

江河集团(601886)

建筑装饰

发布时间: 2023-11-16

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

## BIPV 转型打开幕墙龙头弹性空间

上次评级: 买入

### 报告摘要:

**幕墙工程强势龙头，发力 BIPV 业务转型。**公司深耕幕墙行业二十余年市占约 2.3% 位居行业第一，现金流表现卓越。2021 年公司成立江河智慧光伏发力 BIPV 业务，公司计划总投资 5 亿元于湖北浠水投建 300MW 异型光伏组件基地，2023 年 6 月产线已投入使用。公司 2023Q1~Q3 承接 BIPV 项目 12.5 亿元，2023H1 实现 BIPV 收入 1.4 亿元。

**BIPV 行业有望成新蓝海。**2022 年我国新增光伏装机 87.4GW 其中分布式 51.1GW 占比 58%；2023 年随硅料价格回落集中式电站需求加速释放，2023Q1~Q3 我国新增光伏装机 128.9GW 其中分布式 67.1GW 占比 52%。分布式电站中，BIPV 依靠其经济性、可靠性显著优势预将逐渐成为主流。加速 BIPV 市场发展的催化因素或有钙钛矿电池技术发展、特斯拉 Solar Roof 新品、虚拟电厂技术发展、峰谷价差拉大等。

**BIPV 推动幕墙市场格局重塑。**传统建筑幕墙市场高度分散，公司现金流表现显著优于同业，转型升级资金空间相对充裕，有望把握 BIPV 幕墙 0~1 发展机遇，率先完成生产力升级迭代。我国 2020 年 BIPV 新增装机 709MW，计划到 2025 年新增 50GW，推算十四五期间或实现每年翻倍。公司目前 BIPV 订单承接势头良好，正加快拉进与森特股份等先发玩家的营收距离，有机会在 BIPV 领域也实现领先。

**公司有望复制鸿路的高端制造升级成效。**国内高端钢构制造龙头鸿路钢构自 14 年启动战略转型后经历了转型阵痛，市占率快速提升，盈利快速增长，最后得到市场充分认同在一年内实现了市值近 6 倍涨幅。公司传统建筑幕墙工程业务升级光伏幕墙工程+BIPV 组件制造业务与鸿路转型有本质上类似，有望助力公司在低质竞争中突围，实现经营管理优势的快速释放，盈利弹性空间值得期待。

**眼科医疗业务也有重定价空间。**公司计划未来根据眼科医疗业务经营情况适时择机剥离，我们推测目前公司市值中眼科医疗业务几无贡献，假设后期经营质量提升至目前市场专业眼科上市公司水平，在现有约 10 亿元营收规模下也可贡献可观估值弹性。

**维持“买入”评级。**预计 2023~2025 年 EPS 为 0.57/0.73/0.94 元，较前值 0.64/0.87/1.07 元略有下调，主要系国内装业务未如预期达到拐点。

**风险提示：BIPV 业务发展不及预期，公司业绩不及预期，现金流风险**

财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20,789	18,056	18,940	20,404	22,372
(+/-)%	15.18%	-13.15%	4.89%	7.73%	9.65%
归属母公司净利润	-1,007	489	646	829	1,065
(+/-)%	-206.20%	—	32.14%	28.23%	28.46%
每股收益 (元)	-0.89	0.43	0.57	0.73	0.94
市盈率	(7.40)	18.00	12.31	9.60	7.47
市净率	1.20	1.38	1.12	1.02	0.91
净资产收益率 (%)	-13.44%	7.73%	9.12%	10.61%	12.20%
股息收益率 (%)	1.42%	0.28%	1.89%	2.51%	3.14%
总股本 (百万股)	1,154	1,133	1,133	1,133	1,133

### 股票数据

2023/11/16

6 个月目标价 (元)	--
收盘价 (元)	7.02
12 个月股价区间 (元)	6.65~9.82
总市值 (百万元)	8,089.63
总股本 (百万股)	1,133
A 股 (百万股)	1,133
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	5

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-5%	-21%	-21%
相对收益	-3%	-15%	-14%

### 相关报告

《江河集团(601886): 业绩稳定增长, BIPV 业务顺利推进》

--20230830

《江河集团(601886): 竞争优势稳固, BIPV 业务成长性可期》

--20230330

### 证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002

0755-33975865 wangxiaoy@nesc.cn

### 研究助理: 庄嘉骏

执业证书编号: S0550122010012

13423998570 zhuangjj@nesc.cn

## 目 录

1.	高端幕墙龙头，产业经营与资本运营双轮驱动 .....	5
2.	分布式光伏迎历史机遇，多因素驱动 BIPV 成新蓝海 .....	12
2.1.	供需双优，分布式光伏或迎来历史性机遇 .....	12
2.2.	建筑光伏一体化是趋势，BIPV 较 BAPV 潜力更大 .....	14
2.3.	多因素催化，BIPV 市场启动在即 .....	17
3.	光伏幕墙推动市场竞争格局重塑，江河竞争优势有望放大 .....	21
3.1.	幕墙行业市场分散，江河市占率有大幅提升空间 .....	21
3.2.	把握时代机遇，江河 BIPV 业务有望后发先至 .....	22
4.	参考鸿路发展历程，高端制造转型升级效益可观 .....	25
4.1.	复盘鸿路转型升级成功之旅：十年磨剑终成锋 .....	25
4.2.	江河集团发力 BIPV 业务转型升级效益展望 .....	27
5.	高端眼科医疗业务整理中，或也有较大重定价空间 .....	28
6.	投资建议 .....	30
7.	风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1: 代表项目:世界第一高楼沙特王国塔(1007 米) .....	5
图 2: 代表项目:中国第一高楼上海中心大厦(632 米) .....	5
图 3: 我国幕墙行业竞争格局 .....	6
图 4: 经营性现金流/净利润与营业收入比率 .....	6
图 5: 公司发展历程与主要事件 .....	7
图 6: 湖北浠水江河光伏组件生产基地 .....	7
图 7: 湖北浠水江河光伏组件生产基地产线 .....	7
图 8: 江河光伏 BIPV 展出产品 .....	8
图 9: 江河光伏 BIPV 展出产品 .....	8
图 10: 公司股权结构 .....	8
图 11: 公司境内外营业收入情况 (亿元) .....	9
图 12: 公司资产减值损失和信用减值损失情况 (亿元) .....	10
图 13: 公司利润率情况 .....	10
图 14: 公司新签订单情况 .....	11
图 15: 我国新增光伏发电装机结构 .....	12
图 16: 分布式光伏 LCOE 估算 (元/kwh) .....	13
图 17: 工商业分布式光伏系统初始全投资 .....	13
图 18: 我国光伏电站运维成本趋势 .....	14
图 19: BIPV 屋顶 .....	14
图 20: BAPV 屋顶 .....	14
图 21: 欧盟成立 ESIA .....	17
图 22: ESIA 发布会 .....	17
图 23: 各国家/地区太阳能组件生产成本 .....	17
图 24: 钙钛矿晶体结构 .....	18
图 25: 各类光伏电池转换效率发展统计 .....	18
图 26: 特斯拉 BIPV 产品 Solar Roof .....	19
图 27: 特斯拉 BAPV 产品 Solar Panels .....	19
图 28: 配备特斯拉光伏套件的新房项目 .....	19
图 29: 特斯拉虚拟电厂 .....	20
图 30: 特斯拉 APP 虚拟电厂操作界面 .....	20
图 31: 特斯拉 APP 虚拟电厂操作界面 .....	20
图 32: 广东联通大厦采用窗式幕墙 .....	21
图 33: 广东联通大厦采用窗式幕墙 .....	21
图 34: 我国幕墙行业竞争格局 .....	22
图 35: 幕墙企业经营性净现金流情况 (亿元) .....	22
图 36: 鸿路钢构新签订单情况 .....	25
图 37: 主要钢结构上市公司钢结构生产量 (万吨) .....	25
图 38: 鸿路钢构焊丝自动生产线 .....	26
图 39: 鸿路钢构钢结构自动化生产线 .....	26
图 40: 鸿路钢构扣非吨净利情况 .....	26
图 41: 主要钢结构企业总市值情况(亿元) .....	27
图 42: 眼科医疗上市公司销售毛利率水平 (%) .....	28
图 43: 主要眼科医疗上市公司销售净利率水平 (%) .....	29
图 44: 主要眼科医疗上市公司市值情况(亿元) .....	29
表 1: 公司主要高管 .....	9
表 2: 钢结构屋面 BAPV 与 BIPV 成本对比 .....	15

表 3: 各类型房屋屋顶总面积可安装光伏发电比例 .....	15
表 4: 欧盟太阳能战略屋顶太阳能部分 .....	16
表 5: BIPV 市场空间推演 .....	23
表 6: 主要 BIPV 企业订单与业务收入情况 .....	24
表 7: 江河集团转型升级成功盈利弹性敏感性分析 .....	27
表 8: 财务预测关键假设 .....	30
表 9: 可比公司估值情况 .....	30

## 1. 高端幕墙龙头，产业经营与资本运营双轮驱动

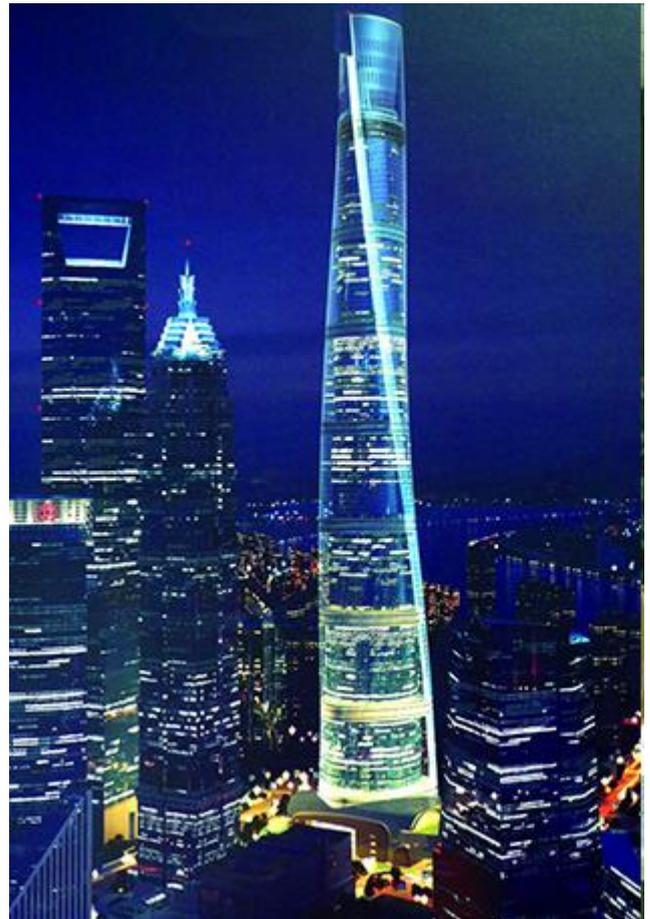
深耕行业 20 余年，幕墙工程强势龙头。公司前身北京江河源工贸有限责任公司成立于 1999 年，至今已深耕行业超过 24 年。公司旗下江河幕墙是全球高端幕墙领先品牌，在全球各地承建了数百项地标性建筑，荣获了包括中国建设工程鲁班奖在内的国内外顶级荣誉逾百项。据建筑装饰行业“十四五”发展规划，2020 年幕墙行业规模 4300 亿元，根据 2020 年上市公司幕墙业务营收规模等信息测算，我们分析得江河集团市占约 2.32% 位居行业第一。

