

江河集团（601886.SH）年报点评

现金流充裕，轻装上阵，未来医疗业务空间大

核心观点：

● 订单情况好转，今年目标小幅增长

公司 2016 年新中标合同金额 176 亿元，较上年同期增长 19.73%，其中幕墙业务中标额 89 亿元，内装业务 87 亿元，完成全年计划的 93.62%。在固定资产投资增速不断下滑的大环境中，这样的业绩来之不易。

● 营收小幅下降，毛利率基本不变

公司 2016 年营业收入 152.4 亿元，同比减少 5.68%。剔除“营改增”所带来的核算口径的变化，毛利率基本不变。医疗健康业务空间大，按照公司进程规划，预计未来在全国会有十来家医院落地。目前医疗业务收入占比为 4.13%，利润占比为 17.29%，占比还会有提升空间。

● 期间费用率下降，海外应收旧账未来计提空间不大

财务费用率同比减少 56.57%，主要是本期汇率变动导致汇兑收益增加所致。本期计提的坏账准备减少，资产减值损失较上期下降 30.12%，海外应收旧账未来计提空间不大。公司 2016 年度净利率 3.08%，净利润增速 11.82%。公司加大了结算清欠力度，经营现金流为历年最好。

● 融资渠道通畅，做大做强医疗健康业务

● 投资建议

公司加大了结算清欠力度，目前现金流充裕；已轻装上阵，海外应收款已基本清算完毕不会再有拖累；幕墙主业净利率有望逐步提升。公司在医疗健康领域的布局决心坚定、初见成效，预计未来存在持续超预期的可能。综上，公司经营情况持续向好，我们预计 2017-2019 年 EPS 为 0.42、0.52、0.64 元/股。对应 PE 为 26、21、17 倍，维持对公司“买入”评级。

● 风险提示

固定资产投资增速持续下滑；医疗并购不及预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	16,156.59	15,239.59	17,076.84	19,041.44	20,829.14
增长率(%)	1.59%	-5.68%	12.06%	11.50%	9.39%
EBITDA(百万元)	1,104.96	1,024.61	1,185.44	1,335.00	1,490.88
净利润(百万元)	312.53	351.56	479.79	595.05	741.31
增长率(%)	12.87%	12.49%	36.47%	24.02%	24.58%
EPS（元/股）	0.271	0.305	0.416	0.516	0.642
市盈率（P/E）	46.56	34.96	25.57	20.62	16.55
市净率（P/B）	2.45	1.91	1.77	1.63	1.49
EV/EBITDA	13.75	11.35	11.11	9.94	8.65

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

10.67 元

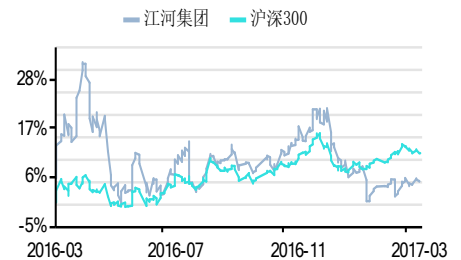
前次评级

买入

报告日期

2017-03-15

相对市场表现



分析师：岳恒宇 S0260516080005



010-59136612



yuehengyu@gf.com.cn

相关研究：

江河集团（601886.SH）点评 2016-11-21

报告：装饰主业稳中向好，医

疗版图有望加速扩张

江河集团（601886.SH）跟踪 2016-08-26

报告：净利润增速略低于预

期，医疗业务正向好发展

江河集团（601886.SH）公告 2016-04-07

点评：继续增持 Primary，后

续并购可能持续超预期

联系人：张欣劼 010-59136612

zhangxinjie@gf.com.cn

近日，公司发布2016年年度报告，全年公司实现收入152亿，同比下降5.68%，实现归母净利润3.51亿，同比增长12.49%。点评如下：

一、订单情况好转，今年目标小幅增长

公司2016年新中标合同金额176亿元，较上年同期增长19.73%，其中幕墙业务中标额89亿元，内装业务87亿元，完成全年计划的93.62%。在固定资产投资增速不断下滑的大环境中，这样的业绩来之不易。2017年公司计划中标额186亿元，与16年实际中标额相比增长5.68%，其中幕墙系统业务90亿元，内装系统业务96亿元。在幕墙行业不景气的环境下，只要幕墙业务平稳，内装小幅增长就满足公司预期。

图1：公司2016年订单情况

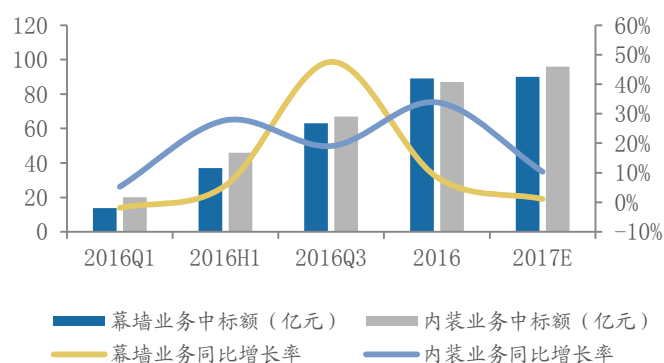
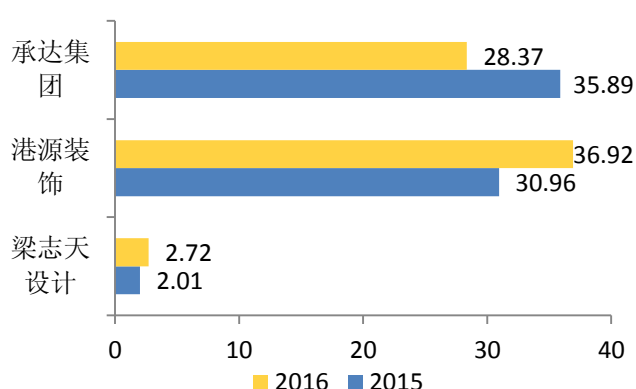


图2：内装主业子公司全年营收（亿元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

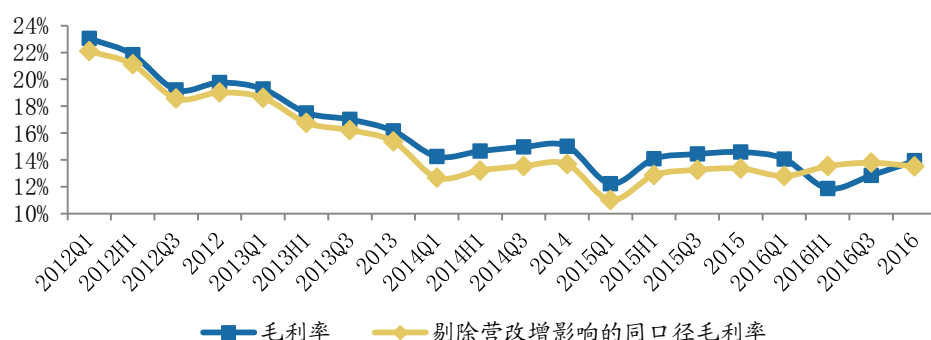
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

二、营收小幅下降，毛利率基本不变

公司2016年营业收入152.4亿元，同比减少5.68%，其中：幕墙业务69亿元同比下降8.9%；内装业务77亿元，同比增加2.15%；医疗业务（Vision）6.3亿元，同比上年增加6.5倍（15年纳入合并范围仅有2个月数据），较自身增长21%。2017年公司医疗健康业务将以眼科为突破点，充分利用Vision的技术和品牌优势，积极推进南京泽明在苏皖等中部区域的业务拓展，逐步实现眼科业务在国内的区域化布局。按照公司进程规划，预计未来在全国会有十来家医院落地。目前医疗业务收入占比为4.13%，利润占比为17.29%（未考虑权益法下作为投资核算的Primary的收入和利润），未来还有提升空间。

公司毛利率下降0.64个百分点至13.94%，降幅较小。毛利率的下降主要是受我国建筑行业全面实施“营改增”的影响。我们使用“毛利率-营业税金及附加/销售收入”这一指标来剔除“营改增”所带来的核算口径的变化，用该指标计算得出2016年度的毛利率为12.08%，与去年相比基本维持不变。

图3：剔除营改增影响后，公司毛利率变化不大



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

三、期间费用率下降，海外应收旧账未来计提空间不大

费用方面，期间费用率8.38%，较去年同期下降0.39个百分点，销售费用率基本不变；管理费用率基本不变；财务费用率同比减少56.57%，主要是本期汇率变动导致汇兑收益增加所致。这是由于公司较多业务在香港，报告期内公司在香港中标项目金额53.83亿元，站境外中标总额36.39%。

本期计提的坏账准备减少，资产减值损失较上期下降30.12%。2016年阿联酋、美洲、加拿大三个子公司坏账准备余额/应收账款余额分别为55.38%、60.20%、60.11%，公司以前海外业务亏损的几个板块账款减少，坏账计提率高，未来计提的空间不大。

表1：子公司应收账款与计提坏账准备（亿元）

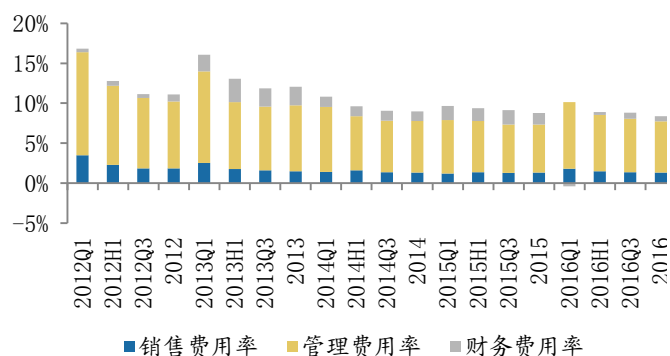
	江河幕墙阿联酋	江河幕墙美洲	江河幕墙加拿大
2016 应收账款	2.6	2.01	1.78
2016 坏账准备期末余额	1.44	1.21	1.07
2016 坏账准备余额/应收账款余额	55.38%	60.20%	60.11%
2015 应收账款	5.13	3.57	2.97
2015 坏账准备期末余额	0.45	0.33	2.83
2015 坏账准备余额/应收账款余额	8.77%	9.24%	95.29%
2014 应收账款	4.4	3.57	3.4
2014 坏账准备期末余额	0.22	0.18	0.17
2014 坏账准备余额/应收账款余额	5.00%	5.04%	5.00%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司本期投资收益增长较多，主要是购买Primary股票增加所致。

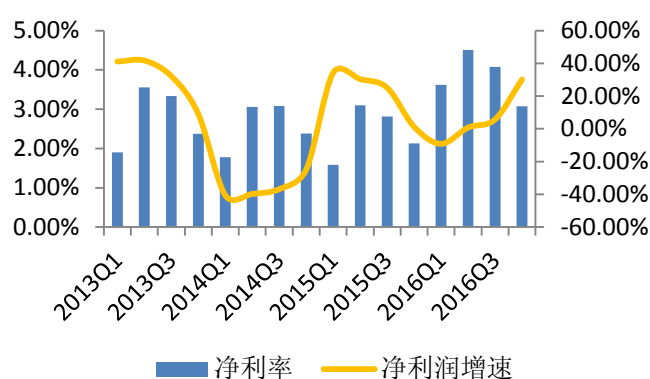
公司2016年度净利率3.08%，净利润增速11.82%。报告期内，梁志天设计净利率为13.51%，港源装饰净利率3.54%，承达集团净利率12.90%。报告期内公司在主业幕墙业务方面盈亏平衡，主要由于这部分成本包括了并购费用和海外旧账，未来幕墙业务盈利有望回归正常水平。

图4：期间费用率情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图5：净利率及净利润增速

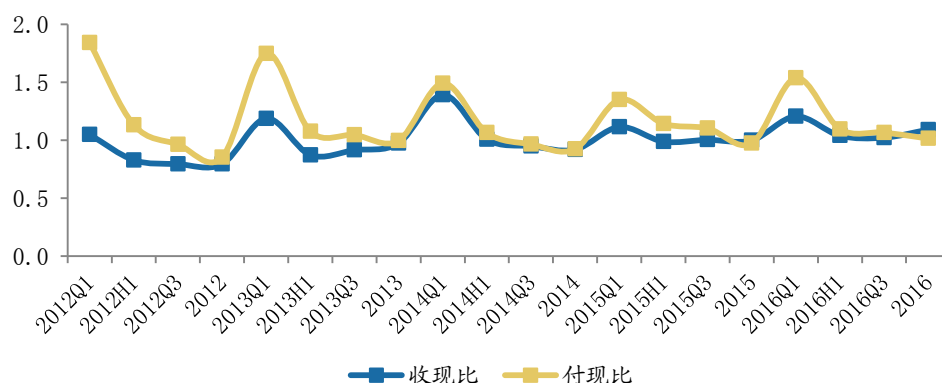


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

四、经营现金流充沛，为公司双主业发展提供坚实支撑

报告期公司加强对现金流的管理，提高资金使用效率，效果显著：经营性现金流量与去年同期相比增加30.39%，为13.08亿，是历年最高。报告期公司收现比1.09，上升9.1个百分点，这是由于公司加大了结算清欠力度，回款情况明显好转；付现比上升4.04个百分点至1.01，经营活动现金流充足。

图6：公司近年收付现比情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

五、融资渠道通畅，做大做强医疗健康业务

公司将发行债券募集资金，补充流动性。虽然外管局去年11月对外汇出入境加强了监管和限制，但公司有多个海外上市子公司，可以通过定增、新股发行等方式来融资参与海外业务开拓，充足的资金支持经营计划的顺利实施。

此外，公司是Primary的第一大股东，瞄准国内第三方诊断巨大蓝海。2017年公司医疗健康业务将以眼科为突破点，充分利用Vision的技术和品牌优势，积极推进南

京泽明在苏皖等中部区域的业务拓展，加大国内眼科医院的并购力度，加大眼科业务在国内市场的开拓力度，逐步实现眼科业务在国内的区域化布局。在第三方检验等业务领域取得突破，实现几大专科业务在中国的本地化布局。

六、投资建议

公司加大了结算清欠力度，目前现金流充裕；已轻装上阵，海外应收款已基本清算完毕不会再有拖累；幕墙主业净利率有望逐步提升。公司在医疗健康领域的布局决心坚定、初见成效，预计未来存在持续超预期的可能。综上，公司经营情况持续向好，我们预计2017-2019年EPS为0.42、0.52、0.64元/股。对应PE为26、21、17倍，维持对公司“买入”评级。

风险提示

固定资产投资增速下滑加速；医疗并购不及预期。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	18541	19872	19773	22352	23396
货币资金	3509	4350	1708	1904	1041
应收及预付	11870	13053	15164	17220	18835
存货	3139	2051	2902	3228	3520
其他流动资产	24	418	0	0	0
非流动资产	3791	5479	3940	3889	3850
长期股权投资	3	30	30	30	30
固定资产	1119	1038	1023	1004	988
在建工程	0	0	100	100	100
无形资产	2101	2122	833	801	778
其他长期资产	568	2289	1954	1954	1954
资产总计	22332	25351	23713	26241	27246
流动负债	14315	16969	14940	16724	16803
短期借款	2701	2188	1835	2141	895
应付及预收	11570	12040	13105	14583	15908
其他流动负债	44	2741	0	0	0
非流动负债	1585	979	770	770	770
长期借款	0	73	73	73	73
应付债券	1427	698	698	698	698
其他非流动负债	158	209	0	0	0
负债合计	15900	17948	15710	17494	17573
股本	1154	1154	1154	1154	1154
资本公积	2693	2955	2955	2955	2955
留存收益	2096	2332	2812	3407	4148
归属母公司股东权益	5942	6441	6921	7516	8257
少数股东权益	472	721	841	990	1175
负债和股东权益	22332	25351	23713	26241	27246

利润表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	16157	15240	17077	19041	20829
营业成本	13801	13116	14670	16317	17791
营业税金及附加	198	64	72	80	87
销售费用	213	203	227	253	277
管理费用	974	974	1091	1217	1331
财务费用	231	100	160	150	103
资产减值损失	405	283	181	168	154
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	46	50	50	50
营业利润	342	546	727	907	1135
营业外收入	61	79	23	23	23
营业外支出	7	17	0	0	0
利润总额	396	608	750	930	1158
所得税	51	139	150	186	232
净利润	344	469	600	744	927
少数股东损益	32	117	120	149	185
归属母公司净利润	313	352	480	595	741
EBITDA	1105	1025	1185	1335	1491
EPS (元)	0.27	0.30	0.42	0.52	0.64

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	997	1308	-2472	31	501
净利润	344	469	600	744	927
折旧摊销	133	142	168	161	148
营运资金变动	-6	244	-3636	-1072	-736
其它	525	453	396	198	162
投资活动现金流	-1386	-1587	1119	-37	-37
资本支出	-63	-55	1069	-87	-87
投资变动	-1333	-1548	50	50	50
其他	10	17	0	0	0
筹资活动现金流	1395	1140	-1290	203	-1326
银行借款	2611	2710	-353	307	-1246
债券融资	-1565	-1974	-800	0	0
股权融资	548	498	0	0	0
其他	-199	-95	-137	-104	-80
现金净增加额	1006	861	-2642	196	-863
期初现金余额	2495	3509	4350	1708	1904
期末现金余额	3501	4370	1708	1904	1041

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	1.6	-5.7	12.1	11.5	9.4
营业利润增长	2.6	59.5	33.2	24.8	25.2
归属母公司净利润增长	12.9	12.5	36.5	24.0	24.6
获利能力(%)					
毛利率	14.6	13.9	14.1	14.3	14.6
净利率	2.1	3.1	3.5	3.9	4.4
ROE	5.3	5.5	6.9	7.9	9.0
ROIC	12.3	14.6	12.2	12.5	13.3
偿债能力					
资产负债率(%)	71.3	71.5	66.9	67.3	65.1
净负债比率	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1
流动比率	1.30	1.17	1.32	1.34	1.39
速动比率	1.05	1.03	1.10	1.12	1.15
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.64	0.70	0.76	0.78
应收账款周转率	1.34	1.16	1.24	1.22	1.22
存货周转率	4.14	5.05	5.05	5.05	5.05
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.30	0.42	0.52	0.64
每股经营现金流	0.86	1.13	-2.14	0.03	0.43
每股净资产	5.15	5.58	6.00	6.51	7.16
估值比率					
P/E	46.6	35.0	25.6	20.6	16.5
P/B	2.4	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.7	11.4	11.1	9.9	8.6

广发建筑行业研究小组

岳恒宇： 分析师，CPA 非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心，2015 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名团队成员。

张欣劼： 联系人，俄亥俄州立大学金融硕士，2016 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。

谨慎增持： 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
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。