

国内幕墙行业龙头，打造 BIPV 新增长曲线

国内幕墙龙头，在手订单充沛。公司在国内幕墙行业综合排名第一，旗下主要平台江河幕墙 2021 年营收规模达到 106.8 亿元，稳居行业第一，远超第二名；且幕墙业务毛利率居于同业中上水平，彰显品牌力和成本控制能力。2017-2021 年 5 年间，公司营业收入 CAGR 为 6.4%，2021 年实现营收 207.9 亿元，同比增长 15.2%；其中，江河幕墙收入 CAGR 为 9.0%，净利润 CAGR 达到 27.1%，实现快速增长。截至 2022 年上半年，公司幕墙与内装合计在手订单 344 亿元，是 2021 年营收的 1.7 倍，充分保障未来业绩增长。

积极布局 BIPV，打开全新成长空间。我们预计到 2030 年国内 BIPV 年投资规模将达到 2860 亿元，2021-2030 年 CAGR 为 9.1%，为公司带来增量市场空间。公司在 BIPV 领域积极布局，并取得初步成果：1) 积极向上游光伏组件产业链延伸，今年 5 月在湖北省浠水县开始投建 300MW 的 BIPV 异型光伏组件生产基地，预计于 2023 年中期投产。2) 自主研发的 R35 屋面光伏建筑集成系统，解决了彩钢瓦寿命短、易漏水的痛点。3) 今年上半年，光伏建筑项目累计中标金额达 6.13 亿元，实现突破；光伏建筑项目确收 5351 万元，贡献毛利 1310 万元，毛利率 24.5%，显著高于传统幕墙和内装主业 16.8% 的综合毛利率。

内装板块业绩将迎来见底回升。公司室内装/设计饰板块已成为第二大盈利贡献板块，归母净利占比约 50%。但 2021 年受下游地产客户爆雷产生的减值影响，内装出现大幅亏损。该因素将在今年逐步消除，内装业绩有望见底回升。

首次覆盖给予买入评级，目标价 16.64 元。我们预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.64/0.81/0.94 元。给予公司 2022 年 PE 估值 26x，目标价 16.64 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：房地产市场持续低迷和房建新开工放缓可能对获取幕墙和内装订单产生不利影响；BIPV 上游产业链布局和订单落地可能不及预期。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,049.96	20,789.39	23,027.59	25,728.50	28,766.70
YOY(%)	-4.02	15.18	10.77	11.73	11.81
净利润(百万元)	948.36	-1,007.13	723.21	918.11	1,070.10
YOY(%)	168.78	-206.20	171.81	26.95	16.55
毛利率(%)	18.30	17.24	16.29	16.33	16.36
净利率(%)	5.25	-4.84	3.14	3.57	3.72
ROE(%)	11.01	-15.89	10.56	12.26	12.99
EPS(摊薄/元)	0.84	-0.89	0.64	0.81	0.94
P/E(倍)	9.51	-8.95	12.47	9.82	8.43
P/B(倍)	1.05	1.42	1.32	1.20	1.09

江河集团 (601886. SH)

首次评级

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

18621097792

SAC 执证编号:S1440519120002

SFC 中央编号:BPU491

尹欢科

yinhuanke@csc.com.cn

18616396058

SAC 执证编号:S1440520070004

发布日期：2022 年 08 月 11 日

当前股价：9.35 元

目标价格 6 个月：16.64 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.13/8.35	68.77/60.68	31.88/38.91

12 月最高/最低价 (元) 9.35/4.63

总股本 (万股) 113,300.21

流通 A 股 (万股) 113,300.21

总市值 (亿元) 105.94

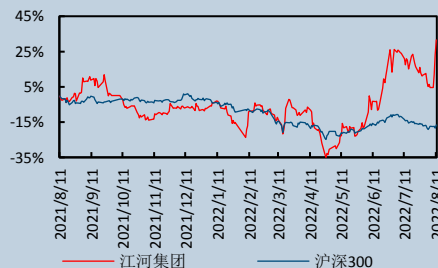
流通市值 (亿元) 105.94

近 3 月日均成交量 (万) 2171.48

主要股东

北京江河源控股有限公司 27.86%

股价表现



相关研究报告

目录

1. “建筑装饰+医疗服务”双轮驱动发展.....	1
1.1 积极收并购，“建筑装饰+医疗服务”双主业成型.....	1
1.2 股权结构稳定，多元子品牌协同	2
1.3 收入快速增长，在手订单充沛	3
2. 国内幕墙行业龙头，打造光伏建筑新增长点.....	6
2.1 公司在国内幕墙行业排名第一	6
2.2 光伏建筑大发展将为公司带来增量市场空间.....	8
2.3 切入光伏建筑领域，积极布局 BIPV	12
3. 内装已成第二大盈利贡献板块，业绩有望见底回升.....	13
3.1 内装已成第二大业绩贡献板块，先发布局装配式内装.....	13
3.2 订单表现好于行业水平，业绩有望见底回升.....	15
4. 收购澳洲高端眼科品牌 Vision，切入国内广阔医疗服务市场	17
5. 盈利预测与投资建议	20
5.1 盈利预测：预计 2022-2024 年 EPS 为 0.64/0.81/0.94 元.....	20
5.2 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 16.64 元.....	21
风险分析	22
报表预测	23

图表目录

图表 1: 公司发展历程	1
图表 2: 公司股权结构	2
图表 3: 公司核心管理人员保持稳定	2
图表 4: 公司主要子公司经营情况	3
图表 5: 公司营收变化	3
图表 6: 公司归母净利润变化	3
图表 7: 公司上市以来营收	4
图表 8: 公司上市以来营收构成	4
图表 9: 公司现金回款水平	4
图表 10: 公司资产负债率	4
图表 11: 公司三费水平	5
图表 12: 公司毛利率和净利率变化	5
图表 13: 公司建筑装饰板块新增订单逐年增长	5
图表 14: 新增订单与当年营收对比	5
图表 15: 公司历年分红/归母净利润情况	6
图表 16: 公司股息率 (%)	6
图表 17: 国内幕墙工程产值及增速	6
图表 18: 江河幕墙净利润及增速	6
图表 19: 江河幕墙业务收入规模遥遥领先	7
图表 20: 江河幕墙业务毛利率处于同业中上水平	7
图表 21: 江河幕墙营业收入及增速	7
图表 22: 江河幕墙净利润及增速	7
图表 23: 幕墙业务新签订单金额及增速	8
图表 24: 幕墙新签订单额增速与非住房屋新开工增速	8
图表 25: 江河集团济南总部基地开工仪式	8
图表 26: 江河集团武汉总部基地开工仪式	8
图表 27: 屋顶分布式光伏政策一览	9
图表 28: 光伏屋顶示意图	9
图表 29: 光伏幕墙示意图	9
图表 30: “十四五”和“十五五”期间光伏屋顶和光伏幕墙装机容量	10
图表 31: “十四五”和“十五五”期间光伏屋顶和光伏幕墙年投资规模	10
图表 32: 光伏幕墙年投资规模测算明细	11
图表 33: 光伏屋顶年投资规模测算明细	11
图表 34: 公司在湖北省浠水县的 BIPV 异型光伏组件柔性生产基地项目	12
图表 35: 公司 2022 年中标光伏建筑重大合同情况	13
图表 36: 公司 R35 屋面光伏建筑集成系统	13
图表 37: 江河集团内装业务情况	14
图表 38: 内装业务各主要子公司收入情况	14
图表 39: 内装业务各主要子公司净利润情况	14

图表 40:	内装精品工程之辽宁省国际会议中心	14
图表 41:	内装精品工程之北京银泰中心柏悦酒店	14
图表 42:	“自主研发+产业链系统集成”发展模式内涵.....	15
图表 43:	内装业务新签订单金额及增速	15
图表 44:	幕墙新签订单额增速与相关房屋竣工面积增速.....	15
图表 45:	江河集团内装业务收入及增速	16
图表 46:	江河集团内装业务净利润及增速	16
图表 47:	江河集团历年信用减值损失	16
图表 48:	江河集团内装业务净利率	16
图表 49:	我国眼科门诊量增长（百万人）	17
图表 50:	2019 年我国眼科市场规模	17
图表 51:	中国眼科医疗服务市场规模	17
图表 52:	民营眼科医院数量增长	18
图表 53:	眼科专科医院执业医师和护士人数	18
图表 54:	Vision 在澳洲拥有 21 家诊所	18
图表 55:	维视眼科高端医院开业	18
图表 56:	中国白内障患者人数（万人）	19
图表 57:	中国屈光不正患者人数（万人）	19
图表 58:	眼科医疗服务收入	19
图表 59:	眼科医疗服务净利润	19
图表 60:	分部收入和毛利率预测	20
图表 61:	可比公司估值表（2022 年 8 月 11 日更新）	21

1. “建筑装饰+医疗服务”双轮驱动发展

1.1 积极收并购，“建筑装饰+医疗服务”双主业成型

公司是国内高端幕墙领军企业，已发展成为“建筑装饰+医疗健康”双主业驱动的综合跨国集团。公司于 1999 年在北京成立，历经数十年发展，已经成长为行业领军企业，先后承建首都 T3 航站楼、中央电视台新址、上海中心大厦等多个地标性建筑幕墙工程。2011 年公司在 A 股上市，开启多元化发展新纪元，通过对外并购向室内装饰业务延展，打造医疗健康形成“双主业，多元化”发展格局。在建筑“双碳”背景下，建筑+光伏趋势逐渐明显，公司依托在光伏幕墙领域的积累，设立子公司江河智慧光伏专注光伏建筑，为建筑装饰业务注入增长新动能。

图表1： 公司发展历程

专注幕墙，行业领军	登录A股，业务向内装延申	开启“双主业，多元化”发展
1997年，中标吉林交通大厦项目； 1999年，公司成立； 2001年，开始向高端幕墙迈进； 2003年，相继中标首都机场T3、央视新址等旗舰项目； 2007年，开始走出国门，中标澳门、新加坡、阿联酋等旗舰项目；	2011年，公司在A股上市； 2012年，收购承达集团； 2014年，收购港源装饰和梁志天设计； 2014年9月，拆分港源幕墙；	2015年，收购澳洲Vision，成立顺义产业基金； 2015年底，分拆承达集团于香港上市； 2016年，重组江河幕墙，并购南京泽明； 2018年，分拆梁志天设计于香港上市； 2021年，成立江河智慧光伏，在涿水投建制造基地。

资料来源：公司公告，中信建投

专注幕墙，成长为高端幕墙行业领军品牌（1999-2010）。公司 1997 年中标吉林交通大厦石材幕墙项目，开启专业化发展之路，2001 年向高端幕墙转型，聚焦“大城市、大客户、大项目”，先后中标首都机场 T3 航站楼、央视新址等旗舰项目，立足高端，走向全国。2007 年，公司走出国门，中标新加坡金沙娱乐场、阿布扎比天空塔等高端项目，进一步提升行业影响力，步入国际领先水平。

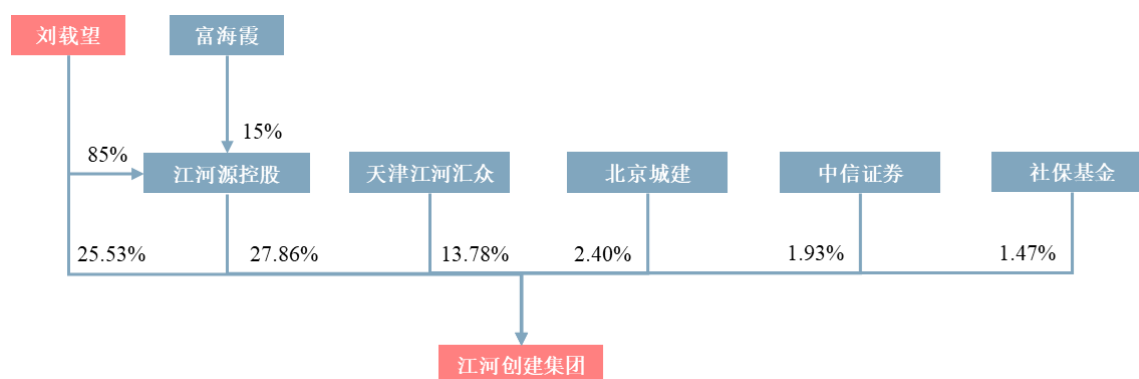
登陆 A 股，通过收并购向内装业务延伸（2011-2014）。2011 年 8 月 18 日，江河幕墙在上交所主板上市，开启利用资本运作实现多元发展的新阶段。2012 年公司收购了全球顶级内装企业香港承达集团，业务从外立面幕墙向内装延伸，2014 年完成收购北京港源装饰和梁志天设计等业内顶级公司，在建筑装饰行业实现了纵向与横向的协同发展。

打造医疗健康第二主业，光伏建筑注入增长新动能（2015 年至今）。2015 年 7 月，公司收购了澳洲最大的连锁眼科医院 Vision，确立医疗健康作为公司的第二主业，开启澳洲高端眼科品牌落地中国进程。在光伏建筑的行业新趋势下，公司积极拥抱潮流，利用多年积累的行业经验和资源优势，设立子公司专注于光伏建筑，并在湖北涿水建设 300MW 光伏幕墙生产基地。在这一阶段，公司还成功通过资本运作分拆承达集团（1568.HK）和梁志天设计（2262.HK）于香港联交所上市。

1.2 股权结构稳定，多元子品牌协同

实控人绝对控制，股权结构稳固。截至 2022 年 8 月，实控人刘载望合计持有公司 53.39% 的股份，对公司具有绝对控制权，其中直接持股 25.53%，通过江河源控股持股 27.86%。公司管理层较为稳定，兼具管理能力和行业经验，核心高管近年来未发生变动。创始人实控和稳定的核心管理层保证公司坚持其“双主业，多元化”的长期发展战略，实现长期稳定发展。

图表2： 公司股权结构



资料来源：公司公告，中信建投

图表3： 公司核心管理人员保持稳定

姓名	职务	相关履历
刘载望	董事长	公司创始人、实控人、董事长、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。
许兴利	董事、总经理	注册会计师，正高级经济师。曾任浪潮集团财务副处长，山东浪潮齐鲁软件产业股份有限公司财务总监，北京江河幕墙装饰工程有限公司董事、财务总监兼董事会秘书。
周韩平	董事、副总经理	曾任国家黄金管理局黄金经济研究中心处长、北京四星经济技术开发公司总经理、东方黄金珠宝行总经理、北京江河幕墙装饰工程有限公司董事、副总经理。现任公司董事兼副总经理、江河幕墙董事长。
符剑平	董事、副总经理	最近五年主要担任本公司副总经理、江河幕墙中南大区总裁。现任公司董事兼副总经理、港源装饰董事长。
于军	董事、副总经理	最近五年主要担任公司董事、副总经理。
黄晓帆	董事	最近五年主要任南京江河泽明医院管理有限公司董事长。现任公司董事、江河泽明副董事长。
赵世东	副总经理、财务总监	最近五年主要担任本公司副总经理兼财务总监。
刘飞宇	董事会秘书、投资总监	最近五年主要担任公司董事会秘书兼投资总监。

资料来源：公司公告，中信建投

双主业下多元子品牌协同发展。幕墙业务是公司起家之本，旗下拥有江河幕墙和港源幕墙两个品牌进行不同定位的覆盖。公司通过收购承达集团和港源装饰，分别承接境外、内地的高端内装业务，实现建筑装饰业务的纵向延伸。医疗健康板块包括澳洲最大的眼科连锁医院 Vision，和嫁接 Vision 先进眼科诊疗技术落地中国的维视眼科集团，致力于打造专业眼科医疗服务提供商。

图表4： 公司主要子公司经营情况

板块	子公司	持股比例	2021 年营收	2021 年净利润	旗下品牌	业务简介
建筑 装饰	江河幕墙	100%	106.77	5.02	江河幕墙	定位高端幕墙，具有行业领军地位，先后负责超百项旗舰项目
	港源装饰	95%	42.66	-15.15	港源幕墙 港源装饰	中高端幕墙品牌，形成双品牌错位竞争 内地内装一流品牌，承接内地高端内装业务
	承达集团	59.38%	47.27	2.57	承达集团	内装顶级企业，业务向境外二十多个国家渗透
	梁志天设计	52.44%	3.78	0.02	梁志天设计	全球一流设计企业，港交所第一家纯设计企业
	江河智慧光伏	100.00%			江河智慧光伏	负责光伏建筑业务，新建 300MW 制造基地
医疗	Vision	100%	7.14	0.18	Vision	澳洲最大眼科连锁医院，具有先进诊疗视力
健康	维视眼科	100%	2.3	-0.2	维视眼科	Vision 落地中国子品牌，负责公司医疗健康领域的拓展
					江河泽明	区域内优秀眼科品牌

资料来源：公司公告，中信建投

1.3 收入快速增长，在手订单充沛

收入规模快速扩张，业绩扰动因素逐步消退。公司 2012-2021 年营收从 89.9 亿元增长至 207.9 亿元，CAGR 达 9.8%，营收规模快速扩张。2022 年上半年受疫情影响，营业收入 77.4 亿元，同比下降 11.0%。公司在 2019-2021 年业绩受到疫情、减值、地产爆雷等因素的冲击，使得收入或净利润产生一定波动：1）2019 年澳大利亚调整部分眼科诊疗报销政策，对 Vision 的未来营收有较大影响，计提 4.4 亿元减值准备；2）2020 年疫情影响下，公司部分项目出现停工；3）2021 年由于恒大出现违约风险，公司提前计提 18.6 亿元减值准备，造成归母净利润由正转负。展望未来，这些因素影响逐步消退，公司未来业务重新向好发展。

图表5： 公司营收变化

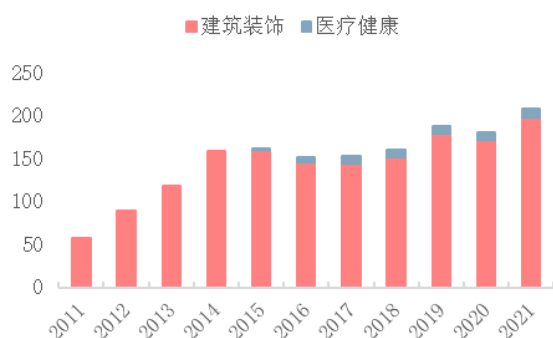

资料来源：公司公告，中信建投

图表6： 公司归母净利润变化


资料来源：公司公告，中信建投

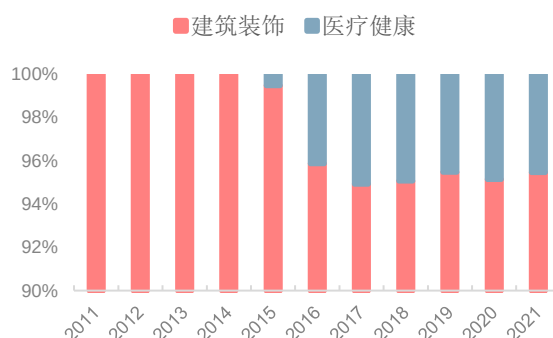
公司营收主力为建筑装饰业务，医疗健康业务正在国内落地生根。2021 年，公司营业收入 207.9 亿元，同比增长 15.2%。其中，建筑装饰业营收 198.3 亿元，占比达 95.4%；医疗健康营收 9.44 亿元，占比 4.59%。2015-2021 年，医疗健康板块营收从 0.84 亿元增长至 9.44 亿元，营业利润从 0.18 亿元增长至 2.44 亿元，仍有较大的成长空间。从毛利率角度出发，公司 2021 年整体毛利率为 17.24%，建筑装饰、医疗健康板块毛利率分别为 16.80% 和 25.86%。

图表7： 公司上市以来营收



资料来源：公司公告，中信建投

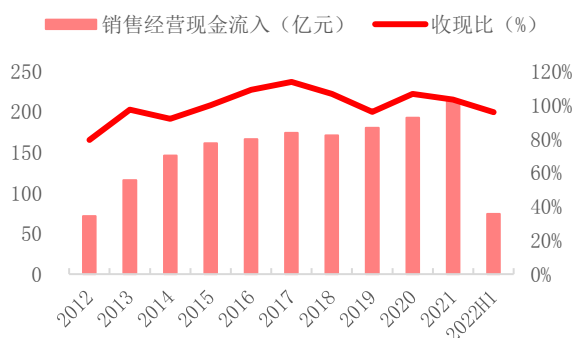
图表8： 公司上市以来营收构成



资料来源：公司公告，中信建投

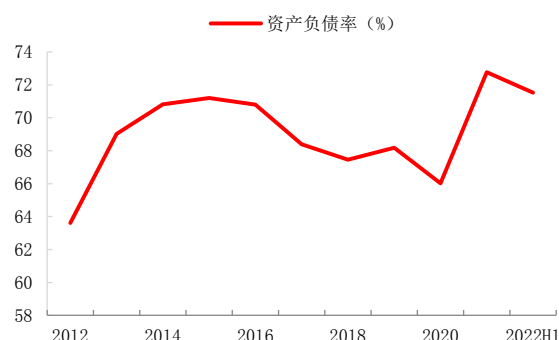
回款现金流常年高于收入。公司一贯秉承“现金为王”的稳健经营理念，对现金流的管理较为严格，2017-2021 年公司收现比分别为（销售受到的现金/营业收入）113.9%、106.7%、96%、106.8%和 103.2%，常年保持在 100% 以上。2020 年，为应对疫情影响、聚焦主业发展，公司处置了持有的澳洲 Healius 全部股份，回收现金 10.76 亿元。截至 2022 年 6 月，公司持有货币资金 30.51 亿元，应收账款账龄在 1 年以内的占 71.8%，前 5 大欠款人均为国企且合计占比仅为 12.5%，账龄结构合理，欠款结构分散，具备优秀的回款能力。

图表9： 公司现金回款水平



资料来源：公司公告，中信建投

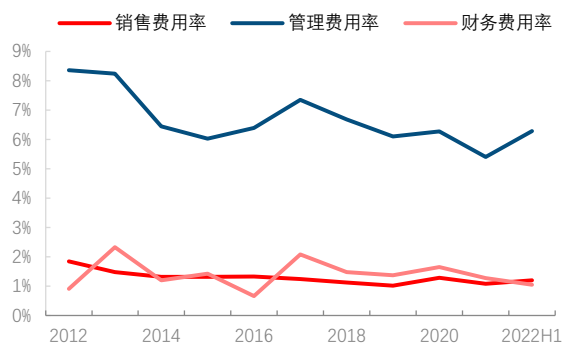
图表10： 公司资产负债率



资料来源：公司公告，中信建投

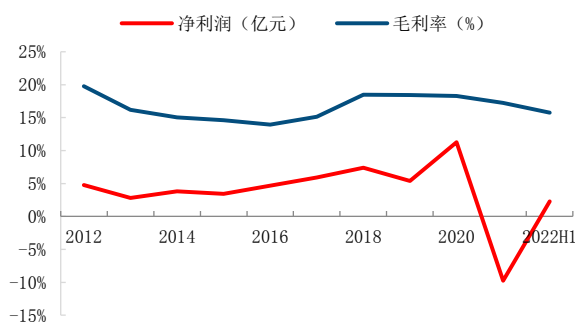
费用率管控良好，主营业务盈利表现优异。公司的费用率管控良好，销售、财务费用率均保持在 1.5% 以下，管理费用率也呈下降趋势，从 2012 年的 8.4% 下降至 2022 年上半年的 6.3% 的水平。2019 年公司 Vision 眼科业务、2021 年地产相关业务分别计提 4.4 亿元、16.8 亿元减值准备影响了公司的净利润水平。公司整体毛利率 2018-2021 年分别为 18.5%、18.4%、18.3% 和 17.2%，今年上半年受疫情的影响下滑至 15.8%，总体保持较为优良的水平，净利率在扣除减值影响后也维持在较高水平。

图表11： 公司三费水平



资料来源：公司公告，中信建投

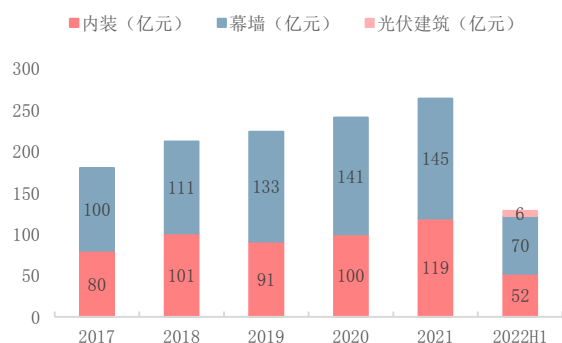
图表12： 公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告，中信建投

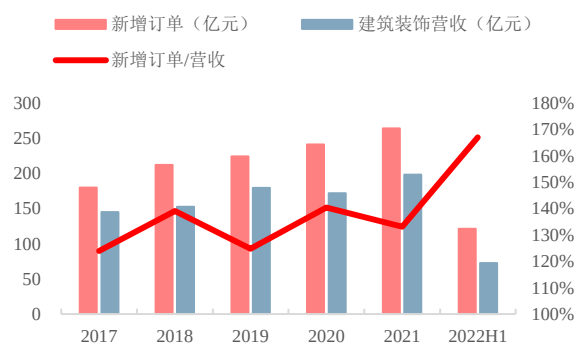
建筑装饰业务在手订单充足，光伏建筑业务开始落地。2021 年公司新增订单额合计 264 亿元，其中，幕墙新增订单金额 145 亿元，内装新增订单金额 119 亿元，分别占订单总额的 55%与 45%。2022 年上半年，公司开始拓展光伏建筑领域，在工体改建工程、台泥杭州环保科技有限公司、恒隆广场昆明裙楼 3 个光伏建筑项目上中标，订单合计 6.13 亿元，同时已中标的多个项目业主方也要求增加光伏系统。截至 2022 年上半年，公司在手订单 344 亿元，是 2021 年建筑装饰业营收的 1.7 倍，可充分保障短期收入的增长。

图表13： 公司建筑装饰板块新增订单逐年增长



资料来源：公司公告，中信建投

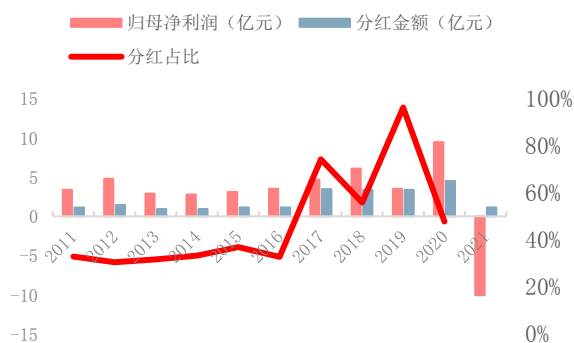
图表14： 新增订单与当年营收对比



资料来源：公司公告，中信建投

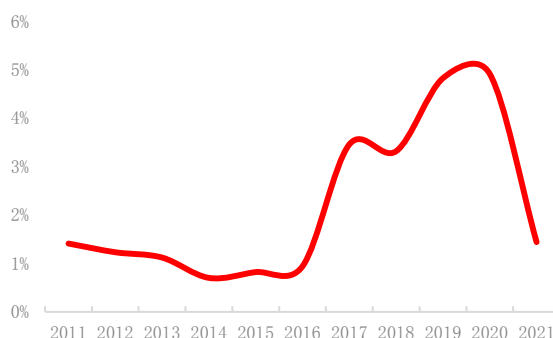
长期保持稳定分红。公司经营稳健，常年分红/归母净利润比例在 30%以上，2011-2020 年共实现归母净利润 44.27 亿元，已累计派发现金红利 21.53 亿元，分红占比高达 48.63%，实现公司的发展与股东共享。2021 年，在计提大额减值，业绩遇阻的情况下，公司仍选择分红 1.13 亿元，展现了经营的稳健性。

图表15： 公司历年分红/归母净利润情况



资料来源：公司公告，中信建投

图表16： 公司股息率 (%)



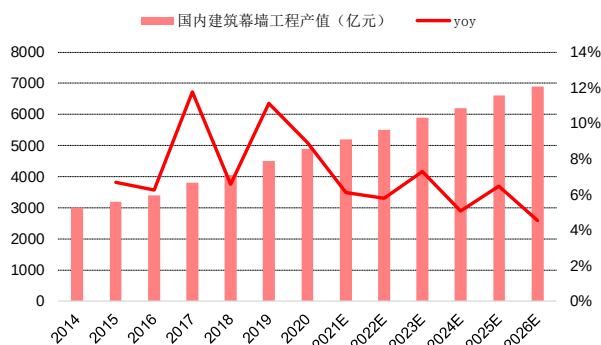
资料来源：公司公告，中信建投

2. 国内幕墙行业龙头，打造光伏建筑新增长点

2.1 公司在国内幕墙行业排名第一

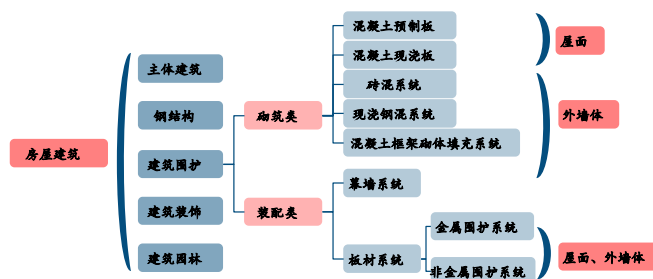
国内幕墙行业空间仍可扩容。幕墙是利用各种强劲、轻盈、美观的建筑材料取代传统的砖石或窗墙结合的外墙工法，是包围在主结构的外围而使整栋建筑达到美观，使用功能健全而又安全的外墙工法，具备质量轻、设计灵活、抗震能力强、系统化施工、现代化、更新维修方便等优点。幕墙主要应用于商业办公类建筑和公共建筑，按材料可分位玻璃幕墙、石材幕墙、金属幕墙和其他非金属幕墙。我国已发展成为世界第一幕墙生产大国和使用大国，近年来幕墙工程总值逐年增长，已从 2014 年的 3000 亿元增长至 2020 年的 4900 亿元左右，CAGR 达到 8.5%。同时根据中国建筑装饰协会的预测，2026 年我国建筑幕墙行业工程总产值有望达到 6900 亿元，2021-2026 年产值 CAGR 有望达到 5.9%。

图表17： 国内幕墙工程产值及增速



数据来源：中国建筑装饰协会，中信建投

图表18： 江河幕墙净利润及增速

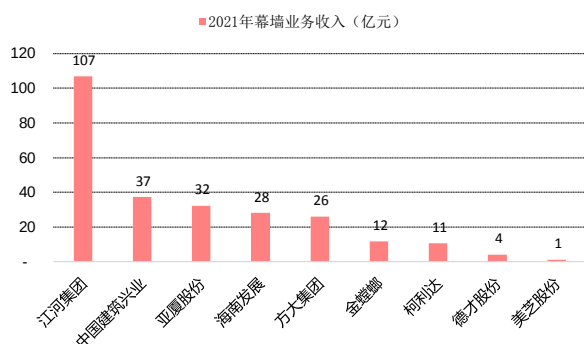


数据来源：公司公告，中信建投

国内幕墙行业排名居首，盈利水平居于同业中上水平。公司幕墙业务主要有江河幕墙、港源幕墙两个平台开展业务，前者定位高端，后者定位中高端，形成互补。其中，旗下江河幕墙是全球高端幕墙领先品牌，在全

球各地承建了数百项地标性建筑，为幕墙行业领军者。2020 年中国建筑装饰协会的幕墙百强统计结果显示，公司旗下江河幕墙排名第一，显示出其领先的行业地位。公司旗下江河幕墙 2021 年营收规模达到 106.8 亿元，位居上市同业首位，远超第二名，且毛利率也居于同业中上水平，彰显品牌力和成本控制能力。2017-2021 年，江河幕墙收入 CAGR 为 9.0%，净利润 CAGR 达到 27.1%，实现快速增长。

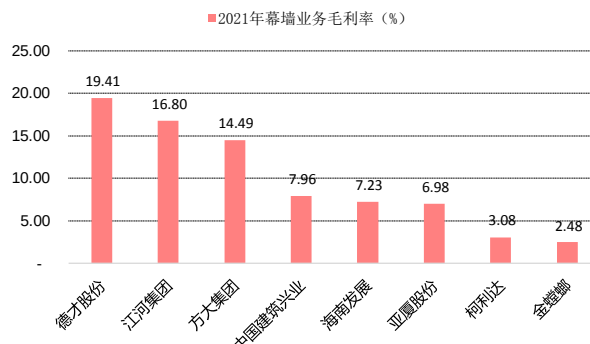
图表19：江河幕墙业务收入规模遥遥领先



资料来源：公司公告，中信建投

注：由于江河集团幕墙和内装业务不分开披露，采用子公司北京江河幕墙的收入作为公司幕墙业务收入，因而未包括子公司港源幕墙的收入。

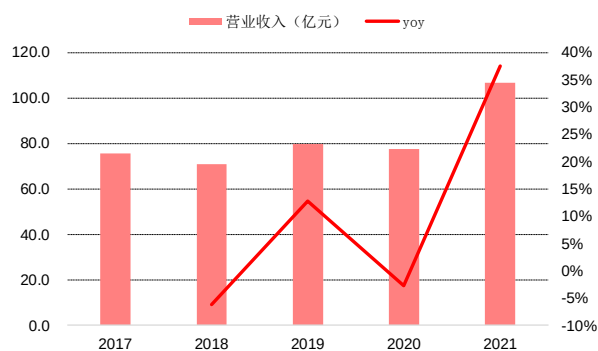
图表20：江河幕墙业务毛利率处于同业中上水平



资料来源：公司公告，中信建投

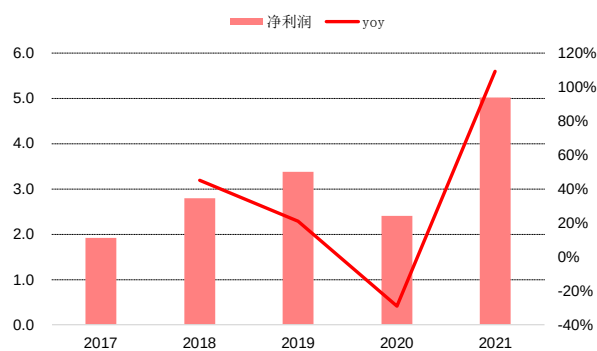
注：由于江河集团未分开披露幕墙和内装业务毛利率，此处用建筑装饰业务毛利率。

图表21：江河幕墙营业收入及增速



数据来源：公司公告，中信建投

图表22：江河幕墙净利润及增速



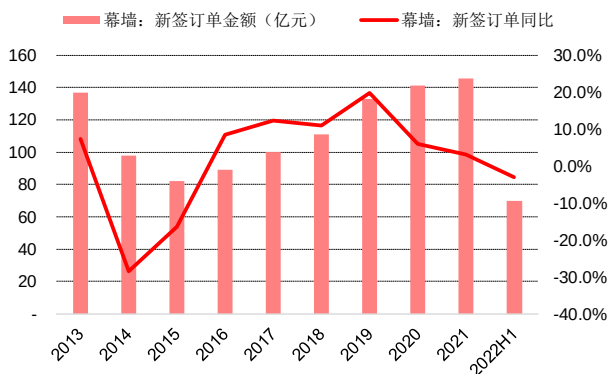
数据来源：公司公告，中信建投

幕墙新签订单近年来实现稳步增长。公司幕墙业务在 2014-2015 年有过短暂的低迷期。2014 年由于海外市场业务收缩叠加国内加强控制中标质量、2015 年受国内经济活动放缓影响，幕墙业务订单连续两年出现下滑。不过在此期间公司着重提升经营质量，并逐步走出低迷期，自 2016 年开始实现幕墙业务订单金额的持续增长。2017-2021 年 5 年间，幕墙新签订单金额 CAGR 达到 10.3%，实现稳步增长。

幕墙业务订单表现明显好于行业整体新开工。公司的幕墙业务与房地产行业非住宅类房屋的新开工面积高度相关，走势较为一致。但是公司新签订单表现要显著好于新开工。除 2014-2015 年前述所遇调整外，2016 年

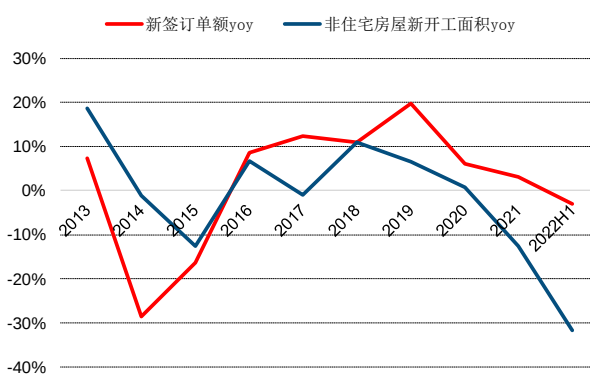
以来公司幕墙新签订单增速均高于新开工面积增速。2021 年公司实现幕墙新签订单金额 145.4 亿元，同比增长 3.1%，显著好于新开工-12.6%的增速；2022 年上半年实现新签订单 69.8 亿元，同比下滑 3.0%，显著好于新开工-31.6%的增速，显示出公司幕墙业务强劲的竞争优势。

图表23： 幕墙业务新签订单金额及增速



数据来源：公司公告，中信建投

图表24： 幕墙新签订单额增速与非住房屋新开工增速



数据来源：公司公告，统计局，中信建投

打造新总部基地，助力扩市场降成本。目前公司在北京、上海、广州、成都、武汉舍友研发设计中和生产基地。2021 年 5 月和 12 月，公司北方总部基地、华中总部基地相继开工建设。其中，北方总部以济南为中心，业务范围辐射整个中国北方区域；华中总部以武汉为核心，业务范围涵盖中部五省，是依托中部区域经济腹地辐射周边、打造强大中部市场的有力支撑。两个总部基地将整合公司旗下建设板块资源，以幕墙制造为核心，集智能制造、设计以及 BIPV 研发制造等于一体，助力公司打开全新市场空间的同时，降低运营成本。未来公司将形成东西南北中五大核心发展基地，进一步完善全国化布局。

图表25： 江河集团济南总部基地开工仪式



数据来源：公司网站，中信建投

图表26： 江河集团武汉总部基地开工仪式



数据来源：公司网站，中信建投

2.2 光伏建筑大发展将为公司带来增量市场空间

政策大力推动，光伏建筑渗透率有望提升。国务院 2021 年 10 月发布的《2030 年前碳达峰行动方案》，以及住建部、发改委 2022 年 7 月发布的《城乡建设领域碳达峰实施方案》，指出在建筑增量方面，到 2025 年新

建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到 50%；在存量方面，推动既有公共建筑屋顶加装太阳能光伏系统。屋顶分布式光伏在政策大力推动下，渗透率有望实现进一步提升。

图表27： 屋顶分布式光伏政策一览

发布时间	发布部门	政策文件	政策内容
2014/6/7	国务院	《能源发展战略行动计划（2014-2020）》	加快建设分布式光伏发电应用示范区，稳步实施太阳能热发电示范工程。加强太阳能发电并网服务。鼓励大型公共建筑及公用设施、工业园区等建设屋顶分布式光伏发电。
2017/8/9	能源局	《太阳能发展“十三五”规划》	继续开展分布式光伏发电应用示范区建设，到 2020 年建成 100 个分布式光伏应用示范区，园区内 80% 的新建建筑屋顶、50% 的已有建筑屋顶安装光伏发电。
2021/6/20	能源局	《关于报送整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	申报开展整县（市、区）推进屋顶分布式光伏开发试点的县（市、区）应符合以下条件：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%。
2022/3/1	住建部	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	到 2025 年，全国新增建筑太阳能光伏装机容量 0.5 亿千瓦以上。
2022/7/13	住建部、发改委	《城乡建设领域碳达峰实施方案》	推进建筑太阳能光伏一体化建设， 到 2025 年新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到 50% 。推动既有公共建筑屋顶加装太阳能光伏系统。大力推动农房屋顶、院落空地、农业设施加装太阳能光伏系统。

资料来源：政府官网，中信建投

光伏建筑分为光伏屋顶和光伏幕墙两大类。尽管建筑墙面面积一般多于屋顶面积，但是考虑到南墙仅占墙面面积一部分，且主要是商业办公类建筑、公共建筑安装幕墙较多，住宅建筑较少安装，因此整体而言光伏幕墙相对整体建筑物渗透率不会如屋顶光伏那样高。目前公司在光伏幕墙和光伏屋顶领域均有布局。我们预计十四五期间，光伏屋顶和光伏幕墙的年均装机将分别达到 42GW/5GW，十五五期间则分别达到 64GW/10GW，2030 年光伏屋顶和光伏幕墙年投资规模将分别达到 2461/399 亿元，合计 2860 亿元，为公司带来新的市场空间。

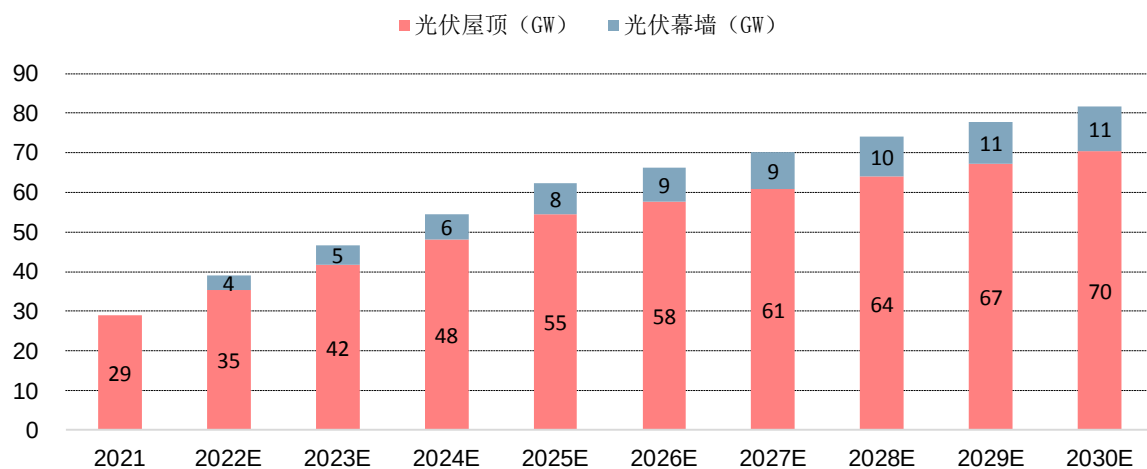
图表28： 光伏屋顶示意图


资料来源：百度图片，中信建投

图表29： 光伏幕墙示意图


资料来源：百度图片，中信建投

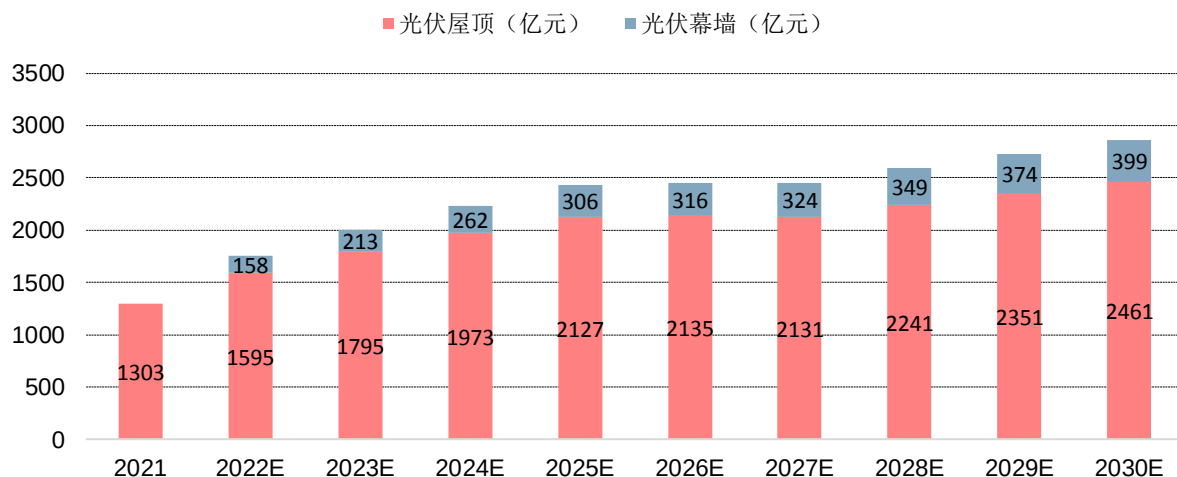
图表30：“十四五”和“十五五”期间光伏屋顶和光伏幕墙装机容量



资料来源：国家统计局，中信建投

注：2021 年数据也为测算值。

图表31：“十四五”和“十五五”期间光伏屋顶和光伏幕墙年投资规模



资料来源：国家统计局，中信建投

注：2021 年数据也为测算值。

光伏幕墙推广有助于巩固公司幕墙行业的领导地位，预计到 2030 年光伏幕墙投资规模可达 399 亿元。我们预计到 2030 年，光伏幕墙的年新增装机为 11.4GW，对应投资规模为 399 亿元。其中，新建建筑光伏幕墙装机 10.8GW，年投资规模 378 亿元；通过存量改造加装光伏装机 0.6GW，可带来 21 亿元的年投资规模。未来，具备光伏幕墙品牌知名度的公司才可能稳定自身市场份额，并获得光伏幕墙新增装机市场空间。

图表32： 光伏幕墙年投资规模测算明细

	单位	2022E	2025E	2030E
1. 新增建筑				
新增建筑面积	亿平	39.6	39.3	38.8
新增南墙面积	亿平	5.22	5.15	5.07
光伏幕墙渗透率	%	3.9	10.4	14.2
光伏幕墙装机容量	GW	3.1	8.0	10.8
光伏幕墙投资规模	亿元	138	296	378
2. 存量建筑				
南墙改造面积	亿平	0.03	0.04	0.04
光伏幕墙装机容量	GW	0.5	0.5	0.6
光伏幕墙改造规模	亿元	21	20	21
3.新增建筑+存量建筑改造合计				
幕墙装机容量合计	GW	3.5	8.6	11.4
幕墙光伏市场规模合计	亿元	158	316	399
4.光伏幕墙总渗透率	%	0.2	1.3	3.6

资料来源：国家统计局，中信建投

关键假设如下：1）工商业、公共建筑南墙面积占建筑面积比重分别为5%、16%，以上测算假设住宅建筑均不安装光伏幕墙。2）屋顶功率密度为120w/平。3）到2030年，工商业、公共建筑的屋顶分布式光伏渗透率分别达到75%、75%。4）到2030年，工商业、公共建筑的存量屋顶改造比例分别为0.3%、0.3%。4）单位投资成本由2022年的4.5元/w降至2030年的3.5元/w。

光伏屋顶将成为公司重要增量市场，预计到2030年光伏屋顶投资规模可达到约2461亿元。屋顶分布式光伏市场空间来源于新建建筑和存量建筑改造两个渠道。我们预计到2030年，屋顶光伏的年新增装机为70.3GW；对应投资规模为2461亿元，2022-2030年CAGR为7.3%，约占幕墙行业产值1/3~1/2，对公司而言是重要增量市场。其中，新建建筑屋顶光伏装机46.7GW，年投资规模1634亿元；通过存量改造加装光伏装机23.6GW，可带来827亿元的年投资规模。

图表33： 光伏屋顶年投资规模测算明细

	单位	2022E	2025E	2030E
1. 新增建筑				
新增建筑面积	亿平	39.6	39.3	38.8
新增屋顶面积	亿平	7.05	7.06	7.00
屋顶光伏渗透率	%	11.7	32.4	44.4
屋顶光伏新增装机容量	GW	12.4	34.3	46.7
屋顶光伏投资规模	亿元	558	1269	1634
2. 存量建筑				
改造屋顶面积	亿平	1.54	1.56	1.58
屋顶光伏新增装机容量	GW	23.0	23.4	23.6
屋顶光伏改造规模	亿元	1036	866	827
3.新增建筑+存量建筑改造合计				

	单位	2022E	2025E	2030E
屋顶光伏新增装机容量合计	GW	35.4	57.7	70.3
屋顶光伏市场规模合计	亿元	1595	2135	2461
4.屋顶光伏总渗透率	%	6.2	11.2	19.1

资料来源：国家统计局，中信建投

关键假设如下：1）新建住宅、存量住宅、工商业、公共建筑屋顶面积占建筑面积比重分别为11%、14%、35%、20%。2）屋顶功率密度为150w/平。3）到2030年，新建住宅、工商业、公共建筑的屋顶分布式光伏渗透率分别达到0.5%、75%、75%。4）到2030年，住宅、工商业、公共建筑的存量屋顶改造比例分别为1.9%、0.3%、0.3%。4）单位投资成本由2022年的4.5元/w降至2030年的3.5元/w。

2.3 切入光伏建筑领域，积极布局 BIPV

积极向上游光伏组件产业链延伸，主打差异化战略。2021年，公司成立北京江河智慧光伏建筑有限公司，积极加速推进光伏建筑、智能光伏等创新形式转型升级。2022年5月，江河光伏建筑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项目，项目计划总投资5亿元，预计于2023年中期完成投资并投产。现有面向地面和屋顶的标准尺寸光伏组件并不能完全解决建筑物的个性化设计需要，标准尺寸组件会限制设计师对建筑的个性化创意，而异型光伏组件是解决建筑个性化设计的有效途径。目前市场上具有一定规模的光伏组件生产企业主要产品是面向地面和屋顶的标准尺寸光伏组件，而生产异型组件生产企业相对少或配套的异型组件生产线产能相对低。公司在此方面实施差异化发展战略，既可与传统幕墙主业协同，又可满足下游客户个性化需求，打开新的市场空间。

图表34：公司在湖北省浠水县的 BIPV 异型光伏组件柔性生产基地项目



资料来源：公司官网，中信建投

BIPV 订单驶入快车道，盈利水平高于传统幕墙和装饰业务。公司拥有自主研发的 R35 屋面光伏建筑集成系统，解决了彩钢瓦寿命短易漏水的痛点。截至目前，公司已承接多个 BIPV 工程，如世园会中国馆、国家环保总局履约中心大楼、北京工人体育场改造复建项目、台泥杭州环保科技总部，江苏无锡机场航站楼、珠江城

（烟草大厦）、恒隆广场昆明裙楼等。2022 年上半年，公司已中标多个光伏项目，累计中标金额达 6.13 亿元；上半年公司光伏建筑项目确收 5351 万元，贡献毛利 1310 万元，毛利率 24.5%，显著高于幕墙和装饰业务毛利率。

图表35： 公司 2022 年中标光伏建筑重大合同情况

合同标的	中标时间	招标公司	中标金额（亿元）	备注
台泥杭州环保科技总部（萧政储出（2019）14 号地块幕墙工程）	2022 年	台泥（杭州）环保科技有限公司	2.56	光伏建筑项目，公司负责该项目的玻璃幕墙、石材幕墙及碲化镉光伏幕墙一体化施工
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	2022 年	北京建工集团有限责任公司	2.78	光伏建筑项目，公司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

资料来源：公司公告，中信建投

图表36： 公司 R35 屋面光伏建筑集成系统


资料来源：公司官网，中信建投

3. 内装已成第二大盈利贡献板块，业绩有望见底回升

3.1 内装已成第二大业绩贡献板块，先发布局装配式内装

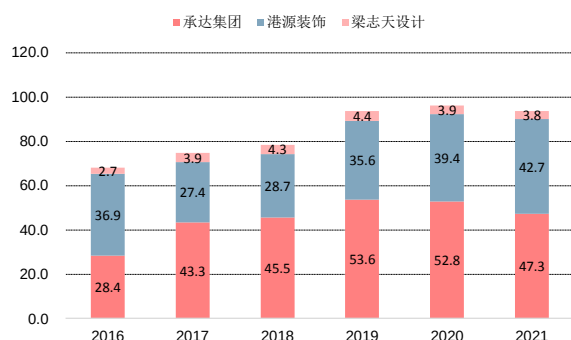
凭借收并购切入内装领域，目前内装已成为幕墙外第二大业绩贡献板块。公司通过收并购手段搭建室内装饰和室内设计业务体系，通过 2012 年收购香港承达集团、2013 年收购北京港源装饰、2014 年收购香港梁志天

设计，且均并表，三年左右时间实现内装业务从无到有的突破。收购后整合卓有成效，以上三大子公司品牌定位和区域市场形成良性互补，如果撇除减值因素影响，每年可为公司贡献 3-4 亿左右归母净利润，平均约占公司归母净利润的 50%。

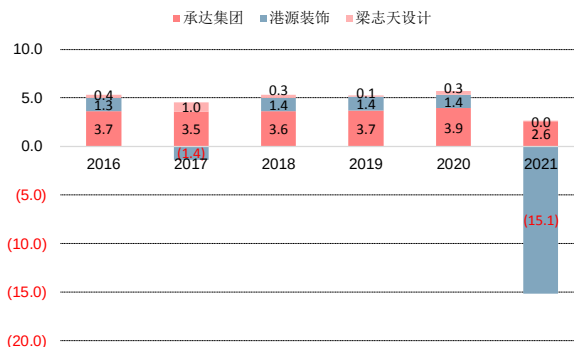
图表37：江河集团内装业务情况

分类	业务对象	主要平台公司	品牌定位	区域市场
室内装饰	大型公共建筑、高档酒店、高档住宅、长租公寓等	承达集团	高端	香港、澳门
		港源装饰、承达集团子公司承达创建	中高端	内地
室内设计	高档酒店、商场、餐饮、住宅等大型项目	梁志天设计	高端	内地、香港及海外

资料来源：公司公告，中信建投

图表38：内装业务各主要子公司收入情况


数据来源：公司公告，中信建投

图表39：内装业务各主要子公司净利润情况


数据来源：公司公告，中信建投

图表40：内装精品工程之辽宁省国际会议中心


数据来源：公司官网，中信建投

图表41：内装精品工程之北京银泰中心柏悦酒店

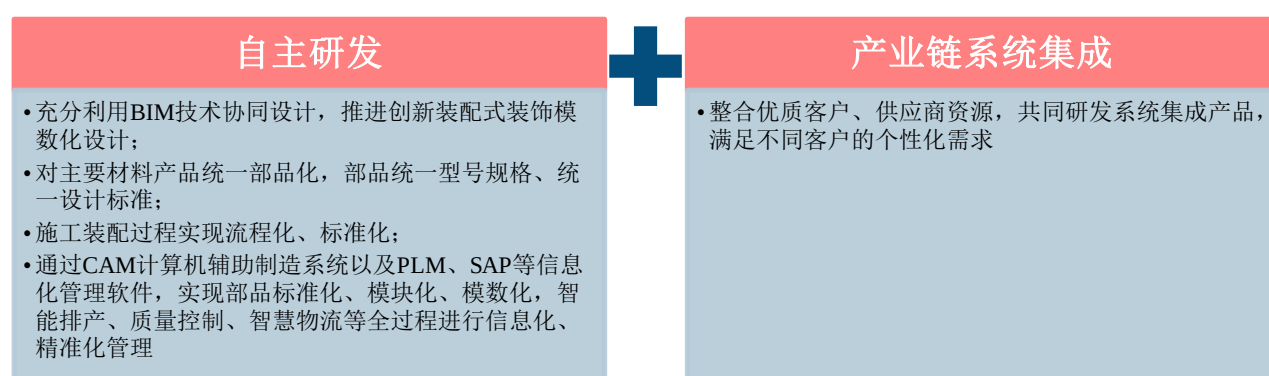

数据来源：公司官网，中信建投

先发布局装配式内装，提升业务可持续发展水平。装配式装修也称工业化装修，是将工业化生产的部品、部件通过可靠的装配方式，由产业工人按照标准化程序采用干法施工的装修过程。其不仅质量稳定、效率高，能大幅缩短工期、节约人工成本，还有可规模化生产、减少资源浪费、减少装修污染等优势。公司旗下承达集

团早在 20 世纪 90 年代初就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，大量装配式产品应用在港澳地区高端项目上，并出口欧美，因此在内装装配式领域具备领先优势。

尊重产业发展规律，坚定走“自主研发+产业链系统集成”发展模式。公司研判出当前装配式内装尚处于起步阶段，部分产品、工序虽然实现了装配化，但内装材料、工艺复杂，且个性化鲜明的特点决定了内装装配式是一个逐步推进的过程，不可能一蹴而就，其所需部品、部件也不可能全部由一家公司独立完成，必然要与上下游供应商在材料与产品上进行系统集成，形成合力，才能促进行业发展。因此公司的装配式内装采取的是“自主研发+产业链系统集成”的发展模式，既遵循了装配式内装发展的客观规律，又积极发挥主观能动性。

图表42：“自主研发+产业链系统集成”发展模式内涵

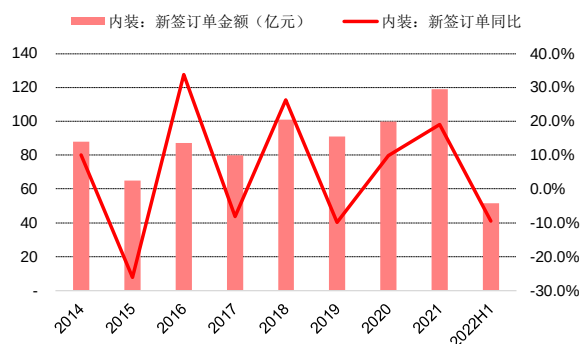


资料来源：公司公告，中信建投

3.2 订单表现好于行业水平，业绩有望见底回升

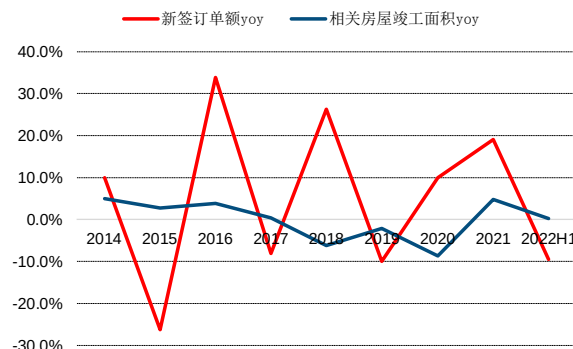
内装业务新签订单规模波动上升，增速表现好于行业整体竣工水平。公司近年来内装业务新签订单金额呈现波动上升，2017-2021 年 5 年间 CAGR 达到 6.5%，高于商业、办公和公建类房屋竣工面积-2.4%的 CAGR，彰显公司在内装业务中强劲的竞争实力。2021 年公司新签内装订单 119.0 亿元，同比增长 19.0%，实现快速增长；2022 年，受国内疫情和房地产市场下行影响，公司新签内装订单 51.6 亿元，同比下滑 9.5%。

图表43：内装业务新签订单金额及增速



数据来源：公司公告，中信建投

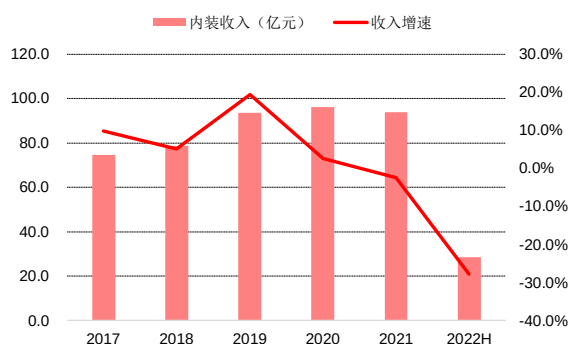
图表44：幕墙新签订单额增速与相关房屋竣工面积增速



数据来源：公司公告，统计局，中信建投

下游地产客户爆雷产生的减值影响消退，内装业绩有望见底回升。2017-2021 年 5 年间，公司内装业务营收 CAGR 达到 6.6%，与新签订单增速保持一致。2021 年内装业务实现营收 93.7 亿元，同比下滑 2.5%；净利润为-12.6 亿元，大幅下滑 321%。2021 年内装业绩出现大幅下滑，拖累公司整体业绩表现，主要原因在于 2021 年公司个别房地产下游客户爆雷对公司应收账款产生减值冲击。2021 年公司信用减值损失高达 21.3 亿元，约占营收 10.3%，其中恒大爆雷使得公司共计提减值 18.6 亿元。展望未来，地产爆雷对公司业绩的影响逐步消退。2022 年上半年信用减值损失降至 0.2 亿元，较 2021 年上半年 1.9 亿明显减少，上半年内装业务净利润也因此同比大增 88.5%，未来内装业绩有望迎来见底回升。

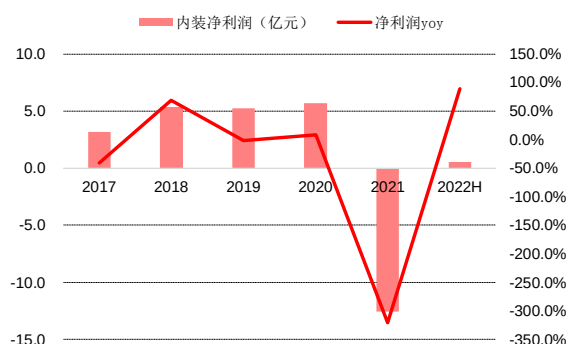
图表45：江河集团内装业务收入及增速



数据来源：公司公告，中信建投

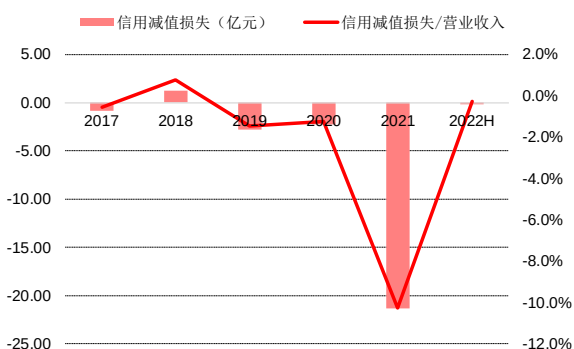
注：内装包括室内装饰和室内设计。上述数据由承达集团、港源装饰、梁志天设计三家主要子公司加总得到，后同。

图表46：江河集团内装业务净利润及增速



数据来源：公司公告，中信建投

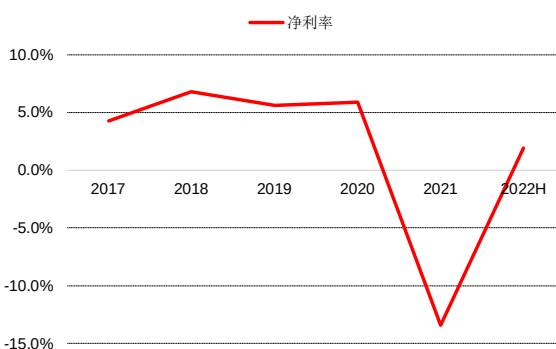
图表47：江河集团历年信用减值损失



数据来源：公司公告，中信建投

注：2017、2018 年数据为资产减值损失中的坏账损失。

图表48：江河集团内装业务净利率

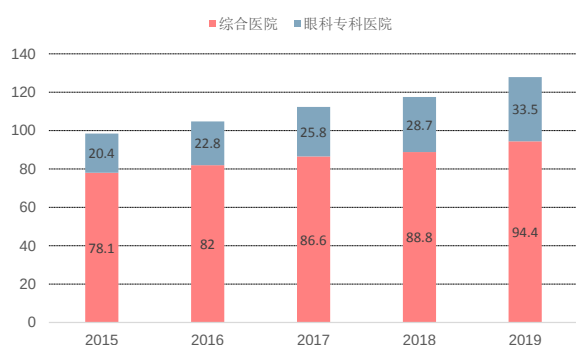


数据来源：公司公告，中信建投

4. 收购澳洲高端眼科品牌 Vision，切入国内广阔医疗服务市场

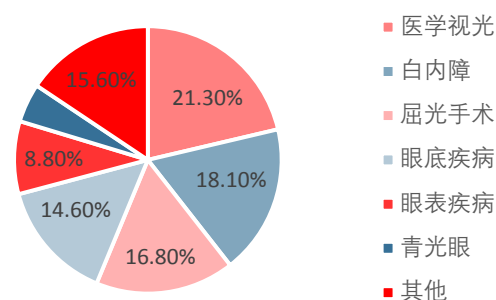
我国眼科疾病呈现出广分布、弱治疗的特点。随着老龄化程度的不断加深和青少年用眼情况的恶化，我国眼科疾病发病情况不容乐观。研究显示，2019 年我国白内障患者 1.26 亿人，屈光（含近视、远视等）患者 5.3 亿人，其中 20 岁以上患者约 3.1 亿人，整体近视率约 34.2%，远超全球平均水平；青少年斜弱视患者也达到 0.17 亿人。在严峻的眼科健康问题推动下，眼科门诊数连年提升，从 2015 年的 0.98 亿人次提升至 2019 年的 1.28 亿人次，年复合增长率约 6.8%，眼科疾病整体呈现高发广分布，治疗严重不足的特点。

图表49：我国眼科门诊量增长（百万人）



资料来源：华夏眼科招股说明书，中信建投

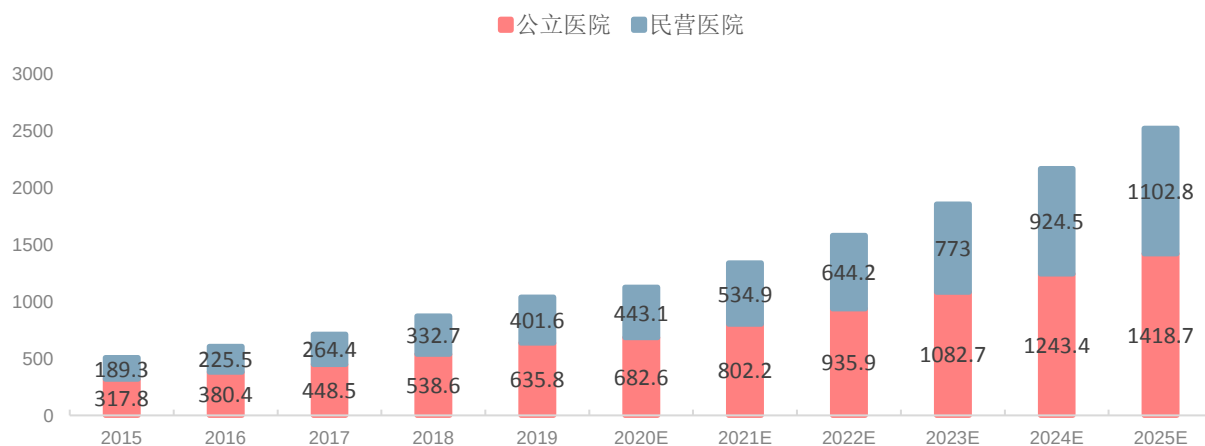
图表50：2019 年我国眼科市场规模



资料来源：华夏眼科招股说明书，中信建投

眼科医疗服务市场具备广阔的增长空间。我国眼科医疗服务市场规模 2015-2019 年间从 507.1 亿元增长至 1037.4 亿元，年均复合增长率达 19.6%，增长幅度大幅领先于眼科门诊量。我们认为，我国眼科市场具备广阔的增长空间，以下两个因素将驱动眼科医疗服务市场规模增长：1）人们对美好生活的向往。眼部疾病严重影响日常生活，积极治疗可大幅提升生活品质，如摘镜、眼科疾病治疗等；2）人们财富的增长使得人们更愿意支付治疗费用乃至高端溢价。

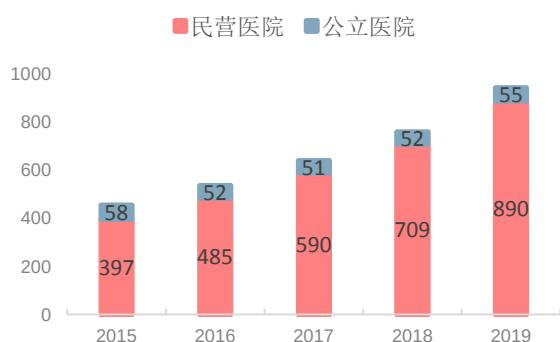
图表51：中国眼科医疗服务市场规模



资料来源：华夏眼科招股说明书，中国卫生健康统计年鉴，灼识咨询，中信建投

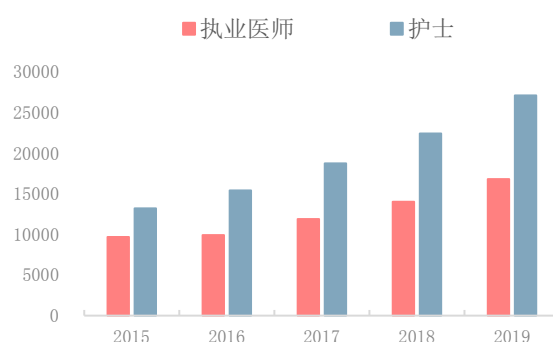
国内眼科医疗服务供给不足，民营医院发展迅速。2015 年，日本、美国、英国每百万人拥有的眼科医生人数分别为 114.1、54.7 和 46.4 人，我国为 26.4 人，远低于发达国家，考虑到我国极高的近视率，眼科医疗服务供给严重不足。2015-2019 年，我国眼科专科医院医生人数从 8702 人提升至 16845 人，取得了长足的进步，但整体供给仍然短缺。从医院性质来看，由于眼科医院具备较强的可复制性，2015-2019 年我国民营眼科专科医院发展迅速，民营眼科医院市场规模从 189.3 亿元增长至 401.6 亿元，年复合增长率 20.7%，超过同期公立医院眼科医疗服务 18.9% 的增长率。我们认为，未来民营眼科医院是补足眼科医疗服务短板、提升我国整体视健康水平的重要生力军。

图表52： 民营眼科医院数量增长



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，中信建投

图表53： 眼科专科医院执业医师和护士人数



资料来源：华夏眼科招股说明书，中信建投

收购澳洲最大的私人眼科连锁医院 Vision，切入眼科医疗服务市场。Vision 是南半球最大的眼科连锁医院，是全球公认的眼科技术引领者，目前拥有 21 家诊所、10 家日间手术室和超过 500 人的支持团队，配备有 54 名眼科医生，具有眼科全科诊疗能力。公司于 2015 年收购后，以 Vision 品牌为核心，收购长三角区域内数十家民营眼科医院，通过中澳合作使得中澳端眼科技术在境内落地，打造医疗健康板块作为第二主业。

图表54： Vision 在澳洲拥有 21 家诊所



资料来源：公司公告，中信建投

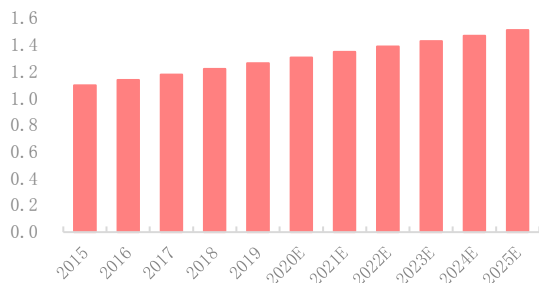
图表55： 维视眼科高端医院开业



资料来源：公司公告，中信建投

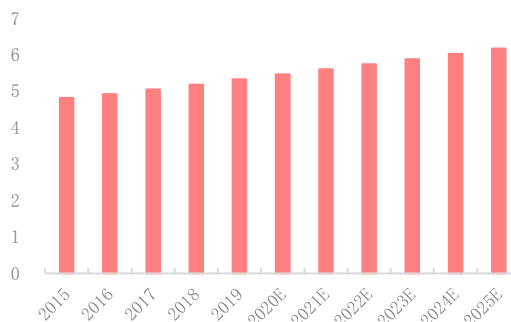
Vision 具备领先的管理经验和技術實力。以屈光治療為例，屈光不正是指平行光线进入无调节的眼球后无法聚焦于视网膜的情况，常见情况有近视和远视，目前主要治疗手段有屈光手术和配镜矫正两种。据卫健委统计，2019 年我国近视人数达 5.3 亿人，远视人群 2.5 亿人，预计到 2025 年，我国近视人群将达到 6.2 亿人，远视人群 2.8 亿人，青少年用眼不合理、老龄化是屈光人群增长的主要原因。Vision 是澳洲首批使用 SMILE 全飞秒技术的机构，今年 4 月，公司 Lawless 副教授成功实施了澳洲首例 SMILE PRO 手术，和上代相比更快更舒适。

图表56： 中国白内障患者人数（亿人）



资料来源：华夏眼科招股说明书，中信建投

图表57： 中国屈光不正患者人数（亿人）

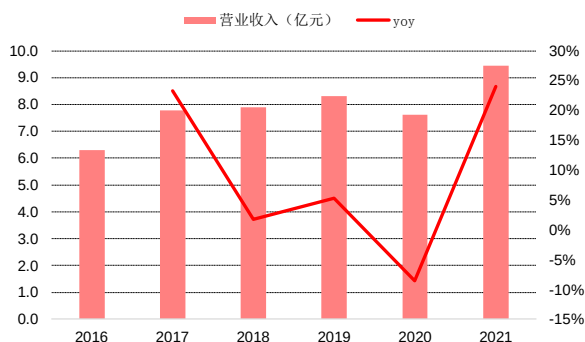


资料来源：华夏眼科招股说明书，中信建投

旗舰医院在南京落地，“Vision+区域品牌”的模式站稳脚跟。公司于 2016 年收购南京泽明医院，改名江河泽明，开启澳洲高端品牌落地中国的进程。目前，国内载体视眼科集团已通过在国内拓展数十家医疗机构，不断引进国际最新的眼科诊疗技术和先进技术，包括蔡司 Visumax3.0 全飞秒屈光手术系统等多台大型先进医疗设备，是区域内具备较强影响力的品牌。2021 年国内旗舰医院南京维视成立，已设立老花眼矫正中心、屈光矫正中心、白内障诊疗中心和近视防控中心，特别是在飞秒、ICL 晶体植入术、飞秒白内障手术、老花单眼融合视矫正方面引进了澳大利亚先进的诊疗经验，开启中澳眼科业务发展的新篇章。

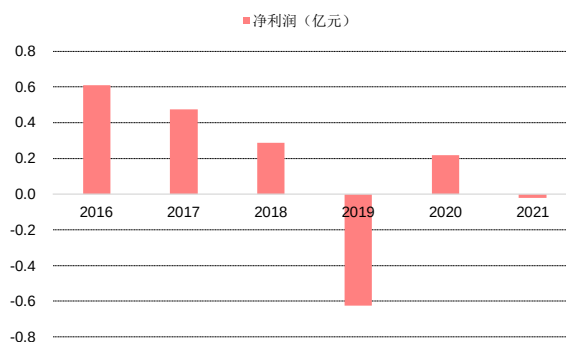
眼科医院收入稳步增长。2017-2021 年 5 年间，公司眼科医疗服务收入 CAGR 达到 8.4%，实现稳步增长。2021 年，公司实现眼科医疗服务收入 9.4 亿元，同比增长 24.0%；净利润亏损 231 万元，主要是由于南京维视集团旗下眼科医院成立不久，尚处于亏损阶段，2021 年亏损 1995 万元。后续随着运营成熟，南京维视有望逐步实现盈利。

图表58： 眼科医疗服务收入



资料来源：公司公告，中信建投

图表59： 眼科医疗服务净利润



资料来源：公司公告，中信建投

注：此处收入和净利润均为 Vision 和南京维视两家主要子公司加总得到。

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测：预计 2022-2024 年 EPS 为 0.64/0.81/0.94 元

我们预测 2022-2024 年公司归母净利润分别为 7.2/9.2/10.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.64/0.81/0.94 元。

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下主要假设：

1) 考虑到 2021 年底公司在手订单 317 亿元，是 2021 年建筑装饰收入的 1.6 倍，具备充足保障程度；以及 2021 年下半年开始房地产市场快速下行，房建新开工显著放缓。我们预计公司 2022~2024 年的幕墙业务收入增速分别为 15.6%/16.3%/16.1%，市内装饰业务收入增速分别为 4.3%/5.0%/4.5%，市内设计业务收入增速分别为 5.0%/5.0%/10.0%，眼科医疗服务收入保持年均 20% 的增速。

2) 随着房建新开工放缓，需求趋弱，可能加剧竞争。我们预计 2022~2024 年公司建筑装饰业务毛利率维持在 15.8%，医疗健康业务毛利率维持在 25.9%。

3) 竞争加剧后公司营销费用比例可能适当增加，但管理费用率受规模效应影响趋于下降。我们预计 2022~2024 年公司销售费用率维持在 1.29%，管理费用率分别为 5.40%/5.20%/5.00%。

4) 假设 2022~2024 年综合所得税率维持在 15.92%，少数股东损益占净利润比重维持在 30%。

图表60： 分部收入和毛利率预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	209.9	232.5	259.8	290.5
1.建筑装饰业	200.5	221.2	246.2	274.2
幕墙	106.8	123.4	143.6	166.7
市内装饰	89.9	93.8	98.5	102.9
市内设计	3.8	4.0	4.2	4.6
2.医疗健康业	9.4	11.3	13.6	16.3
营业收入增速	15.7%	10.8%	11.7%	11.8%
1.建筑装饰业	15.4%	10.8%	11.7%	11.8%
幕墙	37.5%	15.6%	16.3%	16.1%
市内装饰	-2.5%	4.3%	5.0%	4.5%
市内设计	-1.9%	5.0%	5.0%	10.0%
2.医疗健康业	24.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	17.2%	16.3%	16.3%	16.4%
1.装修装饰业	16.8%	15.8%	15.8%	15.8%
2.医疗健康业	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%

资料来源：公司公告，中信建投

5.2 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 16.64 元

首次覆盖给予买入评级，目标价 16.64 元。公司在手订单充沛，订单获取表现显著好于行业，幕墙龙头地位巩固，内装业绩迎来见底回升，切入 BIPV 领域相关订单有望放量。我们选取了 A 股上市的森特股份、杭萧钢构、精工钢构、东南网架 4 家房企作为可比公司，可比公司对应 2022 年平均 PE 估值 26x。我们给予公司 2022 年 PE 估值 26x，计算得到目标价为 16.64 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表61：可比公司估值表（2022 年 8 月 11 日更新）

公司名称	公司代码	市值（亿元）	归母净利润			PE		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
森特股份	603098.SH	178	0.3	3.4	5.4	544	52	33
杭萧钢构	600477.SH	127	4.1	5.0	6.0	31	25	21
精工钢构	600496.SH	86	6.9	8.3	10.1	12	10	8
东南网架	002135.SZ	95	4.9	6.5	8.2	19	15	12
可比公司调整平均值							26	19

资料来源：wind，中信建投

风险分析

- 1、受房地产市场持续下行和调整，房建增速趋于放缓，公司下游需求可能下滑进而影响公司订单获取；
- 2、房地产市场持续低迷对公司内装业务订单产生一定不利影响；
- 3、异型光伏组件生产对公司而言是新领域，存在研发、投产结果不及预期的可能性。

报表预测

资产负债表（百万元）

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	24,454.54	22,356.38	23,958.95	27,350.61	31,142.90
现金	6,383.96	5,115.71	4,894.52	6,102.17	7,437.83
应收票据及应收账款合计	15,752.46	14,452.93	16,008.94	17,886.64	19,998.82
其他应收款	318.68	309.43	342.74	382.94	428.16
预付账款	163.51	161.82	179.25	200.27	223.92
存货	856.24	1,169.11	1,309.81	1,462.80	1,634.79
其他流动资产	979.68	1,147.38	1,223.70	1,315.79	1,419.39
非流动资产	4,927.31	5,822.45	5,357.94	4,892.41	4,484.22
长期投资	87.23	103.06	107.05	111.04	115.03
固定资产	1,225.88	1,714.56	1,451.51	1,187.43	922.31
无形资产	628.72	708.39	590.32	472.26	354.19
其他非流动资产	2,985.48	3,296.45	3,209.06	3,121.68	3,092.68
资产总计	29,381.85	28,178.83	29,316.90	32,243.02	35,627.11
流动负债	18,656.53	19,499.71	20,266.90	22,630.99	25,288.22
短期借款	1,778.26	1,396.37	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	13,950.51	14,827.59	16,612.09	18,552.48	20,733.73
其他流动负债	2,927.75	3,275.75	3,654.81	4,078.51	4,554.49
非流动负债	741.90	1,007.12	734.78	480.27	255.41
长期借款	576.69	910.99	638.65	384.14	159.28
其他非流动负债	165.20	96.13	96.13	96.13	96.13
负债合计	19,398.42	20,506.82	21,001.68	23,111.26	25,543.63
少数股东权益	1,368.42	1,331.93	1,468.89	1,642.76	1,845.41
股本	1,154.05	1,154.05	1,154.05	1,154.05	1,154.05
资本公积	3,836.40	3,836.11	3,836.11	3,836.11	3,836.11
留存收益	3,624.56	1,349.92	1,856.16	2,498.84	3,247.91
归属母公司股东权益	8,615.01	6,340.08	6,846.32	7,489.00	8,238.07
负债和股东权益	29,381.85	28,178.83	29,316.90	32,243.02	35,627.11

现金流量表（百万元）

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,160.04	1,102.96	1,622.48	1,599.94	1,727.80
净利润	1,127.96	-977.37	860.17	1,091.98	1,272.75
折旧摊销	190.29	276.44	468.49	469.53	412.18
财务费用	297.20	265.48	50.43	5.56	-10.52
投资损失	-370.76	-72.74	-166.24	-166.24	-166.24
营运资金变动	690.83	-550.91	339.80	180.09	200.60
其他经营现金流	224.53	2,162.06	69.82	19.03	19.03
投资活动现金流	1,207.55	-725.33	92.42	143.22	143.22
资本支出	388.44	425.18	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,300.32	-491.84	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-481.21	-658.67	92.42	143.22	143.22
筹资活动现金流	-1,784.70	-1,401.69	-1,936.09	-535.50	-535.37
短期借款	-1,496.37	-381.89	-1,396.37	0.00	0.00
长期借款	-51.12	334.29	-272.33	-254.51	-224.86
其他筹资现金流	-237.21	-1,354.09	-267.39	-280.99	-310.51
现金净增加额	1,426.62	-1,109.21	-221.19	1,207.66	1,335.65

资料来源：公司公告，中信建投

利润表（百万元）

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,049.96	20,789.39	23,027.59	25,728.50	28,766.70
营业成本	14,747.54	17,205.67	19,276.37	21,527.96	24,059.05
营业税金及附加	33.35	37.40	41.43	46.28	51.75
销售费用	232.86	225.83	297.07	331.92	371.11
管理费用	1,132.32	1,122.54	1,243.49	1,337.88	1,438.34
研发费用	505.34	606.62	631.25	705.29	788.58
财务费用	297.20	265.48	50.43	5.56	-10.52
资产减值损失	-0.10	-329.43	-301.46	-336.81	-376.59
信用减值损失	-226.53	-2,132.43	-314.52	-351.41	-392.90
其他收益	88.20	27.29	27.29	27.29	27.29
公允价值变动收益	-42.10	32.32	-50.00	10.00	10.00
投资净收益	370.76	72.74	166.24	166.24	166.24
资产处置收益	2.79	2.33	2.33	2.33	2.33
营业利润	1,294.37	-1,001.34	1,017.43	1,291.23	1,504.76
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	1,016.01	1,289.81	1,503.34
所得税	166.51	-25.39	155.84	197.84	230.59
净利润	1,127.96	-977.37	860.17	1,091.98	1,272.75
少数股东损益	179.60	29.76	136.96	173.87	202.65
归属母公司净利润	948.36	-1,007.13	723.21	918.11	1,070.10
EBITDA	1,781.95	-460.84	1,534.93	1,764.90	1,905.00
EPS（元）	0.84	-0.89	0.64	0.81	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(%)	-4.02	15.18	10.77	11.73	11.81
营业利润(%)	96.57	-177.36	201.61	26.91	16.54
归属于母公司净利润(%)	168.78	-206.20	171.81	26.95	16.55
获利能力					
毛利率(%)	18.30	17.24	16.29	16.33	16.36
净利率(%)	5.25	-4.84	3.14	3.57	3.72
ROE(%)	11.01	-15.89	10.56	12.26	12.99
ROIC(%)	18.78	-12.77	19.22	24.88	31.40
偿债能力					
资产负债率(%)	66.02	72.77	71.64	71.68	71.70
净负债比率(%)	-40.36	-36.61	-51.18	-62.62	-72.18
流动比率	1.31	1.15	1.18	1.21	1.23
速动比率	1.22	1.04	1.07	1.10	1.12
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.74	0.79	0.80	0.81
应收账款周转率	1.35	1.51	1.51	1.51	1.51
应付账款周转率	1.85	2.04	2.04	2.04	2.04
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.84	-0.89	0.64	0.81	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	1.91	0.97	1.43	1.41	1.52
每股净资产(最新摊薄)	7.60	5.60	6.04	6.61	7.27
估值比率					
P/E	9.51	-8.95	12.47	9.82	8.43
P/B	1.05	1.42	1.32	1.20	1.09
EV/EBITDA	2.23	-13.49	4.26	3.13	2.35

分析师介绍

竺劲

房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

尹欢科

房地产行业分析师，主要研究领域为房地产开发、物业管理、商业地产及地产转型领域。浙江大学金融学学士，复旦大学金融学硕士。2018/2020 年水晶球最佳行业分析师奖团队成员，2020 年金牛奖最佳行业分析团队（房地产），2020 年新财富最佳分析师（房地产）入围团队成员，2018-2020 年连续三年 Wind 金牌分析师。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk