

# 江河集团 (601886.SH)

## 20年业绩大幅预增超预期，装饰订单逆势增长

摆脱减值影响，2020年业绩大幅增长151%-170%。公司公告2020年实现归母净利润8.9-9.5亿元，同比大幅增长151%-170%，超预期，其中处置交易性金融资产投资收益及持有交易性金融资产的公允价值变动损益合计贡献业绩约2.6亿元，收到政府补助约8800万元，若剔除非经常性损益，公司2020年实现业绩5.1-5.9亿元，同增40%-61%，增幅较大，基本回升至2018年业绩体量附近。Q4单季实现归母净利润4.9-5.6亿元，系历史以来最好单季业绩，上年同期为亏损1.1亿元。2019年公司业绩因海外子公司Vision商誉与无形资产减值计提4.4亿元而阶段性下滑，2020年已明显摆脱减值因素影响，未来公司通过强化以利润与现金流为导向的管理体系，有望步入加速发展期。

疫情环境下装饰订单稳步增长，在手订单充裕。公司2020年建筑装饰业务中标订单241亿元，超额完成年初预定的235亿元订单目标，同增6.7%，较Q1-3提速1.6个pct，在疫情环境下依然实现稳步增长，彰显较强经营韧性。其中幕墙/内装分别中标订单141/100亿元，同增1.5%/8.3%，内装订单表现强劲。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4分别中标订单37/79/59/66亿元，同比变化-24%/20%/13%/15%。我们测算公司当前在手装饰订单约340亿元，是2019年装饰业务年收入的1.9倍，订单较为充裕，保障后续业绩持续释放。

出售Healius回笼资金10.7亿，聚焦主业后续有望受益行业景气回升。公司于去年12月2日通过承销商以大宗交易方式按3.55澳币/股出售旗下Healius全部股份（公司持股约16%），并于12月8日完成出售，回笼资金折人民币约10.7亿元。资金大额回笼不仅为公司业务开拓提供充足流动性，同时也使业务更加聚焦于幕墙与内装主业。装饰行业处经济复苏后周期，随着疫后经济景气度不断改善，预计后续酒店、商业等装饰需求有望加快修复，学校、医院等民生基建亦有明显增量空间，相关装饰需求将持续增长。公司是全球高端幕墙第一品牌，装饰主业实力雄厚，后续有望持续受益于装饰行业景气度改善。

**投资建议：**我们预测公司2020-2022年的归母净利润分别为9.1/9.8/11.0亿元，同比增长158%/8%/12%（2019-2022年CAGR 46%），对应EPS分别为0.79/0.85/0.95元，当前股价对应PE分别为7.1/6.6/5.9倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**地产政策调控风险，主营业务利润率及现金流反复风险，医疗业务拓展不及预期风险，海外经营风险等。

| 财务指标          | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 16,037 | 18,805 | 18,103 | 20,890 | 24,073 |
| 增长率 yoy (%)   | 4.8    | 17.3   | -3.7   | 15.4   | 15.2   |
| 归母净利润(百万元)    | 609    | 353    | 910    | 982    | 1,100  |
| 增长率 yoy (%)   | 30.5   | -42.0  | 157.9  | 7.9    | 12.0   |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.53   | 0.31   | 0.79   | 0.85   | 0.95   |
| 净资产收益率(%)     | 8.3    | 5.9    | 12.1   | 11.8   | 12.1   |
| P/E(倍)        | 10.7   | 18.4   | 7.1    | 6.6    | 5.9    |
| P/B(倍)        | 0.9    | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.7    |

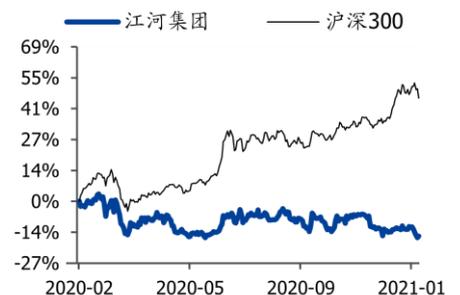
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入(首次)

#### 股票信息

|               |          |
|---------------|----------|
| 行业            | 装修装饰     |
| 最新收盘价         | 5.62     |
| 总市值(百万元)      | 6,485.76 |
| 总股本(百万股)      | 1,154.05 |
| 其中自由流通股(%)    | 100.00   |
| 30日日均成交量(百万股) | 4.99     |

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

##### 分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

##### 分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

##### 分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

#### 相关研究



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 21664 | 23233 | 22786 | 29625 | 29202 |
| 现金             | 4178  | 5070  | 6702  | 7523  | 8333  |
| 应收票据及应收账款      | 12583 | 13864 | 11437 | 16697 | 14978 |
| 其他应收款          | 1489  | 881   | 1400  | 1232  | 1801  |
| 预付账款           | 443   | 443   | 410   | 574   | 560   |
| 存货             | 2160  | 2146  | 2008  | 2770  | 2701  |
| 其他流动资产         | 812   | 829   | 829   | 829   | 829   |
| <b>非流动资产</b>   | 5624  | 5401  | 4475  | 4494  | 4513  |
| 长期投资           | 81    | 84    | -713  | -710  | -707  |
| 固定资产           | 1071  | 1082  | 948   | 1036  | 1133  |
| 无形资产           | 833   | 671   | 669   | 595   | 517   |
| 其他非流动资产        | 3640  | 3563  | 3572  | 3574  | 3571  |
| <b>资产总计</b>    | 27289 | 28634 | 27261 | 34119 | 33715 |
| <b>流动负债</b>    | 17566 | 18686 | 16605 | 22574 | 21152 |
| 短期借款           | 3010  | 3275  | 3300  | 3400  | 3500  |
| 应付票据及应付账款      | 11155 | 12598 | 10316 | 16040 | 14142 |
| 其他流动负债         | 3402  | 2814  | 2989  | 3134  | 3510  |
| <b>非流动负债</b>   | 840   | 835   | 682   | 558   | 434   |
| 长期借款           | 718   | 628   | 475   | 352   | 227   |
| 其他非流动负债        | 122   | 207   | 207   | 207   | 207   |
| <b>负债合计</b>    | 18407 | 19521 | 17286 | 23132 | 21586 |
| 少数股东权益         | 1264  | 1324  | 1621  | 1940  | 2313  |
| 股本             | 1154  | 1154  | 1154  | 1154  | 1154  |
| 资本公积           | 4097  | 4019  | 4019  | 4019  | 4019  |
| 留存收益           | 2945  | 2875  | 3291  | 3634  | 4023  |
| 归属母公司股东权益      | 7618  | 7789  | 8353  | 9047  | 9815  |
| <b>负债和股东权益</b> | 27289 | 28634 | 27261 | 34119 | 33715 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1409  | 991   | 1406  | 1516  | 1672  |
| 净利润            | 739   | 540   | 1207  | 1301  | 1473  |
| 折旧摊销           | 182   | 170   | 153   | 166   | 188   |
| 财务费用           | 237   | 259   | 258   | 244   | 282   |
| 投资损失           | -56   | -55   | -348  | -63   | -6    |
| 营运资金变动         | 71    | -626  | 121   | -150  | -289  |
| 其他经营现金流        | 235   | 704   | 15    | 19    | 24    |
| <b>投资活动现金流</b> | -1077 | 331   | 1106  | -141  | -225  |
| 资本支出           | 267   | 184   | -128  | 17    | 15    |
| 长期投资           | -866  | 402   | 798   | -3    | -3    |
| 其他投资现金流        | -1677 | 917   | 1776  | -128  | -212  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 107   | -708  | -880  | -555  | -637  |
| 短期借款           | 1479  | 265   | 25    | 100   | 100   |
| 长期借款           | 670   | -91   | -153  | -123  | -124  |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 1056  | -77   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -3098 | -804  | -753  | -531  | -613  |
| <b>现金净增加额</b>  | 556   | 676   | 1632  | 820   | 810   |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 16037 | 18805 | 18103 | 20890 | 24073 |
| 营业成本            | 13077 | 15336 | 14795 | 17017 | 19488 |
| 营业税金及附加         | 40    | 37    | 51    | 52    | 59    |
| 营业费用            | 180   | 192   | 243   | 267   | 313   |
| 管理费用            | 1072  | 1147  | 1141  | 1274  | 1468  |
| 研发费用            | 438   | 471   | 489   | 514   | 674   |
| 财务费用            | 237   | 259   | 258   | 244   | 282   |
| 资产减值损失          | 205   | -440  | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 24    | 21    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | -61   | -15   | -19   | -24   |
| 投资净收益           | 56    | 55    | 348   | 63    | 6     |
| 资产处置收益          | -2    | -0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 866   | 658   | 1460  | 1565  | 1771  |
| 营业外收入           | 6     | 8     | 41    | 32    | 22    |
| 营业外支出           | 4     | 10    | 14    | 13    | 10    |
| <b>利润总额</b>     | 869   | 657   | 1488  | 1584  | 1783  |
| 所得税             | 130   | 117   | 280   | 283   | 310   |
| <b>净利润</b>      | 739   | 540   | 1207  | 1301  | 1473  |
| 少数股东损益          | 130   | 187   | 297   | 319   | 373   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 609   | 353   | 910   | 982   | 1100  |
| EBITDA          | 1155  | 915   | 1681  | 1753  | 1952  |
| EPS (元/股)       | 0.53  | 0.31  | 0.79  | 0.85  | 0.95  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 4.8   | 17.3  | -3.7  | 15.4  | 15.2  |
| 营业利润 (%)        | 25.2  | -23.9 | 121.8 | 7.2   | 13.1  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 30.5  | -42.0 | 157.9 | 7.9   | 12.0  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 18.5  | 18.4  | 18.3  | 18.5  | 19.0  |
| 净利率 (%)         | 3.8   | 1.9   | 5.0   | 4.7   | 4.6   |
| ROE (%)         | 8.3   | 5.9   | 12.1  | 11.8  | 12.1  |
| ROIC (%)        | 7.3   | 5.0   | 10.0  | 10.0  | 10.5  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 67.5  | 68.2  | 63.4  | 67.8  | 64.0  |
| 净负债比率 (%)       | -4.5  | -7.9  | -26.3 | -31.6 | -35.5 |
| 流动比率            | 1.2   | 1.2   | 1.4   | 1.3   | 1.4   |
| 速动比率            | 1.0   | 1.1   | 1.2   | 1.1   | 1.2   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.6   | 0.7   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率         | 1.3   | 1.4   | 1.4   | 1.5   | 1.5   |
| 应付账款周转率         | 1.2   | 1.3   | 1.3   | 1.3   | 1.3   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.53  | 0.31  | 0.79  | 0.85  | 0.95  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 1.22  | 0.86  | 1.22  | 1.31  | 1.45  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 6.60  | 6.75  | 7.24  | 7.84  | 8.51  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 10.7  | 18.4  | 7.1   | 6.6   | 5.9   |
| P/B             | 0.9   | 0.8   | 0.8   | 0.7   | 0.7   |
| EV/EBITDA       | 6.4   | 7.7   | 3.2   | 2.8   | 2.3   |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 公司概况：全球高端幕墙第一品牌，业绩步入恢复发展期 .....     | 4  |
| 1.1. 公司简介：全球高端幕墙龙头 .....               | 4  |
| 1.2. 摆脱减值影响，2020年业绩大幅增长151%-170% ..... | 5  |
| 1.3. 疫情环境下装饰订单稳步增长，在手订单充裕 .....        | 6  |
| 2. 行业分析：幕墙行业空间广阔，公装市场向行业龙头集中 .....     | 7  |
| 3. 海外减值因素逐渐消退，装饰主业迈入高质量发展期 .....       | 9  |
| 4. 盈利预测、估值与投资建议 .....                  | 10 |
| 5. 风险提示 .....                          | 11 |

## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司发展历程回顾 .....                | 4  |
| 图表 2: 公司专项“冠军”品牌汇总 .....            | 4  |
| 图表 3: 公司股权结构图 .....                 | 5  |
| 图表 4: 公司历年营收及增速 .....               | 5  |
| 图表 5: 公司历年业绩及增速 .....               | 5  |
| 图表 6: 公司历年业务类型占比 .....              | 6  |
| 图表 7: 公司历年业务区域占比 .....              | 6  |
| 图表 8: 公司单季度新签幕墙系统订单金额及增速 .....      | 6  |
| 图表 9: 公司单季度新签内装系统订单金额及增速 .....      | 6  |
| 图表 10: 公司单季度新签订单金额及增速 .....         | 7  |
| 图表 11: 我国建筑幕墙工程总产值及增速 .....         | 7  |
| 图表 12: 公装行业总规模及增速 .....             | 8  |
| 图表 13: 三大细分子行业投资增速 .....            | 8  |
| 图表 14: 公司及分地域毛利率情况 .....            | 9  |
| 图表 15: 公司历年净利率 .....                | 9  |
| 图表 16: 装饰业主要公司历年经营性现金流量净额（亿元） ..... | 10 |
| 图表 17: 装饰业主要公司 2019 年收现比和付现比 .....  | 10 |
| 图表 18: 公司收入及业绩拆分预测（亿元） .....        | 10 |
| 图表 19: 公司可比公司估值表 .....              | 11 |

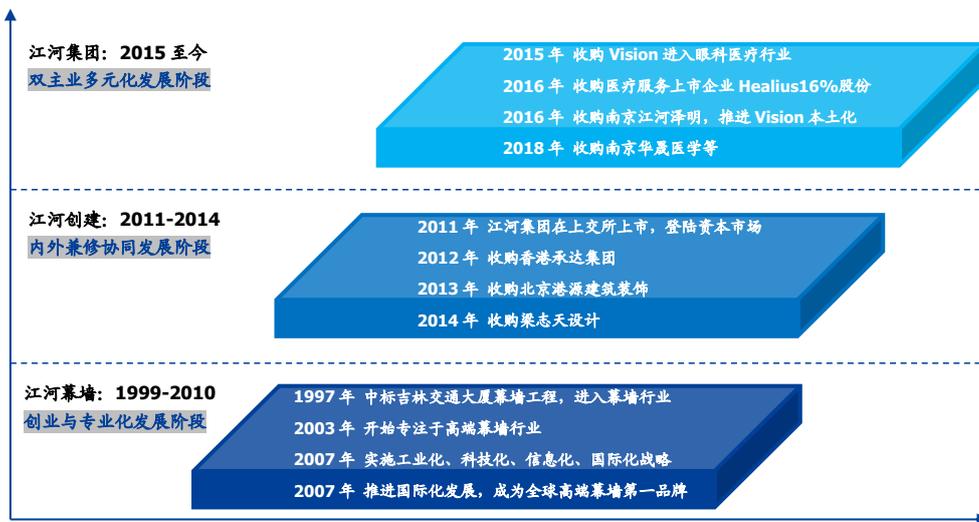
## 1. 公司概况：全球高端幕墙第一品牌，业绩步入恢复发展期

### 1.1. 公司简介：全球高端幕墙龙头

公司为全球高端幕墙领域第一品牌。公司前身为北京江河幕墙装饰工程有限公司，主营业务为建筑幕墙系统的研发设计、生产制造、工程施工和技术服务。公司成立于1999年，2001年开始进入高端幕墙领域，2007年整体变更为股份公司；2011年8月，公司登陆上交所。经过多年深耕，江河幕墙目前已成为全球高端幕墙领先品牌，在全球各地承建了数百项难度、规模、影响大的地标建筑，荣获包括中国建设工程鲁班奖在内的国内外顶级荣誉逾百项，是我国幕墙行业领军品牌。

多轮并购投资迅速补充公司内装及设计业务短板。2012年6月，公司收购全球顶级室内装饰企业香港承达，迅速布局内装行业，主要聚焦于港澳及海外市场内装业务；2013-2014年，公司分三步收购国内北方区域内装第一品牌北京港源；2014年，公司收购全球顶级的建筑及室内设计品牌梁志天设计，通过室内设计向内装引流，完善内装及设计板块布局。其中，香港承达和梁志天设计先后于2015/2018年实现港交所上市，进一步充实公司融资渠道，增强公司资金实力。

图表 1：公司发展历程回顾



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2：公司专项“冠军”品牌汇总

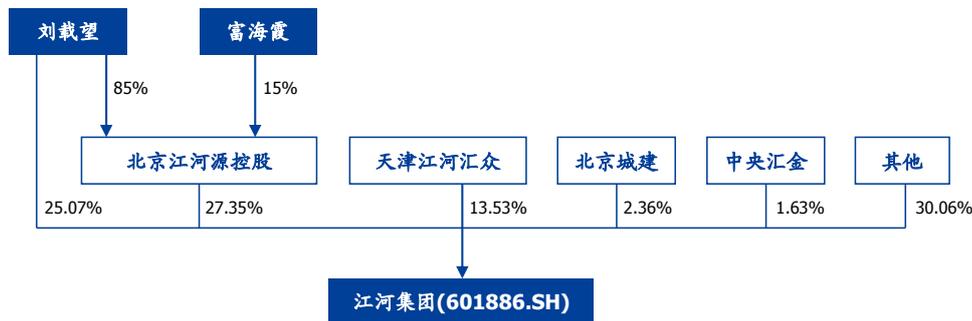
| 板块   | 品牌名称  | 设立或并购时间 | 行业地位          | 主要业务       |
|------|-------|---------|---------------|------------|
| 建筑装饰 | 江河幕墙  | 1999年   | 全球高端幕墙第一品牌    | 幕墙工程及其相关业务 |
|      | 承达集团  | 2012年   | 全球顶级室内装饰品牌    | 室内装饰业务     |
|      | 梁志天设计 | 2014年   | 全球顶级建筑及室内设计品牌 | 建筑及室内设计    |

