

江河集团 (601886)

证券研究报告

2021年08月27日

二次成长可期，关注光伏幕墙拓展节奏

公司公告 21 年半年报，报告期收入 87.0 亿，yoy+29% (较 19h1 cagr 为+7%)，归母净利 3.8 亿，yoy+85% (较 19h1 cagr 为+7%)，扣非归母净利 2.7 亿，yoy+98% (较 19h1 cagr 为-8%)；单 21q2 收入 56.0 亿，yoy+27% (较 19h1 cagr 为+11%)，归母净利 1.7 亿，yoy-8% (较 19h1 cagr 为-12%)，扣非归母净利 1.5 亿，yoy+51% (较 19h1 cagr 为-13%)。

主要业务收入增长稳健，在手新签充足，减值阶段拖累 21q2 盈利表现

分业务看，21h1 建筑装饰 (幕墙+内装) 收入 82.2 亿，yoy+29% (较 19h1 cagr 为+7%)，医疗健康 (眼科检测) 收入 4.8 亿，yoy+25% (较 19h1 cagr 为+8%)。幕墙业务收入延续较快增长 (子公司江河幕墙 21h1 收入 42 亿，yoy+46%，较 19h1 cagr 为+13%)，内装业务收入增长有韧性 (子公司港源装饰和承达集团 21h1 收入合计 38 亿，yoy+15%，较 19h1 cagr 为+5%)，医疗健康业务呈良好势头。21h1 公司新签合同额 129 亿，yoy+11% (较 19h1 cagr 为+6%)，为同期建筑装饰业务收入之 1.6 倍；其中幕墙、内装分别新签 72、57 亿，yoy 分别为 4%、21%。在手订单充足，内装拓展力度在加大。

21h1 公司综合毛利率 16.8%，yoy+0.1pct (其中 21q2 同减 0.1pct 至 17.1%)，总体相对稳定。费用管控效果继续显现，资产结构持续优化 (21h1 末带息资产负债比率同减 6.3pct 至 66.9%)，21h1 期间费用率同减 2.6pct 至 10.3% (其中财务费用率同减 0.7pct 至 1.3%)。但减值损失拖累阶段性增加 (推测主因内装业务阶段性减值) 及投资收益贡献减少，21h1 公司归母净利率同增 1.3pct 至 4.3% (其中 21q2 同减 1.1pct 至 3.0%)。

光伏幕墙、内外装一体化及装配式装修或引领公司二次成长

公司是国内幕墙工程龙头，具有全球品牌知名度。光伏幕墙 (用电侧、发电端) 是幕墙行业重要发展趋势，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，“双碳”及能源结构调整背景下，光伏幕墙或迎发展机遇。公司近年权利推进内外装建设一体化发展，对内外装市场开发、资源管理等全面整合，依托外装幕墙业务优势，充分拓展内装成长空间。此外，顺应建筑工业化大趋势，公司积极推进“内装装配式 2.0 体系”建设，依托承达集团、港源装饰及梁志天设计于室内装饰、室内设计方面品牌影响力，内装业务成长前景可期，内装业务 20h2 以来新签增速显示成长效果初步显现。

上调 21/22 业绩预测，维持“买入”评级。

公司在幕墙外装领域行业龙头地位稳固，内装拓展力度加大、同时把握行业变革趋势，内装有成长前景；把握能源变革机遇，关注后续光伏幕墙业务发展节奏。收入增长及利润率修复情况好于我们前期预期，我们上调公司 21/22 年归母净利润预测至 8.6/10.9 亿 (前值 5.0/6.1 亿)，新增 23 年预测为 13.4 亿，21-23 年 yoy -9%/+27%/+23%，认可给予公司 14x 21 年目标 PE，对应目标价 10.42 元，维持“买入”评级。

风险提示：新签订单不及预期；装饰材料采购价格波动弄；眼科业务推进不及预期；光伏发电布局节奏低于预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,805.18	18,049.96	21,664.80	24,967.99	28,066.81
增长率(%)	17.26	(4.02)	20.03	15.25	12.41
EBITDA(百万元)	2,685.20	2,386.84	1,534.75	1,868.17	2,219.01
净利润(百万元)	352.84	948.36	859.46	1,093.00	1,340.39
增长率(%)	(42.02)	168.78	(9.37)	27.17	22.63
EPS(元/股)	0.31	0.82	0.74	0.95	1.16
市盈率(P/E)	22.57	8.40	9.27	7.29	5.94
市净率(P/B)	1.02	0.92	0.87	0.81	0.75
市销率(P/S)	0.42	0.44	0.37	0.32	0.28
EV/EBITDA	2.22	0.69	1.70	(0.17)	(0.49)

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
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.9 元
目标价格	10.42 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,154.05
流通 A 股股本(百万股)	1,154.05
A 股总市值(百万元)	7,962.95
流通 A 股市值(百万元)	7,962.95
每股净资产(元)	7.52
资产负债率(%)	65.34
一年内最高/最低(元)	9.12/5.49

作者

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

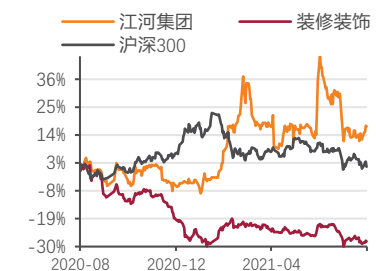
鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



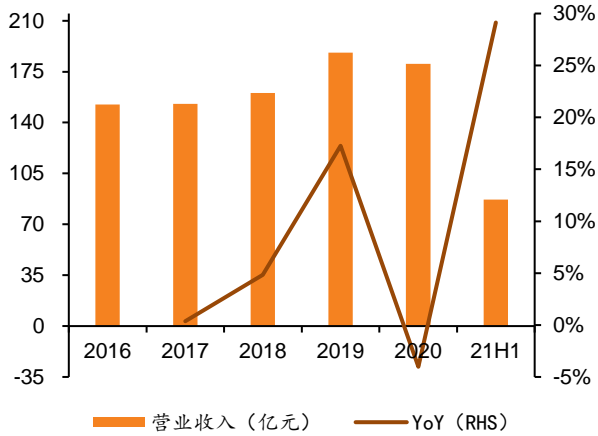
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《江河集团-季报点评:中标合同额小幅增长，营收、归母净利润降幅缩窄》 2020-11-03
- 《江河集团-年报点评报告:营收稳步增长，净利润受因商誉减值下降》 2020-04-06
- 《江河集团-季报点评:订单保持增长，营收同比增速提高》 2019-10-31

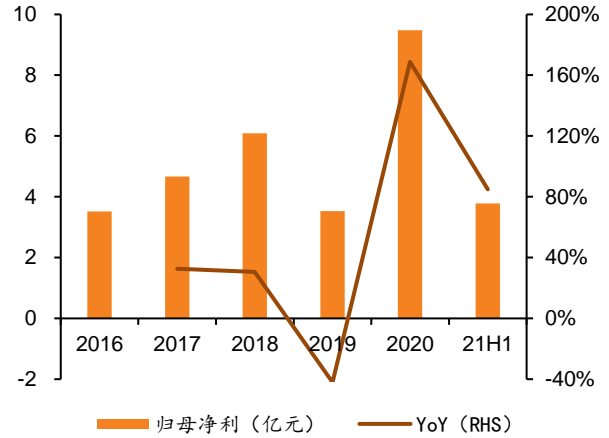
公司历年经营情况及可比公司估值表

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

表 1：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)			P/E		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
603030.SH	全筑股份	22.8	4.24	0.25	0.34	0.45	17.1	12.3	9.4
002375.SZ	亚厦股份	84.8	6.33	0.24	0.35	0.43	26.7	18.0	14.6
002482.SZ	广田集团	38.6	2.51	-0.51	0.16	0.17	-4.9	15.5	14.5
002081.SZ	金螳螂	186.2	6.97	0.89	1.03	1.18	7.8	6.8	5.9
002789.SZ	建艺集团	21.1	13.24	-0.15	0.34	0.41	-85.9	39.1	32.0
002620.SZ	瑞和股份	27.3	7.22	0.39	0.52	0.67	18.5	13.8	10.7
603098.SH	森特股份	219.2	40.68	0.34	0.50	0.75	120.1	81.4	53.9
平均值							14.2	26.7	20.1
中位数							17.1	15.5	14.5
601886.SH	江河集团	79.6	6.90	0.82	0.74	0.95	8.4	9.3	7.3

注：股价时间 2021/08/27；除江河集团外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,070.20	6,383.96	6,374.00	9,075.06	9,628.19
应收票据及应收账款	13,864.33	12,175.93	14,303.26	15,519.61	17,225.00
预付账款	442.94	163.51	571.51	270.50	670.18
存货	2,146.26	856.24	2,782.79	1,385.93	3,271.28
其他	1,675.33	4,874.89	6,922.56	7,131.80	9,163.58
流动资产合计	23,199.06	24,454.54	30,954.13	33,382.90	39,958.23
长期股权投资	84.28	87.23	87.23	87.23	87.23
固定资产	1,082.50	1,225.88	1,206.36	1,185.19	1,162.29
在建工程	2.33	9.20	9.64	9.91	10.07
无形资产	670.88	628.72	593.13	557.54	521.95
其他	3,560.96	2,976.28	3,438.61	3,900.94	4,363.27
非流动资产合计	5,400.95	4,927.31	5,334.98	5,740.82	6,144.82
资产总计	28,634.21	29,381.85	36,302.71	39,139.65	46,112.89
短期借款	3,274.63	1,778.26	1,778.26	1,778.26	1,778.26
应付票据及应付账款	12,597.73	13,950.51	17,232.95	19,058.22	22,120.91
其他	2,813.75	2,927.75	5,402.29	5,051.17	7,387.34
流动负债合计	18,686.10	18,656.53	24,413.50	25,887.65	31,286.51
长期借款	428.31	279.36	279.36	279.36	279.36
应付债券	199.51	297.33	248.42	248.42	264.72
其他	206.86	165.20	665.20	1,165.20	1,665.20
非流动负债合计	834.67	741.90	1,192.99	1,692.99	2,209.29
负债合计	19,520.77	19,398.42	25,606.49	27,580.63	33,495.80
少数股东权益	1,324.12	1,368.42	1,531.18	1,738.17	1,992.01
股本	1,154.05	1,154.05	1,154.05	1,154.05	1,154.05
资本公积	4,019.44	3,836.40	3,836.40	3,836.40	3,836.40
留存收益	6,894.56	7,495.32	8,011.00	8,666.80	9,471.03
其他	(4,278.74)	(3,870.76)	(3,836.40)	(3,836.40)	(3,836.40)
股东权益合计	9,113.44	9,983.43	10,696.23	11,559.02	12,617.09
负债和股东权益总计	28,634.21	29,381.85	36,302.71	39,139.65	46,112.89

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	539.82	1,127.96	859.46	1,093.00	1,340.39
折旧摊销	170.09	190.29	91.54	93.37	95.20
财务费用	253.87	253.81	270.09	282.91	294.23
投资损失	(55.21)	(370.76)	(240.05)	(264.65)	(284.27)
营运资金变动	(3,035.74)	(665.16)	(755.66)	1,745.21	(546.15)
其它	3,118.19	1,623.91	162.76	206.99	253.84
经营活动现金流	991.01	2,160.04	388.14	3,156.83	1,153.25
资本支出	(368.10)	325.43	(463.13)	(463.13)	(463.13)
长期投资	2.94	2.96	0.00	0.00	0.00
其他	696.46	879.17	652.71	688.58	716.61
投资活动现金流	331.30	1,207.55	189.58	225.45	253.48
债权融资	4,176.57	2,430.89	2,422.73	2,461.63	2,438.41
股权融资	(11.98)	(249.96)	(230.39)	(277.58)	(288.90)
其他	(4,872.16)	(3,965.62)	(2,780.01)	(2,865.27)	(3,003.12)
筹资活动现金流	(707.58)	(1,784.70)	(587.67)	(681.22)	(853.60)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	614.73	1,582.90	(9.96)	2,701.06	553.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,805.18	18,049.96	21,664.80	24,967.99	28,066.81
营业成本	15,336.34	14,747.54	17,874.02	20,475.69	22,875.00
营业税金及附加	37.50	33.35	40.03	46.13	51.86
营业费用	191.56	232.86	279.49	322.10	362.08
管理费用	1,146.79	1,132.32	1,359.09	1,566.31	1,760.70
研发费用	471.31	505.34	606.55	699.03	785.78
财务费用	259.04	297.20	270.09	282.91	294.23
资产减值损失	(440.44)	(0.10)	302.46	348.58	391.84
公允价值变动收益	(61.37)	(42.10)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	55.21	370.76	240.05	264.65	284.27
其他	1,150.76	(521.58)	(480.11)	(529.30)	(568.53)
营业利润	658.49	1,294.37	1,173.13	1,491.89	1,829.58
营业外收入	7.95	5.71	0.00	0.00	0.00
营业外支出	9.62	5.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	656.82	1,294.47	1,173.13	1,491.89	1,829.58
所得税	117.00	166.51	150.90	191.91	235.34
净利润	539.82	1,127.96	1,022.22	1,299.99	1,594.23
少数股东损益	186.97	179.60	162.76	206.99	253.84
归属于母公司净利润	352.84	948.36	859.46	1,093.00	1,340.39
每股收益(元)	0.31	0.82	0.74	0.95	1.16

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	17.26%	-4.02%	20.03%	15.25%	12.41%
营业利润	-23.95%	96.57%	-9.37%	27.17%	22.63%
归属于母公司净利润	-42.02%	168.78%	-9.37%	27.17%	22.63%
获利能力					
毛利率	18.45%	18.30%	17.50%	17.99%	18.50%
净利率	1.88%	5.25%	3.97%	4.38%	4.78%
ROE	4.53%	11.01%	9.38%	11.13%	12.62%
ROIC	12.76%	25.80%	35.27%	40.65%	120.16%
偿债能力					
资产负债率	68.17%	66.02%	70.54%	70.47%	72.64%
净负债率	-9.81%	-39.60%	-36.94%	-57.21%	-56.98%
流动比率	1.24	1.31	1.27	1.29	1.28
速动比率	1.13	1.26	1.15	1.24	1.17
营运能力					
应收账款周转率	1.42	1.39	1.64	1.67	1.71
存货周转率	8.73	12.02	11.91	11.98	12.05
总资产周转率	0.67	0.62	0.66	0.66	0.66
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.82	0.74	0.95	1.16
每股经营现金流	0.86	1.87	0.34	2.74	1.00
每股净资产	6.75	7.47	7.94	8.51	9.21
估值比率					
市盈率	22.57	8.40	9.27	7.29	5.94
市净率	1.02	0.92	0.87	0.81	0.75
EV/EBITDA	2.22	0.69	1.70	-0.17	-0.49
EV/EBIT	2.36	0.74	1.80	-0.18	-0.52

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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