

江山欧派 (603208.SH)

多元渠道优势显著，产品毛利率小幅提升

核心观点:

- **多元渠道优势、灵活采销模式打造行业领军企业**

江山欧派公司是一家集研发、生产、销售、服务于一体的专业木门制造企业，凭借其出色的营销渠道、规模化生产能力、优秀的品牌知名度与强大的研发创新能力，在木门行业中异军突起，同时采取原材料半成品结合采购、经销商工程客户双销路等模式，巩固其行业内龙头地位。

- **全年收入同比增长 16.62%，工程大客户渠道贡献明显**

2016 年公司实现营业收入 76,648.76 万元 (YoY+16.62%)，实现归母净利润 10,936.04 万元 (YoY+16.68%)，净利润增长主要来源于工程销售渠道收入的增长，报告期内公司与恒大地产签署《战略合作框架协议》，恒大承诺 17-19 年采购总规模不少于 10 亿元，17-21 年意向采购金额约 20 亿元，与国内大型房地产开发商合作有助于快速放大业务规模。

- **产品毛利率小幅提升增强公司盈利能力**

报告期内公司实木复合门实现营业收入 25,469.37 万元 (YoY+40.83%)，毛利率较去年同期增长 4.32pct 至 25.95%，实木复合门产品收入增长及毛利率提升推动公司整体毛利率上升 0.75pct 至 31.75%。公司不断加强对内销零售渠道、终端的扶植力度和管控力度，保障公司收入持续稳定增长。

- **看好公司借助资本市场带来的先发优势，首次覆盖给予谨慎增持评级**

公司把握产业发展动向，产销环节不断优化，作为行业内首家上市公司，有望借助资本市场不断提升市场占有率。预计公司 2017-2019 年分别实现主营业务收入 10.04、12.89、16.40 亿元，净利润 1.32、1.67、2.10 亿元，当前股价对应 2017 年 33.66xPE，首次覆盖给予公司谨慎增持评级。

- **风险提示**

木门行业竞争格局恶化，新产能投产不及预期。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	657.27	766.49	1,003.81	1,288.81	1,640.23
增长率(%)	45.50%	16.62%	30.96%	28.39%	27.27%
EBITDA(百万元)	126.42	143.99	160.67	198.98	244.51
净利润(百万元)	93.73	109.36	132.17	166.85	209.60
增长率(%)	54.42%	16.68%	20.85%	26.25%	25.62%
EPS(元/股)	1.547	1.804	1.635	2.065	2.593
市盈率(P/E)	-	-	33.66	26.66	21.23
市净率(P/B)	-	-	7.72	5.99	4.67
EV/EBITDA	-0.97	-1.73	25.63	19.83	15.29

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

55.05 元

报告日期

2017-04-11

相对市场表现



分析师: 赵中平 S0260516070005



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师: 申 烨 S0260514080002



020-87578446



shenye@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 汪达 010-59136610

wangda@gf.com.cn

多元渠道优势、灵活采销模式打造行业领军企业

江山欧派股份有限公司是一家集研发、生产、销售、服务于一体的专业木门制造企业，主要产品包括夹板模压门、实木复合门。公司一贯秉持的“专业化、品牌化、标准化、规模化”的发展策略得到市场的认可，深耕木门行业多年，先后推出了“雅居系列”、“爱家系列”、“荣耀系列”等多系列、多风格的产品。

