

充沛订单驱动业绩成长，BIPV 打造增量空间

——江河集团公司首次覆盖报告

报告要点：

● 幕墙行业龙头，建筑+医疗双轮驱动公司业绩增长

江河集团是国内幕墙行业的龙头企业，同时公司积极将业务延伸至室内装饰和室内设计，完善建筑装饰业务的格局。公司在海内外二十多个国家承接过业务，中标包括世界第一高楼沙特王国塔等多个海外大型项目。2015 年，公司进军医疗健康行业，收购澳大利亚最大眼科医院 Vision，通过国外高端品牌嫁接国内市场，实现医疗健康业务的跨越式发展。

● 建筑装饰业务发展潜力巨大，BIPV 打造新增长点

幕墙领域的发展呈现“强者愈强”的特点，公司作为幕墙业的龙头企业，营收规模位居业内第一，未来将凭借积累的丰富品牌、技术和人才优势，巩固其龙头地位。政策驱动下，BIPV 幕墙的成长空间有望打开，公司大力布局 BIPV 幕墙业务，拥有深厚的技术积累和制造安装经验。公司 2022 年以来已获得超 5 亿元光伏幕墙订单，预计全年中标订单将超十亿元，公司有望凭借 BIPV 幕墙开启第二成长主线。内装领域，在政策对保障性租赁住房的支持下，公司积极拓展的装配式内装业务有望受益。

● 在手订单充沛，未来业绩成长动力强劲

公司 2021 年在建筑装饰板块累计中标金额约 264.34 亿元，同比增长 9.64%，其中幕墙系统中标 145.36 亿元，同比增长 3.28%，内装系统中标 118.98 亿元，同比增长 18.57%。项目中标数量为 938 个，同比增长 0.32%。公司在手订单充足，叠加 2022 年地产复苏，未来成长空间十分可观。

● 投资建议与盈利预测

公司作为幕墙领域的龙头企业，积极布局 BIPV 幕墙打造业绩的新增长点，目前已连续中标 BIPV 项目，有望驱动公司的业绩成长。同时公司的在手订单充沛，各类减值损失的风险已充分释放，看好公司未来的业绩反转。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 244.94/286.37/323.62 亿元，同比增长 17.82%/16.92%/13.01%。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 8.01/10.02/12.52 亿元，同比增长 179.54%/25.08%/24.98%，对应 2022-2024 年的 EPS 分别为 0.69/0.87/1.09 元，当前股价对应 PE 分别为 10.0/8.0/6.4。

● 风险提示

BIPV 开拓进度不及预期风险，应收款回款不及预期风险，下游市场持续低迷风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18049.96	20789.39	24493.53	28637.03	32362.42
收入同比 (%)	-4.02	15.18	17.82	16.92	13.01
归母净利润(百万元)	948.36	-1007.13	801.10	1001.98	1252.24
归母净利润同比 (%)	168.78	-206.20	179.54	25.08	24.98
ROE (%)	11.01	-15.89	9.98	11.62	13.37
每股收益 (元)	0.82	-0.87	0.69	0.87	1.09
市盈率(P/E)	8.47	-7.98	10.03	8.02	6.41

资料来源：Wind，国元证券研究所

买入|首次覆盖

当前价：6.96 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 9.12/5.43

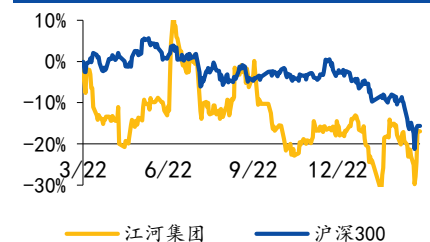
A 股流通股 (百万股): 1154.05

A 股总股本 (百万股): 1154.05

流通市值 (百万元): 7616.73

总市值 (百万元): 7616.73

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 凌晨

执业证书编号 S0020521110002

电话 021-51097188

邮箱 lingchen@gyzq.com.cn

目 录

1.幕墙行业龙头，建筑+医疗双轮驱动公司业绩增长.....	4
2.建筑装饰业务发展潜力巨大，BIPV 打造新增长点.....	8
2.1 幕墙行业集中度趋于提升	8
2.2 公司为幕墙行业龙头企业，规模领先于同业公司	9
2.3 BIPV 是幕墙行业未来重要发展趋势，有望打开公司成长空间	12
2.3.1 政策驱动，BIPV 幕墙具有广阔的发展前景	12
2.3.2 BIPV 包含幕墙与屋顶两个细分方向	14
2.3.3 幕墙行业龙头陆续中标 BIPV 工程，公司发展前景可期	15
2.4 政策推动保障性租赁住房建设，装配式装修行业迎发展机遇	17
3. 在手订单充沛，未来业绩增长动力强劲	18
4. 盈利预测和投资评级.....	20
5. 风险提示	21

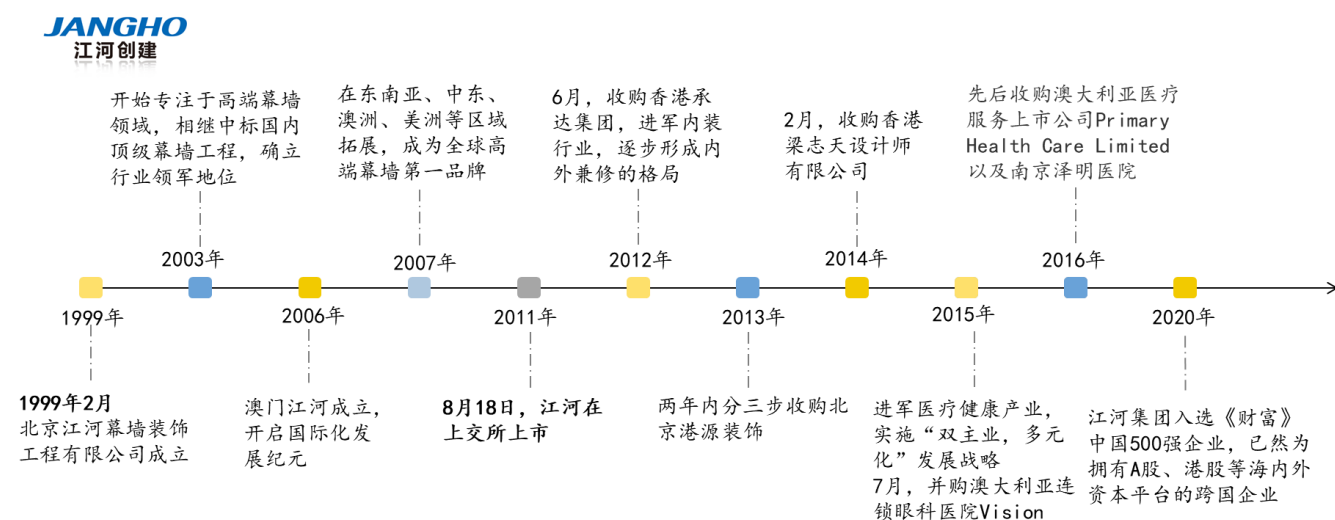
图表目录

图 1: 公司主要发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构.....	5
图 3: 2016-2020 年公司营业收入 (亿元)	6
图 4: 2016-2020 年公司归母净利润 (亿元)	6
图 5: 公司营业收入按业务拆分 (单位: 亿元)	7
图 6: 公司各业务营收占比	7
图 7: 2021 年公司销售毛利率为 17.24%.....	7
图 8: 公司管理费用率占比较高.....	7
图 9: 我国建筑幕墙工程产值及增长情况	8
图 10: 2020 年中国建筑工程装饰奖 (建筑幕墙类) 获奖工程面材占比.....	9
图 11: 2020 年中国建筑工程装饰奖 (建筑幕墙类) 获奖项目单体幕墙应用分布	9
图 12: 武汉绿地中心 (高 636 米)	10
图 13: 印度尼西亚 Indonesia Towers 双子塔幕墙工程.....	10
图 14: 江河集团的幕墙收入领先于同业 (单位: 亿元)	10
图 15: 江河集团的毛利率处于行业领先水平	10
图 16: 2021 年公司技术人员 4917 名, 占比 50.16%	11
图 17: 各公司内装业务营业收入对比 (单位: 亿元)	18
图 18: 各公司内装业务毛利率对比	18
图 19: 公司幕墙系统中标情况	19
图 20: 公司内装系统中标情况	19
图 21: 2021 年公司经营活动产生的现金流量净额 11.03 亿元.....	19
图 22: 公司资产负债率与同业公司的比较	19
 表 1: 江河集团旗下业务布局	 5
表 2: 公司高级管理人员简介	6
表 3: 我国建筑幕墙行业分为三大阵营	9
表 4: 江河幕墙已获得业内多项荣誉	11
表 5: 公司积极参与行业标准的编写, 推动幕墙行业的技术进步	12
表 6: BIPV 与 BAPV 的区别	12
表 7: 部分光伏发电指导政策	13
表 8: 我国建筑幕墙对应的 BIPV 幕墙市场空间	13
表 9: 在 BIPV 领域, 薄膜电池比晶硅电池更具优势.....	15
表 10: 江河集团和森特股份在 BIPV 领域的对比	16
表 11: 公司已设计施工的光伏幕墙项目代表作	16
表 12: 公司光伏建筑项目中标情况	17
表 13: 可比公司估值情况	20

1. 幕墙行业龙头，建筑+医疗双轮驱动公司业绩增长

江河集团是我国幕墙行业领军品牌，并切入医疗行业打造双轮驱动。江河集团前身是成立于1999年的北京江河幕墙股份有限公司，是一家以建筑装饰和医疗服务业务为主的大型跨国企业集团。2011年8月，江河集团在上交所主板上市，并先后并购香港承达集团、北京港源装饰以及香港梁志天设计，将业务从建筑幕墙领域延伸至室内装饰和室内设计，形成“内外兼修”的多元化发展格局。同时，公司业务覆盖全球二十多个国家和地区，中标包括世界第一高楼沙特王国塔等多个海外大型项目。2015年，集团实施“双主业，多元化”发展战略，进军医疗健康行业，收购澳大利亚最大眼科医院 Vision，通过国外高端品牌嫁接国内市场，实现医疗健康业务的跨越式发展。

图 1：公司主要发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

公司主营业务分为建筑装饰业务和医疗健康业务两大板块。江河集团经过多轮并购重组，目前控股子公司涵盖建筑装饰和医疗健康两大板块。其中江河幕墙和港源幕墙分别占据建筑幕墙领域的高端与中高端市场，实现“双品牌”错位发展战略；承达集团和港源装饰承接国内外的室内装饰业务，其中承达集团已拆分上市港股主板；同时控股全球顶尖室内设计公司梁志天设计集团。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，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。

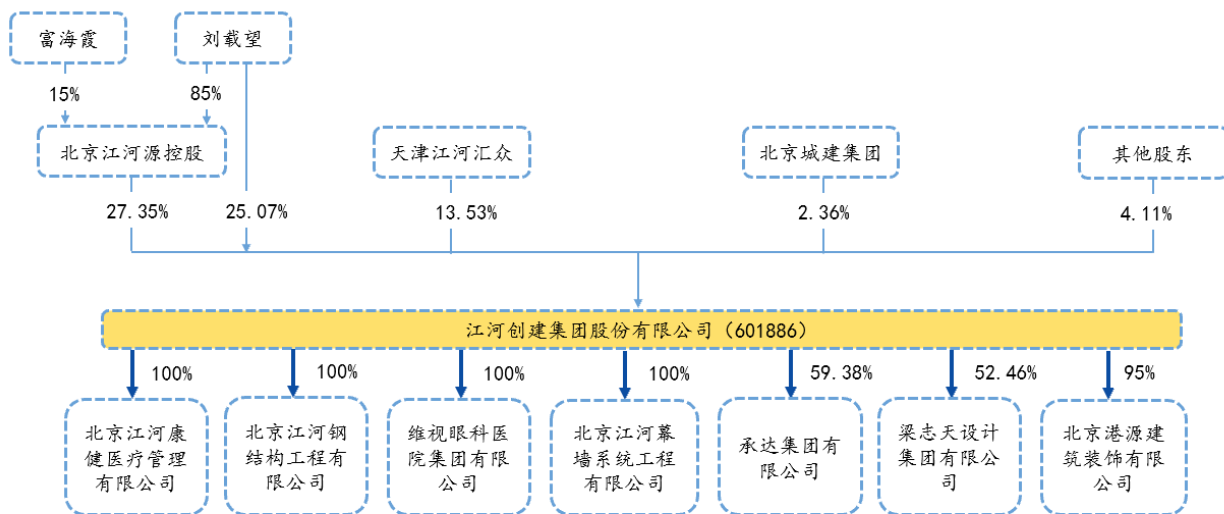
表 1：江河集团旗下业务布局

板块	品牌	介绍
建筑幕墙	江河幕墙	定位高端幕墙，全球承建数百地标性建筑
	港源幕墙	定位中高端幕墙，与江河幕墙形成双品牌错位发展
建筑装饰	承达集团 (HK. 1568)	全球顶级室内装饰品牌，总部位于香港，为港股上市企业，面向香港、澳门市场，定位高端
	港源装饰	位居中国建筑装饰行业百强，北方地区排名第一、装饰行业排名第四，主要承接国内业务
	梁志天设计集团 (HK. 2262)	享誉全球的顶级建筑及室内设计品牌，在住宅设计领域已经连续多年全球排名第一，为一家提供室内设计服务、室内陈设及产品设计的公司，并在上海、北京、广州、深圳、成都设有分公司
医疗健康	眼科医疗	Vision
	眼科医疗	长三角区域知名眼科品牌，是 Vision 嫁接国内市场的附属机构

资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

公司股权结构集中，核心管理人员稳定。集团实际控制人刘戟望和其妻子富海霞共同持有 52.42% 的股份，其中刘戟望直接持有公司 25.07% 的股份，间接持有 23.25% 的股权，股权结构较为集中。刘戟望为江河集团创始人和董事长，带领公司将业务从幕墙行业扩展至医疗保健行业，拥有丰富的行业经验和公司治理经验。公司总经理、财务总监等多位高级管理人员近年来未发生变动，管理层较为稳定，利于公司的长期稳步发展。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：截至 2021 年三季度

表 2：公司高级管理人员简介

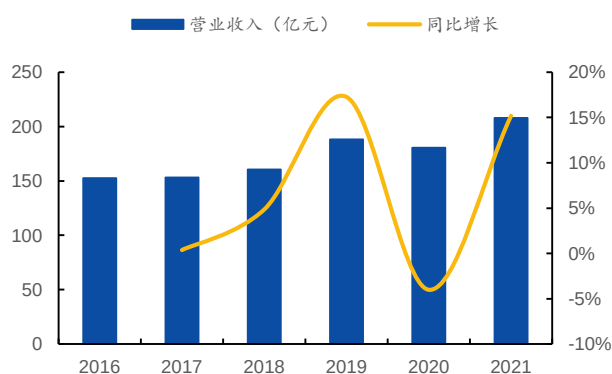
姓名	职务	加入公司时间	简介
刘载望	董事长	1992 年 2 月	公司创始人。最近五年担任北京市顺义区人民代表大会常务委员会委员、东北大学第四届校董事会副主席、东北大学江河建筑学院理事长。现任公司董事长。 1994 年取得上海财经大学会计学学士学位，2009 年成为中国注册会计师协会的非执业会员，2013 年 5 月获北京市高级专业技术资格评审委员会批准为高级会计师。1994 年 7 月-2001 年 6 月担任浪潮集团有限公司财务科长副处长；2005 年 3 月-2006 年 12 月担任浪潮软件首席财务官。目前主要负责江河集团整体策略投资计划及人力资源策略。
许兴利	总经理	2014 年 2 月	2006 年 7 月加入本公司，曾担任本公司财务部副部长、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，现为公司董事会秘书兼投资总监。
刘飞宇	董事会秘书	2006 年 7 月	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，最近五年主要担任本公司财务副总监、广州江河财务总监；现任本公司副总经理兼财务总监。
赵世东	财务总监	2015 年 3 月	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

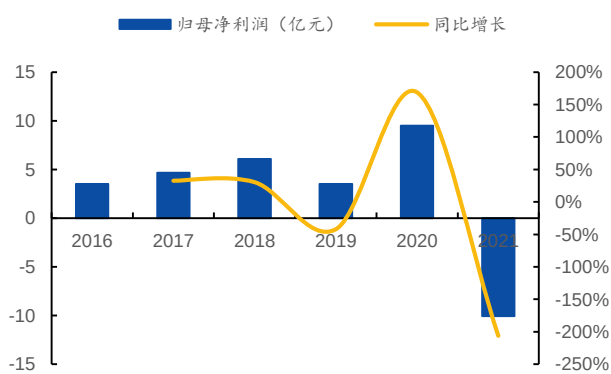
公司营收稳健增长，2021 年因计提减值损失，出现业绩亏损。2016-2020 年，公司营业收入从 152.40 亿元稳步增长至 207.89 亿元，CAGR 为 6.41%。2021 年公司积极克服疫情常态化和房地产行业艰难的负面影响，公司营收同比增长 15.18%，营收规模创历史新高。公司的经营质量稳步提升，归母净利润从 2016 年的 3.52 亿元增至 2020 年的 9.48 亿元，CAGR 达到 28.16%。2021 年公司实现净利润-9.77 亿元，归母净利润-10.07 亿元，扣非归母净利润为-11.15 亿元。亏损的主要原因是计提各类减值损失 24.6 亿元所致，其中因恒大出现经营风险，公司相应计提各类减值损失 18.59 亿元。

图 3：2016-2020 年公司营业收入（亿元）

图 4：2016-2020 年公司归母净利润（亿元）



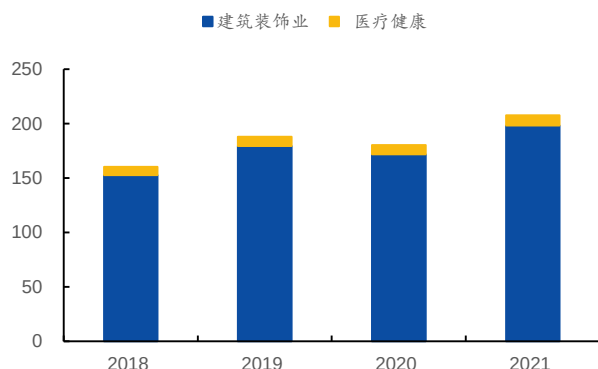
资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

