

江山欧派 (603208.SH) 家用轻工行业

评级：增持 首次评级

公司研究

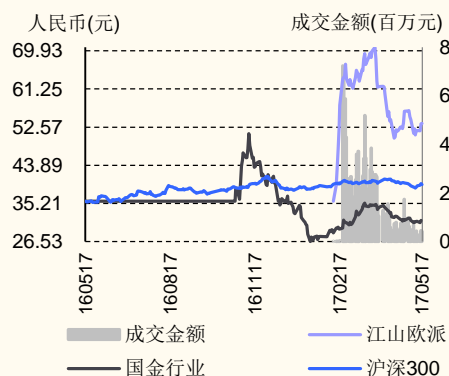
市场价格 (人民币): 53.43 元

木门领军企业上市扩产, B、C 端业务齐飞在即

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	-
总市值(百万元)	3,238.18
年内股价最高最低(元)	70.73/35.76
沪深 300 指数	3409.97
上证指数	3104.44



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.55	1.80	1.64	2.29	3.09
每股净资产(元)	5.85	7.33	12.15	13.23	15.30
每股经营性现金流(元)	1.76	2.81	1.02	2.60	3.42
市盈率(倍)	NA	NA	33	23	17
行业优化市盈率(倍)	93	82	180	180	180
净利润增长率(%)	54.42%	16.68%	21.39%	39.47%	34.87%
净资产收益率(%)	26.42%	24.63%	13.52%	17.32%	20.20%
总股本(百万股)	60.61	60.61	80.82	80.82	80.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是国内木门行业领军企业, 工程业务放量带动业绩高速增长。江山欧派成立于 2004 年, 是一家集研发、生产、销售、服务于一体的专业木门制造企业。受益工程业务的放量, 以及叠加终端销售量价齐升, 公司 2016 年和 2017 年一季度收入分别增长 16.62% 和 74.17%。
- 木门行业现阶段发展良好, 未来市场规模将超 1,800 亿元。2005-2016 年, 国内木门行业实现 14.97% 的复合增长, 2016 年整体市场规模达到 1,280 亿元。目前, 国内木门行业已经形成以珠三角和长三角为核心的 6 大产业集群, 木门企业数量超过 6,000 家, 但企业收入规模突破 10 亿元关口的企业仅有梦天和 TATA 两家, 市场格局相对分散, 行业集中度低。对比北美木门两大企业合计 70% 以上的市场占有率, 国内品牌木门将在行业标准逐步完善的过程中扩大市场份额。在需求端, 木门消费需求呈现多元化, 在消费升级、二次装修和安居工程等因素的驱动下, 未来行业 B、C 端业务将同步发展。我们通过对商品房、二次装修和安居工程等相关数据进行假设, 测算未来三年国内木门行业市场需求将突破 1.3 亿樘, 整体市场规模将超过 1,800 亿元。
- 核心优势凸显, IPO 募投拓宽发展空间。销售端: 目前公司拥有 319 家经销商, 营销网络覆盖全国 31 个省份, 是行业内覆盖范围最广的销售网络。今年 3 月, 公司与恒大材料签订了未来三年采购总额不低于 10 亿元的合作协议, 促使工程业务增长具备强力保障。同时, 公司也与国内其他知名地产商有良好合作关系。另一方面, 公司升级经销模式, “家立方” 在全国已开设 600 家, 有效提高了重点店面的运营质量, 增强了店面集客和成交能力。我们认为, 公司目前已形成业绩双核驱动格局, 未来增长将更具动力; 制造端: 公司采用 “标准与柔性” 相结合的生产模式, 生产效率明显领先行业平均水平, 具备较强定制产品规模化生产及短期内大规模供货能力; 产品品牌端: 公司近年来连续推出多款新品, 产品已经成功满足从低端到高端各类木门消费需求。同时, 公司多次获得 “最受欢迎品牌” 和 “十大木门品牌” 等企业殊荣; 信息化: 公司已经建成信息化平台, 实现了从生产、研发到销售物流的协同与整合, 显著提高了经营管理效率和市场快速反应能力。公司本次 IPO 上市募投项目将有效解决公司现阶段木门产能瓶颈。同时, 公司借助公开发行横向切入定制柜体业务, 或将为公司带来新的业绩增长点。

揭力 分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博 联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳 联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

估值与投资建议

- 我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 为 1.64/2.29/3.09 元/股。考虑到公司 IPO 上市扩充木门产能，同时重点布局快速成长的定制柜类业务，我们给予公司 2017 年 PE 为 40 倍，对应目标价 65.7 元/股，首次给予“增持”评级。

风险

- 宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，IPO 募投建设和达产不达预期的风险。

内容目录

公司概况：中国木门行业领军企业	4
专注木门研发、生产和销售	4
行业现阶段发展良好，未来市场规模将超 1,800 亿元	5
我国木门行业保持增长，品牌木门市占率将大幅提升	5
行业具备亿级市场需求，B 端、C 端业务皆具强劲驱动	6
核心优势明显，IPO 募投拓宽发展空间	9
盈利预测	12
关键假设	12

