

建筑提质增量，医疗有望比肩国内龙头

——江河集团（601886）深度报告

2019年04月01日

强烈推荐/首次

江河集团 深度报告

报告摘要：

我们认为公司建筑业务新接订单增速显著强于大市，收入稳步上升，看好公司积极采取优选订单和内部考核两项举措持续改善盈利和周转，以及看好公司内装业务增量，认为其至少具有四大可见的增量来源，将是未来公司建筑业务的重要增长动力。

公司坚定实施“双主业”发展战略，持续并购布局增势强劲的眼科和第三方诊断市场，国内外联动有望做大做强。当前医疗业务核心竞争力是海外一线品牌的技术管理品牌优势在国内市场的嫁接输出，未来整体规模有望比肩国内医疗服务龙头，实现双主业真正平行发展。看好公司历经波折最终能够收购 Healius 更多股份。

与市场观点的不同之处：

- ◆ **市场普遍低估公司在幕墙市场上日益增强的统治力，以及由此可能带来的盈利提升。**幕墙市场集中度较低、但头部品牌认可度较为突出，公司近年来已逐渐甩开与远大的差距、进阶独一档龙头，从2017年开始取得市占率第一，RMS达1.4倍，2018年幕墙收入已达到远大的1.8倍，同时正积极采用优选订单和内部考核两项举措改善盈利和周转，相关财务指标正处于显著上升通道；
- ◆ **市场普遍低估了承接股份交易的积极意义，以及由此可能带来的内装业务巨大增量。**我们认为交易在不影响公司对承接控制权和当期利润的前提下利于加速推进收购 Healius 完善医疗布局，同时，云南城投集团系西南区域城市开发领域龙头企业、全国最大会展集团、洲际酒店集团全球最大单一业主，控股138家企业，在会展、酒店、旅游地产等城市开发领域持有众多产业资源，交易将深化双方合作关系，赋能公司建筑医疗业务，内装业务将率先受益，承接集团在中国大陆的建筑装饰业务有望迎来巨大增量，其积极意义远大于减持带来的或有负面影响；
- ◆ **市场普遍低估公司收购 Healius 的可能性。**我们从主要分歧点、公司资金状况、澳洲政府政治诉求、中美关系演变、公司对 Healius 的紧密跟进以及收购 Vision 的成功案例等多个角度综合分析，看好公司最终能够收购 Healius 更多股份；

投资策略：预计公司2019年-2021年营业收入分别为176亿元、194亿元和215亿元，每股收益分别为0.68元、0.86元和1.06元，对应PE分别为13.3X、10.5X和8.5X。选取9家装饰企业/4家医疗代表企业作为对比，其2019年平均PE分别为16倍/46倍。采用FCFF估值法对公司进行绝对估值得到合理价值为10.77元。综上，我们认为公司合理股价为10.77元，对应2019年PE为16倍，较当前股价有20%上涨空间。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：财务风险、竞争风险、海外业务风险、收购或整合不及预期。

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	9-8.73
总市值（亿元）	103.86
流通市值（亿元）	103.86
总股本/流通A股（万股）	115405/115405
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.55

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,296.5	16,037.2	17,595.0	19,404.5	21,538.0
增长率(%)	0.37%	4.84%	9.71%	10.28%	10.99%
净利润(百万元)	591.55	738.61	907.27	1,119.52	1,354.10
增长率(%)	26.14%	24.86%	22.83%	23.39%	20.95%
净资产收益率(%)	6.77%	7.99%	9.55%	12.13%	15.07%
每股收益(元)	0.40	0.53	0.68	0.86	1.06
PE	22.50	16.98	13.26	10.47	8.45
PB	1.51	1.36	1.27	1.27	1.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 投资摘要.....	6
2. 公司概况：幕墙王者，医疗新锐.....	8
2.1 基本信息：中国幕墙行业领导者.....	8
2.2 业务结构：“建筑+医疗”双轮驱动.....	9
2.2.1 建筑板块：建筑幕墙和室内装饰领军企业.....	9
2.2.2 医疗板块：眼科和第三方诊断崛起力量.....	11
2.3 财务分析：业绩高增长、盈利稳提升，现金流充沛且盈利质量高.....	12
3. 建筑业务分析：看好盈利周转改善和内装增量.....	15
3.1 业务概况：订单增速强于大市，收入稳步上升.....	15
3.2 幕墙业务：独占鳌头，双管齐下改善盈利和周转.....	16
3.3 内装业务：增量可期，将直接受益大湾区规划和重磅战略合作.....	18
3.3.1 增量来源一：深化战略合作，内装率先受益.....	20
3.3.2 增量来源二：大湾区市场增量.....	22
3.3.3 增量来源三：内装市场整体增量.....	22
3.3.4 增量来源四：内部业务协同.....	23
4. 医疗业务分析：坚定转型、内外联动，规模有望比肩国内龙头.....	24
4.1 市场概况：稳步向上，多个细分领域增势强劲.....	24
4.1.1 整体医疗市场：多因素驱动规模持续增长.....	24
4.1.2 眼科市场：需求强劲、空间巨大.....	27
4.1.3 第三方诊断市场：快速放量，为分级诊疗插上翅膀.....	28
4.2 公司医疗业务：不断夯实布局、国内外联动有望做大做强.....	31
4.2.1 坚定转型：国内外并购两开花，设立体外基金加速扩张.....	31
4.2.2 业务优势：底蕴深厚、动力十足，规模有望并肩国内龙头.....	32
4.2.3 收购展望：过程或许不易，看好结局美丽.....	35
5. 投资建议.....	38
5.1 关键假设与盈利预测.....	38
5.2 投资评级.....	39
5.2.1 绝对估值法.....	39
5.2.2 相对估值法.....	40
5.3 风险提示.....	41

表格目录

表 1 2017 年部分数据可查的代表企业的幕墙收入和市占率.....	17
表 2 2015 年以来医疗市场相关政策一览.....	26
表 3 医院检验收入占比和第三方诊断市场潜力预测.....	30
表 4 2017 年以来第三方诊断市场相关政策一览.....	30
表 5 公司医疗领域并购事件.....	31

表 6 Healius 与国内第三方检测代表公司对比	35
表 7 2015-2021 公司业务结构拆分及预测/百万	38
表 8 公司 2019-2021 业绩预测	39
表 9 FCFF 绝对估值法敏感性测试结果	39
表 10 截至 2019.3.31 可比公司估值对比	40
表 11 公司盈利预测表	42

插图目录

图 1 公司历史沿革	8
图 2 截至 2018 年底公司股权结构	9
图 3 公司 2018 年主营业务结构	9
图 4 江河集团幕墙项目代表案例 (上海中心大厦、央视大楼)	10
图 5 室内装饰与设计项目案例 (迪拜棕榈酒店、澳门四季酒店)	11
图 6 公司旗下眼科机构 (Vision Eye Institution、江河泽明)	12
图 7 2009-2018 公司营收及同比增速变化	13
图 8 2009-2018 公司归母及同比增速变化	13
图 9 2014-2018 公司三费变化	14
图 10 2014-2018 公司毛利率/期间费率/净利率变化	14
图 11 2014-2018 公司收付现比变化	14
图 12 2009-2018 公司经营现金流、净利润和盈利质量变化	14
图 13 2016-2018 公司货币资金变化/百万	14
图 14 2016-2018 公司资产负债率变化	14
图 15 2011-2017 我国装饰总产值及同比变化	15
图 16 2011-2017 我国内装和幕墙总产值及同比变化	15
图 17 2011-2018 公司建筑订单中标金额和同比变化	16
图 18 2011-2018 公司建筑板块收入和同比变化	16
图 19 2011-2017 中国幕墙工程总产值及同比增速变化	17
图 20 2011-2018E 江河集团幕墙收入和市占率变化	17
图 21 八家代表企业 2011-2017 幕墙收入变化	18
图 22 八家代表企业 2011-2017 幕墙市占率变化	18
图 23 2016-2018 公司幕墙中标订单及金额变化	18
图 24 2009-2018 公司毛利率和周转率变化	18
图 25 2011-2017 我国公建和住宅内装产值及同比变化	19
图 26 2015-2018 公司内装收入及同和占比变化	20
图 27 2015-2018 公司内装订单及同和占比变化	20
图 28 承达集团股份交易及交易方简介	20
图 29 2014.2-2019.2 房屋施工面积累计同比	23

图 30 2014.2-2019.2 房屋新开工面积累计同比	23
图 31 2012-2017 我国诊疗总人次及人均诊疗次数变化	25
图 32 2012-2018E 我国医疗健康产业规模及同比增速变化	25
图 33 2009-2017 我国人口结构变化/万	25
图 34 中美抚养比及 GDP 增速四年均值变化	25
图 35 2005-2018 城镇居民人均可支配收入及同比变化	25
图 36 2005-2018 城镇居民人均支出和医疗支出比例变化	25
图 37 2000-2017 美日中抚养比和医疗费占比变化	26
图 38 2012-2016 澳大利亚、日本及中国卫生费用支出变化	26
图 39 2014-2019E 我国眼科产业规模及同比变化	28
图 40 2006-2017 我国眼科医院收入及同比变化	28
图 41 2003-2017 我国眼科医院构成变化	28
图 42 2010-2017 我国眼科医院诊疗人次及同比变化	28
图 43 2006-2017 眼科医院入院人数和手术人次变化	28
图 44 2005-2017 老年性白内障出院人数和人均医药费变化	28
图 45 2011-2017 第三方医学诊断市场规模及同比变化	30
图 46 2011-2017 我国独立医学实验室数量及同比变化	30
图 47 Vision/爱尔眼科/希玛眼科营收和净利率变化	34
图 48 2009-2017 公司医院数量和市盈率变化	34
图 49 Healius 下属医疗服务机构遍布澳洲	34
图 50 近年 Healius 股价走势	37
图 51 截至 2018 年 8 月 Healius 大股东股份一览	37
图 52 公司 2014.4-2019.3 市盈率通道图	41

1. 投资摘要

我们认为公司建筑业务新接订单增速显著强于大市, 收入稳步上升, 看好公司积极采取优选订单和内部考核两项举措持续改善盈利和周转, 以及看好公司内装业务增量, 认为其至少具有四大可见的增量来源, 将是未来公司建筑业务的重要增长动力。

- ◆ 公司 2018 年新签建筑业订单 **212 亿**, 超出年初目标 190 亿幅度约 **12%**, 其中新承接幕墙订单 **111 亿**, 同增 **11%**, 连续第二年保持 **10% 以上增速**, 新承接内装订单 **101 亿**, 首次突破百亿规模、同比大幅增长 **26%**。幕墙收入 81 亿、同增 3.3%, 内装收入 72 亿、同增 7%;
- ◆ 当前幕墙市场增速放缓但有望复苏, 市场集中度较低、但头部品牌认可度较为突出, 公司近年来已进阶独一档龙头, 两大幕墙品牌错位布局, 竞争优势显著, 订单增速强于大市, 我们判断市场将呈现马太效应, 公司市占率有望进一步提升。我们认为公司当前积极采取**优选订单** (凭借龙头优势优选订单, 从追求订单规模转向追求质量) 和**内部考核** (将激励与核心财务指标挂钩, 驱动项目团队提升业务质量) 两项举措改善盈利和周转, 相关财务指标正处于上升通道;
- ◆ 内装市场规模远大于幕墙, 集中度更低。公司市占率较行业龙头存在一定差距, 仍有较大提升空间。公司旗下拥有多个内装细分领域和区域的冠军品牌, 规模渐与幕墙主业并驾齐驱, 2018 年业务增速显著。我们认为公司未来内装业务增量来源至少包括 (1) 深化战略合作、(2) 大湾区市场增量、(3) 内装市场整体增量、(4) 内部业务协同等, 未来将直接受益大湾区规划和重磅战略合作。

公司坚定实施“双主业”发展战略, 持续并购布局增势强劲的眼科和第三方诊断市场, 国内外联动有望做大做强。当前医疗业务核心竞争力是海外一线品牌的技术管理品牌优势在国内市场的嫁接输出, 未来整体规模有望比肩国内医疗服务龙头, 实现双主业真正平行发展。看好公司历经波折最终能够收购 **Healius** 更多股份。

- ◆ 我国人口基数庞大, 医疗市场潜力巨大, 人口老龄化、财富增长、政策扶持等因素持续驱动医疗市场规模扩大。政策扶持眼科市场发展, 市场需求强劲, 诊疗、入院、手术人次过去 5 年 CAGR 分别高达 12.7%/21.1%/23%。眼科产业规模和眼科医院业务收入均维持高增速水平, 民营比例逐步提升。第三方诊断业务将为推行分级诊疗制度插上翱翔的翅膀, 政策持续鼓励放开, 市场规模持续快速放量, 但较发达国家仍有较大差距, 测算 2020 年市场潜力将达 600 亿, 远超现有产值;
- ◆ 公司通过不断并购国外一线品牌 (Vision、Healius) 和国内高潜质资产 (江河泽明、江河华晟、首颐医疗等)、设立体外并购基金加速扩张, 持续夯实在眼科、第三方检验等医疗领域的布局, 增值效应显著, 品牌技术底蕴深厚。眼科方面, **Vision** 为当地市场龙头、业务覆盖区域广、医疗技术拔尖, 公司收购 Vision 后眼科业务扩张路径清晰, 江河泽明扩张见效、有望复制至全国各区域。我们认为公司眼科业务规模和盈利水平对比国内龙头仍有较大差距, 但技术品牌并不逊色, 有望复刻龙头高增长高估值模式, 受益市场扩张。第三方诊断方面, **Healius** 在站点和员工数

量、业务覆盖和市场份额、营业收入、年检测标本量水平等方面较国内企业均具有显著优势, 经营口径 EBIT 利润率接近迪安诊断、显著高于其他公司, 随着公司收购华晟和首颐医疗完成国内第三方检测业务落地、构筑医疗平台, 布局日益完善, 业务协同效应可期, 若成功收购 Healius 将成行业龙头。

- ◆ 收购 Healius 存在一系列不确定性, 当前主要分歧点在于收购价格, 存有协商空间。公司资金充裕将为收购保驾护航。澳洲政府态度正在转变、寻求改善澳中关系, 大选在即将聚焦提振国内经济。中美关系缓和亦将传导至中澳关系。公司收购 Healius 契合国家走出去战略和分级诊疗制度, 或取得一定支持。公司过去积极配股维持持股比例, 紧密跟进为收购铺垫, 且有收购 Vision 成功案例珠玉在前。我们看好公司历经波折最终能够收购 Healius 更多股份, 进一步深化公司业务转型、提高在医疗市场影响力、推进在第三方诊断等细分领域拓展工作;

与市场观点的不同之处:

- ◆ 市场普遍低估公司在幕墙市场上日益增强的统治力, 以及由此可能带来的盈利提升。幕墙市场集中度较低、但头部品牌认可度较为突出, 公司近年来已逐渐甩开与远大的差距、进阶独一档龙头, 从 2017 年开始取得市占率第一, RMS 达 1.4 倍, 2018 年幕墙收入已达到远大的 1.8 倍, 同时正积极采用优选订单和内部考核两项举措改善盈利和周转, 相关财务指标正处于显著上升通道;
- ◆ 市场普遍低估了承达股份交易的积极意义, 以及由此可能带来的内装业务巨大增量。我们认为交易在不影响公司对承达控制权和当期利润的前提下利于加速推进收购 Healius 完善医疗布局, 同时, 云南城投集团系西南区域城市开发领域龙头企业、全国最大会展集团、洲际酒店集团全球最大单一业主, 控股 138 家企业, 在会展、酒店、旅游地产等城市开发领域持有众多产业资源, 交易将深化双方合作关系, 赋能公司建筑医疗业务, 内装业务将率先受益, 承达集团在中国大陆的建筑装饰业务有望迎来巨大增量, 其积极意义远大于减持带来的或有负面影响;
- ◆ 市场普遍低估公司收购 Healius 的可能性。我们从主要分歧点、公司资金状况、澳洲政府政治诉求、中美关系演变、公司对 Healius 的紧密跟进以及收购 Vision 的成功案例等多个角度综合分析, 看好公司最终能够收购 Healius 更多股份;

投资建议: 预计公司 2019 年-2021 年营业收入分别为 176 亿元、194 亿元和 215 亿元, 每股收益分别为 0.68 元、0.86 元和 1.06 元, 对应 PE 分别为 13.3X、10.5X 和 8.5X。选取 9 家装饰企业/4 家医疗代表企业作为对比, 其 2019 年平均 PE 分别为 16 倍/46 倍。采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值得到合理价值为 10.77 元。综上, 我们认为公司合理股价为 **10.77 元**, 对应 2019 年 PE 为 **16 倍**, 较当前股价有 **20%** 上涨空间。首次覆盖, 给予“**强烈推荐**”评级。

催化剂: 收购 Healius、内装订单大幅增长、眼科医院数量快速增加。

风险提示: 财务风险、市场竞争风险、海外业务风险、收购或整合 Healius 不及预期。

2. 公司概况：幕墙王者，医疗新锐

2.1 基本信息：中国幕墙行业领导者

中国高端建筑幕墙和室内装饰行业领导者，医疗健康领域崛起力量，旗下多个行业冠军品牌。江河创建集团股份有限公司（以下简称“江河集团”或“公司”）的前身为成立于1999年的北京江河幕墙股份有限公司。2003年，公司开始专注于高端幕墙领域，逐渐确立了中国幕墙市场领导地位。2007年，公司完成改制并整体变更为北京江河幕墙股份有限公司。2011年8月，江河集团在上海证券交易所A股主板上市，向社会公开发行人民币普通股股票1.1亿股，发行价格为20元/股，发行市盈率为47.73倍。公司于2012年和2014年先后收购香港承达集团有限公司（2015年于HK上市）和香港梁志天设计师有限公司（2018年于HK上市），借此开拓室内装饰行业。2015年，公司并购澳大利亚最大眼科医疗机构 Vision Eye Institution，进军医疗健康行业，形成了建筑装饰与医疗健康并重的“双主业”业务布局。当前公司旗下拥有江河幕墙、承达集团、梁志天设计集团、Vision 等多个各行业的冠军品牌，核心竞争力持续提升。

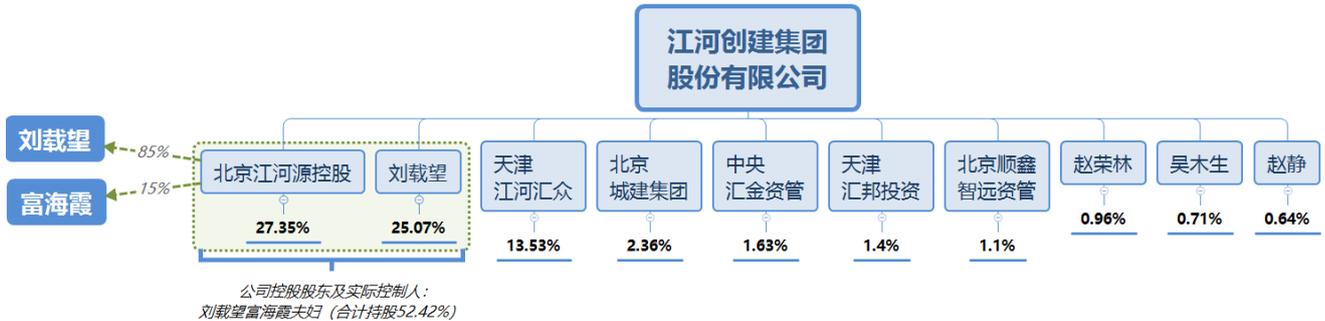
股权结构较为集中，实施股份回购计划，健全长效激励机制：控股股东及实际控制人为刘载望富海霞夫妇，持股数量6.05亿股，占公司总股本的52.42%。公司于2018年首次实施了股份回购计划，截至2019年2月28日，累计回购股份21,047,940股，占公司总股本的1.82%，成交均价为7.45元/股，所回购股份将用于实施股权激励，推动公司长效激励机制。

图1 公司历史沿革



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2 截至 2018 年底公司股权结构



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.2 业务结构：“建筑+医疗”双轮驱动

公司当前主营业务包括建筑装饰和医疗健康两大板块，建筑装饰板块包括建筑幕墙、室内装饰设计，医疗健康板块则以眼科、第三方诊断为主要方向，坚持“双主业，多元化”发展战略，旗下拥有江河幕墙、承达集团、港源装饰、港源幕墙、SLD 梁志天设计、Vision Eye Institution、江河泽明、华晟医学等知名品牌。当前公司业务结构稳定，营业收入增速稳健，盈利能力大幅提升。2018 年公司营业收入合计 160.37 亿，同比增长 4.84%；毛利合计 29.59 亿，同比增长 28%。

图 3 公司 2018 年主营业务结构



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.2.1 建筑板块：建筑幕墙和室内装饰领军企业

公司建筑装饰业务板块包括建筑幕墙、室内装饰和设计。2018 年公司建筑装饰板块营业收入 152.5 亿，同比增长 5.0%；毛利率 17.7 较上年度提升了 3.5 个 pct；年度累计中标金额为 212 亿元，同比增长 17.8%。

◆ **建筑幕墙**：公司为全球高端幕墙第一品牌，拥有国内幕墙市场最高份额，承接了众

多国内外重大工程。2018 年幕墙业务累计中标 111 亿，同增 11%。公司是集产品研发、工程设计、精密制造、安装施工、咨询服务、产品出口于一体的幕墙系统整体解决方案提供商，旗下拥有江河幕墙和港源幕墙两大品牌，分别定位于高端和高端幕墙市场，形成了双品牌错位发展布局，主要承接高档酒店住宅和写字楼、城市公用设施、企事业单位办公楼等幕墙工程。江河幕墙为全球高端幕墙第一品牌，系中国幕墙行业首家国际认可的 CNAS 出口企业检测中心，业务遍布全球二十多个国家和地区，承揽世界顶级地标建筑逾百项，代表项目包括上海中心、中国尊、首都机场 T3（鲁班奖）、央视大楼（鲁班奖）、世界第一高楼沙特王国塔等。港源幕墙先后承建了鸟巢（鲁班奖）、新郑国际机场等一大批精品工程；

图 4 江河集团幕墙项目代表案例（上海中心大厦、央视大楼）



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

- ◆ **室内装饰和设计**：公司旗下品牌在住宅设计领域连续三年全球排名第一。2018 年室内装饰业务累计中标 101 亿元，同比增长 26%。公司旗下有梁志天设计集团（2018 年 HK 上市）、香港承达集团（2015 年 HK 上市）和港源装饰，主要提供以高端市场为对象的室内装饰和设计服务。梁志天设计集团在住宅设计领域连续三年全球排名第一，代表项目包括上海古北一号、迪拜棕榈酒店、深圳湾 1 号等。港源装饰系国内北方地区排名第一的室内装饰公司，先后承建了中国国家体育场（鲁班奖）、国家大剧院（鲁班奖）、首都国际机场（鲁班奖）等国家级重点工程。承达集团系港澳地区室内装饰龙头，承建了香港特区政府办公楼、澳门银河综合度假城、澳门四季酒店、上海卡尔登酒店等近百项世界顶级室内装潢工程；

图 5 室内装饰与设计项目案例 (迪拜棕榈酒店、澳门四季酒店)


资料来源: 公司网站、东兴证券研究所

2.2.2 医疗板块: 眼科和第三方诊断崛起力量

公司主要通过并购在澳洲 (世界领先的成熟医疗市场) 享有较高声誉和市场份额的医疗机构, 吸收其品牌技术和管理经验, 发挥业务协同效应以开拓国内市场, 已成为国内医疗领域不可忽视的力量。公司医疗健康业务包括**眼科**和**第三方诊断** (病理、第三方检验和第三方影像) 等服务, 2018 年医疗板块收入为 **7.9 亿**, 均来自眼科板块, 同比增长 **1.76%**, 其中江河泽明贡献收入 1.27 亿元, 同比大幅增长 **45%**; 公司医疗业务毛利率为 **32.8%**, 较上年同期增加 1.64 个 pct。

- ◆ **眼科**: 拥有澳洲最大连锁眼科品牌。公司旗下有 **Vision** 和**江河泽明** 两大品牌, 提供包括屈光、视光、眼底病等眼科全科诊疗服务。**Vision Eye Institution** 是澳大利亚最大的眼科医疗机构, 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和管理系统。**江河泽明** 是长三角区域眼科医疗知名品牌, 拥有 **10 家** 专业眼科医院, 包括在 2018 年新增的 3 家;
- ◆ **第三方诊断**: 公司系澳大利亚第一大全科医生诊疗中心、第二大病理提供商、第二大影像连锁医院 **Healius** 的大股东。公司定位于内容服务商, 提供包括病理、第三方检验和第三方影像的第三方诊断业务, 相关品牌包括 **Healius**、**江河华晟** 等。**Healius** (原 “Primary”) 是澳大利亚医疗行业四大蓝筹股之一, 目前拥有 **2541 个** 医疗站点, 包括 **96 家** 医疗中心、**2299 家** 病理学站点、**146 个** 影像站点; **江河华晟** 主营第三方医学检验、基因检验、癌症筛查等, 拥有行业丰富医检技术和互联网研发团队, 创始人具有近 20 年的医疗管理经验。

图 6 公司旗下眼科机构 (Vision Eye Institution、江河泽明)



资料来源: 公司网站、东兴证券研究所

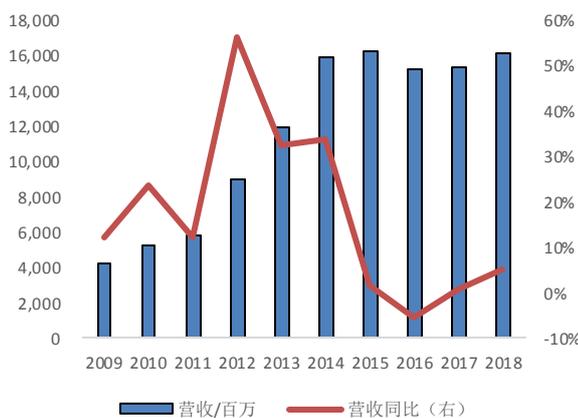
2.3 财务分析: 业绩高增长、盈利稳提升, 现金流充沛且盈利质量高

公司 2018 年度实现营收 160.37 亿, 同比增长 4.84%, 归母净利润 6.08 亿, 同比增长 30.47%, 连续两年保持 30%以上的高增速; 扣非归母净利润 5.66 亿, 同比增长 36.39%。

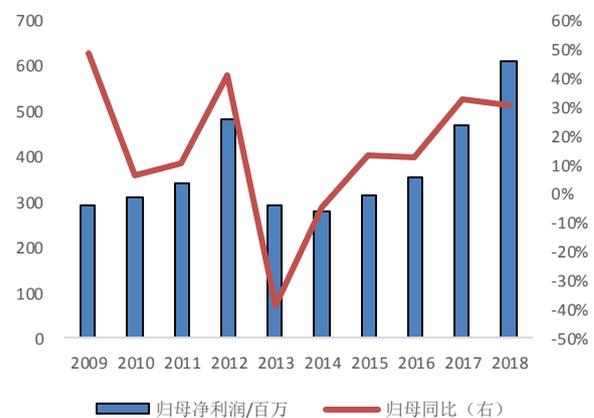
- ◆ **业绩增速: 重返快车道, 有望持续受益市场复苏、战略合作和业务转型。**公司于 2011 年上市, 2012-2014 连续三年维持 30%以上的收入增速水平, 2015 年以来受外部市场环境影 响, 签单和施工节奏放缓, 收入增速降至个位数甚至为负, 随着行业投资复苏和进军医疗行业, 收入增速在 2017 年扭负为正, 并在 2018 年进一步提升至 4.8%。公司 2017/2018 归母分别同增 33%和 30%保持在较高水平。我们认为未来驱动公司业绩保持高增长的因素包括装饰市场复苏、公司与大酒店大会展商的战略合作关系深化、进一步拓展医疗市场等;
- ◆ **盈利能力: 稳步提升。双主业毛利率均提高, 幕墙主业尤为显著。计提增加影响利**

润。建筑方面, 公司通过优选订单和加强内部考核等途径提升项目利润水平, 全年毛利率 **17.71%**, 较上年同期增加 **3.45 个 pct**。医疗方面, 得益于前期的稳健经营, 全年毛利率 **32.8%**较上年同期增加 **1.64 个 pct**。整体来看, 全年毛利率显著提升 **3.34 个 pct**。费率方面, 销售/财务费率为 **1.12%**和 **1.48%**, 较上年同期分别降低 **0.1 个/0.6 个 pct**, 管理费因部分成本归结到研发费故提升了 **2.06 个 pct**至 **9.41%**, 整体期间费 **12.01%**提升了 **1.34 个 pct**。此外, 全年减值达 **2.05 亿**同比大幅增长 **6 倍**, 主要系随着中美贸易争端加剧, 美国商务部对美洲江河从中国大陆进口铝型材发起的“双反”(指反倾销、反补贴调查) 诉讼案件前景不容乐观, 同时美国海关就其与美洲江河进口关税争议作出了行政处罚决定, 美洲江河或面临补缴税款和巨额罚款风险, 且当前财务状况已严重恶化, 故公司对其剩余货款全额计提坏账准备。综上, 公司全年净利率为 **4.61%**, 较上年同期增加 **0.74 个 pct**;

- ◆ **经营现金流和分红: 金额充沛且盈利质量高, 分红比例极高。**公司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, **2015-2018 经营现金流净额保持逐年提升**, 分别为 **9.97 亿/13.08 亿/13.89 亿/14.09 亿**, 分别对应当期净利润的 **2.9 倍/2.8 倍/2.4 倍/1.9 倍**, 现金流净额和盈利质量水平在建筑板块内均连续处于较高水平。公司股利分配计划为每 10 股派发现金红利 3 元, 分配红利占归母净利润的 **74.22%**, 分红比例极高, 2011 年上市以来已累计分配现金红利超 11 亿;
- ◆ **资产和负债状况: 资金充裕, 负债率稳步下降, 增加长期借款为收购 Healius 护航。**全年货币资金为 **41.78 亿**, 较上年度的 **28.93 亿**大幅同增 **44.42%**, 主要系项目回款良好、流动性增强。资产负债率为 **67.45%**, 较上年同期降低 **0.93 个 pct**, 较 2015 年的 **71.2%**显著下降。全年长期借款 **6.19 亿**大幅同增约 **11 倍**, 主要系大规模借入港元和澳币以计划收购澳洲上市医疗服务公司 Healius。

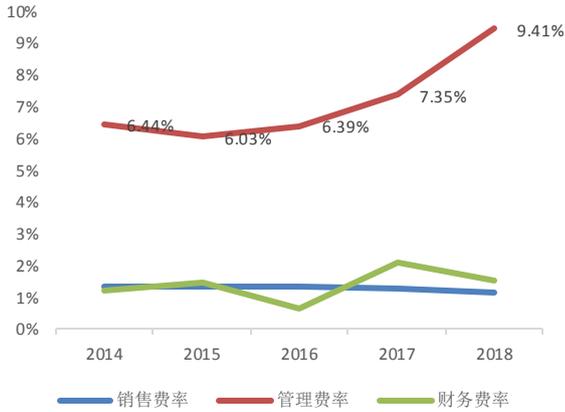
图 7 2009-2018 公司营收及同比增速变化


资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 8 2009-2018 公司归母及同比增速变化


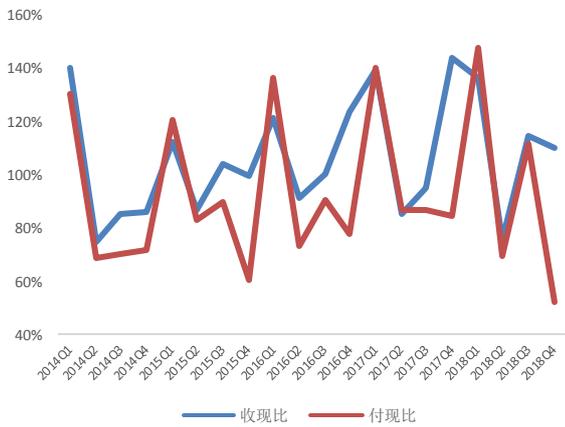
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 9 2014-2018 公司三费变化



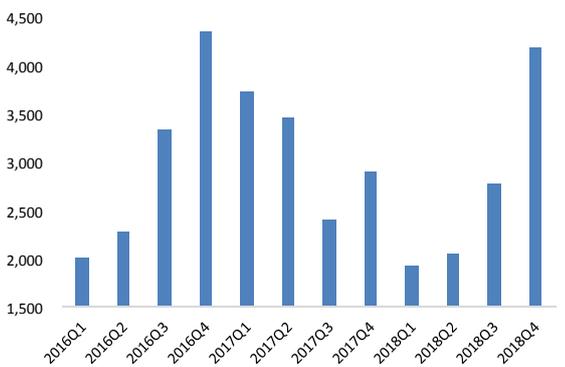
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 11 2014-2018 公司收付现比变化



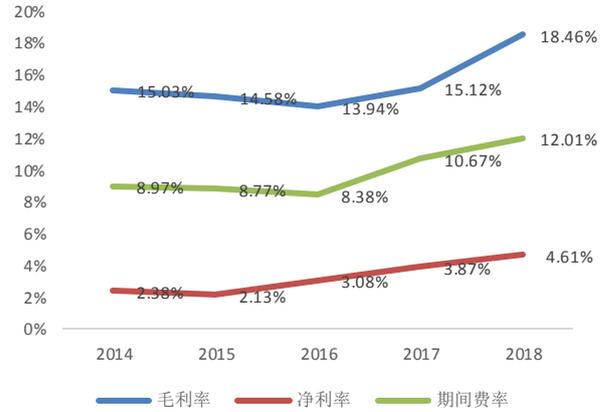
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 13 2016-2018 公司货币资金变化/百万



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 10 2014-2018 公司毛利率/期间费率/净利率变化



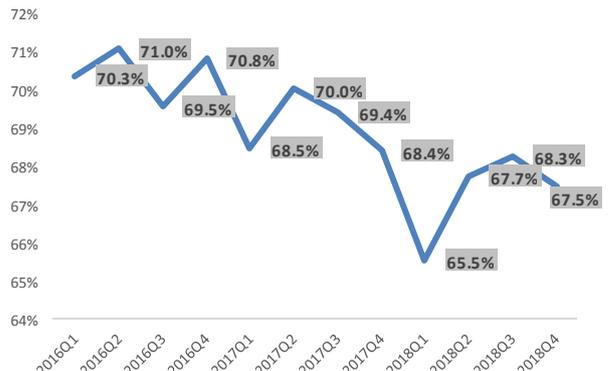
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 12 2009-2018 公司经营现金流、净利润和盈利质量变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 14 2016-2018 公司资产负债率变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

3. 建筑业务分析: 看好盈利周转改善和内装增量

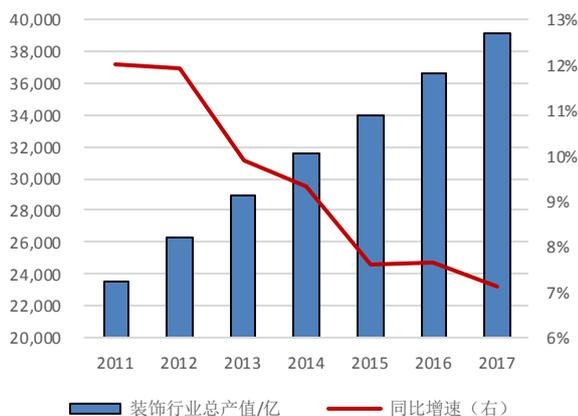
3.1 业务概况: 订单增速强于大市, 收入稳步上升

新接订单增速显著强于大市, 收入稳步上升。2017 年装饰行业总产值为 3.92 万亿, 同比增长 7.1%, 过去 5 年 CAGR 为 8.3%, 过去 3 年 CAGR 为 7.4%, 根据前瞻产业研究资料, 未来 5 年 CAGR 可能在 6.8% 左右。在此背景下, 公司 2018 年新签建筑业订单 212 亿, 超出年初目标 190 亿幅度约 12%, 其中新承接幕墙订单 111 亿, 同增 11%, 连续第二年保持 10% 以上增速, 新承接内装订单 101 亿, 首次突破百亿规模、同比大幅增长 26%, 新接订单增速水平显著强于大市。收入方面实现稳步上升, 幕墙收入 81 亿、同增 3.3%, 内装收入 72 亿、同增 7%。

我们看好公司积极采取**优选订单**和**内部考核**两项举措持续改善盈利和周转。当前幕墙市场增速放缓但有望复苏, 市场集中度较低、但头部品牌认可度较为突出, 公司近年来已进阶独一档龙头, 两大幕墙品牌错位布局, 竞争优势显著, 订单增速强于大市, 我们判断市场将呈现马太效应, 公司市占率有望进一步提升。我们认为公司当前积极采取**优选订单** (凭借龙头优势优选订单, 从追求订单规模转向追求质量) 和**内部考核** (将激励与核心财务指标挂钩, 驱动项目团队提升业务质量) 两项举措改善盈利和周转, 相关财务指标正处于上升通道。

我们看好公司内装业务增量, 认为其至少具有四大可见的增量来源, 将是未来公司建筑业务的重要增长动力。内装市场规模远大于幕墙, 集中度更低。公司市占率较行业龙头存在一定差距, 仍有较大提升空间。公司旗下拥有多个内装细分领域和区域的冠军品牌, 规模渐与幕墙主业并驾齐驱, 2018 年业务增速显著。我们认为公司未来内装业务增量来源至少包括 (1) 深化战略合作、(2) 大湾区市场增量、(3) 内装市场整体增量、(4) 内部业务协同等, 未来将直接受益大湾区规划和重磅战略合作。

图 15 2011-2017 我国装饰总产值及同比变化



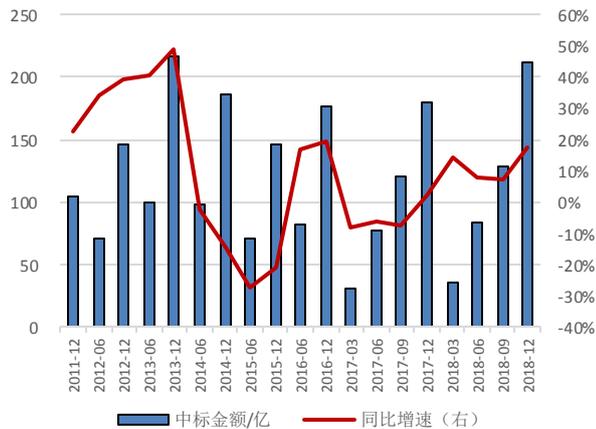
资料来源: 前瞻产业、东兴证券研究所

图 16 2011-2017 我国内装和幕墙总产值及同比变化



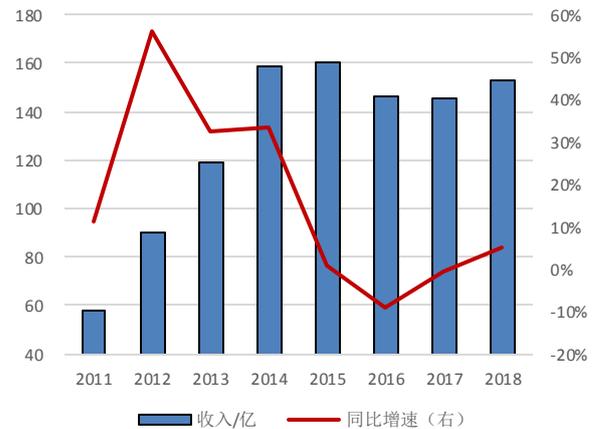
资料来源: 前瞻产业、Wind、东兴证券研究所

图 17 2011-2018 公司建筑订单中标金额和同比变化



资料来源: 前瞻产业、东兴证券研究所

图 18 2011-2018 公司建筑板块收入和同比变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

3.2 幕墙业务: 独占鳌头, 双管齐下改善盈利和周转

幕墙市场增速放缓但有望复苏。我国建筑幕墙工程总产值在 2010-2017 从 1500 亿增长到 3700 亿, 七年间 **CAGR 为 13.8%**, 近年来随着城镇化进入新阶段、社会整体投资步入下行通道, 市场增速有所放缓, **近 3 年 CAGR 跌落至 7.2%**, **2017 年同比增长仅 8.2%**。根据装饰业十三五规划, 2015-2020 市场 CAGR 将保持在 10.1%, 在中西部补短板、大湾区、长三角一体化等产业区域政策驱动下, **2018-2020 市场 CAGR 有望恢复到 10%以上水平。**

幕墙市场集中度较低、但头部品牌认可度较为突出, 公司近年来已进阶独一档龙头。行业壁垒较低, 同业竞争激烈, 集中度较低, 我们测算 2017 年行业 **CR10 仅约 8.8%**, 其中 TOP3 分别为**江河集团**、**远大中国**和**中南建设**, 市占率分别为 **2.11%/1.54%/1.35%**, 其中公司从 **2017 年开始取得市占率第一, RMS (即相对市场份额, 对应第二名远大中国收入的比例) 达 1.4 倍**, 2018 年幕墙收入已达到远大的 1.8 倍, 已逐渐甩开与竞争对手差距成为行业独一档龙头企业。

公司两大幕墙品牌错位布局, 竞争优势显著, 订单增速强于大市。判断市场将呈现马太效应, 公司市占率有望进一步提升。幕墙市场壁垒较低, 价格战是主要竞争形式, 竞争激烈但多数企业集中于低端市场。公司旗下拥有**江河幕墙**和**港源幕墙**两大品牌, 分别定位于高端和中高端幕墙市场, 在 2017 年建筑装饰协会综合数据统计排名中分别位列第 1 位和第 15 位, 使**公司兼具品牌和价格选择优势, 与第二名远大相比, 业务规模呈现此长彼消的格局, 正逐步拉开差距。**2018 年公司新承接幕墙订单 111 亿, 同比增长 11%, 增速高于市场整体。我们认为未来随着幕墙行业发展成熟、规模化和标准化, 行业技术、资金和业绩壁垒将有提高, 市场将呈现马太效应、集中度将有所提升, 公司在幕墙市场稳健经营牢据龙头地位, 未来市占率有望进一步提升。

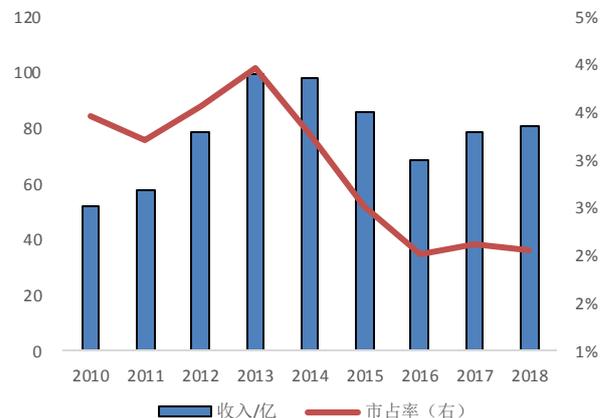
我们认为公司当前正积极采用两项举措改善盈利和周转, 相关财务指标正处于上升通道: 公司整体 2018 毛利率为 18.5%, 较过去 5 年平均值提升 3 个 pct; 存货周转率为 6.2, 较过去 5 年平均值提升 1.2; 应收周转率 1.4, 较上年同期提升约 0.1。2018

年江河幕墙收入 70.8 亿, 较上年度的 75.5 亿略有回落, 但净利润 2.8 亿较上年度的 1.9 亿大幅同增 47%。

- ◆ **举措一, 优选订单:** 凭借龙头优势优选订单, 从追求订单规模转向追求质量。在整体市场增速放缓背景下, 公司不再仅以订单量增长为单一目标, 转而追求中标质量 (包括客户类型、回款条件和利润水平), 严格控制订单放量, 减少承接垫资工程。公司 2016-2018 年新承接幕墙订单为 173 个/ 154 个/ 170 个, 略有回落, 而金额分别为 89 亿/ 100 亿/ 111 亿, 分别同增 8.5%/ 12.4%/ 11%, 实现稳步增长。2018 年公司中标成都天府国际机场 (4.02 亿)、深圳国际会展中心 (2.37 亿) 等地标工程, 全年新增 300 米以上项目 5 个 (累计 60 余个), 200 米以上项目 11 个 (累计 170 余个), 客户类型呈现从地产商向政府和企业机关转移的趋势, 整体订单质量提升;
- ◆ **举措二, 内部考核:** 激励与核心财务指标挂钩, 驱动项目团队提升业务质量。公司推行内部市场化使人力资源配置运用达到最高效, 公司整体经营目标及责任层层分解落地, 项目部经营管理上实行目标责任制, 各层级员工均需接受经营指标考核, 核心指标包括项目现金流和利润, 直接与奖金挂钩, 驱动业务团队集中优先抓重点项目、重视订单利润水平和回款情况而非只顾订单规模, 将对高盈利高周转的追求贯彻到一线。

图 19 2011-2017 中国幕墙工程总产值及同比增速变化


资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 20 2011-2018E 江河集团幕墙收入和市占率变化


备注: 2018 幕墙行业产值按过去三年市场 CAGR 估算

资料来源: Wind、东兴证券研究所

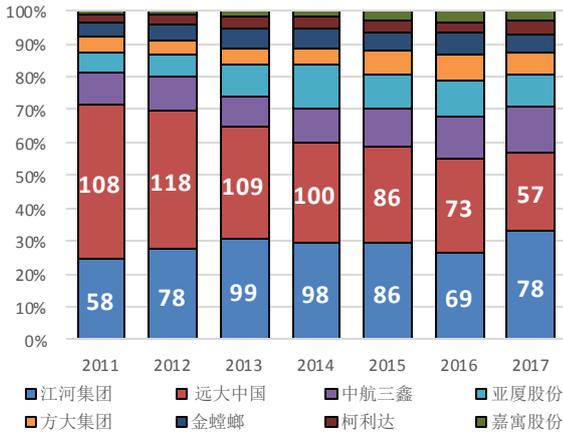
表 1 2017 年部分数据可查的代表企业的幕墙收入和市占率

代码	公司	幕墙品牌	协会综合数据统计排名 (含并列)	收入/百万	市占率
601886.SH	江河集团	江河幕墙/港源幕墙	1/15	7,817	2.11%
2789.HK	远大中国	远大铝业	1	5,689	1.54%
002163.SZ	中南建设	中南幕墙	2	约 5,000	1.35%
002375.SZ	中航三鑫	三鑫科技	10	3,262	0.88%
000055.SZ	亚厦股份	亚厦幕墙	2	2,291	0.62%
002081.SZ	方大集团	方大建科	4	1,654	0.45%
603828.SH	金螳螂	金螳螂幕墙	6	1,255	0.34%

300117.SZ	柯利达	柯利达装饰	5	983	0.27%
836273.OC	嘉寓股份	嘉寓幕墙	27	710	0.19%
600491.SH	玻机智能	玻机幕墙	43	628	0.17%
601886.SH	龙元建设	信安幕墙	/	240	0.06%

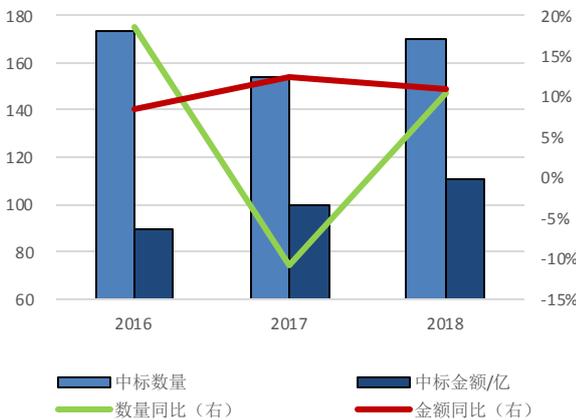
资料来源: Wind、中国建筑装饰协会、公司官网、东兴证券研究所

图 21 八家代表企业 2011-2017 幕墙收入变化



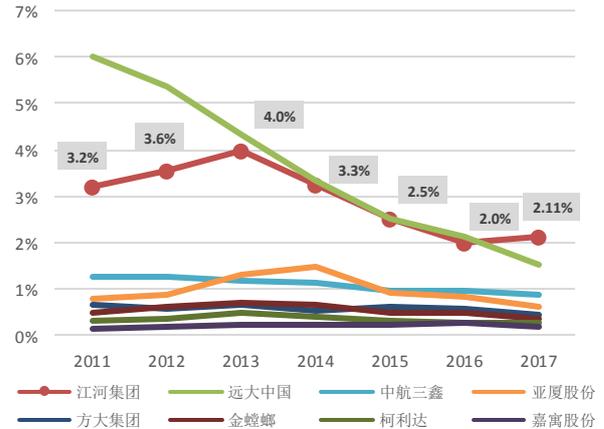
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 23 2016-2018 公司幕墙中标订单及金额变化



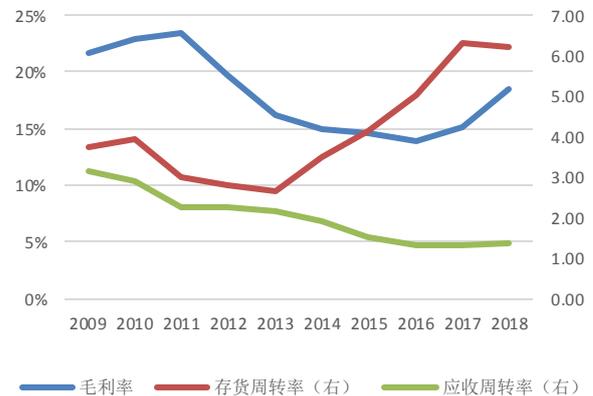
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 22 八家代表企业 2011-2017 幕墙市占率变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 24 2009-2018 公司毛利率和周转率变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

3.3 内装业务: 增量可期, 将直接受益大湾区规划和重磅战略合作

内装市场规模远大于幕墙, 集中度更低。公司市占率较行业龙头存在一定差距, 仍有较大提升空间。2017 年内装市场 (含公建和住宅) 规模超 35000 亿, 对应当年幕墙市场规模的 9.6 倍, 行业集中度极低, 以龙头企业金螳螂为例, 当年装饰及设计技术服务业务收入 196 亿, 对应市场份额仅 0.6%, 而公司当年内装收入 67 亿, 较行业龙头有一定差距。

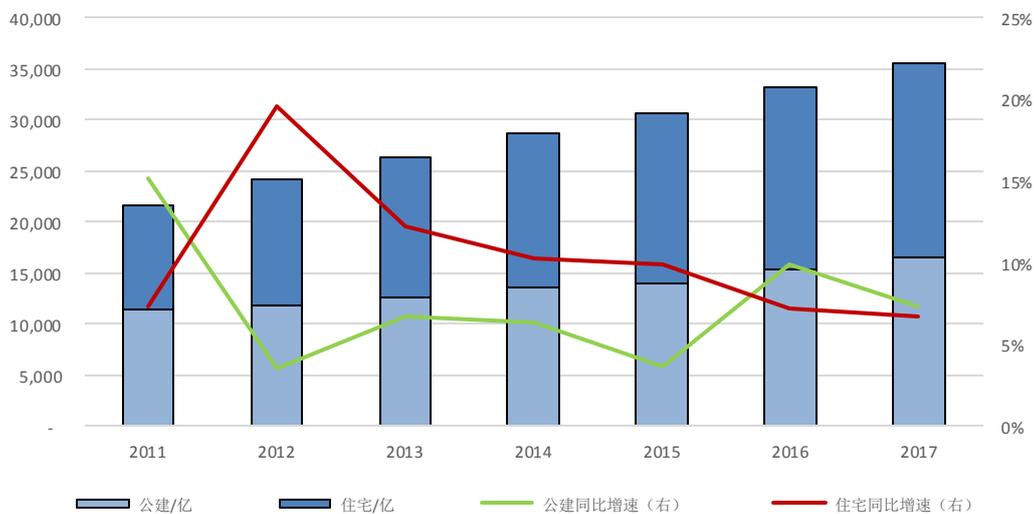
公司旗下拥有多个内装细分领域和区域的冠军品牌, 规模渐与幕墙主业并驾齐驱, 2018 年业务增速显著。公司 2018 年内装新承接订单 101 亿, 首次突破百亿规模,

同比大幅增长 26%， 承达和港源均超额完成了年度营销任务， 收入 72 亿， 同比增长 7%， 订单和收入占建筑业务比例分别达到 48%和 47%。 公司内装业务专注高端市场， 品牌包括：

- ◆ **梁志天设计集团 (HK.2622)**：住宅设计领域连续三年全球排名第一。2018 年收入 4.4 亿， 同比增长 15.8%。 梁志天设计代表项目包括上海古北一号、 迪拜棕榈酒店、 深圳湾 1 号等， 曾斩获超过 130 项国际和亚太区设计及企业殊荣， 连续三年蝉联美国《Interior Design》杂志全球百大室内设计师事务所排名住宅项目第一位。 梁志天先生于 2017 年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；
- ◆ **承达集团 (HK.1568)**：全球顶级室内装饰品牌， 亚太装饰业引领者， 港澳地区装饰龙头。 2018 年收入 47 亿， 同比增长 8.1%。 累计承建了香港特区政府办公楼、 澳门银河综合度假城、 澳门四季酒店、 上海卡尔登酒店等近百项世界顶级室内装潢工程。 承达集团 2017 年收购江河集团国内 12 个省市的装潢业务， 从而大举进军大陆市场的庞大市场， 且凭借在香港多年的业绩积累和企业合作关系， 在投标香港开发商的国内项目时具有显著竞争优势， 未来业务规模扩张有望提速；
- ◆ **港源装饰**：北方地区第一内装品牌。 代表案例包括中国国家体育场 (鲁班奖)、 国家大剧院 (鲁班奖)、 首都国际机场 (鲁班奖) 等国家级重点工程；

我们看好公司未来内装业务增量空间， 认为其至少具有四大可见的增量来源， 包括(1) 深化战略合作、 (2) 大湾区市场增量、 (3) 内装市场整体增量、 (4) 内部业务协同等， 未来将直接受益大湾区规划和重磅战略合作。

图 25 2011-2017 我国公建和住宅内装产值及同比变化



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 26 2015-2018 公司内装收入及同和占比变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

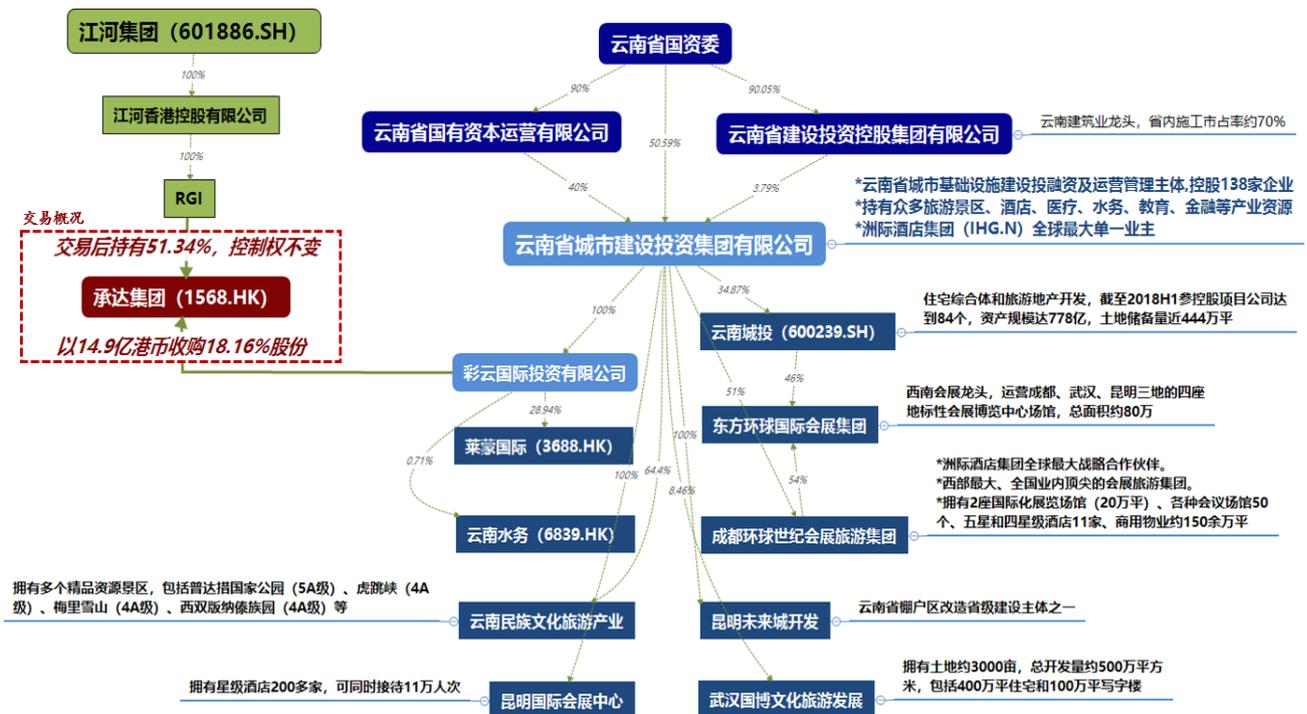
图 27 2015-2018 公司内装订单及同和占比变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

3.3.1 增量来源一: 深化战略合作, 内装率先受益

图 28 承达集团股份交易及交易方简介



资料来源: 公司公告、公司网站、Wind、东兴证券研究所

2018 年 12 月公司向云南城投集团旗下彩云国际转让承达集团 39,200 万股, 占 18.16% 股份, 交易价为 148,960 万港币。我们认为该交易将助推公司建筑业务和医疗布局:

- (1) 交易将增加公司所有者权益、不影响当期利润, 公司仍保持对承达集团控制权, 同时加速推进收购 Healius 完善医疗布局。交易后公司仍持有承达集团 51.34% 股份, 控制权保持不变, 合并报表范围不会发生变化。本次转让承达

集团少数股份, 在有助于盘活存量资产, 取得 14.9 亿港币将主要用于加速医疗业务发展, 有望加速对 Healius 收购进程, 是符合公司“双主业, 多元化”整体战略的积极举措, 非简单的短期融资行为。公司在合并报表中将转让代价与处置长期股权投资对应享有的标的公司净资产份额的差额计入资本公积, 增加所有者权益, 对公司当期利润不产生影响;

- (2) 交易方云南城投集团系西南区域城市开发领域龙头企业、全国最大会展集团, 三千亿资产遍及全国, 系洲际酒店集团 (IHG.N) 全球最大单一业主。云南城投集团系云南省城市基建投融资及运营主体, 控股 138 家企业, 包括云南城投 (600239.SH)、云南水务 (6839.HK)、莱蒙国际 (3688.HK) 等多家上市公司, 在会展、酒店、旅游地产等城市开发领域实力雄厚, 持有众多相关产业资源, 持有和运营会展面积均为全国第一, 代表资产包括但远不限于:
- ◆ 成都环球世纪会展旅游集团: 系洲际酒店集团全球最大战略合作伙伴, 是西部最大、全国业内顶尖的会展旅游集团, 拥有 2 座国际化展览场馆 (20 万平)、各种会议场馆 50 个、五星和四星级酒店 11 家、商用物业约 150 余万平;
 - ◆ 东方环球国际会展集团: 西南会展龙头, 当前运营管理“三地四馆”, 即成都世纪城新国际会展中心、武汉国际博览中心、昆明滇池国际会展中心和昆明国际会展中心, 展览总面积约 80 万平方米;
 - ◆ 昆明国际会展中心有限公司: 拥有星级酒店 200 多家, 可同时接待 11 万人次
 - ◆ 云南城投 (600239.SH): 主板上市, 主营住宅综合体和旅游地产开发, 截至 2018H1 参控股项目公司达到 84 个, 资产规模达 778 亿, 土地储备量近 444 万平;
 - ◆ 武汉国博文化旅游发展: 当前拥有土地约 3000 亩, 总开发量约 500 万平, 包括 400 万平住宅和 100 万平写字楼;
 - ◆ 云南民族文化旅游产业有限公司: 拥有普达措国家公园 (5A)、虎跳峡 (4A)、梅里雪山 (4A)、西双版纳傣族园 (4A) 等多个精品资源景区;
 - ◆ 昆明未来城开发有限公司: 云南省棚户区改造省级建设主体之一;
- (3) 交易将深化公司与云南城投集团合作关系, 赋能公司建筑医疗业务。内装业务将率先受益, 积极意义远大于减持带来的或有负面影响。彩云国际作为云南城投的投融资平台, 负责协助母公司业务协同、行业资源整合, 寻求与国际化、技术领先品牌战略合作, 此次战略入股承达集团后将充分发挥云南城投在会展、酒店、住宅开发等多个内装业务相关领域的资源优势, 结合承达集团在建筑装饰的专业和品牌优势, 通过业务协同、资源共享和优势互补, 为承达集团在中国大陆的建筑装饰业务带来巨大增量。另外, 医疗健康也是云南城投集团业务方向, 其并购昆明市第一人民医院, 投资建设整合甘美国际、东川等省内优质医疗资源, 未来与公司医疗板块产生业务协同和增值效应的可能也不可忽视。

3.3.2 增量来源二: 大湾区市场增量

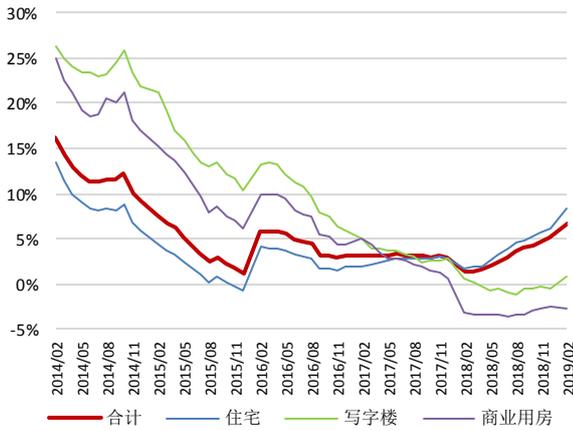
大湾区前程远大、规划加速落地。大湾区概念在 2015 年“一带一路”战略规划中首次提出、在 2017 年 3 月政府工作报告中首次明确, 2018 年 8 月大湾区建设领导小组举行第一次全体会议, 2019 年 2 月《粤港澳大湾区发展规划纲要》出台, 3 月大湾区办牵头组织起草了《实施意见》和《三年行动计划》加速推进大湾区建设。大湾区战略定位是未来的世界第四大湾区, 高度繁荣发达的世界级城市群以及中国新的经济增长极, 大摩报告称至 2030 年大湾区的经济增长或可提升 1 倍以上, 达到 3.2 至 4.1 万亿美元, 超过英国经济的规模, 接近中国大陆实际 GDP 增长的五分之一。

港澳受环球因素负面影响但市场需求仍坚挺, 港珠澳大桥等工程显著加强区域内互联互通, 澳门旅游和博彩业大放异彩将直接带动内装业务。受中美贸易摩擦、英国脱欧、美国加息等因素影响, 香港 2018Q3 实际 GDP 增速 2.9%, 较上年同期降低 0.7 个百分点, 但 2018 年施政报告提出将持之以恒开拓土地储备, 建筑市场需求有望保持稳定。澳门 2018 年 GDP 增速为 4.7% 较为缓慢, 但博彩业贡献收益达 3039 亿澳门币创 2014 年以来新高, 同比增长 14%, 自 2018 年 10 月港珠澳大桥开通以来, 11 月/12 月澳门访客总数分别达到 330 万和 360 万人次, 分别同比大幅增加 15.3% 和 16.9%, 澳门旅游和博彩业将持续受益大湾区发展。广深港高铁香港段和港珠澳大桥陆续开通、深中通道开建均有望加强区域内互联互通、有力支撑大湾区崛起和港澳经济复苏, 当前澳门仍然有新酒店、赌场项目相继动工, 并且开放博彩市场后兴建的第一批赌场、酒店开始进入翻新高峰期, 翻新需求亦为承达带来业务机遇。

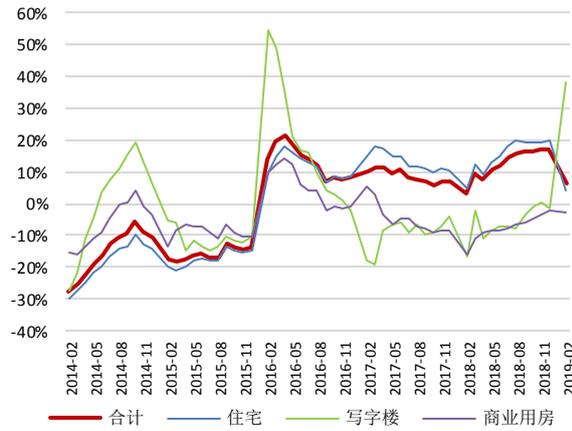
承达集团扎根港澳, 率先受益大湾区发展。梁志天设计和承达集团均是香港本土企业, 其中承达集团为港澳地区装饰龙头企业, 承建了港澳一系列酒店和公建的地标建筑, 当前业务分布仍以港澳为主、聚焦大湾区, 2018 年收入 47 亿, 其中 52% 来自香港、21% 来自澳门、剩余 26% 来自大陆, 新签订单中有一半以上位于港澳, 上半年新签订单 30 亿港元, 以澳门大型酒店、赌场为主。综上, 未来承达业务规模有望持续受益大湾区发展。

3.3.3 增量来源三: 内装市场整体增量

内装市场平稳增长, 有望受益房建市场推动和存量房翻新需求增加。2017 年内装行业产值为 35500 亿, 同比增长 7%, 近 3 年 CAGR 为 7.5%, 近 5 年 CAGR 为 8.1%, 在数万亿规模的体谅下依然保持了较为平稳的增速水平。2018 年我国房屋施工面积 82.2 亿平, 同比增长 5.2%, 增速较上年提升 2.2 个百分点; 新开工面积 20.9 亿平, 同比增长 17.2%, 增速较上年提升 10.2 个百分点; 竣工面积 9.3 亿平, 同比下降 7.8%, 降幅较上年收窄 3.4 个百分点。房建市场处于提速阶段, 将有力支撑内装市场规模扩大。此外, 有别于房建市场, 内装市场由于建筑生命周期内需要多次装饰翻修, 故业务具有可持续性, 一般高档酒店/高档住宅/商业写字楼的内装翻新周期分别为 5-7 年/ 8-10 年/ 10-15 年, 随着存量房基数增加、二手房交易量提升、消费升级带来的二次装修需求增多, 存量市场对内装业务贡献有望增加。

图 29 2014.2-2019.2 房屋施工面积累计同比


资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 30 2014.2-2019.2 房屋新开工面积累计同比


资料来源: Wind、东兴证券研究所

3.3.4 增量来源四: 内部业务协同

公司装饰产业链布局较为完整,设计与施工、外装与内装业务有望发挥良好协同效应。

- ◆ **设计与施工协同。**梁志天设计、承达集团和港源装饰均主要承接高端市场的酒店、住宅、大型建筑等类型项目,承达和港源提供内装设计和施工一揽子服务,而梁志天设计专注住宅酒店等室内设计,系亚洲规模最大的室内设计公司之一,品牌认可度较高,未来有望在更多高端住宅酒店项目上与承达和港源实现业务衔接;
- ◆ **外装与内装协同。**公司传统主营幕墙业务,旗下拥有江河幕墙这一全球高端幕墙第一品牌,2011年上市后向内装业务延伸,能够以幕墙业务带动内装发展,向客户提供外装和内装一揽子服务,以国家体育场(鸟巢)工程为例,由港源幕墙负责建筑幕墙,港源装饰则负责项目装饰设计与施工。2017年,江河幕墙与各产业单位充分发挥协同优势,协同中标共计25个项目。

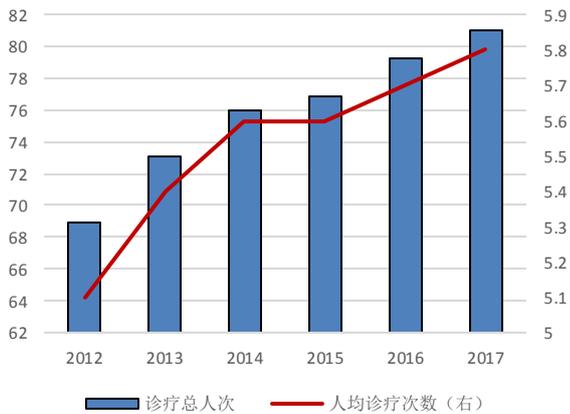
4. 医疗业务分析：坚定转型、内外联动，规模有望比肩国内龙头

4.1 市场概况：稳步向上，多个细分领域增势强劲

4.1.1 整体医疗市场：多因素驱动规模持续增长

我国人口基数庞大，医疗市场潜力巨大，人口老龄化、财富增长、政策扶持等因素持续驱动医疗市场规模扩大。2017 年我国医疗机构诊疗人次为 81 亿人次，人均诊疗次数为 5.8 次/年，两项指标均逐年稳健提升。2017 年医疗健康产业规模达到 6.2 万亿，对应 2011 年产业规模 2.6 万亿的 2.4 倍，六年间 CAGR 达到 15.6%，根据《“健康中国 2030”规划纲要》，2020 年产业规模要超过 8 万亿，对应 2018-2020 年 CAGR 超过 8.9%，2030 年要超过 16 万亿，对应 2020-2030 年 CAGR 超过 7.2%。我们认为在人口老龄化、财富增长、政策扶持等因素持续驱动下，未来十年间医疗市场规模有望保持以 8% 为底部的长足增长。

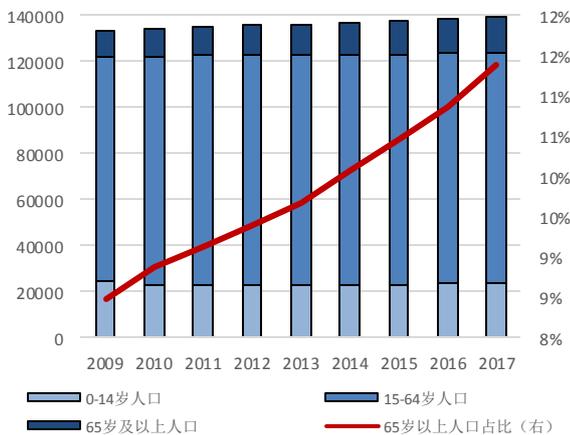
- ◆ **人口老龄化促进医养产业发展**：2017 年我国总人口超过 13.9 亿，65 岁以上人口占比达到 11.4%，较 2010 年提高了 2.5 个 pct，人口抚养比达到 39.2，较 2010 年提高了 5 个点，人口拐点已过、老龄化正在加速，将持续促进医养产业发展；
- ◆ **财富增长促进医疗消费，但对比发达国家成熟医疗市场仍有较大差距**：2018 年我国城镇居民人均可支配收入和消费性支出分别为 3.9 万和 2.6 万，过去 5 年间 CAGR 分别为 7.8% 和 7.2%，而人均医疗保健消费性支出达到 2,046 元，过去 5 年 CAGR 为 12.5%，占支出比例达到 7.8%，过去 5 年间提高了 1.7 个 pct，反映居民医疗保健意识逐步增强、医疗消费比例逐年增加。当前我国距发达国家成熟医疗市场仍有较大差距，2016 年我国医疗费占 GDP 比例仅 6.3%，较同期美国和日本水平分别低 11.7 个/1.6 个 pct，人均医疗费用支出仅 3,352 元，远低于同期澳大利亚的 17,408 和 20,333 元；
- ◆ **政策不断加码推进医疗市场化**：2015 年以来有关部门陆续出台多份政策文件推进医疗市场化，具体内容包括鼓励社会办医，扩大医保覆盖，推进医院改革，扶持农村医疗，推进医养结合，扩大医疗投资领域范围，提高社会投资主体自主性等等。

图 31 2012-2017 我国诊疗总人次及人均诊疗次数变化


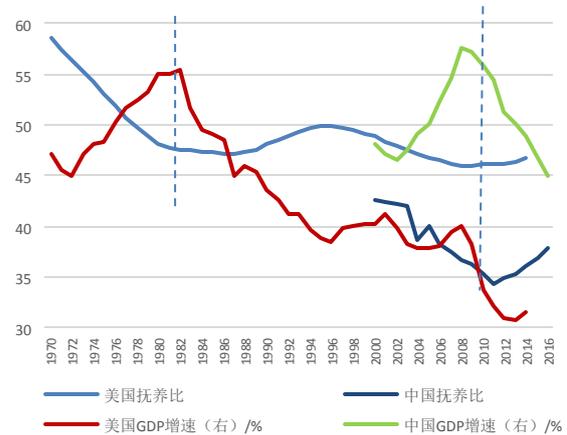
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 32 2012-2018E 我国医疗健康产业规模及同比增速变化

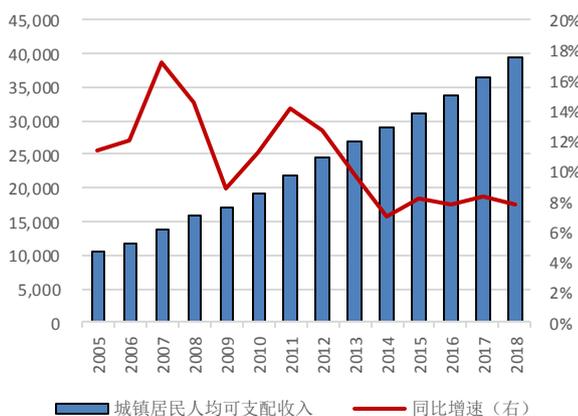

资料来源: 前瞻产业、东兴证券研究所

图 33 2009-2017 我国人口结构变化/万


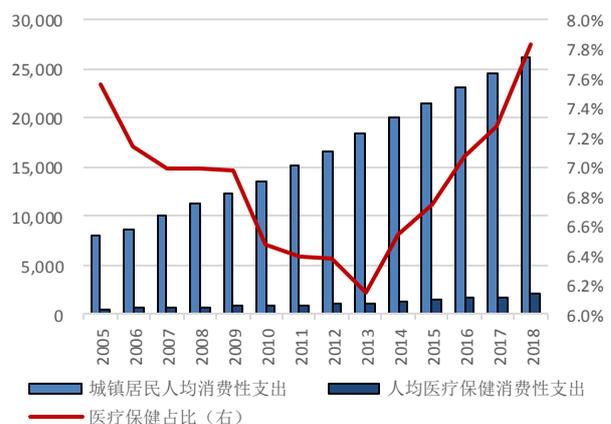
资料来源: 国家统计局、东兴证券研究所

图 34 中美抚养比及 GDP 增速四年均值变化


资料来源: Wind、国家统计局、东兴证券研究所

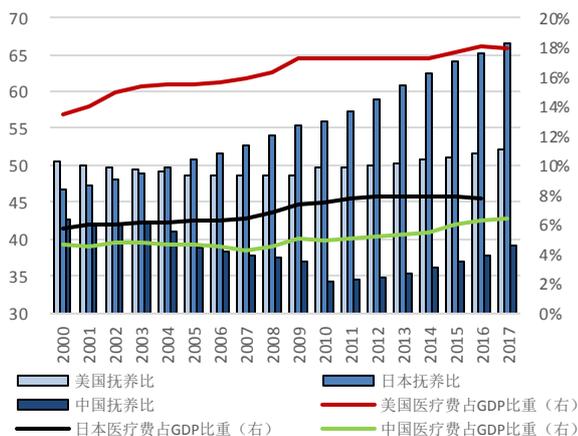
图 35 2005-2018 城镇居民人均可支配收入及同比变化


资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 36 2005-2018 城镇居民人均支出和医疗支出比例变化


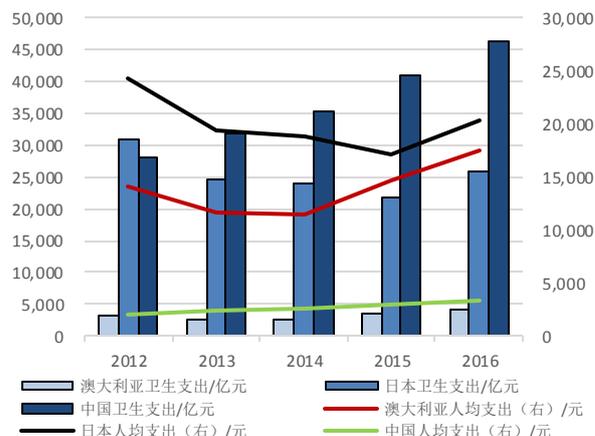
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 37 2000-2017 美日中抚养比和医疗费占比变化



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 38 2012-2016 澳大利亚、日本及中国卫生费用支出变化



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 2 2015 年以来医疗市场相关政策一览

日期	部门	文件名称	简评	内容
2015/6	国务院	《关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》	利好社会办医, 推进市场化	从进一步放宽准入、拓宽投融资渠道、促进资源流动和共享、优化发展环境等 4 个方面提出了 16 点具体措施
2015/12	人社部	《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》	扩大医保覆盖, 利好社会办医, 推进市场化	取消“基本医疗保险定点零售药店资格审查”和“基本医疗保险定点医疗机构资格审查”, 改为直接由医保经办机构与定点医药机构签订服务协议。社会办医疗机构在复合标准的前提下有更大机会取得基本医疗保险覆盖。
2017/1	国务院	《关于印发“十三五”深化医药卫生体制改革规划的通知》	推进医院改革	推进军队医院参与地方公立医院综合改革。规范公立医院改制, 推进国有企业所属医院分离移交和改制试点。
2017/3	卫计委	《医师执业注册管理办法》	推进医师资源市场化	允许在职医生多点执业、开办诊所。实现“一次注册、区域有效”: 医师在医疗、预防、保健机构执业以合同(协议)为依据, 确定一家主要执业机构进行注册, 其他执业机构进行备案, 执业机构数量不受限制。
2017/4	卫计委 财政部	《关于做好 2017 年新型农村合作医疗工作的通知》	促进农村医疗市场	提高筹资标准、提升保障绩效、完善大病保险政策、深化支付方式改革、加快异地就医联网结算、推进制度整合、保障基金安全。
2017/5	国务院	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	利好并购基金整合资源, 利好社会办医, 推进市场化	2020 年社会力量办医能力明显增强, 医疗技术、服务品质、品牌美誉度等显著提高, 专业人才、健康保险、医药技术等支撑进一步夯实, 行业发展环境全面优化。打造一大批有较强服务竞争力的社会办医疗机构, 形成若干具有影响力的特色健康服务产业聚集区, 服务供给基本满足国内需求, 逐步形成多层次多样化医疗服务新格局。
2017/8	卫计委	《关于深化“放管服”改革激发医疗领域投资活力的通知》	扩大医疗投资领域, 推进市场化	在已有医学影像诊断中心、病理诊断中心、血液透析中心、医学检验实验室、安宁疗护中心等五类独立设置机构基本标准及管理规范的基础上, 再制定独立设置的康复医疗中心、护理中心、消毒供应中心、健康体检中心、中小型眼

科医院等机构的基本标准及管理规范

2017/11	卫计委	《关于印发“十三五”健康老龄化规划重点任务分工的通知》	推进医养结合	大力发展医养结合服务, 鼓励社会力量以多种形式开展医养结合服务。
2018/6	卫计委	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	利好社会办医, 推进市场化	核心内容是深化“放管服”改革, 二级及以下医疗机构设置审批与执业登记“两证合一”。
2018/7	医保局 人社部 卫计委	《关于做好 2018 年城乡居民基本医疗保险工作的通知》	推进医保实施, 利好整体市场	提高 2018 年城乡居民医保各级政府补贴标准, 人均新增 40 元, 其中一半 (20 元) 用于大病保险。文件提出, 2019 年全国范围内统一的城乡居民医保制度全面启动实施。
2018/11	卫计委	《关于优化医疗机构和医护人员准入服务的通知》	加快入市、提高自主性 推进市场化	明确申请医疗机构执业登记, 不再提交验资证明。医疗机构执业登记时限由 45 日压缩至 30 日, 未来, 将逐步实现盈利性医疗机构床位数由投资主体自主决定。

资料来源: 新闻网站、卫计委、人社部、东兴证券研究所

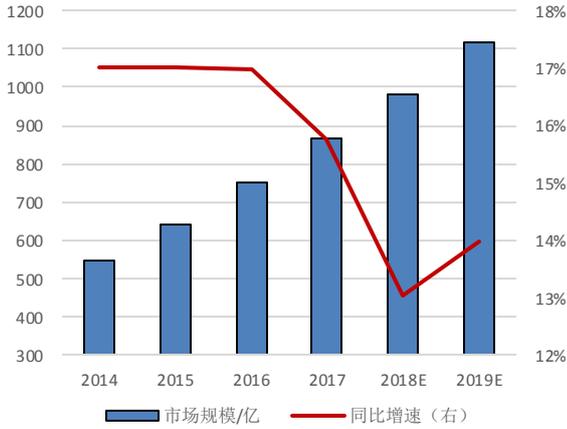
4.1.2 眼科市场: 需求强劲、空间巨大

眼健康日益受重视, 系“健康中国”战略重要组成部分, 政策扶持眼科市场发展。老龄化、电子产品普及、工作强度增大等因素致居民罹患各种眼疾几率逐年增高, 根据卫计委和中华医学会眼科学分会, 当前我国近视患者人数已经超过 4.5 亿, 60 岁以上人群中白内障发病率高达 80% 以上、估算人数高达 1.2 亿人次, 40 岁以上人群青光眼患病率达到 2.3%、预计到 2020 年将有 2100 万青光眼患者。十九大报告中专项提出了“实施健康中国战略”, 即包括了眼健康这一重要内容。2016 年出台的《“十三五”全国眼健康规划》提出构建全面眼病防治工作网络、不断提升眼病防治服务能力等九大目标, 为眼科医疗行业明确目标、提供了有力政策保障。2018 年 6 月卫计委发布通知将眼科医院正式纳入独立设置的医疗机构种类, 且是唯一以医院而非中心命名的第三方医疗机构, 足见眼科受重视程度。

眼科医疗市场需求强劲, 诊疗、入院、手术人次均逐年高速增长。发病率提升、诊疗意识提升、消费升级、技术进步等因素持续推动眼科医疗市场发展。2017 年眼科医院诊疗人次达 2635 万, 同比增长 13.4%, 过去 5 年 CAGR 达到 12.7%; 眼科医院入院人数达到 175 万, 同比增长 17.9%, 过去 5 年 CAGR 达到 21.1%; 眼科医院住院病人手术人次达到 153 万, 同比增长 23%, 过去 5 年 CAGR 达到 21%。以老年性白内障这一代表性眼疾为例, 2017 年出院人数达到 67 万, 人均医药费达到 6952 元, 两项指标在过去 5 年 CAGR 分别达到 22% 和 7%。

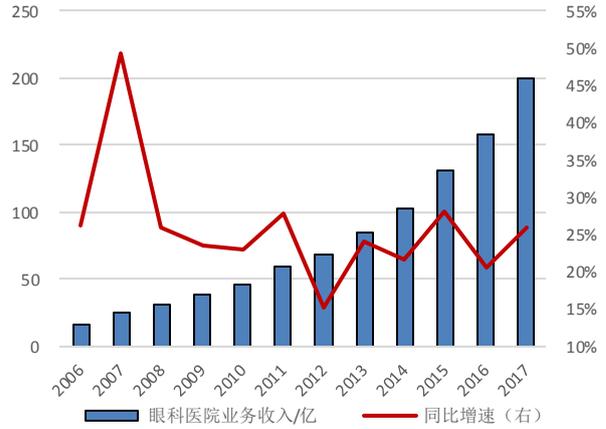
眼科产业规模和眼科医院业务收入均维持高增速水平, 民营比例逐步提升。2017 年眼科市场规模达到 867 亿, 眼科医院业务收入达到 199 亿, 两项指标在 2013-2017 年间 CAGR 分别高达 17% 和 24%, 预计未来 5 年分别有望维持 13% 和 20% 以上水平。从医院结构来看, 2017 年 641 家眼科专科医院中有 590 家为民营, 占比 92%、在过去十年间提升了 19 个 pct。

图 39 2014-2019E 我国眼科产业规模及同比变化



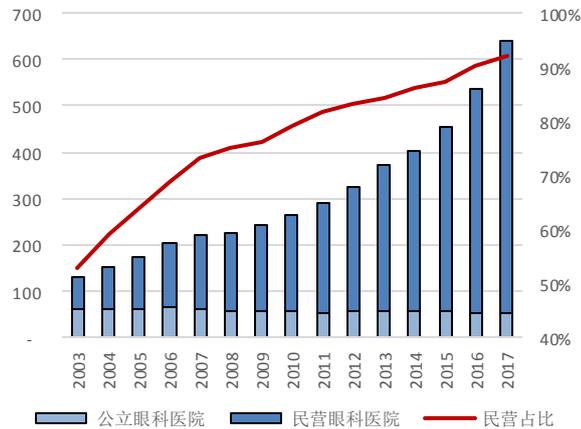
资料来源: 中商产业研究院、东兴证券研究所

图 40 2006-2017 我国眼科医院收入及同比变化



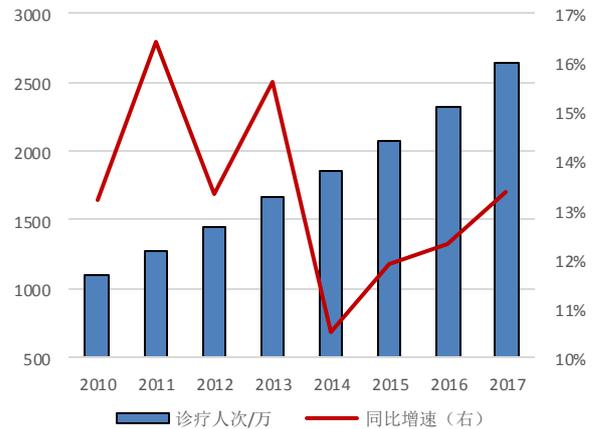
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 41 2003-2017 我国眼科医院构成变化



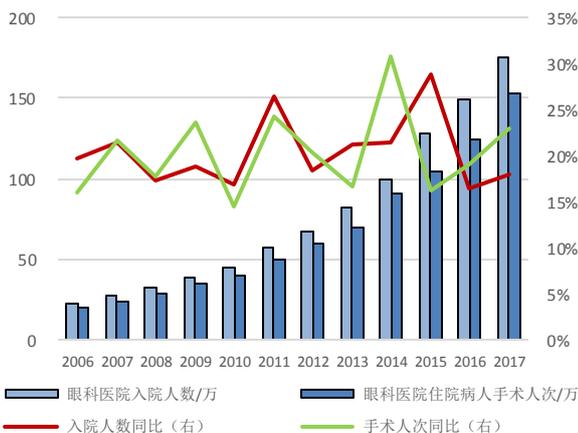
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 42 2010-2017 我国眼科医院诊疗人次及同比变化



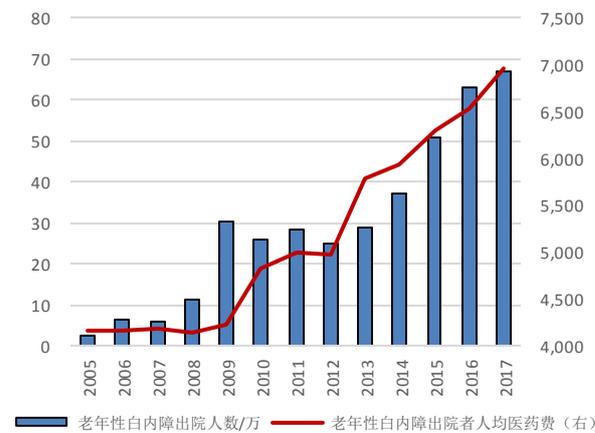
资料来源: 中国卫生统计年鉴、东兴证券研究所

图 43 2006-2017 眼科医院入院人数和手术人次变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 44 2005-2017 老年性白内障出院人数和人均医药费变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

4.1.3 第三方诊断市场: 快速放量, 为分级诊疗插上翅膀

推进第三方医学诊断有利于医疗市场专业化分工、提高市场整体效率,政策持续鼓励放开。第三方诊断业务以第三方设立的医学检验中心(独立医学实验室)为载体,向医院等各类医疗机构提供医学诊断检测服务,以规模经济为核心竞争力,直击传统医疗机构检验科和病理科存在的无法诊断(技术资质装备所限)或诊断业务难以实现盈利的痛点。2017年1月国务院和卫计委发布《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》和《“十三五”卫生与健康规划》,明确提出鼓励社会力量举办医学检验机构、大力发展第三方服务,2017年5月国务院发布《关于支持社会力量提供多层次多样化服务的意见》再次强调支持社会力量举办独立设置的医学检验等专业机构。2018年6月卫计委发布《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》,指出在保障医疗质量安全的前提下,医疗机构可以委托独立设置的其他医疗机构提供医学检验、病理诊断、医学影像、医疗消毒供应等服务,进一步鼓励第三方诊断市场发展。

第三方诊断业务将为推行分级诊疗制度(五项基本医疗卫生制度之首)插上翱翔的翅膀。分级诊疗是重构我国医疗卫生服务体系、提升服务效率的根本策略,是“十三五”深化医药卫生体制改革的重中之重,预计我国将在2020年基本建立符合国情的分级诊疗制度。2015年9月国务院发布《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》指导各地推进分级诊疗制度建设,近年历次政府工作报告均明确要求继续推进分级诊疗、建设医疗联合体。分级诊疗制度落地的一个挑战在于基层医院的接诊能力受到资金、设备、专业检测人员配备不足的制约,而第三方医疗诊断机构为基层医院提供了检验外包的途径,有利于推行分级诊疗制度,将为解决医疗资源地域分布失衡、促进基层医疗机构及民营医院的发展提供有力保障。

市场规模持续快速放量,但较发达国家仍有较大差距。测算2020年市场潜力将达600亿,远超现有产值。2017年我国第三方医学诊断市场规模和独立医学实验室数量分别达到111亿和689家,分别同比增长39%和47%,过去3年CAGR分别高达37%和47%,处在快速放量期,但我国独立实验室收入占医疗检验行业整体收入比例不到5%,远低于美国的44%、欧洲的53%和日本的67%,较发达国家仍有较大差距。基于如下假设,我们测算2020年第三方诊断市场潜力将达到600亿,远超现有产值水平。

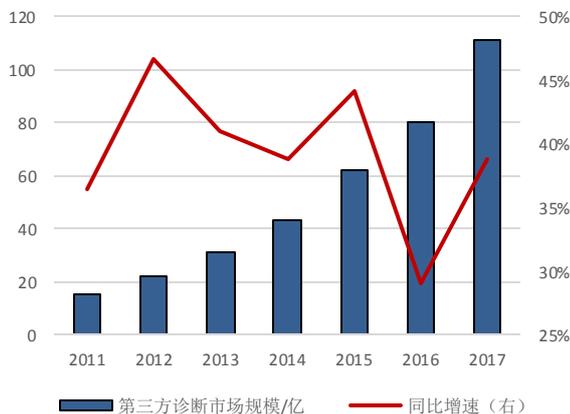
- ◆ **卫生机构检验收入占比:**2017年公立医院检验收入占比加权平均值为11.1%,假设2020年医院和其他卫生机构检验收入占比分别为11.1%和10%;
- ◆ **卫生机构总收入:**近年来卫生机构收入增速水平较为稳定,保守假设2018-2020收入CAGR为过去3年水平的90%;
- ◆ **第三方诊断业务渗透率:**假设医院和其他卫生机构渗透率分别为10%和30%;

表 3 医院检验收入占比和第三方诊断市场潜力预测

2017 年公立医院检验收入占比		
	总收入	检验收入占比
三级医院	17,383	10.9%
二级医院	7,465	11.4%
一级医院	341	8.5%
加权平均值		11.1%
2020 年第三方诊断市场潜力预测		
	医院	其他卫生机构
2017 总收入/亿	28,660	8,315
过去 3 年 CAGR	11.9%	11.6%
2020 收入预测/亿	38,883	11,212
检验收入占比预测	11.1%	10%
检验收入预测/亿	4,316	1,121
第三方诊断渗透率	10%	15%
2020 第三方诊断市场潜力预测/亿	432	168
合计/亿		600

资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 45 2011-2017 第三方医学诊断市场规模及同比变化



资料来源: 前瞻产业研究院、东兴证券研究所

图 46 2011-2017 我国独立医学实验室数量及同比变化



资料来源: 前瞻产业研究院、东兴证券研究所

表 4 2017 年以来第三方诊断市场相关政策一览

日期	部门	文件名称	相关内容和简评
2017/1	国务院、卫计委	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	鼓励社会力量举办医学检验机构, 鼓励公立医院面向区域提供相关服务, 实现区域资源共享。
2017/1	国务院	《“十三五”卫生与健康规划》	大力发展第三方服务, 引导发展专业的医学检验中心和影像中心。
2017/2	发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	第三方诊断中心、健康检查中心、健康信息采集中心、分子诊断中心等被纳入战略性新兴产业重点产品和服务目录。
2017/2	卫计委	《国家卫生计生委关于修改医疗	新增医学检验实验室、病理诊断中心、血透中心等医疗机构类别。

		机构管理条例实施细则的决定》	
2017/4	国务院	《关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见》	医联体内可建立医学影像中心、检查检验中心等, 加强质量的基础上, 医联体内互认检查结果。
2017/5	国务院	《关于支持社会力量提供多层次多样化服务的意见》	支持社会力量举办独立设置的医学检验等专业机构, 面向区域提供相关服务。
2018/6	卫计委	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	明确提出了第三方医疗机构的共享机制: 医疗机构与独立设置的医疗机构签订协议, 可作为相关诊疗科目的登记依据, 独立设置的医疗机构参与医疗机构、城市医疗集团和县域医共体等均有了明确的实施路径。

资料来源: 国务院、卫计委、东兴证券研究所

4.2 公司医疗业务: 不断夯实布局、国内外联动有望做大做强

4.2.1 坚定转型: 国内外并购两开花, 设立体外基金加速扩张

持续并购布局眼科和第三方诊断, 国内外联动有望做大做强。公司于 2015 年确立了“建筑装饰+医疗健康”的“双主业、多元化”发展战略并矢志不渝加以实施, 通过不断并购国外一线品牌 (主要来自医疗市场极为成熟的澳大利亚) 和国内高潜质资产, 持续夯实在眼科、第三方检验等医疗领域的布局, 有望依托国外品牌的业绩声誉、技术管理优势与国内优质资产形成联动之势, 大力开拓国内医疗增量市场。

表 5 公司医疗领域并购事件

首次披露日	交易标的	交易后持股比例	标的方业务板块	交易总价值/万	最新进度
2019-01-03	Healius 部分股权	--	第三方诊断	--	进行中
2018-11-24	华晟医学 80% 股权	80%	第三方诊断	1,887	签署转让协议
2018-11-24	首颐医疗 9.4643% 的股权	9.463%	第三方诊断、眼科	53,000	股东大会通过
2017-12-29	光正医院 70% 股权	70%	眼科	3,080	完成
2017-10-24	东方眼科医院 45% 股权	96.35%	眼科	2,250	签署转让协议
2017-05-09	光明医院 60% 股权	60%	眼科	1,800	完成
2017-03-25	南京泽明 51% 股权	51%	眼科	--	完成
2015-08-14	Vision 部分股份	100%	眼科	--	完成
2015-07-31	Vision 19.99% 股份	19.99%	眼科	15,415	完成

资料来源: Wind、东兴证券研究所

- ◆ 眼科方面: 公司 2015 年收购澳洲最大、全球首家上市、世界眼科技术引领者的连锁眼科医院 **Vision** (现持股 100%), 并于 2017 年收购知名眼科医院 **南京泽明** (现持股 51%), 借用 **Vision** 先进技术和高端品牌优势 **嫁接中国市场**, 推动 **江河泽明** 成为长三角区域领先的眼科医疗品牌、医院规模从并购之初的 **3 家** 已扩充到 **10 家**、2018 年收入 **同比大幅增长 45%**, 实现了良好的增值效应;
- ◆ 第三诊断方面: 公司于 2016 年增持成为 **Healius** 大股东 (现持股 15.93%), 后者系澳大利亚第一大全科医生诊疗中心、第二大病理提供商、第二大影像连锁医院。公司继而于 2018 年收购 **华晟医学** 80% 股份, 其拥有丰富医检技术和业内知名的人才队伍, 是公司 **将国内第三方业务落地**、并借用 **Healius** 技术品牌优势 **嫁接国内市**

场的重要一环:

- ◆ 综合方面: 公司于 2018 年收购首颐医疗 9.46% 股份, 后者是国内大型综合医疗管理平台, 聚焦首钢集团旗下医院及外部优质综合医院的改制、并购和运营, 规模包括 9 家综合医院、20 家社区卫生服务中心、3000 张床位和年门诊量 300 万人次的服务能力, 当前改制正在有序进行, 业务将向包括社区医院在内的三级医疗体系拓展, 公司作为首颐医疗三股东, 利于与首颐医疗及旗下医院在第三方检验、眼科等专业医疗领域加强合作, 打造医疗生态圈;

设立体外并购基金加速扩张, 对标国内龙头判断未来公司医院数量有望大幅增加。公司采取体外并购基金模式, 在避免财务不良影响的前提下进行医疗业务扩张, 于 2015 年合资设立了顺义产业投资基金管理有限公司 (注册资金 9000 万, 公司持股 30%。管理北京顺义创新产业发展基金合伙企业, 规模 50 亿) 为公司在医疗健康领域开拓业务提供资本支持, 已初见成效: 顺义产业基金在 2018 年 10 月出资 1.56 亿、占比 80% 参与投资设立易知医疗投资, 后者总规模不超过 6 亿, 将为公司眼科、第三方检验等业务储备更多优质并购标的。对标国内眼科医疗巨头爱尔眼科, 我们认为体外并购基金模式叠加充裕资金和品牌优势将有望趋势公司医院数量在未来大幅增加: 爱尔眼科自 2014 年起先后参与设立了 7 家并购基金, 医院数量从 2014 年的 49 家增加至 2017 年的 202 家 (体外医院 121 家), 并购基金收购或新建医院后, 先在体外进行运营并度过孵化期, 并在医院的运营中逐渐引入公司的先进技术与标准流程, 待医院盈利后择机注入上市公司, 可以在合规的情况下, 避免新建与并购医院培养周期内财务数据较差对披露年报的不良影响。

要约收购 Healius 展露转型决心与雄心, 若成功收购将成国内首家医疗服务收入超百亿的上市公司。2019 年 1 月公司以超过 20 亿澳元的价格向 Healius 发出了收购要约, 展现出积极布局第三方诊断业务的决心。截至目前, 公司系 Healius 第一大股东, 持股比例为 15.93%, 考虑到澳洲上市企业普遍股权分散, 而公司在手资金充裕 (包括转让承达所获 14.9 亿港币和产业基金支持)、已有收购 Vision 成功案例在前, 我们认为公司具备成功收购 Healius 的基础, 若完成收购, 公司将成为国内首家医疗服务收入突破 100 亿的上市公司, 医疗业务真正能够与建筑业务实现平行发展。

4.2.2 业务优势: 底蕴深厚、动力十足, 规模有望并肩国内龙头

我们认为公司当前医疗业务核心竞争力是海外一线品牌的技术管理品牌优势在国内市场的嫁接输出, 未来整体规模有望比肩国内医疗服务龙头, 实现双主业真正平行发展。公司医疗布局始于澳大利亚这一成熟医疗市场, 所收购 Vision 和 Healius 在当地眼科、诊疗中心、病理影像领域均处于绝对领先地位, 当前已通过收购江河泽明、江河华晟、首颐医疗等优质资产完成国内业务落地, 配合以建筑主业和产业基金资金支持, 未来有望实现国内外业务联动、整体规模比肩国内医疗服务龙头。

1. 眼科业务

Vision 技术品牌优势包括:

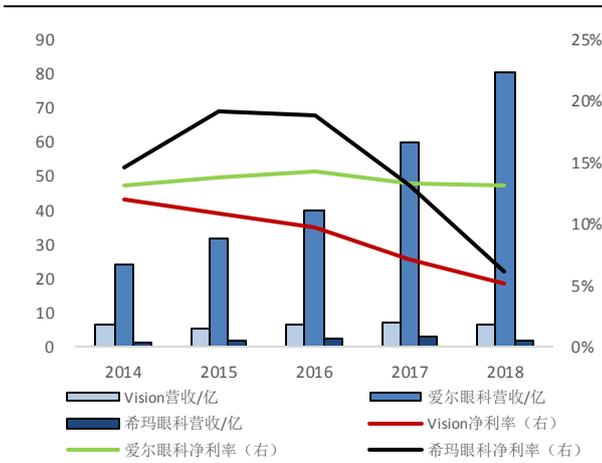
- ◆ 当地市场龙头: 澳洲最大、全球首家上市连锁眼科医院;

- ◆ **业务覆盖区域广**: 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, 机构广布于昆士兰州、新南威尔士州和维多利亚州;
- ◆ **医疗技术拔尖**: 世界眼科技术引领者, 南半球**最早开展激光白内障手术的医疗机构**, 掌握世界最尖端的**三焦点镜片技术、玻璃体腔内注射技术**, 可实现白内障、黄斑退化等多种视网膜疾病的有效护理和治疗; 拥有**澳大利亚首台 SMILE 激光眼科手术机**, 能够有效减少术后干眼症的患病率

Vision 在手后, 公司眼科业务扩张路径清晰, 江河泽明扩张见效、有望复制至全国各区域。一方面, 借用 Vision 品牌优势, 推动收购并整合江河泽明, 在长三角地区以江河泽明为中心, 通过新建或并购区域内优质眼科医院的方式向周边扩展, 推进在眼科业务向华南、华中、西北等其他区域延伸。同时以 **Vision 高端品牌直营店**模式在一二线城市进行业务拓展, 与区域性医院协同发展。**江河泽明现已发展为长三角领先的眼科医疗品牌**, 下属医院已从 2017 年的 3 家增加到当前 **10 家**, 目前拥有德国蔡司 Visumax3.0 全飞秒屈光手术系统、德国阿玛仕准分子激光治疗仪台、瑞士达芬奇飞秒激光治疗仪等大型医疗设备数台; 全飞秒及全激光治疗近视、超声乳化治疗白内障、玻璃体切割治疗玻璃体视网膜疾病以及医学验光配镜四大业务均处在区域领军地位。

我们认为公司眼科业务规模和盈利水平对比国内龙头仍有较大差距, 但技术品牌并不逊色, 有望复刻龙头高增长高估值模式, 受益市场扩张。爱尔眼科 (300015.SZ) 为国内眼科医院龙头, 国内医院数量约 220 家, 2017 年诊疗人次为 507 万, 估算市占率接近 19%, 其 2018 年收入约 80 亿, 对应 Vision 同期收入的 12 倍、江河泽明收入的 63 倍, 考虑到澳洲和中国人口比接近 1:55, 人均医疗费支出接近 5:1, 我们认为**爱尔眼科在中国眼科市场地位已经接近于 Vision 在澳洲的市场地位**, 并且爱尔眼科医院数量遥遥领先, 2018 年净利率 13%较 Vision 高近 8 个 pct, 净利润约为 Vision 的 29 倍, 规模和盈利水平较 Vision 保持较大优势。但另一方面, 公司 Vision 技术品牌不逊于爱尔眼科, 拥有成熟市场运营经验, 完全收购后利于嫁接至国内眼科业务, 而国内业务 2018 年收入仅 1.27 亿, **基数小增速快 (YOY+45%)、正处于高速扩张阶段**, 凭借建筑业务和产业基金资金支撑未来有望成为**增速第一档、规模仅次于爱尔眼科的眼科领军企业**。同时, 参考爱尔眼科历年市盈率和医院数量增速变化关系, 我们认为**随着公司国内医院数量扩张提速, 业务板块估值水平会相应提升。**

图 47 Vision/爱尔眼科/希玛眼科营收和净利率变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 48 2009-2017 公司医院数量和市盈率变化



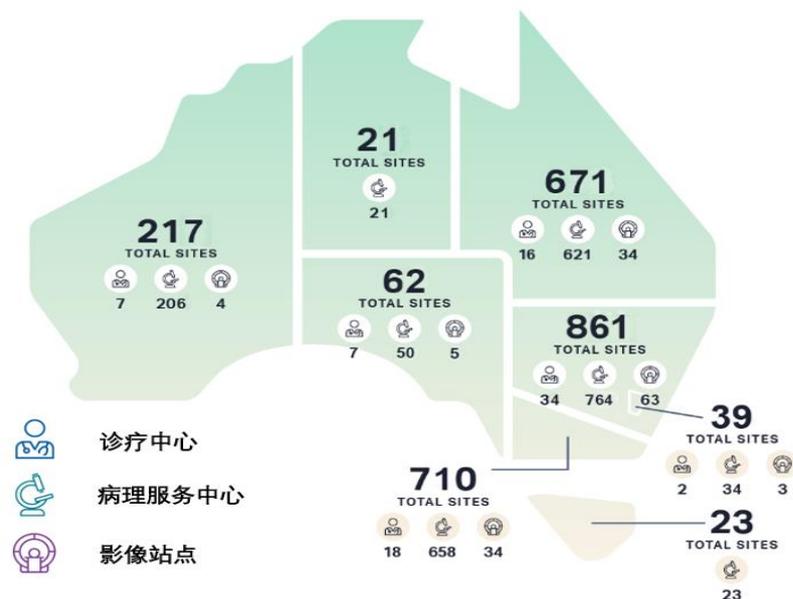
资料来源: Wind、东兴证券研究所

2. 第三方诊断业务

Healius 技术品牌优势包括:

- ◆ **当地市场龙头:** 澳大利亚医疗行业四大蓝筹股之一, 当地第一大全科医生诊疗中心、第二大病理提供商、第二大影像连锁医院;
- ◆ **业务实力雄厚, 市场占有率较高:** 截至 2018 年底, Healius 员工数量超过 12000 名, 在澳大利亚拥有 84 个医疗中心, 2377 个病理服务中心和 143 影像站点, 累计有超过 1/3 的澳大利亚患者在 Healius 名下的实验室做过病理样本检验;

图 49 Healius 下属医疗服务机构遍布澳洲



资料来源: Healius 官网、东兴证券研究所

当前国内独立医学实验室和影像中心市场发展较为滞后, 公司品牌底蕴深厚、布局日益完善, 业务协同效应可期, 若成功收购 **Healius** 将成行业龙头。公司当前系 Healius 大股东(现持股 15.93%), 并收购华晟医学(现持股 80%)和首颐医疗(现持股 9.46%)完成了国内第三方检测业务落地、构筑医疗平台。通过对比国内第三方检测代表公司, 我们认为 **Healius** 在站点和员工数量、业务覆盖和市场份额、营业收入等方面较国内企业均具有显著优势, 经营口径 EBIT 利润率接近迪安诊断、显著高于其他公司, 同时考虑到澳中人口对比, **Healius** 年检测标本量水平要显著高于国内企业。如能并购成功, 公司将成为国内首家医疗服务收入破百亿的上市公司, 更有利于拓展第三方诊断市场。

表 6 Healius 与国内第三方检测代表公司对比

公司	Healius	金城医学	迪安诊断	达安基因
基本信息				
成立日期	1985	1994	2001	2007
总部	圣伦纳德	广州	杭州	广州
分支机构覆盖	全澳大利亚	广东、江苏、山东等	江浙沪、北京等	广州、上海等
市场份额	全民渗透率 1/3	32.5%	14.8%	5%
员工数	12,000	8827	8256	926
独立实验室网点	143	33	31	8
业务布局	病理、影像、诊疗中心等	检验	供应链和检验	供应链和检验
市场人口/亿	0.25	14	14	14
年检测标本量/百万	15	40	/	30
财务信息				
2016 年: 营收/亿	81	32	38	16
: EBIT/亿	9.7	2.2	4.1	1.2
2017 年: 营收/亿	86	38	50	15
: EBIT/亿	9.0	2.9	5.4	1.3
2018 年营收/亿	85	/	70	15
: EBIT/亿	7.9	/	8.9	1.1
最近 3 年 EBIT 利润率	11%	7%	12%	8%
市值/亿	79	141	134	106
PE (TTM)	185	69	35	103

资料来源: Wind、前瞻产业、东兴证券研究所

4.2.3 收购展望: 过程或许不易, 看好结局美丽

我们认为收购 Healius 将进一步深化公司业务转型、提高在医疗市场影响力、推进在第三方诊断等细分领域拓展工作, 并且我们看好公司历经波折最终能够收购 Healius 更多股份。

- ◆ 收购存在一系列不确定性, 当前主要分歧点在于收购价格, 有协商空间。公司资金充裕将为收购保驾护航。此次收购在国内外监管政策审批上并无实质性困难。公司收购报价为 3.25 澳元/股, 较 Healius2018 年中定增价 2.5 澳元/股溢价 30%, 较前

一个月加权交易平均价 2.47 澳元/股溢价 32%，符合当地市场通常溢价水平，与董事会主要分歧点在于后者对 Healius 未来经营抱有信心、认为收购价格低估了企业价值。我们认为价格分歧存有协商空间，公司“三军未动粮草先行”，以股权融资为主、债务融资为辅进行本次收购，包括以自有资金（含承达集团部分股份转让款）、已持有 Healius 15.93% 的股份、与潜在第三方机构投资者联合出资进行股权融资，及以联合体名义、以标的公司未来经营现金流为基础进行债务融资，资金充沛将为本次收购保驾护航；

- ◆ **澳洲政府态度正在转变、寻求改善澳中关系，大选在即聚焦提振国内经济。中美关系缓和亦将传导至中澳关系。公司收购 Healius 契合国家走出去战略和分级诊疗制度，或取得一定支持。**公司收购 Healius 既符合国家倡导的“走出去”战略，也契合国家重点推进的分级诊疗制度，引入先进医疗模式和经验将提升国内医疗健康服务水平。另一方面，此前由于澳洲政府坚守澳美同盟、谋求区域内地位提升等原因致使双边关系承压，但近期澳洲政府释放善意，于 3.29 宣布更换大使，并成立“澳中关系国家基金会”以“进一步强化澳中这一澳大利亚最重要的双边关系之一、最大化促成合作实现共赢”，该基金会将取代澳中理事会，规模达 2 亿 CNY（此前理事会年拨款仅 100 万澳元/年）。预计未来澳洲政府将着眼于国内大选，聚焦提振国内经济，处理外交关系上继续力求稳健，中澳关系有望持续改善。同时，中美经贸高级别磋商已进入第八轮不断取得进展，未来关系有望缓和，或将传导至中澳关系；
- ◆ **公司过去积极配股维持持股比例，紧密跟进为收购铺垫。**Healius 股权较为分散，而公司系其第一大股东，当前持股比例为 15.93%，2018 年购买其配股增发股票合计 15,957,596 股，成本达 39,893,990 澳元，维持持股比例不变；
- ◆ **公司收购 Vision 成功案例珠玉在前。**公司在澳洲医疗行业已具有较好的口碑，在 2015 年成功收购 Vision 100% 股份并嫁接其品牌技术优势至国内增量市场，实现了良好的国内外联动效应，市场有目共睹。当前公司国内第三方诊断业务已落地，收购 Healius 将有助于其在本土的发展并拓展到中国，符合其股东利益。

图 50 近年 Healius 股价走势



资料来源: Healius 官网、东兴证券研究所

图 51 截至 2018 年 8 月 Healius 大股东股份一览

Substantial shareholders as at 31 August 2018

NAME	NUMBER OF FULLY PAID ORDINARY SHARES	% OF TOTAL ISSUED CAPITAL AS AT THE DATE OF EACH NOTICE
Jangho Health Care Australia Ltd and its related bodies corporate	83,139,070	14.23%
T Rowe Price International	54,168,645	9.26%
Harris Associates LP and its related bodies corporate	34,889,397	6.68%
Dimensional Entities	30,282,418	5.36%

Information in the table above is as per the most recent substantial holder notices received by Primary as at 31 August 2018.

资料来源: Healius 官网、东兴证券研究所

5. 投资建议

5.1 关键假设与盈利预测

关于公司 2019-2021 年业绩预测的关键假设包括

- ◆ **业务结构:** 保持“建筑+医疗”双主业发展, 考虑到收购 Healius 仍存在较大不确定性, 此处医疗主营业务预测限于眼科业务;
- ◆ **建筑业务:** 公司牢据幕墙市场龙头地位, 订单金额增速保持在 12%/11%/10%, 项目从中标到开工需要 2 个月, 中小/大项目比例各占一半, 项目周期分别为 1.5 年和 2.5 年, 竣工按 85%付款。公司内装业务显著受益大湾区发展和与云南城投战略合作, 订单金额增速保持在 15%/18%/20%;
- ◆ **医疗业务:** 国内眼科业务随着医院数量快速增加迎来 90%/75%/60%的高速增长, 澳洲眼科业务受益于当地政府大选后振兴经济而保持 7%/6%/5%的平稳增长;

表 7 2015-2021 公司业务结构拆分及预测/百万

年份	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
1. 建筑装饰						
收入	14,605	14,520	15,247	16,644	18,230	20,072
YOY/%	-9.1%	-0.6%	5.0%	9.2%	9.5%	10.1%
1.1 建筑幕墙						
订单	8,900	10,000	11,100	12,432	13,800	15,179
收入	6,859	7,817	8,075	8,633	9,387	9,793
YOY/%	-19.9%	14.0%	3.3%	6.9%	8.7%	4.3%
1.2 内部装饰						
订单	8,700	8,000	10,100	11,615	13,706	16,447
收入	7,746	6,703	7,172	8,010	8,842	10,279
YOY/%	3.2%	-13.5%	7.0%	11.7%	10.4%	16.3%
2. 医疗健康						
收入	630	777	791	951	1,175	1,466
YOY/%	650.5%	23.3%	2.0%	20.3%	23.5%	24.7%
2.1 眼科: 海外						
收入	630	690	664	710	753	791
YOY/%		9.4%	-3.7%	7.0%	6.0%	5.0%
2.2 眼科: 国内						
收入	-	88	127	241	422	675
YOY/%			45.0%	90.0%	75.0%	60.0%
合计收入	15,240	15,297	16,037	17,595	19,405	21,538

YOY% -5.7% 0.4% 4.8% 9.7% 10.3% 11.0%

资料来源: Wind、东兴证券研究所

表 8 公司 2019-2021 业绩预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	15,296.57	16,037.26	17,595.04	19,404.59	21,538.00
增长率 (%)	0.37%	4.84%	9.71%	10.28%	10.99%
净利润 (百万元)	591.55	738.61	907.27	1,119.52	1,354.10
增长率 (%)	26.14%	24.86%	22.83%	23.39%	20.95%
净资产收益率 (%)	6.77%	7.99%	9.55%	12.13%	15.07%
每股收益(元)	0.40	0.53	0.68	0.86	1.06
PE	22.50	16.98	13.26	10.47	8.45
PB	1.51	1.36	1.27	1.27	1.27

资料来源: Wind、东兴证券研究所

5.2 投资评级

5.2.1 绝对估值法

采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值得到合理价值为 10.77 元, 较当前股价存在 20%增长空间, 基于敏感型分析得出股价区间在 10.38-11.18 元/股。

表 9 FCFF 绝对估值法敏感性测试结果

WACC	长期增长率(g)								
	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
8.34%	13.43	13.86	14.35	14.90	15.55	16.31	17.20	18.28	19.62
8.84%	12.55	12.91	13.31	13.77	14.30	14.91	15.63	16.48	17.50
9.34%	11.76	12.07	12.41	12.79	13.23	13.73	14.31	14.99	15.79
9.84%	11.07	11.33	11.61	11.94	12.30	12.71	13.19	13.74	14.38
10.34%	10.44	10.66	10.91	11.18	11.49	11.83	12.22	12.67	13.19
10.84%	9.88	10.07	10.28	10.51	10.77	11.06	11.39	11.76	12.19
11.34%	9.37	9.53	9.72	9.91	10.14	10.38	10.66	10.97	11.32
11.84%	8.91	9.05	9.21	9.38	9.57	9.78	10.01	10.27	10.57
12.34%	8.49	8.61	8.75	8.90	9.06	9.24	9.44	9.66	9.91
12.84%	8.10	8.21	8.33	8.46	8.60	8.75	8.93	9.11	9.32
13.34%	7.75	7.85	7.95	8.06	8.18	8.32	8.47	8.63	8.81

资料来源: Wind、东兴证券研究所

5.2.2 相对估值法

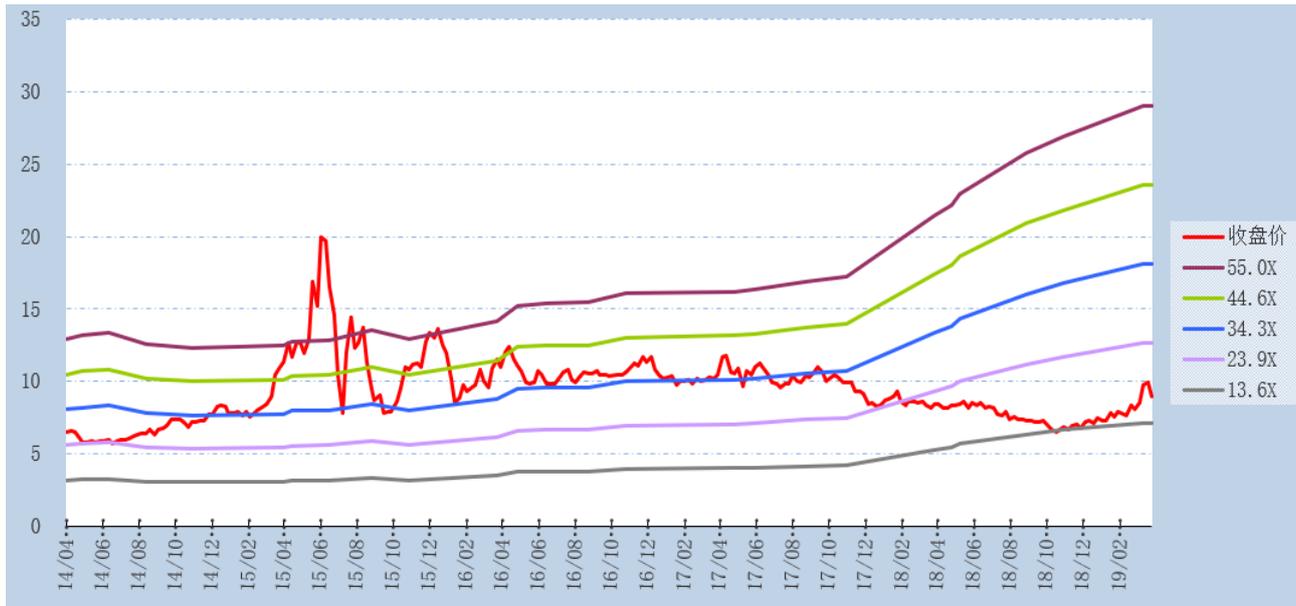
预计公司 2019 年-2021 年营业收入分别为 176 亿元、194 亿元和 215 亿元, 每股收益分别为 0.68 元、0.86 元和 1.06 元, 对应 PE 分别为 13.3X、10.5X 和 8.5X。选取 9 家装饰代表企业作为对比 (中航三鑫数据异常故仅作为参考), 其 2019 年平均 PE 为 16 倍, 选取 4 家医疗代表企业作为参考, 其 2019 年平均 PE 为 46 倍。

综合绝对估值和相对估值方法, 我们认为公司合理股价为 10.77 元, 对应 2019 年 PE 为 16 倍, 较当前股价有 20% 上涨空间。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

表 10 截至 2019.3.31 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	所属行业	当前 股价	总市值/ 亿	EPS			PE		
					2018	2019	2020	2018	2019	2020
002081.SZ	金螳螂	装饰	11.78	315	0.80	0.97	1.14	14.8	12.2	10.4
002375.SZ	亚厦股份	装饰	6.68	90	0.28	0.38	0.59	23.9	17.6	11.4
002482.SZ	广田集团	装饰	6.32	97	0.25	0.52	0.62	25.3	12.1	10.1
002713.SZ	东易日盛	装饰	20.91	55	0.99	1.29	1.59	21.1	16.2	13.2
002781.SZ	奇信股份	装饰	17.41	39	0.77	0.93	1.16	22.6	18.7	15.0
002811.SZ	亚泰国际	装饰	17.10	31	0.65	0.96	1.17	26.3	17.9	14.7
300621.SZ	维业股份	装饰	10.96	23	0.34	0.58	0.75	32.2	18.8	14.5
603030.SH	全筑股份	装饰	7.38	40	0.50	0.69	0.93	14.9	14.9	10.7
002163.SZ	中航三鑫	装饰	6.57	53	0.04	0.09	0.11	164.3	73.0	59.7
以上公司平均 (剔除中航三鑫)								22.6	16.0	12.5
300015.SZ	爱尔眼科	医疗	34	810	0.43	0.57	0.75	79.4	59.6	45.5
002044.SZ	美年健康	医疗	18.59	580	0.26	0.38	0.54	71.5	48.6	34.6
603882.SH	金域医学	医疗	30.78	141	0.49	0.62	0.79	62.3	49.5	39.0
300244.SZ	迪安诊断	医疗	21.58	134	0.71	0.82	1.04	30.4	26.4	20.7
以上公司平均平均								60.9	46.0	35.0
601886.SH	江河集团		9	104	0.53	0.68	0.86	17.0	13.2	10.5

资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 52 公司 2014.4-2019.3 市盈率通道图


资料来源: Wind、东兴证券研究所

5.3 风险提示

风险提示: 财务风险、市场竞争风险、海外业务风险、收购或整合 Healius 不及预期。

财务风险: 包括公司资金周转不畅、项目回款不及预期、其他流动性风险等;

市场竞争风险: 包括公司在幕墙、内装、眼科、第三方诊断等多个市场上参与竞争的风险。

海外业务风险: Vision 和 Healius 经营可能受到澳洲当地政治、经济或其他因素影响;

收购或整合 Healius 不及预期: 能否收购 Healius 尚存在较大不确定性, 另一方面, 如果完成收购 Healius, 资产整合和业务协同发展可能不及预期;

表 11 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	18703	21664	21941	23389	26373	营业收入	15297	16037	17595	19405	21538
货币资金	2893	4178	3229	4072	4735	营业成本	12984	13077	14320	15751	17443
应收账款	11746	11397	11955	11802	12982	营业税金及附加	39	40	45	49	55
其他应收款	299	1472	1615	1782	1977	营业费用	190	180	202	217	237
预付款项	421	443	604	693	801	管理费用	1124	1072	1742	1795	1917
存货	2061	2160	2158	2158	2389	财务费用	319	237	159	176	202
其他流动资产	612	806	1214	1648	2117	资产减值损失	29.23	204.89	153.67	179.28	166.47
非流动资产合计	5403	5624	5672	5597	5538	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	29	81	81	81	81	投资净收益	61.16	55.61	57.46	51.71	51.71
固定资产	1,059	1,071	1,085	1,101	1,121	营业利润	692	866	1030	1288	1570
无形资产	872	833	808	724	641	营业外收入	71.03	6.49	52.21	43.24	33.98
其他非流动资产	0	9	9	9	9	营业外支出	25.51	3.72	15.35	14.86	11.31
资产总计	24106	27289	27613	28986	31911	利润总额	737	869	1067	1317	1592
流动负债合计	16268	17566	18704	19554	22045	所得税	146	130	160	197	238
短期借款	1531	3010	3010	3309	3846	净利润	592	739	907	1120	1354
应付账款	7286	7325	7925	8717	9654	少数股东损益	125	130	124	127	126
预收款项	1673	1685	1729	1746	1775	归属母公司净利润	466	609	783	992	1228
一年内到期的非流	699	0	0	233	78	EBITDA	1934	2031	1322	1607	1926
非流动负债合计	216	840	793	1202	1545	EPS (元)	0.40	0.53	0.68	0.86	1.06
长期借款	48	619	584	1006	1353	主要财务比率					
应付债券	0	99	100	100	100		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	16484	18407	19497	20756	23589	成长能力					
少数股东权益	729	1264	1389	1516	1641	营业收入增长	0.37%	4.84%	9.71%	10.28%	10.99%
实收资本(或股本)	1154	1154	1154	1154	1154	营业利润增长	26.74%	25.18%	18.97%	25.05%	21.86%
资本公积	3040	4097	4097	4097	4097	归属于母公司净利润	32.68%	30.47%	28.67%	26.73%	23.78%
未分配利润	2438	2700	2352	1889	1315	获利能力					
归属母公司股东权	6893	7618	8196	8184	8149	毛利率(%)	15.12%	18.46%	18.61%	18.83%	19.01%
负债和所有者权益	24106	27289	29082	30455	33380	净利率(%)	3.87%	4.61%	5.16%	5.77%	6.29%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	1.50%	1.94%	2.23%	2.84%	3.42%	
经营活动现金流	1389	1409	1312	1228	1631	偿债能力					
净利润	592	739	907	1120	1354	资产负债率(%)	68%	67%	67%	68%	71%
折旧摊销	923	928	97	99	101	流动比率	1.15	1.23	1.17	1.20	1.20
财务费用	319	237	159	176	202	速动比率	1.02	1.11	1.06	1.09	1.09
应付账款的变化	71	349	-558	153	-1180	营运能力					
预收账款的变化	-8	11	44	17	29	总资产周转率	0.62	0.62	0.62	0.65	0.67
投资活动现金流	-236	-1077	-284	-155	-229	应收账款周转率	1.30	1.39	1.51	1.63	1.74
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.11	2.20	2.31	2.33	2.34
长期股权投资减少	0	0	-95	48	-24	每股指标(元)					
投资收益	61	56	57	52	52	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.53	0.68	0.86	1.06
筹资活动现金流	-2458	107	-583	-227	-736	每股净现金流(最新摊)	-1.13	0.38	0.39	0.73	0.58
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.97	6.60	7.10	7.09	7.06
长期借款增加	0	0	273	422	347	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	22.50	16.98	13.26	10.47	8.45
资本公积增加	85	1056	0	0	0	P/B	1.51	1.36	1.27	1.27	1.27
现金净增加额	-1304	439	445	846	666	EV/EBITDA	5.05	4.89	8.21	6.82	5.73

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士, 曾任职于正荣地产、Hilti Group, 对建筑产业链具备深入研究和理解, 2018 年加入东兴证券研究所, 从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。