

江河集团 (601886.SH)

装饰主业恢复可期，发力 BIPV 开启新增长曲线

幕墙行业龙头，轻装上阵迈入恢复增长期。公司是全球高端幕墙领域第一品牌，成立于1999年，于2001年进入高端幕墙领域，公司在全球各地承建了数百项难度、规模、影响大的地标建筑，技术与品牌实力雄厚。2011年公司上市后不仅迅速通过并购补充内装和设计业务短板，同时布局医疗领域，形成建筑+医疗双轮驱动。2021年公司实现营收稳健增长15%，业绩亏损10亿元主要系计提减值24.6亿元（其中某大型地产客户减值计提近19亿）。截至去年末，公司对上述大型地产客户应收款项敞口净额7.9亿元，若扣除包括正在办理抵账手续的实物资产3.9亿元、已提请法院完成资产保全的应收债权1.2亿元、及可抵账的甲供材料应付款1亿元，则公司对该客户应收款净敞口仅1.8亿元，港源装饰商誉也得到大比例计提，减值风险基本释放，后续轻装上阵有望促业绩步入恢复增长期。

装饰主业订单充裕，后续有望加速转化。2022H1公司建筑装饰业务新签订单121亿元，同降6%，其中幕墙/内装分别新增订单70/52亿元，分别同降2%/10%，下降主要系疫情冲击影响上半年接单节奏。据公司经营目标，公司2022年计划建筑装饰板块中标265亿元，与去年实际中标额基本持平，下半年接单有望提速。截至2022H1末公司在手订单344亿元，是去年装饰业务营收的1.7倍，在手订单充裕，保障后续业绩持续释放。2022年在稳增长系列政策持续推动下，地产政策环境明显好转，装饰作为地产后周期行业，需求有望逐步恢复，促公司订单加速转换、装饰主业营收业绩加速释放。

光伏幕墙业务加速布局，打开成长新空间。近年来公司加速布局光伏建筑业务，相继承接世园会中国馆、国家环保总局履约中心大楼、北京工人体育场改造重建项目、台泥杭州环保科技总部等光伏建筑一体化工程，项目资源丰富（其中2022年上半年光伏幕墙订单已超6亿元）。同时公司积极组建智慧光伏子公司，持续研发BIPV工艺及产品，目前已自主研发了R35光伏屋面系统，并拟投资5亿元在湖北省浠水县投资建设300MW光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地。当前建筑个性化发展趋势显著，外立面铺设光伏幕墙的非标组件占比最高可达2/3，异形组件大有可为，但当前尚未被龙头组件厂商所重视，行业竞争者少、利润率较高，公司设立异形组件产线有望助力公司抢占赛道先机，结合公司在传统幕墙设计、研发、生产等环节优势，公司光伏幕墙业务成长潜力突出。

投资建议：我们预测公司2022-2024年的归母净利润分别为8.1/9.3/10.7亿元，同比增长181%/15%/15%，对应EPS分别为0.72/0.82/0.94元。当前股价对应PE分别为10/9/8倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：项目投产不及预期风险，政策推进不及预期风险，地产政策调控风险，资产减值风险等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,050	20,789	24,446	28,508	32,706
增长率yoy(%)	-4.0	15.2	17.6	16.6	14.7
归母净利润(百万元)	948	-1,007	811	931	1,069
增长率yoy(%)	168.8	-206.2	180.6	14.7	14.8
EPS最新摊薄(元/股)	0.84	-0.89	0.72	0.82	0.94
净资产收益率(%)	11.3	-12.7	11.3	11.9	12.4
P/E(倍)	8.9	-8.4	10.4	9.1	7.9
P/B(倍)	1.0	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年8月8日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	装修装饰
8月8日收盘价(元)	7.44
总市值(百万元)	8,429.54
总股本(百万股)	1,133.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	16.49

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 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

研究助理 李枫婷

执业证书编号: S0680122060010

邮箱: lifengting3@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	24455	22356	26959	28991	34107
现金	6384	5116	5318	5826	6710
应收票据及应收账款	12176	11340	15524	16689	20689
其他应收款	319	309	429	432	556
预付账款	164	162	221	225	286
存货	856	1169	1208	1559	1605
其他流动资产	4556	4261	4261	4261	4261
非流动资产	4927	5822	5902	5968	6004
长期投资	87	103	123	143	163
固定资产	1226	1255	1387	1517	1629
无形资产	629	708	635	555	476
其他非流动资产	2985	3756	3757	3752	3736
资产总计	29382	28179	32861	34959	40112
流动负债	18657	19500	23434	24845	29138
短期借款	1778	1396	1396	1396	1396
应付票据及应付账款	13951	14828	18943	20362	24584
其他流动负债	2928	3276	3095	3086	3158
非流动负债	742	1007	904	802	699
长期借款	577	514	411	308	206
其他非流动负债	165	493	493	493	493
负债合计	19398	20507	24339	25646	29836
少数股东权益	1368	1332	1486	1664	1867
股本	1154	1154	1154	1154	1154
资本公积	3836	3836	3836	3836	3836
留存收益	3659	2137	2638	3238	4093
归属母公司股东权益	8615	6340	7036	7649	8408
负债和股东权益	29382	28179	32861	34959	40112

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2160	1103	1351	1773	2270
净利润	1128	-977	966	1108	1272
折旧摊销	190	175	183	210	237
财务费用	297	265	432	542	674
投资损失	-371	-73	-44	-4	-4
营运资金变动	691	-551	-216	-113	61
其他经营现金流	225	2263	30	30	30
投资活动现金流	1208	-725	-249	-302	-299
资本支出	347	356	59	46	16
长期投资	1332	-475	-20	-20	-20
其他投资现金流	2886	-845	-209	-276	-303
筹资活动现金流	-1785	-1402	-901	-962	-1087
短期借款	-1496	-382	0	0	0
长期借款	-51	-63	-103	-103	-103
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-183	0	0	0	0
其他筹资现金流	-54	-957	-798	-860	-984
现金净增加额	1427	-1109	202	508	885

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18050	20789	24446	28508	32706
营业成本	14748	17206	20190	23499	26872
营业税金及附加	33	37	50	55	62
营业费用	233	226	318	371	491
管理费用	1132	1123	1467	1710	1962
研发费用	505	607	782	912	1047
财务费用	297	265	432	542	674
资产减值损失	0	-329	122	143	164
其他收益	88	27	0	0	0
公允价值变动收益	-42	32	-30	-30	-30
投资净收益	371	73	44	4	4
资产处置收益	3	2	0	0	0
营业利润	1294	-1001	1098	1250	1409
营业外收入	6	4	6	6	6
营业外支出	6	6	6	7	6
利润总额	1294	-1003	1098	1249	1409
所得税	167	-25	132	141	136
净利润	1128	-977	966	1108	1272
少数股东损益	180	30	155	177	204
归属母公司净利润	948	-1007	811	931	1069
EBITDA	1439	-862	1225	1389	1551
EPS (元/股)	0.84	-0.89	0.72	0.82	0.94

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-4.0	15.2	17.6	16.6	14.7
营业利润 (%)	96.6	-177.4	209.7	13.8	12.7
归属母公司净利润 (%)	168.8	-206.2	180.6	14.7	14.8
获利能力					
毛利率 (%)	18.3	17.2	17.4	17.6	17.8
净利率 (%)	5.3	-4.8	3.3	3.3	3.3
ROE (%)	11.3	-12.7	11.3	11.9	12.4
ROIC (%)	9.8	-11.2	9.8	10.6	11.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.0	72.8	74.1	73.4	74.4
净负债比率 (%)	-38.5	-31.6	-35.0	-38.6	-44.6
流动比率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8
应付账款周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.84	-0.89	0.72	0.82	0.94
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.91	0.97	1.19	1.56	2.00
每股净资产 (最新摊薄)	7.60	5.60	6.21	6.75	7.42
估值比率					
P/E	8.9	-8.4	10.4	9.1	7.9
P/B	1.0	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.0	-8.2	5.4	4.5	3.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 8 日收盘价

内容目录

1. 公司概况：全球高端幕墙龙头，“建筑+医疗”双主业布局	4
1.1. 简介：幕墙行业龙头，布局医疗打造双轮驱动	4
1.2. 经营：营收稳步增长，减值充分计提后轻装上阵	6
2. 行业分析：幕墙需求稳健，内装需求恢复可期	8
2.1. 幕墙：行业需求稳健，光伏幕墙增添动能	8
2.2. 内装：龙头集中度提升，地产政策宽松有望促需求回暖	9
3. 幕墙业务：幕墙优势显著，发力 BIPV 开启新增长曲线	11
4. 内装业务：子公司实力突出，装配式内装持续布局	12
5. 盈利预测、估值与投资建议	14
6. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 公司发展历程回顾	4
图表 2: 2012 年以来公司主要并购事件回顾	5
图表 3: 公司旗下品牌汇总	5
图表 4: 公司历年业务类型收入占比	5
图表 5: 公司历年业务区域收入占比	5
图表 6: 公司股权结构	6
图表 7: 公司历年营收及增速	6
图表 8: 公司历年业绩及增速	6
图表 9: 公司单季度新签幕墙系统订单金额及订单累计增速	7
图表 10: 公司单季度新签内装系统订单金额及订单累计增速	7
图表 11: 公司单季度新签订单金额及增速	7
图表 12: 我国建筑幕墙工程总产值及增速	8
图表 13: 2020 年度建筑幕墙类获奖项目单体幕墙应用分布	8
图表 14: 2020 年中建筑幕墙类获奖工程面材占比	8
图表 15: 建筑幕墙行业竞争格局	9
图表 16: 我国公装总产值（亿元）及同比增速	10
图表 17: 固定资产投资增速	10
图表 18: 幕墙龙头经营规模对比	11
图表 19: 北京世园会中国馆光伏幕墙工程	12
图表 20: 中国环保总局履约中心光伏幕墙工程	12
图表 21: 公司内装板块布局	13
图表 22: 江河装配式装修体验中心	14
图表 23: 公司主营业务拆分预测	14
图表 24: 可比公司估值表	15

1. 公司概况：全球高端幕墙龙头，“建筑+医疗”双主业布局

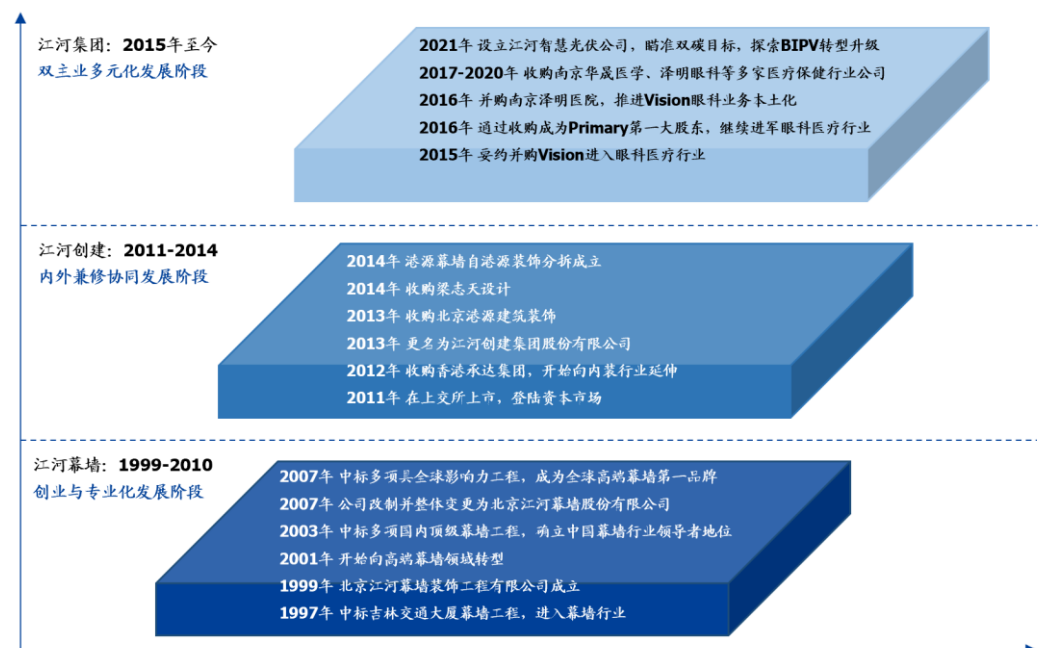
1.1. 简介：幕墙行业龙头，布局医疗打造双轮驱动

全球高端幕墙领域领军品牌。公司前身为北京江河幕墙装饰工程有限公司，主营业务为建筑幕墙系统的研发设计、生产制造、工程施工和技术服务。公司成立于1999年，2001年开始进入高端幕墙领域，2007年整体变更为股份公司；2011年8月，公司登陆上交所。经多年深耕，江河幕墙已成为全球高端幕墙领先品牌，在全球各地承建了数百项难度、规模、影响大的地标建筑，荣获包括中国建设工程鲁班奖在内的国内外顶级荣誉逾百项，行业地位领先。

多轮并购投资迅速补充公司内装及设计业务短板。2012年6月，公司收购全球顶级室内装饰企业香港承达，迅速布局内装行业，主要聚焦于港澳及海外市场内装业务；2013-2014年，公司分三步收购国内北方区域内装第一品牌北京港源；2014年，公司收购全球顶级的建筑及室内设计品牌梁志天设计，通过室内设计向内装引流，完善内装及设计板块布局。其中，香港承达和梁志天设计先后于2015/2018年实现港交所上市，进一步充实公司融资渠道，增强公司资金实力。

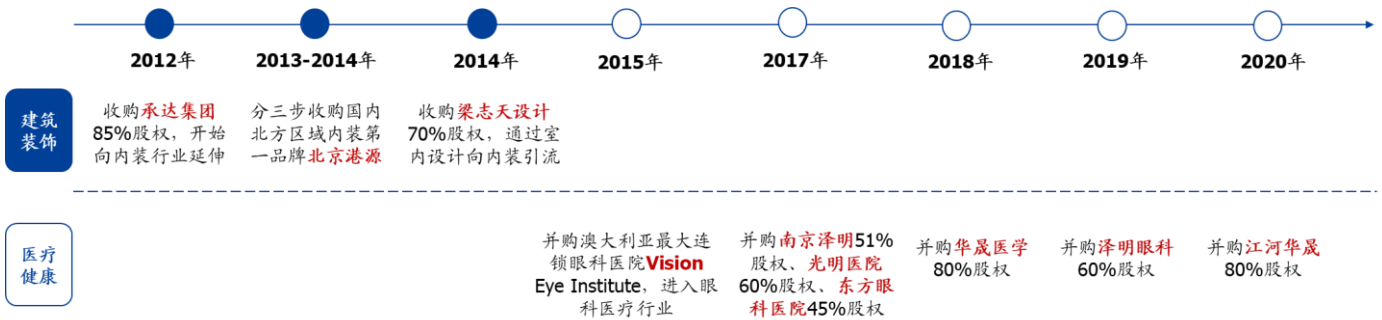
布局眼科医疗业务，打造“建筑+医疗”双主业布局。2015年，公司将澳交所上市公司Vision私有化，以眼科为方向正式进军医疗领域。此后通过收购3家长三角地区眼科医院，实现Vision在国内业务的嫁接。当前公司眼科业务覆盖屈光、视光、眼底病等全科诊疗服务，拥有Vision和江河泽明两大眼科品牌，其中江河泽明为Vision嫁接国内市场的附属机构，依托Vision品牌优势，已成为长三角区域知名眼科医疗品牌。公司持续以“Vision+区域品牌”双品牌模式稳步推进眼科业务发展，立足长三角核心市场、积极布局大湾区及西南地区，目标打造全国中高端眼科品牌。

图表 1: 公司发展历程回顾



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 2: 2012 年以来公司主要并购事件回顾



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

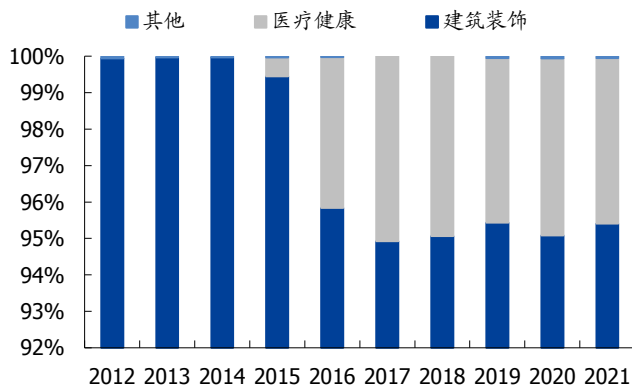
图表 3: 公司旗下品牌汇总

板块	品牌名称	设立或并购时间	行业地位	主要业务
建筑装饰	江河幕墙	1999年	全球高端幕墙领军品牌	幕墙工程及其相关业务
	港源幕墙	2014年	定位中高端幕墙市场	幕墙工程及其相关业务
	承达集团	2012年	全球顶级室内装饰品牌	室内装饰业务
	港源装饰	2013年	中国建筑装饰行业百强前列	大型建筑装饰业务
	梁志天设计	2014年	全球顶级建筑及室内设计品牌	建筑及室内设计业务
眼科	Vision (维视)	2015年	澳大利亚最大连锁眼科医院	眼科医疗服务
医疗	江河泽明	2016年	长三角区域领先的知名眼科医院	眼科医疗服务

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

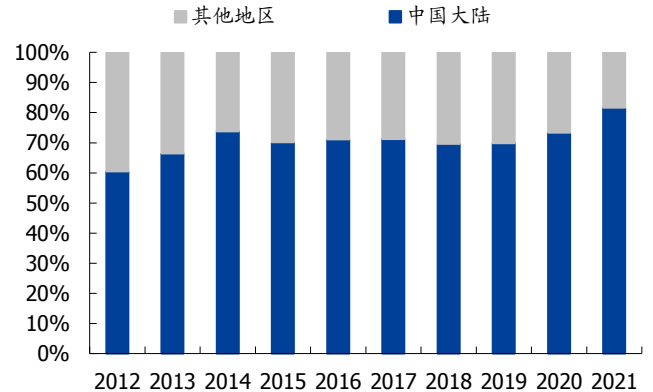
建筑装饰为公司核心主业, 眼科业务占比约 5%。公司主营业务包括建筑装饰及眼科医疗业务, 其中建筑装饰由幕墙及内装两大板块组成。2021 年公司建筑装饰板块实现营业收入 198 亿元, 占比 95%; 医疗业务实现营收 9.4 亿元, 占比 4.5%, 装饰为最主要收入来源。分区域看, 2021 年公司中国大陆与其他地区收入占比分别为 82%/18% (同比 +8/-8 个 pct), 收入 YoY+28%/-21%, 海外业务占比及规模均有所下滑, 主预计主要系全球疫情影响。

图表 4: 公司历年业务类型收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

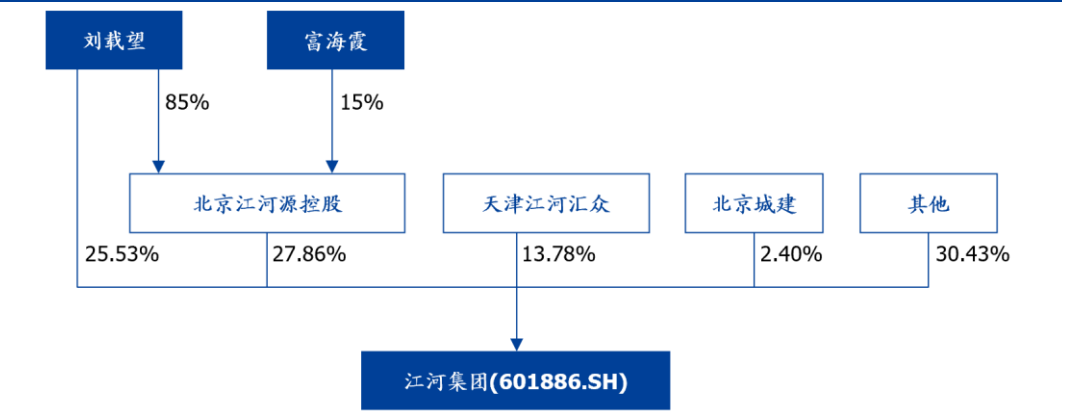
图表 5: 公司历年业务区域收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

民企股权集中，经营决策效率高。北京江河源控股有限公司的法定代表人富海霞女士与自然人股东刘载望先生为夫妻关系，其中刘载望先生和富海霞女士分别持有北京江河源控股有限公司 85%和 15%的股权。截至报告期末，刘载望和富海霞夫妇通过江河源控股合计持有公司 53.39%的股权。