图1：公司主要产品-实木复合门



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

图2：公司主要产品-夹板模压门

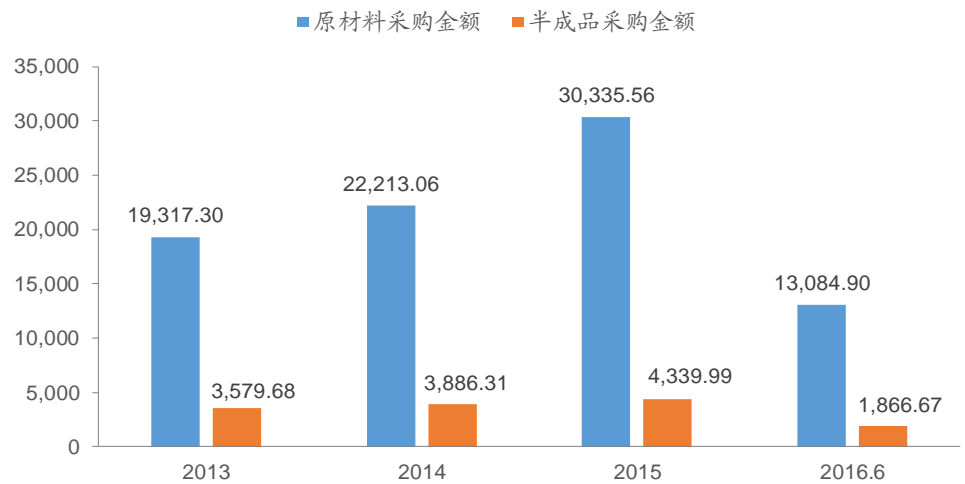


数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

公司发挥营销渠道优势（拥有319家经销商，覆盖全国31个省、市、自治区，并与恒大、万科等知名地产商形成长期战略合作）、**规模化生产优势**（先进的信息系统，全程支持“定制化”木门生产销售）、**良好的品牌知名度**（“幸福家，欧派门”的理念深入人心）和强大的产品研发创新能力，成为木门市场的行业领军企业。

生产端采取原材料和半成品采购相结合的采购模式。出于对部分外购半成品质量控制和最终产品款式统一性等因素的考虑，公司向部分半成品供应商销售半成品所需的部分原材料，形成既采购又销售的情形，部分半成品供应商既是客户又是公司原材料供应商。

图3: 公司采取原材料和半成品采购相结合的采购模式 (万元)



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

销售端以经销商渠道为主, 工程客户渠道为辅。公司产品销售主要通过四个渠道实现: 经销商渠道、工程客户渠道、外贸公司渠道和出口渠道。公司深耕木门行业多年, 销售网络已经覆盖到全国31个省、市、自治区, 并且发展了319家经销商。公司一贯秉持的“专业化、品牌化、标准化、规模化”的发展策略得到市场的认可。

工程客户与外贸客户订单规模相对较大, 公司生产运营能力可满足客户交货周期要求, 在大批量生产前提下兼顾定制化。随着与房地产开发商深入合作, 工程客户渠道收入占比不断提升, 2016年上半年公司工程渠道的收入占比已提升至43.42%, 公司完成上市后企业信用背书进一步增强, 工程订单拿单能力有望提升。

表 1: 不同类型客户订单及生产模式不同

客户类型	订单特点	生产方式
内销的经销商客户	小批量、个性化	小批量定制化
工程客户和外贸客户	大批量、个性化	大批量兼顾定制化

数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

募投项目陆续投产弥补产能不足, 打开成长空间

随着公司业务不断扩张, 公司现有的产品产能已经无法完全满足公司未来发展的需要, 公司IPO募集资金拟投入“年产30万套实木复合门项目”、“年产30万套模压门项目”、“年产20.5万件定制柜类产品项目”、“营销网络建设项目”并补充流动资金。募投重点在于产能扩充及营销网络建设, 年产30万套实木复合门、年产30万套模压门项目预计将于2018年逐步投产, 打开中长期成长空间。

表2: IPO募集资金拟投入项目

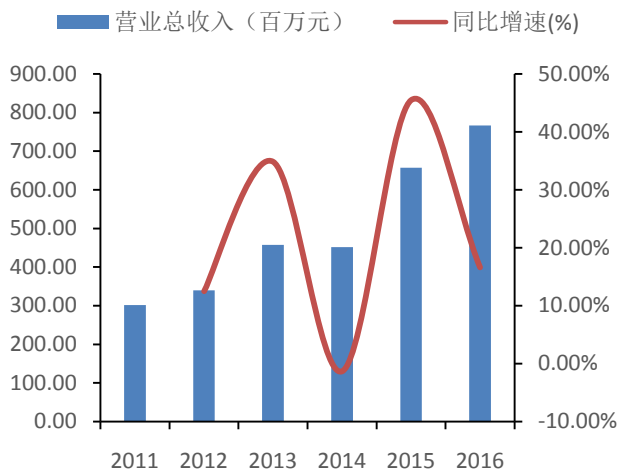
项目名称	实施地点	项目投资总额	使用募集资金投资金额
年产30万套实木复合门项目	江山	13,953.66万元	11,873.12万元
年产30万套模压门项目	江山	3,753.25万元	3,753.25万元
年产20.5万件定制柜类产品项目	江山	37,000万元	19,490.58万元
营销网络建设项目	上海、北京、广州	3,522.00万元	3,522.00万元
补充流动资金	江山	不超过6,000万元	不超过6,000万元

