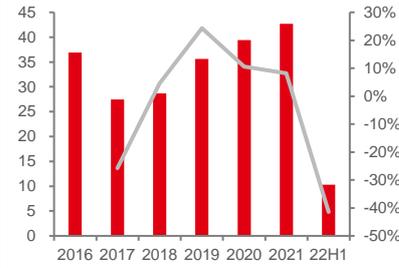
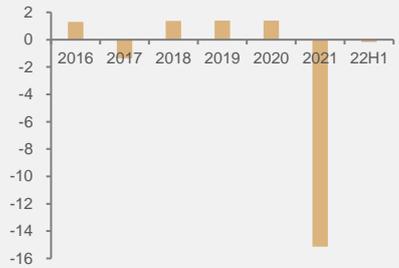
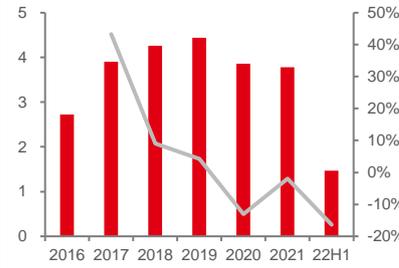
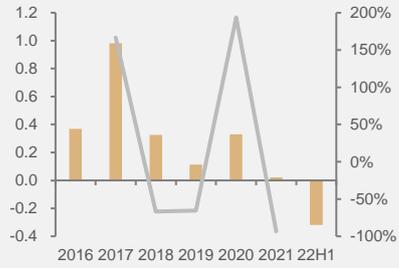
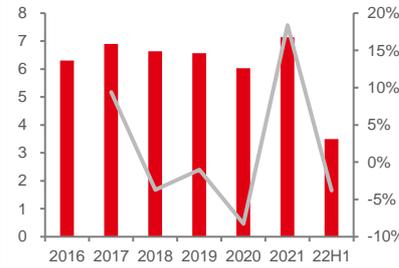
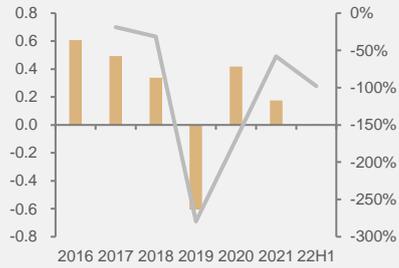
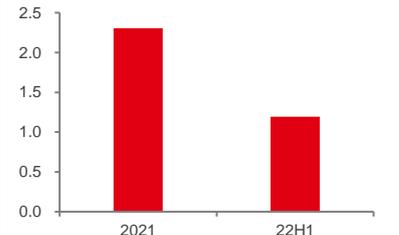
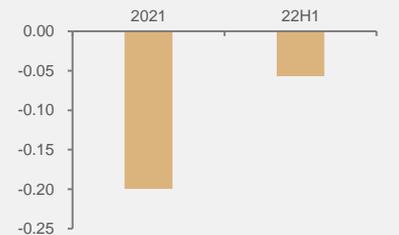
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

在室内设计领域，公司旗下梁志天设计集团（HK. 2262）是顶级建筑及室内设计品牌；梁志天设计主要提供室内设计服务、室内陈设及产品设计；其上海、北京、广州、深圳、成都设有分、子公司，是亚洲最大规模的室内设计公司之一，在国内外均享有极高的知名度。

在室内装饰业务领域，公司主要为大型公共建筑、酒店、住宅等项目提供专业、优质的室内装饰工程服务。公司旗下的承达集团（HK. 1568）定位于高端室内装饰业务，主要向五星级酒店、高端商场、写字楼及高档住宅等大型项目客户提供室内设计服务和室内陈设服务。承达集团在港澳地区打造了包括澳门新葡京酒店、巴黎人酒店等多项精品工程。

在区域布局上，承达集团主要服务于香港、澳门市场；在内地，公司主要依托与港源装饰及承达集团下属子公司承达创建来开展室内装饰业务。公司的百余项室内顶级装饰工程，彰显了在室内装饰行业的核心影响力。此外，随着装配式建筑的渗透率逐渐提高，公司采取“自主研发+产业链系统集成”的发展模式，正全力推进内装装配式业务的发展。

图表 8：公司主要控股及参股公司情况

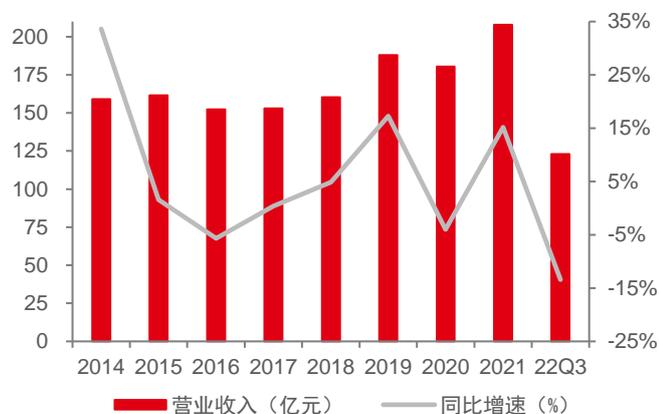
主要控股 参股公司	注册 资本	持股 比例	主营业务	营业收入及同比增速（亿元，%）	净利润及同比增速（亿元，%）
江河幕墙	10 亿元	100%	建筑幕墙工程 工程专业承包； 幕墙制造和销 售； 工程设计		
承达集团	12.47 亿港元	59.38%	建筑装修装饰 工程专业承包； 室内装饰材料 制造和销售		
港源装饰	4 亿元	96.25%	建筑装修装饰 工程专业承包		
梁志天 设计	0.11 亿港元	52.44%	室内设计与 装饰		
Vision	1.31 亿港元	100%	眼科医疗 服务		
维视眼科 集团	1.13 亿元	100%	眼科医疗 服务		

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3 计提充分轻装上阵，订单充沛护航业绩

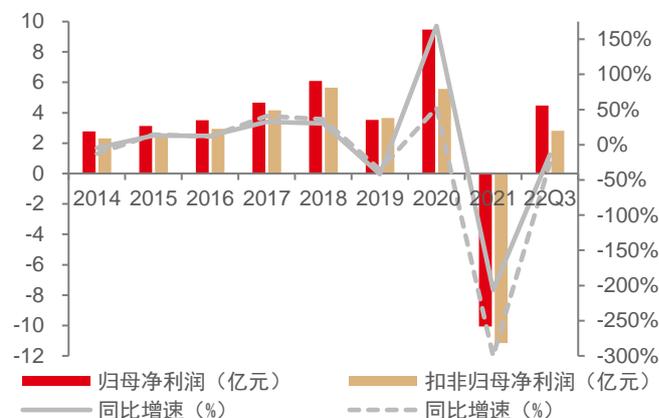
2021年，公司实现营业收入207.89亿元，同比增长15.18%，实现归母净利润为-10.07亿元，主要由于2021年下半年恒大等部分房企资金链断裂，公司室内设计和室内装饰板块的部分子公司承接了恒大的装饰工程，导致不能按时回收到期应收款项。基于谨慎性原则，公司对未能按时收回款项恒大的应收账款、应收票据以及合同资产按照会计政策计提了信用减值损失、资产减值损失。公司2021年共计提各类损失合计16.81亿元（其中16.61亿元为港源装饰）。截至2021年底，公司对恒大已累计计提各类减值损失18.9亿元，应收款项敞口净额约为7.86亿元，其中包括正在办理抵账手续的实物资产约为3.88亿元，1.2亿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约为1.8亿元。

图表 9：2014-2022 Q3 公司营业收入及同比增速（亿元，%）



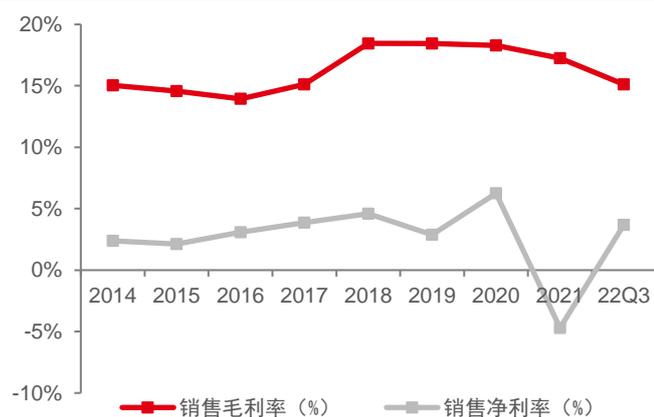
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 10：2014-2022 Q3 公司归母净利润/扣非归母净利润及同比增速（亿元，%）



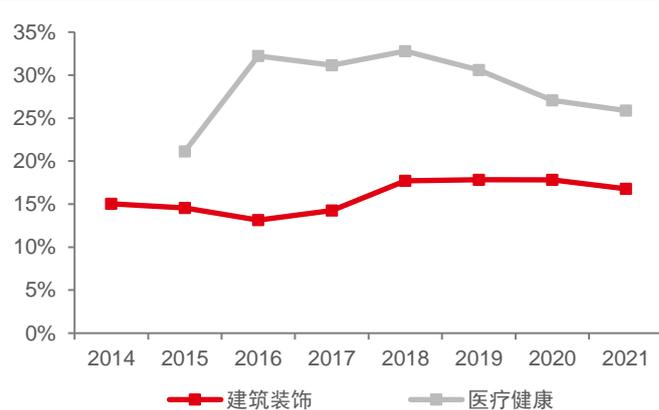
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 11：2014-2022 Q3 公司毛利率/净利率 (%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

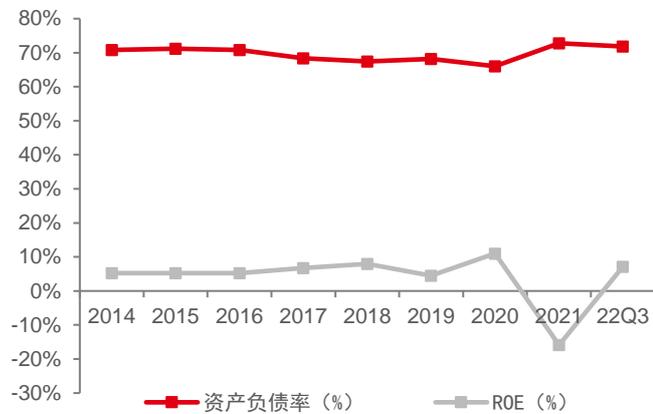
图表 12：2014-2021 公司各业务板块毛利率 (%)



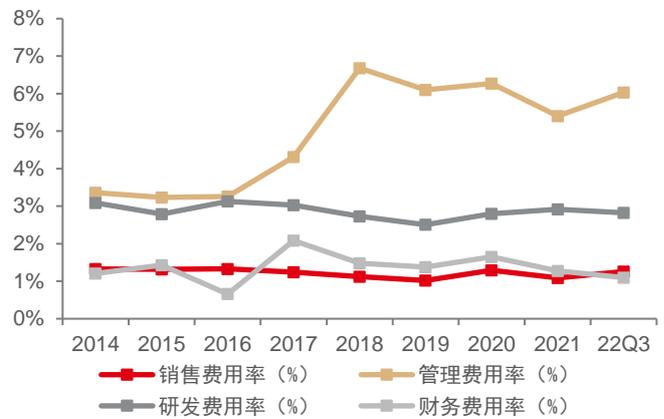
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

下游业主开工滞后导致公司短期业绩略承压。2022年前三季度，公司实现营业收入122.98亿元，同比下降13.41%，实现归母净利润4.48亿元，同比下降14.23%；实现扣非归母净利润2.81亿元，同比下降26.00%。公司Q3单季实现营业收入为45.56亿元，同比下降17.27%；实现归母净利润2.43亿元，同比下降67.86%。从毛利率/净利率方面来看，公司前三季度销售毛

利率为 15.12%，同比下降 1.66 pct；销售净利率为 3.68%，同比下降 0.49 pct；Q3 单季度销售毛利率为 14.04%，同比下降 2.72 pct；销售净利率为 4.89%，同比下降 1.63 pct。

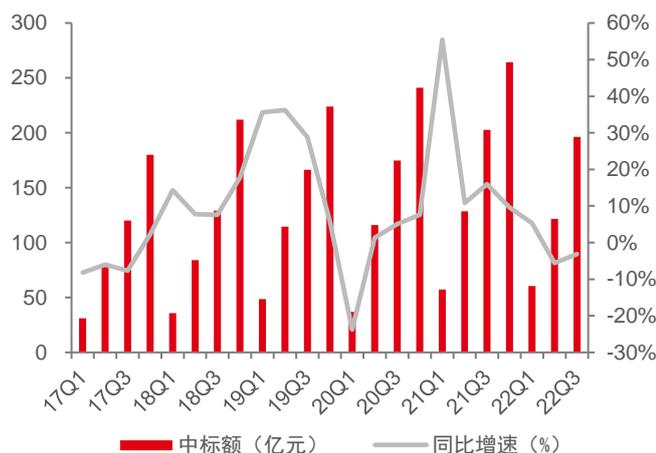
图表 13: 2014-2022 Q3 公司 ROE/资产负债率 (%)


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

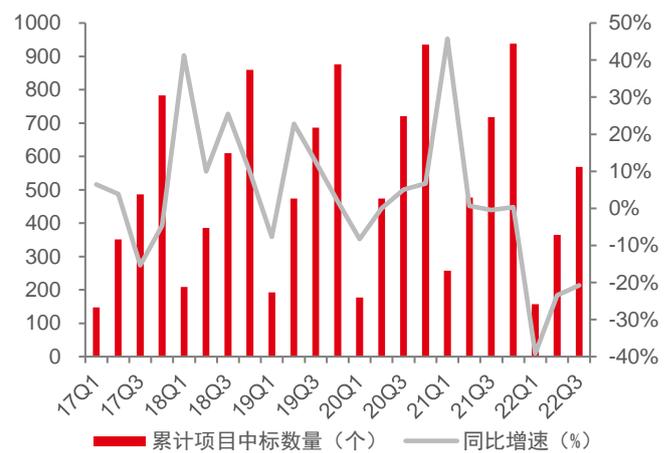
图表 14: 2014-2022 Q3 公司各项费用率情况 (%)


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

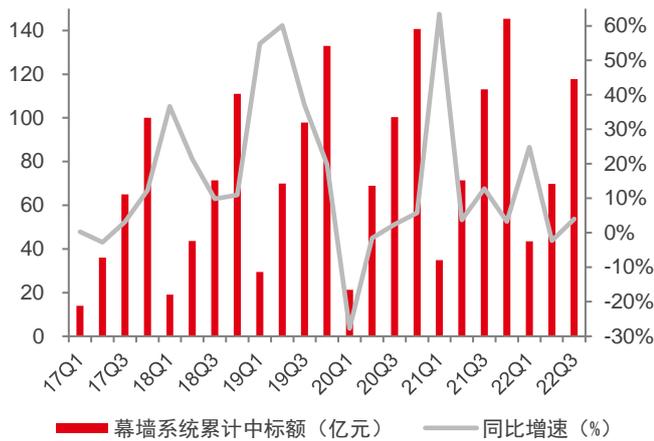
从中标的情况来看, 2022 年 1-9 月, 公司累计中标金额为 196 亿元, 同比下降 3.15%。其中, 幕墙中标金额为 117.69 亿元, 同比增长 4.06%, 内装项目中标金额为 78.73 亿元, 光伏建筑项目新签订单为 7.83 亿元。截至 2022/06/30, 公司在手订单 344 亿元, 充沛订单保障后续业绩持续释放, 同时也彰显了公司作为头部企业的较强经营韧性。2021 年, 公司竣工验收的项目总金额为 187.87 亿元, 其中, 建筑幕墙与光伏建筑竣工验收项目金额为 184.07 亿元, 室内装饰与室内设计项目总金额为 3.80 亿元。公司在建项目总金额为 450.78 亿元, 其中, 建筑幕墙与光伏建筑项目总金额为 440.94 亿元, 室内装饰与室内设计总金额为 9.84 亿元, 充沛的在建项目同样是补充公司收入的重要驱动力。

图表 15: 公司累计中标金额及同比增速 (亿元, %)


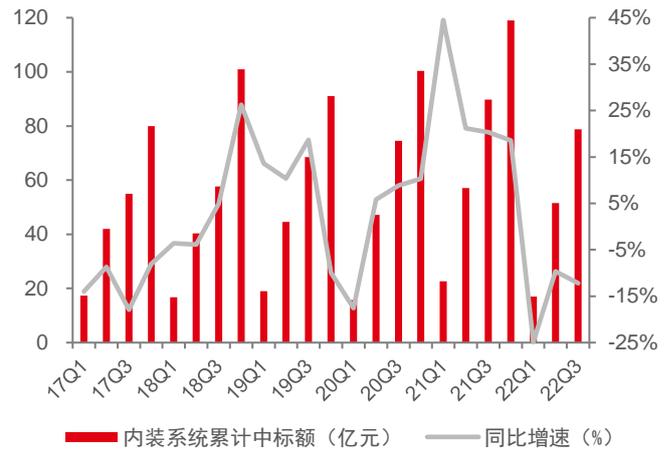
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表 16: 公司累计中标数量及同比增速 (个, %)