图表 6: 公司股权结构

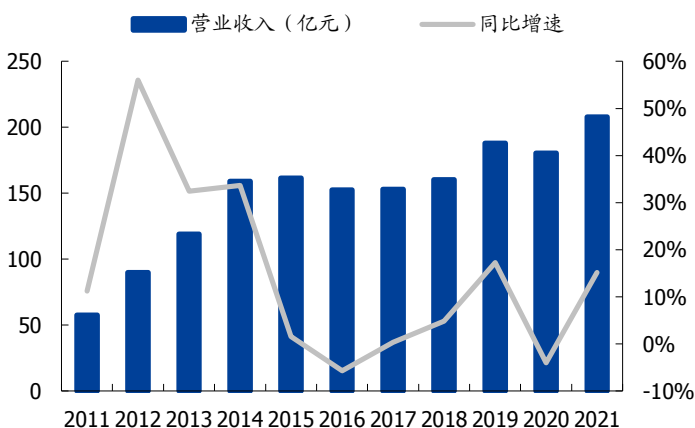


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2. 经营: 营收稳步增长, 减值充分计提后轻装上阵

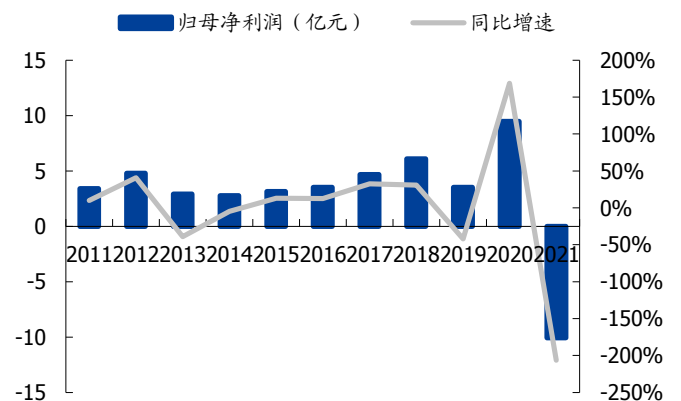
营收规模稳步扩张, 减值充分计提后业绩有望快速恢复。公司自 2011 年上市以来营收规模快速增长, 2011-2014 年营收 CAGR 超 40%, 增长动力强劲, 主要系公司于 2011 年起开拓内装业务, 板块收入快速攀升, 驱动整体营收高增; 2015-2017 年增长有所放缓; 2018 年起增速小幅回升, 近三年 CAGR 达 9%, 增长趋势稳健, 其中 2020 年受疫情影响收入有所下滑。2021 年公司实现营业收入 208 亿元, 同增 15.2%, 在下游地产承压背景下公司全年营收仍实现较快增长, 彰显龙头经营韧性。2021 年归母净利润净亏损 10 亿元, 同降 206%, 主要因计提各类减值损失 24.6 亿元 (其中某大型地产公司相关业务计提减值共 16.8 亿元)。当前公司对地产风险客户的减值计提已较为充分, 2022 全年大比例减值计提风险较小, 全年业绩有望快速恢复。

图表 7: 公司历年营收及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

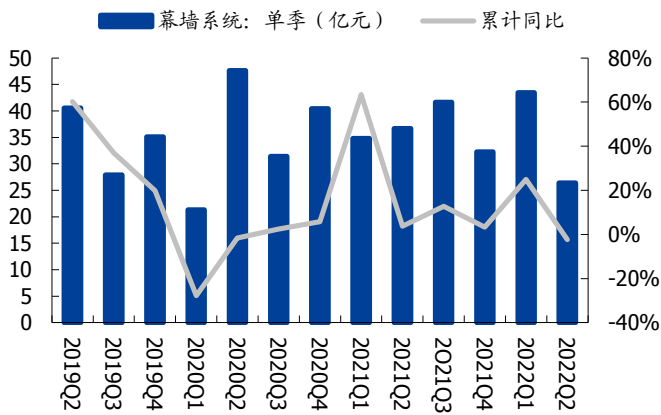
图表 8: 公司历年业绩及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

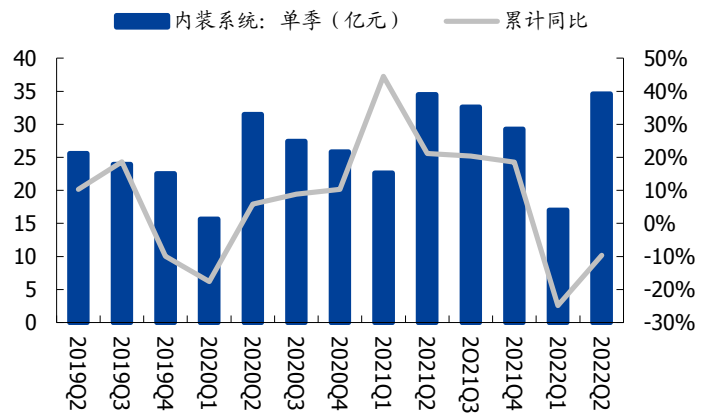
疫情影响上半年签单节奏，当前在手订单较为充裕。2021年公司累计项目中标额为264亿元，同增9.6%，订单增速稳健。其中幕墙/内装分别新增订单145/119亿元，同增3.3%/18.6%，内装订单增速相对较高，主要得益于公司积极开拓工商业、公共建筑类客户，地产开工需求下滑对其内装订单承接影响较小。2022H1公司中标121亿元，同降6%，其中幕墙/内装分别新增订单70/52亿元，分别同降2%/10%，预计主要系疫情冲击影响上半年签单节奏。其中上半年光伏建筑项目3个，合计6.13亿元，占订单总额的5.1%。根据年报经营目标规划，2022全年公司计划建筑装饰板块中标额为265亿元，相较去年实际中标额基本持平。截止2022H1末公司在手订单为344亿元，是2021装饰业务营收的1.7倍，在手订单较为充足。

图表 9: 公司单季度新签幕墙系统订单金额及订单累计增速



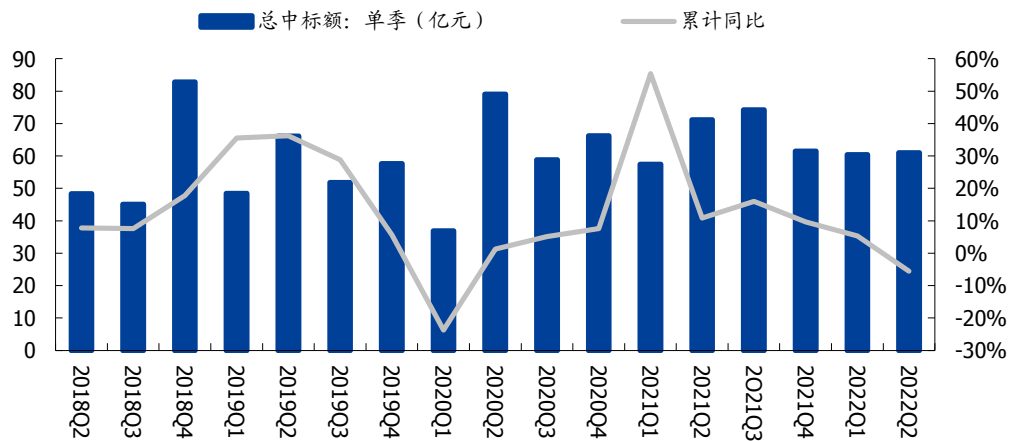
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司单季度新签内装系统订单金额及订单累计增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司单季度新签订单金额及增速



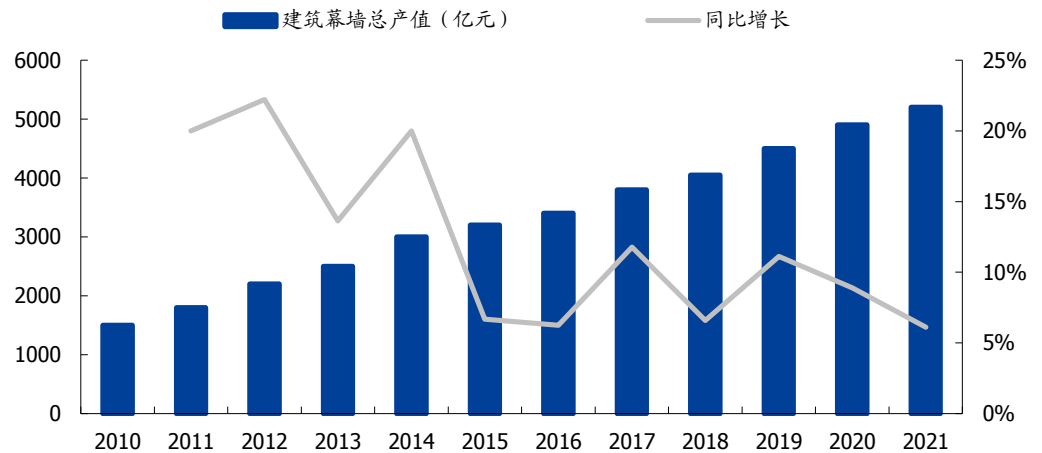
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 行业分析：幕墙需求稳健，内装需求恢复可期

2.1. 幕墙：行业需求稳健，光伏幕墙增添动能

我国建筑幕墙工程总产值已达 **5200 亿元**，行业空间广阔。2021 年我国幕墙工程总产值约 5200 亿元，同比增长 6.1%，行业规模较大，但仍保持稳健增长（近 10 年 CAGR 约 11%）。根据行业协会预测，受固定资产投资、城镇化、绿色建筑等因素驱动，2022-2026 年建筑幕墙总产值有望延续稳健增长趋势，年均增速在 5%-7% 左右，长期空间广阔。

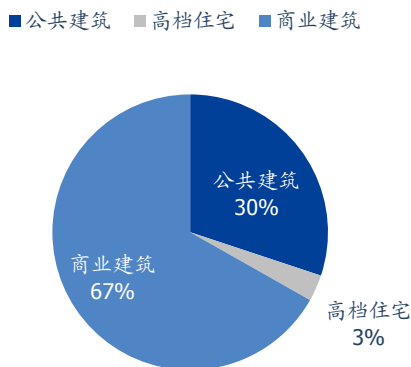
图表 12: 我国建筑幕墙工程总产值及增速



资料来源：中国建筑装饰协会，国盛证券研究所

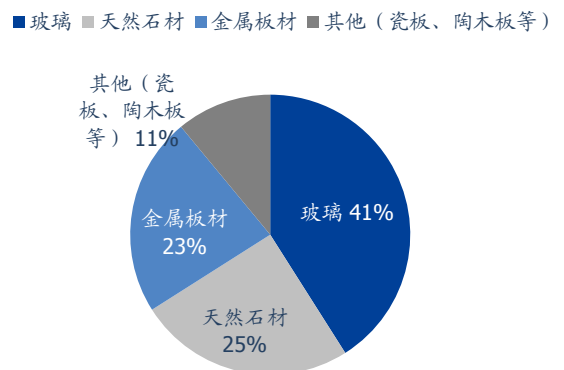
下游应用集中于商用及公共建筑，工程材料以玻璃为主。相较海外及港澳市场，内地幕墙市场仍处于初期发展阶段，主要应用于传统公共及商业建筑领域，高端住宅应用较少。根据建筑装饰协会统计数据显示，2020 年幕墙类获奖工程中约有 67% 为商业建筑项目，30% 为公共建筑，高端住宅占比仅 3%，相关领域需求仍待进一步释放。诸多工程材料中，玻璃类幕墙在具备基础结构功能的同时可兼顾建筑美观及节能性，应用范围广泛，在获奖幕墙类工程中占比达 41%。

图表 13: 2020 年度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，国盛证券研究所

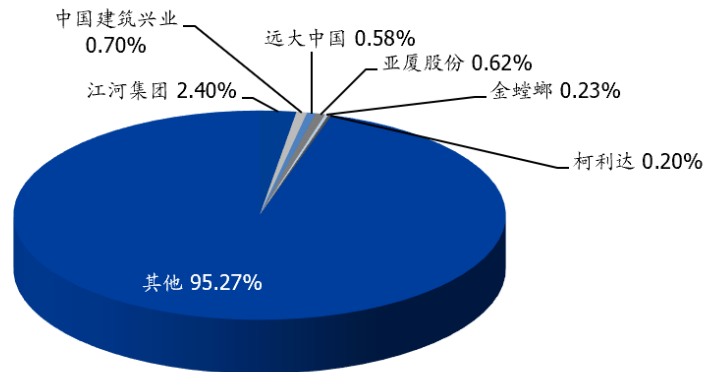
图表 14: 2020 年中建筑幕墙类获奖工程面材占比



资料来源：中国建筑装饰协会，国盛证券研究所

龙头市占率偏低，长期整合空间广阔。由于传统幕墙门槛相对较低，我国幕墙行业整体竞争格局较为分散，前100强幕墙企业市占率约60%，其中江河集团作为上市企业中幕墙经营规模最大的企业市占率仅约2.4%，其余龙头如中国建筑兴业、远大中国、亚厦幕墙等市占率均不到1%。细分来看，头部市占率偏低主要因行业内中低端幕墙工程占比较高，此类项目进入门槛低、竞争方式以压价为主，龙头参与相对较少；高端幕墙市场份额仍集中于优质龙头企业。长期看，龙头市占率提升动力主要来源于两大方面：1) 三四线城市经济发展促高端公共、商业建筑幕墙项目需求提升；2) 项目质量监管趋严、新兴技术发展（如光伏幕墙）等因素促行业壁垒提高，小企业自然出清。

图表 15: 建筑幕墙行业竞争格局



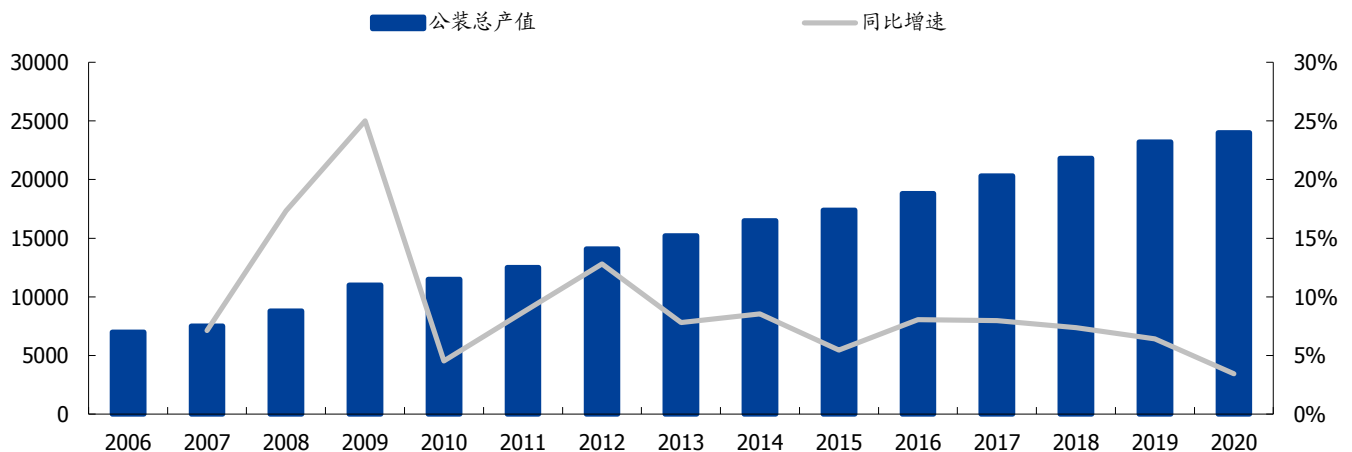
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

BIPV 政策密集出台，光伏幕墙有望加速发展。2021年3月，国家能源局明确提出推动光伏建筑一体化等绿色用能模式，并于6月起在全国范围内开展整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点。2021年9月，住建部发布《建筑节能与可再生能源利用通用规范》，要求自2022年4月1日起，新建建筑应安装太阳能系统，且太阳能建筑一体化应用系统设计应与建筑设计同步完成。今年3月住建部发布《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，要求到2025年完成既有建筑节能改造面积3.5亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑0.5亿平方米以上，全国新增建筑光伏装机容量0.5亿千瓦。绿色建筑纲领性文件发布结合强制性规范落地，建筑光伏行业有望迎来快速发展期。光伏幕墙是BIPV的重要组成部分，后续发展有望提速。

2.2. 内装：龙头集中度提升，地产政策宽松有望促需求回暖

产值稳步扩张，龙头市占率提升明显。根据亿欧智库统计，2020年我国公装行业总产值约2.4万亿元，同比增长3.4%，受地产调控影响行业整体增速有所下滑，但市场整体体量仍大，并且在下游需求收缩、疫情冲击等因素下，中小装饰企业持续出清，市场份额逐步向龙头集中。根据中国建筑装饰协会数据，近年来我国装饰行业企业数量、从业人数均逐年降低（2020年企业数量同比大幅下降13%），供给侧持续收缩，同时行业内CR3（市占率前三企业为金螳螂、亚厦股份、广田集团）稳步提升，2020年CR3约2.3%，较2010年提升0.93个pct，集中度提升趋势明显。

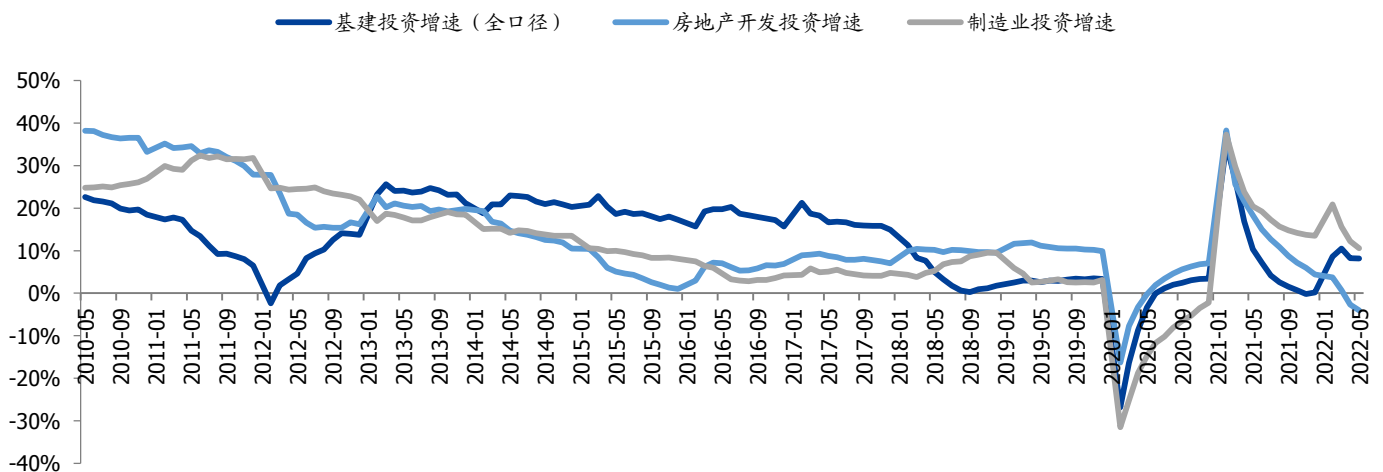
图表 16: 我国公装总产值 (亿元) 及同比增速



资料来源: 中国建筑装饰业协会、亿欧智库, 国盛证券研究所

下游地产冲击致业绩短期承压, 政策放松有望促行业需求修复。2021 年受地产调控趋严影响, 下游地产开工需求明显降低; 同时房企信用风险冲击致行业资产减值损失大幅增加, 装饰板块整体业绩大幅下滑。2022 年初以来, 稳增长政策持续发力, 上半年固投增长已明显提速, 地产投资边际已呈现小幅改善。后续随疫情好转、经济复苏, 行业基本面有望触底回升, 装饰作为地产后周期行业, 需求有望逐步修复。

图表 17: 固定资产投资增速

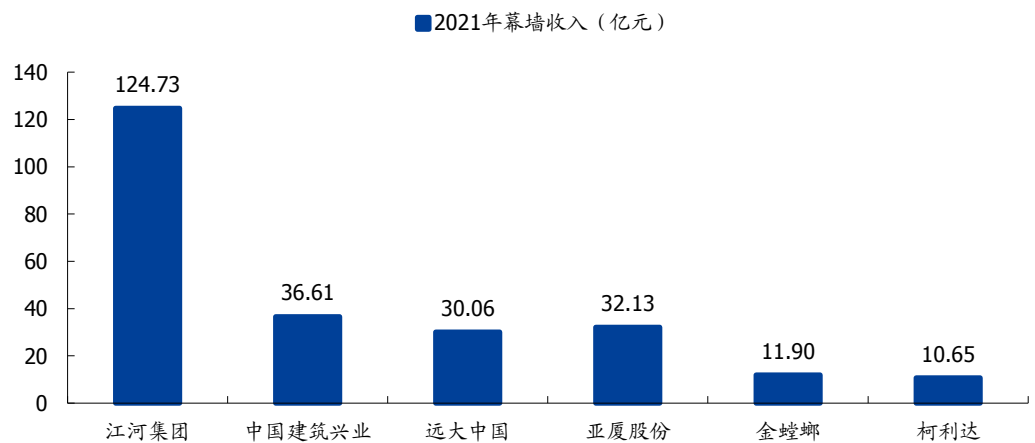


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

3. 幕墙业务：幕墙优势显著，发力 BIPV 开启新增长曲线

幕墙龙头，行业优势显著。公司幕墙业务集研发设计、制造施工、咨询服务及产品出口为一体，主要承接高档写字楼、酒店、商业综合体、机场、火车站等建筑幕墙工程；拥有江河幕墙和港元幕墙两大品牌，分别定位于高端幕墙和中高端幕墙领域。2021年江河幕墙蝉联中国建筑装饰协会幕墙类行业第一，并连续三年荣获 TOP500 强房企首选供应商品牌榜首，品牌影响力突出。目前公司在北京、上海、广州、成都、武汉等地均建有幕墙研发设计中心及生产基地，另有山东、武汉两大新基地正在建设中。从经营规模看，根据公司此前中标公告中幕墙类订单占比估算，2021年公司幕墙业务营收占比约为建筑装饰总收入的 60%，对应营收规模为 125 亿元，远超金螳螂（12 亿）、亚厦股份（32 亿）、远大中国（30 亿）等同业公司幕墙业务规模。

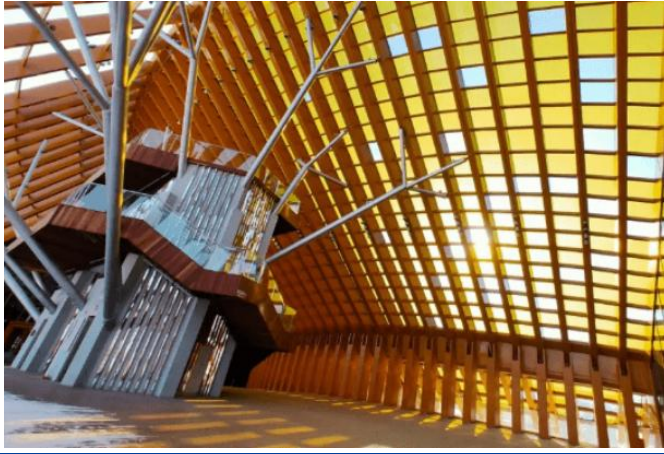
图表 18: 幕墙龙头经营规模对比



资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

建筑光伏技术储备丰富，落地多批标志性光伏幕墙工程。公司长期致力于节能环保技术在幕墙系统中的研发和应用，具备丰富光伏建筑一体化施工经验及技术储备。根据年报披露，公司曾参与承建世园会中国馆、国家环保总局履约中心大楼、江苏无锡机场航站楼等多批代表性光伏建筑一体化工程，涉及晶硅、碲化镉薄膜等多种光伏发电技术路线，项目经验丰富。技术层面，公司拥有太阳跟踪式光伏电源系统的发明专利以及多项基于光伏框架及单元幕墙系统的实用新型专利，并自主研发智能呼吸式幕墙、光伏幕墙等新型节能幕墙产品，已成功应用于国内外众多高端幕墙工程。2021年公司持续推进技术创新，自研 R35 屋面光伏建筑集成系统，该系统融合建材属性及发电性能，可直接替换彩钢瓦作为屋面材料使用，集成一体化优势显著，BIPV 技术体系持续完善。

图表 19: 北京世园会中国馆光伏幕墙工程



资料来源: 索比光伏网, 国盛证券研究所

图表 20: 中国环保总局履约中心光伏幕墙工程



资料来源: 索比光伏网, 国盛证券研究所

成立智慧光伏建筑子公司, 加速 BIPV 业务布局。2021 年公司成立全资子公司江河智慧光伏建筑, 依托多年来在光伏幕墙领域的项目经验及客户渠道积累, 积极向光伏建筑、智能建筑等方向延伸。2022 年 2 月, 公司旗下江河幕墙中标北京工体光伏建筑屋面改造项目, 中标额 2.78 亿元, 项目施工范围包括屋面结构、屋面专项工艺设计、屋面光伏发电等工程内容; 3 月公司旗下上海江河中标台泥杭州环保科技有限公司(萧政储出(2019)14 号地块幕墙工程, 中标金额为 2.56 亿元, 项目内容包括玻璃幕墙、石材幕墙及碲化镉光伏幕墙一体化施工。根据公司公告, 2022 上半年公司中标共 3 个光伏建筑订单, 合同总造价约 6.13 亿元, 业务开拓进展顺利。

拟投资 5 亿元建设 300MW 异型光伏组件产线, 打造差异化竞争优势。5 月 10 日, 公司公告拟通过全资子公司江河光伏建筑在湖北浠水投资建设 300MW 光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地项目, 项目总投资 5 亿元, 其中固定资产投资约 2.3 亿元、流动资金约 2.7 亿元。光伏组件生产为 BIPV 产业链上游, 主要龙头企业包括隆基股份、天合光能等, 业务以生产标准化光伏组件为主, 较少生产商涉足非标异型组件。但从建筑端应用看, 由于不同 BIPV 项目设计结构差异性较大, 单项目非标组件占比可达 2/3, 市场应用空间广阔。公司此次布局异型组件有望抢占赛道先机, 打造 BIPV 差异化竞争优势, 同时打通光伏建筑上中游产业链, 完善 BIPV 业务布局。

4. 内装业务: 子公司实力突出, 装配式内装持续布局

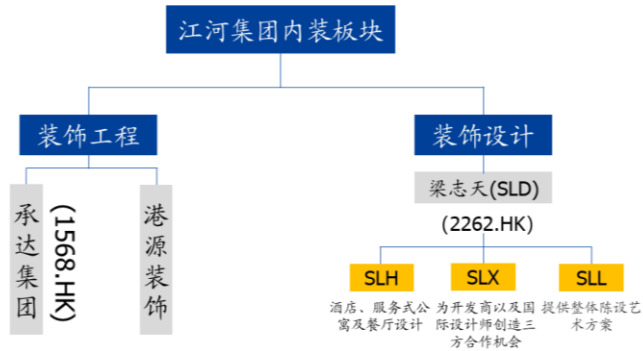
旗下内装子公司实力突出, 全年订单逆势增长。公司内装板块包括 2 家在港上市公司及 1 家内地品牌:

1) 承达集团 (1568.HK): 港澳及内地领先的综合室内装潢工程承建商, 深耕高端酒店、商业楼宇及住宅物业市场, 拥有多项全球顶级认证资质, 参与承建上海丽思卡尔顿酒店、武汉泛海喜来登、香港半岛酒店、澳门四季酒店等多项精品工程装潢项目。

2) 梁志天设计集团 (2262.HK): 国际知名的室内设计服务及室内陈设服务供应商, 以香港为总部并于深圳、广州、北京、上海及成都设立办公处, 业务以高端装饰设计为主, 在住宅设计领域已经连续多年全球排名第一。根据弗若斯特沙利文报告, 按 2017 年收入测算, 梁志天在大陆及香港纯室内设计供应商中市占率位居第二, 市场地位领先。

3) **港源装饰**: 中国建筑装饰行业百强前列、北方地区领先内装品牌, 业务以建筑装饰为主, 集土建、装饰、机电安装、钢结构和园林古建等多种承接能力于一体, 先后承担了数百项国家和省市级重点工程的装饰设计与施工, 内地影响力突出。2021年公司内装订单同比增长 18.6%, 在下游地产需求收缩背景下仍逆势高增, 板块韧性较强, 预计主要得益于下游优质公建类项目持续开拓, 后续随业务结构优化、地产类客户占比降低, 板块有望展现更高盈利质量。

图表 21: 公司内装板块布局



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

内装装配式 2.0 体系建成, 业务布局加速推进。公司旗下承达集团早于 20 世纪 90 年初即在东莞建设工业化生产基地, 开始内装工业化的探索与实践, 其大量装配式产品应用于诸如澳门四季酒店、澳门新濠天地君悦酒店等港澳地区高端项目, 并出口至欧美发达国家, 在内装装配式细分领域具备领先优势。近年来集团持续加大内地装配式业务开拓, 加速装配式装修的研发设计及创新应用, 当前公司在装配式领域已形成丰富成果, 落地集成墙面、集成吊顶、集成地面、集成卫浴、集成厨房、智能机电等六大室内装配式产品体系, 并取得一大批包括发明专利、实用新型在内的内装装配式装修前沿性专利技术。

2022 年公司顺利完成了“内装装配式 2.0 体系”的建设, 内装装配式样板间及体验中心已全面投入使用。后续公司将进一步运用 BIM、SRM、PLM 等大数据集成管理系统, 推行贯穿设计、制造、施工全流程的信息化、可视化管理, 衔接设计优化、部品加工、模块整合、现场组装等各环节, 形成完整的装配式运营系统流程。

图表 22: 江河装配式装修体验中心



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

营收增速方面, 我们假设地产行业后续呈恢复趋势, 叠加光伏建筑行业快速发展带动光伏幕墙需求较好情况下, 公司作为高端幕墙龙头有望保持良好成长趋势, 预计公司建筑装饰业务 2022-2024 年营收分别增长 18%/17%/15%, 其中 BIPV 业务基于当前公司订单情况考虑, 预测 2022-2024 年分别实现收入 6/12/18 亿元; 医疗健康业务我们假设呈平稳成长趋势, 假设 2022-2024 年营收分别增长 9%/8%/8%; 其余业务占比较小, 假设维持 10%的营收增速。在上述假设基础上, 可预测公司 2022-2024 年营收分别为 245/285/327 亿元, 同增 18%/17%/15%。

毛利率方面, 近年来在地产融资收紧及疫情冲击下, 公司各项毛利率均有所下降。后续我们预计地产影响边际减小, 同时公司通过持续推动提质增效举措, 假设建筑装饰业务毛利率呈逐步回升趋势, 2022-2024 年分别为 17.0%/17.2%/17.5%; 医疗健康业务假设维持 26%的毛利率; 其他业务维持 75%的毛利率。在上述假设下, 预测公司 2022-2024 年毛利率分别为 17.4%/17.6%/17.8%。

图表 23: 公司主营业务拆分预测

	2019 年	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (亿元)	188.1	180.5	207.9	244.5	285.1	327.1
建筑装饰业	179.5	171.6	198.3	234.0	273.8	314.9
其中: BIPV				6.0	12.0	18.0
医疗健康	8.5	8.8	9.4	10.3	11.1	12.0
其他业务	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
营收增速	17.3%	-4.0%	15.2%	17.6%	16.6%	14.7%
建筑装饰业	17.7%	-4.4%	15.6%	18.0%	17.0%	15.0%
其中: BIPV					100%	50%

医疗健康	7.3%	3.3%	7.6%	9.0%	8.0%	8.0%
其他业务		22.2%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利 (亿元)	34.7	33.0	35.8	42.6	50.1	58.3
建筑装饰业	32.0	30.6	33.3	39.8	47.1	55.1
医疗健康	2.6	2.4	2.4	2.7	2.9	3.1
其他业务	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
毛利率	18.5%	18.3%	17.2%	17.4%	17.6%	17.8%
建筑装饰业	17.8%	17.8%	16.8%	17.0%	17.2%	17.5%
医疗健康	30.6%	27.1%	25.9%	26.0%	26.0%	26.0%
其他业务	87.1%	79.7%	74.7%	75.0%	75.0%	75.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预测公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 8.1/9.3/10.7 亿元, 同比增长 181%/15%/15%, 对应 EPS 分别为 0.72/0.82/0.94 元。当前股价对应 PE 分别为 10/9/8 倍, 明显低于 A 股装饰板块可比公司, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 24: 可比公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
金螳螂	4.77	-1.86	0.73	0.82	0.94	-	6.52	5.83	5.07	1.10
亚厦股份	4.64	-0.66	0.34	0.49	0.60	-	13.82	9.57	7.77	0.82
东易日盛	5.70	0.18	0.38	0.44	0.56	30.8	14.99	13.00	10.22	3.27
维业股份	8.33	0.18	0.49	0.61	0.78	47.1	17.16	13.65	10.70	2.04
锋尚文化	43.10	0.67	2.22	2.93	3.62	64.2	19.41	14.72	11.91	1.81
平均值						47.4	14.4	11.4	9.1	1.81

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价截至 2022/8/8, 盈利预测取自 Wind 一致预期

6. 风险提示

项目投产不及预期风险，政策推进不及预期风险，地产政策调控风险，资产减值风险等。

1) 项目投产不及预期风险：公司异型光伏产线项目为 BIPV 业务开拓的重要基础及核心利润增长点，若产线建设项目无法及时投产或无法达到预期设计产能，将对公司的经营成果及盈利能力造成不利影响。

2) 政策推进不及预期风险：当前政策持续推动光伏建筑发展，若后续政策效果不及预期，将影响 BIPV 市场规模扩张进程，可能会对公司相关业务增长造成不利影响。

3) 地产政策调控风险：公司装饰业务板块与地产行业关联性较强，4 月以来地产政策宽松力度明显加大，整体行业有望边际回暖。但若后续地产政策收紧或宽松程度不及预期，装饰行业需求可能持续低迷，影响公司内装板块业绩恢复进程。

4) 资产减值风险：公司 2021 年已对各类减值风险进行较充分计提，2022 年有望轻装上阵。但公司目前仍有较多应收款项及票据，可能存在应收款无法收回风险。

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：021-38124100

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