

江河集团（601886.SH）点评报告

装饰主业稳中向好，医疗版图有望加速扩张

核心观点：

● 订单收入逐季好转，装饰业务有望稳中向好发展

传统业务上，公司今年前三季度订单和收入正逐季好转。前三季度公司内装外装合计中标 130 亿元，同期增长 31.36%，其中三季度增幅较大，幕墙中标额有较大增长。公司前三季度收入（绝大部分是装饰业务）虽负增长 6.98%，但增速逐季回升，三季度单季增速已由负转正。随着订单逐步转化为收入，未来公司装饰收入有望稳中向好发展。

● 投资控股南京泽明是国内眼科医院落地的重大进展

若以 1 亿初始估值以及 2015 年净利润 686 万计算，并购的估值为 14.6 倍，远低于可比上市公司。南京泽明虽然对公司利润不构成重大影响，但如投资入股成功，将成为国内眼科医院落地的第一步，有助于公司国内外业务的协同开展，海外 Vision 公司的先进的管理和技术有望引进国内并产生一定协同效应。从估值先决条件中可以看出，为满足这些条件，南京泽明后续可能还会收购或设立眼科医院。

● 继续增资顺义产业基金，医疗版图有望加速扩张

● 投资建议

此次投资入股南京泽明是公司国内眼科医院落地的重要一步，可以预期公司将来在国内还将投资或设立更多的眼科医院。在双主业齐发展的思路下，公司的医疗版图有望持续加速扩张，传统装饰主业将可能维持稳中向好的发展态势。综上，公司成长前景值得期待，我们维持对公司“买入”评级，预计 2016-2018 年 EPS 为 0.33、0.42、0.52 元。

● 风险提示

固定资产投资增速下滑加速；本次签署的为框架协议，具体实施仍存不确定性；医疗并购进度不及预期。

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	15,904.28	16,156.59	16,919.21	19,778.17	22,313.58
增长率(%)	33.63%	1.59%	4.72%	16.90%	12.82%
EBITDA(百万元)	1,062.40	1,104.96	1,240.30	1,440.87	1,612.77
净利润(百万元)	276.90	312.53	384.35	481.73	600.32
增长率(%)	-4.79%	12.87%	22.98%	25.34%	24.62%
EPS（元/股）	0.240	0.271	0.333	0.417	0.520
市盈率（P/E）	34.59	46.56	34.74	27.72	22.24
市净率（P/B）	1.84	2.45	2.11	1.96	1.80
EV/EBITDA	9.46	13.75	12.26	12.61	11.98

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

11.57 元

前次评级

买入

报告日期

2016-11-21

相对市场表现



分析师：唐笑 S0260512030009



010-59136616



tangxiao@gf.com.cn

分析师：岳恒宇 S0260516080005



010-59136612



yuehengyu@gf.com.cn

相关研究：

江河集团（601886.SH）跟踪 2016-08-26

报告：净利润增速略低于预

期，医疗业务正向好发展

江河集团（601886.SH）公告 2016-04-07

点评：继续增持 Primary，后

续并购可能持续超预期

江河创建（601886.SH）年报 2016-03-25

点评：传统业务收入承压，转

型医疗速率有望超预期

联系人：张欣劼 010-59136612

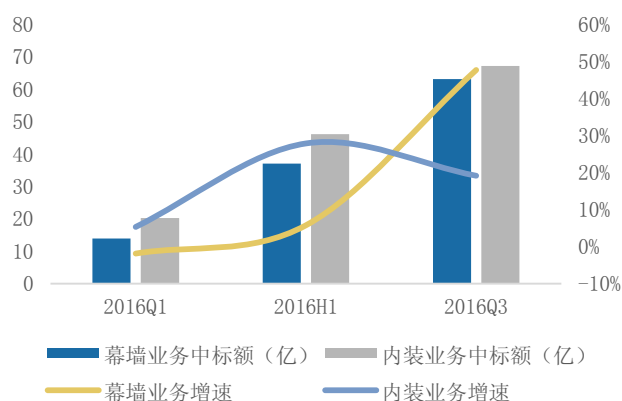
zhangxinjie@gf.com.cn

公司近日发布公告，与南京泽明医院管理有限公司（下称“南京泽明”）签订了投资框架协议；向北京顺义产业投资基金增资。点评如下：

1、订单收入逐季好转，装饰业务有望稳中向好发展

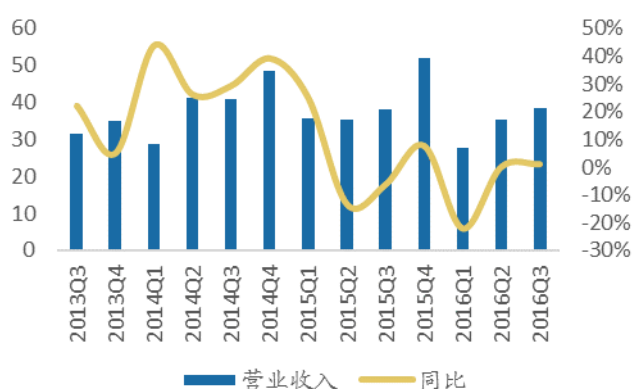
传统业务上，公司今年前三季度订单和收入正逐季好转。前三季度公司内装外装合计中标130亿元，同比增长31.36%，其中三季度增幅较大，幕墙中标额有较大增长。公司前三季度收入（绝大部分是装饰业务）虽负增长6.98%，但增速逐季回升，三季度单季增速已由负转正。随着订单逐步转化为收入，未来公司装饰收入有望稳中向好发展。

图1：公司单季度订单情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：公司单季收入及增速（亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

2、投资控股南京泽明是国内眼科医院落地的重大进展

南京泽明旗下拥有四家二级专科医院（详细情况见表1）、一家视光管理公司、两家医疗器械及耗材销售公司，目前拥有职工250人，其中医生52名。旗下医院主要开展眼科全科诊疗项目，在江苏、安徽地区有一定影响力。

表1：南京泽明下属医院简介

所属医院	医院简介
阜阳泽明眼科医院	2002年成立，阜阳市非营利性二级眼病专科医院、医保定点医院。获得安徽省民营医院协会“安徽省诚信民营医院”称号。在近视眼手术、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方面，积累了丰富的经验。
淮南东方眼科医院	2013年成立，淮南规模最大的集医疗、教学、科研为一体的专科医院，也是淮南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。优势学科为准分子激光近视眼治疗，白内障、眼底病、青光眼治疗。
淮安协和医院	公司主要参与投资运营。淮安协和医院于2014年9月对外营业，医院占地17亩，现有建筑面积12500平方米。淮安协和医院是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。
常州泽明医院	眼科二级专科医院。位于常州市钟楼区，使用面积约9000 m ² ，总投资额约5200万元。医院现处于筹建阶段，计划于2016年年底完工。

数据来源：南京泽明官方网站

此次公司通过购买南京泽明股东21%股权并向南京泽明增资的方式最终持有51%股份，达到控股地位。南京泽明初始估值为1亿元，在满足一系列条件后，估值会增加（见表2）。从先决条件中可以看出，为满足这些条件，南京泽明后续可能还会收购或设立眼科医院。

表2：南京泽明估值及先决条件

估值	先决条件
1 亿元	初始估值
1.2 亿元	常州泽明眼科医院有限公司在框架协议签署后 6 个月内正式开始营业，若因特殊情况未能按期开业，可延期 3 个月开业；收购或新设立完成两家眼科医院并完成工商登记。
1.3 亿元	标的公司医疗业务收入 2017 年度应较 2016 年度增长不低于 25%；2018 年度应较 2017 年度增长不低于 25%。2017 年、2018 年经审计净利润合计不低于 1000 万元（利润计算不含股权交割日之后新设和并购医院的损益）。

