

幕墙砥砺前行，BIPV 值得期待

江河集团(601886)

评级:	买入	股票代码:	601886
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	10.7/4.53
目标价格:		总市值(亿)	81.24
最新收盘价:	7.17	自由流通市值(亿)	81.24
		自由流通股数(百万)	1,133.00

事件概述。公司公布 2022 年年报。2022 年，公司实现收入 180.56 亿元，同比-13.15%，归母净利润 4.89 亿元，扣非归母净利润 2.85 亿元，扭亏为盈；对应 Q4 实现收入 57.59 亿元，同比-12.57%，归母净利润 0.41 亿元；公司整体经营情况略低于我们预期，主要原因有：去年下半年受到疫情因素的干扰，工程施工进度出现一定程度的暂缓；公司优化客户结构，严控信用风险，对于存在风险的客户业务的针对性收缩，故营业收入同比有所下滑，业绩有所承压。

► **幕墙主业持续增长，内装业务客户结构优化。**公司旗下业务细分来看，主业幕墙业务 2022 年营业收入为 108.82 亿元，同比+1.9%，归母净利润 5.92 亿元，同比+17.8%，幕墙业务在行业环境较为严峻的情况持续增长，体现公司龙头梯队的集中效应。内装业务 2022 年营收 67.53 亿元，同比-27.9%，降幅较为明显，收入端下滑主要原因为公司优化客户结构，严控信用风险，对于存在风险的客户针对性收缩，利润端为负值主要因为对子公司港源装饰计提商誉减值 2.16 亿元（减值后目标公司收购商誉仅剩不足七千万元余额）；公司医疗健康业务营业收入 9.61 亿元，同比+1.85%，医疗健康业务有小幅亏损。

► **在手/新签订单总量充足，300MW 异型光伏组件生产基地投产在即。**2022 年度累计中标项目的金额是 235.54 亿元，同比-10.90%，其中幕墙中标 141.95 亿元，同比-2.35%（在行业需求下行的情况下，能保持较小幅度下滑已属于不易）；装饰中标 93.59 亿元，同比-21.34%（主要是因为公司在对内装业务风险客户的管控上加大力度）；幕墙业务小幅下滑，装饰项目业务收缩明显。截至 2022 年底，公司在手订单约为 325 亿元，在手订单充足，为保障后续业绩持续释放奠定了坚实基础。BIPV 业务方面，2022 年累计中标 BIPV 项目 8.54 亿元（占年度营收 4.73%，分别为北京工人体育场改造复建项目、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）；2022 年 BIPV 业务确认收入 1.72 亿元，贡献 4300 万毛利，毛利率 25.21%，高于传统建筑装饰业务的 15%-18% 水平。公司在湖北浠水投资异型光伏组件柔性生产基地预计在今年内投产，该基地业务可与公司的传统幕墙业务形成有效联动，在满足自身光伏幕墙项目的基础上同时也销售异型光伏组件，为客户提供定制化 BIPV 组件方案，打开业务的新增长极。

全年整体看：1) 随着今年疫情的逐步消散，疫情对幕墙和装饰施工的干扰降低；2) 加之此前风险客户的不断优化，公司不断发展新优质客户；3) 异型光伏组件的投产，并与传统幕墙业务形成有效联动，新老业务的交错迭代，公司业绩有望今年实现明显增长。

投资建议

考虑到 2023 年宏观经济环境不确定性仍较大，下调 2023/2024 年营业收入至 216.11/255.63 亿元（原 243.02/293.60 亿元），下调归母净利润预测至 6.33/ 8.10 亿元（原 7.60/11.3 亿元），新增 2025 年营业收入和归母净利润预测分别为 282.91/10.38 亿元。我们预计 2023-2025 年，EPS 0.56/ 0.71/ 0.92 元，对应 3 月 29 日 7.17 元收盘价 12.84/ 10.03/ 7.82x PE。考虑到目前股价已基本反映底部预期，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20789.39	18056.40	21610.95	25562.87	28290.93
YoY (%)	15.18%	-13.15%	19.69%	18.29%	10.67%
归母净利润(百万元)	-1007.13	489.07	632.57	810.04	1038.35
YoY (%)	-206.20%	148.56%	29.34%	28.06%	28.19%
毛利率 (%)	17.24%	16.69%	17.56%	17.85%	17.92%
每股收益 (元)	-0.89	0.43	0.56	0.71	0.92
ROE	-15.89%	7.70%	9.46%	11.23%	13.17%
市盈率	-8.07	16.61	12.84	10.03	7.82

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话:

研究助理: 金兵

邮箱: jinbing@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18056.40	21610.95	25562.87	28290.93	净利润	546.79	707.24	905.69	1160.86
YoY (%)	-13.15%	19.69%	18.29%	10.67%	折旧和摊销	311.16	138.18	138.18	138.18
营业成本	15043.31	17816.37	20998.67	23221.49	营运资金变动	-1391.72	3006.81	373.06	280.99
营业税金及附加	29.80	35.67	42.19	46.70	经营活动现金流	-152.65	3913.52	1476.11	1636.91
销售费用	232.73	278.55	329.49	364.65	资本开支	-308.75	-105.48	-105.48	-105.48
管理费用	1176.43	1408.02	1665.50	1843.24	投资	449.43	0.00	0.00	0.00
研发费用	525.10	633.44	749.12	829.02	投资活动现金流	201.61	114.19	114.19	114.19
财务费用	173.56	167.20	162.43	156.74	股权募资	2.15	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	269.56	269.56	269.56	269.56	债务募资	-388.81	0.00	0.00	0.00
投资收益	324.35	324.35	324.35	324.35	筹资活动现金流	-677.51	-492.71	-484.93	-565.09
营业利润	672.45	826.77	1071.28	1385.47	现金净流量	-628.55	3535.00	1105.37	1186.01
营业外收支	1.13	44.52	44.52	44.52					
利润总额	673.58	871.29	1115.81	1429.99	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	126.79	164.05	210.12	269.13	成长能力 (%)				
净利润	546.79	707.24	905.69	1160.86	营业收入增长率	-13.15%	19.69%	18.29%	10.67%
归属于母公司净利润	489.07	632.57	810.04	1038.35	净利润增长率	148.56%	29.34%	28.06%	28.19%
YoY (%)	148.56%	29.34%	28.06%	28.19%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.43	0.56	0.71	0.92	毛利率	16.69%	17.56%	17.85%	17.92%
					净利率	3.03%	3.27%	3.54%	4.10%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	1.82%	2.18%	2.47%	2.90%
货币资金	4160.78	7695.78	8801.15	9987.16	净资产收益率 ROE	7.70%	9.46%	11.23%	13.17%
预付款项	269.19	29.60	29.60	29.60	偿债能力 (%)				
存货	1027.05	1216.38	1433.64	1585.40	流动比率	1.19	1.20	1.21	1.22
其他流动资产	16681.76	15460.69	17992.82	19740.78	速动比率	1.12	1.14	1.14	1.16
流动资产合计	22138.78	24402.44	28257.21	31342.95	现金比率	0.22	0.38	0.38	0.39
长期股权投资	118.76	118.76	118.76	118.76	资产负债率	71.75%	72.42%	73.67%	73.64%
固定资产	1136.04	1289.47	1460.71	1642.11	经营效率 (%)				
无形资产	690.10	660.66	631.23	601.79	总资产周转率	0.66	0.77	0.83	0.82
非流动资产合计	4793.11	4678.97	4566.93	4457.19	每股指标 (元)				
资产合计	26931.90	29081.41	32824.14	35800.13	每股收益	0.43	0.56	0.71	0.92
短期借款	1316.88	1316.88	1316.88	1316.88	每股净资产	5.60	5.90	6.37	6.96
应付账款及票据	14132.43	16737.58	19727.19	21815.42	每股经营现金流	-0.13	3.45	1.30	1.44
其他流动负债	3129.23	2259.56	2392.41	2484.89	每股股利	1.69	0.20	0.25	0.32
流动负债合计	18578.55	20314.02	23436.48	25617.19	估值分析				
长期借款	311.86	311.86	311.86	311.86	PE	16.61	12.84	10.03	7.82
其他长期负债	433.68	433.68	433.68	433.68	PB	1.38	1.21	1.13	1.03
非流动负债合计	745.54	745.54	745.54	745.54					
负债合计	19324.08	21059.56	24182.02	26362.73					
股本	1133.00	1133.00	1133.00	1133.00					
少数股东权益	1257.61	1332.28	1427.93	1550.44					
股东权益合计	7607.81	8021.85	8642.12	9437.40					
负债和股东权益合计	26931.90	29081.41	32824.14	35800.13					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

金兵：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。