数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

全年收入同比增长 16.62%，工程大客户渠道贡献明显

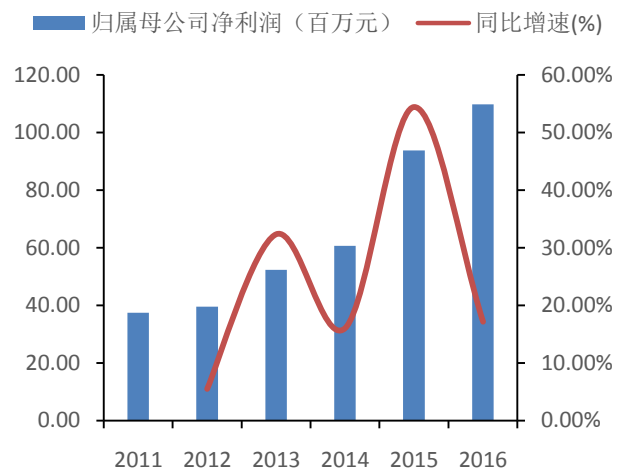
报告期内公司实现营业收入76,648.76万元 (YoY+16.62%)，实现归母净利润10,936.04万元 (YoY+16.68%)，净利润增长主要来源于工程销售渠道收入的增长。工程业务立足大客户战略，同时实行精细化管理，有效并快速地提供符合客户要求的产品和服务，保持公司的竞争优势，保证公司收入的持续稳定增长。股利政策方面，公司拟10派4.1元 (含税)

图4: 2016年公司营业总收入同比增长16.6%



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

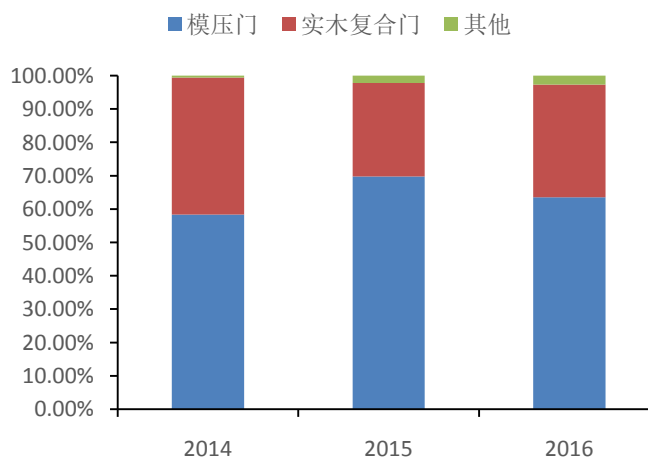
图5: 2016年公司净利润同比增长16.68%



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

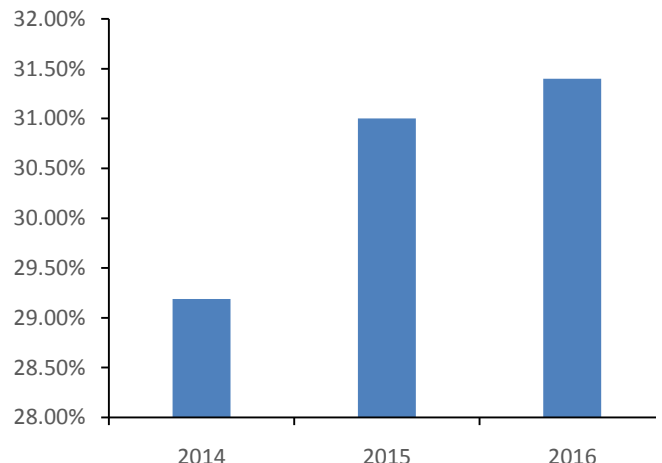
夹板模压门全年实现主营业务收入48,000.39万元 (YoY+6.43%)，实木复合门实现主营业务收入25,469.37万元 (YoY+40.83%) 毛利率较去年同期增长4.32pct至25.95%。原材料成本控制能力以及规模效应维持公司较高毛利率水平，2016年公司产品毛利率上升1.01pct至31.40%，横向对比来看公司产品毛利率位仍居行业领先水平。