数据来源：公司公告

若以1亿初始估值以及2015年净利润686万计算，并购的估值为14.6倍，远低于可比上市公司。南京泽明虽然对公司利润不构成重大影响，但如投资入股成功，将成为国内眼科医院落地的第一步，有助于公司国内外业务的协同开展，海外Vision公司的先进的管理和技术有望引进国内并产生一定协同效应。

3、继续增资顺义产业基金，医疗版图有望加速扩张

顺义产业投资基金根据发展需要，注册资本有6000万元增加至9000万元，其中公司增资900万元、公司董秘刘中岳增资750万元、新股东东方雨虹增资1350万元。该基金将重点投资医疗健康、生物技术、节能环保等高成长、高回报的产业，前两年为投资期，目前已过一年。我们认为，此次新的增资后相关项目的投资有望加速。

表 3：增资前后基金股东持股比例变化

增资前			增资后		
股东名称	出资额	持股比例	股东名称	出资额	持股比例
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%

数据来源：公司公告

公司的医疗版图持续扩张，公司在全面收购Vision进入眼科领域之后，成立江河威视，准备效仿德视佳建立诊所，投资入股南京泽明是重要一步。成为澳洲医疗巨头Primary第一大股东，瞄准国内第三方诊断巨大蓝海。公司今年上半年又陆续持股了金卫医疗和澳洲Monash IVF Group。公司双主业齐发展的思路十分坚决，医疗版图有望加速扩张。

表 4：江河集团医疗版图持续扩张

持股公司	持股比例	情况介绍
Vision	100%	Vision 是澳大利亚最大的连锁眼科医院，拥有 14 家专业医院、9 家日间手术中心，6 家激光手术中心；能提供全面的眼科医疗服务，
Primary	15.94%	澳洲领先的医疗服务上市公司之一，在病理、影像等第三方检测方面具有突出优势。
北控医疗健康	5.54%	北控医疗健康是北控集团旗下北京建设的联营公司，主要从事建设具有医疗、健康及养老相关之基础设施业务。
金卫医疗	1.40%	金卫医疗在香港和台湾上市，为中国领先的综合性医疗事业集团，在医疗设备和医疗服务领域内的脐带血干细胞储存及医院管理业务占据领导性地位。
Monash IVF Group Ltd	0.33%	MVF 拥有澳洲和世界领先的辅助生殖与产前诊断技术。在试管婴儿、不孕不育治疗领域享有国际声誉。
南京泽明	51%（拟投资）	

数据来源：公司公告，公司半年报、广发证券发展研究中心

4、投资建议

此次投资入股南京泽明是公司国内眼科医院落地的重要一步，可以预期公司将来在国内还将投资或设立更多的眼科医院。在双主业齐发展的思路下，公司的医疗版图有望持续加速扩张，传统装饰主业将可能维持稳中向好的发展态势。综上，公司成长前景值得期待，我们维持对公司“买入”评级，预计2016-2018年EPS为0.33、0.42、0.52元。

风险提示

固定资产投资增速下滑加速；本次签署的为框架协议，具体实施仍存不确定性；医疗并购进度不及预期。

资产负债表		单位：百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
流动资产	17328	18541	19759	25583	28352	
货币资金	2495	3509	1692	1978	1116	
应收及预付	11267	11870	14610	19570	22690	
存货	3534	3139	3457	4035	4546	
其他流动资产	32	24	0	0	0	
非流动资产	2481	3791	2318	2258	2212	
长期股权投资	3	3	3	3	3	
固定资产	986	1119	1095	1068	1045	
在建工程	109	0	100	100	100	
无形资产	1147	2101	851	818	795	
其他长期资产	236	568	269	269	269	
资产总计	19810	22332	22078	27841	30564	
流动负债	13044	14315	13766	18963	20980	
短期借款	2054	2701	2125	5374	5664	
应付及预收	10974	11570	11642	13589	15316	
其他流动负债	16	44	0	0	0	
非流动负债	992	1585	1427	1427	1427	
长期借款	18	0	0	0	0	
应付债券	894	1427	1427	1427	1427	
其他非流动负债	80	158	0	0	0	
负债合计	14036	15900	15193	20390	22407	
股本	1154	1154	1154	1154	1154	
资本公积	2163	2693	2693	2693	2693	
留存收益	1878	2096	2480	2962	3562	
归属母公司股东权	5195	5942	6327	6809	7409	
少数股东权益	547	472	540	625	731	
负债和股东权益	19810	22332	22078	27841	30564	

