

江河集团 (601886.SH)

盈利大幅回升，光伏幕墙打开成长新空间

摆脱减值影响，2020年业绩大幅回升。公司2020年实现营收180.5亿元，同降4%；实现归母净利润9.5亿元，同比大幅增长169%，其中处置交易性金融资产投资收益及持有交易性金融资产的公允价值变动损益合计贡献业绩约2.8亿元，收到政府补助约8800万元。扣非后归母净利润5.6亿元，同比增长52%，疫情环境下业绩大幅改善，基本回升至2018年业绩体量附近，2019年公司业绩因海外子公司Vision商誉与无形资产减值计提4.4亿元而阶段性下滑，2020年已明显摆脱减值因素影响。分季度看，Q1-Q4分别实现营收增速-24%/-3%/9%/-5%，分别实现归母净利润增速-81%/-15%/42%/589%，Q4单季扣非前后归母净利润体量均创历史新高。分板块看，建筑装饰/医疗健康分别实现营收171.6/8.8亿元，同增-4%/+3%。全年新签装饰订单241亿元，同增7.5%，超额完成年初235亿元目标，其中幕墙/内装订单分别为141/100亿元，同增5.5%/10.5%，在手订单332亿元，是年收入的1.8倍，充足订单保障后续公司持续成长。

毛利率小幅下降，费用率有所提升，坚守“现金为王”现金流表现优异。2020年公司毛利率18.3%，YoY-0.2个pct。其中建筑装饰/医疗健康业务毛利率分别为17.81%/27.08%，YoY-0.03/-3.50个pct。期间费用率12.0%，YoY+1.0个pct，其中销售/管理/研发/财务费用率YoY+0.3/+0.2/+0.3/+0.3个pct，销售费用率提升预计主要系公司幕墙、内装等业务持续开拓所致；财务费用率上升预计主要系汇兑损失增加（出售Healius后收到澳币2.2亿元）。资产减值损失小幅冲回约500万元。所得税率为12.9%，YoY-5.0个pct。归母净利率5.25%，YoY+3.38个pct。经营活动现金净流入21.6亿元，较上年大幅增加11.7亿元；收现比与付现比分别为107%与102%，YoY+11/+6个pct。公司持续强化“现金为王”经营理念，近五年经营性现金流平均为14.5亿元，业内领先，疫情期间更加强化工程结算和回款时效性，现金流表现优异。

稳步推进装配式业务，光伏幕墙打开潜在成长空间。公司积极拓展装配式幕墙与内装，幕墙方面，已建立装配式幕墙从设计、生产到施工各阶段、各环节的技术标准化、生产工业化、数据信息化系统，在北京、上海、广州、武汉、成都建立了五个幕墙研发生产基地；内装方面，通过采取“自主研发+产业链系统集成”发展模式，加快装配式装修研发设计研发，目前已完成“内装装配式1.0体系”建设，内装装配式样板间及体验中心已投入使用。此外，近期内国内密集出台碳达峰、碳中和推进政策，光伏建筑一体化(BIPV)是绿色建筑的重要构成部分，其中光伏幕墙有望成为幕墙行业重要发展方向之一，公司作为全球高端幕墙第一品牌，光伏幕墙业务经验与幕墙客户资源丰富，有望受益光伏建筑一体化加快应用。

投资建议：我们预测公司2021-2023年归母净利润分别为6.4/7.2/8.0亿元，同比增长-33%/+13%/+11%，对应EPS分别为0.55/0.62/0.69元，当前股价对应PE分别为14/13/11倍，维持“买入”评级。

风险提示：地产政策调控风险，主营业务利润率及现金流反复风险，装配式、BIPV、医疗等业务拓展不及预期风险，海外经营风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,805	18,050	20,617	23,172	25,694
增长率 yoy (%)	17.3	-4.0	14.2	12.4	10.9
归母净利润(百万元)	353	948	639	720	800
增长率 yoy (%)	-42.0	168.8	-32.6	12.6	11.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.31	0.82	0.55	0.62	0.69
净资产收益率(%)	5.9	11.3	7.6	8.1	8.6
P/E(倍)	25.7	9.6	14.2	12.6	11.3
P/B(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	装修装饰
最新收盘价	7.85
总市值(百万元)	9,059.29
总股本(百万股)	1,154.05
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	13.82

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

相关研究

1、《江河集团(601886.SH): 20年业绩大幅预增超预期, 装饰订单逆势增长》2021-01-29

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	23233	24455	29273	30094	34834
现金	5070	6384	7469	8354	9356
应收票据及应收账款	13864	12176	13595	15370	16950
其他应收款	881	319	1052	489	1219
预付账款	443	164	529	249	614
存货	2146	856	2072	1076	2138
其他流动资产	829	4556	4556	4556	4556
非流动资产	5401	4927	4673	4429	4112
长期投资	84	87	93	100	106
固定资产	1082	1226	1615	1958	2249
无形资产	671	629	539	443	335
其他非流动资产	3563	2985	2426	1929	1423
资产总计	28634	29382	33946	34523	38945
流动负债	18686	18657	22552	22606	26381
短期借款	3275	1778	1778	1778	1778
应付票据及应付账款	12598	13951	16355	17644	19972
其他流动负债	2814	2928	4418	3185	4631
非流动负债	835	742	588	439	274
长期借款	628	577	422	274	109
其他非流动负债	207	165	165	165	165
负债合计	19521	19398	23140	23046	26656
少数股东权益	1324	1368	1552	1763	2014
股本	1154	1154	1154	1154	1154
资本公积	4019	3836	3836	3836	3836
留存收益	2875	3659	4010	4447	4950
归属母公司股东权益	7789	8615	9254	9714	10276
负债和股东权益	28634	29382	33946	34523	38945

