

江河集团 (601886)

证券研究报告

2022年07月30日

业绩符合预期，BIPV 成长基础/前景均值得重视

公司公告 22 年半年报，22h1 收入 77.4 亿，yoy-11%，归母及扣非归母净利分别为 2.1/2.3 亿，yoy 分别-46%/-12%；单 21q2 收入 44.5 亿，yoy-20%，归母及扣非归母净利分别为 1.1/1.1 亿，yoy 分别为-32%/-31%。22h1 公司业绩符合市场及我们预期。

公司亦公告 22h1 公司经营数据，22h1 公司工程项目中标金额 121 亿，yoy-6%，其中 q2 中标 61 亿，yoy-14%。分业务，22h1 幕墙中标 70 亿，yoy-2%；内装中标 52 亿，yoy-10%；幕墙中标增长有较大压力，内装降幅有所收窄。另据半年报，22h1 末公司在手订单 344 亿，为 21fy 收入 1.7x，收入增长有较好保障。

公司同时公告拟对外出售江河创科、江河数智（均为公司全资子公司）的全部股权，并与受让方世纪互联全资子公司中顺永峰签订《股权转让协议》，拟将持有的标的股权以评估报告为定价依据，并经双方协商确定作价 4.3 亿转让给中顺永峰。该交易预计对公司日常经营业务影响较小，且有利于公司盘活存量闲置资产，预计处置股权将产生投资收益约 2.44 亿元。

光伏幕墙 BIPV 转型有成效，商业模式拓展，打开成长天花板

公司是传统幕墙工程龙头，工程业绩/规模/资质等优势明显。传统幕墙工程龙头赋予公司转型光伏幕墙 BIPV 先机，22h1 公司新签光伏建筑 BIPV 项目约 6.1 亿，同时公司已中标项目如中国香港 AIA 总部大厦等正应业主要求增加光伏系统；22h1 公司已确认光伏建筑项目收入 5,351 万元，该部分毛利率 24.5%（vs 22h1 公司综合毛利率 15.8%）。此外，公司前期公告拟于湖北省潜水县投建 300MW 异型组件生产基地，或进一步夯实公司光伏幕墙领域竞争优势，亦有望驱动公司业务模式在工程服务基础上逐步增加产品制造属性，拓展并优化公司商业模式。相较光伏屋顶，光伏幕墙产业链仍处蓬勃起步阶段，公司或亦有更多机会分享并参与行业成长及变革。

22h1 疫情有一定冲击，基本面有韧性

22h1 公司收入及利润增长、回款（22h1 经营活动现金流净流出 20.1 亿，同比多流出 2.6 亿，vs 22q1 为多流出 4.1 亿，22h1 公司两金周转天数 375 天，yoy+48 天）、新签均有一定压力，反映较严峻的经济形势及疫情阶段性冲击，我们认为 q3 起或能观察到积极改善。此外，公司经营亦显示较好韧性，如负债结构有一定优化，回款压力边际在减弱等，显示公司扎实的基本面及经营思路，同时充足的在手订单筑牢主业未来增长基本盘。

看好再成长前景，维持“买入”评级。

公司积极有为把握行业变革机遇，我们看好公司转型光伏幕墙蕴含的二次成长机遇（工程业务空间拓展及优势强化、商业模式优化等）。维持公司 22-24 年盈利预测为 7.3/9.8/12.0 亿，23/24 年 yoy 分别为+34%/+23%，维持 22 年 20x 目标 PE，小幅上调公司目标价至 12.89 元（因近期公司部分股份注销致 EPS 较前次报告小幅提高），维持“买入”评级。

风险提示：新签订单不及预期；减值风险；原材料价格大幅波动；光伏发电布局节奏低于预期；股权转让可能存在不能按时交割及交付风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,049.96	20,789.39	23,847.71	28,057.23	33,016.16
增长率(%)	(4.02)	15.18	14.71	17.65	17.67
EBITDA(百万元)	2,386.84	2,777.21	2,552.67	3,216.95	3,730.10
净利润(百万元)	948.36	(1,007.13)	730.38	979.31	1,200.55
增长率(%)	168.78	(206.20)	(172.52)	34.08	22.59
EPS(元/股)	0.84	(0.89)	0.64	0.86	1.06
市盈率(P/E)	9.49	(8.93)	12.32	9.19	7.49
市净率(P/B)	1.04	1.42	1.29	1.11	0.96
市销率(P/S)	0.50	0.43	0.38	0.32	0.27
EV/EBITDA	0.69	0.94	2.28	1.12	1.17

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 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.94 元
目标价格	12.89 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,133.00
流通 A 股股本(百万股)	1,133.00
A 股总市值(百万元)	8,996.04
流通 A 股市值(百万元)	8,996.04
每股净资产(元)	5.48
资产负债率(%)	71.53
一年内最高/最低(元)	9.25/4.53

