

2017年11月07日

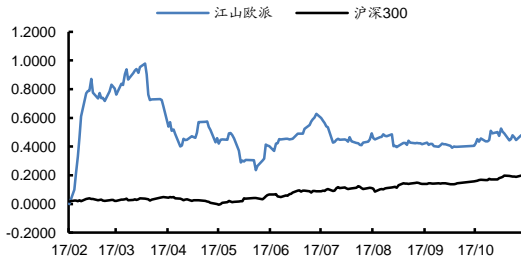
公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所
证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人： 姚哲巍 S0350116080001
18221921135 yaozw@ghzq.com.cn

木门领军企业，卡位精装修市场 ——江山欧派（603208）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
江山欧派	5.7	3.6	47.9
沪深300	4.8	7.9	19.8

市场数据 2017-11-06

当前价格（元）	52.46
52周价格区间（元）	35.48 - 71.56
总市值（百万）	4239.61
流通市值（百万）	1060.22
总股本（万股）	8081.61
流通股（万股）	2021.00
日均成交额（百万）	80.42
近一月换手（%）	70.73

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 深耕木门领域，打造领军品牌：**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，以“打造世界一流制门企业，争创中国木门第一品牌”为企业目标，自成立以来一直根植于木门领域，逐步成长为国内木门行业的知名品牌。公司目前主要生产实木复合门和夹板模压门两大类产品，木门产品线布局丰富。
- 经销渠道稳健发展，工程业务快速增长：**公司是国内销售网络覆盖范围领先的木门生产企业，截至目前公司共建立了覆盖全国31个省区的销售网络，600多家门店。同时公司积极开拓工程业务，已实现对恒大地产以及万科地产等公司的批量供货。随着精装修住宅的渗透率不断提升，木门行业的工程业务需求量也将稳步上升，公司作为木门领军企业，具有规模化生产及交货周期短的优势，有望分享行业红利。
- 携手恒大，成立合资公司：**2017年2月14日，公司宣布与河南恒大家居产业园合资成立河南恒大欧派门业有限公司（公司出资60%，恒大家园产业园出资40%）。同年6月，公司与广州恒大材料设备有限公司签订《战略合作框架协议》，承诺在2017-2019年期间向江山欧派采购总额不少于10亿元。2017-2021年意向采购总金额约20亿元。通过与恒大地产的深度捆绑，将提高公司产品在房地产行业的品牌知名度和市场影响力，对公司未来开拓工程户内门市场将产生积极促进作用。
- 产能稳步提升：**根据招股说明书披露，截至2016年上半年公司拥有实木复合门产能20万套，模压门产能80万套，产能利用率保持在90%以上。公司IPO募集资金计划用于“年产30万套实木复合门项目”、“年产30万套模压门项目”、“年产20.5万件定制柜类产品项目”等，投资项目达产后将有效缓解产能瓶颈，扩充产品结构，增强公司的竞争优势。
- 盈利预测和投资评级：**我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.61、1.96、2.45，对应PE分别为32.50、26.80、21.45倍。公司作为木门领域的领军企业，看好公司在工程业务上的先发优势，给予“买入”评级。
- 风险提示：**（1）原材料大幅涨价的风险；（2）地产销售严重下滑；（3）

产能投放不及预期；4) 与恒大地产合作效果不及预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	766	950	1228	1564
增长率(%)	17%	24%	29%	27%
净利润(百万元)	109	131	158	198
增长率(%)	17%	19%	21%	25%
摊薄每股收益(元)	1.80	1.61	1.96	2.45
ROE(%)	24.63%	22.73%	21.61%	21.25%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 江山欧派盈利预测表

证券代码:	603208.SH				股价:	52.46	投资评级:	买入		日期:	2017-11-06
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	25%	23%	22%	21%	EPS	1.80	1.61	1.96	2.45		
毛利率	32%	31%	30%	28%	BVPS	7.33	7.10	9.06	11.51		
期间费率	15%	16%	16%	16%	估值						
销售净利率	14%	14%	13%	13%	P/E	43.61	32.50	26.80	21.45		
成长能力					P/B	7.16	7.39	5.79	4.56		
收入增长率	17%	24%	29%	27%	P/S	4.15	4.47	3.46	2.71		
利润增长率	17%	19%	21%	25%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.90	0.89	0.91	0.93	营业收入	766	950	1228	1564		
应收账款周转率	3.87	4.06	4.56	4.87	营业成本	523	655	857	1131		
存货周转率	4.81	4.56	4.56	4.56	营业税金及附加	8	10	12	16		
偿债能力					销售费用	53	68	90	76		
资产负债率	48%	46%	46%	44%	管理费用	60	78	101	131		
流动比	1.61	1.74	1.83	1.90	财务费用	(2)	(5)	(8)	(11)		
速动比	1.30	1.40	1.49	1.53	其他费用/(-收入)	(5)	0	0	0		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	120	144	177	221		
现金及现金等价物	249	354	541	704	营业外净收支	8	9	8	10		
应收款项	198	234	269	321	利润总额	128	153	185	231		
存货净额	109	146	190	251	所得税费用	19	22	27	34		
其他流动资产	8	19	25	31	净利润	109	131	158	198		
流动资产合计	564	753	1025	1308	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	179	188	206	219	归属于母公司净利润	109	131	158	198		
在建工程	6	21	46	106	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
无形资产及其他	77	77	47	19	经营活动现金流	170	24	236	(10)		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	109	131	158	198		
资产总计	849	1062	1348	1676	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	21	36	35	35		
应付款项	216	274	358	472	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	67	91	135	150	营运资金变动	40	(143)	42	(243)		
其他流动负债	68	68	68	68	投资活动现金流	(35)	(602)	229	(177)		
流动负债合计	351	433	561	690	资本支出	(0)	(24)	(44)	288		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	55	55	55	55	其他	(35)	(578)	273	(465)		
长期负债合计	55	55	55	55	筹资活动现金流	31	683	(278)	350		
负债合计	405	488	615	745	债务融资	0	0	0	0		
股本	61	81	81	81	权益融资	91	0	0	0		
股东权益	444	575	733	931	其它	(60)	(200)	74	350		
负债和股东权益总计	849	1062	1348	1676	现金净增加额	(276)	105	188	164		

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

【轻工组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。姚哲巍，上海财经大学金融硕士，华中科技大学工学学士，2016 年进入国海证券，从事中小市值研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。