图表目录

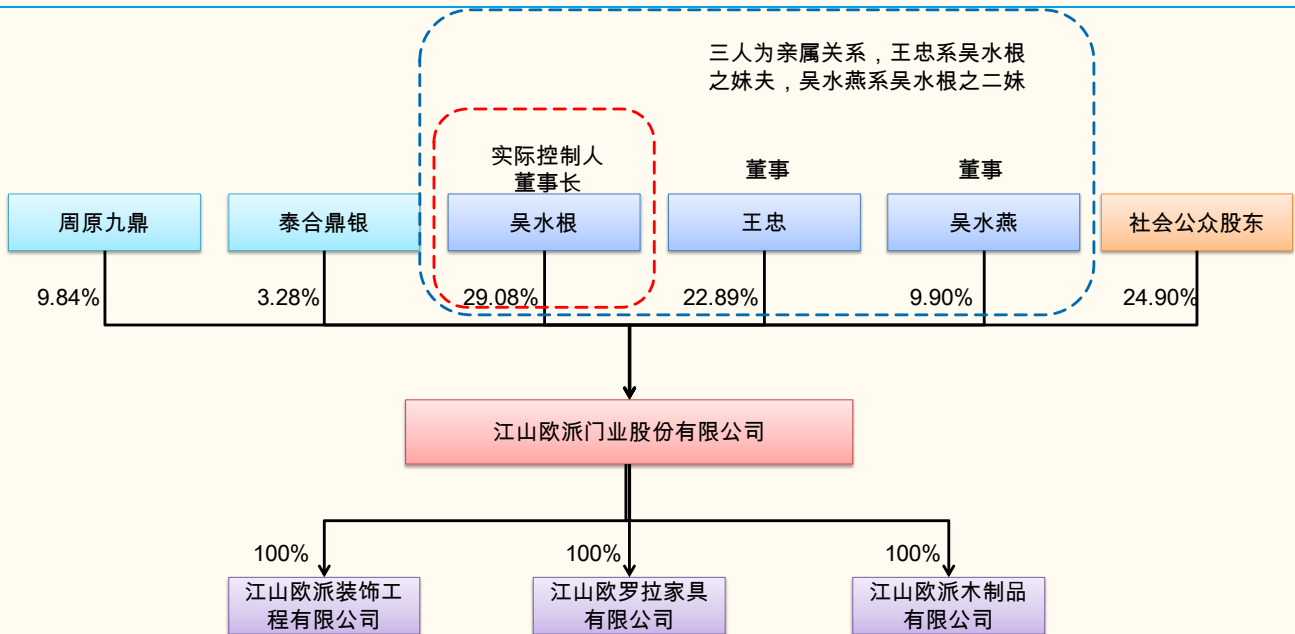
图表 1：江山欧派股权结构图	4
图表 2：江山欧派营业规模不断扩大	4
图表 3：江山欧派近年利润显著增加	4
图表 4：江山欧派盈利能力逐步增强	5
图表 5：江山欧派主营业务结构	5
图表 6：国内木门行业规模已破千亿	5
图表 7：国内木门行业 6 大产业集群	6
图表 8：国内知名木门企业产值情况（亿元）	6
图表 9：木门行业需求呈现多元化	6
图表 10：木门产品消费年龄结构	7
图表 11：消费者选购木门最关注方面指数分析	7
图表 12：2005 年起我国商品房销售放量明显（亿平米）	7
图表 13：部分城市二手房销售情况	7
图表 14：近年部分省市全装修房屋相关政策	8
图表 15：国内大型地产商精装修项目占比（%）	8
图表 16：国家保障性安居工程建设情况	8
图表 17：木门行业市场规模测算	9
图表 18：江山欧派经销网络覆盖全国 31 个省份	10
图表 19：公司工程客户收入现井喷式增长	10
图表 20：恒大材料在公司的采购金额不断扩大	10
图表 21：江山欧派“家立方”形象店	11
图表 22：江山欧派各系列产品展示	11
图表 23：公司建立的以客户为核心的 SCM 信息化系统	12
图表 24：公司 IPO 募投项目	12
图表 25：江山欧派盈利预测	12

公司概况：中国木门行业领军企业

专注木门研发、生产和销售

- 江山欧派门业股份有限公司成立于 2004 年，是一家集研发、生产、销售和服务于一体的专业木门制造企业。公司主要产品包括夹板模压门、实木复合门，旗下拥有“雅居系列”、“爱家系列”和“荣耀系列”等产，公司先后获得“中国驰名商标”、“中国门窗三十强”和“国家高新技术企业”等多项企业荣誉，是国内木门行业的领军企业。
- 2017 年 2 月 10 日，公司上市发行 2,021 万股，发行后总股本为 8,081.61 万股。公司董事长吴水根持有 2,350 万股，占发行后总股本的 29.08%，为第一大股东和实际控制人。

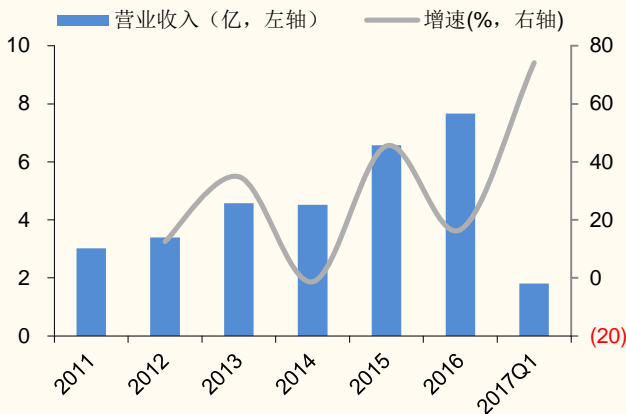
图表 1：江山欧派股权结构图



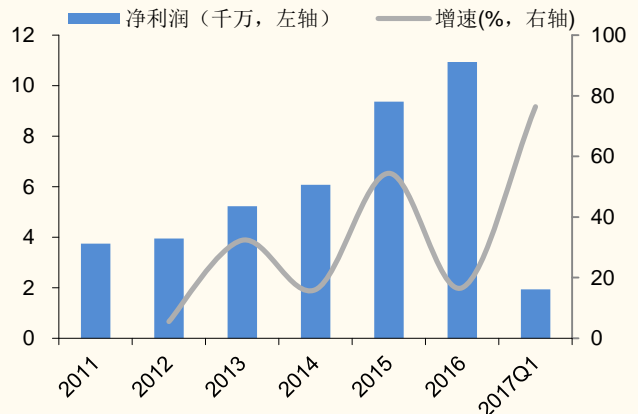
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **工程业务放量，产品毛利提升。**2016 年和 2017 年第一季度，公司分别实现主营业务收入 7.66 亿元和 1.81 亿元，同比分别增长 16.62%和 74.17%。2016 年，公司工程业务开始放量，同时叠加销售量与销售价格分别上涨 6.08%和 13.33%的因素，促使整体收入规模稳步扩大。2017 年一季度，工程业务和外贸业务放量带动营收再上新台阶。2016 年，公司第二大核心业务实木复合门毛利率提升至 25.95% (+4.32pct.)，为整体毛利率增长至 31.75%贡献 1.44pct.，公司整体保持较高盈利水平。

