

江河集团 (601886)  
/ 机械设备

证券研究报告/公司点评

2024 年 1 月 22 日

**评级：买入(维持)**

市场价格：5.64

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

## 公司盈利预测及估值

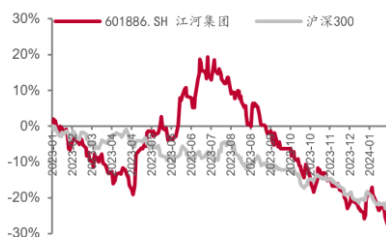
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,789	18,056	22,211	27,253	33,198
增长率 yoy%	15%	-13%	23%	23%	22%
净利润(百万元)	-1,007	489	681	841	1,180
增长率 yoy%	-206%	149%	39%	23%	40%
每股收益(元)	-0.89	0.43	0.60	0.74	1.04
每股现金流量	0.97	-0.13	-0.93	0.72	1.78
净资产收益率	-13%	6%	9%	11%	14%
P/E	-6.3	13.1	9.4	7.6	5.4
P/B	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9

备注：股价取自 2024 年 1 月 22 日

## 基本状况

总股本(百万股)	1,133
流通股本(百万股)	1,133
市价(元)	5.64
市值(百万元)	6,390
流通市值(百万元)	6,390

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

- 1 2023Q3 业绩符合预期，BIPV 幕墙稳步发展
- 2 2023Q2 业绩符合预期，BIPV 订单再创新高
- 3 BIPV 幕墙龙头，布局异型组件质地稀缺
- 4 2022Q2 业绩符合预期，加速向 BIPV 领域发展
- 5 幕墙行业龙头，BIPV 助力打开二次成长空间

## 投资要点

- **事件**：1 月 22 日，公司发布 2023 年业绩预告，预计 2023 年度归母净利润为 6.5-7.0 亿元，同比增长约 33%-43%。预计扣非归母净利润为 6.5-7.0 亿元，同比增长约 128%-146%。
- **2023Q4 业绩高速增长，幕墙龙头快速发展**。2023 年公司预期实现归母净利润为 6.5-7.0 亿元，同比增长约 33%-43%。预期实现扣非归母净利润为 6.5-7.0 亿元，同比增长约 128%-146%。2023Q4，公司单季度预期实现归母净利润为 2.51-3.01 亿元，同比增速约为 514%-636%，环比增速约为 136%-183%。公司单 Q4 业绩高速增长，经营情况向好。
- **幕墙行业领军品牌，连续 6 年蝉联中国建筑装饰百强企业第一**。公司成立于 2011 年，建筑装饰业务是公司立业之本。公司旗下拥有江河幕墙、承达、港源装饰、港源幕墙以及梁志天设计等五大知名品牌。江河幕墙定位高端幕墙领域，港源幕墙定位于中高端幕墙领域，形成双品牌错位发展。2022 年开始，公司依托在幕墙领域的优势，开始向 BIPV 转型。
- **BIPV 幕墙市场空间超五千亿，幕墙龙头转型 BIPV 效果显著**
  - (1) **BIPV 幕墙一片蓝海，市场空间超五千亿**。由于幕墙面积比屋顶更大，且是仍未被广泛利用的新场景，我们更看好 BIPV 在幕墙领域的发展前景。据我们测算，2023 年我国 BIPV 幕墙市场规模为 258.88 亿元，预计 2028 年达到 5745.17 亿元，CAGR 为 85.88%。随着 BIPV 幕墙渗透率的不断提升，公司 BIPV 幕墙业务有望快速放量。
  - (2) **依托幕墙龙头效应及“幕墙+光伏”的经验，在 BIPV 领域订单增长显著**。2023 前三季度公司累计承接 BIPV 项目订单约 12.5 亿元，大幅超过公司 2022 年全年订单 (8.54 亿元)，也大幅领先竞争对手亚厦股份的全部已公告订单 (2.98 亿元)。并且随着住建部强制性新规的正式实施，光伏建筑行业迎来快速发展期，BIPV 幕墙需求会持续提升。
  - (3) **转型制造，布局异型组件铸就高壁垒**。异型组件产线能够针对不同的 BIPV 工程外观特点，以差异化产品为客户提供个性化产品解决方案。公司投建的湖北浠水 BIPV 光伏组件柔性生产基地已于 2023 年 6 月投产，300MW 产线全部投产后可贡献年产 20 亿产值。
- **维持“买入”评级**。公司在手订单充沛，且积极布局 BIPV 幕墙新赛道，基于此我们看好公司成长性。考虑到订单转换周期等因素，我们调整盈利预测：预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 6.81、8.41、11.80 亿元（前值 2023~2025 年分别为 7.00、9.16、11.91 亿元），按照 2024 年 1 月 22 日股价对应 PE 分别为 9.4、7.6、5.4 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：生产线建设进度不达预期的风险；市场竞争的风险；原材料价格波动的风险；研报使用的信息更新不及时的风险；行业规模测算偏差风险。

**图表 1：江河集团盈利预测模型**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,161	96	0	0	营业收入	18,056	22,211	27,253	33,198
应收票据	186	1,384	1,596	1,356	营业成本	15,043	18,177	22,213	26,922
应收账款	11,383	13,018	15,756	18,632	税金及附加	30	37	45	55
预付账款	269	325	397	482	销售费用	233	289	327	432
存货	1,027	1,052	1,286	1,558	管理费用	1,176	1,444	1,744	2,091
合同资产	3,499	4,304	5,280	6,432	研发费用	525	999	1,226	1,527
其他流动资产	5,112	6,165	7,461	8,996	财务费用	174	250	241	236
流动资产合计	22,139	22,040	26,496	31,024	信用减值损失	-197	-110	-230	-240
其他长期投资	196	196	196	196	资产减值损失	-270	-110	-240	-290
长期股权投资	119	119	119	119	公允价值变动收益	-105	11	11	11
固定资产	1,136	1,044	2,495	2,282	投资收益	324	5	5	5
在建工程	237	1,002	232	732	其他收益	43	43	43	43
无形资产	690	665	659	636	营业利润	672	855	1,046	1,464
其他非流动资产	2,415	2,425	2,432	2,433	营业外收入	7	0	0	0
非流动资产合计	4,793	5,452	6,133	6,398	营业外支出	5	6	6	6
资产合计	26,932	27,492	32,629	37,422	利润总额	674	849	1,040	1,458
短期借款	1,317	0	795	191	所得税	127	88	100	139
应付票据	5,530	6,682	8,165	9,896	净利润	547	761	940	1,319
应付账款	8,603	8,917	10,897	13,207	少数股东损益	58	80	99	139
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	489	681	841	1,180
合同负债	986	1,213	1,489	1,814	NOPLAT	688	985	1,157	1,533
其他应付款	137	137	137	137	EPS (按最新股本摊薄)	0.43	0.60	0.74	1.04
一年内到期的非流动负债	629	629	629	629					
其他流动负债	1,377	1,492	1,780	2,114	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	18,579	19,070	23,892	27,988	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	312	312	312	312	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-13.1%	23.0%	22.7%	21.8%
其他非流动负债	434	434	434	434	EBIT增长率	-214.9%	29.7%	16.5%	32.3%
非流动负债合计	746	746	746	746	归母公司净利润增长率	-148.6%	39.3%	23.4%	40.4%
负债合计	19,324	19,816	24,637	28,734	获利能力				
归属母公司所有者权益	6,350	6,338	6,555	7,112	毛利率	16.7%	18.2%	18.5%	18.9%
少数股东权益	1,258	1,338	1,437	1,576	净利率	3.0%	3.4%	3.4%	4.0%
所有者权益合计	7,608	7,676	7,992	8,688	ROE	6.4%	8.9%	10.5%	13.6%
负债和股东权益	26,932	27,492	32,629	37,422	ROIC	11.7%	18.5%	18.2%	23.7%
					偿债能力				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	71.8%	72.1%	75.5%	76.8%
					债务权益比	35.4%	17.9%	27.1%	18.0%
					流动比率	1.2	1.2	1.1	1.1
					速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
					应收账款周转天数	220	198	190	186
					应付账款周转天数	204	173	161	161
					存货周转天数	26	21	19	19
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.43	0.60	0.74	1.04
					每股经营现金流	-0.14	-0.93	0.72	1.78
					每股净资产	5.60	5.59	5.79	6.28
					估值比率				
					P/E	13	9	8	5
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	196	156	138	100

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。