

江河集团 (601886)

证券研究报告
2018年04月02日

苦练内功后幕墙龙头不可同日而语，医疗市场布局坚定未来业绩可期

近年来公司“苦练内功”，公司传统业务经营质量不可同日而语

上市初期市场国内环境发生较大变化，公司国内业务毛利率有所下行，叠加海外地缘政治及部分发达地区地区性因素，公司海外订单盈利性同样有所下滑。此外在公司 2012 年起并入承达集团、港源装饰等内装主体后，经历了一定时间的业务与管理架构整合。

近年来公司“苦练内功”，狠抓现金流，及时剥离海外盈利性较差的业务主体，推动传统业务触底反弹，目前公司 2017 年净利率水平已达 2012 年以来新高。公司于 2013 年到 2016 年计提较多坏账准备，此外公司也对于前几年新并入主体进行充分商誉计提，目前“轻装上阵”，未来影响业绩的潜在计提因素显著弱化。

公司财务指标持续好转，良好财务张力保障公司重回增长轨道

公司 2017 经营现金流净流入额为 13.89 亿，较前值提升 0.81 亿，在建筑行业中实属难能可贵；归母净利润 4.66 亿，同增 32.68%。公司经营现金流净流入额变化与公司归母净利润增长具有高匹配度。公司控制整体业务开拓增速，提升项目效益，并加强回款管理，提升以往幕墙项目的回款；同时避免公装冒进发展，从而为公司后续增长提供稳健的资金保障。

此外，公司资产负债率显著降低，从前值的 70.80%，下降至 68.38%，与之相对应的是公司有息负债同比下降 37.61%，延续负增长趋势，从而使公司的融资结构有所改善，显著提升公司财务张力。

医疗健康板块决心坚定，Vision 成功嫁接国内长三角区域市场

公司医疗板块在 2017 年快速切入中国市场。利用澳洲全资公司 Vision 的品牌优势、管理优势、技术优势，以及 Vision 国内附属机构南京泽明在长三角地区的技术与区位优势，公司通过新开、并购等方式新增常州泽明、靖江光明等医院，将 Vision 优势成功嫁接国内长三角区域市场。

专项领域“单项冠军”已达四个，分红与资产价值赋予公司估值较好安全边际

公司目前拥有江河幕墙、承达集团、梁志天设计、Vision 四个专业领域的“单项冠军”，竞争优势明显。江河幕墙为全球高端幕墙顶级品牌，承达集团为全球顶级市内装修品牌，梁志天设计为全球顶级建筑及室内设计企业，Vision 为澳大利亚最大的连锁眼科品牌，均具有较高市场价值，从而给公司估值提供较好安全边际。此外公司近三年年度现金分红比例显著超过同行业公司，年报披露股利占净利润 75%，公司股东具有稳定的现金回报率。

投资建议

在经历了前几年“苦练内功”、狠抓现金流之后，公司目前经营质量不可同日而语，传统主业竞争力显著提升，现金流明显改善。公司医疗业务在国内的拓展逐渐提速，拓展第二主业决心坚定。我们认为公司目前传统主业竞争力显著提升与医疗业务大力拓展背景下，在当前时点的投资价值逐步显现，维持“买入”评级。提升 2018-2019 年净利润增长预期由 14.75%、11.13%至 30.59%、25.03%，预计 2018-2020 年 EPS 为 0.53、0.66、0.82，对应 PE 为 17、13、11。

风险提示：我国固定资产投资增速大幅下滑，公司医疗业务推进不达预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15,239.59	15,296.57	16,478.55	18,253.73	20,069.96
增长率(%)	(5.68)	0.37	7.73	10.77	9.95
EBITDA(百万元)	785.14	1,139.68	1,300.46	1,517.85	1,803.79
净利润(百万元)	351.56	466.46	609.17	761.67	943.45
增长率(%)	12.49	32.68	30.59	25.03	23.87
EPS(元/股)	0.30	0.40	0.53	0.66	0.82
市盈率(P/E)	28.76	21.67	16.60	13.27	10.72
市净率(P/B)	1.51	1.47	1.35	1.23	1.10
市销率(P/S)	0.66	0.66	0.61	0.55	0.50
EV/EBITDA	12.81	6.91	6.34	5.25	4.56

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/装修装饰
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.76 元
目标价格	10.80 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,154.05
流通 A 股股本(百万股)	1,154.05
A 股总市值(百万元)	10,109.48
流通 A 股市值(百万元)	10,109.48
每股净资产(元)	5.97
资产负债率(%)	68.38
一年内最高/最低(元)	13.32/8.10

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《江河集团-半年报点评:营收增速有所提升，医疗板块布局逐步加速》
2017-08-25

内容目录

1. 幕墙行业龙头再起航，近年来新签订单稳步提升	4
1.1. 幕墙行业龙头，“建筑装饰+医疗健康”双主业布局渐成.....	4
1.2. 建筑装饰业务或迎增长拐点，医疗板块加强国内布局.....	4
1.3. 2017 年公司中标订单额持续提升，毛利率延续改善趋势.....	5
2. 近年来公司苦练内功，公司竞争力和财务张力显著提升	7
2.1. 审慎经营下计提较为充分，“轻装上阵”公司经营质量不可同日而语.....	7
2.2. 医疗健康板块拓展速度加快，高资产价值赋予公司估值较好安全边际.....	9
3. 幕墙市场精细化发展，内装业务增长势头良好	11
3.1. 幕墙行业进入新常态，行业龙头从求规模转向求质量.....	11
幕墙市场增速放缓，规模化标准化促行业集中度提升.....	11
由求规模向求利润转变，迎合政策向绿色建筑转型.....	12
3.2. 内装业务逐渐迎来发展拐点，与幕墙业务形成较好协同效应.....	13
存量市场更新改造需求大，政策加码催化公司业绩.....	13
香港澳门业务保持稳定，国内业务持续增长.....	13
4. 医疗健康产业国内布局决心坚定，第二主业稳步增长	15
4.1. 医疗健康产业需求大，民营医疗方兴未艾.....	15
4.2. 医疗健康板块逐步完善，未来业绩有望实现稳步增长.....	16
5. 财务预测与投资建议	19
5.1. 财务预测与估值.....	19
5.2. 投资建议.....	21
6. 风险提示	21

图表目录

图 1：公司大事记.....	4
图 2：公司港澳台及海外业务营收变化.....	5
图 3：公司内地业务营收变化.....	5
图 4：公司主要业务架构.....	5
图 5：公司历年计划中标额与实际中标额（单位：亿人民币）.....	6
图 6：公司历年中标额（亿元）及增速（%）.....	6
图 7：2017 年昆明恒隆广场项目概念图.....	6
图 8：2017 年青岛海天大酒店项目概念图.....	6
图 9：成长能力.....	6
图 10：毛利率.....	6
图 11：公司毛利率位于行业可比公司中游.....	7
图 12：2011-2015 年公司幕墙业务与远大中国幕墙业务毛利率.....	7
图 13：公司计提资产减值损失及其占当年净利润比（单位：左-亿元，右-百分比）.....	7
图 14：公司近 10 年毛利率与净利率变化.....	8

图 15: 期间费用率	8
图 16: 资产负债率	8
图 17: 收现比和付现比	9
图 18: 经营活动现金流净额与归母净利润 (单位: 亿人民币)	9
图 19: 各装饰公司年度现金分红比例 (单位: %)	10
图 20: 公装 (含幕墙) 行业总产值及增速 (左: 亿元, 右%)	11
图 21: 江河与远大幕墙业务对比 (亿元)	11
图 22: 江河与远大幕墙业务毛利对比 (亿元)	11
图 23: 幕墙市场总产值与江河市占率 (左: 亿元, 右: %)	12
图 24: 幕墙业务营收与增速对比 (单位: 左-百万, 右%)	12
图 25: 公司计提资产减值损失及其占当年净利润比 (单位: 左-亿元, 右-百分比)	12
图 26: 内装业务收入及增速 (左: 亿元, 右%)	13
图 27: 内装业务毛利及毛利率 (左: 亿元, 右%)	13
图 28: 历年高星级酒店开业数量 (家)	14
图 29: 承达集团营收地区分布 (亿元)	14
图 30: 梁志天设计与杰恩设计业绩增速对比	14
图 31: 我国 65 岁及以上人口比例不断增加, 老龄化严重	15
图 32: 我国卫生总费用持续增加, 高位增长	15
图 33: 我国医疗卫生占 GDP 比例偏低, 上升空间巨大	15
图 34: 我国眼科医院总收入维持稳健增长	16
图 35: 我国眼科医院入院人数不断增加, 增速稍有下降	16
图 36: 我国眼科医院住院病人手术人次快速增加	16
图 37: 公司医疗板块并购路线	16
图 38: 2010-2015 年澳洲财年以及 2016-2017 年国内财年 Vison 业绩表现 (单位: 亿-人民币)	17
图 39: 公司新并入医院主体在江苏和安徽地区的分布	19
表 1: 公司在医疗板块并购事件	9
表 2: 公司目前有效资产具有较高价值	10
表 3: 顺义产业投资基金出资情况	17
表 4: 南京泽明旗下医院简介	18
表 5: 收入分项预测	19
表 6: 盈利预测明细	20
表 7: 同行业上市公司 2018 与 2019 年市盈率 wind 一致性预期	20
表 8: 公司目前有效资产具有较高价值	21

1. 幕墙行业龙头再起航，近年来新签订单稳步提升

1.1. 幕墙行业龙头，“建筑装饰+医疗健康”双主业布局渐成

江河集团（以下简称“公司”）前身北京江河幕墙装饰工程有限公司成立于1999年，主要从事建筑幕墙系统的研发设计、生产制造、工程施工和技术服务。2003年，相继中标国内顶级幕墙工程，确定国内幕墙行业领导者地位。2006年，澳门江河成立并中标澳门银河娱乐综合度假酒店项目，开启国际化发展道路。2007年，公司股份改制完成，中标全球最具影响力工程，成为全球高端幕墙顶级品牌。2011年，公司在上海证券交易所成功上市。

2012年，公司收购全球顶级内装企业承达集团有限公司，开始向室内装饰，内外装相结合转型。2015年，分拆承达集团在香港联交所成功上市，**同年并购全球领先的澳大利亚最大连锁眼科医院 Vision，进军眼科健康产业**。2016年，公司并购南京泽明医院管理有限公司，眼科业务正式落地中国内陆，并成立北京江河康健医疗管理有限公司，之后公司于2017年又并购了靖江光明、淮南东方、东台光正几家地方眼科公司，**逐渐建立了双板块“建筑装饰+医疗健康”布局**。

图 1：公司大事记



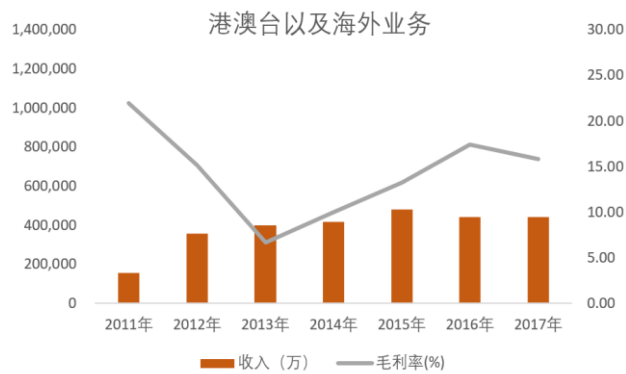
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 建筑装饰业务或迎增长拐点，医疗板块加强国内布局

公司主营业务分为建筑装饰业务和医疗健康业务两个板块，其中建筑装饰业务包括建筑幕墙和室内装饰。建筑幕墙品牌包括江河幕墙和港源幕墙，建筑幕墙业务主要承接高档写字楼、酒店、商业综合体、机场、火车站、体育场馆、企事业单位办公楼和高档住宅的建筑幕墙工程。2017年装饰板块毛利占总额的89.53%。

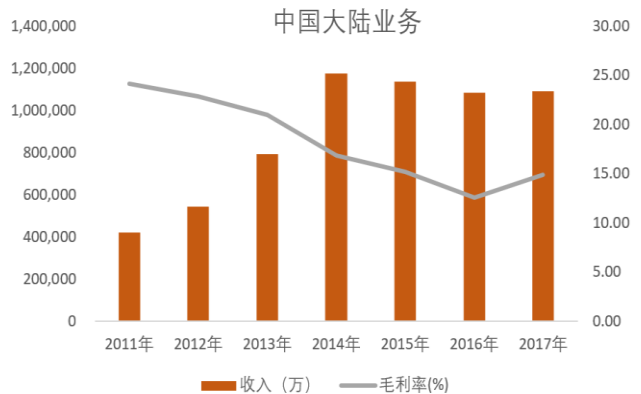
幕墙业务方面，公司近年来产值逐步超越行业龙头远大中国，2012-2016年间，受到中东地区政治风险因素以及美洲等本地经营风险因素，公司海外业务盈利性有所下降。近年来公司加强项目管理，并适时果断剥离海外盈利性较差的业务分支，从而使板块业务现金流和毛利率逐步好转，为后期稳健增长奠定坚实基础。

图 2：公司港澳台及海外业务营收变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司内地业务营收变化

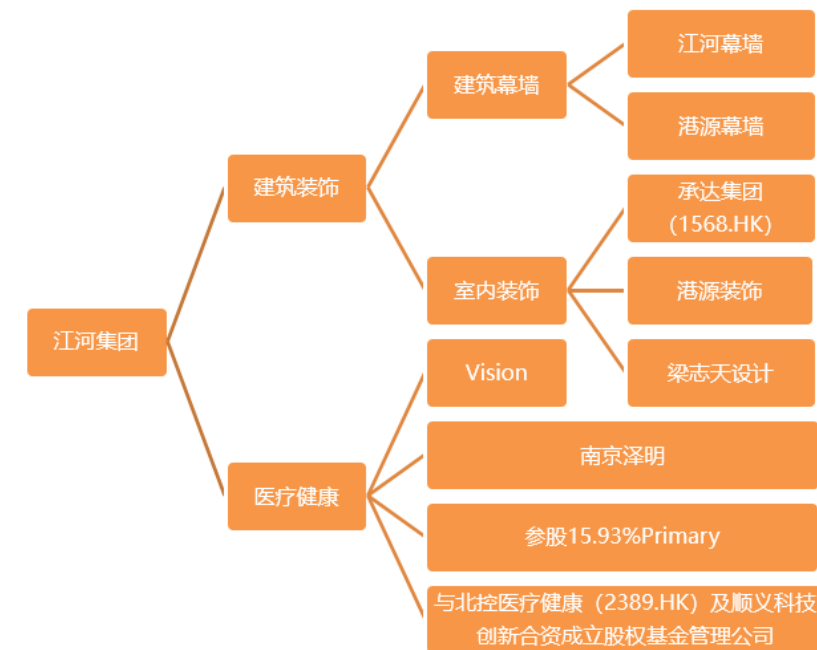


资料来源：Wind，天风证券研究所

室内装饰品牌包括承达集团、港源装饰和梁志天设计，室内装饰业务主要为大型公共建筑、高档酒店、高级会所和高档住宅项目提供室内装饰工程服务。公司 2017 年新增内装订单 80 亿元，已经进入内装行业第一梯队。有两大因素助力公司内装板块迎来营收增长拐点，第一，2017 年北京承达重组并入公司旗下上市主体承达集团，或加强承达集团在内地装修市场的布局；第二，公司对于早年并购企业港源装饰的业务整合逐渐完成，2018 年老牌龙头装饰企业港源装饰有望接力公司资源与板块协同效应轻装上阵。

医疗健康品牌包括 Vision 和南京泽明，Vision 主营业务为提供眼科相关的服务、专科护理以及手术，包括专业的角膜手术、白内障手术、青光眼治疗手术、治疗黄斑变性等，业务分布在昆士兰、新南威尔士等澳大利亚各大城市。2017 年公司成功并购南京泽明，为眼科业务在国内落地取得实质性进展，南京泽明主要开展眼底病、视光学以及医学验光配镜等眼科全科诊疗业务，主要业务分布在江苏、安徽等地。

图 4：公司主要业务架构



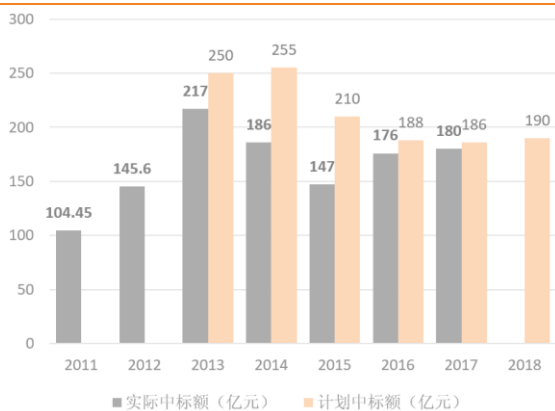
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 2017 年公司中标订单额持续提升，毛利率延续改善趋势

公司 2017 年全年新增订单额 180 亿，同增 2.27%。其中幕墙业务新增订单 100 亿元，同增 12.36%，订单构成中包括北京城市副中心、印度尼西亚双子塔等地标工程项目，江

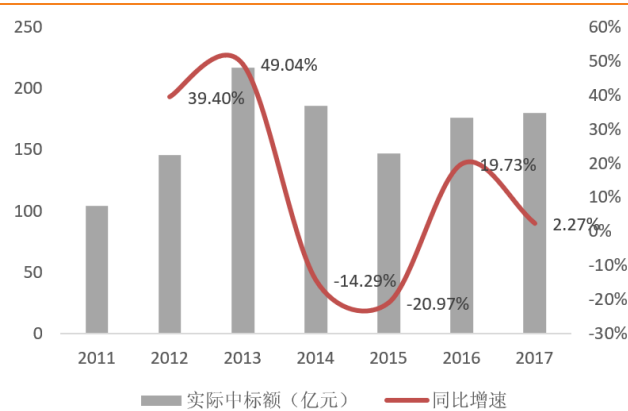
河幕墙作为业务承接主体与公司内装板块产生较好协同效应，促使 2017 年该项业务订单取得显著增长；此外，公司内装新增订单 80 亿，同比下降 8.05%。但值得注意的是，公司 2017 年内装板块发生部分业务整合，公司旗下北京承达重组并入承达集团，扩充了承达集团在国内承做内装订单的渠道。

图 5：公司历年计划中标额与实际中标额（单位：亿人民币）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司历年中标额（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2017 年昆明恒隆广场项目概念图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 8：2017 年青岛海天大酒店项目概念图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司 2017 年实现营收 152.97 亿元，同增 0.37%。其中建筑装饰板块（幕墙+内装）营收 145.20 亿，同比下滑 0.59%；医疗健康板块营收 7.77 亿，同比增长 23.31%，延续增长态势。根据行业协会预测，2017-2020 年幕墙装饰产值增速在 10% 以上，基于公司在幕墙行业内的龙头地位以及近年来对于海外亏损分支或子公司的处置，我们认为公司幕墙业务营收将迎来稳步增长。而医疗健康是公司的主要发展方向之一，随着并购南京泽明的完成，公司海外医疗品牌将逐步嫁接中国市场，在目前公司国内医疗健康板块布局初期，该板块营收有望在一定时间内维持中高速增长。

图 9：成长能力

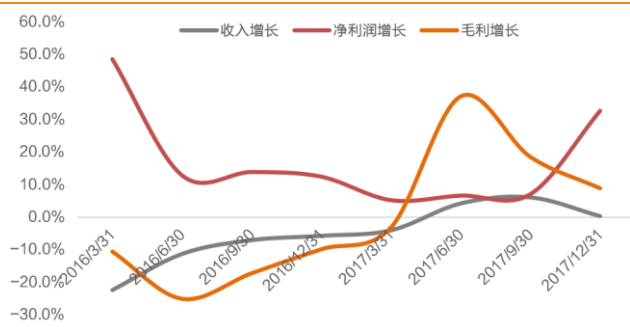
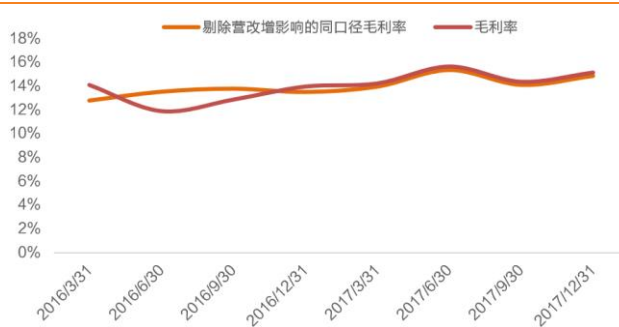


图 10：毛利率

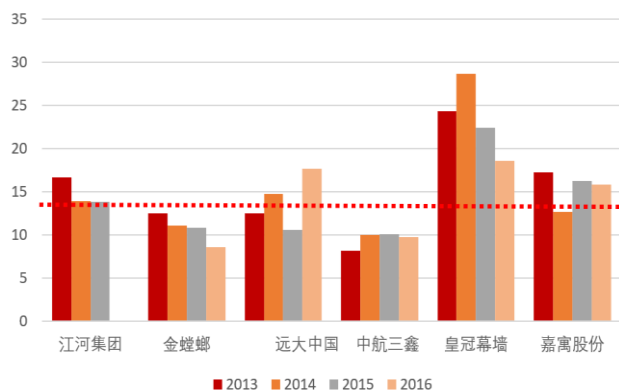


资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

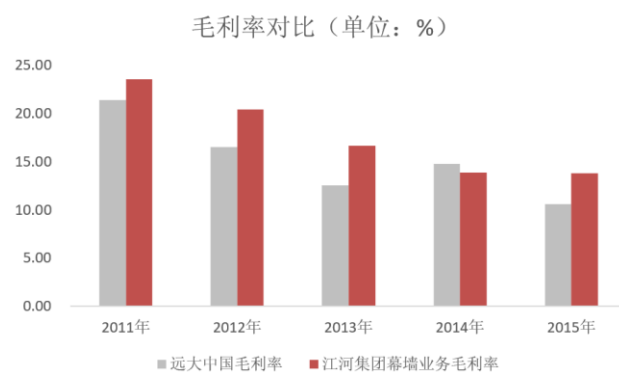
毛利率方面，公司 2017 年毛利率为 15.12%，较 2016 年提升 1.18 个百分点，其中建筑装饰毛利率为 14.26%，同增 1.12 个百分点；医疗健康业务毛利率为 31.16%，减少 1.08 个百分点。此外，通过对比公司与行业内另一龙头企业-远大中国的毛利率对比，发现在 2011-2015 中（2016 年开始公司不再单独披露幕墙业务毛利率），公司大多数时间里毛利率显著高于远大中国。结合行业其他公司幕墙业务毛利率，我们可以看到在数据可得的时间段里，公司毛利率位于行业中游。

图 11：公司毛利率位于行业可比公司中游



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：2011-2015 年公司幕墙业务与远大中国幕墙业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

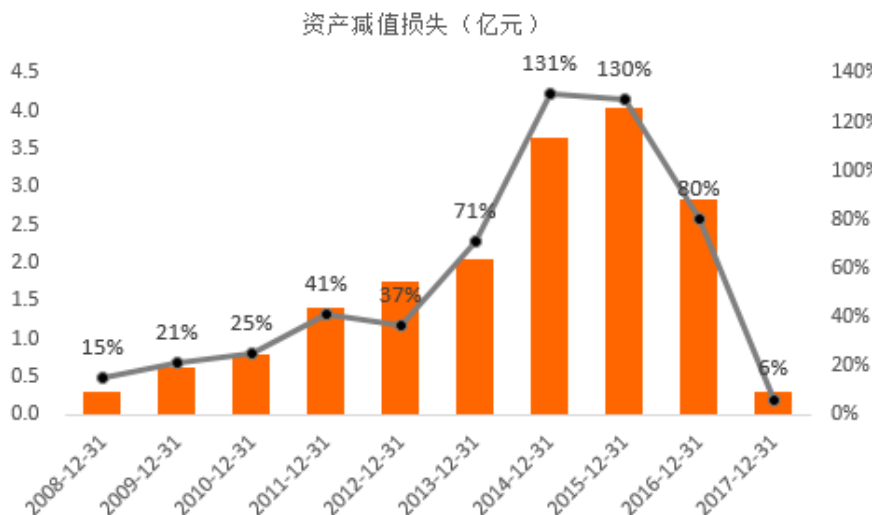
2. 近年来公司苦练内功，公司竞争力和财务张力显著提升

2.1. 审慎经营下计提较为充分，“轻装上阵”公司经营质量不可同日而语

经历对新吸收装饰主体的业务整合以及海外亏损分支的剥离后，公司目前盈利能力逐步回归良性

上市初期市场国内环境发生较大变化，公司国内业务毛利率有所下行，叠加海外地缘政治及部分发达地区地区性因素，公司海外订单盈利性同样有所下滑。此外在公司 2012 年起并入承达集团、港源装饰等内装主体后，经历了一定时间的业务与管理架构整合。公司于 2013 年到 2016 年计提了较多坏账准备，此外公司也对于前几年新并入主体进行充分商誉计提，目前“轻装上阵”，未来影响业绩的潜在计提因素显著弱化。

图 13：公司计提资产减值损失及其占当年净利润比（单位：左-亿元，右-百分比）



资料来源：Wind，天风证券研究所

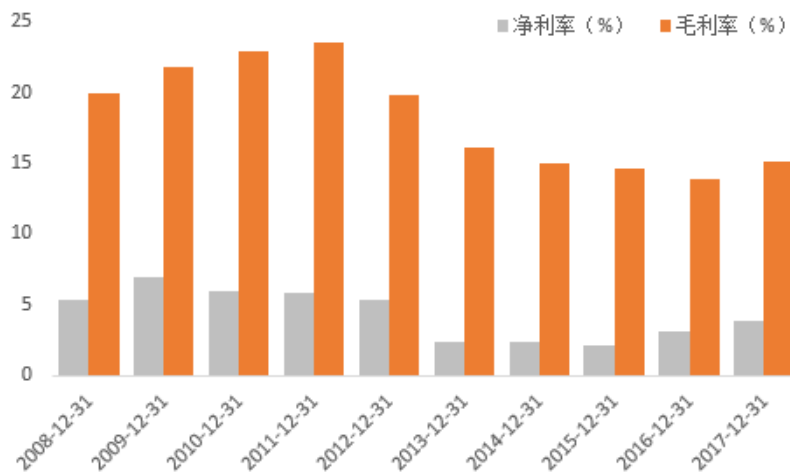
海外业务对于整体业绩的潜在负面因素逐渐弱化。公司在上市之初经历了快速发展，海外订单增长显著，但随着国际环境变化以及海外部分地区的地区性因素，部分订单的盈利性有所下滑，比如在中东地区的当地地缘政治风险、美国的反倾销、反补贴调查以及澳洲与加拿大等发达地区的施工与物流等因素。为消除海外业务对于整体业绩的潜在负面影响，公司及时剥离海外盈利性较差的业务主体，并提升对于海外项目的施工管理体系，从而提升海外项目整体盈利性。

结合 2017 年公司年报，公司项目盈利能力显著提升，同时经营活动现金流也明显好转，对比其他行业内公装企业，公司财务弹性具有较大优势。

近年来公司“苦练内功”，狠抓现金流，传统业务触底反弹，目前公司 2017 年净利率水平为 2012 年以来新高，但距离 2008-2012 年 5.86% 的均值仍有空间。首先，2018 年财务费用率有望降低，该值 2017 年为 2.08%，增加 1.43 个百分点，主因人民币升值下，公司汇兑损益由 2016 年的 1.62 亿净收益变为 2017 年的 0.59 亿净损失，预计 2018 年汇率因素对于净利润的额影响将趋于弱化。其次，根据公司业务毛利率仍有提升空间。幕墙方面，公司加强属地化经营，提质增效推动毛利率持续提升，2017 年公司整体毛利率为 14.26%，近七年均值为 16.63%；内装方面，结合历年公告对于公装毛利率的披露，公司公装毛利率位于可比上市公司中游，预计在 2017 年港源装饰历史负担逐步解决与北京承达并入承达集团后，公司内装业务毛利率有望进一步提升。

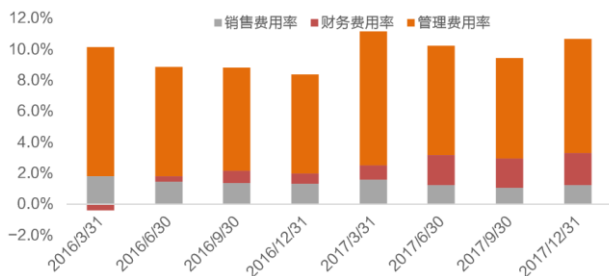
此外，公司资产负债率显著降低，从前值的 70.80%，下降至 68.38%，与之相对应的是公司有息负债同比下降 37.61%，延续负增长趋势，从而使公司的融资结构有所改善。

图 14：公司近 10 年毛利率与净利率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：期间费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：资产负债率

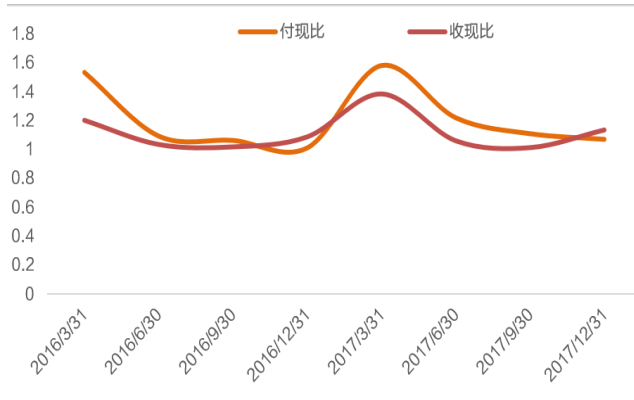


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司经营现金流状况持续好转，与净利润增长具有较好匹配度。公司 2017 年收现比为 1.1388，提升 4.77 个百分点；付现比为 1.0737，提升 5.93 个百分点；公司经营现金流净流入额为 13.89 亿，较 2016 年提升 0.81 亿，在建筑行业实属难能可贵。从下图也可以看到公司经营现金流净流入额与公司归母净利润增长具有高匹配度。主因公司持续加强回

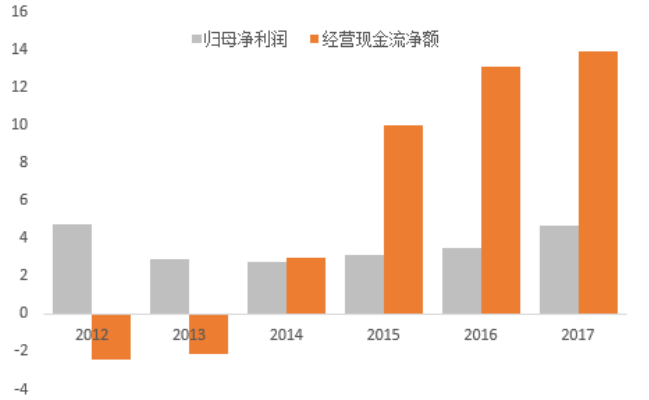
款管理，在流动性逐步收紧的背景下，公司控制整体业务开拓增速，提升项目效益，并加强回款管理，提升以往幕墙项目的回款；同时避免公装冒进发展，从而为公司后续增长提供稳健的资金保障。

图 17：收现比和付现比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：经营活动现金流净额与归母净利润（单位：亿人民币）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

综上，经过多年的“苦练内功”，公司通过狠抓现金流、剥离海外亏损主体、审慎计提坏账准备与相关商誉等措施，显著提升公司传统业务盈利能力，并优化公司资产质量和财务张力，从而显著降低公司经营风险，为未来业绩重回上升趋势打下基石。