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	991	2160	1488	1547	1625
净利润	540	1128	823	930	1051
折旧摊销	170	190	191	241	291
财务费用	259	297	329	229	208
投资损失	-55	-371	-3	-3	-3
营运资金变动	-626	691	123	118	38
其他经营现金流	704	225	26	32	40
投资活动现金流	331	1208	41	-26	-11
资本支出	184	347	309	250	177
长期投资	402	1332	-6	-6	-6
其他投资现金流	917	2886	344	218	160
筹资活动现金流	-708	-1785	-444	-637	-611
短期借款	265	-1496	0	0	0
长期借款	-91	-51	-154	-148	-165
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-77	-183	0	0	0
其他筹资现金流	-804	-54	-289	-489	-446
现金净增加额	676	1427	1085	884	1003

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	18805	18050	20617	23172	25694
营业成本	15336	14748	16835	18886	20895
营业税金及附加	37	33	46	50	53
营业费用	192	233	268	313	360
管理费用	1147	1132	1340	1529	1722
研发费用	471	505	680	765	848
财务费用	259	297	329	229	208
资产减值损失	-440	-0	124	273	329
其他收益	21	88	0	0	0
公允价值变动收益	-61	-42	-26	-32	-40
投资净收益	55	371	3	3	3
资产处置收益	-0	3	0	0	0
营业利润	658	1294	972	1097	1242
营业外收入	8	6	23	11	12
营业外支出	10	6	11	8	8
利润总额	657	1294	984	1101	1246
所得税	117	167	161	171	195
净利润	540	1128	823	930	1051
少数股东损益	187	180	184	210	251
归属母公司净利润	353	948	639	720	800
EBITDA	915	1439	1091	1223	1385
EPS (元/股)	0.31	0.82	0.55	0.62	0.69

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	17.3	-4.0	14.2	12.4	10.9
营业利润 (%)	-23.9	96.6	-24.9	12.9	13.2
归属母公司净利润 (%)	-42.0	168.8	-32.6	12.6	11.2
获利能力					
毛利率 (%)	18.4	18.3	18.3	18.5	18.7
净利率 (%)	1.9	5.3	3.1	3.1	3.1
ROE (%)	5.9	11.3	7.6	8.1	8.6
ROIC (%)	5.0	9.8	6.5	6.9	7.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.2	66.0	68.2	66.8	68.4
净负债比率 (%)	-7.9	-38.5	-46.7	-53.0	-59.0
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6
应付账款周转率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.82	0.55	0.62	0.69
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.86	1.87	1.29	1.34	1.41
每股净资产 (最新摊薄)	6.75	7.47	8.02	8.42	8.90
估值比率					
P/E	25.7	9.6	14.2	12.6	11.3
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	10.5	4.3	4.8	3.6	2.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司主要财务数据

单位: 百万元	2019年	2020年	2019一季单季	2019二季单季	2019三季单季	2019四季单季	2020一季单季	2020二季单季	2020三季单季	2020四季单季
营业收入	18,805	18,050	3,053	4,557	4,787	6,407	2,320	4,413	5,220	6,096
营业成本	15,336	14,748	2,531	3,748	4,005	5,052	1,956	3,656	4,350	4,786
毛利率	18.45%	18.30%	17.11%	17.76%	16.34%	21.14%	15.71%	17.17%	16.67%	21.49%
销售费用	192	233	40	44	46	63	37	49	59	87
管理费用	1,147	1,132	221	268	239	419	243	247	213	430
研发费用	471	505	99	87	120	165	65	92	136	212
财务费用	259	297	85	53	40	80	26	107	108	56
销售费用率	1.02%	1.29%	1.30%	0.96%	0.95%	0.98%	1.60%	1.12%	1.14%	1.42%
管理费用率	6.10%	6.27%	7.24%	5.87%	4.99%	6.55%	10.45%	5.60%	4.08%	7.05%
研发费用率	2.51%	2.80%	3.25%	1.92%	2.50%	2.57%	2.81%	2.08%	2.61%	3.47%
财务费用率	1.38%	1.65%	2.79%	1.17%	0.84%	1.25%	1.13%	2.42%	2.07%	0.92%
期间费用率	11.00%	12.01%	14.58%	9.91%	9.28%	11.35%	16.00%	11.22%	9.90%	12.87%
资产(含信用)减值损失	718	227	-44	-63	-77	-622	44	-71	-107	-93
投资收益	55	371	21	3	20	11	33	126	126	86
营业外收入	8	6	1	0	0	8	1	0	1	4
营业外支出	10	6	2	2	43	-37	0	2	1	2
税前利润	657	1,294	133	304	232	-11	38	266	290	700
所得税	117	167	17	48	36	16	2	33	25	106
所得税率	17.81%	12.86%	13.17%	15.68%	15.68%	-139.97%	5.29%	12.53%	8.75%	15.10%
少数股东权益占比	34.64%	15.92%	0.25%	15.97%	30.57%	-322.02%	38.15%	21.82%	27.47%	7.14%
归母净利润	353	948	115	215	136	-113	22	182	192	552
净利率	1.88%	5.25%	3.76%	4.72%	2.83%	-1.76%	0.95%	4.12%	3.68%	9.06%
摊薄EPS (元)	0.31	0.82	0.10	0.19	0.12	-0.10	0.02	0.16	0.17	0.48
经营性现金流净额	991	2,160	-993	-51	-229	2,263	-1,508	444	442	2,782
收现比	96%	107%	124%	74%	95%	99%	166%	82%	103%	105%
付现比	97%	102%	162%	75%	105%	73%	233%	76%	102%	70%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com