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

民企股权集中，经营决策效率高。北京江河源控股有限公司的法定代表人富海霞女士与自然人股东刘载望先生为夫妻关系，其中刘载望先生和富海霞女士分别持有北京江河源

控股有限公司 85%和 15%的股权。截至最新，刘载望和富海霞夫妇通过江河源控股合计持有公司 52.42%的股权。

图表 3: 公司股权结构图

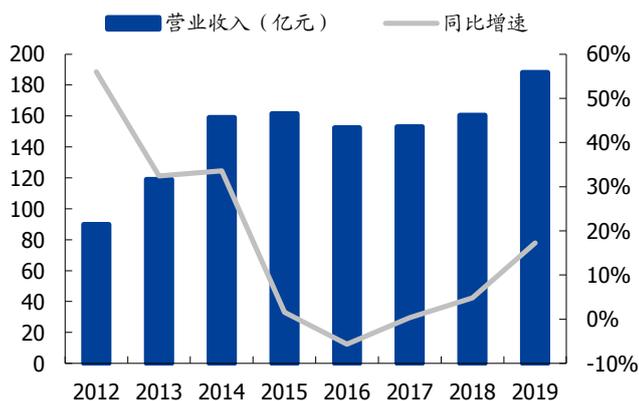


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2. 摆脱减值影响，2020 年业绩大幅增长 151%-170%

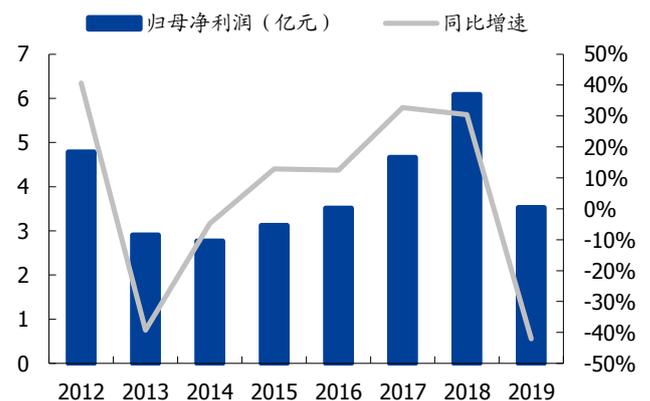
公司公告 2020 年实现归母净利润 8.9-9.5 亿元，同比大幅增长 151%-170%，超预期，其中处置交易性金融资产投资收益及持有交易性金融资产的公允价值变动损益合计贡献业绩约 2.6 亿元，收到政府补助约 8800 万元，若剔除非经常性损益，公司 2020 年实现业绩 5.1-5.9 亿元，同增 40%-61%，增幅较大，基本回升至 2018 年业绩体量附近。Q4 单季实现归母净利润 4.9-5.6 亿元，系历史以来最好单季业绩，上年同期为亏损 1.1 亿元。2019 年公司业绩因海外子公司 Vision 商誉与无形资产减值计提 4.4 亿元而阶段性下滑，2020 年已明显摆脱减值因素影响，通过强化以利润与现金流为导向的管理体系，公司主业有望步入加速发展期。

图表 4: 公司历年营收及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

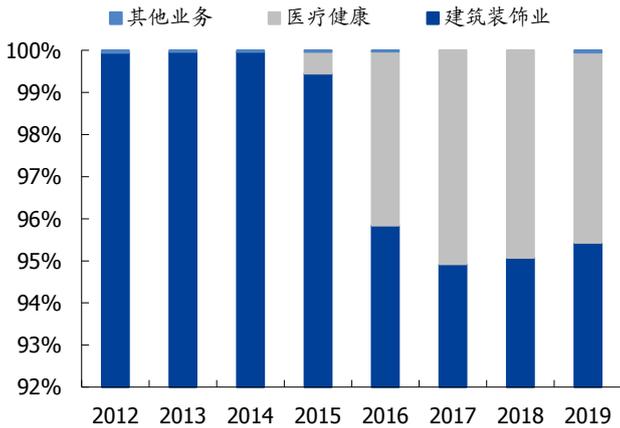
图表 5: 公司历年业绩及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

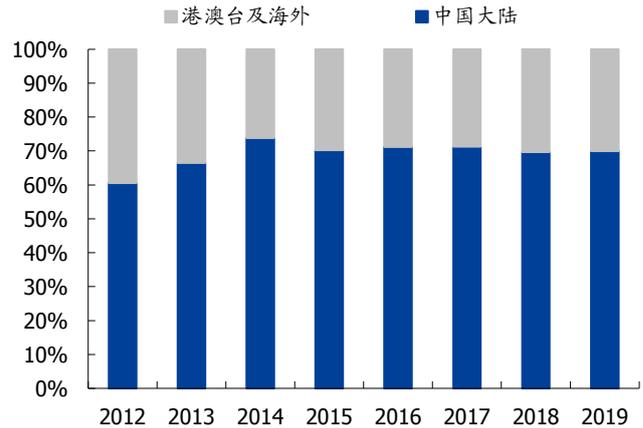
建筑装饰板块是公司最主要的收入来源，医疗健康业务占比约 5%，海外业务占比逐渐提升。2019 年建筑装饰业务/医疗健康业务收入占比分别为 95.4%/4.5%，建筑装饰业务是最大收入来源，其中主要为幕墙及内装业务；医疗健康收入约 5%。公司通过多次并购进军港澳及海外市场，分区域来看，2019 年公司中国大陆与海外收入占比分别为 70%/30%，海外业务占比逐渐提升。

图表 6: 公司历年业务类型占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 公司历年业务区域占比

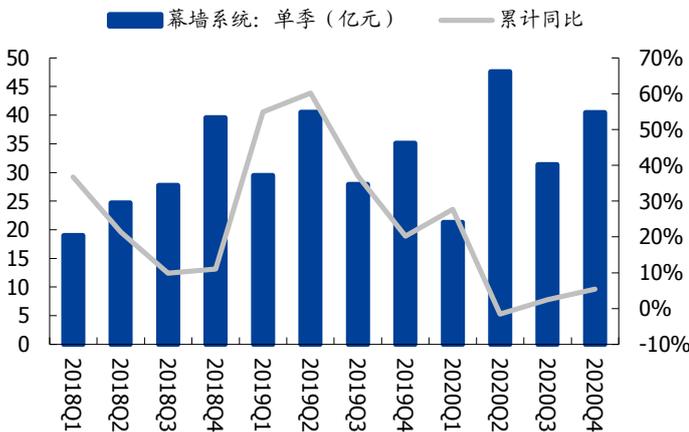


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3. 疫情环境下装饰订单稳步增长, 在手订单充裕

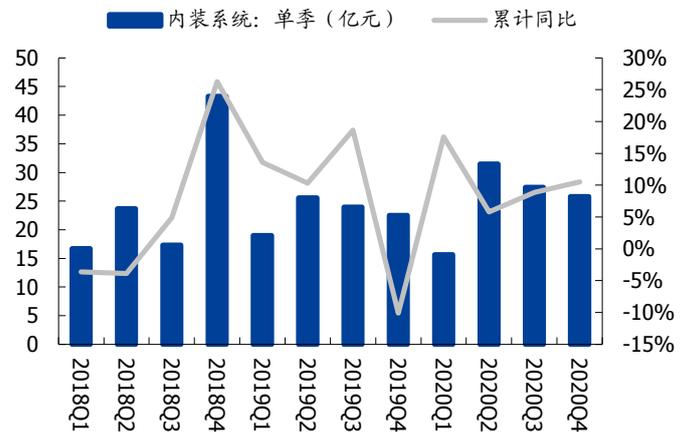
公司 2020 年建筑装饰业务中标订单 241 亿元, 超额完成年初预定的 235 亿元订单目标, 同增 6.7%, 较 Q1-3 提速 1.6 个 pct, 在疫情环境下依然实现稳步增长, 彰显较强经营韧性。其中幕墙/内装分别中标订单 141/100 亿元, 同增 1.5%/8.3%, 内装订单表现强劲。分季度看, Q1/Q2/Q3/Q4 分别中标订单 37/79/59/66 亿元, 同比变化 -24%/20%/13%/15%。我们测算公司当前在手装饰订单约 340 亿元, 是 2019 年装饰业务年收入的 1.9 倍, 订单较为充裕, 保障后续业绩持续释放。

图表 8: 公司单季度新签幕墙系统订单金额及增速



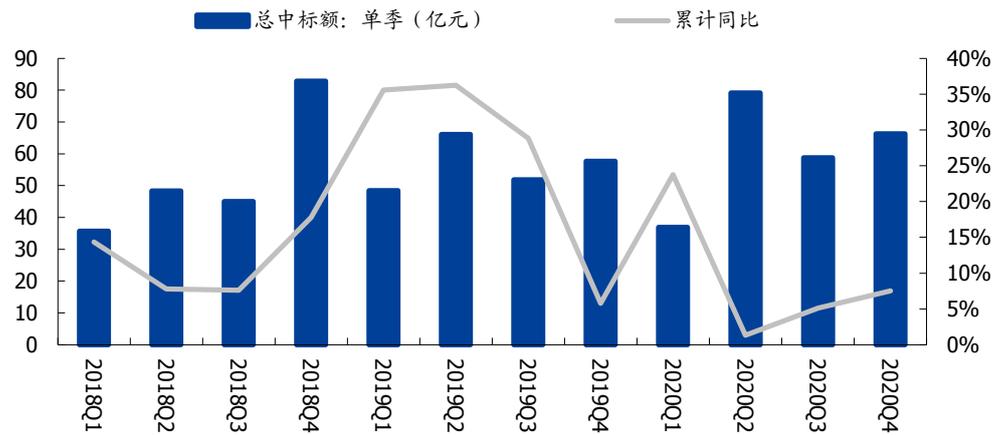
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司单季度新签内装系统订单金额及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司单季度新签订单金额及增速

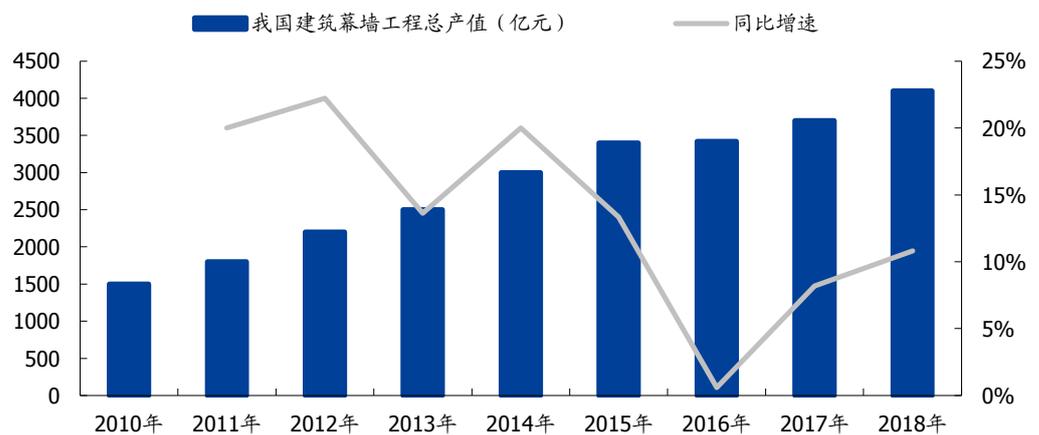


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2. 行业分析: 幕墙行业空间广阔, 公装市场向行业龙头集中

我国每年幕墙工程行业总产值已达 **4100 亿元**, 空间广阔。2018 年我国幕墙工程总产值 4100 亿元, 同比增长 11%, 行业规模较大, 但依然保有增速。根据行业协会预测, 受固定资产投资、城镇化、绿色建筑等因素的驱动, 2017-2020 年我国建筑幕墙装饰产值增速有望在 10% 以上。