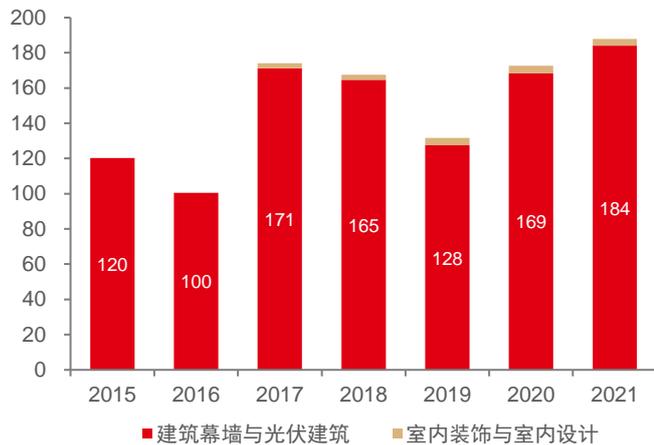
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表 17: 公司幕墙中标金额及同比增速 (亿元, %)


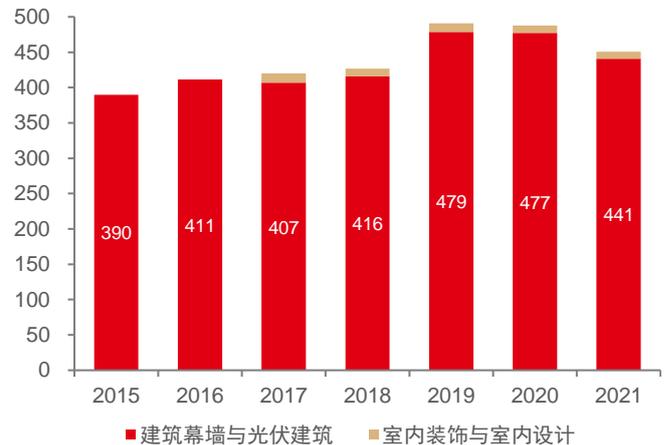
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表 18: 公司内装中标金额及同比增速 (亿元, %)


资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表 19: 2015-2021 公司竣工验收项目总额 (亿元)


资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表 20: 2015-2021 公司年底在建项目总额 (亿元)


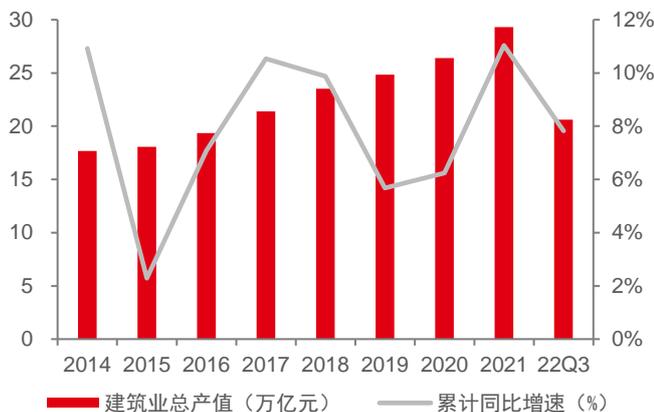
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

2 幕墙主业坐拥千亿市场，龙头竞争优势凸显

2.1 幕墙行业每年千亿产值，集中趋势加速

经济下行压力加大期，建筑业产值韧性凸显，幕墙行业产值 2021 年逆势增长。2022 年 1-9 月，全国建筑业总产值为 20.62 万亿元，同比增长 7.82%；建筑业新签订单合同额为 57.79 万亿元，同比增长 10.56%；建筑业企业装饰装修产值为 8319 亿元，同比增长 3.2%。根据中国幕墙网的统计，2021 年，全国幕墙行业产值为 4588 亿元，同比增长 8.81%；其中，幕墙工程产值为 1516 亿元，同比下降 0.93%。行业利润方面，幕墙行业利润为 181.57 亿元，同比增长 7.56%，其中，幕墙工程利润为 67.29 亿元，同比下降 2.89%。就幕墙的材质来看，根据中国建筑装饰协会的统计，2020 年玻璃幕墙占比为 41%，金属幕墙占比 24%，石材占比为 19%。按照下游建筑类型来看，幕墙应用于商业建筑的占比最高，达到 66.8%，应用于公共建筑占比为 31%；幕墙在商业建筑的应用为 31%，在住宅的应用为 3.1%。

图表 21：2014-2022 Q3 全国建筑业总产值及同比增速（万亿元，%）



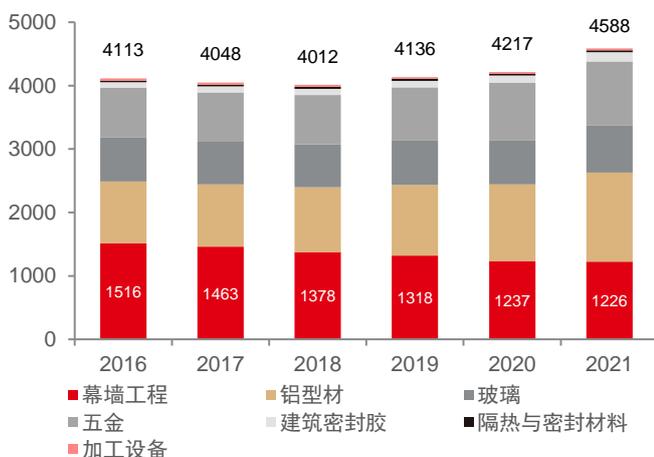
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 22：2014-2022 Q3 建筑业新签合同额及同比增速（万亿元，%）



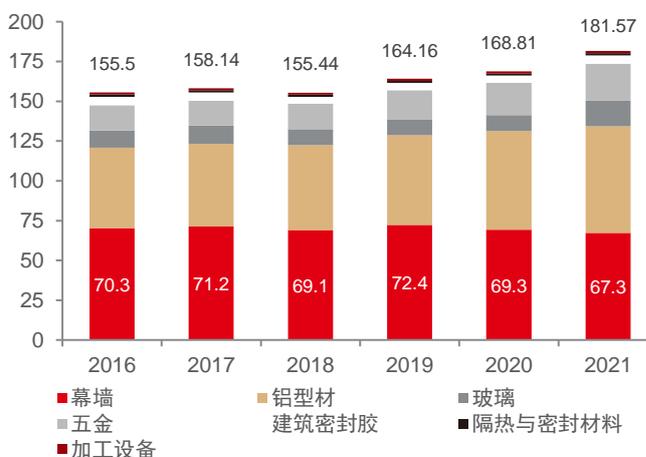
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 23：2016-2021 全国幕墙行业产值情况（亿元）

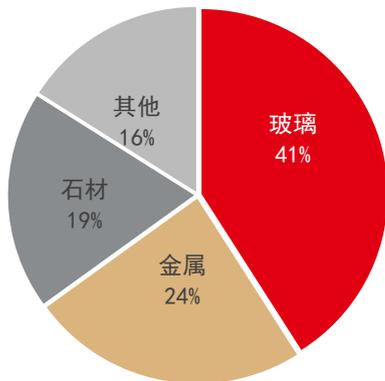


资料来源：中国幕墙网，中邮证券研究所

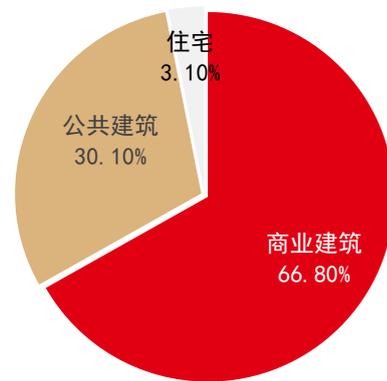
图表 24：2016-2021 全国幕墙行业利润情况（亿元）



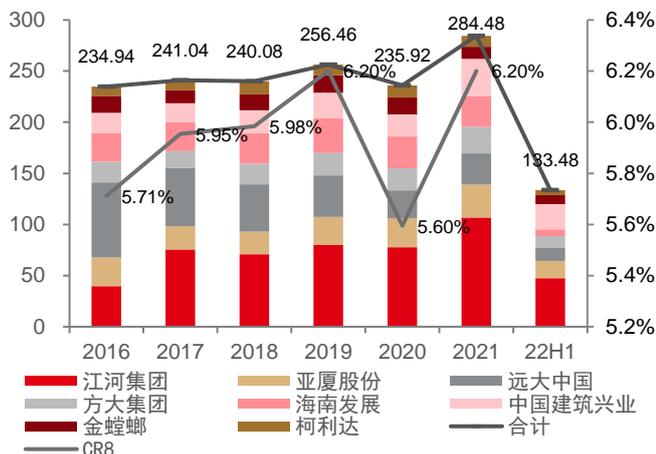
资料来源：中国幕墙网，中邮证券研究所

图表 25：2020 年幕墙分类型占比 (%)


资料来源：中国幕墙网，中邮证券研究所

图表 26：2020 年幕墙分下游建筑类型占比 (%)


资料来源：中国幕墙网，中邮证券研究所

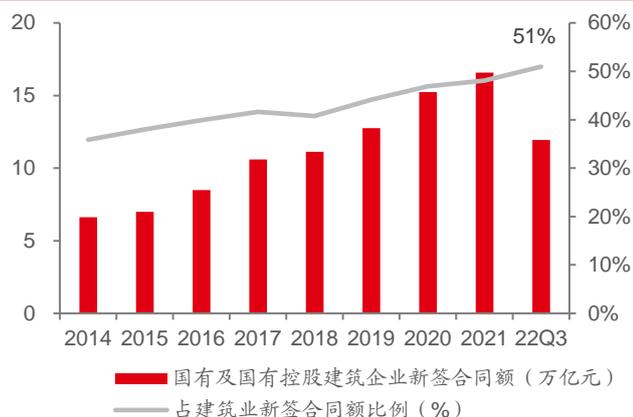
图表 27：2016-2021 年幕墙行业主要上市公司幕墙业务营收及市占率情况 (亿元, %)

图表 28：幕墙行业企业主要梯队划分


注：江河集团未公布幕墙业务营收，以其全资子公司江河幕墙的营业总收入为替代；

资料来源：中国幕墙网，中邮证券研究所

资料来源：中国幕墙网，iFinD，中邮证券研究所

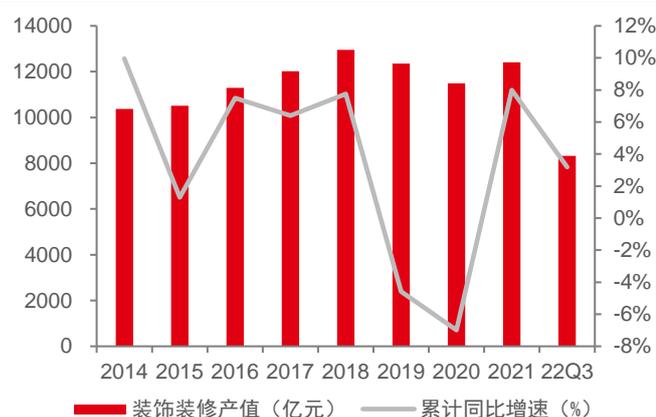
幕墙行业集中度较低，2021 年，行业中 8 家主要上市公司幕墙业务的营收占全行业产值的比例为 6.2%，较 2020 年提升 0.6 pct。而在建筑业推广工程总承包制度、对业主的资金实力要求增强，且重大项目增多的背景下，大型建筑企业的承揽能力强，在市场中获取更大的份额建筑业呈现集中度增加的趋势。以国有及国有控股的建筑业企业在建筑总产值、建筑装饰产值以及新签订单金额占全行业的比例来看，均呈现逐年抬升的趋势。随着下游建筑业主的集中度提升，幕墙行业头部企业的市占率将有望随着下游建筑业主的集中度提高而提高。

图表 29：2014-2022 Q3 国有及国有控股建筑企业新签合同额及占比（万亿元，%）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 30：2014-2022 Q3 国有及国有控股建筑企业建筑业总产值及占比（万亿元，%）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 31：2014-2022 Q3 全国建筑业装修装饰产值及累计同比增速（亿元，%）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

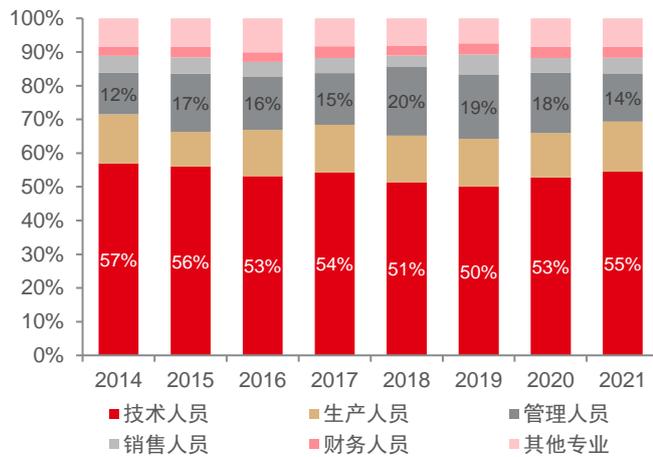
图表 32：2014-2022 Q3 国有及国有控股建筑企业装修装饰产值及占比（亿元，%）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.2 设计技术构筑坚实壁垒，品牌实力成就领先地位

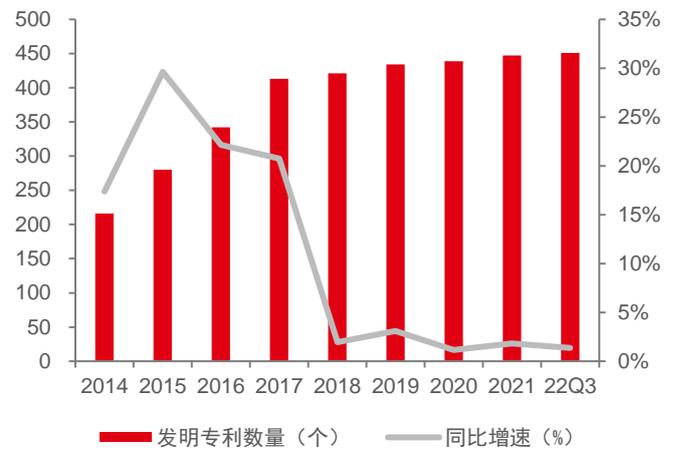
公司是定位于集产品研发、工程设计、精密制造、安装施工、咨询服务、成品出口于一体的幕墙系统整体解决方案提供商。注重以技术创新引领发展，公司借助智能化、数字化技术、进一步加大绿色幕墙系统、幕墙智能制造、装配式内装、光伏建筑的研发投入和创新成果应用力度，以科技促进传统产业变革和创新，引领行业发展。截至 2022/09/30，公司发明专利数量 451 个，年内新增发明专利 4 项。

图表 33: 2014-2021 公司员工构成情况 (%)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表 34: 2014-2022 Q3 公司发明专利数量及同比增速 (个, %)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表 35: 2022 年以来公司幕墙领域重大工程项目中标情况

公告日期	业主	项目	幕墙面积 (万 m ²)	总工期 (天)	中标金额 (亿元)	占 2021 年营收
上海						
2022/10/28	上海浦东土地控股 (集团) 有限公司	市浦东新区张家浜楔形绿地 C1d-01 及 C1d-02 地块商业项目建筑幕墙工程	5.77	209	2.09	1.00%
2022/9/17	平安银行股份有限公司	平安信用卡大厦项目幕墙专业分包工程	9.5	900	2.25	1.08%
2022/9/7	华为技术有限公司	华为上海青浦研发生产项目幕墙分包工程 (标段五)、(标段六)	24.37	381	4.52	2.17%
2022/8/24	济宁市城投文化旅游产业有限公司	济宁市文化科技融合创新中心幕墙工程第一标段	14.5	360	2.20	1.06%
2022/7/8	西部机场集团有限公司	西安咸阳国际机场三期扩建工程东航站楼工程幕墙工程二标段	19.2	395	2.33	1.12%
2022/6/7	上海建工一建集团有限公司	浦东新区前滩 21-02 地块项目办公及商业幕墙分包工程	7.4	-	3.16	1.52%
2022/3/18	台泥 (杭州) 环保科技有限公司	台泥杭州环保科技总部 (萧政储出 (2019) 14 号地块幕墙工程, 玻璃幕墙、石材幕墙及碲化镉光伏幕墙一体化施工	10.39	426	2.56	1.23%
2022/2/23	广东南传广场开发有限公司	广州国际文化中心项目幕墙工程	9.13	1029	2.18	1.05%
2022/2/9	北京建工集团有限责任公司	北京工人体育场改造重建政府和社会资本合作 (PPP) 项目屋面工程 (含屋面结构、屋面专项工艺设计、屋面光伏发电等)	6.58	-	2.78	1.34%

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

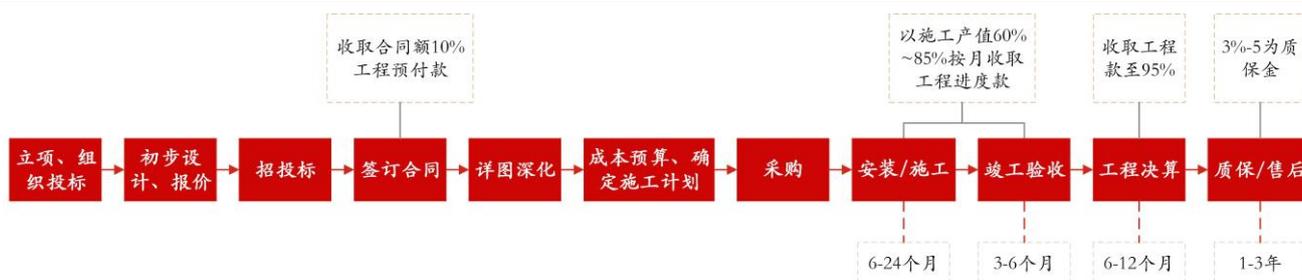
由于幕墙是建筑的外立面, 是建筑物的最外层结构, 幕墙工程解决方案的提供商能否顺利将建筑设计师对建筑物的设计反馈到建筑物上, 并确保其安装、施工的工序可以完成可以实现

施工，这些因素在评标的过程中十分重要，尤其是对于一些地标性建筑、或者企事业单位自行建造的建筑，这类业主的资金相对充裕，其更在乎于幕墙工程能够顺利完美执行设计师的意愿。公司在多年深耕于高端幕墙领域中，承接过众多难度大的地标性建筑，过程中积累了丰富的幕墙设计经验与专业技术人员，并多次获得建筑行业知名奖项“鲁班奖”金奖。公司凭借高端幕墙市场中的技术实力及品牌知名度，2022年以来中标多项重大项目、地标建筑和企事业单位的幕墙工程及光伏幕墙/屋面工程，累计占比约为公司2021年收入的11.58%。

2.3 优势主业把握利润和现金流，行稳致远

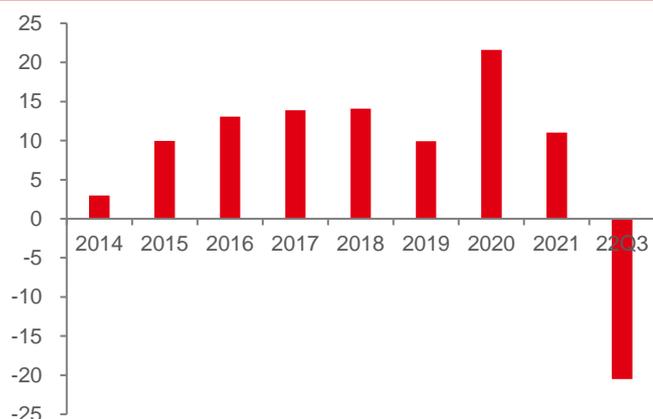
在建筑装饰业务方面，公司坚持稳健发展，有机增长。建筑装饰板块业务是公司的基石产业，公司以**抓好利润和现金流**两大指标为核心，公司现金流情况近年来一直保持较好水平，保持稳健高质量的成长。中标的项目以**现金流和利润**为最重要的考核指标。公司中标的幕墙工程在签订合同时收取10%的预付款，项目建设过程中按施工产值的60%~85%按月收取工程进度款，因此，幕墙工程项目完工即可收回约80%的合同额，经过3-6个月的竣工周期，要求收款至85%-97%，最后部分则为在2年内的质保期内收取。

图表 36：公司幕墙工程收款节点图示



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 37：2014-2022 Q3 公司经营现金流净额（亿元）

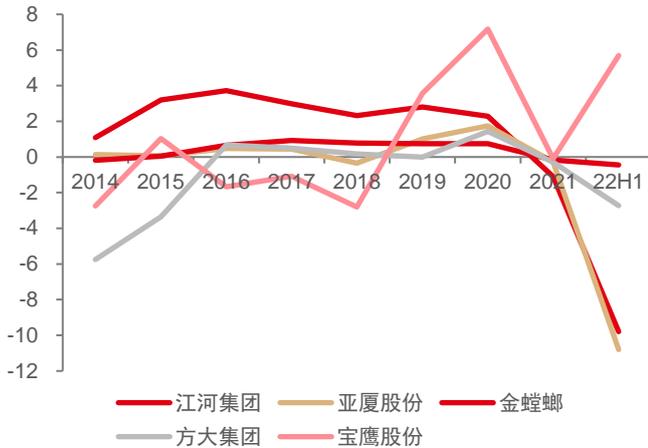


资料来源：iFind，中邮证券研究所

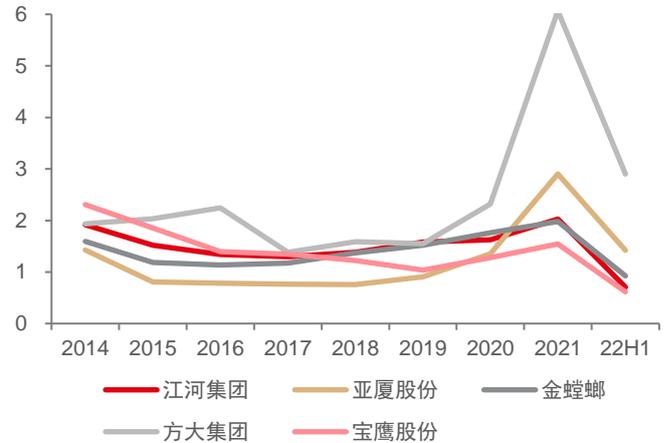
图表 38：2014-2021 公司收现比和付现比情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 39: 2014-2022 H1 主要可比公司净现比情况


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

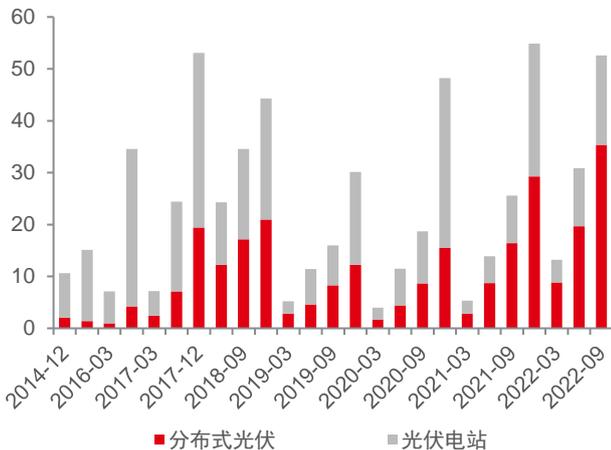
图表 40: 2014-2022 H1 主要可比公司应收账款周转率


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

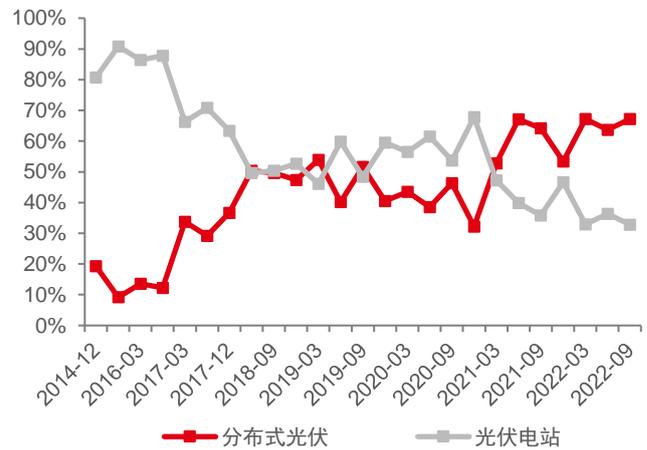
3 把握 BIPV 发展契机, 加速注入成长新动能

3.1 BIPV 是分布式光伏的重要技术路线之一

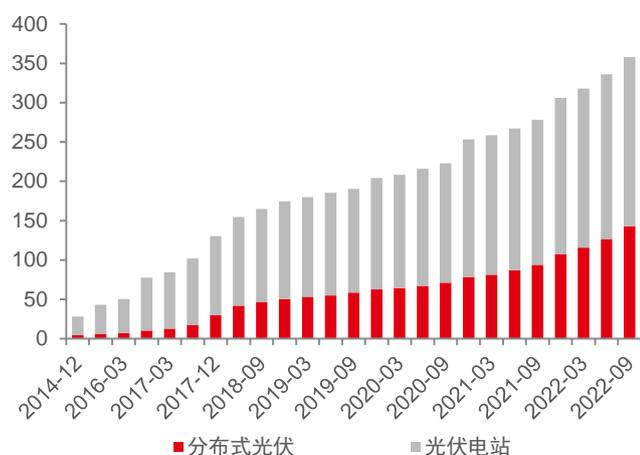
得益于政策层面上对于分布式光伏的大力推动, 2022 年 1-9 月, 全国分布式光伏新增装机容量为 35.33 GW, 同比增长 115.35%。

图表 41: 2014-2022 Q3 全国分布式/集中式光伏新增装机容量 (GW)


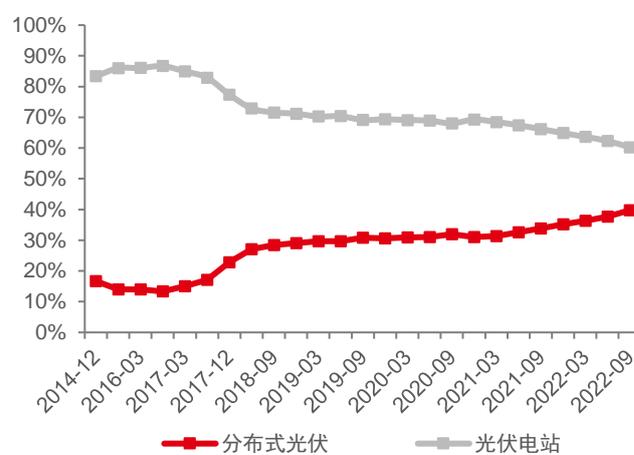
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表 42: 2014-2022 Q3 分布式/集中式光伏新增装机容量占比 (%)


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表 43: 2014-2022 Q3 分布式/集中式光伏累计装机容量 (GW)


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表 44: 2014-2022 Q3 分布式/集中式光伏累计装机容量占比 (%)


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

住建部发布的《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,该规范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,该政策的实施进一步打开了新建建筑应用光伏的增量市场空间;住建部发布了《十四五绿色建筑节能规划》,提出“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;发改委和能源局发布了《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》,提出要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%。除了国家层面相关政策,目前全国已有多个省、市、区明确了光伏建筑一体化补贴政策。

图表 45：“十四五”期间各省光伏装机量发展目标及主要举措

地区	(万 kW)	十四五发展规划要求及主要举措
青海	4580	利用大型工业园区、矿山油田、经济开发区、公共设施、农业园区、居民住宅、高速公路等屋顶及空闲土地空间，整县推动分布式光伏发电应用
宁夏	3250	开展整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点，创新实施光伏+农业、工业、商业、校园、社区、交通等分布式“光伏+”工程，有效提高用户侧光电应用比例
广东	+2000	大力提升光伏发电规模，坚持集中式与分布式开发并举，因地制宜建设集中式光伏电站项目，大力支持分布式光伏，积极推进光伏建筑一体化建设，鼓励发展屋顶分布式光伏发电，推动光伏在交通、通信、数据中心等领域的多场景应用
吉林	800	实施新能源乡村振兴工程，在行政村开展分布式光伏开发。
江苏	3500	大力推进全省公共机构分布式光伏系统建设。到 2025 年，公共机构新建建筑可安装光伏屋顶面积力争实现光伏覆盖率达到 50%，既有建筑宜建尽建。
湖南	1300	推进新建建筑太阳能光伏一体化设计、施工和安装，力争到 2025 年，新增可再生能源应用面积占新建建筑面积达到 16%。
四川	1000	积极推进既有建筑节能改造、光伏一体化建设。因地制宜推进太阳能、地热能、生物质能等可再生能源、高效热泵等技术在建筑中的应用
广西	1500	规范有序推进整县（市、区）屋顶分布式光伏试点；支持利用铁路公路的服务区、边坡及空余土地发展分布式光伏；支持开展整乡（镇）屋顶分布式光伏开发示范。
湖北	2200	大力支持分布式光伏发电应用。积极推进整县（市、区）屋顶分布式光伏开发，支持在开发区、工业园区、大型商业区等建筑屋顶及附属场地
江西	2400	引导鼓励建设光伏建筑一体化项目，让新能源、可再生能源在公共机构遍地开花，到 2025 年，公共机构新建建筑可安装光伏屋顶面积覆盖率力争达到 50%
上海	+270	2022 年起新建政府机关、学校、工业厂房等建筑屋顶安装光伏的面积比例不低于 50%，其他类型公共建筑屋顶安装光伏的面积比例不低于 30%。推动既有建筑安装光伏，到 2025 年，公共机构、工业厂房建筑屋顶光伏覆盖率达到 50% 以上。到 2025 年，城镇建筑可再生能源替代率达到 10%。
北京	+70	到 2025 年，全市整区屋顶分布式光伏试点新增光伏发电装机 120 万千瓦
贵州	+2043	推动公共机构利用建筑屋顶、立面、车棚顶面等适宜场地空间，安装光伏发电设施。到 2025 年公共机构新建建筑可安装光伏屋顶面积力争实现光伏覆盖率达到 50%。
内蒙古	4500	严格执行新建建筑节能强制性标准，开展超低能耗建筑、近零能耗建筑、零碳建筑等示范项目。在城镇建筑中推广太阳能光伏一体化应用。
天津	560	推广光伏发电与建筑一体化应用，不断提升可再生能源建筑应用比例。到 2025 年，城镇建筑可再生能源替代率达到 8%，新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到 50%。
甘肃	4169	大力发展太阳能光伏在城乡建设中分布式、一体化应用。到 2025 年新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到 50%
山东	5700	党政机关建筑、公共建筑、工商业厂房、农村居民屋顶总面积安装光伏发电比例分别不低于 50%、40%、30%、20%。2030 年底前，试点县（市、区）全部达到国家试点标准
河北	5400	每个县（市、区）公共机构至少建成 10 个装机容量不低于 100kW 的分布式光伏发电系统，市直公共机构至少建成 10 个装机容量不低于 100kW 的分布式光伏发电系统
辽宁	+600	严格执行强制性建筑节能标准，加快发展超低能耗建筑，推进既有建筑节能改造、建筑光伏一体化建设。因地制宜推动清洁取暖，加快工业余热、可再生能源等在城镇供热中的规模化应用
安徽	2800	政府投资的新建公共建筑应采用光伏建筑一体化技术。推动既有公共建筑、工业厂房加装太阳能光伏系统。到 2025 年，全省新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率达到 50%。
西藏	1000	科学开发光伏、地热、风电、光热等新能源，加快推进“光伏+储能”研究和试点
海南	500	坚持分布式与集中式并举，加大分布式光伏应用，推广光伏建筑一体化应用，按照农光互补、渔光互补、林光互补模式有序发展集中式光伏，配套建设储能设施。
浙江	1500	到 2025 年，全省新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率达到 30%
重庆	-	到 2025 年，全市新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到 50%
河南	+1000	坚持节约集约用地导向，加快屋顶光伏整县（市、区）推进，鼓励利用开发区、工业园区、标准厂房、大型公共建筑屋顶发展分布式光伏发电，探索开展光伏建筑一体化示范。

资料来源：政府官网，中邮证券研究所

图表 46：部分省市出台的光伏建筑补贴条例

区域	补贴细则
北京市经济技术开发区	一般工商业电价、大工业电价或农业电价的项目：补贴每千瓦时 0.3 元；学校、社会福利场所等搁于居民电价的非居民用户项目：补贴每千瓦时 0.4 元；高端应用，全部实现光伏建筑一体化应用〔光伏组件为建筑构件〕的项目：补贴每千瓦时 0.4 元。
北京市丰台区	已经接入北京市新能源和可再生在线监测平台的分布式光伏项目，按并网装机容量一次性补助 800 元/KW。
北京市西城区	节能降耗试点、示范项目，给予总投资额 30%的补助；节能新产品、新技术应用推广项目，给予总投资额 30%的补助；新能源、可再生能源开发利用及推广项目，给予总投资额 30%的补助；合同能源管理项目，在北京市政府补助基础上给予市级补助资金 50%的补助；能源管控项目，给予总投资额 30%的补助；获得国家、市级能效领跑者的用能单位分别一次性给予 10 万元、8 万元的奖励；通过能源管理体系认证的用能单位（年综合能耗 2000 吨标准煤及以上）一次性给予 8 万元的奖励，每 5 年可以申请一次；通过国家绿色建筑运行三星、二星认证标识的建筑，在享受国家、市级奖励的同时，分别一次性给予 30 万元、20 万元的奖励。
北京市通州区	2021 年 10 月 1 日-2023 年 9 月 30 日：对已完成可再生能源改造项目的申报主体，按照项目总装机容量（实际安装的发电机组额定有效功率的总和）；100KW（含）至 300KW 的，最高补助 20 万元；300KW（含）至 600KW 的，最高补助 50 万元；600KW（含）以上，最高补助 100 万元。
浙江金华市	分布式光伏发电项目按发电量给予补贴，补贴标准为 0.10 元/千瓦时，补贴时间为 3 年（自建成并网次月起，连续计算 36 个月），一年发放一次。自 2022 年度起适用，有效期至 2025 年 12 月 31 日。
浙江丽水	2021 年并网的户用分布式光伏项目给予 0.60 元/瓦的一次性建设补贴；2. 2022 年并网的户用分布式光伏项目给予 0.50 元/瓦的一次性建设补贴；3. 2023 年并网的户用分布式光伏项目给予 0.40 元/瓦的一次性建设补贴。2023 年户用光伏一次性建设补贴 0.40 元/瓦 2021 年 12 月 16 日-2024 年 12 月 31 日
浙江云和县	2021 年并网的户用光伏发电项目给予 1 元/瓦的补助；2022 年并网的户用光伏发电项目给予 0.8 元/瓦的补助；2023 年并网的户用光伏发电项目给予 0.6 元/瓦的补助。每户最高补助不超过 5000 元。
苏州市工业园区	光伏建筑一体化应用项目投资方按项目发电量补贴 0.1 元/千瓦时，补贴 3 年。
深圳市南山区	2020 年 6 月 28 日-2023 年：区域内太阳能光伏发电工程项目等“绿色建筑”资金补贴。补贴范围：装机容量不小于 20KWp，且采用太阳能光电建设工程一体化的建设项目或分布式光伏发电项目，补贴标准：给予 2 元 WP 的补助，单个项目最高奖励不超过 30 万元资助。
广东省东莞市	太阳能光电建设工程一体化或分布式光伏的项目且装机容量不小于 20 KW，补贴 2 元/Wp；分布式光伏发电项目按装机容量补贴 18 万元/兆瓦；非自有住宅建设企业分布式光伏发电项目补贴 0.1 元/千瓦时；居民分布式光伏发电项目补贴 0.3 元/千瓦。
广东东莞桥头镇	设立桥头镇光伏发电项目专项资金，对桥头镇行政区域范围内已完成报批流程，并于 2022 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日期间建成且并网计量的光伏项目，经镇经济发展局审核后纳入补助范围（党政机关、国有及镇属企事业单位物业除外），镇财政对纳入补助范围的项目予以补助，包括装机补助和发电量补助。装机补助对象为建筑物或构筑物业主，标准为 15 万元/兆瓦，单个项目不超过 30 万元；发电量补助对象为自建光伏项目的业主，其中，工商业补助标准为 0.05 元/千瓦时，居民补助标准为 0.1 元/千瓦时，连续补贴两年。光伏建筑一体化示范项目补贴标准为普通项目的 1.2 倍。
安徽合肥	对装机容量 100 千瓦及以上的屋顶光伏、光伏建筑一体化项目，给予投资主体不超过 0.2 元/瓦、0.4 元/瓦一次性补贴，同一项目最高不超过 10 万元。
陕西省西安市	自 2021 年 1 月 1 日起，企业当年国内光伏产品检测认证费用超过 50 万元的，按费用总额的 20%给予一次性补贴，最高不超过 50 万元。针对分布式光伏项目制定了相应的补贴政策：对 2021 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日期间建成并网的分布式光伏项目给予 0.1 元/千瓦时补贴，连续补贴 5 年；针对光储系统应用，对储能系统按实际充电量给予投资人 1 元/千瓦时补贴，同一项目年度补贴最高不超过 50 万元。