图 1：代表项目：世界第一高楼沙特王国塔(1007 米)



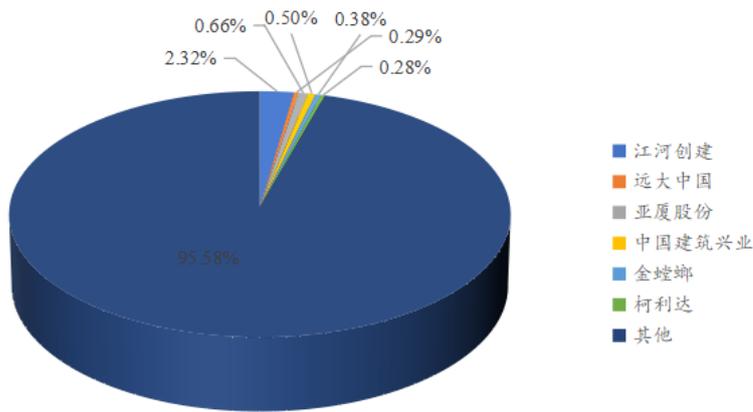
数据来源：公司官网

图 2：代表项目：中国第一高楼上海中心大厦(632 米)



数据来源：公司官网

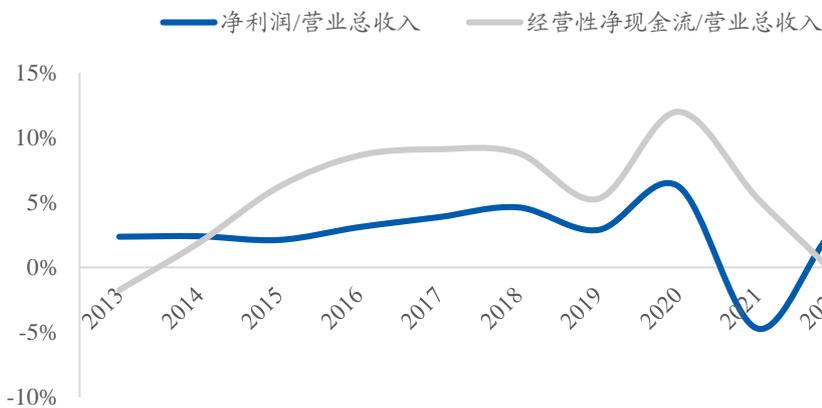
图 3：我国幕墙行业竞争格局



数据来源：《建筑装饰行业“十四五”发展规划》，Wind，东北证券；  
注：2020 年份额，分母市场规模暂无权威更新披露

高质量稳健经营，现金流表现卓越。公司坚持高质量稳健经营，持续强化现金为王的经营理念，注重工程中标质量、狠抓回款，在建筑幕墙市场整体资金紧张的局面下实现优先现金流表现；2013 年~2022 年，公司实现经营性净现金流 93.0 亿元，是同期净利润的 2.3 倍，体现了极高的盈利质量。2022 年公司经营性净现金流-1.5 亿元，是 2014 年以来第一次为负，考虑到公司 2022 年收现比依然超过 1，推测为公司现金较充裕条件下支持上游合作伙伴争取长期经营利益的正常举措。2023Q1~Q3，公司经营性净现金流为-12.1 亿元，虽为负但优于前两年表现，参考公司业务现金流表现的季节性变化，我们认为 2023 年经营性净现金流大概率为正。

图 4：经营性现金流/净利润与营业收入比率



数据来源：Wind，东北证券

产业经营与资本运营双轮驱动。公司于 2011 年 A 股上市后开启资本运营进程，2012 年~2014 年先后收购香港承达、北京港源装饰、梁志天设计，2015 年公司收购 Vision 切入眼科医疗业务，2016 年并购南京泽明，成立江河康健。2015 年公司旗下承达集团实现港股上市，2018 年公司旗下梁志天设计港股上市。

图 5：公司发展历程与主要事件



数据来源：公开信息收集，东北证券整理

投建 BIPV 异型光伏组件工厂，大跨步向高端制造转型升级。2021 年，公司成立北京江河智慧光伏，借 BIPV 东风，加速幕墙业务转型升级。2023 年 6 月，公司通过子公司江河光伏在湖北浠水投建光伏建筑一体化异型光伏组件柔性生产基地项目建成开始生产；针对不同的 BIPV 工程外观特点，江河光伏将为客户提供个性化、定制化的光伏组件产品设计及产品供应。据公司披露，产线计划总投资 5 亿元，产线完全达产后可年产高端 BIPV 组件 300MW，年产值 20 亿元。该生产基地的投产为国内首家面向城镇建筑提供定制化光伏组件的企业，也标志着公司正式向新光伏产品、新光伏技术方向发力。2023 年 8 月初，江河光伏参加了 2023 年中国国际门窗幕墙博览会，正式向全球推出了异型光伏组件新产品、新技术，吸引了众多全球客户。

BIPV 建材+光伏幕墙工程业务协同效应空间大，有望打开第二增长曲线。江河光伏将以此为契机，继续坚持创新发展，以差异化产品为客户提供个性化产品解决方案。公司通过异型光伏组件业务与现有幕墙业务产生协同效应，加强幕墙工程业务的解决方案能力和交付能力，同时可以在满足自身项目需要的同时形成对外销售，或有机会打开另一高速成长业务空间。

图 6：湖北浠水江河光伏组件生产基地



数据来源：公司公众号

图 7：湖北浠水江河光伏组件生产基地产线



数据来源：黄冈日报

图 8：江河光伏 BIPV 展出产品



数据来源：公司公众号

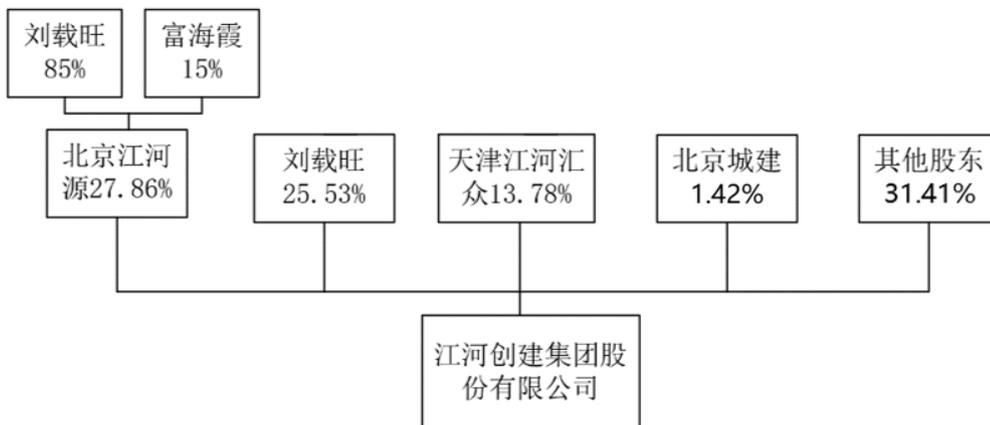
图 9：江河光伏 BIPV 展出产品



数据来源：公司公众号

股权集中管理层稳定，保障经营战略稳步推进。公司创始人刘载望先生及其妻子富海霞女士，截止 2023Q3，两人合计持有公司 53.39%股权，为公司实际控制人。公司 20 位高管自 2010 年起平均任期近 7 年，管理层稳定，有利于持续推进多品牌协同发展、产业经营和资本运营双轮驱动的长期战略。

图 10：公司股权结构



数据来源：Wind；注：2023Q3

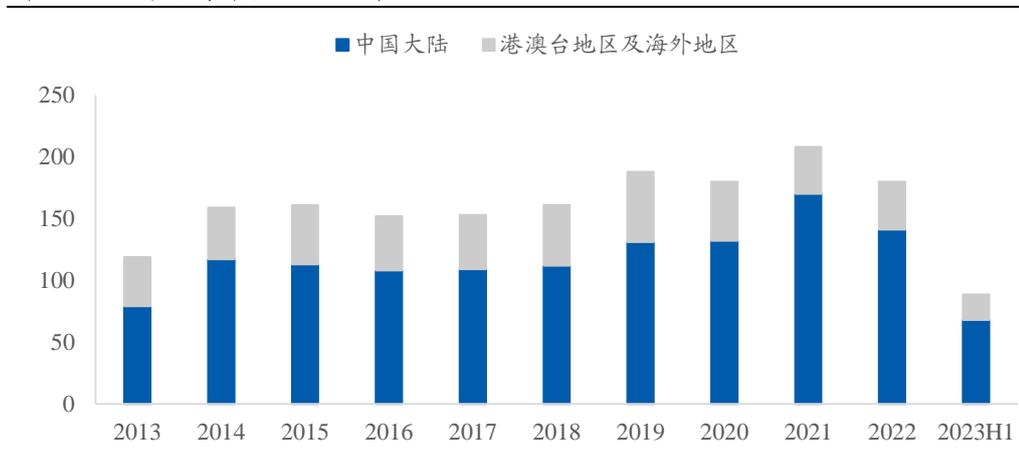
表 1：公司主要高管

姓名	职务	简介
刘载望	董事长	最近五年主要担任本公司董事长、北京市顺义区人大代表、东北大学第四届校董事会副主席、东北大学江河建筑学院理事长。现任公司董事长。
许兴利	董事、总经理	注册会计师，正高级经济师。曾任浪潮集团财务副处长，山东浪潮齐鲁软件产业股份有限公司财务总监，北京江河幕墙装饰工程有限公司董事、财务总监兼董事会秘书。现任本公司董事、总经理（总裁）。
周韩平	董事、副总经理	工程师，曾任国家黄金管理局黄金经济研究中心处长、北京四星经济技术开发公司总经理、东方黄金珠宝行总经理、北京江河幕墙装饰工程有限公司董事、副总经理。现任本公司董事兼副总经理、江河幕墙董事长。
符剑平	董事、副总经理	最近五年主要担任本公司副总经理、江河幕墙中南大区总经理。现任本公司董事兼副总经理、港源装饰董事长。
于军	董事、副总经理	最近五年主要担任本公司董事、副总经理。现任公司董事、副总经理、总工程师。
刘飞宇	董秘	最近五年主要担任公司董事会秘书兼投资总监。

数据来源：Wind，2022 年年报

积极开拓海外市场，具备国际化整合优势。公司 2006 年底开始开拓海外市场，目前已吸纳大批国内外优秀技术人才加盟，来自世界各地的中外员工孕育了江河兼容并蓄的“移民文化”，打造了一支成熟兼具国际一流水准的团队；2023H1，公司实现营业收入 88.5 亿元，其中港澳台地区及海外地区实现营收 20.7 亿元，占比 23.4%。公司通过数次海外并购对于并购整合形成了独到的管理架构和管控模式，有利于并购企业境内外联动，协同发展，迅速复制和扩展国内业务。

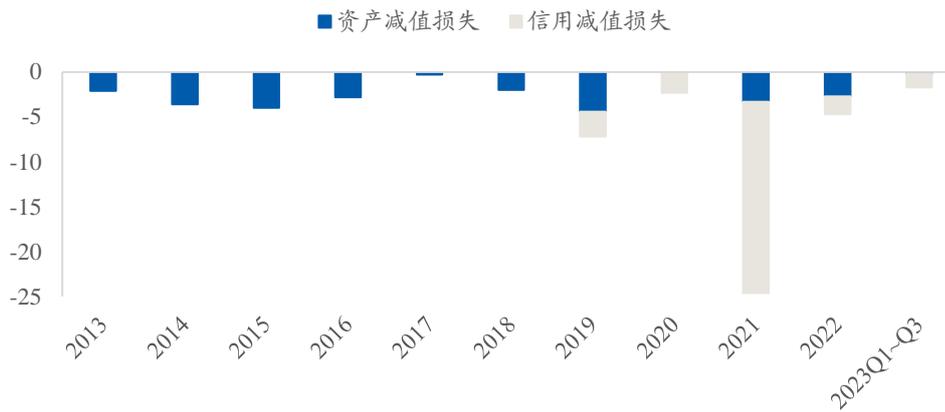
图 11：公司境内外营业收入情况（亿元）



数据来源：Wind

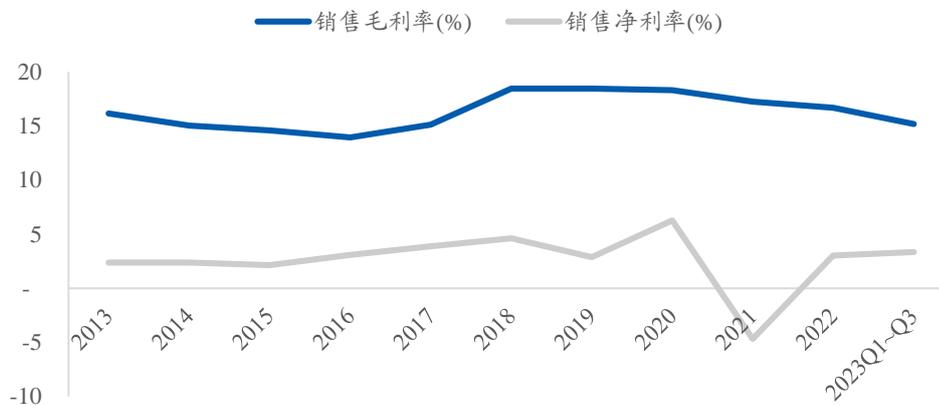
公司 2021 年充分计提减值损失，盈利回归正常水平。公司室内装饰业务与地产相关性强，2021 年归母净利润出现亏损，主因该年度共计提各类减值损失 24.6 亿元，其中因恒大集团经营风险计提的减值损失达 18.6 亿元。2022 年，公司计提减值损失合计 4.7 亿元，较 2021 年下降 19.9 亿元，减值计提回复正常水平，基本走出恒大不利影响。2023 前三季度，公司计提减值损失合计 1.7 亿元。按历史年度表现，公司销售毛利率一般在 15%~20%，销售净利率一般在 3%~6%。

图 12：公司资产减值损失和信用减值损失情况（亿元）



数据来源：Wind

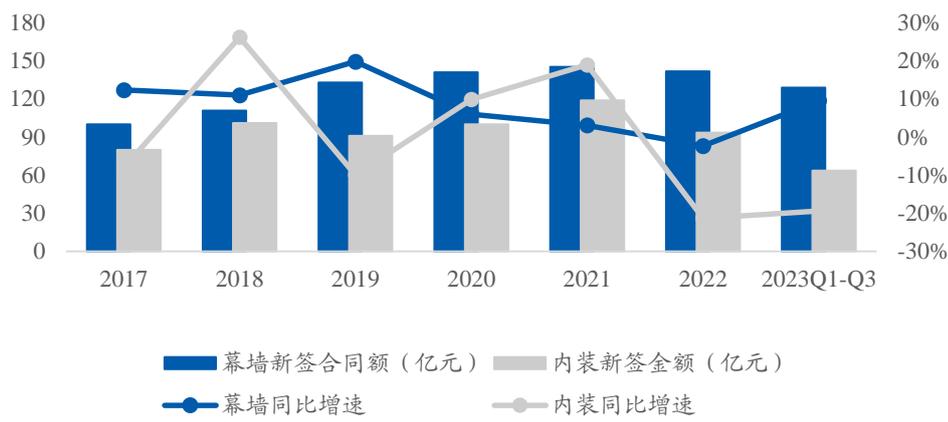
图 13：公司利润率情况



数据来源：Wind

公司幕墙业务订单稳定增长，BIPV 业务发展符合预期，内装订单稳中求优。截止 2023H1，公司在手订单 338 亿元，在手订单充足。2023Q1~Q3，公司中标建筑装饰订单 192.4 亿元，同比减少 2.1%；其中幕墙系统订单 128.9 亿元，同比增长 9.6%；内装系统订单 63.5 亿元，同比减少 19.4%；BIPV 项目 12.5 亿元，超过去年全年水平，基本符合预期，但距离完成 2023 年新签 20 亿元目标仍有较大挑战。据公司半年报披露，2023H1 公司光伏建筑项目已确认收入 1.4 亿元，毛利率 23.3%；我们认为公司正在加快拉近与先发玩家森特股份等的距离，考虑公司的光伏幕墙业务以新建项目为主，不同于可以广泛应用于存量替换的光伏屋顶，我们认为公司 BIPV 业务后劲充足，未来发展非常值得期待。

图 14：公司新签订单情况



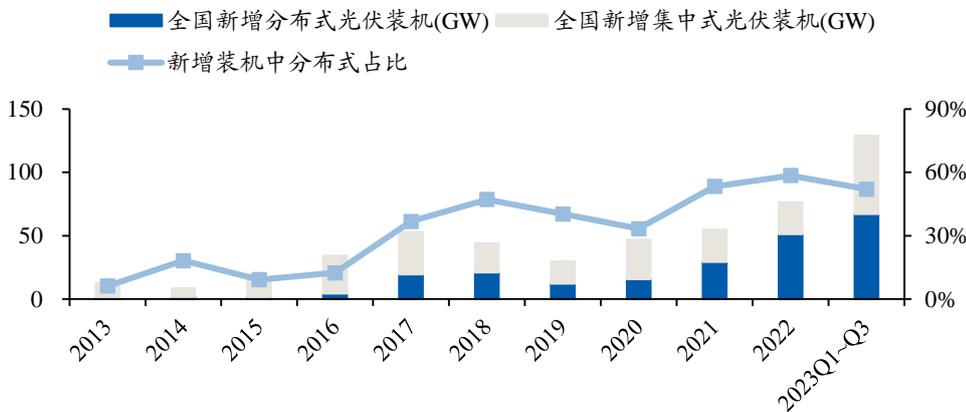
数据来源：Wind

## 2. 分布式光伏迎历史机遇，多因素驱动 BIPV 成新蓝海

### 2.1. 供需双优，分布式光伏或迎来历史性机遇

分布式光伏装机市场景气度持续走高。随着光伏发电经济性的提升，光伏发电相关政策与管理办法的不断完善，分布式光伏发电应用快速发展。近年来，我国分布式光伏装机在全部新增光伏装机中占比呈现波动上升趋势；2013 年我国新增光伏装机 16.3GW，其中分布式光伏仅 0.8GW，占比 6%。2022 年我国新增装机 87.4GW，其中分布式光伏 51.1GW 占比 58%。2023 年，随着硅料价格的回落，集中式光伏电站需求放量，分布式光伏电站新增需求也持续释放，2023 年 Q1~Q3，我国新增光伏装机 128.9GW，同比高增 145%，其中分布式光伏 67.1GW，占比达 52%。

图 15：我国新增光伏发电装机结构



数据来源：国家能源局，国家发改委，Wind

分布式光伏初始投资 3.74 元/W 且呈现较快下降趋势，运维成本每年 0.048 元/W。据 CPIA 统计，2022 年我国工商业分布式光伏系统初始全投资为 3.74 元/W，较地面光伏系统初始全投资 4.13 元/W 具有优势，差异主要体现在一次性土地成本和建安费用；预计 2023 年工商业分布式光伏初始全投资还将进一步下降至 3.42 元/W，至 2030 年下降至约 2.8 元/W。运维成本方面，仅考虑基础运维，不包含固定资产更换情况下，2022 年分布式光伏系统约为 0.048 元/(W\*年)，较集中式地面电站 0.041 元/(W\*年)略高；预计未来分布式光伏系统的运维费用还会有小幅下降。

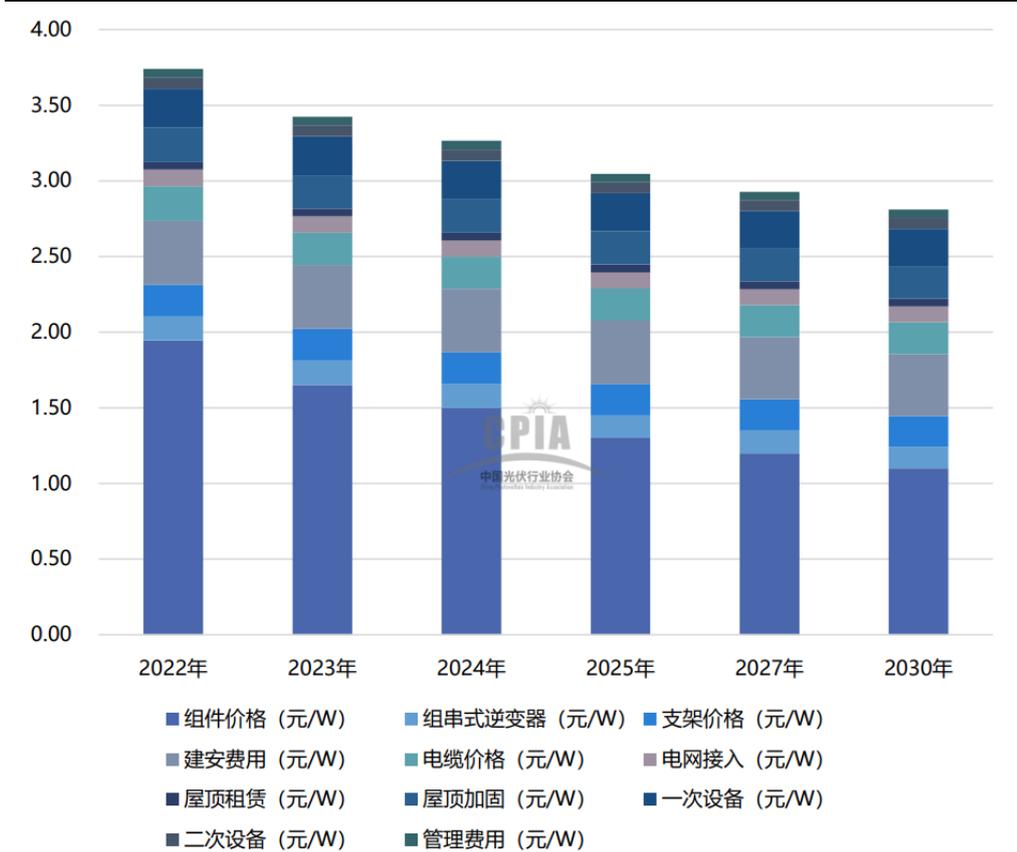
分布式光伏电站经济性表现较优，效益持续提高。据 CPIA 统计，全投资模型下，不考虑融资成本，2022 年我国分布式光伏系统在 1800h/1500h/1200h/1000h 等效利用小时数的 LCOE 分别为 0.18/0.21/0.27/0.32 元/kwh，预计到 2030 年还将下降到 0.15~0.25 元/kwh 水平。目前国内分布式光伏主要分布在山东、河北、河南、浙江等省份，在全国大部分地区都具有经济性。

