

江河集团 (601886.SH)

扣非净利高增，现金流优异，BIPV 加速推进

核心观点:

- **江河集团发布 2023 年报。**根据年报，2023 年，公司营收 209.5 亿元，同比+16.1%；归母净利 6.72 亿元，同比+36.9%；扣非净利 6.94 亿元，同比+142.1%。23Q4 营收 68.4 亿元，同比+18.8%。归母净利 2.73 亿元，同比增长 565.6%；扣非净利 3.08 亿元，同比增长 7470%。
- **经营性现金流表现优异，盈利能力提升。**根据年报，公司实现销售回款 210.10 亿元，收现比 100.27%。经营现金流净流入 8.61 亿元，实现大幅好转（22 年为净流出 1.5 亿元）。公司连续多年销售回款大于主营业务收入，充分体现了公司的客户群整体较为优质，以及坚持“现金为王”的经营理念。盈利能力方面，公司 23 年毛利率/净利率分别为 17.19%/3.55%，同比提升 0.49/0.42pct，盈利能力进一步提升。
- **幕墙主业稳健增长，各业务毛利率均有提升。**分业务看，建筑装饰业务营收 199.0 亿元，同比+16.5%；毛利率 16.60%，同比+0.47pct，从订单层面看，23 年公司建筑装饰中标额约 258.4 亿元，同比+9.7%，其中，幕墙业务中标额约 171.8 亿元，同比+21.0%，内装业务中标额约 86.6 亿元，同比-7.4%。医疗健康业务营收 11 亿元，同比+9.5%；毛利率 27.94%，同比+2.11pct。
- **湖北涪水组件基地已投产，BIPV 业务逐渐放量。**公司投资建设的湖北涪水 BIPV 光伏定制化组件柔性生产基地于 23 年 6 月份投产。23 年承接光伏建筑项目（BIPV）约 13.7 亿元，同比增长 60.42%，光伏建筑项目实现收入 7.04 亿元。传统幕墙将逐步转化为光伏幕墙，预计未来市场仍将进一步向头部企业聚集，BIPV 业务后期有望逐渐放量。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司 24-26 年归母净利润分别为 8.00/9.45/11.16 亿元，参考可比公司估值给予公司 24 年 15 倍 PE，对应合理价值 10.59 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新签订单不及预期；订单执行不及预期；新业务不及预期。

盈利预测:

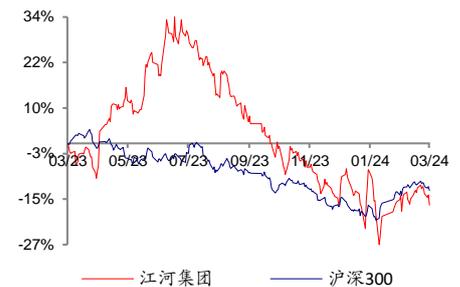
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,056	20,954	22,700	25,820	29,651
增长率(%)	-13.1	16.0	8.3	13.7	14.8
EBITDA(百万元)	1,360	1,801	1,906	2,175	2,497
归母净利润(百万元)	491	672	800	946	1,116
增长率(%)	148.7	36.9	19.1	18.2	18.1
EPS(元/股)	0.43	0.59	0.71	0.83	0.99
市盈率(P/E)	17.87	11.23	8.64	7.31	6.19
ROE(%)	7.7	9.5	10.3	10.9	11.4
EV/EBITDA	5.05	2.91	1.95	1.40	0.85

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

	买入
当前价格	6.10 元
合理价值	10.59 元
前次评级	买入
报告日期	2024-03-27

相对市场表现



分析师:

耿鹏智



SAC 执证号: S0260524010001



gengpengzhi@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师:

尉凯旋



SAC 执证号: S0260520070006



021-38003576



yukaixuan@gf.com.cn

请注意，耿鹏智、尉凯旋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	22,192	23,416	24,426	27,511	31,440
货币资金	4,161	4,691	5,206	5,824	6,713
应收及预付	11,921	12,920	13,249	15,070	17,306
存货	1,027	1,046	1,036	1,178	1,352
其他流动资产	5,083	4,759	4,935	5,438	6,068
非流动资产	4,373	4,895	5,379	5,726	5,968
长期股权投资	119	99	99	99	99
固定资产	1,136	1,343	1,765	2,051	2,207
在建工程	237	322	322	322	322
无形资产	690	709	772	833	919
其他长期资产	2,191	2,421	2,421	2,421	2,421
资产总计	26,565	28,311	29,806	33,237	37,408
流动负债	18,579	19,308	20,129	22,560	25,541
短期借款	1,317	1,491	1,200	1,200	1,200
应付及预收	14,132	14,687	15,544	17,671	20,281
其他流动负债	3,129	3,129	3,385	3,688	4,060
非流动负债	364	667	577	527	477
长期借款	312	559	459	409	359
应付债券	0	0	10	10	10
其他非流动负债	52	108	108	108	108
负债合计	18,942	19,974	20,706	23,086	26,018
股本	1,133	1,133	1,133	1,133	1,133
资本公积	3,697	3,696	3,696	3,696	3,696
留存收益	1,465	2,114	2,914	3,860	4,976
归属母公司股东权益	6,365	7,069	7,744	8,689	9,805
少数股东权益	1,258	1,267	1,356	1,461	1,585
负债和股东权益	26,565	28,311	29,806	33,237	37,408

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,056	20,954	22,700	25,820	29,651
营业成本	15,043	17,355	18,912	21,500	24,675
营业税金及附加	30	66	41	46	53
销售费用	233	269	250	284	326
管理费用	1,176	1,142	1,226	1,394	1,601
研发费用	525	619	681	775	890
财务费用	174	146	243	272	305
资产减值损失	-466	-405	-365	-308	-332
公允价值变动收益	-105	-101	-50	-50	-50
投资净收益	324	27	110	60	62
营业利润	672	906	1,085	1,282	1,514
营业外收支	1	-1	-1	-1	-1
利润总额	674	904	1,084	1,281	1,513
所得税	125	162	195	231	272
净利润	549	743	889	1,051	1,240
少数股东损益	58	71	89	105	124
归属母公司净利润	491	672	800	946	1,116
EBITDA	1,360	1,801	1,906	2,175	2,497
EPS (元)	0.43	0.59	0.71	0.83	0.99

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-153	861	1,790	1,380	1,577
净利润	549	743	889	1,051	1,240
折旧摊销	311	298	315	355	391
营运资金变动	-1,392	-803	403	-194	-241
其它	379	624	183	167	187
投资活动现金流	202	-152	-689	-641	-569
资本支出	-309	-546	-799	-701	-631
投资变动	449	259	50	50	50
其他	61	135	60	10	12
筹资活动现金流	-678	-234	-587	-120	-118
银行借款	-389	214	-391	-50	-50
股权融资	2	0	0	0	0
其他	-291	-448	-196	-70	-68
现金净增加额	-629	475	514	618	889
期初现金余额	3,871	3,301	4,691	5,206	5,824
期末现金余额	3,301	3,816	5,206	5,824	6,713

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	-13.1%	16.0%	8.3%	13.7%	14.8%
营业利润增长	167.2%	34.7%	19.8%	18.2%	18.0%
归母净利润增长	148.7%	36.9%	19.1%	18.2%	18.1%
获利能力					
毛利率	16.7%	17.2%	16.7%	16.7%	16.8%
净利率	3.0%	3.5%	3.9%	4.1%	4.2%
ROE	7.7%	9.5%	10.3%	10.9%	11.4%
ROIC	16.2%	21.6%	23.1%	24.6%	26.9%
偿债能力					
资产负债率	71.3%	70.6%	69.5%	69.5%	69.6%
净负债比率	8.5%	8.5%	6.8%	5.9%	5.1%
流动比率	1.19	1.21	1.21	1.22	1.23
速动比率	1.12	1.14	1.15	1.16	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.76	0.78	0.82	0.84
应收账款周转率	1.57	1.73	1.74	1.74	1.74
存货周转率	13.70	16.74	18.25	18.25	18.25
每股指标 (元)					
每股收益	0.43	0.59	0.71	0.83	0.99
每股经营现金流	-0.13	0.76	1.58	1.22	1.39
每股净资产	5.62	6.24	6.83	7.67	8.65
估值比率					
P/E	17.87	11.23	8.64	7.31	6.19
P/B	1.38	1.07	0.89	0.80	0.70
EV/EBITDA	5.05	2.91	1.95	1.40	0.85

广发建筑工程行业研究小组

耿鹏智：首席分析师，东南大学工学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

尉凯旋：资深分析师，复旦大学金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。