

江河集团 (601886)
/机械设备

证券研究报告/公司点评

2024年9月2日

评级: 买入(维持)

市场价格: 4.65

分析师: 王可

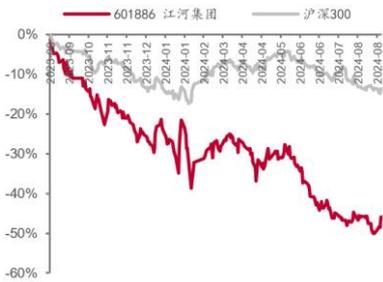
执业证书编号: S0740519080001

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)	4.65
市值(百万元)	5,268
流通市值(百万元)	5,268

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 2024Q1 营收、净利润双增，看好 BIPV 业务
- 营收、扣非净利润创新高，BIPV 业务增长显著
- 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

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	23,129	25,662	28,465
增长率 yoy%	-13%	16%	10%	11%	11%
归母净利润(百万元)	489	672	758	863	1,005
增长率 yoy%	149%	37%	13%	14%	16%
每股收益(元)	0.43	0.59	0.67	0.76	0.89
每股现金流量	-0.13	0.76	0.43	2.00	1.03
净资产收益率	6%	8%	8%	9%	9%
P/E	10.8	7.8	7.0	6.1	5.2
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6

备注: 股价取自 2024 年 9 月 2 日

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2024 年中报, 2024 年上半年, 公司实现营收 99.2 亿元, 同比增长 12.1%, 实现归母净利润 3.22 亿元, 同比增长 10.23%, 实现扣非归母净利润 2.75 亿元, 同比增长 5.93%; 单二季度, 公司实现营业收入 58.34 亿元, 同比增长 7.45%, 实现归母净利润 1.41 亿元, 同比增长 9.12%, 实现扣非归母净利润 0.99 亿元, 同比下滑 14.13%。公司首次实施中期分红, 拟派发现金红利 0.15 元/股, 共计派发现金红利 1.7 亿(含税), 现金分红比例 52.7%。

■ 公司盈利能力稳步增长, 现金流改善显著

(1) **成长性分析:** 2024 年上半年, 公司营收 99.2 亿元, 增长 12.1%。其中建筑装饰板块实现营业收入 93.72 亿元, 医疗健康板块实现营业收入 5.48 亿元。实现归母净利润 3.22 亿元, 同比增长 10.23%, 扣非归母净利润 2.75 亿元, 同比增长 5.93%。公司持续强化利润的管理, 盈利能力进一步提高。

(2) **盈利能力分析:** 2024 年上半年, 公司销售毛利率为 15.63%, 同比提升 0.65pct, 销售净利率为 3.92%, 同比提升 0.02pct; 上半年销售/管理/财务费用率分别为 1.35%、5.23%、0.73%, 分别同比为 +0.14pct、+0.02pct、-0.18pct, 三项费用之和为 7.30% 同比下降 0.02pct。

(3) **营运能力及经营现金流分析:** 2024 年上半年, 公司存货周转天数 101 天, 同比减少 10.4 天, 应收账款周转天数为 226 天, 同比减少 11.8 天, 运营能力提升; 公司现金流净额为 -4.52 亿元, 较同期增加 7.99 亿元, 现金流改善显著, 主要原因系本期工程回款同比大幅增加所致。

(4) **研发投入分析:** 2024 年上半年, 公司研发投入为 2.64 亿元, 同比增长 7.32%, 占营收比重 2.66%。截至 2024 年 6 月, 工业和信息化部发布了第八批制造业单项冠军企业的名单, 江河幕墙凭借其卓越的产品质量、领先的技术实力和显著的市场占有率, 荣登榜单, 获得“国家级制造业单项冠军企业”的殊荣; 江河幕墙荣获中国绿色建筑产品认证, 其单元式幕墙和构件式幕墙产品获颁最高等级三星级证书。

■ 新增订单总量稳居行业首位, 龙头效应凸显。

公司建筑装饰业务新增订单约 128.84 亿元, 同比增长 14.22%, 其中幕墙及光伏建筑业务新增订单约为 82.6 亿元, 同比增长 8.9%; 室内装饰及设计业务新增订单约 46.24 亿元, 同比增长 25.14%。公司依托品牌优势, 上半年新增订单总量稳居行业首位。截止 2024 年 6 月 30 日, 公司在手订单约 356 亿元, 为公司后续业绩持续释放奠定了坚实基础。

■ “出海”与“下沉”战略并举, 深耕细作寻求市场机遇。

“出海”战略: 公司海外事业部重返沙特、迪拜等中东地区国家, 公司已完成迪拜和沙特子公司的设立, 并在当地稳健拓展业务。公司将东盟等亚太市场重组为亚太大区、印太大区, 进一步拓展日本、韩国、印度尼西亚等亚洲市场国家, 有选择性承接优质项目。“下沉”战略: 在国内市场公司择优适当做部分市场下沉, 开辟新的增长极。

■ BIPV 业务持续发力, 市场认可度提升。

上半年公司先后中标了雄安国贸中心项目投建运一体化 航站楼幕墙工程、石药集团智能制造工厂等重点 BIPV 工程, 累计承接光伏建筑项目中标金额约 1.5 亿元。上半年公司光伏建筑项目已确收约 3.14 亿元, 同比增幅达 124%。BIPV 行业正处在快速发

展的初期阶段，从目前市场上承接的 BIPV 订单来看，头部企业已开始受益。同时公司异型组件外销增加，生产任务连续，市场认可度持续提升。

- **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。考虑到当前 BIPV 行业发展正处在快速发展的初期阶段，行业放量仍需要一定的周期，我们调整盈利预测：预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 7.58、8.63、10.05 亿元（前值为 8.41、11.80、15.35 亿元），根据最新股价，对应 PE 分别为 7.0、6.1、5.2 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**建筑装饰业务下游需求不及预期，BIPV 工程订单不及预期，异型组件销售不及预期；市场竞争的风险；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	23,129	25,662	28,465
应收票据	304	1,078	665	693	营业成本	17,355	19,083	21,235	23,532
应收账款	12,253	13,319	14,313	16,245	税金及附加	66	73	81	89
预付账款	300	330	367	407	销售费用	269	324	359	399
存货	1,046	1,150	1,280	1,418	管理费用	1,142	1,249	1,386	1,537
合同资产	3,611	3,986	4,423	4,906	研发费用	619	671	744	825
其他流动资产	4,794	6,065	7,344	8,730	财务费用	146	217	192	194
流动资产合计	23,388	28,087	34,295	41,370	信用减值损失	-264	-264	-264	-264
其他长期投资	448	448	448	448	资产减值损失	-141	-200	-180	-196
长期股权投资	99	99	99	99	公允价值变动收益	-101	-103	-102	-102
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	28	28	28
无形资产	709	700	674	658	营业利润	906	1,022	1,163	1,354
其他非流动资产	2,396	2,404	2,407	2,407	营业外收入	3	3	4	3
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	1,020	1,162	1,352
短期借款	1,491	0	0	0	所得税	161	182	208	241
应付票据	5,397	5,934	6,603	7,317	净利润	743	838	954	1,111
应付账款	9,290	10,215	11,367	12,596	少数股东损益	71	80	91	106
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	672	758	863	1,005
合同负债	1,187	1,310	1,454	1,613	NOPLAT	863	1,017	1,112	1,270
其他应付款	96	96	96	96	EPS (按最新股本摊薄)	0.59	0.67	0.76	0.89
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%	10.4%	11.0%	10.9%
非流动负债合计	1,062	1,062	1,062	1,062	EBIT增长率	24.0%	17.8%	9.4%	14.2%
负债合计	20,369	24,368	29,362	34,691	归母公司净利润增长率	37.4%	12.8%	13.9%	16.4%
归属母公司所有者权益	7,069	7,615	8,392	9,310	盈利能力				
少数股东权益	1,267	1,348	1,439	1,545	毛利率	17.2%	17.5%	17.3%	17.3%
所有者权益合计	8,337	8,963	9,831	10,856	净利率	3.5%	3.6%	3.7%	3.9%
负债和股东权益	28,706	33,423	39,636	46,577	ROE	8.1%	8.5%	8.8%	9.3%
					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	487	2,268	1,167	应收账款周转天数	203	199	194	193
现金收益	1,187	1,269	1,351	1,534	应付账款周转天数	186	184	183	183
存货影响	-19	-104	-130	-138	存货周转天数	21	21	21	21
经营性应收影响	-878	-1,670	-438	-1,803	每股指标 (元)				
经营性应付影响	514	1,462	1,822	1,943	每股收益	0.59	0.67	0.76	0.89
其他影响	57	-469	-338	-369	每股经营现金流	0.76	0.43	2.00	1.03
投资活动现金流	-152	-286	-303	-245	每股净资产	6.24	6.72	7.41	8.22
资本支出	-609	-224	-208	-95	估值比率				
股权投资	20	0	0	0	P/E	8	7	6	5
其他长期资产变化	437	-62	-95	-150	P/B	0.7	0.7	0.6	0.6
融资活动现金流	-234	-1,745	-213	-195	EV/EBITDA	33	31	29	25
借款增加	136	-1,491	0	0					
股利及利息支付	-226	-275	-296	-295					
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。