

利润增速超预期，现金流回暖

——江山欧派 (603208.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆**公司发布 19 年三季度报：**前三季度公司实现收入 13.35 亿元，同比增长 55.06%，归母净利润 1.8 亿元，同比增长 66.62%，扣非后的归母净利润 1.46 亿元，同比增长 56.93%，经营性现金流 1.11 亿元，同比增长 20.53%；其中单 Q3 实现收入 6.05 亿元，同比增长 58.9%，归母净利润 9829 万元，同比增长 95.89%，扣非后的归母净利润 7499 万元，同比增长 69.97%；利润的增速超出我们预期，经营性现金流相比于中报有明显好转。

◆**工程渠道为公司业绩高增长核心驱动力：**继中报公司的收入高增长后，三季度报的收入增速持续高增长，主要受工程渠道客户持续拓展及核心客户订单放量驱动。我们估计工程渠道的增速超过 80%。目前公司与恒大、万科、保利、中海、旭辉、阳光城等地产客户有密切合作。恒大和万科的收入贡献今年保持强劲增长，目前公司在两家地产龙头的内部占有率已经排名第一。公司在工程业务口碑、产品品质、供应链稳定性、规模化生产等各方面均已形成了明显优势，随着核心客户的订单量和新客户的持续拓展公司未来工程渠道有望保持较高增长，成为发展的核心驱动力之一。

◆**毛利率明显提升，三费率保持稳定：**三季度公司毛利率的环比提升导致了净利润的环比大幅增长。单三季度，公司的毛利率 35.33%，同比增长 0.84pct，环比增长 2.3pct。毛利率明显提升，一方面是与产品的价格回暖有关，另一方面由于板材采购结构调整，原材料价格降低。单三季度，公司销售费用率 11.6%，管理费用率 6.86%，财务费用率 0.68%，三费率 19.14%，同比去年增长 0.45pct，基本保持稳定。三季度经营性现金流明显转好，一方面是销售端公司加大了催款回收的力度，另一方面，公司在向供应商的付款端，由现金支付改为更多的商业承兑汇票。应收账款 3.96 亿，较期初增长 63.58%，应收账款增速低于工程端收入增速，符合我们预期。

◆**盈利预测与投资评级：**随着公司下游客户的持续开拓及核心客户订单的放量，我们认为公司工程业务将保持较快增长，从而驱动公司整体业绩实现较高增长，因此我们上调公司 19-21 年净利润分别至 2.26/2.72/3.31 亿元（原预测值为 2.10/2.62/3.25 亿元），对应 EPS 分别为 2.80、3.36、4.09 元，当前股价对应 PE 分别为 15X、12X、10X，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**产能投产不及预期风险；原材料价格波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,010	1,283	1,988	2,359	2,891
营业收入增长率	31.74%	27.05%	54.93%	18.70%	22.55%
净利润 (百万元)	138	153	226	272	331
净利润增长率	25.76%	11.03%	48.06%	20.24%	21.66%
EPS (元)	1.70	1.89	2.80	3.36	4.09
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.82%	13.91%	17.71%	18.36%	19.12%
P/E	24	22	15	12	10
P/B	3.4	3.0	2.6	2.3	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 28 日

买入 (维持)

当前价：41.41 元

分析师

黎泉宏 (执业证书编号：S0930518040001)

[13811809026](#)

市场数据

总股本(亿股)：0.81

总市值(亿元)：33.47

一年最低/最高(元)：19.73/43.37

近 3 月换手率：56.28%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.59	17.72	80.76
绝对	12.51	19.49	104.48

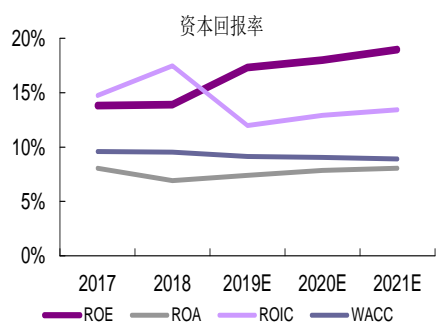
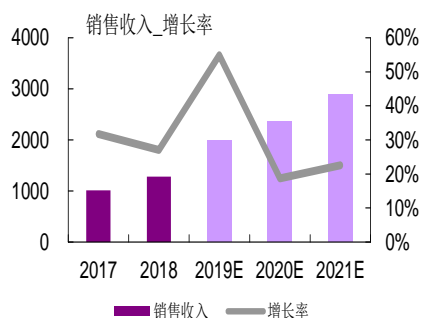
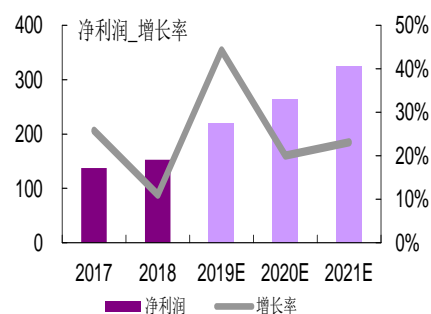
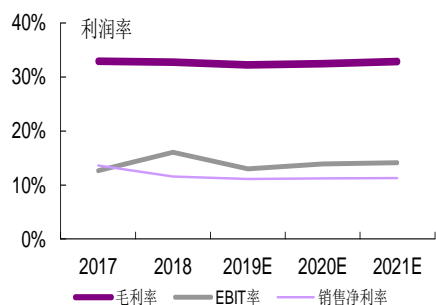
资料来源：Wind

相关研报

业绩高增长符合预期，工程业务构筑核心增长极——江山欧派 (603208.SH) 2019 年中报点评

.....2019-08-13
工程业务层层推进，木门龙头构筑多元增长极——江山欧派 (603208.SH) 投资价值分析报告

.....2019-05-23



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,010	1,283	1,988	2,359	2,891
营业成本	677	863	1,347	1,593	1,941
折旧和摊销	23	33	64	85	102
营业税费	11	14	22	26	32
销售费用	106	127	209	238	295
管理费用	78	63	151	171	208
财务费用	9	14	11	27	39
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	14	16	15	15	15
营业利润	158	173	263	316	384
利润总额	160	173	262	315	384
少数股东损益	0	-4	0	0	0
归属母公司净利润	138	153	226	272	331

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,708	2,152	2,778	3,319	3,918
流动资产	1,150	1,342	1,624	1,948	2,397
货币资金	633	593	596	708	867
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	171	242	299	355	472
应收票据	192	230	358	472	539
其他应收款	5	4	9	9	11
存货	136	230	296	319	388
可供出售投资	0	10	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	1	3	4
固定资产	186	513	810	1,002	1,141
无形资产	168	170	162	154	146
总负债	641	986	1,433	1,770	2,120
无息负债	632	919	1,117	1,179	1,414
有息负债	9	68	316	591	705
股东权益	1,067	1,166	1,345	1,549	1,798
股本	81	81	81	81	81
公积金	568	584	584	584	584
未分配利润	346	433	612	816	1,065
少数股东权益	72	68	68	68	68

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	33	204	208	218	402
净利润	138	153	226	272	331
折旧摊销	23	33	64	85	102
净营运资金增加	140	29	289	262	214
其他	-267	-9	-371	-401	-244
投资活动产生现金流	-141	-296	-396	-287	-237
净资本支出	-248	-302	-420	-300	-250
长期投资变化	0	0	-1	-2	-2
其他资产变化	108	6	25	15	15
融资活动现金流	494	8	191	180	-6
股本变化	20	0	0	0	0
债务净变化	9	59	249	275	114
无息负债变化	227	287	198	62	235
净现金流	384	-83	4	112	160

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	31.74%	27.05%	54.93%	18.70%	22.55%
净利润增长率	25.76%	11.03%	48.06%	20.24%	21.66%
EBITDA 增长率	8.74%	57.89%	35.31%	27.82%	23.54%
EBIT 增长率	8.34%	61.26%	25.46%	26.72%	24.57%
估值指标					
PE	24	22	15	12	10
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	21	14	12	10	8
EV/EBIT	25	16	15	12	10
EV/NOPLAT	29	19	17	14	12
EV/Sales	3	3	2	2	1
EV/IC	4	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	32.93%	32.73%	32.24%	32.49%	32.87%
EBITDA 率	14.96%	18.60%	16.24%	17.49%	17.63%
EBIT 率	12.65%	16.06%	13.01%	13.88%	14.11%
税前净利润率	15.83%	13.45%	13.20%	13.37%	13.27%
税后净利润率 (归属母公司)	13.62%	11.90%	11.38%	11.52%	11.44%
ROA	8.06%	6.91%	8.14%	8.19%	8.44%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.82%	13.91%	17.71%	18.36%	19.12%
经营性 ROIC	14.76%	17.49%	13.42%	13.21%	14.07%
偿债能力					
流动比率	2.33	1.71	1.37	1.31	1.33
速动比率	2.05	1.42	1.12	1.10	1.11
归属母公司权益/有息债务	115.27	16.24	4.03	2.50	2.45
有形资产/有息债务	175.35	28.99	8.20	5.32	5.32
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.70	1.89	2.80	3.36	4.09
每股红利	0.62	0.58	0.84	1.01	1.23
每股经营现金流	0.41	2.53	2.58	2.69	4.98
每股自由现金流(FCFF)	-3.03	-1.38	-5.22	-2.37	-0.03
每股净资产	12.31	13.58	15.80	18.32	21.41
每股销售收入	12.49	15.87	24.59	29.19	35.78

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