

立足健康产业，布局眼科和第三方诊断

投资要点

- **事件:** 公司中标中国科学院量子信息与量子科技创新研究院 1 号科研楼幕墙工程，中标金额为 2.7 亿。
- **建筑装饰加强经营效益管理，业绩持续改善。** 公司建筑装饰业务品牌知名度高、工程质量好、资信状况好，品牌效应溢出明显，订单数量和金额持续增长。此次中标也是公司装饰业务竞争力持续提升的表现。公司坚持以“效益为中心”的经营方针，更加强化现金流和利润的管理，稳步提高经营质量及盈利能力。建筑装饰业务经营稳健，项目中标金额持续增长，且经营性现金流和盈利能力明显改善，为公司大力发展医疗健康业务提供稳定现金流支持。
- **布局澳洲 VISION+国内泽明，大力发展眼科医疗服务。** 公司战略发展眼科医院，第一步收购澳大利亚最大的连锁眼科医院 VISION，第二步在国内收购南京泽明眼科医院，之后又陆续开拓常州泽明、靖江光明等眼科医院。VISION 在 2017 年实现收入 7.77 亿元，同比增长 23%，技术实力雄厚，拥有 15 家眼科医院、9 家日间手术室、6 家激光眼科手术中心，能够提供角膜手术、屈光类手术、白内障手术、青光眼手术等一系列眼科手术服务。通过引进 VISION 的先进技术和优质医生，结合泽明医院，公司能够实现国内外协同，大力发展眼科医疗服务，从而提高品牌知名度，致力于发展为国内领先的眼科连锁医院。
- **要约收购澳洲 Healius，大力发展独立实验室、独立影像中心、辅助生殖业务。** Healius 为澳大利亚上市的医疗服务公司，2018 财年实现收入 82.61 亿元，同比增长 5%。Healius 是澳大利亚第一大全科医生诊疗中心(84 个)、第二大病理诊断服务商(2377 个实验室和采血站)、第二大独立影像中心(143 个)，为患者提供试管婴儿、病理检验学、影像检验、药物治疗、理疗等综合服务。公司已提交要约收购函，进一步加码医疗服务业务。如要约收购顺利完成，公司很可能会参照眼科医院模式在国内落地，通过引入澳洲先进的医疗技术和医生水平，满足国内日益增长的医疗服务需求。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年期间江河集团的收入和归母净利润复合增速分别为 5%和 26%。2019 年 PE 为 13 倍，比建筑装饰行业可比公司 PE 平均值相比略高，低于医疗服务可比公司 PE 平均值。公司持续加码医疗服务，拟私有化澳大利亚医疗服务公司 Healius，海外医疗服务业务逐步在国内落地。首次覆盖，给予“中性”评级。
- **风险提示:** 要约收购进度或低于预期的风险；医疗服务业务整合或低于预期的风险；汇率风险；其他不可预知风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15296.57	16115.79	16965.10	17861.21
增长率	0.37%	5.36%	5.27%	5.28%
归属母公司净利润(百万元)	466.46	571.99	698.20	847.27
增长率	32.68%	22.62%	22.07%	21.35%
每股收益 EPS(元)	0.40	0.50	0.61	0.73
净资产收益率 ROE	7.76%	8.87%	9.98%	11.05%
PE	20	16	13	11
PB	1.20	1.12	1.03	0.94

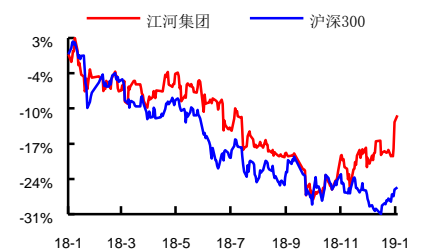
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平
执业证号: S1250517080004
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



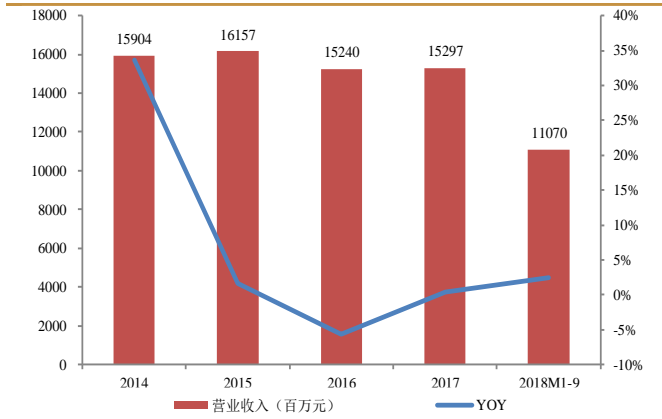
数据来源: 聚源数据

基础数据

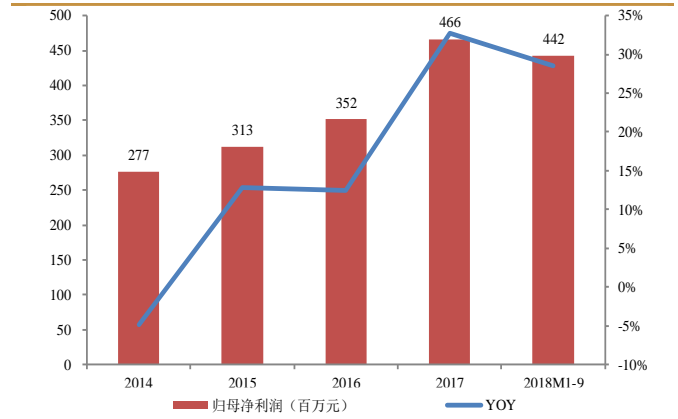
总股本(亿股)	11.54
流通 A 股(亿股)	11.54
52 周内股价区间(元)	6.48-9.6
总市值(亿元)	91.63
总资产(亿元)	248.47
每股净资产(元)	6.02

相关研究

江河集团发展建筑装饰和医疗健康双主营业务，重心更多放在医疗健康业务上，主动控制建筑装饰业务。近年来收入略有下滑主要是因为公司更加重视效益和提升盈利质量，建筑装饰业务拿订单更稳健，直接带动净利润持续增长，叠加医疗健康业务并表增量，业绩向好趋势明显。

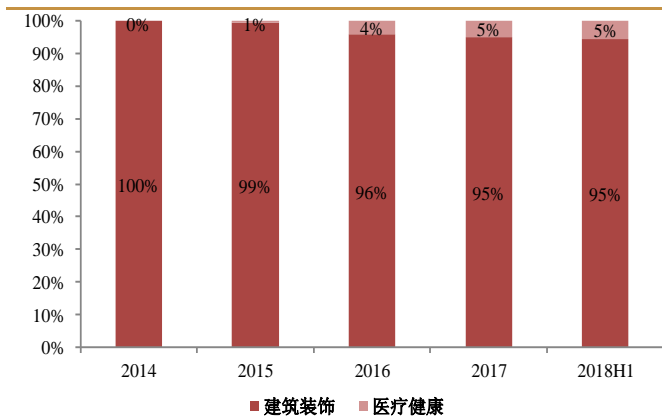
图 1：公司收入增长趋势


数据来源：Wind，西南证券整理

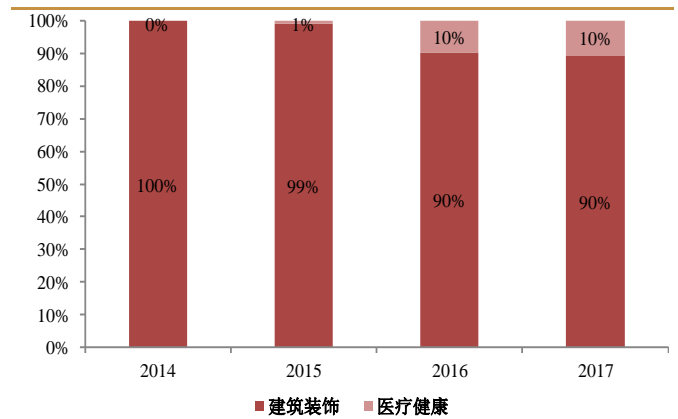
图 2：公司归母净利润增长趋势


数据来源：Wind，西南证券整理

从业务结构来看，建筑装饰仍然是公司主要收入和毛利来源，占比分别为 95%和 90%，医疗健康业务规模相对偏小。

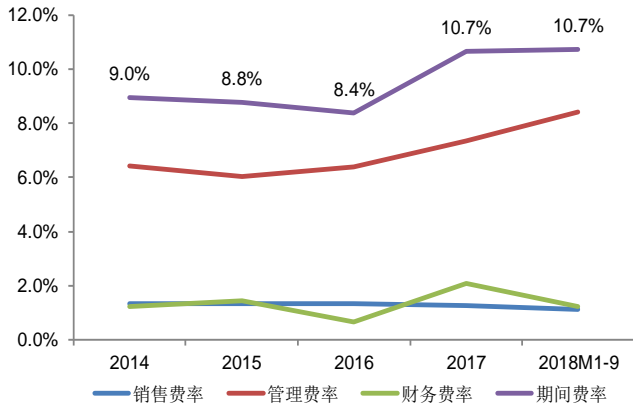
图 3：公司收入结构变化趋势


数据来源：Wind，西南证券整理

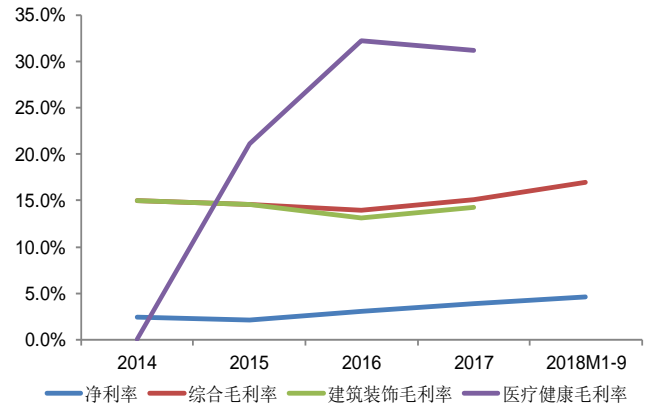
图 4：公司毛利结构变化趋势


数据来源：Wind，西南证券整理

公司期间费率持续上升主要是因为医疗健康业务的管理费率更高。由于建筑装饰业务更加重视盈利能力+医疗健康业务盈利能力更强，公司综合毛利率和净利率都稳步增长。

图 5: 公司期间费率变化趋势


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 公司盈利能力变化趋势


数据来源: Wind, 西南证券整理

关键假设:

假设 1: 假设 2018-2020 年建筑装饰业务的毛利率随着公司加强效益管理而逐步提升, 分别为 16%、17%、18%;

假设 2: 假设 2018-2020 年医疗健康业务销量增速分别为 12%、10%、10%, 毛利率稳步提升, 分别为 35%、36%、37%。

表 1: 分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
收入	16,156.6	15,239.6	15,296.6	16115.8	16965.1	17861.2
yoy		-5.7%	0.4%	5.4%	5.3%	5.3%
营业成本	13,800.5	13,115.8	12,984.4	13371.9	13899.1	14446.1
毛利率	14.6%	13.9%	15.1%	17.0%	18.1%	19.1%
建筑装饰						
收入	16,067.9	14,605.3	14,519.6	15245.5	16007.8	16808.2
yoy		-9.1%	-0.6%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	13,730.6	12,685.5	12,449.5	12806.2	13286.5	13782.7
毛利率	14.5%	13.1%	14.3%	16.0%	17.0%	18.0%
医疗健康						
收入	84.0	630.2	777.0	870.3	957.3	1053.0
yoy		650.5%	23.3%	12.0%	10.0%	10.0%
成本	66.2	427.0	534.9	565.7	612.7	663.4
毛利率	21.1%	32.2%	31.2%	35.0%	36.0%	37.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2018-2020 年期间江河集团的收入和归母净利润复合增速分别为 5%和 26%。2019 年 PE 为 13 倍, 比建筑装饰行业可比公司 PE 平均值相比略高, 低于医疗服务可比公司 PE 平均值。公司持续加码医疗服务, 拟私有化澳大利亚医疗服务公司 Healius, 海外医疗服务业务逐步在国内落地。首次覆盖, 给予“中性”评级。

表 2: 可比公司估值分析

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			归母净利润 YOY			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002081.SZ	金螳螂	220	1918	2212	2635	14%	15%	19%	11	10	8
002482.SZ	广田集团	79	647	746	864	61%	15%	16%	12	11	9
002375.SZ	亚厦股份	71	358	413	467	12%	15%	13%	20	17	15
建筑装饰可比公司 PE 平均值									15	13	11
002044.SZ	美年健康	484	614	871	1248	36%	42%	43%	79	55	39
300015.SZ	爱尔眼科	654	743	1035	1390	33%	39%	34%	88	63	47
600763.SH	通策医疗	159	217	303	401	59%	40%	32%	73	52	40
医疗服务可比公司 PE 平均值									80	57	42

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15296.57	16115.79	16965.10	17861.21	净利润	591.55	725.37	885.44	1074.49
营业成本	12984.35	13398.02	13927.86	14477.71	折旧与摊销	158.08	191.61	197.54	205.26
营业税金及附加	39.38	41.49	43.68	45.98	财务费用	318.76	332.65	343.39	354.66
销售费用	189.79	193.39	186.62	178.61	资产减值损失	29.23	40.00	40.00	40.00
管理费用	1124.09	1289.26	1408.10	1518.20	经营营运资本变动	-329.10	-384.73	-277.70	-231.77
财务费用	318.76	332.65	343.39	354.66	其他	620.79	-109.43	-109.10	-114.71
资产减值损失	29.23	40.00	40.00	40.00	经营活动现金流净额	1389.30	795.47	1079.58	1327.93
投资收益	61.16	65.00	70.00	75.00	资本支出	42.36	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-278.57	65.85	70.00	75.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-236.21	-34.15	-30.00	-25.00
营业利润	691.67	885.97	1085.45	1321.04	短期借款	-656.30	-31.35	0.00	0.00
其他非经营损益	45.52	18.00	18.00	18.00	长期借款	-24.35	500.00	0.00	0.00
利润总额	737.20	903.97	1103.45	1339.04	股权融资	85.10	0.00	0.00	0.00
所得税	145.65	178.60	218.01	264.55	支付股利	-115.41	-153.12	-187.76	-229.20
净利润	591.55	725.37	885.44	1074.49	其他	-1746.57	-1046.88	-343.39	-354.66
少数股东损益	125.09	153.39	187.24	227.21	筹资活动现金流净额	-2457.52	-731.36	-531.15	-583.86
归属母公司股东净利润	466.46	571.99	698.20	847.27	现金流量净额	-1371.48	29.97	518.43	719.07
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2893.01	2922.98	3441.40	4160.47	成长能力				
应收和预付款项	13136.66	13615.82	14460.51	15186.12	销售收入增长率	0.37%	5.36%	5.27%	5.28%
存货	2060.65	2131.23	2215.04	2302.66	营业利润增长率	26.74%	28.09%	22.52%	21.70%
其他流动资产	612.65	644.56	678.53	714.37	净利润增长率	26.14%	22.62%	22.07%	21.35%
长期股权投资	29.17	29.17	29.17	29.17	EBITDA 增长率	48.34%	20.69%	15.33%	15.65%
投资性房地产	3.36	3.36	3.36	3.36	获利能力				
固定资产和在建工程	1059.37	991.42	917.53	835.91	毛利率	15.12%	16.86%	17.90%	18.94%
无形资产和开发支出	2079.58	2058.52	2037.45	2016.39	三费率	10.67%	11.26%	11.42%	11.49%
其他非流动资产	2231.46	2228.88	2226.29	2223.71	净利率	3.87%	4.50%	5.22%	6.02%
资产总计	24105.92	24625.92	26009.28	27472.16	ROE	7.76%	8.87%	9.98%	11.05%
短期借款	1531.35	1500.00	1500.00	1500.00	ROA	2.45%	2.95%	3.40%	3.91%
应付和预收款项	12077.18	12208.04	12813.71	13348.27	ROIC	13.24%	15.07%	16.83%	19.06%
长期借款	48.38	548.38	548.38	548.38	EBITDA/销售收入	7.64%	8.75%	9.59%	10.53%
其他负债	2827.13	2190.58	2270.58	2353.61	营运能力				
负债合计	16484.04	16447.00	17132.67	17750.26	总资产周转率	0.62	0.66	0.67	0.67
股本	1154.05	1154.05	1154.05	1154.05	固定资产周转率	14.59	16.11	19.02	22.45
资本公积	3040.45	3040.45	3040.45	3040.45	应收账款周转率	1.30	1.35	1.35	1.35
留存收益	2682.90	3101.76	3612.21	4230.28	存货周转率	6.28	6.35	6.38	6.38
归属母公司股东权益	6892.60	7296.26	7806.70	8424.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.88%	—	—	—
少数股东权益	729.28	882.66	1069.90	1297.12	资本结构				
股东权益合计	7621.88	8178.92	8876.60	9721.89	资产负债率	68.38%	66.79%	65.87%	64.61%
负债和股东权益合计	24105.92	24625.92	26009.28	27472.16	带息债务/总负债	9.58%	12.45%	11.96%	11.54%
					流动比率	1.15	1.23	1.27	1.31
					速动比率	1.02	1.09	1.13	1.18
					股利支付率	24.74%	26.77%	26.89%	27.05%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.50	0.61	0.73
					每股净资产	6.60	7.09	7.69	8.42
					每股经营现金	1.20	0.69	0.94	1.15
					每股股利	0.10	0.13	0.16	0.20
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1168.51	1410.23	1626.38	1880.96					
PE	19.64	16.02	13.12	10.81					
PB	1.20	1.12	1.03	0.94					
PS	0.60	0.57	0.54	0.51					
EV/EBITDA	5.42	4.31	3.42	2.57					
股息率	1.26%	1.67%	2.05%	2.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn