

幕墙订单增速亮眼，BIPV 放量在即

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:	10.7/6.53
目标价格:		总市值(亿)	104.35
最新收盘价:	9.21	自由流通市值(亿)	104.35
		自由流通股数(百万)	1,133.00

事件概述。公司发布 23H1 经营数据公告，23H1 公司建筑装饰板块累计中标额 113 亿元（项目数量 404 个，同比+11%），同比-7%，其中幕墙系统中标额 76 亿元（中标数量 84 个，同比+22%），同比增加 9%，内装系统中标额 37 亿元（中标数量 320 个，同比+8%），同比-28%。

►**项目获取能力增强，23Q2 幕墙项目中标额同比+74%。**拆分 23Q2 来看，合计中标金额 64 亿元（中标数量 224 个，同比+8%），同比增加 5%，其中幕墙系统 23Q2 中标额 45.77 亿元（中标数量 49 个，同比+88%），同比+74%；内装 23Q2 中标额 18.25 亿元（中标数量 175 个，同比-4%），同比-47%。23Q2 幕墙中标金额和数量占比显著提高，我们认为基于公司 2022 诸多的标杆项目如杭州恒隆广场项目、科大讯飞北京总部、西安咸阳机场等树立更加优异的行业口碑，行业龙头效应显著；23Q2 内装订单中标金额同比下降的原因主要系公司加大对内装业务的客户风险管控，针对重大风险客户公司已不再承接其项目。公司优选非房客户，如在 5 月中标山西杏花村汾酒厂装修工程项目，中标金额合计为 1.04 亿元（约占公司 2022 年度收入的 0.58%）。

►**23H1 BIPV 项目订单已超 22 年全年，光伏业务加速。**上半年公司累计承接 BIPV 项目约 9.5 亿元，同比+55%（去年同期 6.13 亿元），并超过 2022 年全年约 8.5 亿元中标金额；按照公司一季度经营数据披露，在今年项目来源上，到 23Q1 已承接的幕墙项目中有约 7.16 亿元工程按业主要求增加光伏，我们认为公司在去年落地的北京工人体育场改造重建项目、在建的台泥杭州环保科技总部等标杆项目是客户增加光伏的重要因素之一。BIPV 作为公司转型业务之一，2022 年 BIPV 营收 1.72 亿元，贡献毛利 4300 万元，毛利率达 25.21%，比传统建筑装饰高 9.08pct，附加值以及壁垒高。我们认为 2023 年随着公司江河光伏建筑在湖北省涪水县投资建设 300MW 光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地投产后，公司的产能将进一步释放，并且公司生产的异型光伏组件业务能够与既有的幕墙业务产生协同效应。

►**现金流回款得到改善，23Q1 收现比提升显著。**公司 2022 年实现回款 185.83 亿元，高于营收 5.27 亿元，收现比 103%；23Q1 该数据进一步提升，回款 42.66 亿元，高于营收 8.47 亿元，收现比 125%，同比提升 2pct，据公司年报主要系公司重视并且狠抓现金流，强化工程结算和回款的时效性。与此同时，为缓解公司上下游合作伙伴资金压力，公司也加大了现金支付力度，是现金流量净额为负的主要原因。

►**战略纵深扩大，产能扩张以匹配订单增速。**据公司年报，截止到 2022 年底，公司已推进成都、武汉、济南的新产业基地建设，其中成都江河幕墙西部新产业基地全面投入使用、华中总部基地一期厂房主体完工、济南北方总部绿色智能制造基地一期封顶，新基地的建设有效匹配公司后续不断增长的订单需求。此外，我们认为上述三大区域总部基地与北京、上海、广州基地共同夯实了五大核心发展基地（东西南北中）的重要战略定位，为公司在幕墙和装饰领域的领先定位持续巩固。

投资建议

我们维持 2023-2025 年预测，预计实现营业收入 216.11/255.63/282.91 亿元，归母净利润 6.33/ 8.10/10.38 亿元，EPS 0.56/ 0.71/ 0.92 元，对应 7 月 31 日 9.21 元收盘价 16.5/12.88/10.05xPE。维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，异型光伏组件投产不及预期，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	-10.36	21.34	16.50	12.88	10.05

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 金兵

邮箱: qisy1@hx168.com.cn

邮箱: jinbing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

SAC NO:

联系电话:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	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	138.81	138.81	138.81
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	4057.74	1622.44	1785.54
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	525.1	628.5	743.4	822.7	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	3679.22	1251.70	1334.64
营业外收支	1.13	44.52	44.52	44.52	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	673.58	871.29	1115.81	1429.99	成长能力 (%)				
所得税	126.79	164.05	210.12	269.13	营业收入增长率	-13.15%	19.69%	18.29%	10.67%
净利润	546.79	707.24	905.69	1160.86	净利润增长率	148.56%	29.34%	28.06%	28.19%
归属于母公司净利润	489.07	632.57	810.04	1038.35	盈利能力 (%)				
YoY(%)	148.56%	29.34%	28.06%	28.19%	毛利率	16.69%	17.56%	17.85%	17.92%
每股收益	0.43	0.56	0.71	0.92	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	7840.00	9091.71	10426.35	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	1.21	1.22	1.24
其他流动资产	16681.76	15460.69	17992.82	19740.78	速动比率	1.12	1.15	1.16	1.18
流动资产合计	22138.78	24546.67	28547.77	31782.13	现金比率	0.22	0.39	0.39	0.41
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	1145.24	1170.16	1202.93	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	4534.74	4276.37	4018.00	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	3.58	1.43	1.58
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	21.34	16.50	12.88	10.05
其他长期负债	433.68	433.68	433.68	433.68	PB	1.38	1.56	1.45	1.32
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。