图表 2：江山欧派营业规模不断扩大

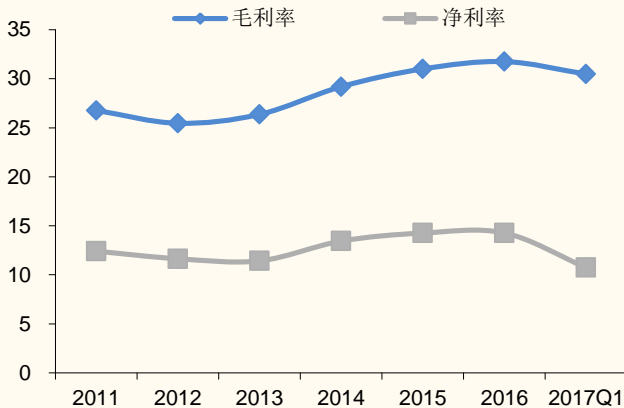


图表 3：江山欧派近年利润显著增加



来源：wind，国金证券研究所

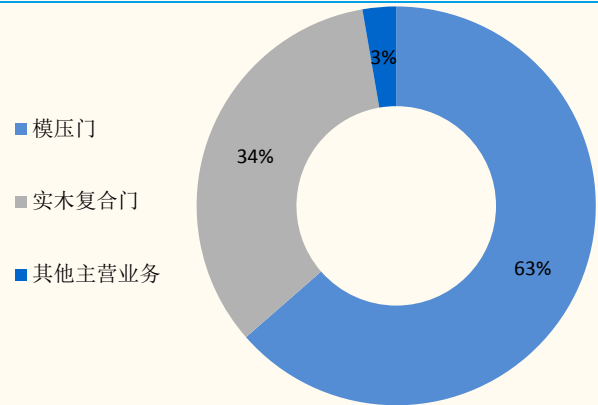
图表 4：江山欧派盈利能力逐步增强



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表 5：江山欧派主营业务结构



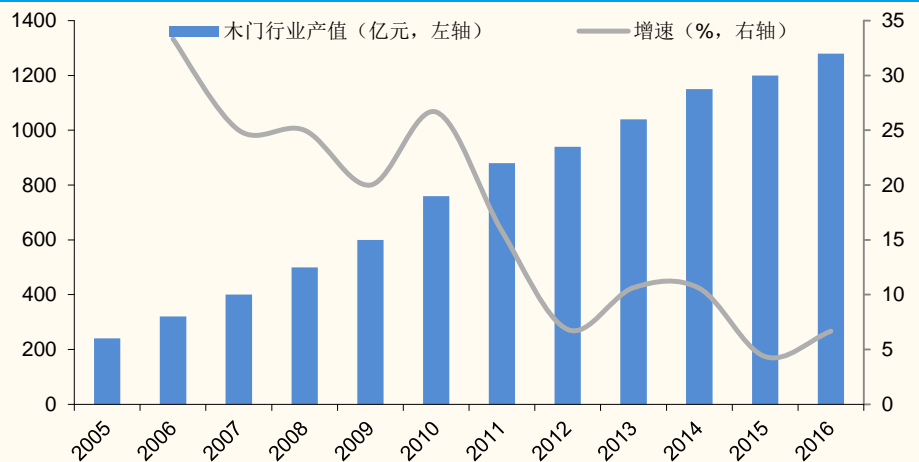
来源：wind，国金证券研究所

行业现阶段发展良好，未来市场规模将超 1,800 亿元

我国木门行业保持增长，品牌木门市占率将大幅提升

- 国内木门行业发展良好。2000 年之前，我国木门生产主要以手工打制为主，进入新世纪之后，机械化、自动化和规模化木门制造逐渐兴起，行业整体也迎来了快速发展期。2005-2016 年，我国木门行业实现复合增长 14.97%，行业产值达到 1,280 亿元。

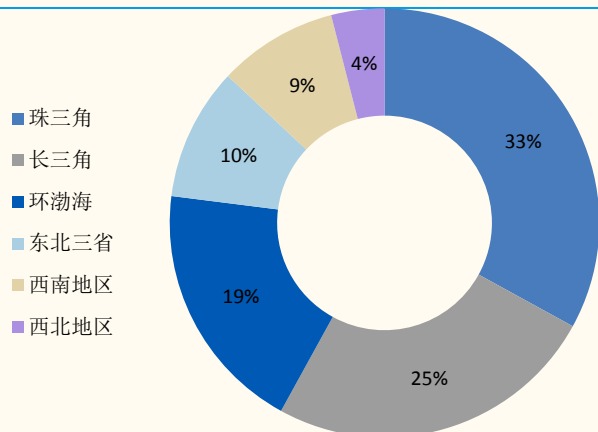
图表 6：国内木门行业规模已破千亿



来源：《中国门业发展研究报告》，泛家居网，公司招股书，国金证券研究所

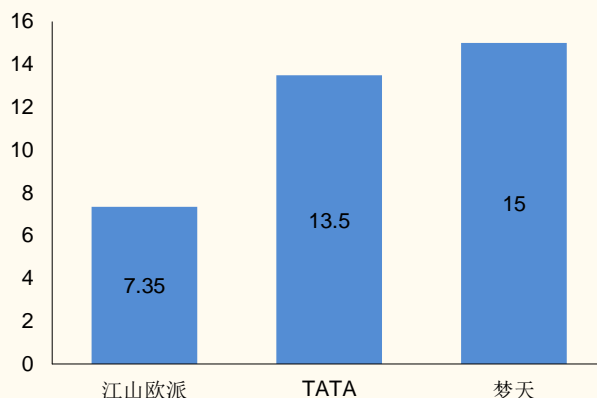
- 国内木门已形成 6 大产业集群，集中度较低。国内木门行业已形成珠三角、长三角和环渤海等六大产业集群。从市场占有率上看，珠三角和长三角产业集群分别以 33% 和 25% 的占比成为核心基地。目前国内木门企业数量超过 6,000 家，区域性品牌较多。从收入规模上看，国内木门企业仅有梦天和 TATA 年产值突破 10 关口（分别为 15 亿元和 13.5 亿元），但是两家公司市场占有率合计不足 3%，行业整体集中度十分低。我们认为，现阶段国内木门行业已经进入成熟期，企业将从设计和制造入手，需求差异化竞争优势。行业生产资源将进一步向规模化、机械化生产的大企业集中。另一方面，国家建设门洞尺寸的逐步统一和木质门国家标准建设的进一步完善，以及消费升级下木门环保诉求提升，都将加速行业洗牌的速度，扩大规模化企业领先优势。对比北美两大木门企业 Masonite 与 Jeld-Wen 合计 70% 以上的市场占有率，我国木门领先企业具备市场份额持续扩大可能。

图表 7：国内木门行业 6 大产业集群



来源：中国林产工业协会，国金证券研究所

图表 8：国内知名木门企业产值情况（亿元）

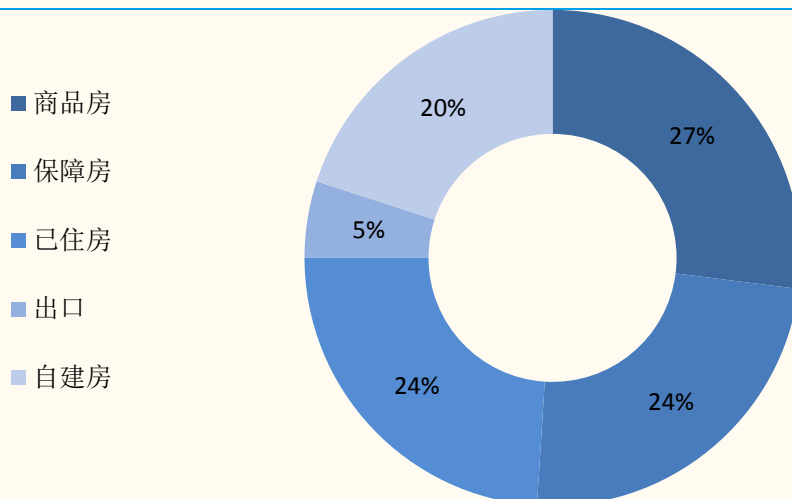


来源：中国木业网，国金证券研究所

行业具备亿级市场需求，B 端、C 端业务皆具强劲驱动

- **需求多元化，增长驱动强劲。**从下游需求结构上看，我国木门行业主要包括五大类市场需求，其中商品房、保障房、已住房和自建房需求占比较为均衡。这一需求结构，使得行业能够有效应对地产调控所带来的负面影响。在商品房开工增速和销售增速下滑之时，行业依旧具备充足市场需求，避免了整体产值规模的快速缩水。

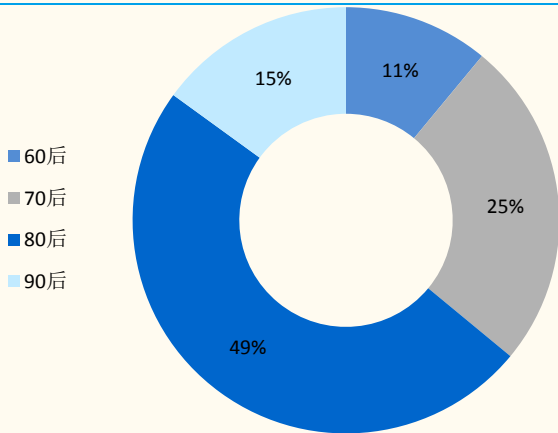
图表 9：木门行业需求呈现多元化



来源：江山欧派招股说明书，国金证券研究所

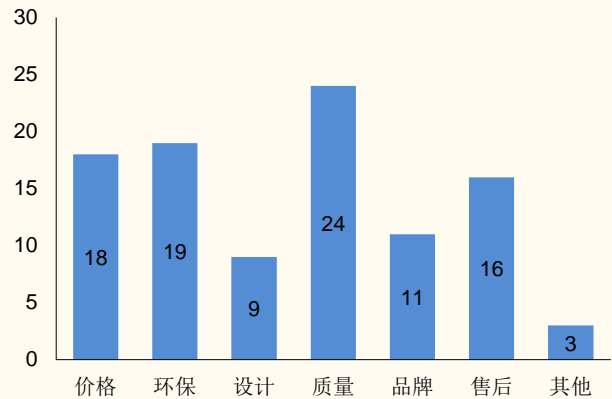
- **C 端：新消费者推动品牌木门发展，二次装修等因素构成中长期驱动。**80 后消费者已经成为我国木门行业消费的主要群体，该部分群体对于木门消费，更加关注于产品品质、环保性、个性化和售后服务等方面，能够大规模供应具备环保、个性等元素产品的木门制造企业将更具竞争优势。

图表 10：木门产品消费年龄结构



来源：2015年木门消费人群分析报告，国金证券研究所

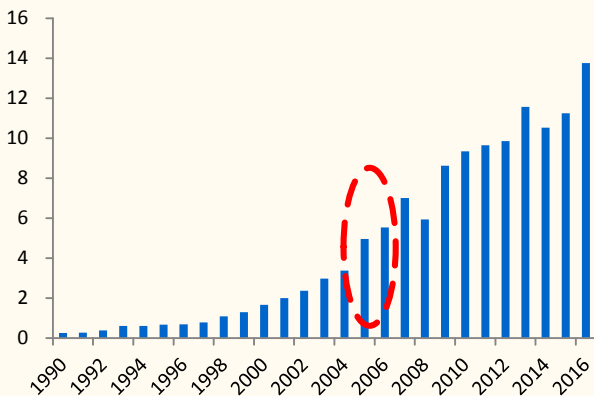
图表 11：消费者选购木门最关注方面指数分析



来源：2015年木门消费人群分析报告，国金证券研究所

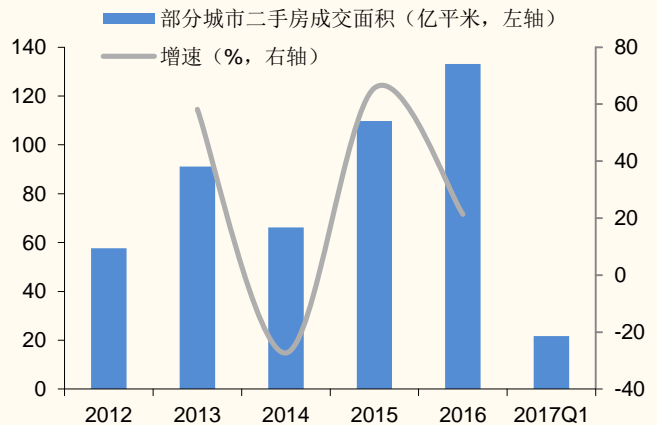
- 根据一般行业规律，家庭装修周期在 8-10 年左右，近十几年来，我国房地产行业发展迅猛，存量住宅数量不断增加，伴随着居民收入水平的提高，存量住宅的翻新装修市场逐渐形成规模。从时间节点上看，今年起存量房翻新的市场需求或将逐渐放量。此外，受一二线城市高房价影响，价格相对较低且建房时间较短的二手房尤其受到市场青睐。而二手房的新住户，更倾向摒弃原房主的装饰家居风格，并按自我喜好重新装饰，或是直接在毛坯上进行首次装修，具备极强翻新需求确定性。总结来看，由存量房翻新和二手房翻新所构成的二次装修市场正逐步扩容，未来将为国内木门行业发展再添强劲动力。

图表 12：2005 年起我国商品房销售放量明显（亿平米）



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：部分城市二手房销售情况



来源：wind，国金证券研究所（数据包括深圳、天津、杭州等直辖市和省会）

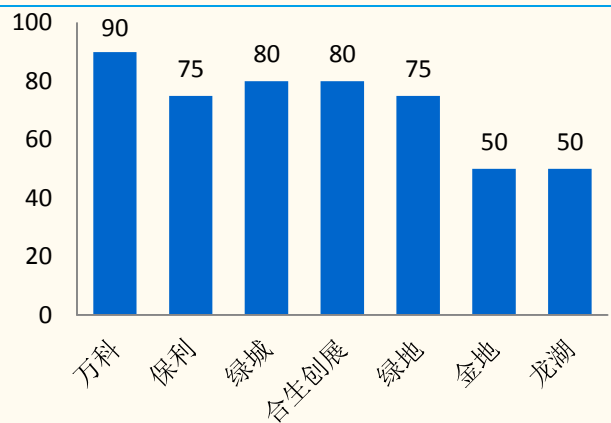
- **B 端：全装修房屋和保障性住房将推动工程业务发展。**目前我国门洞尺寸上尚无统一标准，各地产商门洞建筑标准存在差异，致使木门企业 C 端业务难以实现标准化生产，且产品制造工期较长。与之相比，B 端业务通过向使用同一门洞尺寸的某一地产商集中供货，可以实现标准化生产，大幅提升制造效率，增强盈利能力。目前来看，伴随国家与地方政府相关政策的接连落地，国内地产开发“全装修”趋势已经明确。2015 年，我国主要地产开发商平均精装修项目占比为 71.43%，与部分省市制定 100%全装修交付的目标仍存较大差距。因此，未来我国地产“全装修房屋”具备充足发展空间，同时也将为木门行业在工程市场领域带来新的需求。

图表 14：近年部分省市全装修房屋相关政策

地区	政策内容
河北	自 2012 年起争取通过 5 年的努力，新建住房全装修比例不低于 60%；设区市基本实现住房全装修竣工
北京	自 2015 年 10 月 31 日起，凡新纳入北京市保障性住房年度建设计划的项目(含自住型商品住房)全面推行全装修成品交房
山东	2017 年设区城市新建高层住宅将实行全装修
浙江	自 2016 年 10 月 1 日起，全省新建住宅实现 100%“全装修和成品交付”
上海	自 2017 年 1 月 1 日起，外环内新建商品住宅将 100%实现全装修
江苏	到 2025 年江苏将有一半以上新房以成品房交付

来源：中国建材市场网&石家庄住建局&九正建材网，国金证券研究所

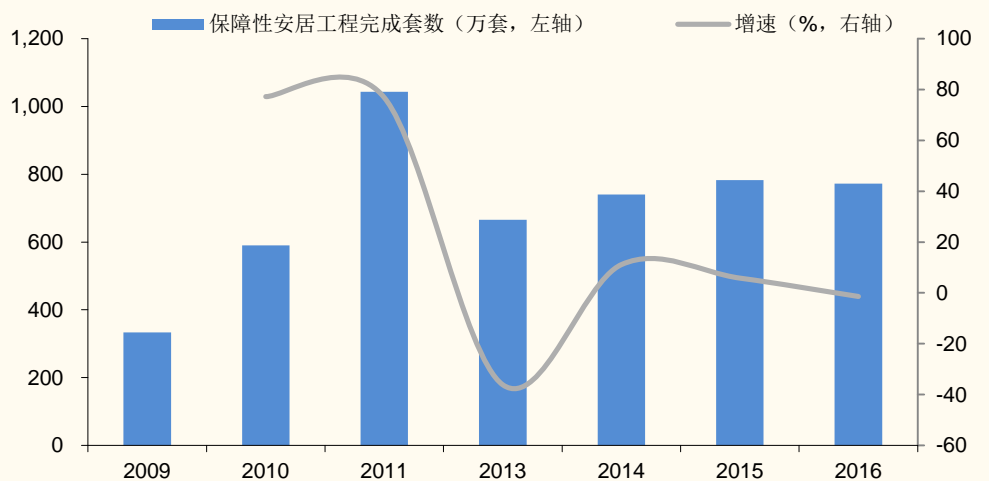
图表 15：国内大型地产商精装修项目占比 (%)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 我国“十二五”期间共完成保障性安居工程建设 3,232 万套，国家计划在“十三五”期间累计完成 4,000 万套安居工程建设。作为“十三五”开局之年，2016 年，全国共完成 772 万套安居工程建设。我们认为，安居工程的建设将会拓展木门行业的市场需求，带动行业收入规模的扩大。我们假设每套安居工程住房需要 3 套木门，粗略估算到 2020 年，安居工程将会释放 9,684 万樘木门需求。

图表 16：国家保障性安居工程建设情况



来源：wind，国金证券研究所

- **木门行业空间测算：**未来三年木门行业将有 1.31 亿樘市场需求，市场规模将突破 1,800 亿元。

基本假设：

- 1) 假设期房在完成交易后 2 年实现交房；
- 2) 假设 2017 年期房销售增速为 20%，现房销售增速为 15%；
- 3) 假设 60%已销售商品房二次装修周期为 10 年；
- 4) 假设期房、现房和二次装修房屋每套均为 100 平方米，户型为 3 居 2 卫，则木门每百平米需求为 5 樘；
- 5) 假设保障性安居工程的木门采购为统一集中式采购，对企业而言即为工程客户订单；
- 6) 假设安居工程每套房屋面积为 80 平方米，户型为 2 居 1 为，则木门每套房屋的木门需求为 3 樘；

7) 结合江山欧派实木复合门与模压门的价格, 假设期房、现房和二次装修市场每套木门售价为 1,500 元/樘, 假设工程业务安居工程每套房屋木门采购价格为 1,200 元/樘。

图表 17: 木门行业市场规模测算

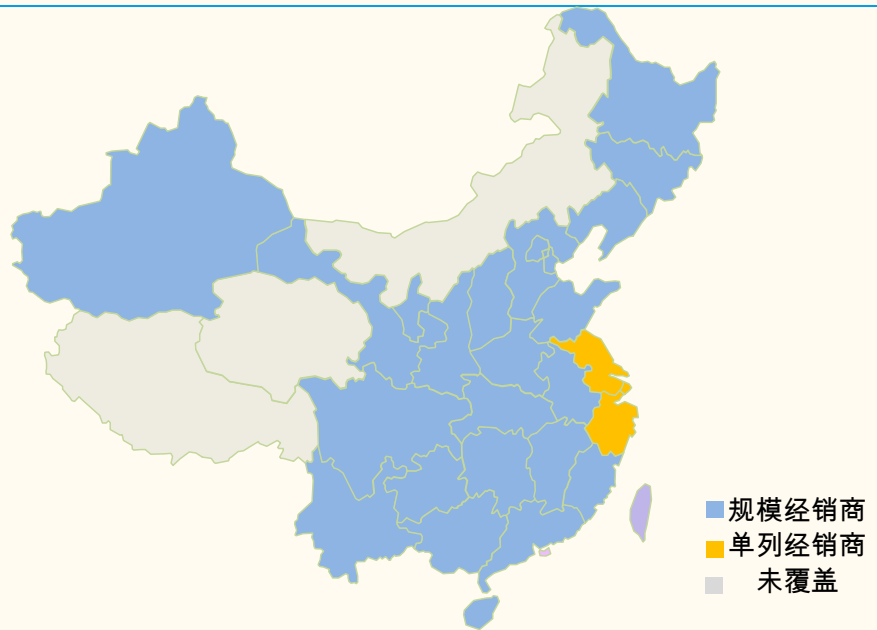
	2016E	2017E	2018E	2019E
期房市场需求				
期房交房面积 (万平方米)	81,469.80	86,503.75	105,608.62	126,730.34
每百平米木门需求 (樘)	5.00	5.00	5.00	5.00
期房市场木门需求总量 (万樘)	4,073.49	4,325.19	5,280.43	6,336.52
售价 (元)	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00
市场规模(亿元)	611.02	648.78	792.06	950.48
现房市场需求				
现房销售面积 (万平方米)	31,931.31	36,721.01	42,229.16	48,563.53
每百平米木门需求 (樘)	5.00	5.00	5.00	5.00
现房市场木门需求总量 (万樘)	1,596.57	1,836.05	2,111.46	2,428.18
售价 (元)	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00
市场规模(亿元)	239.48	275.41	316.72	364.23
二次装修市场需求				
二次装修房屋面积 (万平方米)	21,050.71	28,728.41	23,475.56	37,296.31
每百平米木门需求 (樘)	5.00	5.00	5.00	5.00
二次装修市场木门需求总量 (万樘)	1,052.54	1,436.42	1,173.78	1,864.82
售价 (元)	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00
市场规模(亿元)	157.88	215.46	176.07	279.72
保障性安居工程 (工程业务)				
保障性安居工程建成数量 (万樘)	772.00	783.58	799.25	823.23
每樘房屋木门需求 (樘)	3.00	3.00	3.00	3.00
保障工程市场木门需求总量 (万樘)	2,316.00	2,350.74	2,397.75	2,469.69
采购价格 (元)	1,200.00	1,200.00	1,200.00	1,200.00
市场规模(亿元)	277.92	282.09	287.73	296.36
市场需求合计 (万樘)	9,038.59	9,948.40	10,963.42	13,099.20
市场规模合计 (亿元)	1,286.31	1,421.74	1,572.58	1,890.79

来源: 国金证券研究所测算

核心优势明显, IPO 募投拓宽发展空间

- **公司渠道优势显著, 工程与经销两翼齐飞。**截止 2016 年年底, 公司在全国范围内共有 319 家经销商, 覆盖 31 个省份。与同行业公司相比, 公司拥有目前木门行业内覆盖范围最广的销售网络, 经销模式处行业领先地位。同时, 公司还建立了完善的各级经销商培训体系, 以支持市场拓展和营销网络布局。另一方面, 公司也紧抓住宅全装、精装趋势, 加大与地产开发商和大型装饰公司的合作力度, 通过工程项目合作的方式进行批量供货。我们认为, 公司未来将通过经销模式升级和工程客户深度开发获得成长, 业绩具备双核驱动格局已经成形。

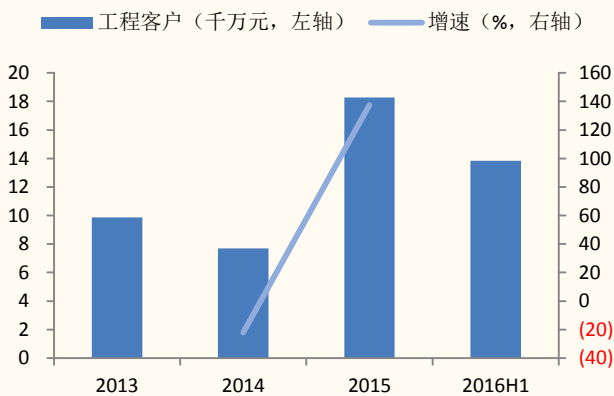
图表 18: 江山欧派经销网络覆盖全国 31 个省份



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

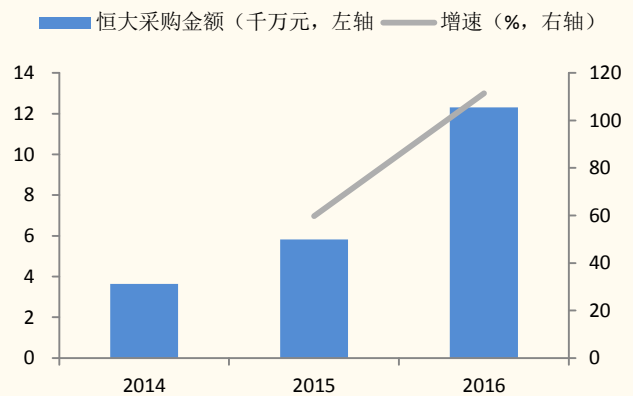
- 工程业务：**2017 年 3 月 30 日，公司公告与广州恒大材料设备公司签署《战略合作框架协议》，恒大材料承诺未来三年内向公司采购总额不少于 10 亿元，意向采购额不少于 20 亿元。近三年，恒大材料在公司的整体采购金额已实现 50% 以上的复合增长，此次合作协议的签署，进一步深化了双方在产品采购方面的合作，并使得公司工程业务收入确定增长。此外，公司目前与万科、中海、保利等国内前 50 强的地产公司有着良好合作关系，且现阶段均有工程项目在持续合作。因此，公司工程业务收入具备多种驱动，且不会形成对单一客户的高度依赖，避免了客户中断合作后业绩大幅波动的风险。

图表 19: 公司工程客户收入现井喷式增长



来源：公司招股书，国金证券研究所

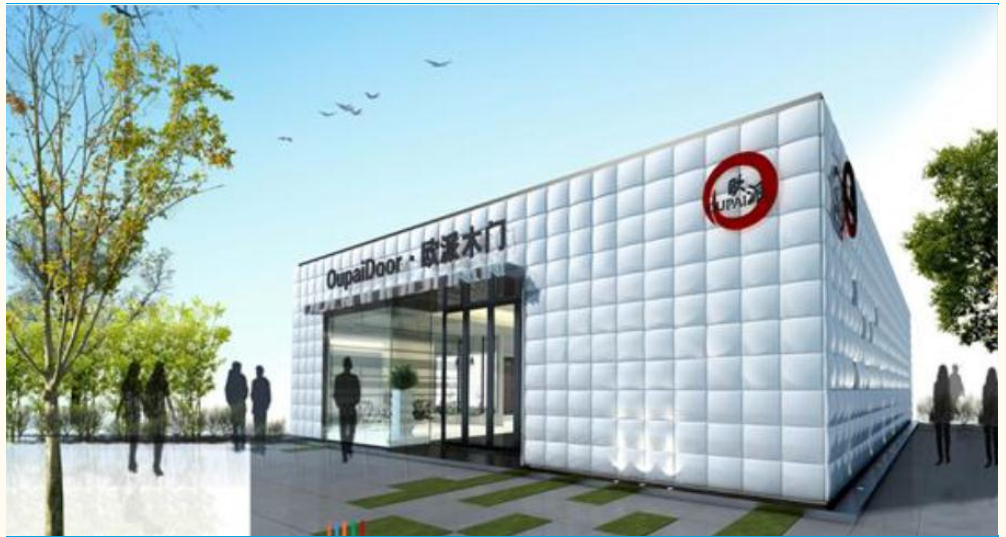
图表 20: 恒大材料在公司的采购金额不断扩大



来源：公司公告，国金证券研究所

- 经销升级：**2012 年以来，公司开始进行专卖店升级，通过对店面设计、产品陈列等方面的统一规划，传统经销专卖店升级成为“家立方”标准店。截止目前，公司在全国共有“家立方”600 余家，平均单店面积超过 120 平米，并已进驻各主流建材市场。公司借助“家立方”实现了由原来单品展示逐步向体验式展示转变，促使经销店面整体销售服务能力以及客户消费体验度大幅提升。未来公司将持续升级店面形象，提高重点店面的运营质量，以增强店面集客和成交能力。此外，公司也将在未来持续下沉经销渠道，并加深与电商平台的合作深度，实现线上线下相互聚能和附能。

图表 21: 江山欧派“家立方”形象店



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **标准生产+柔性制造, 打造公司规模化生产优势。**由于国内门洞尺寸标准建设的滞后, 导致木门生产制造难以实现全面标准化生产, 致使许多木门企业产能利用率普遍偏低。针对这一问题, 公司通过与德国豪迈、意大利 MAKOR 等国际一流装备制造企业合作, 引入一系列国际先进的自动化产线, 并于 2012 年建成了行业先进的自动化实木复合门生产线。在制造模式方面, 公司采取了标准化与定制化的兼容生产模式, 既保障了产品的个性化和设计感, 同时又不会拉低生产效率水平。目前, 实木复合门产品行业普遍交货期为 15-60 天, 公司交货期为 35-43 天, 模压门产品公司交货期 7-15 天。依托“标准与柔性”相结合的生产模式, 公司生产效率明显领先行业平均水平, 具备较强定制产品规模化生产及短期内大规模供货能力。
- **高品质、多产品, 成就公司品牌优势。**凭借强大的研发和设计实力, 公司近年来连续推出多款新品, 产品已经成功满足从低端到高端各类木门消费需求。依靠丰富的产品线 and 出众的品质, 公司得以在消费者中建立良好品牌形象。从 2009 年开始, 公司借助电视传媒和网络传媒进行品牌宣传, 并多次获得“最受欢迎品牌”和“十大木门品牌”等企业殊荣, 具备明显品牌优势。

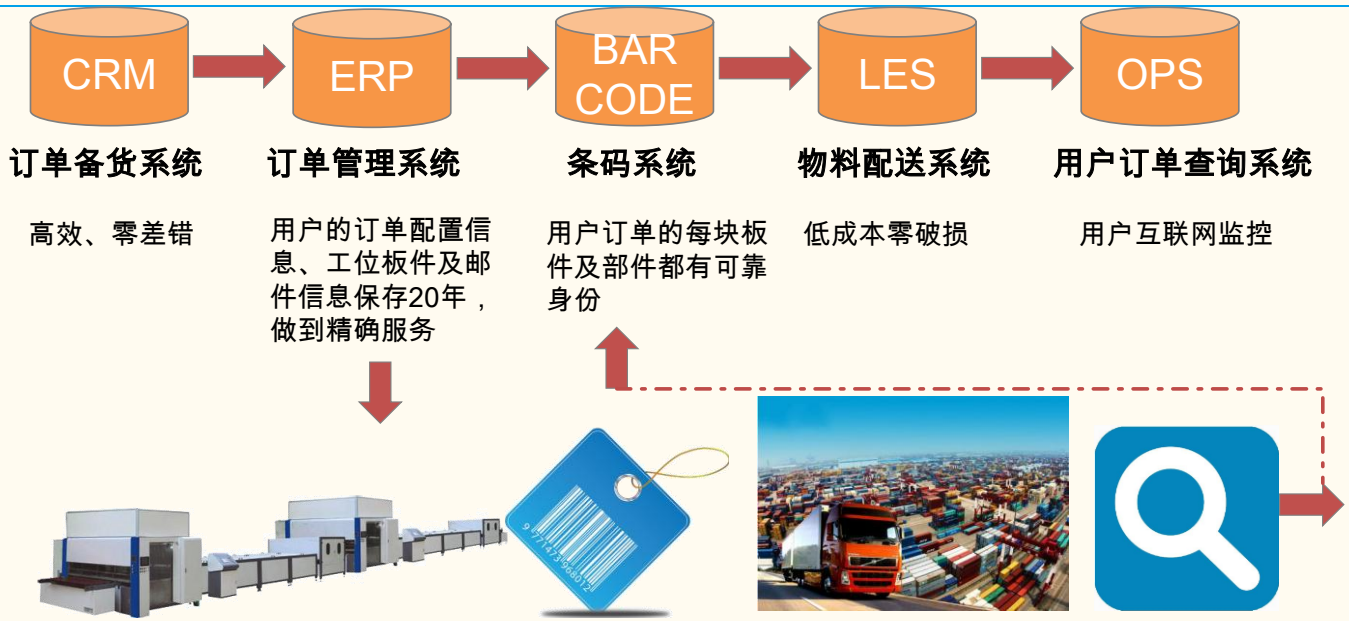
图表 22: 江山欧派各系列产品展示



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **以客户为核心, 公司信息化优势明显。**通过信息化平台的搭建, 公司实现了从生产、研发到销售物流的协同与整合, 显著提高了经营管理效率和市场快速反应能力。此外, 为了挺高客户体验度, 目前公司已经着手打造以用户为核心的全程信息化 SCM 供应链管理系统。通过信息化管理手段, 建立高效、畅通的内部信息沟通机制, 大量信息得以顺畅流动, 使设计、采购、生产和销售等环节实现直接、有效沟通, 大幅提升公司生产效率, 增强客户体验度。

图表 23: 公司建立的以客户为核心的 SCM 信息化系统



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **IPO 募投扩产，业绩成长可期。**公司首次公开发行 2,021 万股，募集净额为 4.47 亿元。公司将募集资金使用于年产 30 万套实木复合门项目、年产 30 万套模压门项目、年产 20.5 万件定制柜类项目、营销网络建设项目和补充流动资金。本次公司募投项目投产后，将有效解决现阶段木门产能瓶颈。同时，公司借助公开发行横向切入定制柜体业务，将为公司带来新的业绩增长点。

图表 24: 公司 IPO 募投项目

序号	项目	使用募集资金	项目核准备案文号
1	30 万套实木复合门项目	11,873.12 万元	江发改备(2012)31号
2	年产 30 万套模压门项目	3,753.25 万元	江发改备(2014)45号
3	年产 20.5 万件定制柜类项目	19,490.58 万元	江发改备(2016)30号
4	营销网络建设项目	3,522.00 万元	江发改备(2012)33号
5	补充流动资金	不超过 6,000 万元	-
合计	-	不超过 44,638.95 万元	-

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

盈利预测

关键假设

- 30 万套实木复合门项目于 18 年上半年建成，2018-2010 年达产分别为 30%、80%和 100%；
- 30 万套模压门项目于 18 年上半年建成，2018-2010 年达产分别为 30%、80%和 100%；
- 20 万套定制柜类项目于 2019 年上半年建成，2019-2021 年达产率分别为 30%、80%和 100%；
- 营销网络建设项目为 30 万套实木复合门项目和 30 万套模压门项目的配套项目，与该两项目同步建成。

图表 25: 江山欧派盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
--	------	------	------	-------	-------	-------

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (万元)	45,172.1	65,727.3	76,648.8	110,646.1	160,335.5	213,888.5
模压门	25,493.0	45,101.0	48,000.0	55,200.0	65,136.0	86,630.9
实木复合门	17,935.0	18,086.0	25,469.0	29,289.4	34,561.4	45,966.7
定制柜类	0.0	0.0	0.0	22,500.0	56,250.0	75,937.5
其他	1,744.1	2,540.3	3,179.8	3,656.7	4,388.1	5,353.4
营业成本 (万元)	30,760.0	43,673.0	49,931.0	74,778.1	109,322.2	146,190.2
模压门	16,955.0	29,499.0	31,070.0	36,376.8	43,152.6	57,869.4
实木复合门	13,805.0	14,174.0	18,861.0	22,201.3	26,232.1	35,164.5
定制柜类	0.0	0.0	0.0	16,200.0	39,937.5	53,156.3
其他	1,225.3	1,681.7	2,383.2	2,706.0	3,269.1	3,995.1
业务利润 (万元)	14,412.1	22,054.3	26,717.8	35,867.9	51,013.3	67,698.3
模压门	8,538.0	15,602.0	16,930.0	18,823.2	21,983.4	28,761.5
实木复合门	4,130.0	3,912.0	6,608.0	7,088.0	8,329.3	10,802.2
定制柜类	0.0	0.0	0.0	6,300.0	16,312.5	22,781.3
其他	518.8	858.6	796.6	950.7	1,119.0	1,358.3
毛利率 (%)	31.9	33.6	34.9	32.4	31.8	31.7
模压门	33.5	34.6	35.3	34.1	33.8	33.2
实木复合门	23.0	21.6	25.9	24.2	24.1	23.5
定制柜类	-	-	-	28.0	29.0	30.0
其他	29.7	33.8	25.1	26.0	25.5	25.4
增速 (%)	4.8	45.5	16.6	44.4	44.9	33.4
模压门	-7.1	76.9	6.4	15.0	18.0	33.0
实木复合门	14.5	0.8	40.8	15.0	18.0	33.0
定制柜类	-	-	-	-	150.0	35.0
其他	-34.6	45.7	25.2	15.0	20.0	22.0

来源: wind, 国金证券研究所

基于以上假设, 经模型测算得出公司 2017-2019 年净利润分别为 1.33/1.85/2.50 亿元, 三年 CAGR 为 31.7%, 全面摊薄后每股收益为 1.64/2.29/3.09 元/股。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	452	657	766	1,106	1,603	2,139	货币资金	61	122	249	772	885	1,084
增长率		45.5%	16.6%	44.4%	44.9%	33.4%	应收款项	66	134	198	179	260	347
主营业务成本	-320	-454	-523	-775	-1,126	-1,502	存货	89	100	109	155	226	301
%销售收入	70.8%	69.0%	68.3%	70.0%	70.2%	70.2%	其他流动资产	9	15	8	19	26	35
毛利	132	204	243	332	477	637	流动资产	226	370	564	1,126	1,398	1,766
%销售收入	29.2%	31.0%	31.7%	30.0%	29.8%	29.8%	%总资产	50.9%	62.5%	66.4%	80.5%	83.5%	86.2%
营业税金及附加	-3	-6	-8	-11	-16	-21	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.7%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	179	184	185	183	180	176
营业费用	-25	-40	-53	-83	-125	-164	%总资产	40.3%	31.1%	21.7%	13.1%	10.7%	8.6%
%销售收入	5.6%	6.0%	6.9%	7.5%	7.8%	7.7%	无形资产	34	33	77	86	95	104
管理费用	-44	-53	-60	-94	-138	-181	非流动资产	218	223	285	272	277	282
%销售收入	9.7%	8.1%	7.8%	8.5%	8.6%	8.5%	%总资产	49.1%	37.5%	33.6%	19.5%	16.5%	13.8%
息税前利润 (EBIT)	60	105	123	144	198	271	资产总计	444	593	849	1,398	1,675	2,048
%销售收入	13.2%	16.0%	16.0%	13.0%	12.4%	12.7%	短期借款	5	0	0	0	0	0
财务费用	0	2	2	10	17	20	应付款项	132	207	302	321	467	623
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.9%	-1.1%	-0.9%	其他流动负债	13	17	48	89	127	170
资产减值损失	-2	-5	-5	0	0	0	流动负债	150	225	351	411	594	793
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	13	13	55	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	163	238	405	411	594	794
营业利润	58	102	120	154	215	291	普通股股东权益	281	355	444	982	1,069	1,236
营业利润率	12.8%	15.5%	15.6%	13.9%	13.4%	13.6%	少数股东权益	0	0	0	6	12	18
营业外收支	12	7	8	9	9	10	负债股东权益合计	444	593	849	1,398	1,675	2,048
税前利润	70	109	128	163	225	301	比率分析						
利润率	15.5%	16.5%	16.7%	14.8%	14.0%	14.1%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-10	-15	-19	-24	-34	-45	每股指标						
所得税率	13.6%	13.7%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.00	1.55	1.80	1.64	2.29	3.09
净利润	61	94	109	139	191	256	每股净资产	4.64	5.85	7.33	12.15	13.23	15.30
少数股东损益	0	0	0	6	6	6	每股经营现金净流	0.84	1.76	2.81	1.02	2.60	3.42
归属于母公司的净利润	61	94	109	133	185	250	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.54	0.76	1.02
净利率	13.4%	14.3%	14.3%	12.0%	11.5%	11.7%	回报率						
							净资产收益率	21.60%	26.42%	24.63%	13.52%	17.32%	20.20%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.67%	15.81%	12.88%	9.49%	11.05%	12.19%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	17.21%	24.81%	21.18%	12.35%	15.60%	18.35%
净利润	61	94	109	139	191	256	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-1.34%	45.50%	16.62%	44.35%	44.91%	33.40%
非现金支出	20	27	26	20	22	23	EBIT 增长率	5.62%	76.58%	16.95%	16.70%	38.28%	36.59%
非经营收益	0	1	-7	-54	-9	-10	净利润增长率	16.05%	54.42%	16.68%	21.39%	39.47%	34.87%
营运资金变动	-30	-15	42	-22	7	7	总资产增长率	19.03%	33.53%	43.30%	64.65%	19.78%	22.29%
经营活动现金净流	51	107	170	83	210	277	资产管理能力						
资本开支	-22	-28	-79	-5	-17	-18	应收账款周转天数	30	33	40	31	31	31
投资	0	0	0	-1	0	0	存货周转天数	81	76	73	73	73	73
其他	0	0	43	0	0	0	应付账款周转天数	32	23	40	30	30	30
投资活动现金净流	-22	-28	-35	-6	-17	-18	固定资产周转天数	141	102	85	58	39	28
股权募资	0	0	0	449	-37	0	偿债能力						
债权募资	0	-5	0	-2	0	1	净负债/股东权益	-20.09%	-34.40%	-56.14%	-78.17%	-81.89%	-86.29%
其他	-20	-19	-18	0	-44	-61	EBIT 利息保障倍数	-126.3	-50.3	-62.1	-13.7	-11.7	-13.5
筹资活动现金净流	-20	-24	-18	446	-80	-60	资产负债率	36.69%	40.15%	47.71%	29.36%	35.45%	38.75%
现金净流量	9	55	117	523	113	198							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD