

深耕建筑，跨界医疗，单品冠军腾飞在即

首次覆盖报告

王小勇(分析师)

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070001

王斌(联系人)

wangbin1@xsdzq.cn

证书编号: S0280117080044

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● 建筑与医疗并举，打造细分领域单品冠军公司：

江河集团以“为了人类的生存环境和健康福祉”为企业使命，致力于提供绿色建筑系统和高品质医疗健康服务，坚持“双主业，多元化”发展战略，业务遍布全球多个国家和地区，在建筑幕墙、室内装饰、室内设计、眼科等专业领域居世界领先水平。

● 建筑装饰多元化联动，细分冠军共促板块蓬勃发展：

公司在建筑装饰业务采用多元化布局：在幕墙领域，江河幕墙是全球高端幕墙第一品牌，近年来在全球各地承建了数百项难度大、规模大、影响大的地标建筑；内装领域，公司2017年对内装业务进行整合，将旗下北京承达重组并入承达集团，现已成为大陆室内装饰行业的典范，2017年订单金额和营收增速同时由负转正，或将迎来业绩拐点；室内设计领域，截至2017年底梁志天设计已经连续三年蝉联美国《Interior Design》全球百大室内设计师事务所住宅项目第一位，伴随未来梁志天集团或在香港上市，将进一步加强公司各建筑业务之间的协同发展。

● 医疗健康产业潜力巨大，或将成为未来业绩高速增长点：

在医疗健康板块，公司以眼科、第三方检测等专科领域为主要方向：眼科业务领域，公司于2014和2016年相继并购澳洲最大连锁眼科品牌Vision和苏皖地区知名品牌南京泽明，2017年通过新开、并购等方式布局国内眼科业务，新增常州泽明、靖江光明医院等医院，进一步推进了公司国内眼科医疗业务在长三角区域的布局；第三方检测领域，公司通过收购目前为澳大利亚领先的医疗服务上市公司Primary，为第三方检验、第三方影像业务上转型发展创造有利条件，2018年公司借助国内外资本平台和融资手段，将国外先进技术嫁接中国市场，快速复制做大做强医疗健康业务。

● **财务预测与估值：**预计公司2018~2020年实现归母净利6.09/7.94/10亿元，同比增长30.5%/30.4%/26.0%，对应EPS为0.53/0.69/0.87元。当前股价对应2018~2020年的PE为16.2/12.4/9.9倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**固定资产投资下行，医疗风险，回款风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15240	15,297	18,667	22,250	26,054
增长率(%)	-5.7	0.4	22.0	19.2	17.1
净利润(百万元)	351.6	466	609	794	1,000
增长率(%)	12.5	32.7	30.5	30.4	26.0
毛利率(%)	13.9	15.1	15.6	15.9	16.2
净利率(%)	2.3	3.0	3.3	3.6	3.8
ROE(%)	5.3	6.8	8.6	10.9	13.3
EPS(摊薄/元)	0.30	0.40	0.53	0.69	0.87
P/E(倍)	28.07	21.2	16.2	12.4	9.9
P/B(倍)	1.48	1.4	1.4	1.4	1.3

推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.04.20

收盘价(元):	8.5
一年最低/最高(元):	8.1/11.9
总股本(亿股):	11.54
总市值(亿元):	98.09
流通股本(亿股):	11.54
流通市值(亿元):	98.09
近3月换手率:	23.48%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	5.92	5.65	-37.16
绝对	-1.85	-6.59	-28.51

相关报告

目 录

1、建筑与医疗并举，打造细分领域单品冠军公司	3
1.1、双主业齐头并进，追求专项领域的多项冠军	3
1.2、公司股权相对集中，控股多家子公司	4
1.3、业绩拐点到来，归母净利大幅增长，毛利率稳步提升	5
2、建筑装饰多元化联动，细分冠军共促板块蓬勃发展	5
2.1、高端幕墙业务稳定发展，江河幕墙龙头凸显	6
2.2、公司内部资源整合，室内装饰业务迎来拐点	7
2.3、室内设计业务强劲，设计子公司有望今年在香港上市	8
3、医疗健康产业潜力巨大，或将成为未来业绩高速增长点	8
3.1、并购眼科企业，加速拓展国内眼科业务	10
3.2、布局第三方医检，做大医疗健康业务	11
4、财务预测与估值	12
5、风险提示	12
附：财务预测摘要	13

图表目录

图 1：公司发展历程	3
图 2：公司股权结构	4
图 3：公司营业收入及同比增速情况（2011-2017 年）	5
图 4：公司归母净利及同比增速情况（2011-2017 年）	5
图 5：公司毛利率及净利率变化（2011-2017 年）	5
图 6：中国城镇人口及城市化率（2005-2017 年）	6
图 7：建筑装饰行业总产值（2011-2016 年）	6
图 8：世界第一高楼——沙特阿拉伯王国塔	6
图 9：中国第一高楼——武汉绿地中心	6
图 10：公司幕墙系统中标情况（2015-2017 年）	7
图 11：公司内装系统中标情况（2015-2017 年）	7
图 12：承达集团营业收入情况（2012-2017 年）	7
图 13：顶级豪宅——上海古北壹号（室内设计）	8
图 14：米其林一星粤菜食府——营致会馆（室内设计）	8
图 15：中国人口老龄化程度（2002-2017 年）	9
图 16：医院总诊疗人次（2010-2016 年）	9
图 17：公司医疗健康业务营业收入和毛利率情况（2015-2017 年）	9
图 18：眼科医院入院人次（2005-2016 年）	10
图 19：第三方医检产业链（简图）	11
表 1：专项领域的单项品牌冠军	4
表 2：2017 年公司并购的眼科领域企业	10

1、建筑与医疗并举，打造细分领域单品冠军公司

江河创建集团股份有限公司（简称“江河集团”，股票代码 601886），前身为北京江河幕墙股份有限公司，成立于 1999 年，并于 2011 年在上交所成功上市。公司以“为了人类的生存环境与健康福祉”为企业使命，致力于提供绿色建筑系统和高品质医疗健康服务，坚持“双主业，多元化”发展战略，业务遍布全球多个国家和地区，在建筑幕墙、室内装饰、室内设计、眼科等专业领域居世界领先水平。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.1、双主业齐头并进，追求专项领域的多项冠军

公司主营业务分为建筑装饰业务和医疗健康业务两大板块，其中建筑装饰业务又细分为建筑幕墙、室内装饰和室内设计三大业务。公司稳健经营，在专项领域、细分行业上高举高打，打造了江河幕墙、永达集团、梁志天设计、Vision 等多个单项品牌冠军。

具体来看，在建筑装饰板块，公司旗下拥有 JANGHO（江河）、Sundart（永达）、港源、SLD（梁志天设计）四大建筑装饰知名品牌。承接了一大批有代表性的、影响力大的地标工程和经典项目，树立了公司在行业内的高端品牌形象；在医疗健康板块，公司定位于医疗内容（服务）提供商，以眼科、第三方检测等专科领域为主要方向，致力于提供高品质医疗健康服务，拥有澳洲最大连锁眼科品牌 Vision 和苏皖地区知名品牌南京泽明，同时作为澳洲领先的医疗服务上市公司之一的 Primary 的第一大股东，实力强劲。

表1: 专项领域的单项品牌冠军

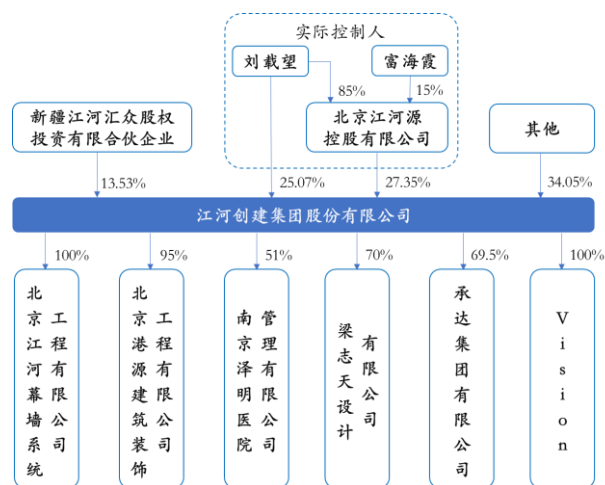
企业名称	主营业务
江河幕墙 (全球高端幕墙第一品牌)	集产品研发、工程设计、精密制造、安装施工、咨询服务、成品出口于一体的幕墙系统整体解决方案提供商,荣获了包括中国建设工程鲁班奖在内的国内外顶级荣誉逾百项。
承达集团 (全球顶级室内装饰品牌)	专注于为大型公共建筑、高档住宅、高档酒店及城市地标提供高品质室内装饰整体服务。中国室内装潢行业唯一获得 AWI 质量认证企业、唯一获得全球最具权威的 UL 认证企业以及美国绿色建筑委员会 (USGBC) 成员。
梁志天设计 (全球顶级建筑及室内设计品牌)	SLD 建筑设计项目主要包括办公楼、住宅、别墅及学校等;室内设计范畴则包括住宅、样板房、销售中心、精装修交楼标准、会所、办公室、商场、商店、酒店、餐厅及酒吧等。参与设计的作品遍布全球逾百个城市,累计获超 130 项国际和亚太区设计及企业殊荣。
Vision (澳大利亚最大连锁眼科医院)	业务范围涵盖白内障手术、角膜移植手术、视网膜手术、玻璃体内注射治疗、激光治疗等。世界首家上市连锁眼科医院,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,拥有全球一流的医疗团队。

资料来源:公司公告,新时代证券研究所

1.2、公司股权相对集中,控股多家子公司

公司控股股东和实际控制人为刘载望、富海峡夫妇,截至 2017 年第一季度,公司董事长刘载望直接持有公司 25.07% 的股权,同时刘载望、富海峡夫妇二人通过控制北京江河源控股有限公司间接持有公司股本的 27.35%,二人合计持股比例为 52.42%。公司目前拥有江河幕墙、港元建筑装饰、南京泽明、承达集团(香港联交所主板上市)、梁志天设计、Vision 等多家控股子公司。

此外,公司控股企业梁志天设计集团已于 2017 年 9 月 27 日将首次公开发行股票并在香港联交所主板上市的申请文件递交至香港联交所,工作稳步推进。梁志天设计上市后将强化公司在建筑装饰和设计领域地位,助力公司获得更大市场空间。

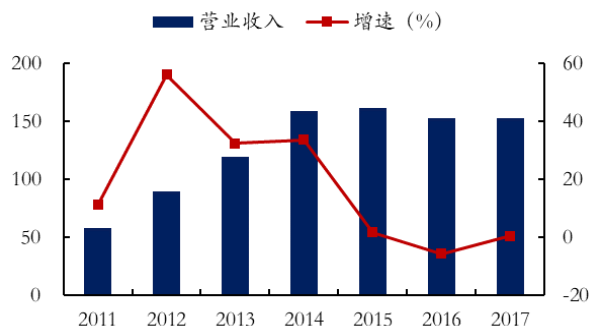
图2: 公司股权结构

资料来源:公司公告,新时代证券研究所

1.3、业绩拐点到来，归母净利大幅增长，毛利率稳步提升

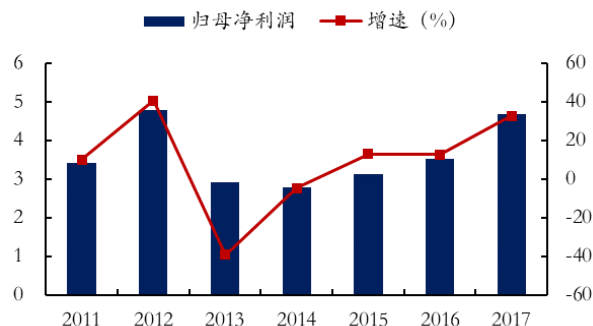
公司于 2011 年在上交所成功上市，2012 年大力拓展内装领域业务，相继收购香港承达集团与北京港源装饰，此举带动了公司营收和归母净利润的增加，营业收入及归母净利润达 89.89、4.78 亿元，分别实现了同比 56%及 40.6%的高速增长。2013 年因海外幕墙业务亏损，业绩有所下滑。2014-2017 年公司经营业绩稳定，营业收入在 150 亿元以上，归母净利润逐年上升。2017 年，公司实现营业收入 152.97 亿元，同比增长 0.37%，归母净利润达 4.66 亿元，同比增长 32.68%。

图3： 公司营业收入及同比增速情况（2011-2017 年）



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

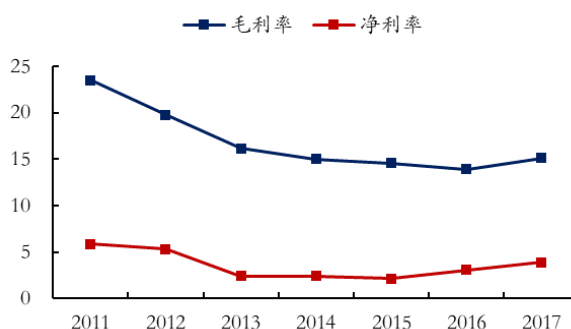
图4： 公司归母净利及同比增速情况（2011-2017 年）



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

自 2011 年上市以来，公司毛利率受公司业务拓展、海外业务亏损等因素影响，毛利率有所下滑，由 2011 年的 23.52%降至 2016 年的 13.94%。2017 年因建筑装饰业务毛利率提升影响，公司毛利率同比稳步提升至 15.12%，较 2016 年上涨 1.18 个百分点。同时，公司净利率已走出 2015 年的谷底，2016-2017 年逐步回升，2017 年净利率为 3.87%。

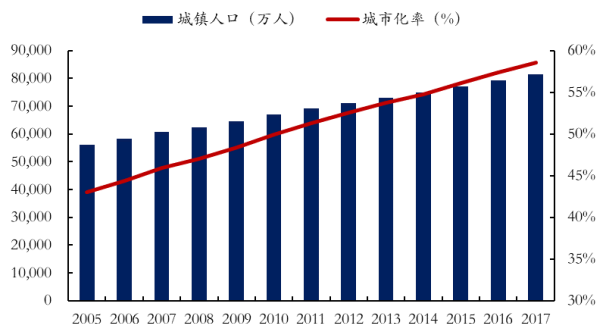
图5： 公司毛利率及净利率变化（2011-2017 年）



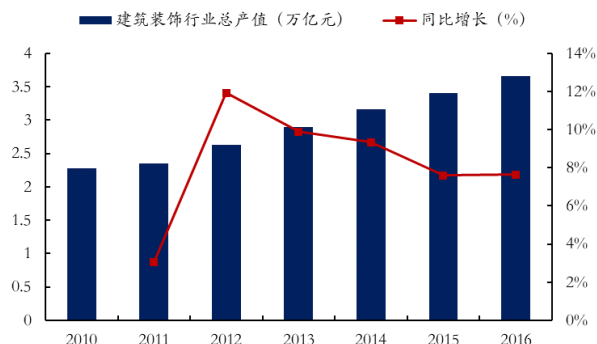
资料来源：公司财报，新时代证券研究所

2、建筑装饰多元化联动，细分冠军共促板块蓬勃发展

随着中国经济的不断发展，城市化进程不断加快，截至 2017 年底，中国城镇人口总数达 8.13 亿人，城市化率为 58.52%。国民经济的增长和城市化进程的加快在一定程度上带动了基础设施建设和房地产业的发展，从而带动了建筑装饰行业的发展。自 2012 年以来，建筑装饰行业总产值持续上涨，增速维持在 7%-10%的水平，进入平稳发展阶段。2016 年全国建筑装饰行业完成工程总产值 3.66 万亿元，比 2015 年增加了 2550 亿元，同比增长 7.65%。

图6： 中国城镇人口及城市化率（2005-2017 年）

资料来源：wind，新时代证券研究所

图7： 建筑装饰行业总产值（2011-2016 年）

资料来源：中国建筑装饰行业协会，新时代证券研究所

《建筑装饰行业“十三五”发展规划纲要》指出，“十三五”期间，预计建筑装饰行业平均年增长速度将保持在7%左右，其中公共建筑装修市场规模将由2015年的1.74万亿元增长到2.3万亿元，年均增长速度在6.5%左右；建筑幕墙市场规模将增长到5500亿元，年均增长速度在11%左右；工程设计产业将由2015年的950亿元增长到1670亿元，年均增长速度在12%左右，行业市场空间不断扩大。

2.1、 高端幕墙业务稳定发展，江河幕墙龙头凸显

建筑幕墙作为建筑物不承重的外墙护围，通常由面板（玻璃、金属板、石板、陶瓷板等）和后面的支承结构（铝横梁立柱、钢结构、玻璃肋等等）组成，可相对主体结构有一定位移能力，不承担主体结构所受作用的建筑外围护结构或装饰性结构。根据中国幕墙行业协会的相关统计，截至2017年底拥有壹级建筑幕墙工程专业承包企业291家，甲级幕墙工程专项设计企业298家，分别占行业企业总数的0.20%和0.21%。在国内幕墙市场中，远大中国与江河创建两家公司占据了绝对的优势，此外，亚厦股份、金螳螂、广田集团、中航三鑫等公司亦占有一定市场。

江河幕墙是全球高端幕墙第一品牌，业务涵盖石材幕墙、金属板幕墙、光电幕墙、全玻幕墙、构件式幕墙、单元式幕墙、点支式幕墙、智能型呼吸式幕墙等所有幕墙业务，拥有国家级企业技术中心、国家认定博士后科研工作站、中国幕墙行业首家国际认可的CNAS出口企业检测中心。近年来在全球各地承建了数百项难度大、规模大、影响大的地标建筑，其中包括世界第一高楼沙特王国塔（1007米）、中国第一高楼武汉绿地中心（636米）、北京第一高楼中国尊（528米）以及天津周大福金融中心、上海中心大厦等。

图8： 世界第一高楼——沙特阿拉伯王国塔

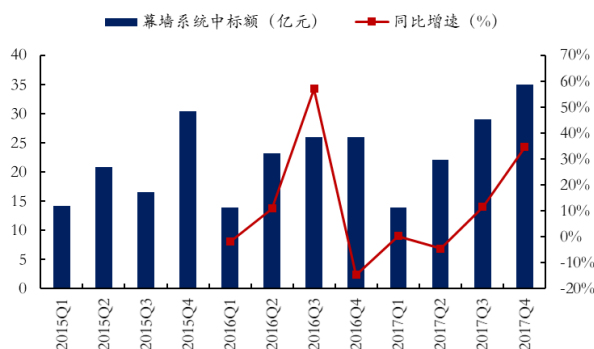
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图9： 中国第一高楼——武汉绿地中心

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司幕墙业务稳定发展，自 2015 年以来幕墙系统年中标金额分别达 82 亿元、89 亿元、100 亿元，2016 年和 2017 年同比增速分别为 8.54%、12.36%。其中，2017 年四季度中标金额为近三年单季最高，中标金额为 35 亿元，同比增长 34.62%。2017 年公司先后承接北京城市副中心、昆明恒隆广场、青岛海天大酒店、印度尼西亚双子塔等一大批具有影响力的地标工程。公司全年新增 300 米以上幕墙工程 4 个（累计 40 余个），200 米以上工程 12 个（累计 160 余个），继续领跑全球高端幕墙行业，行业龙头地位凸显。

图10： 公司幕墙系统中标情况（2015-2017 年）



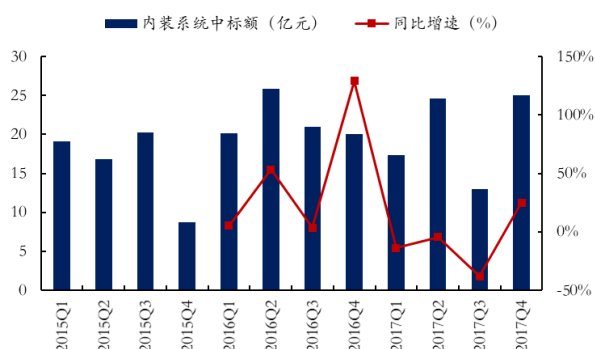
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.2、公司内部资源整合，室内装饰业务迎来拐点

公司为拓展在内装领域的业务，于 2012 年和 2013 年先后并购了承达集团、港源装饰，先以步入内装行业前列。目前，公司室内装饰业务已覆盖公共空间、宾馆酒店、轨道交通、金融办公、科教医疗、商业空间、住宅别墅、古建园林等领域，先后承担了数百项国家和省市级重点工程的装饰设计与施工，其中包含国家体育场（鸟巢）、国家大剧院、首都国际机场等大型项目。获得近百项国内外顶级荣誉，其中鲁班奖 28 项。

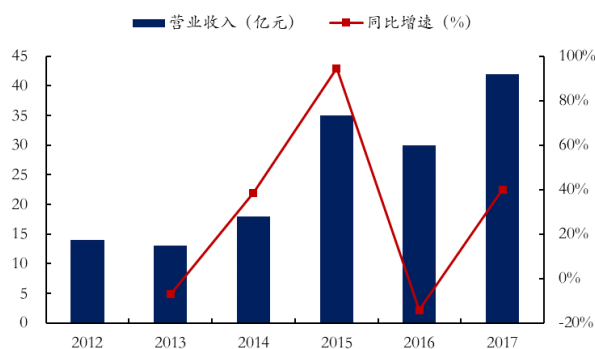
2017 年 5 月，公司对内装业务进行整合，将旗下北京承达重组并入承达集团。2017 全年承达集团国内业务中标近 18 亿元，平均单体订单约 8100 万，已经成为大陆室内装饰行业的典范。通过整合，公司室内装饰业务迎来拐点：订单方面，2017 年公司内装系统中标金额迎来拐点，虽然全年看中标金额 80 亿元，同比下降 8.05%，但第四季度中标金额 25 亿元，同比增长 25%，较 2017 年前三季度的-13.99%、-4.57%、-38.1%有大幅上升；业绩方面，承达集团 2017 年营业收入实现了同比增长 40% 的大幅增长。公司内装业务订单金额和营收增速同时由负转正，或将迎来业绩拐点。

图11： 公司内装系统中标情况（2015-2017 年）



资料来源：wind，新时代证券研究所

图12： 承达集团营业收入情况（2012-2017 年）



资料来源：wind，新时代证券研究所

此外，公司未来将借助长租公寓、全装修的行业优势以及以及存量、增量市场的规模优势，充分发挥公司各产业间的协同效应，培育公司在室内装饰业务领域的新的增长点。

2.3、室内设计业务强劲，设计子公司有望今年在香港上市

2014年1月25日，公司通过公司控股子公司江河幕墙香港有限公司、承达集团有限公司、北京港源建筑装饰工程有限公司实际控制的BVI公司收购梁志天设计师有限公司70%的股权。此次收购，公司有针对性的向室内设计领域延伸，提升公司室内设计水平。

目前，梁志天设计师有限公司（SLD）拥有超过420人的设计团队，是亚洲最大规模的室内设计公司之一，参与设计的作品遍布全球逾百个城市，累计获超130项国际和亚太区设计及企业殊荣。其主要建筑设计业务包括办公楼、住宅、别墅及学校等；室内设计业务则包括住宅、样板房、销售中心、精装修交楼标准、会所、办公室、商场、商店、酒店、餐厅及酒吧等。为配合多元化的业务发展，公司相继成立了三个新品牌，包括专责酒店、服务式公寓及餐厅设计的梁志天酒店设计有限公司（SLH）、专为开发商以及国际设计师创造三方合作机会的梁志天国际有限公司（SLX），以及提供整体陈设艺术方案的梁志天生活艺术有限公司（SLL），以提供更完善更全面的设计服务。

截至2017年底，梁志天设计已经连续三年蝉联美国《InteriorDesign》杂志全球百大室内设计师事务所排名住宅项目第一位，全球行业排名跃升至第21位，位居亚洲第二位。2017年11月梁志天先生就任国际室内建筑师/设计师团体联盟（IFI）主席，成为该组织成立54年来首位华人主席，标志着中国室内设计步入国际领军地位，品牌效应将更加凸显。

2017年梁志天设计在香港上市工作稳步推进。2017年9月27日梁志天集团已将首次公开发行股票并在香港联交所主板上市的应用文件递交至香港联交所。

2018年公司将推进梁志天集团在香港联交所主板上市的相关事宜，未来梁志天集团将配合公司其他建筑装饰业务，加强公司业务之间的协同发展。

图13： 顶级豪宅——上海古北壹号（室内设计）



资料来源：梁志天微博，新时代证券研究所

图14： 米其林一星粤菜食府——营致会馆（室内设计）



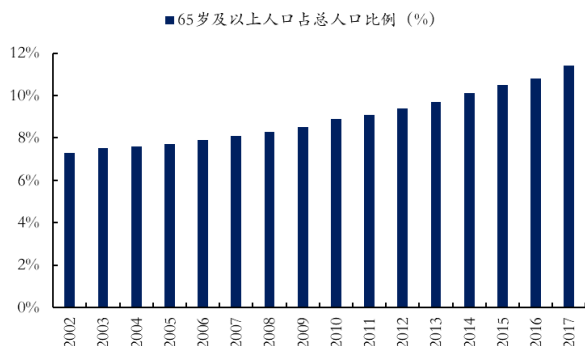
资料来源：梁志天微博，新时代证券研究所

3、医疗健康产业潜力巨大，或将成为未来业绩高速增长点

2002年我国65岁以上人口占总人口比例为7.3%，超过了7%的老龄化标准，步入老龄化社会。截至2017年，我国65岁以上人口占总人口比例已经达到11.4%，老龄化进程逐步加快。此外，2010年到2016年间医院总诊疗人次逐年增加，随着

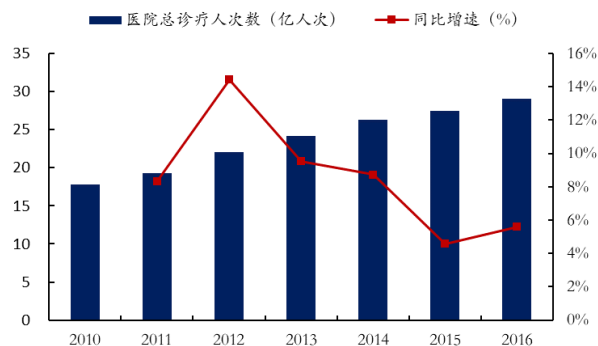
人们生活水平的提高,医院总诊疗人次增速逐年趋缓,但2016年增速仍有5.59%,医疗健康成了人们越来越关注的问题。在人民生活水平提高与人口快速老龄化背景下,中国医疗健康市场规模和空间发展巨大,医疗健康产业已经成为世界上最大和增长最快的产业之一。

图15: 中国人口老龄化程度(2002-2017年)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图16: 医院总诊疗人次(2010-2016年)



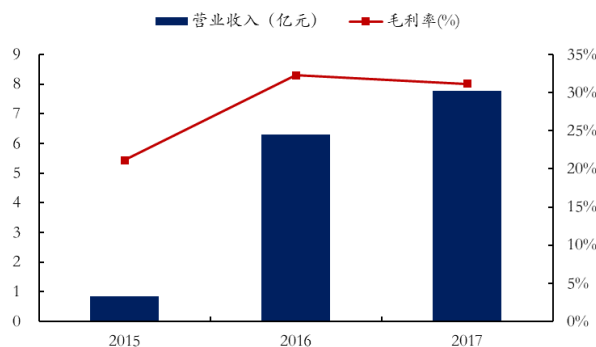
资料来源: wind, 新时代证券研究所

近年来,医疗健康政策频出,2010年11月《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》、2015年《国务院办公厅关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015—2020年)的通知》、2016年《“健康中国2030”规划纲要》等。医药卫生体制改革进入深水区,如深化公立医院改革,实行医疗、医保、医药三医联动,推进医药分开,实行分级诊疗等。医改将对原有公立医院运营体系进行解构,提高医疗服务价格,鼓励民间资本参与公立医院的运营,鼓励发展民营医疗。

在国家政策的大力支持下,我国医疗健康产业未来市场前景广阔,2016年我国医疗健康产业的市场规模已经达到4.6万亿元,同比增长约18%,2017年,我国医疗健康产业的市场规模已经达到5.1万亿元。根据《“健康中国2030”规划纲要》指出,预计到2020年,我国健康产业总规模将超过8万亿元,医疗健康市场规模巨大。

公司2015年收购Vision公司,开始进军医疗健康领域,当年医疗业务实现营业收入0.84亿元,毛利率达21.14%。2016年公司收购南京泽明,开始布局国内医疗健康市场,医疗业务实现营业收入6.3亿元,毛利率达32.24%。2017年公司医疗健康业务保持快速发展,营业收入达7.77亿元,同比增长23.3%,毛利率保持在31.16%的较高水平,我们预计公司医疗健康第二主业在未来仍有较大发展空间。

图17: 公司医疗健康业务营业收入和毛利率情况(2015-2017年)

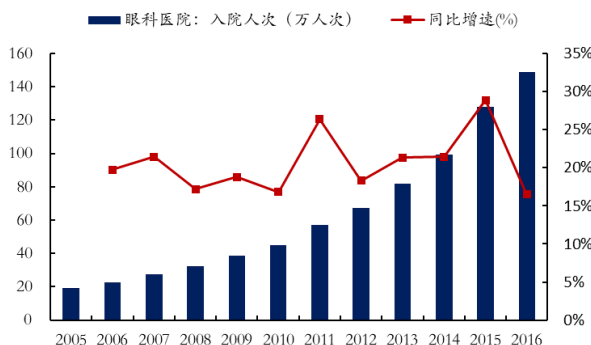


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.1、并购眼科企业，加速拓展国内眼科业务

我国是世界上盲和视觉损伤患者数量最多的国家之一，随着电子产品应用的扩大，现代社会学习、工作、娱乐用眼强度大幅增加，导致各种眼病患病率呈上升趋势且更加年轻化。此外，随着人口老龄化进程的不断推进，带来的白内障、糖尿病视网膜病变等年龄相关性眼病持续增长。2005年以来我国眼科医院入院人次持续增加，截至2017年底，眼科医院入院人次达148.88万人次，较2005年的19.05万人次，翻了近8倍，且增速一直在15%以上的较高水平，2017年增速达到最低，仍有16.5%。

图18：眼科医院入院人次（2005-2016年）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

随着生活水平的提高，我国医疗保障制度不断完善，眼科医疗潜在需求将不断转化为现实的有效需求，并保持快速增长，在需求增加和消费升级的共同作用下，眼科诊疗市场容量将不断扩大。

公司在眼科业务领域，公司于2014和2016年相继并购澳洲最大连锁眼科品牌Vision和苏皖地区知名品牌南京泽明。Vision主要从事眼科咨询及日间手术室业务，拥有15家专业眼科医院、9家先进的日间手术室、6家激光眼科手术中心，眼科治疗服务主要包括角膜手术、屈光类手术、白内障手术、青光眼治疗手术、玻璃体视网膜手术、黄斑变性疾病治疗等，业务分布在昆士兰、新南威尔士州、维多利亚州等澳大利亚各大城市。国内以南京泽明为苏皖区域总部，2017年通过新开、并购等方式布局国内眼科业务，新增常州泽明、靖江光明医院等医院，主要开展屈光、视光、眼底病等眼科全科诊疗业务，进一步推进了公司国内眼科医疗业务在长三角区域的布局。

表2：2017年公司并购的眼科领域企业

时间	被并购企业	被并购企业主营业务
2017年5月8日	靖江光明眼科医院 (60%股权)	光明医院是一家以眼科专业为诊疗特色的现代化专科医院，拥有日本TOPCON眼底荧光血管造影、光肽532激光机、德国目乐显微镜进口超声乳化仪、视野计、泪道激光机、UBM、OCT眼A、B超等检查及治疗设备。能开展各种白内障、青光眼、泪道激光置管、眼外伤、眼整形、视网膜脱离、玻璃体切割、斜弱视及小儿眼病等手术。
2017年10月20日	淮南东方医院集团 (96.35%股权)	东方眼科其主要技术治疗项目有准分子激光治疗近视、远视及散光、白内障超声乳化术，小切口白内障摘除术，青光眼白内障联合人工晶体植入术，前房型人工晶体植入术，青光眼小梁切除术，斜视、上睑下垂

垂矫正术，眼表疾病的干细胞及板层角膜移植术，视网膜脱离复位术，眼底病，玻切手术，眼眶手术等眼科医疗服务；另有眼科美容、医学验光配镜、内科门诊等。

2017年12月28日 东台光正眼科医院 光正医院为眼科医院，按病种分主要业务有白内障、翼状胬肉、近视眼、青光眼等。（70%股权）

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

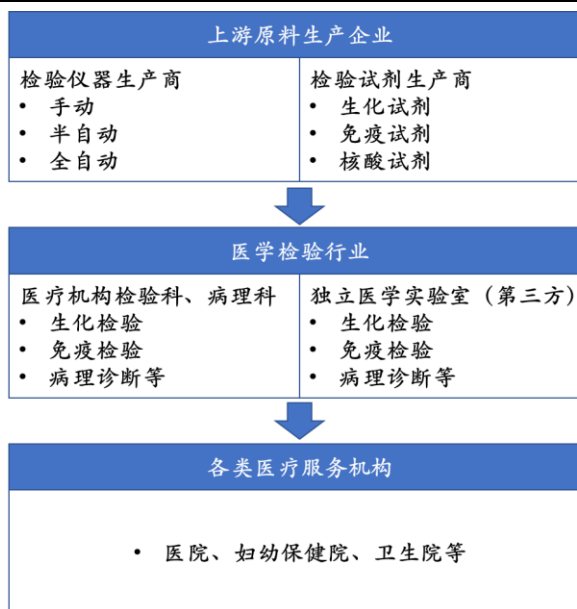
2018年公司将着手统一眼科品牌，借助 Vision 的品牌优势、管理优势、技术优势以及南京泽明的区域优势，继续深耕国内眼科领域，加大眼科业务在国内其他区域化的布局。

3.2、布局第三方医检，做大医疗健康业务

第三方医学实验室或医学独立实验室，是指在卫生行政部门许可下，具有独立法人资格的专业从事医学检测的医疗机构。第三方检测机构能将区域内多家医院样本集中监测，等形成规模效应，极大的降低了检测成本，由于医疗控费延伸至检验端，使医疗机构检验外包动力进一步增强，极大的拓展了第三方检测机构发展空间。

目前，第三方医检已经成为医疗健康领域的重要组成部分，已经成为资本青睐的热门投资领域。目前全球医疗决策中约有三分之二是基于诊断信息做出的，但在诊断方面的支出只占医疗总支出的约1%，进一步提升诊断技术和手段，增加诊断支出，可以为人类疾病预防、诊断、治疗提供更科学的决策依据，也是未来发展的重要方向。

图19： 第三方医检产业链（简图）



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

2015年6月，国务院常务会议指出要探索多种方式建立和发展区域性检验中心，面向所有医疗机构开放；同年9月，国务院发布《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》指出，探索设置独立的区域医学检验机构、病理诊断机构、医学影像检测机构、消毒供应机构和血液净化机构，实现区域资源共享；2016年8月，卫计委发布《关于推进分级诊疗试点工作的通知》。以上政策的推出，为第三方医学检验行业的发展创造了有利条件。随着“健康中国”战略的实施，政府

扩大公立医院综合改革试点、健全分级诊疗体系、推动不同医疗机构检验结果互认等政策的落地，为第三方医学检验市场快速发展注入了强劲动力。

公司目前为澳大利亚领先的医疗服务上市公司 Primary 第一大股东，持有其 15.93% 股权。Primary 主要从事医疗中心、病理学和影像业务。目前拥有 75 个医疗中心、2396 个病理学站点、142 个影像站点。Primary 公司的发展为集团公司进一步在第三方检验、第三方影像业务上转型发展创造了有利条件。

2018 年公司将借助国内外资本平台和融资手段，在第三方检验等业务领域取得突破，进而嫁接中国市场，快速复制做大做强医疗健康业务。

4、财务预测与估值

预计公司 2018~2020 年实现营业收入 186.67/222.50/260.54 亿元，同比增长 22.0%/19.2%/17.1%；实现归母净利 6.09/7.94/10 亿元，同比增长 30.5%/30.4%/26.0%，对应 EPS 为 0.53/0.69/0.87 元。当前股价对应 2018~2020 年的 PE 为 16.2/12.4/9.9 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5、风险提示

固定资产投资下行，医疗风险，回款风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	19872	18703	22199	26173	30370	营业收入	15240	15297	18667	22250	26054
现金	4350	2893	3000	3300	3600	营业成本	13116	12984	15755	18716	21845
应收账款	11817	11746	14334	17085	20006	营业税金及附加	64	39	48	57	67
其他应收款	306	299	365	435	510	营业费用	203	190	232	276	323
预付账款	370	421	434	515	601	管理费用	974	1124	1372	1635	1915
存货	2051	2061	2500	2970	3467	财务费用	100	319	63	71	77
其他流动资产	978	1283	1566	1867	2186	资产减值损失	283	29	280	300	320
非流动资产	5479	5403	4976	4819	4691	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	30	29	29	29	29	投资净收益	46	55	60	70	80
固定资产	1038	1059	948	864	799	营业利润	546	692	977	1265	1587
无形资产	876	872	785	706	636	营业外收入	79	71	10	15	20
其他非流动资产	3535	3442	3214	3220	3227	营业外支出	17	26	26	26	26
资产总计	25351	24106	27175	30992	35061	利润总额	608	737	962	1254	1581
流动负债	16969	16268	19171	22568	26107	所得税	139	146	190	248	312
短期借款	2188	1531	2317	2595	2840	净利润	469	592	772	1007	1269
应付账款	7203	7286	8841	10502	12258	少数股东损益	117	125	163	213	268
其他流动负债	7578	7451	8013	9471	11009	归属母公司净利润	352	466	609	794	1000
非流动负债	979	216	62	65	68	EBITDA	738	1118	1404	1663	1962
长期借款	73	48	48	48	48	EPS (元)	0.30	0.40	0.53	0.69	0.87
其他非流动负债	906	167	14	17	20						
负债合计	17948	16484	19233	22633	26175	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	721	729	892	1105	1374	成长能力					
股本	1154	1154	1154	1154	1154	营业收入(%)	(5.7)	0.4	22.0	19.2	17.1
资本公积	2955	3040	3040	3040	3040	营业利润(%)	59.5	26.7	41.3	29.4	25.4
留存收益	2572	2698	2855	3060	3317	归属于母公司净利润(%)	12.5	32.7	30.5	30.4	26.0
归属母公司股东权益	6682	6893	7049	7254	7512	获利能力					
负债和股东权益	25351	24106	27175	30992	35061	毛利率(%)	13.9	15.1	15.6	15.9	16.2
						净利率(%)	2.3	3.0	3.3	3.6	3.8
						ROE(%)	5.3	6.8	8.6	10.9	13.3
						ROIC(%)	4.8	8.2	8.1	9.7	11.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	70.8	68.4	70.8	73.0	74.7
						净负债比率(%)	11.8	9.5	8.7	8.5	8.2
						流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
						速动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
						应付账款周转率	1.9	1.8	2.0	1.9	1.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.30	0.40	0.53	0.69	0.87
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	1.20	0.59	0.67	0.83
						每股净资产(最新摊薄)	5.79	5.97	6.11	6.29	6.51
						估值比率					
						P/E	28.07	21.15	16.21	12.43	9.86
						P/B	1.48	1.43	1.40	1.36	1.31
						EV/EBITDA	25.51	16.8	13.4	11.3	9.6

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1308	1389	681	771	952
净利润	0	466	609	794	1000
折旧摊销	0	108	363	327	298
财务费用	0	319	63	71	77
投资损失	0	-55	-60	-70	-80
营运资金变动	0	-299	-573	-555	-603
其他经营现金流	1308	850	279	204	259
投资活动现金流	-1587	-236	-160	-160	-160
资本支出	0	-129	-160	-160	-160
长期投资	-1712	79	0	0	0
其他投资现金流	-3299	-287	-320	-320	-320
筹资活动现金流	1110	-2458	-414	-311	-492
短期借款	0	0	786	277	245
长期借款	787	-58	-699	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	85	0	0	0
其他筹资现金流	323	-2484	-501	-588	-738
现金净增加额	832	-1304	107	300	300

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间 11 年，地产行业从业 4 年，重庆建筑大学毕业。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>