图 16: 分布式光伏 LCOE 估算 (元/kwh)



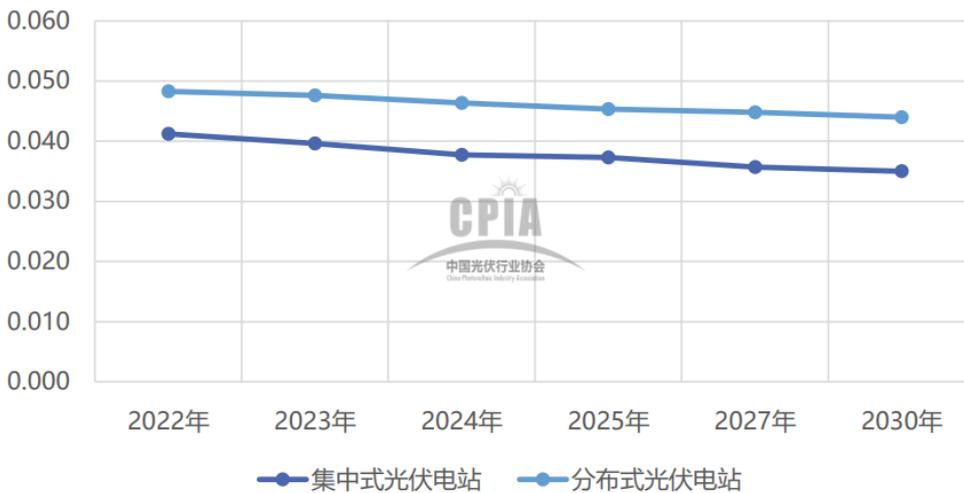
数据来源: CPIA ; 注: 2022 年为实际数据, 2023 年~2030 年为预测数据

图 17: 工商业分布式光伏系统初始全投资



数据来源: CPIA; 注: 2022 年为实际数据, 2023 年~2030 年为预测数据

图 18：我国光伏电站运维成本趋势



数据来源：CPIA；注：2022 年为实际数据，2023 年~2030 年为预测数据

## 2.2. 建筑光伏一体化是趋势，BIPV 较 BAPV 潜力更大

分布式光伏电站中，将光伏组件与建筑结合的方案，称为 BIPV 或 BAPV。BIPV (Building Integrated Photovoltaic) 指光伏建筑一体化，又称为“建材型”太阳能光伏建筑。BAPV (Building Attached Photovoltaic) 指附着于建筑物上的光伏发电系统，又称为“安装型”太阳能光伏建筑。BAPV 通常通过简单的支架实现安装，可以后期加装，不改变建筑外观，与建筑物原来的功能没有冲突。BIPV 在前期设计时已经将光伏组件内置在建材中，一体化程度更高，通常外观也更简洁美观。

屋顶和幕墙是分布式光伏的主要应用场景。屋顶受光照时间较长，能充分利用当地日照资源，后期加装 BAPV 具有较高的可行性，能够有效盘活存量屋顶闲置资源。幕墙是建筑的外墙围护结构，非承重，是现代大型和高层建筑常用的带有装饰效果的轻质墙体，由面板和支承结构组成，因存量改造难度大成本高，主要应用场景为新建 BIPV。

图 19：BIPV 屋顶



数据来源：ITP Solar

图 20：BAPV 屋顶



数据来源：分布式能源网

BIPV 较 BAPV 一体化程度更高，经济性、可靠性具有优势。BAPV 通常通过简单的支架实现安装，可以后期加装，更适合应用于存量屋顶改造，适用于快速发展分布式光伏的需求；BIPV 需要在建筑的前期纳入规划，在经济性、可靠性等方面具有优势，一般在新建筑中应用，长期空间广阔但短期受到新建筑投建数量与周期限制。根据郑东驰对某钢结构屋面场面的实际案例测算，采用 BIPV 比 BAPV 在材料费上节约 34 元/m<sup>2</sup>，且使用寿命更长，不涉及屋顶更新时光伏组件二次安装、高负荷导致屋面沉降变形等问题，优势明显。随着 BIPV 应用日趋成熟，新建工程中渗透率逐渐提高，其降碳与发电效益值得期待。

**表 2：钢结构屋面 BAPV 与 BIPV 成本对比**

项目	BAPV	BIPV
彩钢瓦	约 100 元/m <sup>2</sup>	-
系统支架配件	包括夹具、导轨、固定件等， 约 0.3 元/Wx200W/m <sup>2</sup> =66 元/m <sup>2</sup>	包括轻钢檩条、铝合金压条、橡胶密封条等， 约 0.6 元/Wx200W/m <sup>2</sup> =132 元/m <sup>2</sup>
光伏发电组件单元板	包括光伏发电板和铝合金边框， 约 2.3 元/Wx200W/m <sup>2</sup> =460 元/m <sup>2</sup>	包括光伏发电板和铝合金边框， 约 2.3 元/Wx200W/m <sup>2</sup> =460 元/m <sup>2</sup>
综合造价（材料价）	彩钢瓦+系统支架配件+光伏发电组件单元板 =626 元/m <sup>2</sup>	系统支架配件+光伏发电组件单元板=592 元/m <sup>2</sup>
使用寿命	屋面 10 年左右更换一次	使用寿命 ≥ 25 年
结论	使用 BIPV 可节约材料 34 元/m <sup>2</sup>	

数据来源：郑东驰《双碳目标下 BIPV 发展前景》

我国以整县推进协调屋顶资源开发屋顶光伏。2021 年 6 月，国家能源局印发了《国家能源局综合司关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》（下称“通知”），要求各地区积极协调落实屋顶资源，以整区、街道、镇、乡等方式进行开发建设，其中：（1）党政机关屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 50%；（2）学校、医院等公共建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 40%；（3）工商业厂房屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 30%；（4）农村居民屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 20%。

各地积极响应整县推进号召。据《通知》，2023 年底前，试点地区各类屋顶安装光伏发电的比例均达到《通知》要求的，将被列为整县（市、区）屋顶分布式光伏开发示范县。《通知》发布以来，多省市发布细则，积极推进整县推进事项，如福建省 2023 年 5 月发布的《关于福建省完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》中提到“鼓励在农村适宜地区开发光伏发电，分批重点推进整县屋顶分布式光伏开发试点项目建设，因地制宜建设渔光互补等光伏综合利用项目”。

**表 3：整县推进要求各类型房屋屋顶总面积可安装光伏发电比例**

建筑类型	可安装光伏发电比例
党政机关	不低于 50%
学校、医院等公共建筑	不低于 40%
工商业厂	不低于 30%
农村居民	不低于 20%

数据来源：国家能源局

欧盟太阳能战略积极倡议开发屋顶光伏。2022年3月，德国将其2030年的可再生能源电力目标从65%提高到80%；英国在其能源战略中首次提出了2030年的光伏目标；葡萄牙宣布计划在2026年达到其2030年的目标。鉴于俄乌战争带来的能源安全警示，欧盟于2022年3月系统性提出了REPowerEU方案，计划加速发展清洁能源，提高能源独立性，在2030年前摆脱对俄罗斯燃料进口的依赖。2022年5月，欧盟发布太阳能战略，提出包括充分开发屋顶太阳能，试点车载光伏等举措，其中，对以下建筑物提出强制安装太阳能屋顶的要求：（1）自2026年起，所有新建的、实用楼层面积大于250平米的公共建筑和商业建筑；（2）自2027年起，所有存量的、实用楼层面积大于250平米的公共建筑和商业建筑；（3）自2029年起，所有新建住宅。

**表 4：欧盟太阳能战略屋顶太阳能部分**

时间	强制要求安装屋顶太阳能范围
自 2026 年起	所有新建的、实用楼层面积大于 250 平米的公共建筑和商业建筑
自 2027 年起	所有存量的、实用楼层面积大于 250 平米的公共建筑和商业建筑
自 2029 年起	所有新建住宅

数据来源：欧盟委员会官网，东北证券

欧盟成立欧洲太阳能光伏产业联盟（ESIA）。据 SolarPower Europe（SPE）预测，欧盟 2023 年新增光伏装机有望达到 50~68GW，同比增长 20%~60%，到 2026 年新增光伏装机预计达 85~120GW。欧洲光伏制造领域目前生产成本较高，市场竞争力较差，市场份额较低，以光伏组件为例，据欧盟内部市场专员蒂埃里·布列塔尼，2021 年全球生产的 450GW 组件中，欧盟控制的供应链生产了其中不到 9GW 的产品。鉴于新增装机容量持续增长，欧盟有意摆脱对中国光伏产品进口的严重依赖，2022 年 12 月，欧盟正式成立了欧洲太阳能光伏产业联盟，用于推动对欧盟太阳能制造业的投资，支持欧洲到 2025 年在光伏价值链上达到 30GW 本土制造能力的目标，相当于目前 4.5GW 产能的 6 倍多。

欧洲太阳能产业联盟计划实施 7 项行动，推动欧洲光伏制造业发展。欧洲太阳能产业联盟计划实施 7 项行动计划：1) 确定扩大制造规模的瓶颈并提供建议；2) 促进融资渠道，包括建立太阳能光伏制造的商业化途径；3) 为发展和吸收提供一个合作框架；4) 维持国际伙伴关系和有弹性的全球供应链；5) 支持太阳能光伏研究和创新；6) 促进循环性和可持续性措施；7) 探索和培养光伏制造业的熟练人才队伍。在这 7 项行动计划的基础上，联盟的优先事项将是为内部太阳能光伏制造项目调动私人 and 公共资金以扩大产能，确保可持续的公平竞争环境，并刺激对可持续光伏产品的需求。据预测，通过提升光伏制造业产能，还将大幅促进欧洲的产业就业情况，仅在制造部门就能创造逾 10 万个就业机会，并支持约 100 万个专注于太阳能组件安装和维护的工作。

图 21：欧盟成立 ESIA



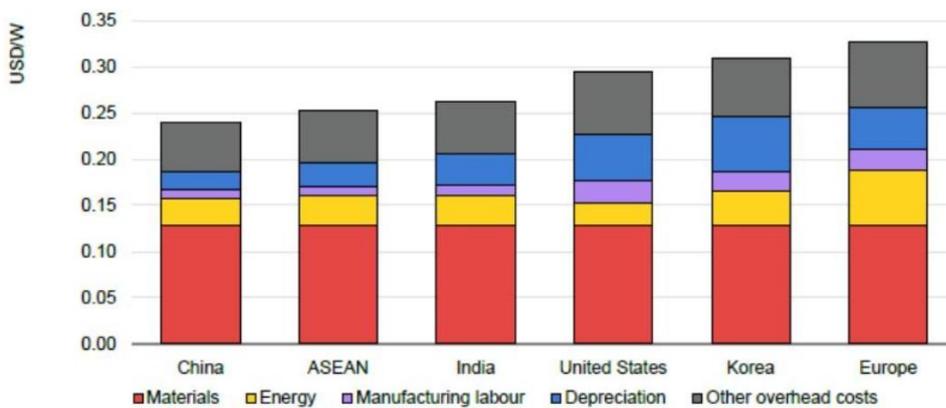
数据来源：欧盟，澎湃新闻

图 22：ESIA 发布会



数据来源：欧盟，澎湃新闻

图 23：各国家/地区太阳能组件生产成本



数据来源：IEA，澎湃新闻；注：2022 年单晶 PERC c-Si 总生产成本

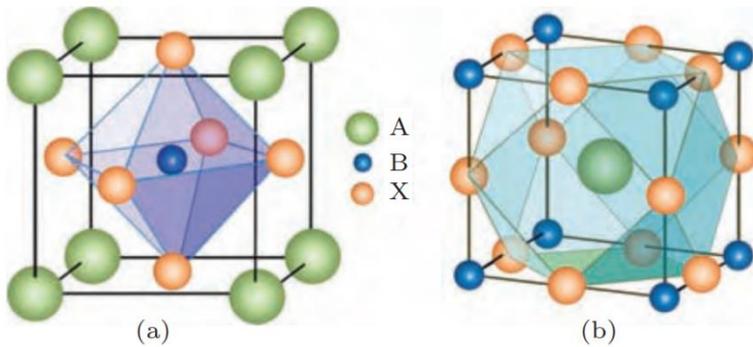
分布式光伏或迎来历史性机遇。分布式光伏发电具有应用空间宽广，靠近用户端可节约输配电损耗等优势，随着技术发展和电网建设更趋完善，发展前景广阔。2021 年 10 月，住建部发布《建筑节能与可再生能源利用通用规范》，要求自 2022 年 4 月 1 日起实施，文件要求新建建筑应安装太阳能系统，太阳能建筑一体化应用系统的设计应与建筑设计同步完成。2022 年 3 月，住建部印发《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，提出到 2025 年，全国新增建筑太阳能光伏装机容量 50GW 以上，完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上。在全球降碳和能源自主趋势下，我们认为各个国家和地区也还将不断推出相关政策，鼓励新建建筑和翻新工程中应用分布式光伏发电系统，分布式光伏或迎来历史性机遇。

### 2.3. 多因素催化，BIPV 市场启动在即

钙钛矿电池或成下一代主流电池，完美适配 BIPV 产品需求。钙钛矿电池，指基于 ABX<sub>3</sub> 结构的新兴光伏电池，因最早从钙钛矿石中发现而得名，具有可设计性强、光电转换效率空间大、吸收层轻薄、材料和制备成本低等优势，应用前景宽广，非常匹配 BIPV 产品尤其是 BIPV 幕墙的需求。2023 年 11 月，隆基绿能公布其自主研

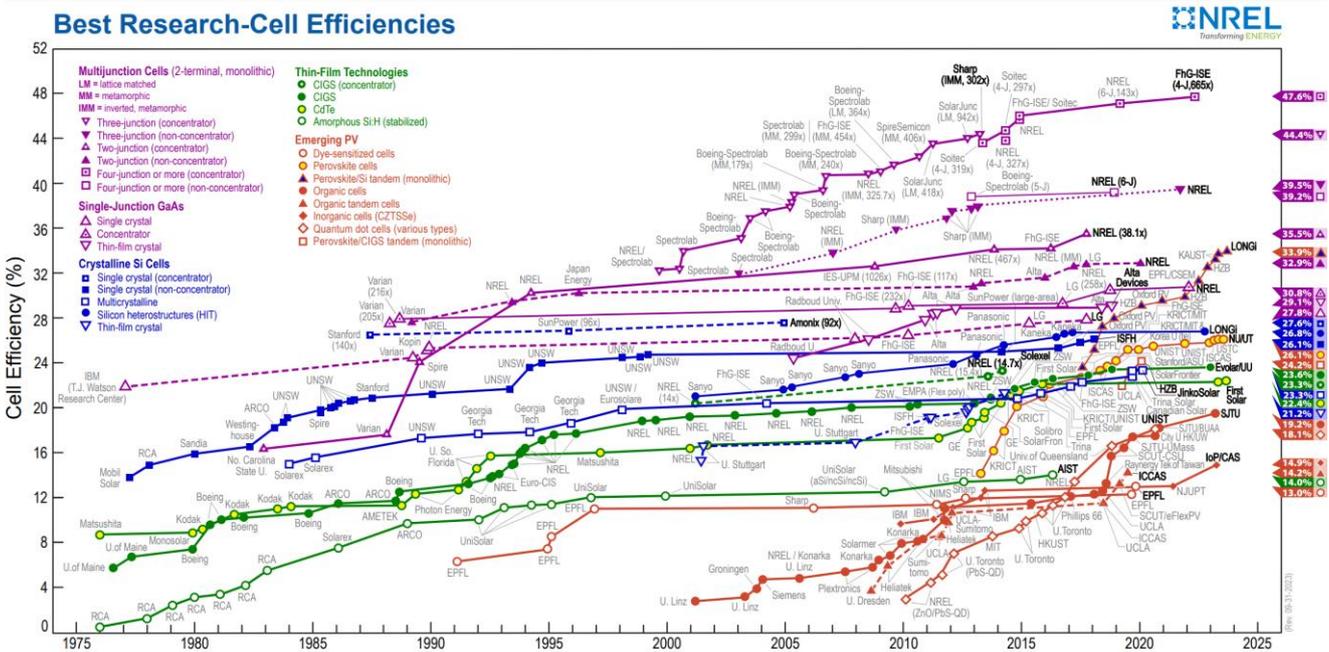
发的晶硅—钙钛矿叠层电池效率达到 33.9%，首次超越单结电池的肖克利-奎伊瑟(S-Q)理论效率极限 33.7%，也刷新了 2023 年 5 月沙特国王科技大学 33.7%的世界纪录。隆基绿能首席科学家徐希翔表示，保守估计晶硅-钙钛矿叠层电池可能在 7 年内实现量产。

图 24：钙钛矿晶体结构



数据来源：姚鑫等《钙钛矿太阳能电池综述》

图 25：各类光伏电池转换效率发展统计



数据来源：NREL，东北证券

特斯拉或推出 Solar roof v3.5，有望加速 BIPV 行业发展。特斯拉目前在售的光伏屋顶产品为 2019 年 10 月推出的 Solar roof v3，产品开售之初马斯克曾表示特斯拉有能力每周交付 1000 个光伏屋顶，引发市场广泛关注；若按 10KW/户，2USD/W 测算，则年装机规模可达 520MW。Solar Roof v3 开售后整体销量表现大幅低于预期，其主要原因或是受制于供应链压力，自 2022 年 3 月起，美国各地的特斯拉光伏屋顶业务陆续有暂停安装延迟交付情况。另一方面，据 Electrek 披露，特斯拉与美国德克萨斯州奥斯汀的一个新社区签署了合作协议，将为新建房屋全面部署 Solar Roof

和 Power Wall 产品，其应用的很可能是新一代 Solar Roof v3.5。我们认为，特斯拉 Solar Roof 经过多年的迭代与验证已日趋成熟，与开发商于新房项目上批量合作是 BIPV 产品走向市场的高效方案，v3.5 版本或成为爆款产品得以规模化应用，有望推动 BIPV 行业快速发展，其推出值得期待。

图 26: 特斯拉 BIPV 产品 Solar Roof



数据来源：特斯拉官网

图 27: 特斯拉 BAPV 产品 Solar Panels



数据来源：特斯拉官网

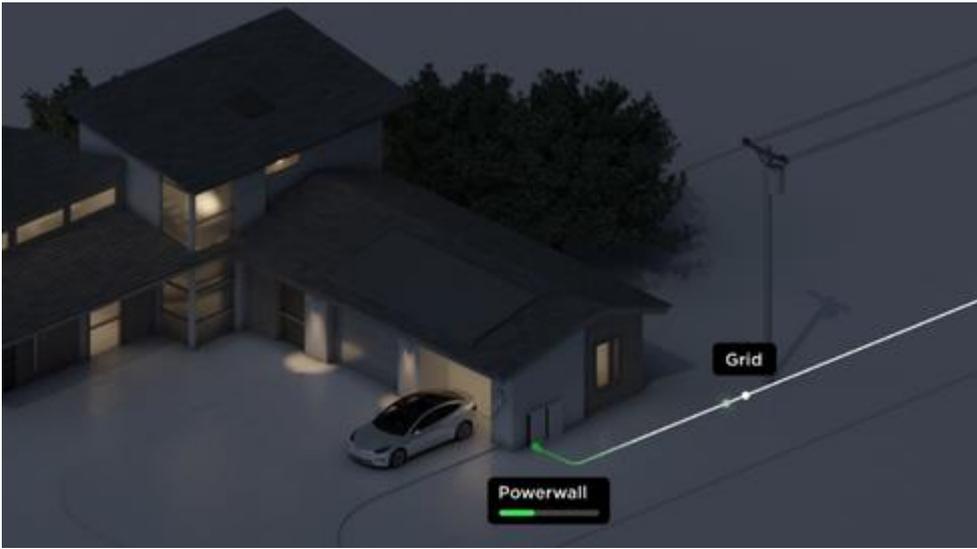
图 28: 配备特斯拉光伏套件的新房项目

 <p><b>7624 Boyd Haven Drive</b></p> <p>Sq. Ft.: 2,687 ft<sup>2</sup>   Bed/Bath: 3/2.5   Stories: 2   Garage: 2-Car</p>	 <p><b>8609 Thompson Teal</b></p> <p>Sq. Ft.: 2,307 ft<sup>2</sup>   Bed/Bath: 4/3   Stories: 2   Garage: 2-Car</p>
---	---

数据来源：Electrek, Brookfield Asset Management, 东北证券

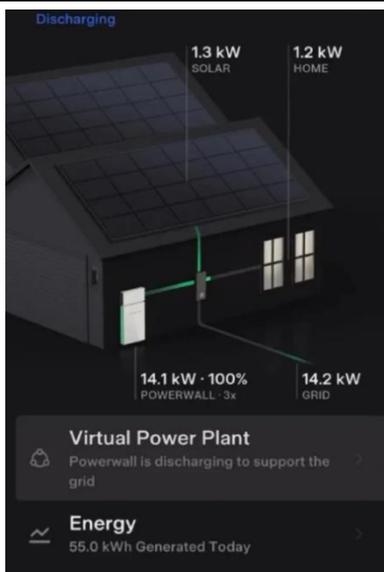
虚拟电厂技术发展应用+峰谷价差拉大，BIPV 经济效益不断提升。虚拟电厂作为一种智能电网技术，可聚合企业、居民等用户参与电力市场交易，应用前景广泛，全球均在抢占先机，德国、美国探索较为领先，我国处于前期试点研究阶段。2022 年，特斯拉先后与电力公司 PG&E、SCE 开展虚拟电厂试点，Power Wall 用户可加入计划参与加州电网需求侧相应，每度电获得 2 美元奖励性收益。峰谷价差方面，据 CNESA 统计，2022 年 31 个典型省市的总体平均价差为 0.7 元/kWh，其中珠三角五市/海南省/浙江省最高，分别为 1.259/1.07/0.978 元/kWh；根据国家发改委和国家能源局要求，峰谷价差仍在合理拉大；据北极星储能网，2023 年 11 月珠三角五市峰谷价差已达 1.3598 元/kWh，共有 20 个地区峰谷电价差超过 0.7 元/kWh。

图 29：特斯拉虚拟电厂



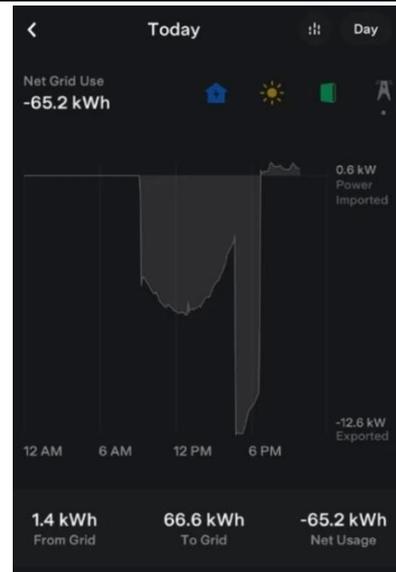
数据来源：百度图片

图 30：特斯拉 APP 虚拟电厂操作界面



数据来源：百度图片

图 31：特斯拉 APP 虚拟电厂操作界面



数据来源：百度图片

### 3. 光伏幕墙推动市场竞争格局重塑，江河竞争优势有望放大

#### 3.1. 幕墙行业市场分散，江河市占率有大幅提升空间

幕墙行业市场空间广阔，大行业小公司特质明显。行业实务中，铝合金窗与玻璃幕墙的清晰有时界定存在一定挑战，分析时需加以考虑，且需关注不同机构统计数据口径可能有较大差异问题；如广东联通大厦采用窗式幕墙，自身构造具有横向连续性。竞争格局方面，幕墙工程行业大行业小公司特征明显，全国幕墙公司与铝门窗公司数量众多；据中国幕墙网，我国 2022 年具有铝门窗资质企业约 9000 家，建筑幕墙工程资质企业约 1200 家；对比 2020 年时具有铝门窗资质企业约 8000 家，建筑幕墙工程资质企业约 1450 家。行业规模方面，目前暂无年度更新的官方口径数据；据中国建筑装饰协会发布的《建筑装饰行业“十四五”发展规划》，我国 2020 年幕墙行业规模 4300 亿元；根据中国幕墙网，我国 2020 年建筑门窗幕墙行业规模约 6500 亿元，2022 年约 6400 亿元。

江河集团幕墙行业龙头地位显著。按中装协 2020 年口径市场规模，和公司披露的业务结构等信息计算，我们推算江河市占率约 2.32%，稳居龙头地位；其他上市公司中，远大、亚厦、中建兴业、金螳螂、柯利达，以及 2023 年新上市的恒尚节能位居第二梯队；非上市公司中，武汉凌云、深圳广晟市场影响力较大行业关注度居前，后续或有上市计划。

图 32：广东联通大厦采用窗式幕墙



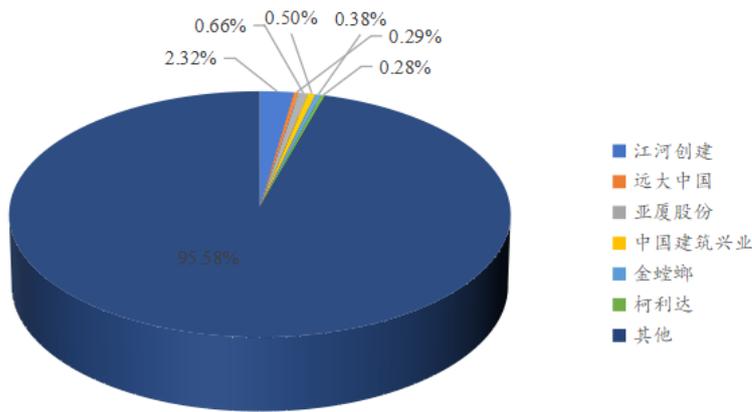
数据来源：百度图片

图 33：广东联通大厦采用窗式幕墙



数据来源：百度图片

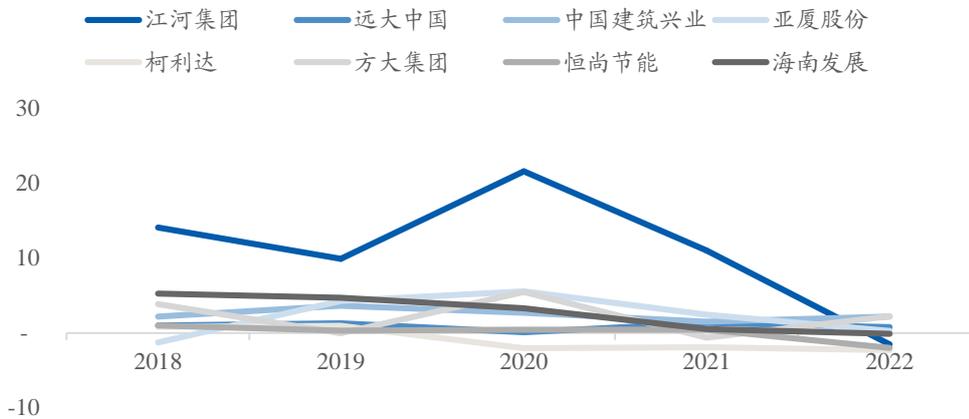
图 34：我国幕墙行业竞争格局



数据来源：《建筑装饰行业“十四五”发展规划》，Wind，东北证券  
注：2020 年份额，分母市场规模暂无权威更新披露

江河集团现金流表现显著优于幕墙工程同业，转型升级资金空间充裕。近年来，在幕墙行业整体盈利与现金流表现承压基础上，公司依靠其竞争优势实现了稳健的现金流流入，2018 年~2022 年，公司累计实现经营活动净现金流 55 亿元，体现了强大的经营韧性。

图 35：幕墙企业经营性净现金流情况（亿元）



数据来源：Wind

### 3.2. 把握时代机遇，江河 BIPV 业务有望后发先至

BIPV 幕墙处于 0~1 发展阶段。我国 BIPV 仍处于起步阶段，十四五期间预计保持高速增长 CAGR 超 100%。根据中国建研院统计信息，我国主要光电建筑企业 2020 年 BIPV 新增装机 709MW，占当年分布式光伏新增装机容量约 5%。中长期来看，新建建筑中充分利用屋顶和幕墙资源应用 BIPV 发电是确定趋势，分布式光伏中 BIPV 占比有望大幅提升；海外方面，参考欧盟太阳能战略，如前文所述要求至 2029 年分阶段实施强制安装屋顶光伏战略；国内方面，《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》提出到 2025 年全国新增建筑太阳能光伏装机容量 50GW，《北京市可再生能源替代行动方案（2023-2025 年）》要求到 2025 年新建公共建筑屋顶光伏覆盖率力

争达到 50%。参照建研院 2020 年 709MW 口径，假设住建部十四五 50GW 目标可达成，我们设置模型进行推演分析，假设增长较平稳，预计 2025 年我国 BIPV 新增装机规模超 30GW，2020~2025CAGR 高达 113%。

新建 BIPV 屋顶面积方面：预测未来新竣工建筑保持 40 亿平方米水平；其中可安装光伏屋顶占比 15%；BIPV 安装比例到 2025 年提升至 15%；预计 2025 年新建 BIPV 屋顶面积达 9000 万平方米。

改造 BIPV 屋顶面积方面：市场启动初期贡献占比较高，后增速不及新建屋顶/幕墙占比下降。预计 2022 年存量建筑为 650 亿平方米，此后增量为新竣工建筑的 90%；可安装屋顶光伏占比 15%；改造比例在低基数基础上持续上升，至 2025 年达 0.05%；预计 2025 年改造 BIPV 屋顶面积 569 万平方米。

新建 BIPV 幕墙面积方面：根据《建筑装饰行业“十四五”发展规划》统计的 2020 年幕墙工程行业 4300 亿元总产值和 1500 元/平方米造价假设，推算出 2020 年新建幕墙面积 2.87 亿平方米，假设此后年增速 10%，忽略翻新部分；BIPV 安装比例到 2025 年提升至 15%；预计 2025 年新建 BIPV 幕墙面积 6933 万平方米。

每平米装机容量方面：根据中国建研院统计信息，我国主要光电建筑企业 2020 年 BIPV 新增装机 709MW，对应安装面积 377.4 万平方米，推算每平米装机容量 188W，假设该指标保持不变。

BIPV 装机每瓦价格方面：根据 CPIA《2022~2023 年中国光伏产业发展路线图》，2022 年工商业分布式光伏系统初始全投资 3.74 元/W，2023 有望下降至 3.42 元/W，至 2030 年下降至约 2.8 元/W。

**表 5：BIPV 市场空间推演**

项目	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>BIPV 屋顶-新建(百万平方米)</b>	<b>1.16</b>	<b>3.08</b>	<b>7.20</b>	<b>15.00</b>	<b>36.00</b>	<b>90.00</b>
新竣工建筑(亿平方米)	39	41	40	40	40	40
可安装屋顶光伏占比	15%	15%	15%	15%	15%	15%
BIPV 安装比例	0.20%	0.50%	1.20%	2.50%	6.00%	15.00%
<b>BIPV 屋顶-改造(百万平方米)</b>	<b>2.04</b>	<b>2.76</b>	<b>3.41</b>	<b>4.12</b>	<b>4.87</b>	<b>5.69</b>
存量建筑(亿平方米)	578	613	650	686	722	758
可安装屋顶光伏占比	15%	15%	15%	15%	15%	15%
BIPV 改造比例	0.024%	0.030%	0.035%	0.040%	0.045%	0.050%
<b>BIPV 幕墙-新建(百万平方米)</b>	<b>0.57</b>	<b>1.58</b>	<b>4.17</b>	<b>9.55</b>	<b>25.21</b>	<b>69.33</b>
新建幕墙面积(亿平方米)	2.87	3.16	3.47	3.82	4.20	4.62
BIPV 安装比例	0.20%	0.50%	1.20%	2.50%	6.00%	15.00%
<b>BIPV 安装合计(百万平方米)</b>	<b>3.77</b>	<b>7.41</b>	<b>14.78</b>	<b>28.67</b>	<b>66.09</b>	<b>165.02</b>
每平米装机容量 (W/m <sup>2</sup> )	188	188	188	188	188	188
<b>新增 BIPV 装机容量 (GW)</b>	<b>0.71</b>	<b>1.39</b>	<b>2.78</b>	<b>5.39</b>	<b>12.42</b>	<b>31.02</b>
BIPV 装机每瓦价格 (元/W)	3.38	3.74	3.74	3.42	3.25	3.09
BIPV 装机市场规模 (亿元)	24	52	104	184	404	958

数据来源：公开信息收集，东北证券预测

BIPV 市场参与者众多，路径各异。目前已有多家上市公司采取不同路径发力 BIPV 业务：(1) 光伏企业销售 BIPV 产品：如隆基绿能、晶科能源、固德威、东方日升、中信博；(2) 建筑工程企业与光伏龙头战略合作：如森特股份联手隆基绿能，龙元建设联手天合光能，共同推出 BIPV 产品，由建筑企业承接工程项目；(3) 幕墙工程企业承接 BIPV 幕墙业务：如江河集团、中国建筑兴业、亚厦股份，依托幕墙工程资质，承接光伏幕墙项目；(4) 钢结构企业承接 BIPV 屋顶业务：如森特股份、精工钢构、杭萧钢构、东南网架；(5) 扩充主业覆盖 BIPV 产业链环节：如江河集团、秀强股份投建 BIPV 组件产线，杭萧钢构收购合特光电研发可用于 BIPV 的下一代叠层电池技术，东南网架与龙焱能源等合资开发 BIPV 产品。

江河集团幕墙 BIPV 订单已起量，或实现后发先至。森特股份通过联手隆基绿能推出了隆顶 4.0 的产品，具有一定先发优势，2022 年实现 BIPV 业务收入 6.50 亿元，2023H1 实现 4.06 亿元，2023 年前三季度签订 BIPV 业务订单 11.77 亿元。中信博依托其光伏支架业务，推广其智顶、双顶、睿顶三大 BIPV 解决方案并扩展了 BIPV 运维业务，2022 年实现 BIPV 业务收入 3.93 亿元，2023H1 实现 2.23 亿元。江河集团凭借于幕墙工程领域的领先优势和自建异型组件厂，承接大量光伏幕墙工程订单；2022 年订单目标 10 亿元实际完成 8.54 亿元，2023 年订单目标 20 亿元，前三季度实现 12.50 亿元，业务进展基本符合预期；考虑幕墙订单转化周期多为 1~1.5 年，我们推测江河集团 2023 年 BIPV 业务收入预计实现较快增长，且高增长有望于 2024 年维持。其他企业方面，精工钢构、中国建筑兴业、亚厦股份曾承接 BIPV 工程并公告，项目多在 1 亿元或以下。

**表 6：主要 BIPV 企业订单与业务收入情况**

上市公司	BIPV 订单(亿元)		BIPV 业务收入(亿元)	
	2022	2023Q1~Q3	2022	2023H1
江河集团	8.54	12.50	1.72	1.40
森特股份	未披露	11.77	6.50	4.06
中信博	未披露	未披露	3.93	2.23

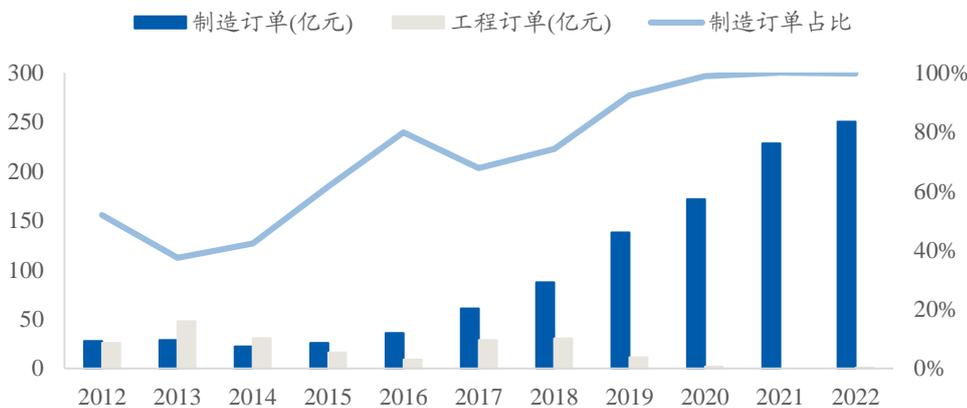
数据来源：Wind，各公司公告，东北证券

## 4. 参考鸿路发展历程，高端制造转型升级效益可观

### 4.1. 复盘鸿路转型升级成功之旅：十年磨剑终成锋

参考钢结构龙头鸿路钢构，自2014年启动高端制造战略转型，至今市占率已提升2倍+。鸿路钢构于2014年启动了战略转型，由工程与制造并举转向聚焦制造业务，彼时公司工程业务订单占比过半；转型之初公司经历一定阵痛期，2014年~2016年工程订单收缩的同时制造业订单未见明显增幅；公司通过采取产线智能化、设计标准化、生产模块化等措施，提高了钢结构制造的生产效率，自2016年后竞争优势释放，制造业订单突飞猛进；2020年起制造业订单已近100%，2022年公司新签订单251.26亿元，其中制造业订单250.44亿元占比99.7%。鸿路市占率优势自2016年迅速扩大，以鸿路在五大上市钢结构公司中生产量占比作为指标计算，鸿路2014年产量64万吨占比29%，至2022年产量350万吨占比增至53%；据光明日报、央广网信息，2014年、2022年我国钢结构总产量分别为4200万吨和9200万吨，按此计算鸿路市占率由1.5%增长至3.8%。

图 36：鸿路钢构新签订单情况



数据来源：Wind，公司公告，东北证券

图 37：主要钢结构上市公司钢结构生产量（万吨）



数据来源：Wind，公司公告，东北证券

图 38：鸿路钢构焊丝自动生产线



数据来源：鸿路钢构公众号

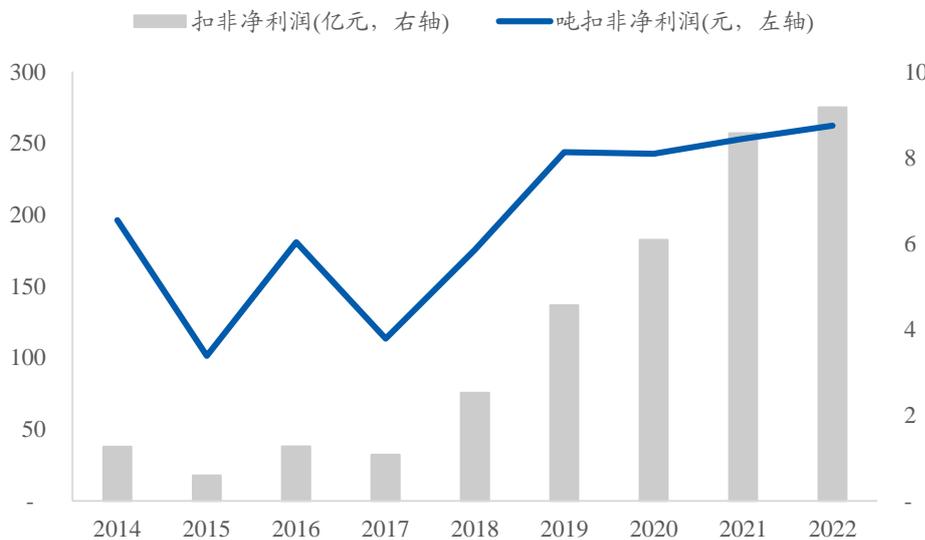
图 39：鸿路钢构钢结构自动化生产线



数据来源：鸿路钢构公众号

业务升级驱动盈利能力改善，扣非吨净利提升至 262 元，助推业绩持续高速增长。随着竞争优势的释放，鸿路扣非吨净利水平亦明显提升，助推鸿路扣非归母净利润（即扣非净利润，无少数股东权益）快速提升；2014 年~2018 年，鸿路平均扣非吨净利均值 153 元，2019 年~2022 年均值上升至 250 元，提升 63%；2016 年至 2022 年，公司扣非归母净由 1.27 亿元迅速增长至 9.17 亿元，CAGR 达 39%。

图 40：鸿路钢构扣非吨净利情况



数据来源：Wind，东北证券

厚积薄发，市值完成飞跃。2019Q4 至 2020Q3，市场对公司转型成果与未来成长的确切性给予了认可，公司市值快速提升，一年之间股价由 5.41 元上涨至 36.51 元（前复权）涨幅高达 5.7 倍，市值遥遥领先于其他钢结构上市公司。

图 41：主要钢结构企业总市值情况(亿元)



数据来源：Wind

#### 4.2. 江河集团发力 BIPV 业务转型升级效益展望

江河集团转型升级成功后的盈利弹性可参考鸿路钢构匡算。对比江河集团发力 BIPV 业务与鸿路钢构聚焦钢构制造发力智能化，其业务表征的**不同之处为**：鸿路实现的是由钢结构工程+制造转为钢结构标准化智能化制造，江河进行的是由幕墙工程转为光伏幕墙工程+BIPV 组件设计制造；但就目前看来，幕墙业务在可预见的未来施工与制造仍将紧密结合，江河现行模式可能与 BIPV 幕墙企业终局场景差异不大。江河与鸿路转型二者**本质上的类似之处**：（1）所处行业分散，传统业务上普遍面临低质低价竞争，垫资换取项目等典型的工程类业务常见困境；（2）公司经营管理效率上具备优势，但在传统业务竞争环境中缺乏促使优势厂商迅速获取市场份额的催化。类似地，江河集团发力 BIPV 幕墙工程与组件制造业务的转型升级战略有望推动自身突破旧市场环境中缓慢的市占提升路径，实现高效高质地业务规模扩张，并伴随单位业务量盈利能力的提升。参考鸿路钢构转型战略前后市占提升 2 倍+，吨扣非净利提升 60%+的进化效果，我们试测算江河集团业务转型升级顺利，业绩潜能释放较完全情形下的盈利弹性；中性情境下，盈利弹性为 5.5 倍，与鸿路钢构实际情况类似。

表 7：江河集团转型升级成功假设盈利弹性敏感性分析

		市占率提升(倍)				
		1	1.5	2	2.5	3
扣非净利率 提升(%)	40	2.8	2.6	3.1	3.6	4.1
	50	5.7	3.8	4.2	4.8	5.4
	60	10.7	5.3	5.5	6.1	6.8
	70	19.9	7.5	7.0	7.6	8.4
	80	37.7	11.8	8.9	9.4	10.3

数据来源：东北证券

## 5. 高端眼科医疗业务整理中，或也有较大重定价空间

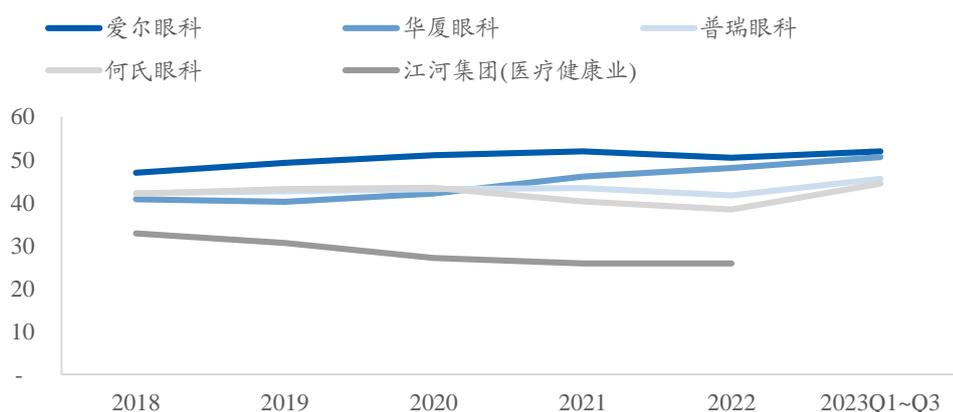
公司眼科医疗业务 Vision、维视眼科、泽明多品牌运作。公司于 2015 年切入眼科医疗市场，目前旗下有 Vision 和维视眼科集团两家全资子公司，以及由维视眼科集团持股 51%/60%的江河泽明/淮安泽明两家主要间接持股孙公司。据公司官网披露，截至 2022 年，维视眼科旗下共拥有 43 家眼科医疗机构；澳大利亚 Vision 拥有 15 家专业眼科医院、9 家先进的日间手术中心以及 6 家激光眼科手术中心。

眼科医疗是高成长市场，优质眼科医疗标的享受近 50 倍高 PE 估值。销售毛利率方面，专业眼科上市标的普遍稳定在 40~50%水平。销售净利率方面，2022 年或受疫情影响，各专业眼科上市标的表现差异较大，2023 前三季度基本恢复至 15%左右；2018 年以来中位数在 10%左右。PE 方面，目前专业眼科上市公司多在 50 倍左右。

公司眼科医疗业务目前经营质量较专业眼科医疗上市公司有较大差距。2022 年，公司旗下 Vision 和维视眼科分别实现营收 7.2 亿元/2.4 亿元，实现净利润 493 万元/-5720 万元，有较大额亏损，推测主要与 2022 年南京维视眼科刚建成投入运营有关；2023H1，Vision 和维视眼科分别实现营收 3.6 亿元/1.7 亿元，实现净利润 858 万元/973 万元，实现正常盈利。从销售毛利率角度来看，公司 2018 年~2022 年眼科医疗业务维持在 25~35%且略有下滑趋势（或主因公司在疫情中扩张南京维视眼科医院），与专业眼科医疗上市公司有较明显差距。

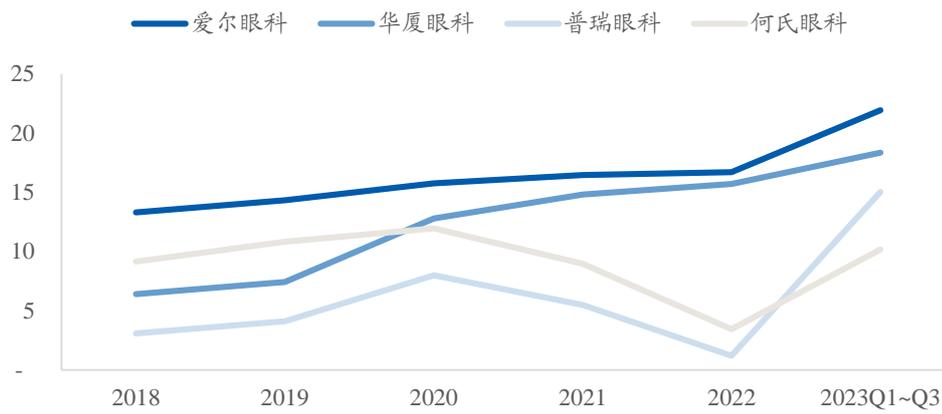
如眼科医疗业务经营改善完成剥离计划，或有效支撑公司市值。据公告，公司计划未来根据眼科医疗业务的经营发展情况，适时择机剥离公司眼科医疗业务。考虑公司 2015 年切入眼科医疗业务以来整体发展不及初期规划，眼科医疗业务在公司业务规模比重占比低，市场上少有参与者对公司眼科医疗业务进行分部估值；加之近年来眼科医疗业务无显著盈利贡献，我们推测目前公司市值中眼科医疗业务几无贡献。假设后期经营质量实现稳步提升，实现与目前市场上专业眼科医疗上市公司相近盈利水平，实现 10%净利率，50 倍 PE，即使不考虑营收规模增长，亦可提供可观的市值弹性空间。

图 42：眼科医疗上市公司销售毛利率水平（%）



数据来源：Wind

图 43: 主要眼科医疗上市公司销售净利率水平 (%)



数据来源: Wind

图 44: 主要眼科医疗上市公司市值情况(亿元)



数据来源: Wind

## 6. 投资建议

公司幕墙业务贡献稳定较快增长，内装业务规模略有收缩，医疗业务盈利能力有改善预期。我们假设：

(1) 建筑装饰业收入随幕墙业务稳增和内装业务降速放缓至恢复增速由低水平逐渐回升，2023~2025年分别为5%/8%/10%，毛利率随光伏幕墙业务占比提升毛利率逐步提高，2023~2025年分别为16.5%/16.8%/17.5%。

(2) 医疗健康业方面，公司经营以提质为重心，预计收入保持稳定较低增速，经营提质对盈利能力的提升在2023H1已见明显成效，子公司Vision与维视眼科合计实现净利润1831万元同比扭亏，预计2023年~2025年毛利率实现稳步提升缩小与主流专业眼科上市公司差距。

(3) 其他业务规模不变，毛利率稳定。

预计2023年~2025年EPS为0.57/0.73/0.94元，较前值0.64/0.87/1.07元略有下调，主要系因内装业务未如预期达到拐点，但对公司估值水平负面影响有限；预测EPS对应PE为12.3/9.6/7.5倍，低于可比公司平均水平。

表 8：财务预测关键假设

关键假设	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入-同比</b>						
建筑装饰业	-4.37%	15.57%	-13.86%	5.00%	8.00%	10.00%
医疗健康	3.23%	7.69%	1.85%	3.00%	3.00%	3.00%
其他业务	16.45%	5.96%	-12.32%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>毛利率</b>						
建筑装饰业	17.81%	16.80%	16.13%	16.50%	16.80%	17.50%
医疗健康	27.08%	25.86%	25.83%	26.00%	28.00%	30.00%
其他业务	79.67%	74.73%	86.88%	86.00%	86.00%	86.00%

数据来源：Wind，东北证券

表 9：可比公司估值情况

可比公司	总市值(亿元)	现价(元)	PE		
			2023E	2024E	2025E
森特股份	90.1	16.69	71.8	50.1	40.0
中信博	96.0	70.71	35.4	20.3	15.1
秀强股份	49.2	6.36	22.1	15.5	12.0
杭萧钢构	84.1	3.55	21.8	18.4	15.7
龙元建设	68.8	4.50	17.2	8.4	5.9
东南网架	69.1	6.01	16.1	14.1	12.6
精工钢构	65.8	3.27	8.5	7.1	6.2
	平均		27.5	19.1	15.4
江河集团	79.5	7.02	12.3	9.6	7.5

数据来源：Wind，东北证券

注：现价为2023年11月16日收盘价，可比公司估值预测为Wind一致预期

## 7. 风险提示

BIPV 业务发展不及预期，公司业绩不及预期，现金流风险

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,161	4,738	5,113	5,245
交易性金融资产	447	447	447	447
应收款项	11,569	11,645	12,116	12,845
存货	1,027	1,076	1,141	1,227
其他流动资产	638	638	638	638
<b>流动资产合计</b>	<b>22,139</b>	<b>22,905</b>	<b>24,164</b>	<b>25,571</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	119	124	129	134
固定资产	1,136	1,181	1,216	1,243
无形资产	690	689	688	687
商誉	446	446	446	446
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,793</b>	<b>4,753</b>	<b>4,678</b>	<b>4,611</b>
<b>资产总计</b>	<b>26,932</b>	<b>27,658</b>	<b>28,842</b>	<b>30,182</b>
短期借款	1,317	1,317	1,117	817
应付款项	14,132	14,186	14,561	14,910
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	629	303	303	303
<b>流动负债合计</b>	<b>18,579</b>	<b>18,364</b>	<b>18,674</b>	<b>18,911</b>
长期借款	312	312	312	312
其他长期负债	434	527	527	527
<b>长期负债合计</b>	<b>746</b>	<b>839</b>	<b>839</b>	<b>839</b>
<b>负债合计</b>	<b>19,324</b>	<b>19,203</b>	<b>19,513</b>	<b>19,750</b>
归属于母公司股东权益合计	6,350	7,083	7,812	8,726
少数股东权益	1,258	1,372	1,518	1,706
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26,932</b>	<b>27,658</b>	<b>28,842</b>	<b>30,182</b>

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>18,056</b>	<b>18,940</b>	<b>20,404</b>	<b>22,372</b>
营业成本	15,043	15,714	16,855	18,319
营业税金及附加	30	33	35	38
资产减值损失	-270	-165	-115	-115
销售费用	233	227	224	246
管理费用	1,176	1,098	1,143	1,208
财务费用	174	35	22	5
公允价值变动净收益	-105	0	0	0
投资净收益	324	100	100	100
<b>营业利润</b>	<b>672</b>	<b>894</b>	<b>1,147</b>	<b>1,473</b>
营业外收支净额	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>674</b>	<b>894</b>	<b>1,147</b>	<b>1,473</b>
所得税	127	134	172	221
净利润	547	760	975	1,252
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>489</b>	<b>646</b>	<b>829</b>	<b>1,065</b>
少数股东损益	58	114	146	188

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>547</b>	<b>760</b>	<b>975</b>	<b>1,252</b>
资产减值准备	466	515	515	565
折旧及摊销	311	186	184	173
公允价值变动损失	105	0	0	0
财务费用	215	97	93	82
投资损失	-324	-100	-100	-100
运营资本变动	-1,392	-443	-789	-1,204
其他	-80	-40	-1	-1
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>-153</b>	<b>975</b>	<b>877</b>	<b>767</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>202</b>	<b>-13</b>	<b>-9</b>	<b>-4</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-678</b>	<b>-380</b>	<b>-493</b>	<b>-632</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-860</b>	<b>539</b>	<b>770</b>	<b>657</b>

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.43	0.57	0.73	0.94
每股净资产 (元)	5.60	6.25	6.89	7.70
每股经营性现金流量 (元)	-0.13	0.86	0.77	0.68
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	-13.1%	4.9%	7.7%	9.6%
净利润增长率	—	32.1%	28.2%	28.5%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	16.7%	17.0%	17.4%	18.1%
净利润率	2.7%	3.4%	4.1%	4.8%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	219.84	217.36	207.22	199.41
存货周转天数	26.28	24.09	23.67	23.26
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	71.8%	69.4%	67.7%	65.4%
流动比率	1.19	1.25	1.29	1.35
速动比率	0.90	0.95	0.98	1.01
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%
管理费用率	6.5%	5.8%	5.6%	5.4%
财务费用率	1.0%	0.2%	0.1%	0.0%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	0.3%	1.9%	2.5%	3.1%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	18.00	12.31	9.60	7.47
P/B (倍)	1.38	1.12	1.02	0.91
P/S (倍)	0.49	0.42	0.39	0.36
净资产收益率	7.7%	9.1%	10.6%	12.2%

资料来源：东北证券

**研究团队简介：**

王小勇：重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券、诚通证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验，2007年以来具有15年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

庄嘉骏：北京大学金融硕士，中山大学地理科学本科。2022年加入东北证券，现任建筑行业研究助理。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A股市场以沪深300指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