图6: 实木复合门收入占比略有提升



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

图7: 主营产品毛利率提升至31.40%



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

地产商合作进展顺利，与恒大战略合作彰显龙头地位

公司工程客户规模快速增长，与恒大地产、万科地产、世贸地产等国内知名房地产企业建立了战略合作伙伴关系。公司最新与恒大地产签署《战略合作框架协议》，恒大承诺17-19年采购总规模不少于10亿元，17-21年意向采购金额约20亿元，与国内大型房地产开发商合作有助于快速放大业务规模。未来公司将进一步完善产业布局，加强产品研发、设计能力，为市场推出更多高品质、高附加值且顺应市场需求的木门产品。

盈利预测与估值：

看好公司借助资本市场力量带来的先发优势，首次覆盖给予谨慎增持评级。木门行业在大家居产业中偏向前端，家装入口意义更强，公司把握产业发展动向，生产及销售环节不断优化，作为行业内首家上市公司，有望借助资本市场力量不断提升市场占有率。预计公司2017-2019年分别实现主营业务收入10.04、12.89、16.40亿元，净利润1.32、1.67、2.10亿元，当前股价对应2017年33.66xPE，首次覆盖给予公司谨慎增持评级。

风险提示：

木门行业竞争格局恶化，新产能投产不及预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	370	564	699	985	1329
货币资金	122	249	331	502	711
应收及预付	147	206	223	297	382
存货	100	109	144	185	236
其他流动资产	1	0	0	0	0
非流动资产	228	285	264	269	279
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	184	179	159	139	118
在建工程	0	6	8	9	12
无形资产	33	77	96	119	143
其他长期资产	11	23	1	3	6
资产总计	599	849	963	1254	1608
流动负债	225	351	384	507	651
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	225	351	383	507	651
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	13	55	3	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	55	3	4	4
负债合计	238	405	386	511	655
股本	61	61	81	81	81
资本公积	91	91	71	71	71
留存收益	203	292	424	591	801
归属母公司股东权	361	444	576	743	953
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	599	849	963	1254	1608

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	107	170	135	190	233
净利润	94	109	132	167	210
折旧摊销	21	21	22	22	23
营运资金变动	-15	42	-21	7	6
其它	7	-2	2	-6	-5
投资活动现金流	-28	-35	-1	-20	-24
资本支出	-28	-79	0	-18	-21
投资变动	0	0	-1	-2	-3
其他	0	43	0	0	0
筹资活动现金流	-24	-18	-52	2	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	-5	0	-52	2	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-19	-18	0	0	0
现金净增加额	55	117	82	171	209
期初现金余额	61	122	249	331	502
期末现金余额	116	239	331	502	711

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	45.5	16.6	31.0	28.4	27.3
营业利润增长	75.5	17.7	21.8	27.9	26.6
归属母公司净利润增长	54.4	16.7	20.9	26.2	25.6
获利能力(%)					
毛利率	31.0	31.7	30.2	29.7	29.5
净利率	14.3	14.3	13.2	12.9	12.8
ROE	26.0	24.6	22.9	22.5	22.0
ROIC	38.0	54.0	48.9	63.8	80.8
偿债能力					
资产负债率(%)	39.8	47.7	40.1	40.7	40.7
净负债比率	-0.3	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7
流动比率	1.65	1.61	1.82	1.94	2.04
速动比率	1.14	1.28	1.40	1.54	1.64
营运能力					
总资产周转率	1.26	1.06	1.11	1.16	1.15
应收账款周转率	11.19	9.20	10.23	10.00	9.93
存货周转率	4.82	5.02	4.86	4.90	4.91
每股指标(元)					
每股收益	1.55	1.80	1.64	2.06	2.59
每股经营现金流	1.76	2.81	1.67	2.35	2.88
每股净资产	5.95	7.33	7.13	9.19	11.79
估值比率					
P/E	-	-	33.7	26.7	21.2
P/B	-	-	7.7	6.0	4.7
EV/EBITDA	-1.0	-1.7	25.6	19.8	15.3

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	657	766	1004	1289	1640
营业成本	454	523	701	906	1156
营业税金及附加	6	8	9	12	15
销售费用	40	53	69	89	113
管理费用	53	60	86	105	134
财务费用	-2	-2	-8	-12	-17
资产减值损失	5	5	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	102	120	146	187	237
营业外收入	11	11	11	11	11
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	109	128	154	194	244
所得税	15	19	22	28	35
净利润	94	109	132	167	210
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	94	109	132	167	210
EBITDA	126	144	161	199	245
EPS(元)	1.55	1.80	1.64	2.06	2.59

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 申 烨： 分析师，南京大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 任尚伟： 研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015年进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	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31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。