资料来源：政府官网，中邮证券研究所

3.2 公司作为技术实力优越的幕墙龙头，发展 BIPV 得天独厚

随着国家“碳达峰、碳中和”目标的提出，发展节能减排的绿色建筑将成为大势所趋。对于碳排放“大户”的建筑行业，低碳减排的落脚点在于绿色建筑，BIPV 正是打造绿色建筑的解

决方案。BIPV 主要应用场景为建筑幕墙及屋顶，随着 BIPV 技术的推广和科技的不断进步，光伏幕墙将是幕墙行业主要发展方向和增量市场，发展前景广阔。光伏幕墙充分体现了建筑的智能化与人性化特点，能将太阳能转化为电能的幕墙。当光伏与建筑结合，建筑物就有了自己发电的功能。光伏幕墙与建筑物同时设计、施工和安装，供应电力的同时，也营造了建筑的现代美感和科技感。

公司拥有众多的专业研发设计人员，具备丰富的国内外高端幕墙顶级设计经验，拥有幕墙设计甲级、幕墙施工总承包一级等顶级资质，而幕墙施工、设计资质是承接光伏建筑的必要前提，设计人才和资质为光伏建筑行业铸起了较高门槛。公司依托多年来在幕墙和光伏领域的积累，设立了子公司江河光伏，瞄准双碳目标，集多产业资源优势，积极探索 BIPV、智能光伏等创新形式转型升级，为构建绿色建筑解决方案注入新动能。

图表 47：公司光伏幕墙项目-北京世园会中国馆



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表 48：公司光伏幕墙项目-日出东方凯宾斯基酒店



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司子公司江河智慧光伏建筑有限公司由江河集团调集江河幕墙精英研发团队和深耕光伏行业 14 年的中清能绿洲技术精英、运营团队组件而成，凭借多年建筑+光伏行业经验，为客户提供专业解决方案，拥有一支专业、高效的运营团队，其中硕士研究生及以上学历人才占 30%，副高级职称及以上人员占 20%，中级职称以上人员占 58%，电气、结构等专业领域人员占 66%。

公司具备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。截至目前，公司已承接诸多光伏建筑一体化工程，如世园会中国馆、国家环保总局履约中心大楼、北京工人体育场改造复建项目、台泥杭州环保科技总部，江苏无锡机场航站楼、珠江城（烟草大厦）、恒隆广场昆明裙楼等工程，在光伏建筑领域具有丰富的设计、加工组装及施工经验。2022 年 1-9 月，公司已中标多个光伏建筑一体化项目，中标金额合计 7.83 亿元。

3.3 延伸上游布局异型光伏组件，差异化竞争成长

建筑物的立面、屋顶等外维护系统是应用光伏的主要场景，该外维护系统属于幕墙企业的主要经营范围，即建筑物应用光伏，要通过幕墙产品来实现，幕墙是其流量入口。随着强制性规范的实施，光伏建筑业务将得到快速发展，光伏建筑业务将成为幕墙行业重要的发展方向之一，也是公司战略转型的主要方向。

建筑外观的个性化设计将带动异型光伏组件的市场需求。不同建筑的外观设计或同一建筑

的不同部位设计均存在一定的个性化或差异，目前传统幕墙已能够满足业主和设计师对建筑物外观的个性化设计需求，可以通过幕墙作品呈现出建筑师的设计理念。光伏建筑是在原有设计规划的基础上增加光伏发电功能，既要满足建筑外观的个性化需求，又要实现建筑发电，而现有面向地面和屋顶的标准尺寸光伏组件并不能完全解决建筑物的个性化设计需要，标准尺寸组件会限制设计师对建筑的个性化创意。

异型光伏组件是解决建筑个性化设计的有效途径。目前市场上具有一定规模的光伏组件生产企业主要产品是面向地面和屋顶的标准尺寸光伏组件，行业集中度较高且竞争激烈。而生产异型组件生产企业相对少或配套的异型组件生产线产能相对低，当前市场竞争相对小。以晶科能源、龙焱新能源等生产 BIPV 光伏组件的公司以组件标准化定制作为发展路线，如晶科能源的晶彩 BIPV 组件即属于标准化的组件版型，无法进行定制。随着光伏建筑业务渗透率的提升，将带动异型光伏组件市场需求的快速增长，为了抓住行业发展的机遇，公司选择差异化产品发展路线，并发挥公司在幕墙设计、研发、生产上的集成优势，将有望显著增强公司核心竞争力。公司 2022 年 5 月公告，拟通过全资子公司江河光伏建筑在湖北省浠水县投资建设 300 MW 光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地项目。

4 盈利预测与投资建议

4.1 公司分业务盈利预测

假设：

1) 建筑装饰板块：由于 2022 年多地仍存在疫情影响工作量滞后，我们预计公司中标金额小幅下至 260 亿元。受益于实物工作量的发力以及公司龙头地位凸显，我们预计公司 2023-2024 年幕墙与内装系统的中标金额分别为 260/270 亿元。收入方面，公司中标后收取 10% 的预付款，工程进度款按施工产值的 70%-85% 每月收取。我们假设 2022 年-2024 年，公司幕墙与内装板块的收入为中标金额的 75%、78%、78%，由此我们预计 2022 年-2024 年公司幕墙与内装板块收入分比为 187.20 / 198.75 / 202.50 亿元。毛利率方面，我们预计公司幕墙与内装业务毛利率保持相对稳定，2022-2024 年毛利率分别为 15% / 16% / 16%。

2) BIPV 板块：公司依托幕墙业务，向 BIPV 加速转型，截至 2022 年 9 月，公司中标光伏建筑的金额为 7.83 亿元。随着新规要求新建建筑安装光伏系统的强制标准，光伏建筑将呈现显著增长，并且公司在武汉投建 300 MW 的异性光伏组件基地，解决光伏建筑个性化的需要。我们预计公司 2023-2024 年 BIPV 中标金额将加快增长，分别为 10 / 30 / 50 亿元。在收入方面，我们假设 2023-2023 年，公司 BIPV 业务收入为中标金额的 50%，2024 年受益于公司异性组件预期投产而增加公司的异性组件配套能力，BIPV 业务的工期有望缩短，收入提升至中标金额的 55%。毛利率方面，根据公司公告，公司 2022H1 光伏建筑项目确认收入 5351 万元，贡献毛利 1310 万元，测算可得毛利率为 24.48%。我们预计 2022-2024 年 BIPV 业务毛利率分别为 24.0% / 24.5% / 24.5%。

3) 医疗板块与其他：公司医疗健康业务保持稳健增长，2022 年受部分地区因疫情影响外出就医，公司医疗板块增长 2%，2023-2024 年收入每年以 5% 的速度增长。毛利率保持相对稳定为 24%。其他业务方面，由于体量较小，我们预计每年以 5% 的速度增长，毛利率保持在 60%。

图表 49： 公司份业务盈利预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
幕墙与内装							
中标合同额 (亿元)	212	224	241	264	260	265	270
收入 (亿元)	152.47	179.47	171.63	198.34	187.20	198.75	202.50
YoY (%)	5.01%	17.71%	-4.37%	15.57%	-5.62%	6.17%	1.89%
成本 (亿元)	125.46	147.46	141.06	165.03	158.18	166.95	170.10
毛利 (亿元)	27.00	32.01	30.57	33.31	29.02	31.80	32.40
毛利率 (%)	17.71%	17.84%	17.81%	16.80%	15.50%	16.00%	16.00%
BIPV							
中标合同额 (亿元)					10.00	30.00	50.00
收入 (亿元)					5.00	15.00	27.50
成本 (亿元)					3.80	11.33	20.76
毛利 (亿元)					1.20	3.68	6.74
毛利率 (%)					24.00%	24.50%	24.50%
医疗健康							
收入 (亿元)	7.91	8.49	8.77	9.44	9.63	10.11	10.62
YoY (%)	1.76%	7.38%	3.23%	7.69%	2.00%	5.00%	5.00%
成本 (亿元)	5.31	5.89	6.39	7.00	7.32	7.68	8.07
毛利 (亿元)	2.59	2.60	2.37	2.44	2.31	2.43	2.55
毛利率 (%)	32.80%	30.58%	27.08%	25.86%	24.00%	24.00%	24.00%
其他							
收入 (亿元)		0.09	0.11	0.11	0.118	0.124	0.130
YoY (%)			16.45%	5.96%	5.00%	5.00%	5.00%
成本 (亿元)		0.01	0.02	0.03	0.05	0.05	0.05
毛利 (亿元)		0.08	0.08	0.08	0.07	0.07	0.08
毛利率 (%)		87.07%	79.67%	74.73%	60.00%	60.00%	60.00%
合计							
营业收入 (亿元)	160.37	188.05	180.50	207.89	201.95	223.98	240.74
YoY (%)	4.84%	17.26%	-4.02%	15.18%	-2.86%	10.91%	7.48%
成本 (亿元)	130.77	153.36	147.48	172.06	169.35	186.01	198.98
毛利 (亿元)	29.60	34.69	33.02	35.84	32.60	37.98	41.76
毛利率 (%)	18.46%	18.45%	18.30%	17.24%	16.14%	16.95%	17.35%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

4.2 可比公司估值与投资建议

公司是国内幕墙行业的龙头，在高端、中高端市场中均具备较强的品牌实力。当前在手订单充足，前期减值充分、轻装上阵。在 BIPV 热潮来袭之下，公司积极切入光伏幕墙赛道并差异化发展异性组件，有望公司第二成长曲线。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.51/8.07/9.67 亿元，分别同比增长 164.67%/23.97%/19.81%，对应 EPS 分别为 0.57/0.71/0.85 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 50：可比公司估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E			EPS (元/股)			ROE (%)		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
森特股份	176.73	0.33	2.94	4.95	138.70	60.21	35.72	0.06	0.54	0.92	1.23%	9.07%	14.30%
金螳螂	122.14	-49.50	20.00	22.81	6.84	6.11	5.35	-1.85	0.75	0.86	-44.6%	16.07%	15.92%
杭萧钢构	101.16	4.12	4.68	5.67	12.29	21.63	17.84	0.19	0.20	0.24	9.57%	9.09%	10.04%
精工钢构	89.37	6.87	8.34	10.14	13.23	10.71	8.82	0.34	0.41	0.50	9.13%	10.28%	11.25%
平均	122.35	-9.55	8.99	10.89	42.76	24.67	16.93	-0.31	0.48	0.63	-6.16%	11.13%	12.88%
江河集团	107.98	-10.07	6.51	8.07	-	16.58	13.37	-0.89	0.57	0.71	-15.9%	9.47%	11.51%

注：可比公司相关数据来自 iFinD 一致预期，更新时间：2022/11/07；

资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

5 风险提示

基建、房地产投资增速大幅下降风险；原材料价格大幅上涨风险；BIPV 相关政策推进力度不及预期；应收账款回款风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	20789.39	20194.59	22398.32	24074.48	营业收入	15.18%	-2.86%	10.91%	7.48%
营业成本	17205.67	16934.85	18600.77	19898.19	营业利润	-177.36%	189.84%	23.97%	19.81%
税金及附加	37.40	36.33	40.29	43.31	归属于母公司净利润	-206.20%	164.67%	23.97%	19.81%
销售费用	225.83	242.34	313.58	337.04	获利能力				
管理费用	1122.54	1312.65	1375.26	1444.47	毛利率	17.24%	16.14%	16.95%	17.35%
研发费用	606.62	605.84	718.99	748.72	净利率	-4.84%	3.23%	3.60%	4.02%
财务费用	265.48	11.83	10.10	-4.15	ROE	-15.89%	9.47%	10.51%	11.18%
资产减值损失	-329.43	127.36	-100.00	-150.00	ROIC	-4.94%	10.64%	10.79%	11.49%
营业利润	-1001.34	899.60	1115.22	1336.15	偿债能力				
营业外收入	4.30	0.00	0.00	0.00	资产负债率	72.77%	70.81%	69.29%	67.58%
营业外支出	5.72	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.15	1.22	1.26	1.30
利润总额	-1002.76	899.60	1115.22	1336.15	营运能力				
所得税	-25.39	170.92	211.89	253.87	应收账款周转率	2.03	1.93	2.05	2.05
净利润	-977.37	728.68	903.33	1082.28	存货周转率	20.53	16.93	18.63	21.00
归母净利润	-1007.13	651.30	807.44	967.39	总资产周转率	0.72	0.71	0.77	0.78
每股收益(元)	-0.89	0.57	0.71	0.85	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.89	0.57	0.71	0.85
货币资金	5115.71	5219.43	5844.28	5952.06	每股净资产	5.60	6.07	6.78	7.64
交易性金融资产	438.53	472.18	472.18	472.18	估值比率				
应收票据及应收账款	11339.56	10636.68	12020.46	12389.63	PE	—	16.58	13.37	11.16
预付款项	161.82	152.41	167.41	179.08	PB	1.70	1.57	1.40	1.25
存货	1169.11	1216.23	1187.89	1104.65	现金流量表				
流动资产合计	22356.38	23329.12	24829.94	26548.93	净利润	-977.37	728.68	903.33	1082.28
固定资产	1255.18	1236.30	1223.55	1208.70	折旧和摊销	276.44	173.46	181.63	189.61
在建工程	66.01	156.01	233.71	307.52	营运资本变动	-550.91	-1501.34	-508.95	-1272.96
无形资产	708.39	675.05	641.71	608.37	其他	2354.81	296.40	369.69	414.59
非流动资产合计	5822.45	5062.72	5102.25	5133.79	经营活动现金流净额	1102.96	-302.81	945.70	413.53
资产总计	28178.83	28391.84	29932.19	31682.73	资本开支	-340.33	-221.15	-221.15	-221.15
短期借款	1396.37	1396.37	1396.37	1396.37	其他	-385.00	814.16	44.80	48.15
应付票据及应付账款	14827.59	14714.32	15201.93	15750.81	投资活动现金流净额	-725.33	593.01	-176.36	-173.01
其他流动负债	3275.75	2945.69	3125.10	3264.48	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	19499.71	19056.37	19723.40	20411.65	债务融资	-198.95	40.97	-30.00	-20.00
其他	1007.12	1048.08	1018.08	998.08	其他	-1202.74	-227.44	-114.49	-112.74
非流动负债合计	1007.12	1048.08	1018.08	998.08	筹资活动现金流净额	-1401.69	-186.48	-144.49	-132.74
负债合计	20506.82	20104.46	20741.48	21409.73	现金及现金等价物净增加额	-1109.21	103.72	624.85	107.78
股本	1154.05	1154.05	1154.05	1154.05	增加额				
资本公积金	3836.11	3836.11	3836.11	3836.11					
未分配利润	1843.43	2283.74	2970.06	3792.34					
少数股东权益	1331.93	1409.30	1505.19	1620.09					
其他	-493.52	-395.82	-274.71	-129.60					
所有者权益合计	7672.01	8287.38	9190.71	10272.99					
负债和所有者权益总计	28178.83	28391.84	29932.19	31682.73					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。