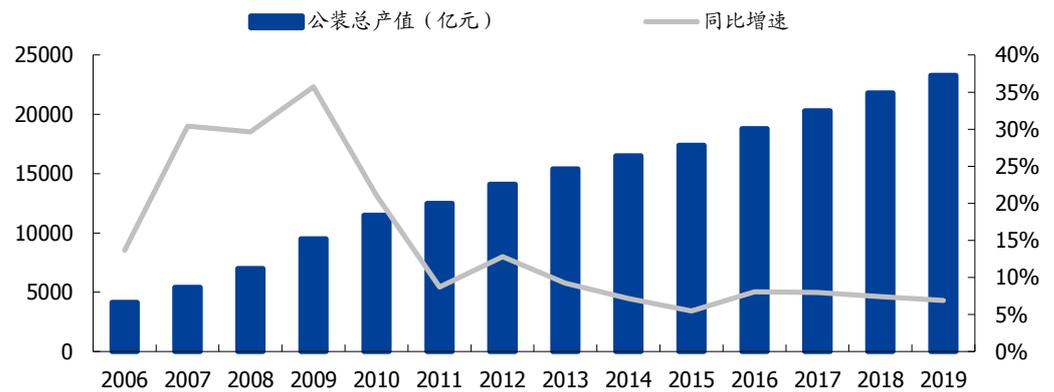
图表 11: 我国建筑幕墙工程总产值及增速



资料来源: 中国玻璃网、产业信息网, 国盛证券研究所

公装行业整体来看, 需求较为平稳, 但竞争趋于激烈, 市场向龙头集中。根据建筑装饰协会的数据, 2019 年公装行业规模 2.16 万亿元, 同比增长 6.88%, 2009-2019 年 CAGR 为 9.39%。当前行业集中度低, 在行业变革及竞争中, 装饰行业企业结构逐渐优化, 市场不断向龙头集中, 优质企业规模继续扩大, 行业领军企业优势将逐渐凸显。

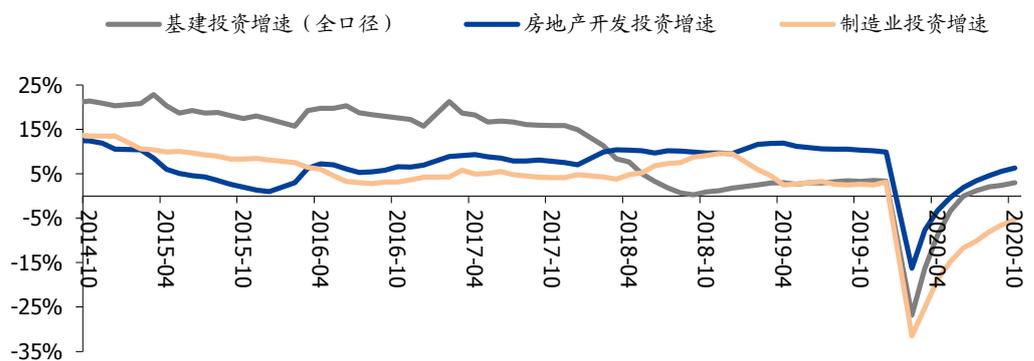
图表 12: 公装行业总规模及增速



资料来源: 中国建筑装饰业协会, 国盛证券研究所

公装处于疫情恢复后周期环节, 2021 年有望加快修复。不论是基建、地产还是制造业, 各类经济活动空间都有公装需求, 其中酒店、民生基建 (学校、医院) 等领域的装饰需求正处于加速增长阶段。公装行业处于经济复苏后周期环节, 随着当前疫后经济景气度不断提升, 预计 2021 年公装行业需求有望加快修复。

图表 13: 三大细分子行业投资增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

### 3. 海外减值因素逐渐消退，装饰主业迈入高质量发展期

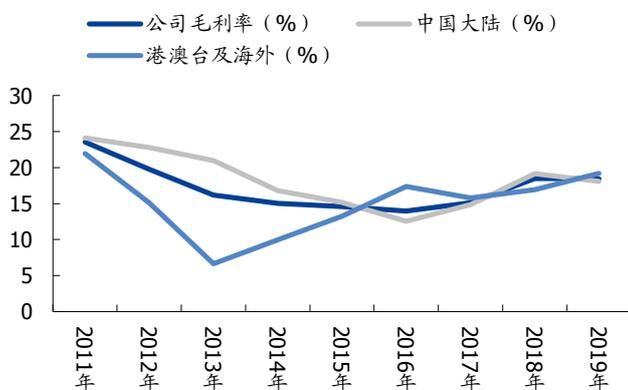
利润与现金流为导向，品牌与管理推动公司装饰主业迈入高质量发展期。公司上市后不断开拓海外市场，海外业务营收规模持续扩大。但 2013 年起，一方面由于海外目前业务所涉及的设计、生产及海外施工的链条较长，经营环境、法律和文化也与国内相差较大，公司管理和运营难度逐渐增加；另一方面由于海外业务受欧美、澳洲等国家贸易保护主义抬头等地缘政治的影响，叠加人民币升值压力，公司海外业务减值损失大幅增加。

面对环境变化，公司及时剥离海外较差的资产，以考核利润和现金流为导向，突出旗下幕墙、室内装饰、室内设计“冠军”品牌优势，不断调整业务结构，提升海外业务管理及经营效率，实现从快速扩张向高质量发展模式的转变，海外减值损失因素逐渐消退。2014 年公司资产减值损失 3.64 亿元，占当年业绩的 132%，而 2018 年公司资产减值损失 2.05 亿元，仅占当年业绩的 34%。2019 年占比提升主要系海外政策变化及股份转让业务所致：一是海外医疗政策变动影响商业医疗保险报销，公司进而计提 Vision 商誉及无形资产减值 4.4 亿元；二是承德集团股份买卖期后调整事项对 2019 年补计提坏账准备 0.47 亿元。

减值因素消除后，公司盈利能力逐步提升。公司 2013 年海外业务毛利率见底，后处于持续回升通道中，2019 年毛利率已达 19.2%；2019 年公司整体毛利率 18.45%，与 2018 年基本持平。同时公司归母净利率在 2014 年见底后持续回升，截至 2018 年净利率达 3.8%，较 2014 年大幅提升 2.1 个 pct。2019 年因大量计提资产减值净利率有所下滑，但减值因素消除后 2020 年第三季度净利率重新回升至 3.31%。

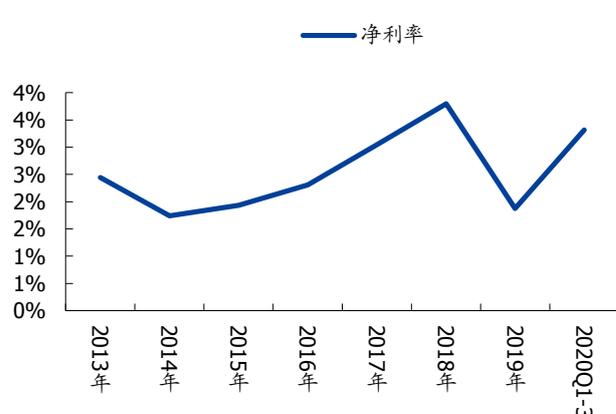
现金流同业相比较为优异。公司自 2014 年至今经营性现金流持续为正，2019 年经营性现金流量净额 9.9 亿元，在装饰业主要公司中仅次于行业龙头金螳螂。公司收现比和付现比均较高，居装饰业主要公司中领先地位。公司近年来现金流与净利润增长匹配，显示出公司强大的现金回款管理能力。公司于去年 12 月 2 日通过承销商以大宗交易方式按 3.55 澳币/股出售旗下 Healius 全部股份（公司持股约 16%），并于 12 月 8 日完成出售，回笼资金折人民币约 10.7 亿元。资金大额回笼不仅为公司业务开拓提供充足流动性，同时也使业务更加聚焦于幕墙与内装主业。

图表 14: 公司及分地域毛利率情况



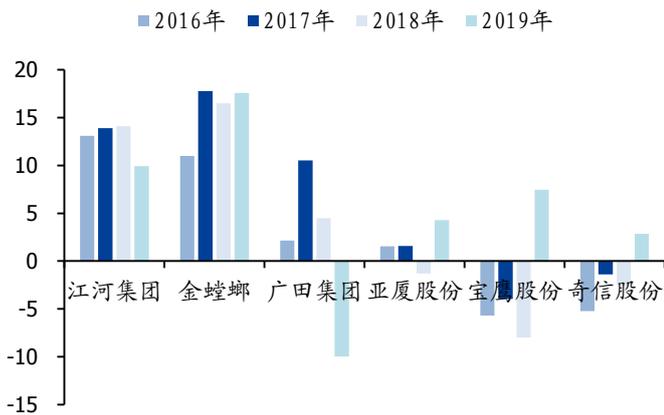
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 公司历年净利率



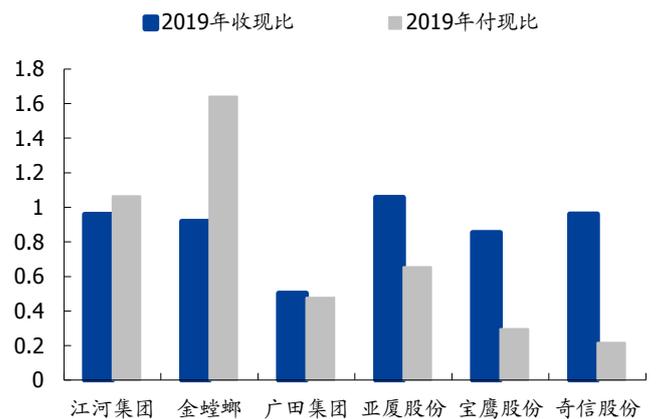
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 装饰业主要公司历年经营性现金流量净额 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 装饰业主要公司 2019 年收现比和付现比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

基于对公司各项业务拆解分析, 我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 9.1/9.8/11.0 亿元, 同比增长 158%/8%/12% (2019-2022 年 CAGR 46%), 对应 EPS 分别为 0.79/0.85/0.95 元, 当前股价对应 PE 分别为 7.1/6.6/5.9 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 18: 公司收入及业绩拆分预测 (亿元)

| 营业收入       | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 收入增速       | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 江河幕墙       | 70.8  | 79.9  | 79.9  | 90.2  | 101.1 | 江河幕墙       | -6%    | 13%    | 0%     | 13%   | 12%   |
| 承德集团       | 45.5  | 53.6  | 53.1  | 61.0  | 68.3  | 承德集团       | 5%     | 18%    | -1%    | 15%   | 12%   |
| 港源装饰       | 28.7  | 35.7  | 35.3  | 40.9  | 45.4  | 港源装饰       | 5%     | 24%    | -1%    | 16%   | 11%   |
| 梁志天设计      | 4.3   | 4.4   | 4.4   | 4.6   | 4.8   | 梁志天设计      | 9%     | 4%     | -2%    | 5%    | 5%    |
| Vision     | 6.6   | 6.6   | 6.4   | 6.9   | 7.4   | Vision     | -4%    | -1%    | -3%    | 8%    | 8%    |
| 江河泽明       | 1.3   | 1.8   | 2.1   | 5.3   | 13.7  | 江河泽明       | 45%    | 38%    | 20%    | 150%  | 160%  |
| 净利润        | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 净利率        | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E | 2022E |
| 江河幕墙       | 2.79  | 3.38  | 2.40  | 4.33  | 4.85  | 江河幕墙       | 3.9%   | 4.2%   | 3.0%   | 4.8%  | 4.8%  |
| 承德集团       | 3.22  | 3.63  | 2.65  | 3.97  | 3.55  | 承德集团       | 7.1%   | 6.8%   | 5.0%   | 6.5%  | 5.2%  |
| 港源装饰       | 1.40  | 1.42  | 1.24  | 2.33  | 2.59  | 港源装饰       | 4.9%   | 4.0%   | 3.5%   | 5.7%  | 5.7%  |
| 梁志天设计      | 0.32  | 0.36  | 0.35  | 0.41  | 0.43  | 梁志天设计      | 7.6%   | 8.2%   | 8.0%   | 9.0%  | 9.0%  |
| Vision     | 0.34  | 0.36  | 0.38  | 0.62  | 0.59  | Vision     | 5.1%   | 5.4%   | 6.0%   | 9.0%  | 8.0%  |
| 江河泽明       | -0.05 | -0.02 | 0.27  | 0.79  | 2.05  | 江河泽明       | -4.1%  | -1.1%  | 13.0%  | 15.0% | 15.0% |
| 归母净利润      | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 持股比例       | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E | 2022E |
| 江河幕墙       | 2.8   | 3.4   | 2.4   | 4.3   | 4.9   | 江河幕墙       | 100%   | 100%   | 100%   | 100%  | 100%  |
| 承德集团       | 2.2   | 1.9   | 1.4   | 2.0   | 1.8   | 承德集团       | 70%    | 51%    | 51%    | 51%   | 51%   |
| 港源装饰       | 1.0   | 1.4   | 1.2   | 2.2   | 2.5   | 港源装饰       | 69%    | 95%    | 95%    | 95%   | 95%   |
| 梁志天设计      | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 梁志天设计      | 53%    | 53%    | 53%    | 53%   | 53%   |
| Vision     | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.6   | 0.6   | Vision     | 100%   | 100%   | 100%   | 100%  | 100%  |
| 江河泽明       | 0.0   | 0.0   | 0.1   | 0.4   | 1.0   | 江河泽明       | 51%    | 51%    | 51%    | 51%   | 51%   |
| 归母净利润      | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 同比增速       | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E | 2022E |
| 装饰         | 6.2   | 6.8   | 5.1   | 8.8   | 9.4   | 装饰         | 62.9%  | 10.1%  | -24.6% | 72.1% | 6.4%  |
| 医疗         | 0.3   | 0.3   | 0.5   | 1.0   | 1.6   | 医疗         | -35.4% | 11.6%  | 49.9%  | 95.8% | 60.5% |
| 其他(非经、减值等) | -0.4  | -3.6  | 3.5   | 0.0   | 0.0   | 其他(非经、减值等) | --     | --     | --     | --    | --    |
| 合计         | 6.1   | 3.5   | 9.1   | 9.8   | 11.0  | 合计         | 30.7%  | -42.0% | 157.7% | 8.0%  | 12.0% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 公司可比公司估值表

| 股票简称       | 股价     | EPS   |       |       |       | PE           |              |              |             | PB           |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
|            |        | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E       |              |
| 金螳螂        | 8.15   | 0.88  | 0.88  | 1.05  | 1.26  | 9.3          | 9.3          | 7.8          | 6.5         | 1.60         |
| 亚厦股份       | 8.95   | 0.32  | 0.24  | 0.41  | 0.56  | 28.2         | 37.6         | 21.8         | 16.0        | 0.91         |
| 广田集团       | 2.77   | 0.09  | 0.16  | 0.18  | 0.21  | 29.6         | 17.5         | 15.0         | 13.3        | 0.91         |
| 全筑股份       | 4.32   | 0.39  | 0.38  | 0.47  | 0.56  | 11.1         | 11.4         | 9.2          | 7.7         | 1.50         |
| 中装建设       | 6.07   | 0.34  | 0.42  | 0.52  | 0.64  | 17.7         | 14.4         | 11.6         | 9.4         | 1.94         |
| <b>平均值</b> |        |       |       |       |       | <b>19.2</b>  | <b>18.0</b>  | <b>13.1</b>  | <b>10.6</b> | <b>1.37</b>  |
| 美年健康       | 13.85  | -0.22 | 0.03  | 0.24  | 0.32  | -62.6        | 428.8        | 57.1         | 43.4        | 6.50         |
| 爱尔眼科       | 78.91  | 0.33  | 0.42  | 0.58  | 0.76  | 235.9        | 185.8        | 137.1        | 103.4       | 19.22        |
| 通策医疗       | 308.62 | 1.44  | 1.72  | 2.33  | 3.02  | 213.7        | 179.8        | 132.5        | 102.0       | 18.99        |
| <b>平均值</b> |        |       |       |       |       | <b>129.0</b> | <b>264.8</b> | <b>108.9</b> | <b>82.9</b> | <b>14.90</b> |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价截至 2021/1/28

## 5. 风险提示

地产政策调控风险, 主营业务利润率及现金流反复风险, 医疗业务拓展不及预期风险, 海外经营风险等。

**1、地产政策调控风险:** 装饰行业与房地产行业存在一定的关联性。近年来, 我国政府采取了金融、税收、行政等一系列手段对房地产行业进行宏观调控。如果未来政府继续出台更严厉的调控政策, 可能对公司装饰业务的开拓产生不利影响。

**2、主营业务利润率及现金流反复风险:** 此前海外业务亏损、减值、国内装饰业务整合及幕墙行业竞争加剧导致公司利润率较低、现金流较弱, 目前公司整体经营情况已处于回升趋势中, 但未来不排除出现主营业务利润率及现金流有所反复的风险。

**3、医疗业务拓展不及预期风险:** 公司从建筑领域转型进入医疗领域, 在资源整合、医疗管理、人才管理、市场开拓等方面都将面临较大的挑战。

**4、海外经营风险:** 公司主要海外装饰业务集中在东南亚等区域、主要海外医疗业务集中在澳洲地区, 当地的法律、文化和生产管理模式均与国内有很大的不同, 若公司海外管理能力下滑, 则容易造成一定的海外经营风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级               | 说明                     |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入               | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有               | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持               | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性               | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持  |      | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |                        |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com