

江河集团 (601886)  
/ 机械设备

证券研究报告/公司点评

2024 年 3 月 28 日

评级: 买入(维持)

市场价格: 6.10

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

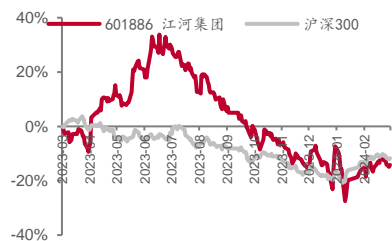
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,056	20,954	27,009	32,991	39,458
增长率 yoy%	-13%	16%	29%	22%	20%
归母净利润(百万元)	489	672	841	1,180	1,535
增长率 yoy%	149%	37%	25%	40%	30%
每股收益(元)	0.43	0.59	0.74	1.04	1.36
每股现金流量	-0.13	0.76	0.22	2.06	0.90
净资产收益率	6%	8%	9%	11%	13%
P/E	13.1	10.3	8.2	5.9	4.5
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7

备注: 股价取自 2024 年 3 月 27 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)	6.10
市值(百万元)	6,911
流通市值(百万元)	6,911

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

- 2023Q4 业绩高增, BIPV 打开成长空间
- 2023Q3 业绩符合预期, BIPV 幕墙稳步发展
- 2023Q2 业绩符合预期, BIPV 订单再创新高
- BIPV 幕墙龙头, 布局异型组件质地稀缺
- 2022Q2 业绩符合预期, 加速向 BIPV 领域发展
- 幕墙行业龙头, BIPV 助力打开二次成长空间

## 投资要点

- **事件:** 3 月 28 日公司发布 2023 年年报, 2023 年实现营业收入 209.54 亿元, 同比增长 16.05%, 实现归母净利润 6.72 亿元, 同比增长 36.89%, 实现扣非归母净利润 6.94 亿元, 同比增长 142.13%。披露利润分配预案, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元(含税)。

### 2023 年公司盈利能力提高, 在手订单充沛

(1) **成长性分析:** 2023 年公司实现营收同比上升 16.05%, 归母净利润同比上升 36.89%, 扣非归母净利润同比上升 142.13%。2023 年公司建筑装饰板块累计中标金额约为人民币 258.4 亿元, 同比增加 9.70%, 其中幕墙系统中标额约 171.8 亿元, 同比增加 21%。截至 2023 年 12 月 31 日, 公司建筑装饰业务在手订单 333.88 亿元, 其中, 已签订合同但尚未开工项目金额 66.79 亿元人民币, 在建项目中未完工部分金额 267.09 亿元人民币。在手订单充足, 保障了后续业绩持续释放。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元(含税), 合计派发现金红利 2.27 亿元, 坚持持续实施分红政策, 切实回报广大股东。

(2) **盈利能力分析:** 2023 年公司销售毛利率为 17.18%, 同比+0.49pct; 销售净利率为 3.55%, 同比+0.52pct, 公司毛利率及净利率小幅增长。公司销售/管理/财务费用率分别为 1.28%/5.45%/0.70%, 同比变动-0.01/-1.07/-0.26pct, 三项费用率之和为 7.43%, 同比-1.34pct, 费用管控效果显著。2023 年公司研发费用 6.19 亿元, 占收入比重 2.96%, 同比+0.05pct。

(3) **营运能力及经营现金流分析:** 2023 年公司应收账款周转天数 203.3 天, 同比减少 16.8 天, 资金周转效率明显提升。2023 年公司经营性净现金流大幅改善, 达到 8.61 亿元, 主要原因是经营回款增加及兑付票据支出减少。

### 光伏幕墙市场空间广阔, BIPV 订单增长迅速

(1) **BIPV 幕墙市场为新蓝海, 潜力巨大。** BIPV 行业在建筑光伏政策红利的推动下驶入快速发展阶段初期, 建筑光伏行业发展潜力巨大。由于幕墙面积比屋顶更大, 且是仍未被广泛利用的新场景, 所以幕墙可作为光伏建筑行业的流量入口, 给建筑装饰产业带来新的增长机会。

(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 年, 公司中标了以厦门机场、青岛特来电总部基地、深圳中海大厦、珠海华润银行总部等为代表的多项重点 BIPV 工程。2023 年公司累计承接 BIPV 项目订单约 13.7 亿元, 同比增长 60.42%。全年公司光伏建筑项目实现收入 7.04 亿元。随着 BIPV 幕墙业务的放量, 未来业绩增长有较强保障。

- (3) **向产业链上游延伸, 布局异型组件制造铸就高壁垒。** 借助利好政策, 公司城镇光伏建筑业务乘势而上, 依托幕墙龙头效应及技术实力, 汇集“幕墙+光伏”的经验, 加速推进 BIPV 在建筑中的应用和转型。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, 该生产基地的投产为国内首家面向城镇建筑提供“设计+产品生产”的定制化光伏组件企业, 也标志着公司正式向新光伏产品、新光伏技术方向发力。目前江河光伏组件工厂不仅承接内部订单, 也逐渐承接外部客户订单, 市场认可度持续提升。

- **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，市场空间广阔。基于此我们看好公司成长性。我们预测：公司 2024~2026 年归母净利润分别为 8.41、11.80、15.35 亿元，按照 2024 年 3 月 27 日股价对应 PE 分别为 8.2、5.9、4.5 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**异型组件生产线建设进度不达预期；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	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,691	3,838	4,996	6,371	营业收入	20,954	27,009	32,991	39,458
应收票据	304	1,259	855	960	营业成本	17,355	22,193	27,072	32,285
应收账款	12,253	15,927	19,023	23,573	税金及附加	66	85	104	124
预付账款	300	383	468	558	销售费用	269	346	423	521
存货	1,046	1,545	1,885	2,247	管理费用	1,142	1,563	1,952	2,328
合同资产	3,611	4,655	5,686	6,800	研发费用	619	1,215	1,485	1,776
其他流动资产	4,794	1,392	1,486	1,643	财务费用	146	168	127	108
流动资产合计	23,388	11,815	14,186	16,754	信用减值损失	-264	-230	-247	-239
其他长期投资	448	448	448	448	资产减值损失	-141	-300	-220	-260
长期股权投资	99	99	99	99	公允价值变动收益	-101	-103	-109	-150
固定资产	1,343	1,237	1,536	1,458	投资收益	27	48	17	0
在建工程	322	447	177	137	其他收益	28	90	90	90
无形资产	709	700	674	658	营业利润	906	954	1,369	1,782
其他非流动资产	2,396	179	179	179	营业外收入	3	10	10	10
非流动资产合计	5,318	3,182	3,131	2,915	营业外支出	5	5	5	5
资产合计	28,706	14,997	17,317	19,668	利润总额	904	959	1,374	1,787
短期借款	1,491	0	0	0	所得税	161	29	69	89
应付票据	5,397	6,901	8,418	10,039	净利润	743	930	1,305	1,698
应付账款	9,290	12,691	15,481	18,463	少数股东损益	71	89	125	163
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	672	841	1,180	1,535
合同负债	1,187	1,530	1,869	2,235	NOPLAT	863	1,093	1,426	1,801
其他应付款	96	96	96	96	EPS(按最新股本摊薄)	0.59	0.74	1.04	1.36
一年内到期的非流动负债	344	344	344	344					
其他流动负债	1,503	125	135	147	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	19,308	7,937	9,214	10,306	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	559	559	559	559	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	16.0%	28.9%	22.1%	19.6%
其他非流动负债	503	503	503	503	EBIT增长率	24.0%	7.2%	33.2%	26.3%
非流动负债合计	1,062	1,062	1,062	1,062	归母公司净利润增长率	37.4%	25.2%	40.3%	30.1%
负债合计	20,369	8,238	9,514	10,606	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	7,069	7,699	8,793	10,242	毛利率	17.2%	17.8%	17.9%	18.2%
少数股东权益	1,267	1,356	1,481	1,644	净利率	3.5%	3.4%	4.0%	4.3%
所有者权益合计	8,337	9,055	10,274	11,886	ROE	8.1%	9.3%	11.5%	12.9%
负债和股东权益	28,706	14,997	17,317	19,668	ROIC	13.0%	17.5%	18.1%	18.3%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	71.0%	54.9%	54.9%	53.9%
					债务权益比	34.7%	5.9%	5.1%	4.4%
					流动比率	1.2	1.5	1.5	1.6
					速动比率	1.2	1.1	1.2	1.3
					<b>营运能力</b>				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
经营活动现金流	861	1,411	1,366	1,441	应收账款周转天数	203	188	191	194
现金收益	1,187	1,312	1,637	2,036	应付账款周转天数	186	178	187	189
存货影响	-19	-499	-340	-363	存货周转天数	21	21	23	23
经营性应收影响	-878	-4,413	-2,556	-4,485	<b>每股指标(元)</b>				
经营性应付影响	514	4,906	4,307	4,603	每股收益	0.59	0.74	1.04	1.36
其他影响	57	-289	31	-44	每股经营现金流	0.76	0.94	0.91	0.96
投资活动现金流	-152	-130	-114	38	每股净资产	6.24	6.79	7.76	9.04
资本支出	-609	-224	-208	-95	<b>估值比率</b>				
股权投资	20	0	0	0	P/E	10	8	6	5
其他长期资产变化	437	-42	-43	-37	P/B	1.0	0.9	0.8	0.7
融资活动现金流	-234	-731	-94	-104	EV/EBITDA	28	28	22	17
借款增加	136	-618	0	0					
股利及利息支付	-226	-225	-256	-248					
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-144	12	77	75					

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。