

# 盈利提升、订单高增，提质增量逻辑持续验证

## ——江河集团（601886）2019年一季报点评

2019年04月26日

强烈推荐/维持

江河集团 财报点评

### 投资要点：

- **事件：**公司发布2019年一季度财报及经营数据。Q1实现营收30.53亿，同增0.84%，实现归母净利润1.15亿，同增20.35%，实现扣非1.14亿，同增22.97%；订单方面，中标建筑订单48.44亿，同增35.57%，其中中标幕墙订单29.46亿，同增54.89%，中标内装订单18.98亿，同增13.58%；
- **盈利能力持续提升，提质逻辑持续验证。**公司Q1毛利率17.11%(+2.4pp)、净利率3.77%(+0.1pp)、ROE为1.49%(+0.1pp)，整体盈利能力稳步提升，基本延续了2018年趋势(全年毛利率提升3.3pp、净利率提升0.7pp)。受此驱动，当期归母同比增长20.35%，增速同比有所提升。我们认为公司当前积极采取优选订单(凭借龙头优势优选高利润优质订单)和内部考核(将激励与利润等核心财务指标挂钩，驱动项目团队提升业务质量)两项举措改善盈利，相关财务指标将持续处于上升通道；
- **幕墙订单强势增长，头部逻辑持续验证。**公司Q1幕墙订单增速54.9%(+18pp)，远高于幕墙市场10%左右的整体增速，带动公司整体建筑订单增速达到35.6%(+21pp)。我们认为公司为幕墙王者，两大品牌错位布局，竞争优势显著，从2017年开始取得市占率第一，2018年幕墙收入已达到传统幕墙领军企业远大的1.8倍，正逐渐甩开与对手差距进阶行业独一档龙头。未来幕墙市场增速随着产业区域政策驱动有望复苏，同时随着技术资金业绩壁垒提高将呈现马太效应，公司市占率有望进一步提升；
- **内装订单规模和质量均快速增长，增量逻辑持续验证。**公司Q1内装订单增速13.6%(+17pp)，单体项目金额达0.12亿(YOY+34%)，继2018年内装订单首破百亿、大幅同增26%之后，延续了快速增长趋势。我们看好公司未来内装增量，认为其至少具有四大可见来源，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，将直接受益大湾区规划和与西南城市开发龙头云南城投的重磅战略合作；
- **看好公司收购Healius更多股份，并持续看好双主业发展战略。**公司资金充裕为收购护航，紧密跟进配股，有收购Vision案例在前，且收购契合国家走出去战略和分级诊疗制度，或取得一定支持。当前澳洲政府积极改善澳中关系、大选在即聚焦提振经济，收购环境趋于改善。公司若完成收购将成国内首家医疗服务收入破百亿的上市公司，实现双主业平行发展；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2019-2021年营收为176亿、194亿和215亿，归母为7.89亿、10.36亿和13.03亿，每股收益为0.68元、0.9元和1.13元，对应PE为13.7X、10.4X和8.3X。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、财务风险；2、竞争风险；3、海外业务风险。

### 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	913.51	1,163.22	1,428.96
增长率(%)	26.14%	24.86%	23.68%	27.34%	22.84%
净资产收益率(%)	6.77%	7.99%	9.63%	12.66%	16.00%
每股收益(元)	0.40	0.53	0.68	0.90	1.13
PE	23.38	17.64	13.67	10.41	8.28
PB	1.57	1.42	1.32	1.32	1.32

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 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

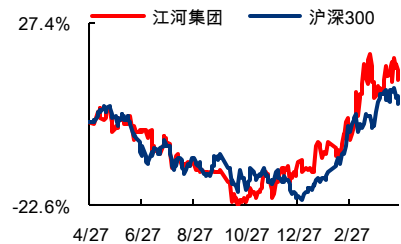
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间(元)	9.86-8.57
总市值(亿元)	113.79
流通市值(亿元)	113.79
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	0.63

### 52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《江河集团（601886）深度报告：建筑提质增量，医疗有望比肩国内龙头》  
2019-04-01

## 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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	18703	21664	23410	23389	26373	<b>营业收入</b>	15297	16037	17595	19405	21538				
货币资金	2893	4178	4698	4072	4735	<b>营业成本</b>	12984	13077	14320	15751	17443				
应收账款	11746	11397	11955	11802	12982	营业税金及附	39	40	45	49	55				
其他应收	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	152	125	114				
其他流动	612	806	1214	1648	2117	资产减值损失	29.23	204.89	153.67	179.28	166.47				
<b>非流动资产</b>	5403	5624	5672	5597	5538	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权	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	<b>营业利润</b>	692	866	1037	1340	1658				
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	0	9	9	9	9	营业外支出	25.51	3.72	15.35	14.86	11.31				
<b>资产总计</b>	24106	27289	29082	28986	31911	<b>利润总额</b>	737	869	1074	1368	1680				
<b>流动负债</b>	16268	17566	18704	18085	20578	所得税	146	130	161	205	252				
短期借款	1531	3010	3010	1841	2380	<b>净利润</b>	592	739	914	1163	1429				
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	466	609	789	1036	1303				
一年内到	699	0	0	233	78	EBITDA	1934	2031	1322	1607	1926				
<b>非流动负</b>	216	840	793	1202	1545	<b>EPS (元)</b>	0.40	0.53	0.68	0.90	1.13				
长期借款	48	619	584	1006	1353	<b>主要财务比</b>									
应付债券	0	99	100	100	100		率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E			
<b>负债合计</b>	16484	18407	19497	19288	22123	<b>成长能力</b>									
少数股东	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	1154	1154	1154	1154	1154	营业利润增长	26.74%	25.18%	19.82%	29.12%	23.76%				
资本公积	3040	4097	4097	4097	4097	归属于母公司	32.68%	30.47%	29.70%	31.27%	25.79%				
未分配利	2438	2700	2349	1866	1257	<b>获利能力</b>									
归属母公	6893	7618	8196	8183	8146	毛利率(%)	15.12%	18.46%	18.61%	18.83%	19.01%				
<b>负债和所</b>	24106	27289	29082	28986	31911	净利率(%)	3.87%	4.61%	5.19%	5.99%	6.63%				
<b>现金流</b>	单位: 百万元					总资产净利润	7.81%	1.94%	2.23%	2.71%	3.57%				
<b>量表</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	6.77%	7.99%	9.63%	12.66%	16.00%				
<b>经营活动</b>	1389	1409	1311	1220	1618	<b>偿债能力</b>									
净利润	592	739	914	1163	1429	资产负债率(%)	68%	67%	67%	67%	69%				
折旧摊销	923	928	97	99	101	流动比率	1.15	1.23	1.25	1.29	1.28				
财务费用	319	237	152	125	114	速动比率	1.02	1.11	1.14	1.17	1.17				
应收账款	71	349	-558	153	-1180	<b>营运能力</b>									
预收帐款	-8	11	44	17	29	总资产周转率	0.62	0.62	0.62	0.67	0.71				
<b>投资活动</b>	-236	-1077	-284	-155	-229	应收账款周转	1.30	1.39	1.51	1.63	1.74				
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	2.11	2.20	2.31	2.33	2.34				
长期股权	0	0	-95	48	-24	<b>每股指标 (元)</b>									
投资收益	61	56	57	52	52	每股收益(最新)	0.40	0.53	0.68	0.90	1.13				
<b>筹资活动</b>	-2458	107	-582	-1688	-723	每股净现金流	-1.13	0.38	0.39	-0.54	0.58				
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最)	5.97	6.60	7.10	7.09	7.06				
长期借款	0	0	273	422	347	<b>估值比率</b>									
普通股增	0	0	0	0	0	P/E	23.38	17.64	13.67	10.41	8.28				
资本公积	85	1056	0	0	0	P/B	1.57	1.42	1.32	1.32	1.32				
<b>现金净增</b>	-1304	439	445	-623	666	EV/EBITDA	5.26	5.09	7.40	6.16	5.17				

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。