

江河集团 (601886)
 / 机械设备

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 29 日

评级：买入(维持)

市场价格：6.18

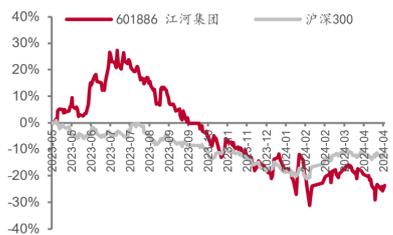
分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,133
流通股本(百万股)	1,133
市价(元)	6.18
市值(百万元)	7,002
流通市值(百万元)	7,002

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 营收、扣非净利润创新高，BIPV 业务增长显著
- 2 2023Q4 业绩高增，BIPV 打开成长空间
- 3 2023Q3 业绩符合预期，BIPV 幕墙稳步发展
- 4 2023Q2 业绩符合预期，BIPV 订单再创新高
- 5 BIPV 幕墙龙头，布局异型组件质地稀缺
- 6 2022Q2 业绩符合预期，加速向 BIPV 领域发展
- 7 幕墙行业龙头，BIPV 助力打开二次成长空间

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	14.3	10.4	8.3	5.9	4.6
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

备注：股价取自 2024 年 4 月 29 日

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年一季报，2024 年一季度实现营业收入 40.86 亿元，同比增长 19.50%，实现归母净利润 1.82 亿元，同比增长 11.10%，实现扣非归母净利润 1.77 亿元，同比增长 21.87%。
- **公司盈利能力提升**
 - (1) **成长性分析：**2024Q1 公司实现营收同比上升 19.50%，归母净利润同比上升 11.10%，扣非归母净利润同比上升 21.87%。主要是因为营收规模同比增长及费用率下降所致。
 - (2) **盈利能力分析：**2024Q1 公司销售毛利率为 15.84%，同比-0.90pct；销售净利率为 5.18%，同比-0.19pct，公司毛利率及净利率略有下滑。公司销售/管理/财务费用率分别为 1.56%/6.84%/0.89%，同比变动+0.06/-0.58/-0.48pct，三项费用率之和为 9.29%，同比-1.00pct，费用管控效果显著。
 - (3) **营运能力及经营现金流分析：**2024Q1 公司存货周转天数 125 天，同比减少 22.1 天；应收账款周转天数 261 天，同比减少 28.6 天，资金周转效率明显提升。经营活动产生的现金流量净额为-9.68 亿元，现金流量净额虽为负值，但较去年同期增加 0.82 亿元。
 - (4) **研发费用保持高位：**2024Q1 公司研发费用 1.01 亿元，同比增加 10.42%，占收入比重 2.48%。公司在自主创新、科技研发等方面持续发力，2023 年度获得授权专利 103 项，累计授权专利达 1029 项，其中一项专利荣获了中国专利优秀奖，为我国专利领域的最高荣誉；还荣获中国建筑工程科技创新工程奖 3 项、中国建筑工程科技新成果奖 3 项。
- **主业稳健增长，BIPV 幕墙市场空间广阔**
 - (1) **建筑装饰业务稳健增长。**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 10%，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 334 亿元。2024 Q1 累计中标金额 51.89 亿元，同比增长 5.95%，其中幕墙系统中标额约 30.31 亿元，同比增长 0.27%，内装系统中标额约 21.58 亿元，同比增长 15.09%，在手订单充足。在手订单充足，保障了后续业绩持续释放。
 - (2) **BIPV 市场空间广阔，有望迎来快速增长。**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。根据我们测算，2028 年 BIPV 市场装机规模可达 201.1GW，对应 BIPV 组件空间可达 9957 亿元。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。2024Q1 累计承接 BIPV 项目订单约 0.5 亿元，随着 BIPV 幕墙业务的放量，未来将会为公司业绩持续带来增量。
- **维持“买入”评级。**公司在手订单充沛，转型制造布局 BIPV 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 4 月 29 日股价对应 PE 分别为 8.3、5.9、4.6 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**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	2,907	4,721	5,302	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	6,065	7,344	8,730	财务费用	146	168	127	108
流动资产合计	23,388	28,087	34,295	41,370	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	2,404	2,407	2,407	营业外收入	3	10	10	10
非流动资产合计	5,318	5,336	5,341	5,206	营业外支出	5	5	5	5
资产合计	28,706	33,423	39,636	46,577	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	1,744	2,092	2,452					
流动负债合计	19,308	23,307	28,300	33,630	主要财务比率				
长期借款	559	559	559	559	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	503	503	503	503	营业收入增长率	16.0%	28.9%	22.1%	19.6%
非流动负债合计	1,062	1,062	1,062	1,062	EBIT增长率	24.0%	7.2%	33.2%	26.3%
负债合计	20,369	24,368	29,362	34,691	归母公司净利润增长率	37.4%	25.2%	40.3%	30.1%
归属母公司所有者权益	7,069	7,699	8,793	10,242	获利能力				
少数股东权益	1,267	1,356	1,481	1,644	毛利率	17.2%	17.8%	17.9%	18.2%
所有者权益合计	8,337	9,055	10,274	11,886	净利率	3.5%	3.4%	4.0%	4.3%
负债和股东权益	28,706	33,423	39,636	46,577	ROE	8.1%	9.3%	11.5%	12.9%
					ROIC	13.0%	15.3%	17.5%	18.6%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	71.0%	72.9%	74.1%	74.5%
					债务权益比	34.7%	15.5%	13.7%	11.8%
					流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
					速动比率	1.2	1.1	1.1	1.2
					营运能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
经营活动现金流	861	247	2,329	1,021	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	每股指标 (元)				
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	-1,058	-720	-769	每股经营现金流	0.76	0.22	2.06	0.90
投资活动现金流	-152	-286	-303	-245	每股净资产	6.24	6.79	7.76	9.04
资本支出	-609	-224	-208	-95	估值比率				
股权投资	20	0	0	0	P/E	10	8	6	5
其他长期资产变化	437	-62	-95	-150	P/B	1.0	0.9	0.8	0.7
融资活动现金流	-234	-1,745	-213	-195	EV/EBITDA	28	28	22	18
借款增加	136	-1,491	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	-29	43	53					

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。