2.2. 医疗健康板块拓展速度加快，高资产价值赋予公司估值较好安全边际

医疗健康板块拓展速度显著加快。作为双主业另一支柱，公司医疗板块在 2017 年快速切入我国长三角市场。利用澳洲全资公司 Vision（澳洲本土规模最大的连锁眼科医院）的品牌优势、管理优势、技术优势，以及南京泽明在苏皖地区的技术与区位优势，公司 2017 年通过新开、并购等方式新增常州泽明、靖江光明、淮南东方、东台光正等医院，大力拓展国内市场。目前在长三角地区拥有近 10 家眼科医院。结合公司在医疗健康板块的战略布局规划，“通过并购国内外高端品牌进而嫁接中国市场……通过快速复制做大做强医疗健康业务”，我们认为公司在眼科健康方面的拓展远未止步。此外，公司作为澳交所 Primary（主要从事医疗中心、病理学和影像业务）第一大股东，同样有望利用 Primary 的技术优势深入拓展第三方检测业务，从而加强公司“双支柱”业务组合的业绩韧性。

尽管由于外汇管制等因素导致公司暂时没有加大对于 Primary 的持股比例，但公司通过 Vision 和南京泽明迅速在国内医疗市场进行布局，体现了公司进军医疗市场的巨大决心，从而让市场对于公司在医疗市场的拓展形成较强期待。

表 1：公司在医疗板块并购事件

首次披露日	交易标的	并购后持股	并购方式	协同效应
2017/12/29	东台光正眼科医院有限公司 70%股权	70%	协议收购	本协议的签署，符合公司“多元化，双主业”的战略发展需要。如投资入股成功，将进一步加快公司眼科医疗业务的开拓，为公司下一步扩展国内眼科医疗业务市场带来协同效应。
2017/10/24	淮南东方医院集团眼科医院 45%股权	96.35%	协议收购	符合公司“多元化，双主业”的战略发展需要，进一步加强公司对国内眼科医疗业务的资源整合。
2017/5/9	靖江光明眼科医院有限公司 60%股权	60%	协议收购	本协议的签署，将进一步推进公司国内眼科医疗业务的布局，有助于公司国内外眼科医疗业务协同发展。
2017/3/25	南京泽明医院管理有限公司	51%	21%股份采用股权转让，	上述协议的签署将进一步加快公司眼科医疗业务的开拓，为公司下一步扩展国内眼科医疗业务市场带来协同效应。

	51%股权		30%采用增资	
2016/4/6	Primary Health Care Limited 的 10,075,117 股	15.9% (第一大股东)	协议收购	PRIMARY 是澳洲领先的医疗服务上市公司之一，在医疗中心、病理、影像等第三方检测方面具有突出优势，公司成为 PRIMARY 第一大股东后继续增持其股票，将为公司进一步扩大医疗健康业务、转型发展创造有利条件。
2015/8/14	Vision 剩余部分有投票权股份		协议收购	Vision 成为公司全资子公司，实现了江河医疗板块的实质性落地，为嫁接中国市场奠定了基础。
2015/8/7	Vision 19.99%股份	(19.99%，第一大股东)	协议收购	Vision 是澳大利亚最大的连锁眼科医院，具有先进的眼科医疗诊断和治疗水平。此次公司通过协议转让成为该公司的第一大股东，是公司拓展医疗健康业务的又一实质性进展。通过此次收购，将推动公司专科医疗业务的发展，加快公司引进国外先进医疗管理经验和技术的步伐，为下一步大力发展医疗健康业务奠定了基础。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司目前资产组合具有较高价值，同时具备高分红率。其中承达集团在港交所上市，市值超过 70 亿人民币；收购澳洲眼科龙头 Vision 于 2015 年从澳交所退市，参考希玛眼科估值，Vision 市值超过 90 亿人民币；此外，梁志天设计的资产价值同样值得关注，参考 2017 年上市的 A 股市场室内设计企业杰恩设计（300668.SZ）估值，梁志天设计参考估值超过 50 亿，上述三主体相加后整体参考市值超过 220 亿。虽然由于港股与 A 股估值体系有所差异，但公司有效资产的升值同样不能忽视，公司目前（截止到 2018 年 3 月 29 日）市值仅有 101 亿，为公司整体估值提供较好安全边际。

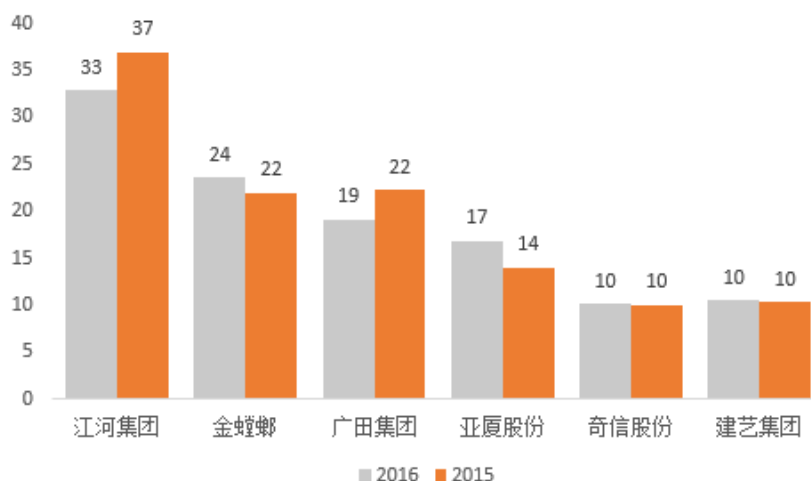
表 2：公司目前有效资产具有较高价值

控股主体名称	控股比率	净资产（亿人民币）	市值或参考市值（亿人民币）	参考估值对象
承达集团（1568.HK）	69.50%	16.03	74.5	
梁志天设计	70%	3.80	50.4	杰恩设计（300668.SZ）
Vision	100%	5.54	96	希玛眼科（HK.3309）
加总			220.9	

资料来源：Wind，天风证券研究所

此外，公司在同行业公司间具有较高分红率，2015 与 2016 年年度现金分红比例均在 30% 以上。根据 3 月 28 日公布的公司董事会预案，将发放每股 0.30 元的股利，占 2017 年 EPS 的 75%，较高分红率使得公司股东具有稳定的现金回报率，从而使公司具备较好投资价值。

图 19：各装饰公司年度现金分红比例（单位：%）

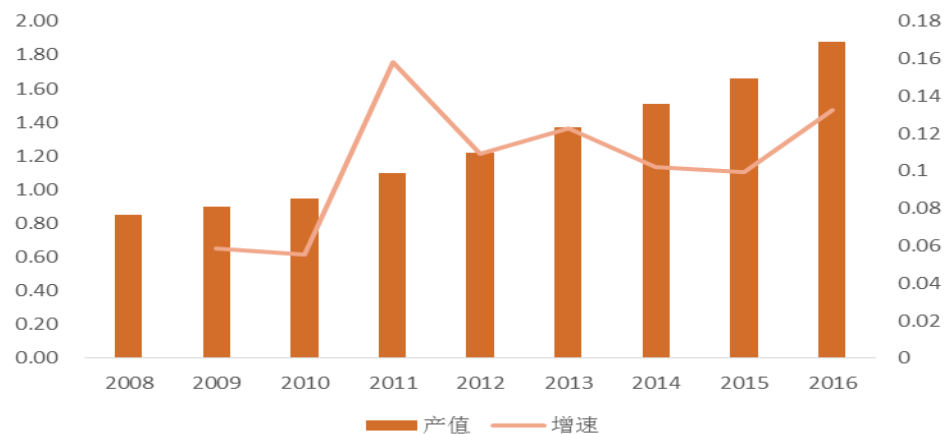


资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 幕墙市场精细化发展，内装业务增长势头良好

从行业趋势来看，我们预计建筑装饰市场将保持稳定增长。2016 年全国建筑装饰行业总产值 3.66 万亿元，增长幅度为 7.5%，略高于 GDP 增速。其中公装行业总产值 1.88 万亿元，增长幅度为 8% 左右。**公装行业中，建筑幕墙总产值 3500 亿元，增长幅度为 9.4% 左右**，其中主要是由建筑节能窗的快速增长拉动；改造性装修工程产值 8500 亿元，增长幅度为 6.25%。根据行业协会预测，建筑装饰行业平均年增长速度将保持在 7% 左右，其中公装市场规模将由 2015 年的 1.74 万亿元增长到 2.3 万亿元，年均增长速度在 6.5% 左右；**建筑幕墙市场规模将增长到 2020 年的 5500 亿元，年均增长速度在 11% 左右。**

图 20：公装（含幕墙）行业总产值及增速（左：亿元，右%）

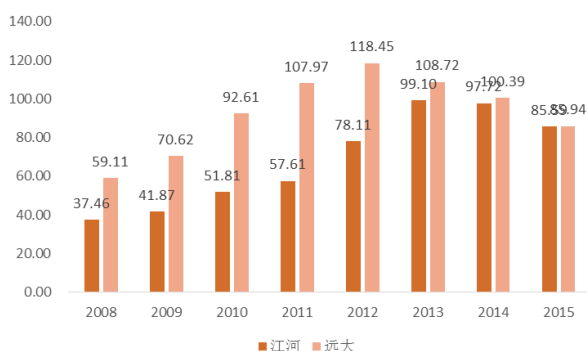


资料来源：wind、天风证券研究所

3.1. 幕墙行业进入新常态，行业龙头从求规模转向求质量

公司为幕墙行业龙头，2011 年公司幕墙业务营收尚只有远大集团的一半左右，公司在 2015 年幕墙板块营收接近远大集团，并在毛利上实现超越。公司在全球各地承担了数百项难度大、规模大、影响大的地标建筑的幕墙工程，例如尚在建设中的世界第一高楼哈利王国塔（1007 米）以及中国第一高楼武汉绿地中心（637 米），并荣获了包括中国建设工程鲁班奖在内的国内外顶级荣誉逾百项，使公司在世界范围内具备了相当的知名度以及良好口碑。

图 21：江河与远大幕墙业务对比（亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 22：江河与远大幕墙业务毛利对比（亿元）



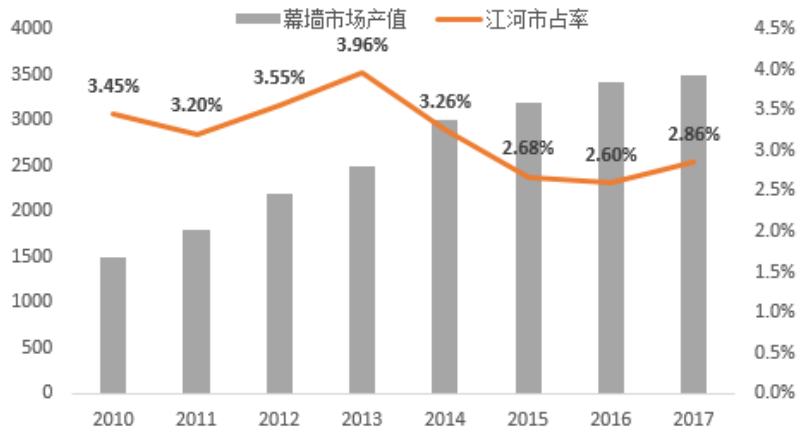
资料来源：wind、天风证券研究所

幕墙市场增速放缓，规模化标准化促行业集中度提升

国内幕墙行业发展大概经历三个时期，2001-2005 年，我国建筑幕墙行业产值增速达到 20% 以上，2006 年后增速降至 10%-15% 的区间，2015 年后增速逐渐下降，再加之行业壁垒不高，行业内的竞争也愈发激烈。截至 2016 年 7 月，拥有壹级建筑幕墙工程专业承包企业 291 家，甲级幕墙工程专项设计企业 298 家，分别占行业企业总数的 0.20% 和 0.21%。但是全国标志性工程和区域重点工程的大部分业务被幕墙 50 强企业承揽。建筑幕墙行业 2017 年的行业产值大概在 3500 亿左右，公司作为行业龙头，2017 年幕墙订单额为 100 亿，与

行业产值相比依然较低，故行业集中度不高。

图 23：幕墙市场总产值与江河市占率（左：亿元，右：%）



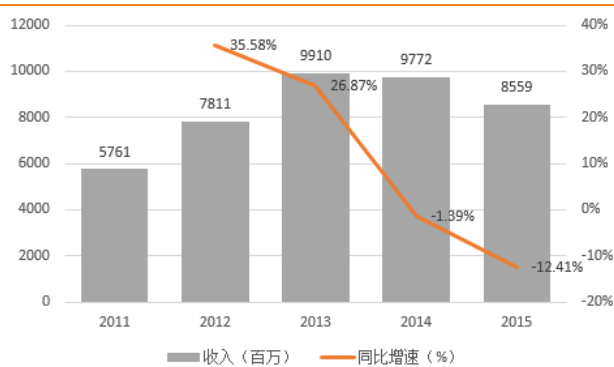
资料来源：wind、天风证券研究所

我们预计幕墙行业集中度将继续提升。随着幕墙工程体量的不断增大，客户对建筑幕墙企业在技术、业绩、资金、管理等综合实力上的要求越来越高。目前行业内的企业主要来自三大阵营。第一，老牌幕墙上市公司，如江河集团、远大中国；第二，建筑业其他领域的公司切入到幕墙，如金螳螂、亚厦股份；第三，中小型的非上市建筑幕墙企业。随着幕墙逐步进入规模化和标准化的时代，第三阵营在工程质量以及技术水平的差距将逐步显现，而人力成本的上升使得中小幕墙公司的价格优势逐渐弱化，未来第三阵营的中小幕墙企业的发展将愈发艰难，市场占有率将呈现逐步下降的趋势。从地区来看，发展机会主要来自于区域中心城市和三四线城市。以 80 后、90 后为主导的年轻群体主导了中国消费升级的潮流，例如万达广场此类商业地产，消费的以年轻人人居多。而一线城市对人口迁入规模有所控制。我国人口或将向区域中心城市以及三四线城市集聚。成都，杭州，西安等城市不断出台优惠政策吸引年轻人就业，而这些城市核心商业区域的建设仍有较大提升空间。

由求规模向求利润转变，迎合政策向绿色建筑转型

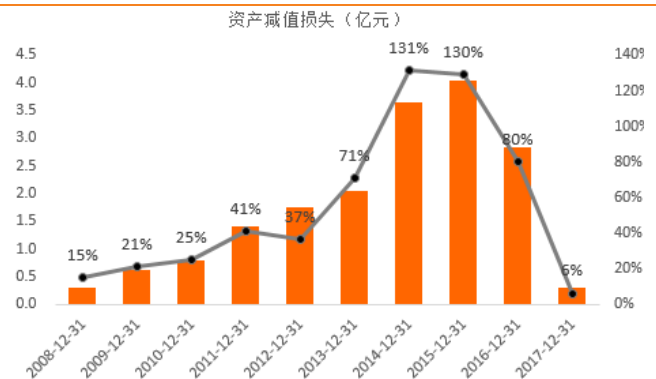
公司幕墙业务逐步由追求规模向追求中标工程质量转变。公司管理层以项目效益为核心，不再仅仅以追求订单量为目标，而是追求中标的质量，或将带来公司毛利率的提升。同时由于地缘政治风险以及各国文化、市场上存在的差异，公司海外幕墙业务选择收缩战略。在选择性投标以及主动收缩海外业务的前提下，公司近几年幕墙业务呈负增长，但除去海外业务坏账的影响后，毛利率则有所提升，这也在一定程度上肯定了公司追求订单质量的战略规划。

图 24：幕墙业务营收与增速对比（单位：左-百万，右%）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 25：公司计提资产减值损失及其占当年净利润比（单位：左-亿元，右-百分比）



资料来源：wind、天风证券研究所

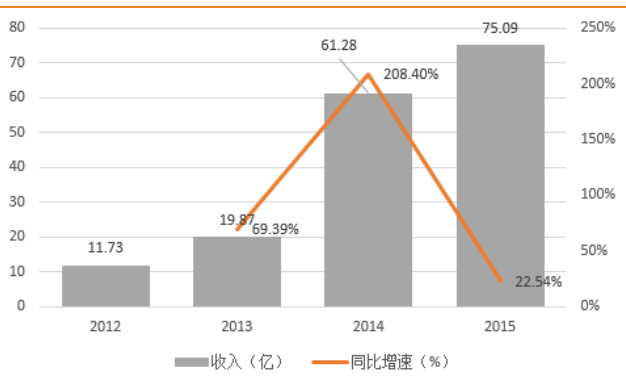
公司顺应国家政策，向绿色节能建筑发展。根据 2016 年中国产业信息网数据，我国新竣工建筑房屋 90%以上为高能耗建筑，国内单位建筑面积能耗为发达国家的 2-3 倍。近年

来各省市纷纷出台对于绿色节能建筑的补贴和推广规划，而据行业协会研究数据，公共建筑中 65% 的建筑节能主要由外墙子系统承担，采用建筑幕墙可大大减少墙体结构的材料用量并减轻墙体重量荷载，节约资源和能耗。节能降耗政策为建筑幕墙，尤其是新型节能幕墙的发展提供了契机。公司则主动迎合趋势，持续探索新技术，全面提升建筑装饰装修工程的节能减排水平。

3.2. 内装业务逐渐迎来发展拐点，与幕墙业务形成较好协同效应

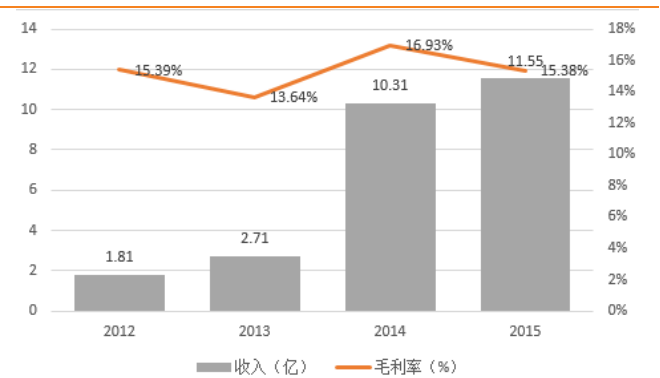
公司内装业务主要由承达集团、港源装饰、梁志天设计开展。2011 年上市之后，公司开始实行内外兼修的发展战略，由外墙切入内装市场。先后并购了承达集团、港源装饰、梁志天设计。其中承达集团于 2015 年在香港主板上市，梁志天设计正在香港申报上市，对公司产生较为积极的影响。经过内生外延后，公司内装业务收入取得了跨越式发展。同时公司的内转板块与传统幕墙业务具有良好协调效应，幕墙业务可以再一定程度上带动内装的拓展业务，如雁栖湖的日出东方酒店，幕墙由江河集团负责，内装则是北京承达以及港源装饰负责实施。

图 26：内装业务收入及增速（左：亿元，右%）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 27：内装业务毛利及毛利率（左：亿元，右%）



资料来源：wind、天风证券研究所

存量市场更新改造需求大，政策加码催化公司业绩

我们预计内装业务将会是公司建筑装饰板块的又一主要增长点，主要基于以下几点原因。第一，根据中装新网 2016 年装饰行业报告中数据，内装市场体量约为幕墙市场 10 倍，2016 年建筑装饰行业总产值 3.66 万亿元，增长幅度为 7.5%，略高于 GDP 增速。

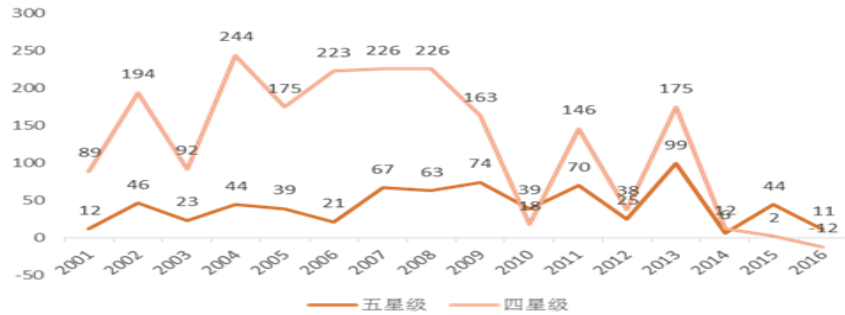
第二，内装更新换代的频率快于幕墙，公装类如酒店内装更新频率大约是 8-10 年，而幕墙更新年限约为 25 年左右，由于幕墙较为耐用，实际中大部分建筑幕墙使用期限明显长于 25 年，如美国帝国大厦幕墙使用年限高达 80 年。

香港澳门业务保持稳定，国内业务持续增长

通过分析公司内装业务主体，预计承达集团收入将保持稳健增长，北京承达将在高端酒店翻新潮中受益。港源装饰在多年业务整合之后，或进入业绩拐点。此外，公司幕墙业务与内装内装也具有天然协同效果。

北京承达或将受益于高端酒店翻新潮取得业绩增长。公司定位主要是高端酒店，平均单体订单在 8 千万左右，金螳螂平均单体订单在 1-2 千万左右。从数据看，我国在 2004-2009 年是我国五星级、四星级酒店新开业最多的年份，而国内高端酒店内装更新周期约为 8-10 年，未来几年将迎来高端星级酒店重新装修的高峰，公司或将从中受益。

图 28：历年高星级酒店开业数量（家）



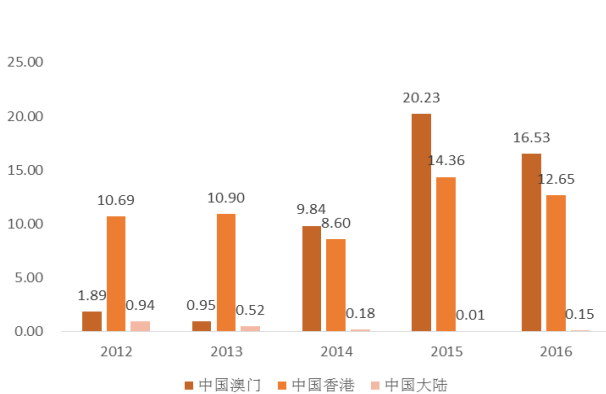
资料来源：wind、天风证券研究所

此外，港源装饰整合到位，业绩将触底反弹。港源装饰以党政机关楼管场所装饰起家的国有企业，受政策打击以及公司内部治理问题，公司并购效果不佳，港源装饰营收连续几年负增长。我们预计公司业绩触底反弹主要基于以下两点：第一，港源装饰的业务整合已经逐渐完成，公司对于港源装饰的管理效率或将显著提升。第二，聚焦大客户、聚焦重点区域已经成型，蓄势待发。中共中央曾要求自 13 年 7 月起 5 年内，各级党政机关一律不得以任何形式和理由新建楼堂馆所，但可进行维修改造。目前该通知即将到期，预计或将有一批刚需楼管场馆订单得到释放，为公装市场带来增量。据行业协会统计，2014 年各级政府停建楼堂馆所项目所形成的公共建筑装饰工程约占建筑装饰工程总量的 5% 左右，或将进一步扩充公司的潜在订单来源。

承达集团与梁志天设计两大“单项冠军”亮点频现。承达集团的业务范围集中于香港本土和澳门，2017 年通过并入北京承达进军内地装饰市场，有望在内地充分发挥承达集团内装优势，形成业绩又一强点。根据 2017 年年报，公司总营收下降 2.6% 至 49.83 亿港元，主因澳门楼盘建设面积同比大幅减少 52.7% 以及若干在建项目延迟，且中国内地若干新项目仍处于早期阶段尚未贡献收入，但随着承达集团对于内地业务加速切入，整体业绩将迎来拐点。承达集团在建工程余额为 48.04 亿港元，同增 55.02%，因此预计 2018 年将逐步释放业绩。此外，改建与加建及建筑工程则取得较快发展，该项 2017 年营收增长 80.1% 至 7.64 亿港元，毛利同增 72.6% 至 0.28 亿港元，相关在建工程余额为 15.07 亿港元，同增 106.72%。

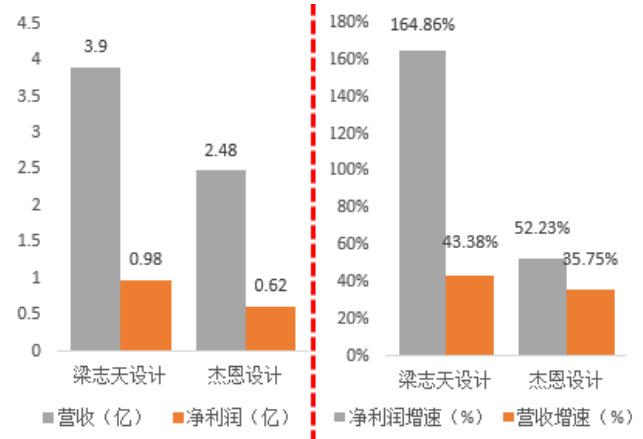
值得注意的是，梁志天设计业绩同样迎来快速增长，2017 年营收同比增长 43.38% 至 3.90 亿元，净利润则大幅增长 164.86% 至 0.98 亿元。与之相对应的是，A 股市场唯一室内设计上市标的杰恩设计，2017 年业绩快显示其营收 2.48 亿元，同增 35.75%，净利润为 0.62 亿，同增 52.23%，梁志天设计无论从“量”或“速”上来看均占绝对优势。综上，公司两大“单项冠军”或将持续增厚公司未来业绩。

图 29：承达集团营收地区分布（亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 30：梁志天设计与杰恩设计业绩增速对比



资料来源：wind、天风证券研究所

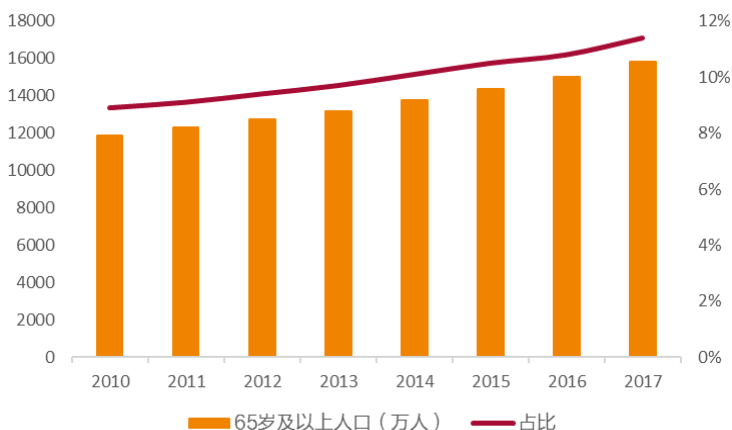
4. 医疗健康产业国内布局决心坚定，第二主业稳步增长

作为对于建筑装饰行业的补充，增强业务结构的抗周期性，公司在 2015 年开始开拓医疗健康新领域，目前已取得实质性进展，旗下拥有 Vision、南京泽明等知名品牌，以眼科、第三方检测等专科领域为主要方向，未来医疗健康将是公司第二主业。公司医疗健康板块 2017 已实现营收 7.77 亿元，同增 23.31%，营收占比 5.08%，随着公司医疗健康板块布局深入推进，未来医疗健康业务增长空间可观。

4.1. 医疗健康产业需求大，民营医疗方兴未艾

我国 65 岁及以上人口比例逐年增长，老龄化严重，医疗健康产业未来需求量大。从人口数据来看，截止到 2017 年年底，我国的总人口数量接近 14 亿，其中 65 岁及以上人口 1.58 亿人，占总人口比例达到了 11.4%，较 2016 年增加 0.6 个百分点，另一方面，我国近些年的人口自然增长率并不高，目前虽已放开二胎政策，但由于生育意愿的原因，中短期内人口老龄化现象难以改善，在此背景下，我国未来医疗健康行业大概率迎来高速增长期。

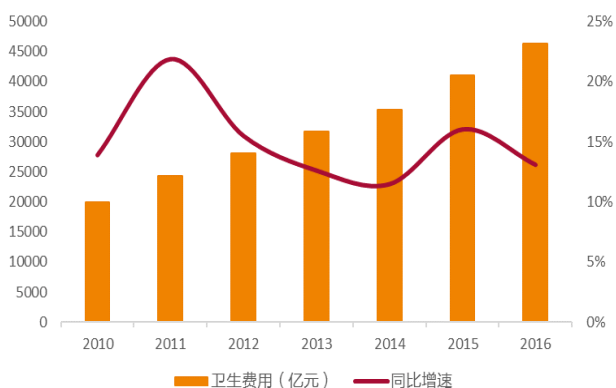
图 31：我国 65 岁及以上人口比例不断增加，老龄化严重



资料来源：wind，天风证券研究所

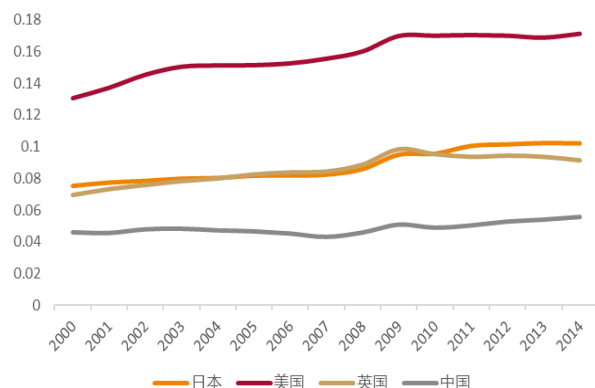
我国医疗卫生支出维持高位增长，横向对比发达国家，医疗卫生支出增长空间仍然巨大。2016 年 10 月，中共中央、国务院发布《“健康中国 2030”规划纲要》，指出未来 15 年，是推进健康中国建设的重要战略机遇期，2020 年主要健康指标居于中高收入国家前列，健康服务业总规模大于 8 万亿；2030 年我国主要健康指标要进入高收入国家行列，健康服务业总规模达到 16 万亿元。截止到 2016 年年底，我国医疗卫生总支出为 4.6 万亿，同增 13.10%，按照 2020 年 8 万亿目标测算，2017-2020 年均增长率达 18.48%，未来几年将迎来长足发展。横向对比美、日、英发达国家，美、日、英三国医疗卫生总支出占 GDP 比例显著高于中国，目前我国卫生总支出占 GDP 比例为 5.5%，而美国比例在 18% 左右，英国、日本在 10% 左右，故我国医疗健康行业仍有较大成长空间。

图 32：我国卫生总费用持续增加，高位增长



资料来源：wind，天风证券研究所

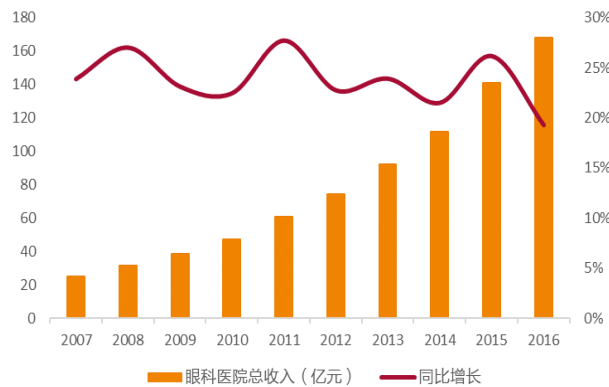
图 33：我国医疗卫生占 GDP 比例偏低，上升空间巨大



资料来源：wind，天风证券研究所

眼部疾病的普发及社会医疗保健意识的增加，眼科医疗细分行业将迎来快速发展。随着人口老龄化趋势的加重，电子产品应用的扩大，现代社会学习、工作、娱乐用眼强度的大幅增加，各种眼疾患病率不断上升，叠加医疗保健观念加强和居民消费水平提升，眼科医疗服务市场发展空间巨大。2007-2016 年十年间全国眼科医院入院人数、住院病人手术人次 GAGR 为 18.31%、18.01%。2016 年全国眼科医院达 537 家，同增 18.02%。2016 年全国眼科医院总收入 168.16 亿元，同增 19.27%，2007-2016 年十年间的复合增长率为 21.04%，行业需求维持高速增长。

图 34：我国眼科医院总收入维持稳健增长



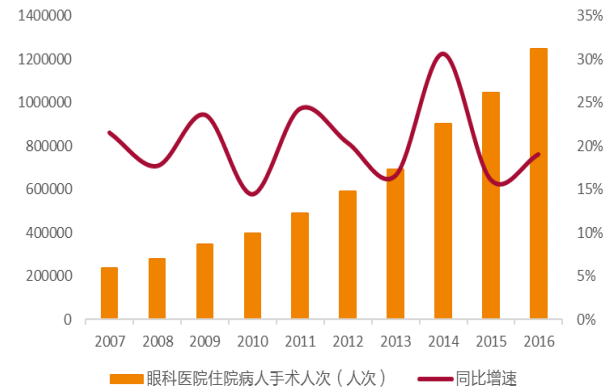
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：我国眼科医院入院人数不断增加，增速稍有下降



资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：我国眼科医院住院病人手术人次快速增加

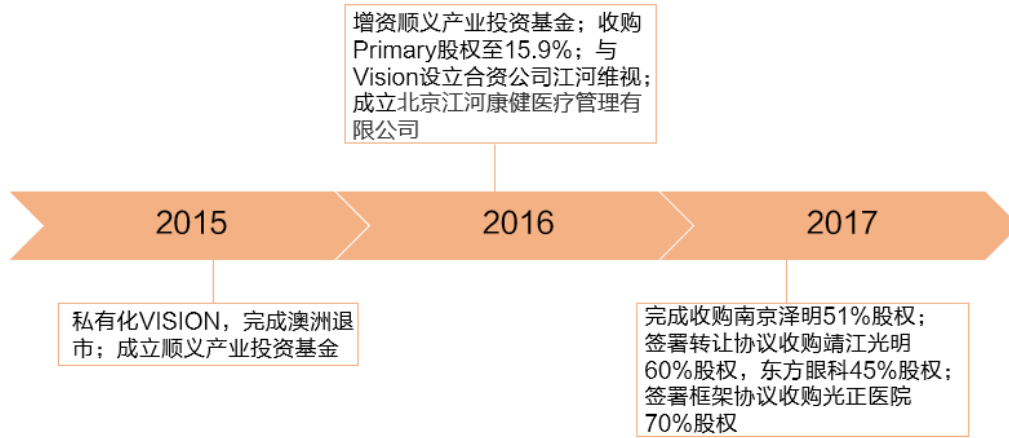


资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 医疗健康板块逐步完善，未来业绩有望实现稳步增长

公司自 2015 年进入医疗健康行业以来，积极寻求行业整合机会，目前公司医疗健康板块定位于内容（服务）提供商，以眼科、第三方检验等专业领域为主要方向。眼科业务旗下主要有 Vision、南京泽明等知名品牌，2017 年公司收购靖江光明 60% 股权，东方眼科 45% 股权，光正医院 70% 股权，对于国内医疗产业进行快速布局；第三方检测业务主要依托澳大利亚四大蓝筹股之一 Primary 公司；同时公司成立顺义产业基金，寻求外延式扩张机会。

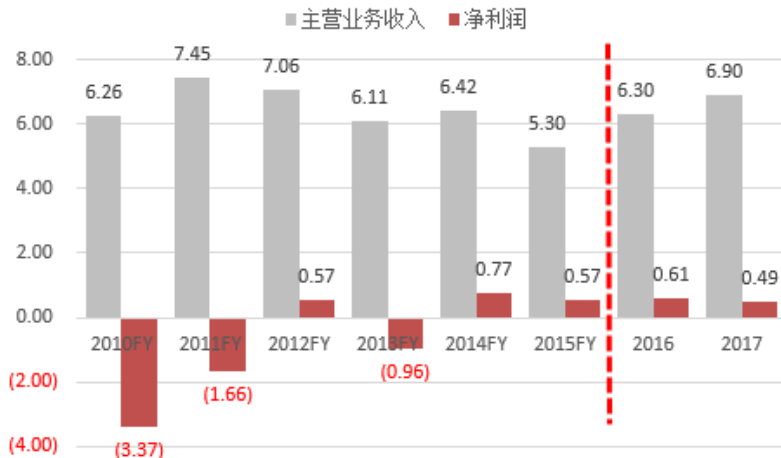
图 37：公司医疗板块并购路线



资料来源：公司公告，天风证券研究所

私有化澳洲最大眼科连锁医院，医疗转型初战告捷。2015 年公司全资收购澳洲最大眼科连锁医院 Vision, 并完成 Vision 的澳洲退市, 随后与 Vision 设立合资公司江河维视, 借助 Vision 技术和品牌影响力向国内拓展。Vision 拥有 15 家专业眼科医院、9 家先进的日间手术中心、6 家激光眼科手术中心, 在昆士兰、新南威尔士、维州均有诊所和手术室。Vision 的医疗专家团队是澳大利亚视力矫正手术的先驱, 多年来 Vision 专注于技术含量高的眼科治疗及手术, 包括白内障手术、角膜移植手术、视网膜手术、玻璃体内注射治疗等。Vision 的医疗专家团队开拓并推动了世界眼科医疗领域中若干技术的进步, 包括率先在白内障手术中应用超声乳化白内障吸出术、率先开展 CMICS “同轴” 微创白内障手术、南半球首例激光白内障手术等, Vision 在澳大利亚率先使用了最新激光眼科手术机 SMILE, 是世界公认的眼科医疗技术研究领导者。**通过私有化 Vision, 有望复制其相关眼科技术进行国内移植, 逐步打入国内眼科市场。**

图 38：2010-2015 年澳洲财年以及 2016-2017 年国内财年 Vison 业绩表现（单位：亿-人民币）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：2010-2015 年数据选取自 Vison 在澳洲交易所 (ASX) 披露年报, 以前一年 7 月 1 日至当年 6 月 30 日为一财年, 故上图中在 2010-2015 年后标 “FY”; 2016 年与 2017 年数据选自江河集团公司年报; 2010-2017 年数据均以相应财报期末汇率转换为人民币。

设立顺义产业基金，进一步拓展医疗领域。2015 年公司与顺义科技创新、舛远投资共同出资设立顺义产业投资基金管理公司, 重点投资医疗健康、生物技术、节能环保、高端信息服务等高成长、高回报的产业。投资存续期为 7 年, 前两年为基金投资期, 目前已过去两年, 未来相关项目投资或加速落地, 增强公司向医疗健康领域拓展能力。

表 3：顺义产业投资基金出资情况

增资前			增资后		
股东名称	出资额	比例	股东名称	出资额	比例

增资前			增资后		
股东名称	出资额	比例	股东名称	出资额	比例
江河创建集团股份有限公司	1800	30%	江河创建集团股份有限公司	2700	30%
上海翀远投资管理有限公司	1800	30%	上海翀远投资管理有限公司	1800	20%
北京顺义科技创新有限公司	1800	30%	北京顺义科技创新有限公司	1800	20%
刘中岳	600	10%	刘中岳	1350	15%
			北京东方雨虹防水技术股份有限公司	1350	15%
合计	6000	100%	合计	9000	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司成为 Primary 第一大股东，持股 15.93%，瞄准国内第三方检测巨大蓝海，参考 Vision 并购线路，公司未来存在私有化 Primary 的可能性。Primary 公司为澳大利亚第一大医疗中心、第二大病理学以及第二大医疗影像的四大蓝筹股之一，Primary 是一家面向医疗保健专业服务人员的服务商，通过医疗中心和病理中心网络提供广泛的医疗保健相关服务，同时也是为执业医师、医药人员和医院提供技术解决方案的重要供应商。澳洲 16000 名以上全科医生和专家使用其临床软件，80%以上大医院使用 Primary 的在线内容和信息资源工具。Primary 在病理、影像等第三方检测方面具有突出优势，在澳大利亚拥有 76 个医疗中心，2380 个病理站点，141 影像站点，提供医疗护理支持、病理学、放射科、药物、理疗以及试管婴儿等综合服务。目前国内独立医学实验室、独立影像中心市场发展较为滞后，并购 Primary 或为公司进军国内市场提供强有力支持。

控股南京泽明，公司国内眼科医疗业务取得实质性进展，也标志着 Vision 医疗资源嫁接中国市场的实质性落地。Vision 附属机构南京泽明主要开展眼底病、视光学以及医学验光配镜等眼科全科诊疗业务，主要业务分布在江苏、安徽等地，旗下拥有近 10 家眼科医院及门诊，汇集了一批知名眼科专家，搭建了学科齐全、经验丰富的医生梯队。同时，南京泽明不断引进国际最新的眼科诊疗技术和先进设备，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。并且公司通过南京泽明收购靖江光明 60% 股权，东方眼科 45% 股权，光正医院 70% 股权，进一步推进公司国内眼科医疗业务在长三角区域的布局。

表 4：南京泽明旗下医院简介

医院名称	医院简介
阜阳泽明眼科医院	成立于 2002 年，阜阳市非营利性二级眼科专科医院、医保定点医院，安徽省首届十佳民营医院，安徽省诚信民营医院。主要业务近视眼手术、白内障手术、眼底病综合治疗、斜弱视治疗和医学验光配镜等
淮南泽明眼科医院	成立于 2013 年，淮南市规模最大的集医疗、教学、科研为一体的专科医院，市唯一通过省卫生厅批准的二级眼科专科医院，占地面积近 1 万平方米，建筑面积 6 千 7 百平方米，开放床位 80 张，优势学科：准分子激光近视眼治疗，白内障，眼底病，青光眼
淮安泽明妇产医院	2014 年 9 月对外营业，医院占地 17 亩，现有建筑面积 1.25 万平米，淮安市卫生局批准筹建的以妇产科、眼科、儿科、体检等为特色的非政府办营利性二级专科医院，现有 200 张床位
常州泽明眼科医院	常州市二级眼科专科医院，位于常州市钟楼区，使用面积约 9000 m ² ，总投资额约 5200 万元，江苏省人民医院眼科作为专业技术支持，旗下运营的阜阳泽明眼科医院与淮南泽明眼科医院将共享其医疗资源，共同发展

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 39：公司新并入医院主体在江苏和安徽地区的分布



资料来源：公司官网，天风证券研究所

5. 财务预测与投资建议

5.1. 财务预测与估值

上市初期市场国内环境发生较大变化，公司国内业务毛利率有所下行，叠加海外地缘政治及部分发达地区地区性因素，公司海外订单盈利性同样有所下滑。此外在公司 2012 年起并入承达集团、港源装饰等内装主体后，经历了一定时间的业务与管理架构整合。公司于 2013 年到 2016 年计提了较多坏账准备，此外公司也对于前几年新并入主体进行充分商誉计提，目前“轻装上阵”，未来影响业绩的潜在计提因素显著弱化。

传统业务方面，近年来公司“苦练内功”，狠抓现金流，传统业务触底反弹。公司 2017 年幕墙业务回款改善，预计趋势可以延续；内装业务方面，在北京承达并入承达集团后，承达集团有望进一步拓展内地业务，并与公司幕墙业务产生协同，预计收入将逐步回升。基于公司目前战略强调以项目效益为核心，着重提升项目整体质量与回款保障，保守估测公司装修装饰板块 2018 年营收增速为 6%，但毛利率有望缓步提升。

医疗业务方面，拓展速度显著加快。2017 年通过新开、并购等方式新增常州泽明、靖江光明、淮南东方、东台光正等医院，大力拓展国内市场。目前在长三角地区拥有近 10 家眼科医院。医疗板块的持续开拓在公司的战略规划中具有重要地位，参考并购主体业绩以及公司对于医疗板块的布局规划，我们估测公司医疗板块 2018 年营收增速为 40%，毛利率维持稳定。

此外，上述预测有两个核心假设：

第一，公司医疗业务推进如期进行，海外医疗主体 Vision 可以顺利嫁接中国市场。

第二，公司幕墙业务项目管理持续加强，新增项目回款顺利；内装业务主体港源装饰与承达集团业务推进顺利。

表 5：收入分项预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
装饰业务						
营收（百万）	16,067.92	14,605.28	14,519.55	15,390.73	16,621.98	17,785.52
同比增速	1.06%	-9.10%	-0.59%	6.00%	8.00%	7.00%

毛利率	14.55%	13.14%	14.26%	14.30%	14.50%	14.50%
医疗业务						
营收 (百万)	83.97	630.16	777.02	1,087.83	1,631.74	2,284.44
同比增速		650.46%	23.31%	40.00%	50.00%	40.00%
毛利率	21.14%	32.24%	31.16%	30.00%	30.00%	29.00%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 6: 盈利预测明细

单位:百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	15,239.59	15,296.57	16,478.55	18,253.73	20,069.96
营业成本	13,115.84	12,984.35	13,951.33	15,354.02	16,828.57
营业税金及附加	64.28	39.38	42.43	47.00	51.67
营业费用	202.77	189.79	217.13	240.52	264.92
管理费用	973.70	1,124.09	1,074.48	1,190.14	1,244.34
财务费用	100.37	318.76	202.57	156.46	125.35
资产减值损失	282.83	29.23	39.31	50.13	51.72
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	45.96	55.26	48.03	47.38	76.50
其他	(91.93)	(135.96)	(96.07)	(94.76)	(153.01)
营业利润	545.74	691.67	999.34	1,262.84	1,579.89
营业外收入	79.10	71.03	70.23	73.46	71.57
营业外支出	16.82	25.51	16.51	19.61	20.54
利润总额	608.03	737.20	1,053.07	1,316.69	1,630.92
所得税	139.06	145.65	240.84	301.13	372.99
净利润	468.97	591.55	812.23	1,015.56	1,257.93
少数股东损益	117.40	125.09	203.06	253.89	314.48
归属于母公司净利润	351.56	466.46	609.17	761.67	943.45
每股收益 (元)	0.30	0.40	0.53	0.66	0.82

资料来源: Wind, 天风证券研究所

通过测算, 公司 2018-2020 年预测营收为 164.79、182.54、200.70 亿元; EPS 分别为 0.53、0.66、0.82 元/股, 对应 PE 为 17、13、11。

相对估值法得出公司 10.80 元/股目标价

公司在同行业公司间估值处于较低位置, 下表中可比上市公司在 2018 年 3 月 30 日 PE (TTM) 中位数为 25.33 倍, 而公司该值仅为 21.67 倍。公司幕墙业务进入业绩拐点, 内装业务完成整合, 旗下承德集团并入北京承德, 内装业务有望实现增长; 此外, 公司医疗板块拓展迅速, 且决心坚定, 参考眼科医院上市机构希玛眼科估值, 公司医疗板块估值存在低估现象。综上考虑, 公司理应获得一定的估值溢价, 我们基于公司 2017 年对应每股收益 27 倍的估值溢价, 高出可比上市公司估值中位数, 由此可得公司目标价为 10.80 元/股 (2017 年 $EPS_{0.40} \times 27$)。

表 7: 同行业上市公司 2018 与 2019 年市盈率 wind 一致性预期

证券代码	证券简称	2018/3/30PE (TTM)	2018E	2019E
002789.SZ	建艺集团	31.83	26.36	17.46
002781.SZ	奇信股份	29.16	22.03	17.62
603030.SH	全筑股份	25.79	18.10	14.52
002375.SZ	亚厦股份	25.33	17.26	12.89

002620.SZ	瑞和股份	24.79	18.87	13.64
601886.SH	江河集团	21.67	16.60	13.70
002482.SZ	广田集团	19.30	17.33	13.27
002081.SZ	金螳螂	17.67	14.60	12.18

资料来源: Wind, 天风证券研究所

另外, 截止 2018 年 3 月 30 日, 公司市值 101 亿, 但旗下三大资产承达集团 (已在香港上市), 梁志天设计 (拟在香港上市), Vision 市值或参考市值总和超过 220 亿。有效资产的较高价值也给予公司较高的安全边际。

表 8: 公司目前有效资产具有较高价值

控股主体名称	控股比率	净资产 (亿人民币)	市值或参考市值 (亿人民币)	参考估值对象
承达集团 (1568.HK)	69.50%	16.03	74.5	
梁志天设计	70%	3.80	50.4	杰恩设计 (300668.SZ)
Vision	100%	5.54	96	希玛眼科 (HK.3309)
加总			220.9	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5.2. 投资建议

在经历了前几年“苦练内功”、狠抓现金流之后, 公司目前经营质量不可同日而语, 传统主业竞争力显著提升, 现金流明显改善。公司医疗业务在国内的拓展逐渐提速, 拓展第二主业决心坚定。我们认为公司目前传统主业竞争力显著提升与医疗业务大力拓展背景下, 在当前时点的投资价值逐步显现, 维持“买入”评级。提升 2018-2019 年净利润增长预期由 14.75%、11.13%至 30.59%、25.03%, 预计 2018-2020 年 EPS 为 0.53、0.66、0.82, 对应 PE 为 17、13、11。

6. 风险提示

我国固定资产投资增速加速下行, 医疗业务板块拓展不达预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,350.18	2,893.01	3,130.93	3,833.28	4,013.99	营业收入	15,239.59	15,296.57	16,478.55	18,253.73	20,069.96
应收账款	12,122.54	12,045.00	14,025.06	15,156.23	17,435.70	营业成本	13,115.84	12,984.35	13,951.33	15,354.02	16,828.57
预付账款	369.80	421.10	429.85	516.47	537.12	营业税金及附加	64.28	39.38	42.43	47.00	51.67
存货	2,050.60	2,060.65	2,362.73	2,556.43	2,920.36	营业费用	202.77	189.79	217.13	240.52	264.92
其他	978.48	1,283.22	1,008.99	1,289.69	1,306.24	管理费用	973.70	1,124.09	1,074.48	1,190.14	1,244.34
流动资产合计	19,871.60	18,702.98	20,957.55	23,352.10	26,213.42	财务费用	100.37	318.76	202.57	156.46	125.35
长期股权投资	30.07	29.17	29.17	29.17	29.17	资产减值损失	282.83	29.23	39.31	50.13	51.72
固定资产	1,037.91	1,059.37	1,007.48	955.58	903.69	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	45.96	55.26	48.03	47.38	76.50
无形资产	876.19	872.09	825.43	778.78	732.12	其他	(91.93)	(135.96)	(96.07)	(94.76)	(153.01)
其他	3,535.04	3,442.31	3,425.99	3,427.55	3,419.61	营业利润	545.74	691.67	999.34	1,262.84	1,579.89
非流动资产合计	5,479.21	5,402.94	5,288.07	5,191.08	5,084.58	营业外收入	79.10	71.03	70.23	73.46	71.57
资产总计	25,350.81	24,105.92	26,245.62	28,543.18	31,298.00	营业外支出	16.82	25.51	16.51	19.61	20.54
短期借款	2,187.65	1,531.35	1,296.88	1,552.41	1,790.63	利润总额	608.03	737.20	1,053.07	1,316.69	1,630.92
应付账款	7,330.00	7,422.36	8,407.30	8,831.23	9,764.21	所得税	139.06	145.65	240.84	301.13	372.99
其他	7,451.16	7,314.53	7,175.95	8,006.89	8,426.40	净利润	468.97	591.55	812.23	1,015.56	1,257.93
流动负债合计	16,968.81	16,268.24	16,880.13	18,390.52	19,981.24	少数股东损益	117.40	125.09	203.06	253.89	314.48
长期借款	72.73	48.38	60.26	64.89	55.36	归属于母公司净利润	351.56	466.46	609.17	761.67	943.45
应付债券	697.53	0.00	708.18	468.57	392.25	每股收益(元)	0.30	0.40	0.53	0.66	0.82
其他	208.66	167.42	178.14	184.74	176.77						
非流动负债合计	978.91	215.80	946.58	718.19	624.37						
负债合计	17,947.73	16,484.04	17,826.72	19,108.72	20,605.61	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	721.28	729.28	932.33	1,186.22	1,500.71	成长能力					
股本	1,154.05	1,154.05	1,154.05	1,154.05	1,154.05	营业收入	-5.68%	0.37%	7.73%	10.77%	9.95%
资本公积	2,955.34	3,040.45	3,040.45	3,040.45	3,040.45	营业利润	59.48%	26.74%	44.48%	26.37%	25.11%
留存收益	5,287.19	5,723.35	6,332.52	7,094.19	8,037.64	归属于母公司净利润	12.49%	32.68%	30.59%	25.03%	23.87%
其他	(2,714.78)	(3,025.24)	(3,040.45)	(3,040.45)	(3,040.45)	获利能力					
股东权益合计	7,403.08	7,621.88	8,418.90	9,434.46	10,692.40	毛利率	13.94%	15.12%	15.34%	15.89%	16.15%
负债和股东权益总计	25,350.81	24,105.92	26,245.62	28,543.18	31,298.00	净利率	2.31%	3.05%	3.70%	4.17%	4.70%
						ROE	5.26%	6.77%	8.14%	9.23%	10.26%
						ROIC	7.67%	18.21%	19.43%	19.49%	21.54%
						偿债能力					
						资产负债率	70.80%	68.38%	67.92%	66.95%	65.84%
						净负债率	111.37%	129.98%	134.37%	128.75%	117.38%
						流动比率	1.17	1.15	1.24	1.27	1.31
						速动比率	1.05	1.02	1.10	1.13	1.17
						营运能力					
						应收账款周转率	1.30	1.27	1.26	1.25	1.23
						存货周转率	5.87	7.44	7.45	7.42	7.33
						总资产周转率	0.64	0.62	0.65	0.67	0.67
						每股指标(元)					
						每股收益	0.30	0.40	0.53	0.66	0.82
						每股经营现金流	1.13	1.20	0.11	0.55	0.10
						每股净资产	5.79	5.97	6.49	7.15	7.96
						估值比率					
						市盈率	28.76	21.67	16.60	13.27	10.72
						市净率	1.51	1.47	1.35	1.23	1.10
						EV/EBITDA	12.81	6.91	6.34	5.25	4.56
						EV/EBIT	15.57	7.99	6.86	5.61	4.83

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com