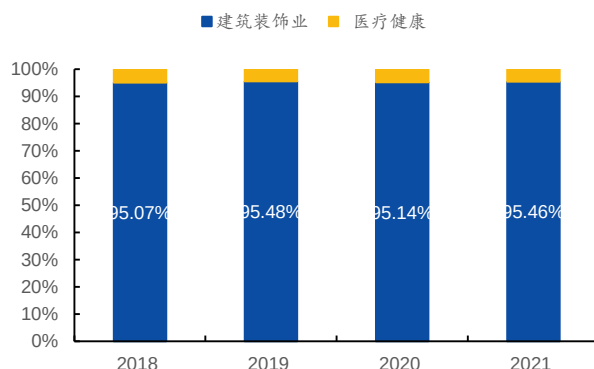
建筑装饰板块是公司最主要的收入来源。2021 年公司建筑装饰业务/医疗健康业务收入占比分别为 95.46%/4.54%，建筑装饰业务是公司的主要收入来源，2021 年实现营收 198.34 亿元，同比增长 15.57%，主要包括幕墙和内装业务。医疗健康板块实现营业收入 9.44 亿元，同比增长 7.69%。

图 5：公司营业收入按业务拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司各业务营收占比

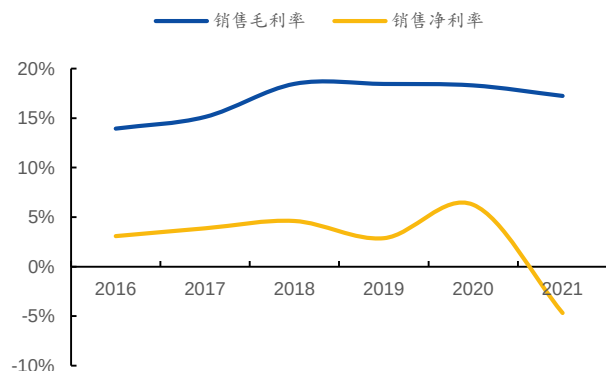


资料来源：Wind，国元证券研究所

未来 BIPV 幕墙业务有望继续优化公司的盈利能力。公司定位高端战略，2018-2020 年的销售毛利率稳定在 18.30% 以上，公司优质的管理能力下，销售净利率由 2018 年的 4.61% 提升至 2020 年的 6.25%。未来 BIPV 幕墙业务的放量，有望继续优化公司的盈利结构。2021 年公司销售净利率为 -4.70%，主要系受到大型地产公司事件的影响，资产和信用减值损失大幅增加。伴随着地产风险的充分释放，公司的盈利能力有望企稳回升。

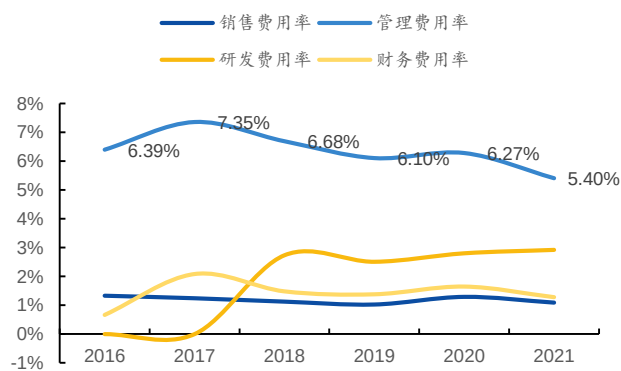
费用管控逐渐优化，研发投入逐年提升。公司管理费用率从 2017 年的 7.35% 降低至 2021 年的 5.40%，主要系公司通过制度改革、政策激励等方式降低管理成本，费用管控逐渐优化，管理效率不断提升。公司的研发费用由 2018 年的 4.38 亿元提升至 2021 年的 6.07 亿元，主要应用于大幕墙智能制造、装配式内装、光伏建筑的研发投入，研发费用率由 2018 年的 2.73% 提升至 2021 年的 2.92%。

图 7：2021 年公司销售毛利率为 17.24%



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：公司管理费用率占比较高



资料来源：Wind，国元证券研究所

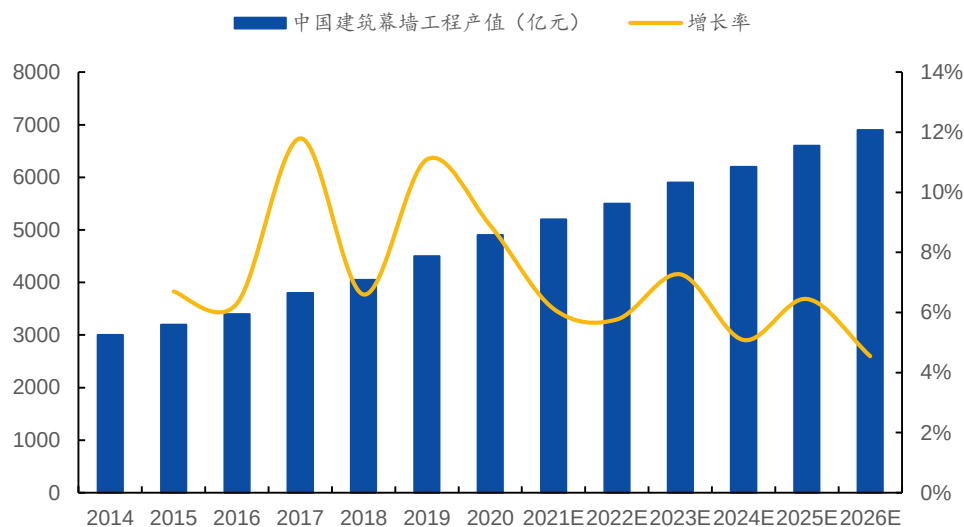
2.建筑装饰业务发展潜力巨大，BIPV 打造新增长点

2.1 幕墙行业集中度趋于提升

建筑幕墙设计可以起到保护建筑、节能减排、装饰美化的作用。大型的公共建筑通常会在建筑的外围建设建筑幕墙，其形式和材料多种多样，是建筑工程中十分重要的组成部分。建筑幕墙的作用包括：1) 保护作用。建筑幕墙设计可以对建筑的结构进行加固和保护，在地震等自然灾害发生时，避免地面晃动和裂缝对建筑物的破坏；建筑幕墙避雷和防火的设计可以减少建筑物被雷击的机率，降低发生火灾造成的损害。2) 节能减排。建筑幕墙的设计还有遮阳的作用，减少室外阳光和紫外线对室内的直接照射，降低建筑物能耗，节能减排。3) 建筑幕墙还可对建筑的外观和城市面貌起到美化的作用。

我国幕墙工程总值逐年增长，预计 2026 年总产值有望达到 6900 亿元。我国已发展成为世界第一幕墙生产大国和使用大国。当前，我国幕墙年产能远远超过 1 亿平方米，幕墙工程总值逐年增长，已从 2014 年的 3000 亿元增长至 2020 年的 4900 亿元左右，复合增速达到 8.5%。同时根据中国建筑装饰协会的预测，2026 年我国建筑幕墙行业工程总产值将达到 6900 亿元。

图 9：我国建筑幕墙工程产值及增长情况

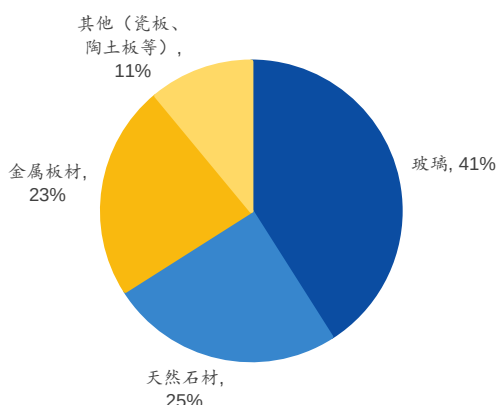


资料来源：中国建筑装饰协会，前瞻产业研究院，国元证券研究所

玻璃材料为建筑幕墙中使用占比最高的建材。从 2020 年中国建筑工程装饰奖（建筑幕墙类）获奖工程面材的信息来看，获奖工程中使用最多的是玻璃材料，占比为 41%，天然石材和金属板材占比分别为 25% 和 23%。

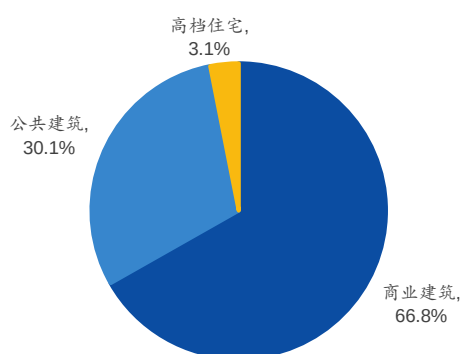
我国应用商业建筑的建筑幕墙比例最大。建筑幕墙市场可分为商业建筑、公共建筑和住宅三大类。从 2020 年度中国建筑工程装饰奖获奖项目单体幕墙面积分布来看，我国应用商业建筑的建筑幕墙比例达到 67%，其次是应用在公共建筑的建筑幕墙，占比 30%，住宅部分仅占 3%。

图 10：2020 年中国建筑工程装饰奖（建筑幕墙类）获奖工程面材占比



资料来源：中国建筑装饰协会，前瞻产业研究院，国元证券研究所

图 11：2020 年中国建筑工程装饰奖（建筑幕墙类）获奖项目单体幕墙应用分布



资料来源：中国建筑装饰协会，前瞻产业研究院，国元证券研究所

我国幕墙企业的发展逐渐分化，呈现出“强者恒强”的趋势。根据幕墙企业的规模以及其切入幕墙业务的方式为标准，建筑幕墙行业内的公司分为三大阵营。其中的第一阵营以江河创建、远大中国等行业龙头为代表，通过自身已有的品牌、资金、技术和人才储备等方面的优势，持续提升市场占有率，逐步挤压规模较小的公司的市场份额。

表 3：我国建筑幕墙行业分为三大阵营

阵营	公司	规模
第一阵营	以江河集团、远大中国为代表的行业龙头	产值规模十亿以上；拥有完备的技术、规范的管理以及深厚的人才储备；未来仍将保持较高的规模增长
第二阵营	以亚厦股份、中国建筑为代表的下属幕墙子公司	依托母公司由建筑或装饰行业切入幕墙业务；未来将成为幕墙行业不可忽视的重要力量
第三阵营	振华幕墙、凯庭幕墙等中小幕墙公司	在细分领域有一定的竞争力；市场的敏感度较强，反应较快；未来成本竞争优势将逐步弱化，其市场空间将逐步被挤压。

资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

2.2 公司为幕墙行业龙头企业，规模领先于同行业公司

公司为建筑幕墙行业龙头企业，拥有江河幕墙、港源幕墙两大品牌。在幕墙领域公司是集产品研发、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，在北京、上海、广州、成都、武汉等地建有一流的研发设计中心和生产基地。公司幕墙业务由江河幕墙、港源幕墙等子公司承接，其中江河幕墙定位高端幕墙领域，为全球高端幕墙第一品牌，在全球各地承建了数百项地标性建筑；港源幕墙定位于中高端幕墙领域，两大品牌形成错位发展，可助力公司扩大市场覆盖范围。

图 12: 武汉绿地中心 (高 636 米)



资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

图 13: 印度尼西亚 Indonesia Towers 双子塔幕墙工程



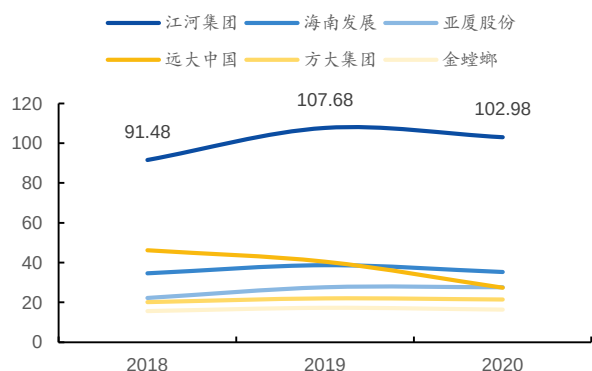
资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

由于公司近几年只披露建筑装饰业的整体营业收入, 不分开披露幕墙和内装的具体数据, 我们将公司建筑装饰业的 60% 算作幕墙收入, 40% 算作内装收入。取建筑装饰业务的毛利率为幕墙业务的毛利率。

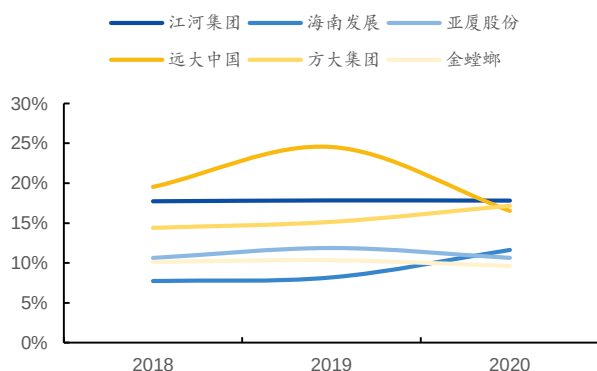
公司幕墙业务的营收和毛利率均处于行业领先水平, 龙头地位稳固。根据测算, 公司 2018-2020 年幕墙业务的收入分别为 91.48/107.68/102.98 亿元, 整体呈现稳健增长的趋势, 营收规模领先于同业公司, 龙头地位稳固。2020 年幕墙业务收入的小幅下滑主要系疫情的影响, 公司部分区域市场或部分业务停工停产。从毛利率来看, 公司幕墙业务的毛利率处于行业领先水平。

图 14: 江河集团的幕墙收入领先于同业 (单位: 亿元)

图 15: 江河集团的毛利率处于行业领先水平



资料来源: Wind, 国元证券研究所

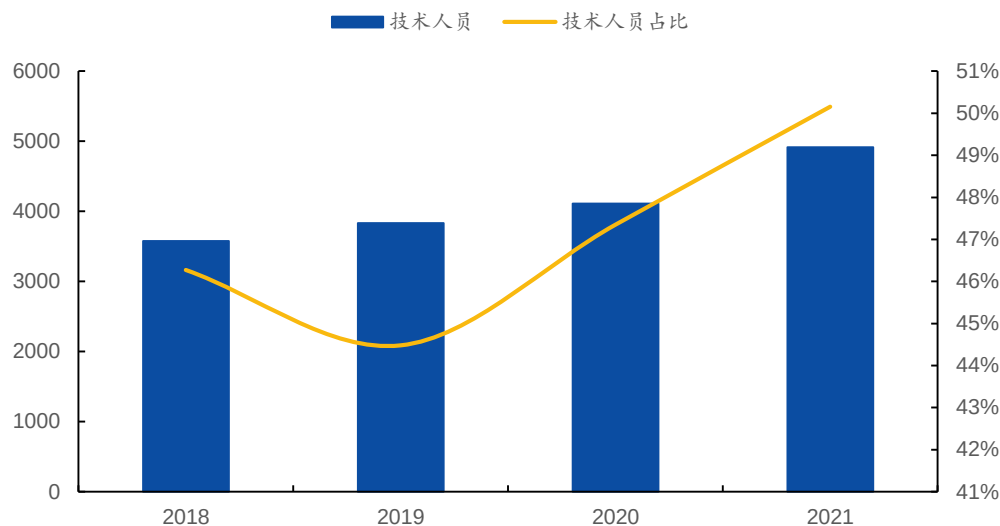


资料来源: Wind, 国元证券研究所

幕墙行业的壁垒在于建筑方案的落地实施, 江河集团在幕墙设计、安装领域有深厚的积累。幕墙行业的业务链包含设计、生产制造、安装、售后服务, 其中壁垒较高的为设计环节。幕墙公司需要将幕墙的建筑方案落地为可生产、制造、安装的建筑, 对公司的设计能力要求很高。江河集团作为幕墙行业的龙头企业, 2021 年拥有 4917

名技术人员，占比超 50%，同时公司持续吸纳大批国内外优秀技术人才，合作国内外知名设计机构、顾问公司，系统提升并打造了一支成熟兼具国际一流水准的合作团队，在幕墙的设计、技术端具有丰富的经验积累。

图 16：2021 年公司技术人员 4917 名，占比 50.16%



资料来源：Wind，国元证券研究所

公司具有较强的品牌实力，并获得市场的认可。公司已连续三年入选《财富》中国 500 强榜单，旗下品牌江河幕墙、SLD 梁志天设计集团分别以行业排名第一的成绩，蝉联中国房地产开发企业 500 强首选供应商品牌榜首。江河幕墙获得的多个业内奖项彰显了其品牌实力，体现了市场和客户的高度认可。

表 4：江河幕墙已获得业内多项荣誉

品牌	荣誉
江河幕墙、SLD 梁志天设计集团	分别以行业排名第一的成绩，蝉联中国房地产开发企业 500 强 首选供应商品牌榜首
北京江河	2021 年 3 月，由中国建筑金属结构协会主办，中国幕墙网承办的第 16 届 AL-Survey2020-2021 年度大型读者调查活动暨“我最喜爱幕墙工程”评选活动中，由北京江河承建的“天津周大福金融中心”斩获“ 年度工程 ”第一名。
江河幕墙、梁志天设计集团	2021 年 3 月，江河幕墙、梁志天设计集团连续三年荣获 TOP500 强房企 首选供应商品牌榜首 ，以强劲的竞争势头持续成为 500 强房地产企业值得信赖的合作伙伴。江河幕墙、梁志天设计集团分别以 15%和 16%的品牌首选率 位居幕墙类和设计类——室内设计机构行业首位。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司技术实力突出，参与多项行业标准的制定，积极推动幕墙行业的技术进步。2021 年公司新增专利 115 项，在幕墙业务方面，公司拥有国家级企业技术中心，为全国首批 55 家国家技术创新示范企业之一，国家火炬计划重点高新技术企业。公司与中国建筑科学研究院、浙江大学共同承担了公共安全领域国家级课题研究。此外，公司先后参与编写《玻璃结构工程技术规程》、《建筑用通风百叶窗技术要求》，有助于规范行业的技术标准，推动我国幕墙行业的技术进步。

表 5：公司积极参与行业标准的编写，推动幕墙行业的技术进步

日期	事件
2021 年 5 月	广州江河检测中心顺利通过了中国合格评定国家认可委员会 CNAS 认可，成为公司检测扩项通过的先行实验室。
2021 年 6 月	由中国建筑科学研究院主编、江河幕墙参编的《玻璃结构工程技术规程》顺利通过审查。该规程规范了行业发展的技术问题，并提出技术解决方案标准，为打造性能好、质量好、安全系数高的玻璃结构工程奠定了基础。专家审查委员会一致认为本规程具备国际领先水平。该规程凝聚了玻璃结构行业的最新技术，通过大量调研、理论分析、试验研究和数值模拟开展了诸多研究，科研成果卓越，具有广泛的代表性和行业权威性。
	由江河集团、中国建筑科学研究院联合主编的国家标准《建筑用通风百叶窗技术要求》GB/T 39968-2021 将于 2021 年 11 月 1 日起施行。《建筑用通风百叶窗技术要求》是我国建筑用通风百叶窗最新技术、与国际接轨的标准，该标准的实施将对促进产品技术进步的行业的健康发展起到积极的推动作用。

资料来源：公司 2021 年半年报，国元证券研究所

2.3 BIPV 是幕墙行业未来重要发展趋势，有望打开公司成长空间

2.3.1 政策驱动，BIPV 幕墙具有广阔的发展前景

BIPV 即光伏建筑一体化，是一种将光伏产品集成到建筑上的技术，能够被运用到光伏瓦光面、采光顶、外窗遮阳、雨蓬等一系列场景。BAPV 即将电站安装在已经投入使用的建筑屋顶、墙外等，对建筑原有结构不产生影响，利用闲置空间进行发电。相较 BAPV，BIPV 在能满足光伏发电要求的同时，还可以兼顾建筑的功能要求，是光伏产品和建筑材料的结合体，可以替代部分传统的建筑材料，在建筑设计阶段进行一体化设计，在建设中与建筑主体一体成型。

相比 BAPV，BIPV 的优势显著，未来将占有更广阔的市场。相比 BAPV，BIPV 直接将设备作为墙体或屋顶，更为美观，同时不需要其他固定结构的特性使其安全性更高。在价格上，BIPV 占据优势，据北极星太阳能光伏网的某钢结构厂房实际工程数据显示，BIPV 比 BAPV 每平方米节省约 164 元。使用寿命上，BAPV 寿命一般在 20-25 年，而 BIPV 能达到 50 年甚至更长的寿命。

表 6：BIPV 与 BAPV 的区别

类型	应用形式	适用组件	外观	安全性	施工难度	造价	维护
光伏组件与建筑结合 (BAPV)	房屋斜角			需使用钢结构等产品固定			
	房屋平铺	无特殊要求，性价比优先，普通型光伏组件	需在屋顶或墙面架设光伏产品，整体性较差	光伏设备，容易受到风力及雨水等外力的侵蚀，固定结构压力较大，安全性较低	分二期施工，施工周期长	需要墙体和固定设备，成本较高	不利于检修等活动，寿命一般在 20-25 年
	墙体贴附安装						
光伏建筑一体化 (BIPV)	光伏屋顶		将光伏设备融入建筑，一体性较高，整体更美观	将光伏设备作为建筑的一部分，受力清晰，经过严格计算，安全性较高	屋面建设难度小，安装速度快	减少了墙体和固定装置成本，成本较低	寿命一般在 50 年甚至更长，屋内含多块电池，拆卸方便
	光伏幕墙	建材型光伏组件					
	光伏遮阳						
	光伏温室						

资料来源：光电建筑专委会，前瞻产业研究院，中商情报网，国元证券研究所

能源转型下建筑光伏的碳减排功能被开发，政策支持打开广阔市场。我国为实现“双

碳”目标，积极推动包括建筑光伏在内的绿色产业发展。鉴于目前国内建筑运行过程碳排放占全国碳排放总占比的 20%以上，建筑光伏因可提供清洁的建筑运行能源而成为当下能源转型的重要发力点。国家推出一系列政策推动建筑光伏的发展。2021 年 6 月，国家能源局下发“整县推进”相关通知，明确要求项目申报区域党政机关建筑屋顶总面积光伏可安装比例不低于 50%，学校、医院等不低于 40%，工商业分布式地不低于 30%，农村居民屋顶不低于 20%。政策推动下，BIPV 有望得到更大力度的推广。

表 7：部分光伏发电指导政策

日期	政策名称	主要内容
2022 年 3 月	《关于开展 2022 年绿色建材下乡工信部、住建部、农业农村部、商务部、国家市场监督管理总局、国家乡村振兴局等六部门联合印发，鼓励绿色建材消费。	
2021 年 11 月	深入开展公共机构绿色低碳引领行动促进碳达峰实施方案》	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%。
2021 年 6 月	《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 50%；学校、医院、村委会等公共建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 40%；工商业厂房屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 30%；农村居民屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 20%。
2020 年 7 月	《绿色建筑创建行动方案》	到 2022 年，当年城镇新增建筑中绿色建筑面积占比达到 70%，星级绿色建筑持续增加，既有建筑能效水平不断提高，住宅健康性能不断完善，装配化建造方式占比稳步提升，绿色建材应用进一步扩大，绿色住宅使用者监督全国推广。

资料来源：中商情报网，住建部官网，工信部官网，国元证券研究所

2021 年我国 BIPV 装机容量仅 709MW，发展潜力巨大。根据 CPIA 的数据，2021 年全年，我国主要光电建筑产品生产企业 BIPV 总装机容量约 709MW，总安装面积为 377.4 万平米，占当年国内分布式光伏装机量的 4.5%，装机规模仍具有较大的发展空间。

幕墙是 BIPV 的重要应用形式，预计市场规模在千亿级别。一方面，光伏幕墙是幕墙行业的主要发展方向，另一方面，幕墙是 BIPV 的重要应用形式，未来市场空间巨大。根据前文数据，2020 年我国建筑幕墙工程的产值为 4900 亿元，若参照屋顶渗透率 25%，测算出 2020 年 BIPV 幕墙的市场空间为 1225 亿元，2025 年我国建筑幕墙产值将达到 6600 亿元，对应 BIPV 幕墙的市场空间有望达到 1650 亿元。

表 8：我国建筑幕墙对应的 BIPV 幕墙市场空间

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国建筑幕墙工程产值（亿元）	3400	3800	4050	4500	4900	5200	5500	5900	6200	6600
增长率	6.3%	11.8%	6.6%	11.1%	8.9%	6.1%	5.8%	7.3%	5.1%	6.5%
BIPV 渗透率	25%									
BIPV 幕墙市场空间（亿元）	850	950	1012.5	1125	1225	1300	1375	1475	1550	1650

资料来源：中国建研院，索比光伏网，国元证券研究所

2022 年 4 月强制性工程建设规范要求新建建筑安装太阳能系统，新规有望进一步打开 BIPV 幕墙的成长空间。2021 年 9 月，住建部发布国家标准《建筑节能与可再生能源利用通用规范》，将于 2022 年 4 月 1 日起实施，该规范为强制性工程建设规范，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。新规政策的执行将进一步打开 BIPV 幕墙的成长空间。

BIPV 幕墙的壁垒较普通幕墙更高，政策的出台有望加速行业的结构转型以及行业集中度的提升。幕墙行业因为高壁垒，呈现出“强者愈强”的发展态势。BIPV 幕墙需要将传统的工程玻璃转变成发电玻璃，满足结构力学、安全性、防火、气密性等建筑规范、建筑安全，然后通过设计实现光伏建筑一体化并应用光伏来发电。在政策的推动下，未来幕墙建筑需要强制安装光伏系统，进一步提升行业的准入门槛，有望出清没有能力安装光伏建筑的幕墙企业。未来幕墙行业的集中度将继续提升，利好在光伏幕墙领域有技术、经验积累的头部企业。

2.3.2 BIPV 包含幕墙与屋顶两个细分方向

BIPV 幕墙的经济性已显现，尤其是在具有大规模立面可用面积、南立面无遮挡、电价较高的情况下。在电价超过 1 元的大型城市，在光照条件许可的情况下，BIPV 幕墙可应用于无遮挡的南立面，光伏部分的投资回收期在 6-8 年。具体来看，普通玻璃幕墙的价格在 1000-1500 元/平米，再增加 500 元左右的投入应用光伏即具备发电能力。假设一平米的玻璃一年发 100 度电，应用 100 万平米，年发电量即 1 亿度电，扣除运维成本，6-8 年即可覆盖因光伏部分的成本。BIPV 产品易维护，在可大规模利用立面面积，且在无遮挡的南立面部分，BIPV 幕墙的收益可观。

相比于立面幕墙，光伏屋顶的优势在于设计简单，光照角度更优。光伏屋顶的优势：
1) 节省设计等环节，实现成本的降低。屋顶只需要考虑安全性、防水、保温隔热等基本因素。2) 屋顶光照角度优于立面，发电效率更高。屋顶的光照入射角优于立面幕墙，带来单位面积发电量的提升。3) 屋顶光伏的投资回收期在 5-7 年，从全投资内部收益率来看，好的屋顶项目可能达到 9%，好的幕墙立面项目可能略高于 7%。

综合来看，BIPV 幕墙和屋顶光伏的发电量在各自的投资回收期内应较为相当。虽然 BIPV 幕墙的发电效率偏低，但幕墙的立面表面积显著大于屋顶的面积，可用空间更多。同时，BIPV 幕墙的投资回收期长于屋顶光伏，单位时间内发电效率的下降可通过更长的投资回收期弥补，故 BIPV 幕墙和屋顶光伏在各自的投资回收期内，发电量整体应相当。

对于拟安装光伏幕墙的业主来说，主要考虑如下因素。1) 组件质量。把光伏组件兼作建筑材料，就必须具备建筑材料所要求的几项条件：坚固耐用、隔热保温、防水防潮、适当的强度和刚度等性能。BIPV 的组件既要考虑到发电问题，又要考虑到采光性。为追求建筑物的美感，光伏组件的颜色和质感要与建筑物协调，尺寸和形状要与建筑物的结合相吻合。2) 设计。设计要根据组件面积的大小，确定可以安装的组件总数量和排列方式等参数。3) 朝向布局的要求。光伏方阵的布置应尽可能朝向阳光入射的方向，尽量避开或远离遮挡物。需要注意的是，对于选择 BIPV 幕墙的业主来说，首先考虑的因素是建筑要求、美感，短期 BIPV 幕墙的经济性较弱，对业主的选择不会产生特别大的影响。

从技术路线来看，在 BIPV 领域，薄膜电池比晶硅电池更具优势。1) 弱光性。晶硅

组件在 BIPV 中的转换效率因无法达到最佳的光照条件而降低。薄膜电池的弱光性较好，对安装角度的要求不强，在弱光环境具有比晶硅电池更长的发电时间。**2) 柔韧性。**建筑设计风格会涉及到弧面。晶硅电池的柔韧性相对较差，难以加工成弧面形状。薄膜电池的柔韧性较好，容易加工成弯曲半径更小的弧面形状。**3) 色彩多样性。**生产晶硅电池时易产生色差，会严重影响 BIPV 组件的美观性。晶硅组件色彩比较单调，无法满足 BIPV 建筑对色彩的多样化需求。薄膜电池颜色可调整，色彩较为丰富。**4) 透光率。**建筑物对自然光线的需求，提高了对 BIPV 组件透光率的要求。晶硅电池的透光率较低，薄膜电池则有更好的透光性，可以很好地满足对组件透光率的要求。**5) 整体经济性。**晶硅组件的经济性离不开规模经济的作用，但其高度标准化的尺寸不利于满足 BIPV 定制化的需求。建筑施工过程中，屋顶自重越大对屋顶支撑结构的要求也就越高，支撑结构的建造成本也会越高。相比晶硅电池，薄膜电池的重量较轻，使用薄膜组件对钢支撑结构的要求和成本也会明显低于使用晶硅类 BIPV 组件。综上，未来在 BIPV 领域，薄膜电池的发展有望加速。

表 9：在 BIPV 领域，薄膜电池比晶硅电池更具优势

	晶硅电池	薄膜电池
转换效率	较高	较低
率	对安装角度、条件有要求	弱光性较好，不需要太阳直射，对安装角度的要求不强
柔韧性	相对较差，难以加工成弧面形状	柔韧性较好，能够任意弯曲，容易加工成弯曲半径更小的弧面形状，在 BIPV 中的使用场景将更加广泛
色彩多样性	主要是深蓝、浅蓝等蓝色系色彩，比较单调，无法满足 BIPV 建筑对色彩的多样化需求	颜色可调整，可以根据需要生产出相应颜色的组件，色彩丰富，几乎涵盖所有常见色系
透光性	透光率较低，想要改善透光性只能通过降低电池片的排布密度，而降低排布密度会使得组件功率减小	透光性较好，可满足对组件透光率的要求，根据建筑采光需求制作出不同透光率的 BIPV 组件
经济性	其经济性优势离不开规模经济的作用，但规模经济下晶硅组件高度标准化的尺寸不利于满足 BIPV 定制化的需求	重量较轻，使用薄膜类 BIPV 组件建造屋顶时施工难度和成本都会下降，屋顶跨度较大时，使用薄膜类 BIPV 组件的优势将更为明显

资料来源：索比光伏网，国元证券研究所

2.3.3 幕墙行业龙头陆续中标 BIPV 工程，公司发展前景可期

对标森特股份，公司主要应用场景在于 BIPV 幕墙。森特股份是国内金属围护行业的领军企业，积累了丰富的工程施工技术和经验，并在金属围护行业拥有较高的行业认可度和品牌优势。2021 年森特股份合作隆基，共同开拓 BIPV 市场，重点发力光伏屋顶。双方合作的主要产品为隆基股份研发的 BIPV 产品“隆顶”系列，技术路线为晶硅电池。江河集团和森特股份布局的是 BIPV 的两个不同细分方向，未来随着市场的扩容以及技术路线的成熟，两个方向的经济回报性均有望逐步提升。而公司的差异化竞争优势在于选用在 BIPV 领域更具有优势的薄膜电池。

表 10：江河集团和森特股份在 BIPV 领域的对比

	江河集团	森特股份
电池	薄膜电池	晶硅电池
组件来源	采购、定制化生产	合作隆基股份，应用隆基研发的 BIPV 产品“隆顶”
主要应用场景	BIPV 幕墙	光伏屋顶

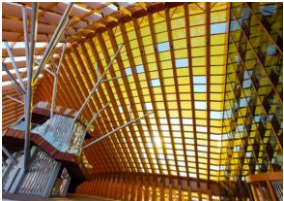
资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司在幕墙领域已有深厚的设计经验的积累。幕墙领域的壁垒在于设计，而公司作为幕墙领域的龙头企业，幕墙业务的营收规模达百亿元，领先于同行业公司，并已在幕墙设计上积累了丰富的经验。BIPV 领域，公司主要采取薄膜的技术路线，通过提前介入建筑的主体结构进行深化设计，制定玻璃的参数配置，组件的颜色、形状、尺寸等，并交由组件、原材料厂家进行定制化生产。

公司在光伏幕墙领域有丰富的施工经验。公司长期布局节能玻璃幕墙业务，在技术、经验等方面实力突出。近年来公司大力布局 BIPV 幕墙业务，已先后承建北京世园会中国馆、江苏无锡苏南硕放机场航站楼、珠江城（烟草大厦）等多项应用光伏的幕墙工程，具备光伏幕墙的制造与施工经验的经验。

技术储备充足，自主研发光伏建筑集成系统。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，累计新增包括智能呼吸式幕墙、光伏幕墙在内的近千项专利技术，技术储备充足。公司自主研发 R35 屋面光伏建筑集成系统，该集成系统从建筑角度进行开发设计、安装方便，形式灵活，可替换彩钢瓦直接做为屋面材料使用，是一款安全性能高的创新集成系统。

表 11：公司已设计施工的光伏幕墙项目代表作

项目	示意图	主要内容
北京世园会中国馆		幕墙工程由江河幕墙承建，光伏发电系统由中清能承建。幕墙结构与膜结构组合形成保温层，降低建筑物采暖制冷能耗。屋面铺设光伏组件，采用世界先进的龙焱碲化镉薄膜电池发电技术，保障透光率 40%，兼顾异形造型与景观色彩设计。屋顶的建筑一体化构件不仅具备普通采光顶和幕墙的维护、隔热、美观功能，又兼具绿色发电、能源自给功能。整个光伏系统装机容量 80kW，年发电量约 8.3 万度；巧妙地与建筑屋顶及幕墙构件相结合，完美替代传统幕墙玻璃，实现光伏建筑一体化。
广州珠江城（烟草大厦）		全球首例集高性能双层幕墙，智能遮阳百叶、光电幕墙、风力发电系统等 11 项先进技术于一身的甲级写字楼，其环保节能措施达 18 项之多。珠江城幕墙在最大化降低能耗的基础上，有效利用自然能源实现风力发电技术，打造超高品质、超低能耗、绿色环保的建筑。被评为“世界节能建筑创新工程”、“中国建筑节能的样板”和“世界最环保的摩天楼”。
日出东方凯宾斯基酒店		北京的标志性建筑。在整个酒店的裙楼露台，屋顶、外墙和天窗部分都运用了太阳能集成技术，利用靠近酒店的雁栖湖水库设置太阳能光伏板。该项目荣获了 2015 年度鲁班奖。
无锡机场航站楼（苏南硕放国际机场）		“十一五”规划建设标志性工程和无锡市地标性建筑。该工程南侧的采光天窗上装配了 1200 平方米的光电幕墙，这种美观的造型材料由 396 件光电玻璃组件构成，利用太阳能电池板和并网逆变器将太阳能转换成电能，降低了建筑的采暖制冷能耗，为其提供安全可靠、节能环保的电力支持。

资料来源：索比光伏网，公司官网，国元证券研究所

设立子公司，加速推进光伏建筑业务转型升级。公司设立江河智慧光伏建筑有限公司，依托多年来在光伏幕墙领域的积累，集多产业资源优势，积极向光伏建筑延伸、加速推进光伏建筑、智能建筑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。

连续中标 BIPV 订单，未来发展前景值得期待。2022 年以来公司持续获得光伏幕墙订单，订单金额超过 5 亿元，预计 2022 年中标光伏建筑订单金额有望超十亿元。未来公司有望凭借 BIPV 幕墙业务打造第二成长曲线，并在行业集中度提升的趋势下，继续巩固其在幕墙领域的龙头地位。

表 12：公司光伏建筑项目中标情况

中标公司	项目	中标金额	幕墙参数
全资子公司北京江河幕墙 系统工程有限公司	北京工人体育场改造复建政府和社 会资本合作（PPP）项目屋面工程	2.78 亿元	6.58 万平方米
全资子公司上海江河幕墙 系统工程有限公司	台泥杭州环保科技总部 （以办公为主的商业综合体）	2.56 亿元	建筑高度 209.85 米，幕墙 总面积 10.39 万平方米

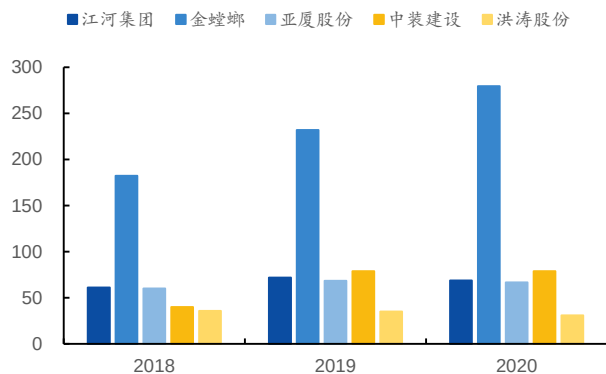
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.4 政策推动保障性租赁住房建设，装配式装修行业迎发展机遇

公司内装业务拥有承达集团、梁志天设计等多个顶级设计品牌。公司在室内装饰领域，拥有总部位于香港的全球顶级室内装饰品牌承达集团（HK.1568），定位高端，主要面向香港、澳门市场。在内地拥有北方地区排名第一、装饰行业排名第四的港源装饰，公司依托港源装饰及承达集团下属子公司北京承达开展内地业务。在室内设计领域，公司拥有享誉全球的顶级建筑及室内设计品牌梁志天设计集团（HK.2262），其在住宅设计领域已经连续多年全球排名第一。

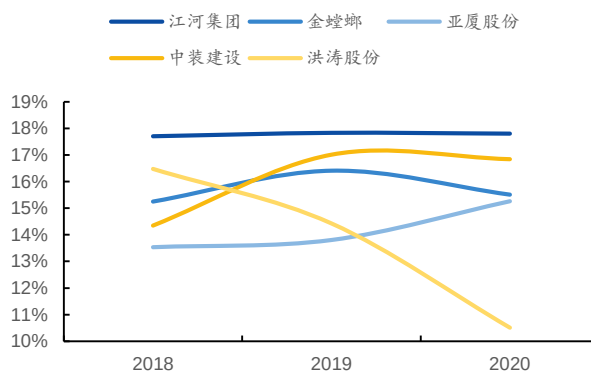
公司内装业务营收规模处于行业前列，毛利率领先于行业内其他公司。我们取公司建筑装饰类业务的 40% 为公司的内装业务收入，得到公司 2018-2020 年的内装收入分别为 60.99/71.79/68.65 亿元，整体呈现增长的趋势，2020 年收入略有下滑主要系疫情停工停产的影响，同时公司的内装收入处于行业前列。公司内装业务的毛利率处于行业领先水平，主要系其中高端的产品定位，以及全力推进的装配式装修布局。

图 17：各公司内装业务营业收入对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 18：各公司内装业务毛利率对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

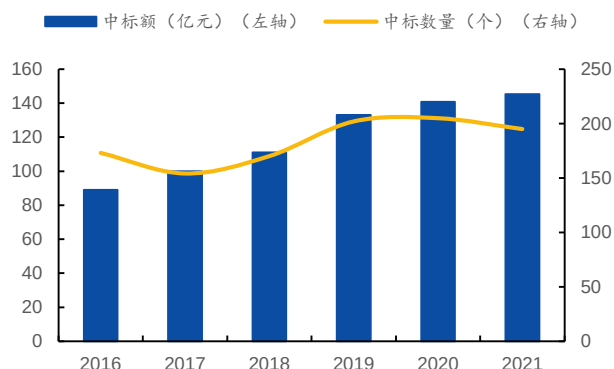
政策推动保障性租赁住房建设，装配式装修行业迎发展机遇。根据住建部信息，在人口流入较多的 40 个重点城市，2021 年已经筹集了保障性租赁住房 94.2 万套，2022 年全国将新筹集 240 万套保障性租赁住房。以北京市为例，2022 年北京将筹集建设保障性租赁住房 15 万套，竣工各类保障房 8 万套。保障性住房以政府主导项目为主，将倾向于尽可能提高其中的绿色建筑、装配式建筑占比，并提高相应标准（如装配化率），因此将催化装配式装修行业的发展。

公司采取“自主研发+产业链系统集成”的模式，大力推进装配式装修业务的发展。公司的装配式装修采取“自主研发+产业链系统集成”的发展模式，并积极推进“内装装配式 2.0 体系”建设。公司依托多年工业化经验优势，正加大内装装配式技术标准的研究和创新力度，充分运用 BIM 系统、PLM 系统等大数据集成管理平台，推行贯穿设计、制造、施工全流程的信息化、可视化管理，实现数据互联，提高管理和运营效率，真正实现从设计优化、部品加工、模块整合、工厂装配等各方面的无缝衔接，形成完整的装配式运营系统流程，全力推进内装装配式业务纵深发展。

3. 在手订单充沛，未来业绩增长动力强劲

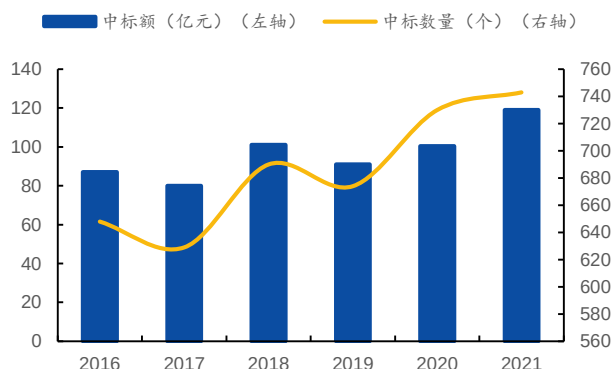
在手订单充沛，业绩增长动力强劲。公司 2021 年在建筑装饰板块累计中标金额约 264.34 亿元，同比增长 9.64%，项目中标数量为 938 个，同比增长 0.32%。其中幕墙系统中标 145.36 亿元，同比增长 3.28%，幕墙订单龙头效应显著。内装系统中标 118.98 亿元，同比增长 18.57%。内装市场增速明显，公司将进一步推动内装装配式等技术创新和管理变革，夯实内装核心竞争力。截至 2021 年底公司在手订单 317 亿元，公司在手订单充足，叠加 2022 年地产复苏，保障后续业绩的持续增长。

图 19：公司幕墙系统中标情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 20：公司内装系统中标情况

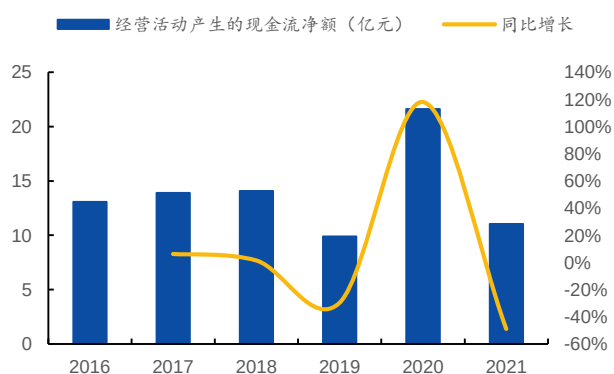


资料来源：公司公告，国元证券研究所

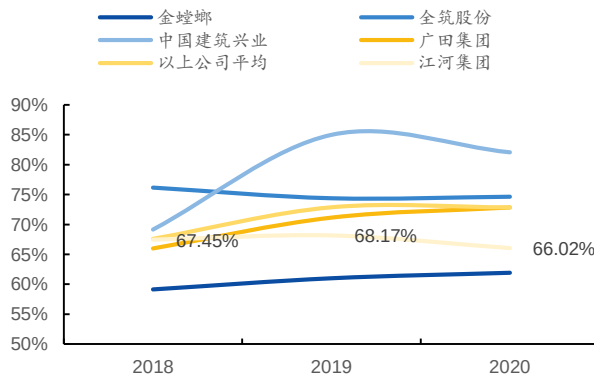
公司手握充足现金流，资产负债率低于行业平均水平，优秀的管理能力有效支撑公司的成长。公司以“现金为王”为经营理念，狠抓工程结算和回款，2021 年实现全销售回款 214 亿元，销售回款比营业收入多 6.73 亿元，收现比达 103.24%。在市场资金流动性紧缩、民营企业融资难、部分客户逾期未支付到期应收款项的背景下，2021 年公司经营活动产生的现金流量净额实现 11.03 亿元，近五年经营性净现金流平均为 14.1 亿元，现金流始终保持较高水平。从资产负债率来看，公司资产负债率低于行业平均水平，体现公司优秀的管理能力。同时，公司常年保持较高的现金分红比率，努力为全体股东创造价值，2020 年度股息率达到 6.88%，上市至今已累计派发现金红利约 21.53 亿元，分红占比高达 48.63%。

图 21：2021 年公司经营活动产生的现金流量净额 11.03 亿元

图 22：公司资产负债率与同业公司的比较



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

风险释放较为充分，看好 2022 年的业绩反转。2021 年公司实现归母净利润-10.07 亿元，扣非归母净利润-11.15 亿元，出现亏损主要系计提各类减值损失 24.6 亿元所致，其中因恒大出现经营风险，使得公司相应计提各类减值损失 18.59 亿元。从公司整体层面来看，该减值损失对基本面影响较小，整体经营风险可控，未来我们看好公司 2022 年的业绩反转。

4. 盈利预测和投资评级

核心假设：

- 1) 幕墙业务（不包含 BIPV）：公司作为幕墙领域的龙头企业，将持续受益于行业集中度提升带来的发展空间。同时，公司将凭借自身的规模、品牌、技术优势持续深耕幕墙行业，预计该业务逐渐摆脱疫情的负面影响而稳步增长。我们预计该业务 2022-2024 年的收入分别为 138.05/156.00/171.59 亿元。
- 2) BIPV 幕墙业务：公司目前已经中标超 5 亿元 BIPV 订单，我们预计 2022 年中标订单将超过十亿元，公司有望凭借 BIPV 幕墙开启第二成长主线。我们预计该业务 2022-2024 年的收入分别为 4.55/13.88/21.51 亿元。
- 3) 内装业务：政策对保障性租赁住房的支持，催化装配式装修业务的发展空间。公司大力推进装配式装修业务的发展，2022-2024 年该业务将分别实现收入 92.43/106.29/120.11 亿元。
- 4) 医疗健康业务：整体营收占比较小，预计保持平稳增长的态势，2022-2024 年分别实现收入 9.91/10.21/10.41 亿元。

公司作为幕墙领域的龙头企业，积极布局 BIPV 幕墙打造业绩的新增长点，目前已连续中标 BIPV 项目，有望驱动公司的业绩成长。同时公司的在手订单充沛，各类减值损失的风险已充分释放，看好公司未来的业绩反转。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 244.94/286.37/323.62 亿元，同比增长 17.82%/16.92%/13.01%。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 8.01/10.02/12.52 亿元，同比增长 179.54%/25.08%/24.98%，对应 2022-2024 年的 EPS 分别为 0.69/0.87/1.09 元，当前股价对应 PE 分别为 10.0/8.0/6.4。

可比公司估值法：我们选取以建筑为主业，并积极布局光伏建筑业务的亚厦股份、森特股份、精工钢构、东南网架、杭萧钢构作为可比公司，江河集团的估值显著低于可比公司的平均估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值情况

公司简称	市值（亿元）	EPS		PE	
		2022E	2023E	2022E	2023E
亚厦股份	82	0.52	0.72	12.02	8.60
森特股份	254	0.72	1.15	65.05	40.86
精工钢构	92	0.44	0.54	10.34	8.36
东南网架	140	0.66	0.81	18.62	15.16
杭萧钢构	101	0.25	0.31	17.29	13.79
平均值	/	0.52	0.71	24.66	17.35
江河集团	77	0.87	1.09	8.02	6.41

资料来源：Wind，国元证券研究所

5. 风险提示

BIPV 开拓进度不及预期风险，应收款回款不及预期风险，下游市场持续低迷风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	24454.54	22356.38	29194.40	31301.68	34900.59
现金	6383.96	5115.71	9876.36	13054.37	16687.95
应收账款	9839.82	10669.58	9102.50	8851.29	8411.59
其他应收款	318.68	309.43	734.81	572.74	647.25
预付账款	163.51	161.82	259.85	260.09	313.18
存货	856.24	1169.11	1174.11	1248.41	1403.62
其他流动资产	6892.32	4930.73	8046.77	7314.77	7437.00
非流动资产	4927.31	5822.45	5244.05	5048.03	5049.14
长期投资	87.23	103.06	99.30	90.00	85.00
固定资产	1225.88	1255.18	1255.99	1275.31	1369.88
无形资产	628.72	708.39	686.42	677.51	659.30
其他非流动资产	2985.48	3755.82	3202.35	3005.21	2934.96
资产总计	29381.85	28178.83	34438.45	36349.70	39949.73
流动负债	18656.53	19499.71	24418.98	25748.91	28493.99
短期借款	1778.26	1396.37	1855.00	1860.00	1870.00
应付账款	7974.70	8440.78	10993.56	12304.96	13832.16
其他流动负债	8903.56	9662.56	11570.43	11583.95	12791.83
非流动负债	741.90	1007.12	607.21	515.10	478.80
长期借款	279.36	317.14	254.60	211.10	174.80
其他非流动负债	462.53	689.98	352.61	304.00	304.00
负债合计	19398.42	20506.82	25026.20	26264.02	28972.79
少数股东权益	1368.42	1331.93	1388.33	1463.33	1613.33
股本	1154.05	1154.05	1154.05	1154.05	1154.05
资本公积	3836.40	3836.11	3836.11	3836.11	3836.11
留存收益	3658.92	2136.58	2937.68	3539.11	4290.36
归属母公司股东权益	8615.01	6340.08	8023.93	8622.36	9363.61
负债和股东权益	29381.85	28178.83	34438.45	36349.70	39949.73

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2160.04	1102.96	4303.50	4052.35	4664.61
净利润	1127.96	-977.37	857.50	1076.98	1402.24
折旧摊销	190.29	175.32	198.52	213.99	248.67
财务费用	297.20	265.48	396.61	240.69	236.95
投资损失	-370.76	-72.74	-20.00	-15.00	-10.00
营运资金变动	690.83	-550.91	3749.55	2110.86	2581.76
其他经营现金流	224.53	2263.18	-878.67	424.83	204.98
投资活动现金流	1207.55	-725.33	-413.61	-153.60	-256.79
资本支出	346.78	356.10	100.00	150.00	255.00
长期投资	-1331.95	475.47	15.36	-49.30	5.00
其他投资现金流	222.38	106.25	-298.24	-52.90	3.21
筹资活动现金流	-1784.70	-1401.69	870.75	-720.74	-774.24
短期借款	-1496.37	-381.89	458.63	5.00	10.00
长期借款	-148.94	37.77	-62.53	-43.50	-36.30
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-183.04	-0.29	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	43.65	-1057.28	474.66	-682.24	-747.94
现金净增加额	1426.62	-1109.21	4760.65	3178.01	3633.58

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18049.96	20789.39	24493.53	28637.03	32362.42
营业成本	14747.54	17205.67	19988.29	23216.91	26098.42
营业税金及附加	33.35	37.40	40.00	45.00	55.00
营业费用	232.86	225.83	280.00	370.00	490.00
管理费用	1132.32	1122.54	1500.00	2000.00	2200.00
研发费用	505.34	606.62	750.00	887.00	991.00
财务费用	297.20	265.48	396.61	240.69	236.95
资产减值损失	-0.10	-329.43	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动收益	-42.10	32.32	-50.00	-55.00	-55.00
投资净收益	370.76	72.74	20.00	15.00	10.00
营业利润	1294.37	-1001.34	1081.13	1357.43	1766.05
营业外收入	5.71	4.30	2.00	3.00	4.00
营业外支出	5.62	5.72	50.00	55.00	60.00
利润总额	1294.47	-1002.76	1033.13	1305.43	1710.05
所得税	166.51	-25.39	175.63	228.45	307.81
净利润	1127.96	-977.37	857.50	1076.98	1402.24
少数股东损益	179.60	29.76	56.40	75.00	150.00
归属母公司净利润	948.36	-1007.13	801.10	1001.98	1252.24
EBITDA	1781.86	-560.53	1676.25	1812.11	2251.68
EPS (元)	0.82	-0.87	0.69	0.87	1.09

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-4.02	15.18	17.82	16.92	13.01
营业利润 (%)	96.57	-177.36	207.97	25.56	30.10
归属母公司净利润 (%)	168.78	-206.20	179.54	25.08	24.98
获利能力					
毛利率 (%)	18.30	17.24	18.39	18.93	19.36
净利率 (%)	5.25	-4.84	3.27	3.50	3.87
ROE (%)	11.01	-15.89	9.98	11.62	13.37
ROIC (%)	100.51	774.70	-47.23	-27.28	-22.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.02	72.77	72.67	72.25	72.52
净负债比率 (%)	11.00	10.08	9.75	9.03	8.09
流动比率	1.31	1.15	1.20	1.22	1.22
速动比率	1.26	1.09	1.15	1.17	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.72	0.78	0.81	0.85
应收账款周转率	1.40	1.64	1.95	2.58	3.01
应付账款周转率	1.84	2.10	2.06	1.99	2.00
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.82	-0.87	0.69	0.87	1.09
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.87	0.96	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	7.47	5.49	6.95	7.47	8.11
估值比率					
P/E	8.47	-7.98	10.03	8.02	6.41
P/B	0.93	1.27	1.00	0.93	0.86
EV/EBITDA	2.32	-7.39	2.47	2.28	1.84

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188