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

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

吴红艳 联系人
wuhongyan@tfzq.com

股价走势



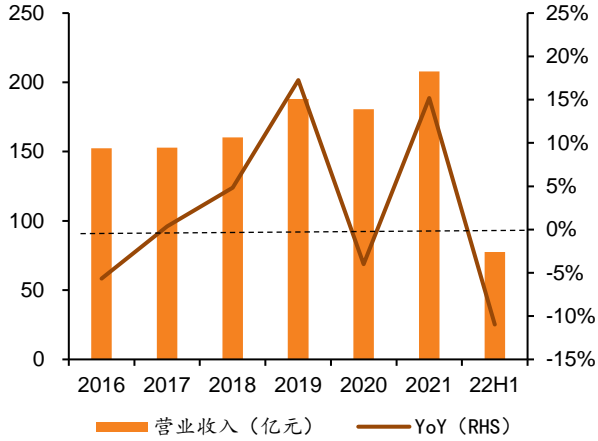
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《江河集团-公司点评:拟投建 BIPV 异型组件生产基地，坚定光伏建筑转型》2022-05-11
- 《江河集团-季报点评:22q1 符合预期，光伏建筑项目拓展卓有成效》2022-04-25
- 《江河集团-年报点评报告:年报业绩及 22q1 扣非符合预期，发力光伏建筑》2022-03-22

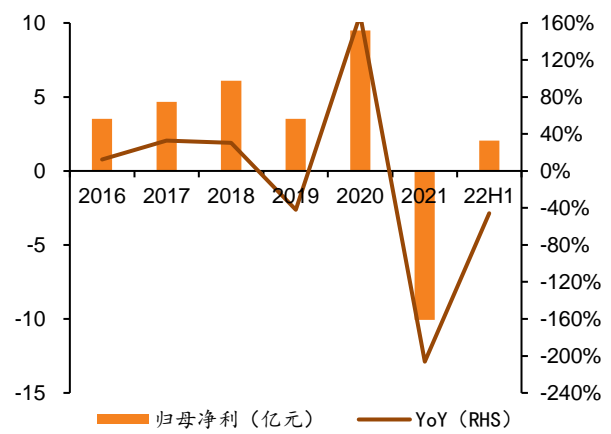
公司历年经营情况及可比公司估值表

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

图 3：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/股)				P/E			
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E
002081.SZ	金螳螂	131.4	4.92	0.89	-1.86	0.73	0.82	5.5	-2.6	6.7	6.0
603098.SH	森特股份	181.3	33.62	0.34	0.06	0.64	1.01	99.3	552.0	52.6	33.3
600477.SH	杭萧钢构	141.7	6.06	0.31	0.17	0.21	0.25	19.8	34.9	28.6	24.0
601877.SH	正泰电器	785.4	36.70	2.99	1.58	2.44	2.95	12.3	23.2	15.0	12.4
平均值								34.2	151.9	25.8	18.9
中位数								16.1	29.0	21.8	18.2
601886.SH	江河集团	89.5	7.94	0.84	-0.89	0.64	0.86	9.5	-8.9	12.3	9.2

注：股价时间 2022/07/29；除江河集团外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,383.96	5,115.71	4,769.54	7,210.61	6,685.70
应收票据及应收账款	12,175.93	11,339.56	15,502.81	15,921.81	20,873.48
预付账款	163.51	161.82	208.94	222.49	285.50
存货	856.24	1,169.11	1,139.07	1,546.79	1,615.70
其他	1,299.86	1,459.39	6,631.02	7,054.94	9,369.29
流动资产合计	20,879.51	19,245.58	28,251.38	31,956.64	38,829.67
长期股权投资	87.23	103.06	103.06	103.06	103.06
固定资产	1,225.88	1,255.18	1,143.06	1,030.93	918.80
在建工程	9.20	66.01	66.01	66.01	66.01
无形资产	628.72	708.39	672.41	636.44	600.46
其他	2,976.28	3,689.81	3,658.98	3,628.16	3,597.34
非流动资产合计	4,927.31	5,822.45	5,643.52	5,464.59	5,285.67
资产总计	29,381.85	28,178.83	33,894.90	37,421.24	44,115.34
短期借款	1,778.26	1,396.37	2,479.64	2,479.64	2,479.64
应付票据及应付账款	13,950.51	14,827.59	17,969.12	20,194.14	24,741.63
其他	1,744.88	2,189.47	3,765.64	3,794.36	4,381.54
流动负债合计	17,473.65	18,413.43	24,214.40	26,468.14	31,602.81
长期借款	279.36	317.14	477.87	477.87	477.87
应付债券	297.33	196.76	247.05	247.05	230.28
其他	165.20	493.22	493.22	493.22	493.22
非流动负债合计	741.90	1,007.12	1,218.13	1,218.13	1,201.37
负债合计	19,398.42	20,506.82	25,432.53	27,686.27	32,804.18
少数股东权益	1,368.42	1,331.93	1,470.60	1,653.72	1,894.30
股本	1,154.05	1,154.05	1,133.00	1,133.00	1,133.00
资本公积	3,836.40	3,836.11	3,696.30	3,696.30	3,696.30
留存收益	3,658.92	2,136.58	2,949.12	4,038.60	5,374.21
其他	(34.36)	(786.66)	(786.66)	(786.66)	(786.66)
股东权益合计	9,983.43	7,672.01	8,462.37	9,734.97	11,311.16
负债和股东权益总计	29,381.85	28,178.83	33,894.90	37,421.24	44,115.34

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,127.96	(977.37)	730.38	979.31	1,200.55
折旧摊销	190.29	175.32	148.10	148.10	148.10
财务费用	253.81	237.87	425.98	549.71	545.33
投资损失	(370.76)	(72.74)	(72.74)	(72.74)	(72.74)
营运资金变动	1,726.99	(887.39)	(2,567.52)	1,012.75	(2,231.17)
其它	(768.24)	2,627.28	124.65	164.61	216.25
经营活动现金流	2,160.04	1,102.96	(1,211.14)	2,781.75	(193.67)
资本支出	325.43	(183.93)	0.00	0.00	0.00
长期投资	2.96	15.82	0.00	0.00	0.00
其他	879.17	(557.22)	61.34	80.34	71.47
投资活动现金流	1,207.55	(725.33)	61.34	80.34	71.47
债权融资	(2,042.88)	(432.80)	868.31	(549.71)	(562.09)
股权融资	(411.30)	(865.89)	(64.67)	128.69	159.39
其他	669.48	(102.99)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(1,784.70)	(1,401.69)	803.64	(421.02)	(402.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,582.90	(1,024.05)	(346.17)	2,441.06	(524.91)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,049.96	20,789.39	23,847.71	28,057.23	33,016.16
营业成本	14,747.54	17,205.67	19,608.29	22,816.81	26,865.92
营业税金及附加	33.35	37.40	42.90	50.47	59.39
营业费用	232.86	225.83	259.05	304.78	358.65
管理费用	1,132.32	1,122.54	1,287.68	1,514.98	1,782.74
研发费用	505.34	606.62	695.86	818.69	963.39
财务费用	297.20	265.48	425.98	549.71	545.33
资产减值损失	(226.63)	(2,461.86)	(722.03)	(899.48)	(1,058.46)
公允价值变动收益	(42.10)	32.32	0.00	0.00	0.00
投资净收益	370.76	72.74	72.74	72.74	72.74
其他	(295.05)	4,683.98	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	1,294.37	(1,001.34)	878.66	1,175.05	1,455.03
营业外收入	5.71	4.30	4.30	4.30	4.30
营业外支出	5.62	5.72	5.72	5.72	5.72
利润总额	1,294.47	(1,002.76)	877.24	1,173.63	1,453.60
所得税	166.51	(25.39)	22.21	29.71	36.80
净利润	1,127.96	(977.37)	855.03	1,143.92	1,416.80
少数股东损益	179.60	29.76	124.65	164.61	216.25
归属于母公司净利润	948.36	(1,007.13)	730.38	979.31	1,200.55
每股收益(元)	0.84	(0.89)	0.64	0.86	1.06

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-4.02%	15.18%	14.71%	17.65%	17.67%
营业利润	96.57%	-177.36%	-187.75%	33.73%	23.83%
归属于母公司净利润	168.78%	-206.20%	-172.52%	34.08%	22.59%
获利能力					
毛利率	18.30%	17.24%	17.78%	18.68%	18.63%
净利率	5.25%	-4.84%	3.06%	3.49%	3.64%
ROE	11.01%	-15.89%	10.45%	12.12%	12.75%
ROIC	25.80%	-20.12%	93.89%	44.19%	72.90%
偿债能力					
资产负债率	66.02%	72.77%	75.03%	73.99%	74.36%
净负债率	-39.60%	-37.18%	-14.32%	-37.52%	-27.80%
流动比率	1.31	1.15	1.17	1.21	1.23
速动比率	1.26	1.09	1.12	1.15	1.18
营运能力					
应收账款周转率	1.39	1.77	1.78	1.79	1.79
存货周转率	12.02	20.53	20.66	20.89	20.88
总资产周转率	0.62	0.72	0.77	0.79	0.81
每股指标(元)					
每股收益	0.84	-0.89	0.64	0.86	1.06
每股经营现金流	1.91	0.97	-1.07	2.46	-0.17
每股净资产	7.60	5.60	6.17	7.13	8.31
估值比率					
市盈率	9.49	-8.93	12.32	9.19	7.49
市净率	1.04	1.42	1.29	1.11	0.96
EV/EBITDA	0.69	0.94	2.28	1.12	1.17
EV/EBIT	0.74	1.00	2.42	1.17	1.22

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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