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	15904	16157	16919	19778	22314
营业成本	13514	13801	14301	16688	18804
营业税金及附加	214	198	34	40	45
销售费用	210	213	254	297	335
管理费用	1024	974	1269	1483	1674
财务费用	192	231	228	238	303
资产减值损失	364	405	351	429	385
公允价值变动收益	-3	0	0	0	0
投资净收益	-49	6	26	40	40
营业利润	333	342	509	644	808
营业外收入	54	61	23	23	23
营业外支出	-3	7	0	0	0
利润总额	390	396	532	667	831
所得税	11	51	80	100	125
净利润	379	344	452	567	706
少数股东损益	102	32	68	85	106
归属母公司净利润	277	313	384	482	600
EBITDA	1062	1105	1240	1441	1613
EPS（元）	0.24	0.27	0.33	0.42	0.52

现金流量表	单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	298	997	-2072	-2729	-829
净利润	379	344	452	567	706
折旧摊销	121	133	178	170	156
营运资金变动	-669	-6	-3339	-4019	-2290
其它	467	525	637	553	598
投资活动现金流	100	-1386	1044	-47	-47
资本支出	-301	-63	1018	-87	-87
投资变动	-3	-1333	26	40	40
其他	403	10	0	0	0
筹资活动现金流	129	1395	-789	3062	14
银行借款	2172	2611	-577	3250	290
债券融资	-2044	-1565	-91	0	0
股权融资	0	548	0	0	0
其他	1	-199	-121	-187	-276
现金净增加额	527	1006	-1817	286	-862
期初现金余额	1897	2495	3509	1692	1978
期末现金余额	2424	3501	1692	1978	1116

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	33.6	1.6	4.7	16.9	12.8
营业利润增长	22.5	2.6	48.7	26.5	25.5
归属母公司净利润增长	-4.8	12.9	23.0	25.3	24.6
获利能力(%)					
毛利率	15.0	14.6	15.5	15.6	15.7
净利率	2.4	2.1	2.7	2.9	3.2
ROE	5.3	5.3	6.1	7.1	8.1
ROIC	14.7	12.3	10.7	9.0	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	71.0	71.3	68.9	73.3	73.4
净负债比率	0.1	0.1	0.3	0.6	0.7
流动比率	1.33	1.30	1.44	1.35	1.35
速动比率	1.03	1.05	1.15	1.11	1.11
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.77	0.76	0.79	0.76
应收账款周转率	1.84	1.39	1.24	1.07	1.04
存货周转率	3.50	4.14	4.14	4.14	4.14
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.27	0.33	0.42	0.52
每股经营现金流	0.26	0.86	-1.80	-2.36	-0.72
每股净资产	4.50	5.15	5.48	5.90	6.42
估值比率					
P/E	34.6	46.6	34.7	27.7	22.2
P/B	1.8	2.4	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.5	13.7	12.3	12.6	12.0

广发建筑行业研究小组

- 唐笑：首席分析师，北京大学光华管理学院金融硕士，具备多年建筑行业研究经验，2012年2月进入广发证券发展研究中心。2013年和2015年分别荣获新财富最佳分析师建筑行业第三名、第二名。
- 岳恒宇：分析师，CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，2015年加入广发证券发展研究中心，2015年新财富最佳分析师建筑行业第二名团队成员。
- 张欣劼：联系人，俄亥俄州立大学金融硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。