

江山欧派(603208)/家用轻工
工程渠道持续发力, Q2 业绩大幅改善
评级: 增持

市场价格: 24.95

分析师: 蒋正山

执业证书编号: S0740518070009

Email: jiangzs@r.qizq.com.cn

分析师: 徐稚涵

执业证书编号: S0740518060001

Email: xuzh01@r.qizq.com.cn

电话: 021-20315133

联系人: 郭美鑫

Email: guomx@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	81
流通股本(百万股)	31
市价(元)	24.95
市值(百万元)	2016
流通市值(百万元)	769

股价与行业-市场走势对比
相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	766.49	1009.74	1213.25	1606.15	2034.51
增长率 yoy%	16.62	31.74	20.15	32.38	26.67
净利润	109.36	137.53	159.14	200.00	250.02
增长率 yoy%	16.68	25.76	15.71	25.68	25.01
每股收益(元)	1.35	1.70	1.97	2.47	3.09
每股现金流量	2.11	0.41	1.40	2.65	3.37
净资产收益率	24.63%	12.89	13.44	14.97	16.39
P/E	18	15	13	10	8
PEG	1.1	0.58	0.83	0.39	0.32
P/B	4.54	1.89	1.70	1.51	1.32

备注:

投资要点

- 事件:** 公司发布 2018 年半年度报告, 2018 年 H1 公司实现营业收入 4.81 亿元, 同比增长 13.91%; 归母净利润 5770.21 万元, 同比下降 2.91%; 扣非归母净利润 4897.03 万元, 同比下降 6.55%, 其中 Q2 扣非净利润 4064.48 万元, 同比增长 20.65%。Q1/Q2 单季度实现营收 1.99 亿元/2.81 亿元, 同比增长 1 0.30%/16.43%; 实现归母净利润 949.54 万元/4820.67 万元, 同比下降 5.02%/增长 20.65%。
- 分产品来看,** 2018 年 H1 公司模压门实现营收 2.66 亿(占总营收 55%), 同比减少 0.62%; 实木复合门实现营收 1.89 亿(占总营收 39%), 同比增长 35.15%, 主要系公司与恒大间销售额增加所致。
- 毛利率再创新高, 盈利能力修复明显。** 公司 2018 年 H1 实现毛利率 33.96% (同比+1.73pct.), 净利率 11.89% (同比-2.17pct.), 主要系 Q1 原料价格大幅上涨所致。Q2 单季度毛利率 38.35% (同比+4.8pct., 环比+10.57pct.); 净利率 16.94% (同比+0.4pct., 环比+12.19pct.), 公司 Q2 毛利率再创新高, 主要系实木复合门毛利率提升(相较于 2017 年+3.95pct.), 盈利能力修复明显。
- 加大研发支出短期影响管理费用, 长期利好公司发展。** 公司 2018 年 H1 期间费用率为 20.99% (+4.36pct.), 其中销售费用率为 9.52% (+0.11pct.), Q2 销售费用率较 Q1 下降 1.67pct.; 务费用率 0.72% (+0.24pct.), 主要系保理费增加所致; 管理费用率 10.75% (+4.01pct.), 主要系研发支出大幅上升所致, 2018 年 H1 公司研发支出费 2539.95 万元, 同比增长 60.60%。我们认为, 研发支出增加短期虽拖累管理费用表现, 但长期有助于公司产品竞争力提升, 利好公司发展。
- 深度绑定核心地产商, 工程渠道持续发力。** 公司与恒大合资成立恒大欧派公司, 深化业务合作, 2018 年 H1 公司与恒大销售额达 1.11 亿元。同时恒大承诺在 2017-2019 年向江山欧派采购总额不少于 10 亿元, 2017-2021 年意向采购总额约 20 亿元, 此外公司还与万科等著名房地产企业建立合作关系。公司工程渠道业务是公司收入主要来源且增长迅速, 奠定公司业绩增长坚实基础。
- 加强生产管理夯实内功。** 公司与德国 HOMAG、意大利 MAKOR 等国际一流装备制造企业合作引进 CNC 加工中心、电脑雕刻中心和自动流水化线等。通过缩短加工和交货周期、提高规模化生产能力等方式夯实内功, 为提升公司实力扫清障碍。
- 开展定制柜类业务, 引流效应初显。** 公司计划 2019 年投产年产 20.5 万定制柜类项目, 主要面向 B 端客户。就短期而言, 项目完全达产后预计带来 1.44 亿元年利润; 就中期而言, 公司借此强化对地产商服务, 加深与地产商合作关系; 就长期而言, 公司拓展品牌矩阵, 能够切入全屋定制领域, 分享大家居趋势红利。
- 投资建议:** 我们预估公司 2018-2020 年实现营收 12.13、16.06、20.34 亿元, 同比增长 20.15%、32.38%、26.67%, 实现归母净利润 1.59、2.00、2.50 亿元, 同比增长 15.71%、25.68%、25.01%, 对应 EPS 为 1.97、2.47、3.09 元, 维持“增持”评级。

- 风险提示：原材料价格上涨风险、地产景气度明显下滑风险

图表 1：江山欧派三大财务报表

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1009.74	1213.25	1606.15	2034.51	净利润	137.57	159.19	200.06	250.09
营业成本	677.23	800.19	1067.08	1350.94	折旧与摊销	23.32	42.48	58.06	65.08
营业税金及附加	11.19	12.51	16.90	21.46	财务费用	9.13	-0.52	-0.33	-0.36
销售费用	105.57	116.71	145.68	181.88	资产减值损失	10.31	6.92	7.42	8.22
管理费用	77.66	119.50	158.21	200.40	经营营运资本变动	-67.57	-67.50	-29.03	-29.83
财务费用	9.13	-0.52	-0.33	-0.36	其他	-79.51	-27.41	-22.31	-21.19
资产减值损失	10.31	6.92	7.42	8.22	经营活动现金流净额	33.24	113.15	213.87	272.00
投资收益	13.67	20.00	15.00	13.00	资本支出	-200.26	-7.00	-7.00	-7.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	59.74	14.00	9.00	7.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-140.53	7.00	2.00	0.00
营业利润	158.40	177.93	226.19	284.98	短期借款	8.63	-8.63	0.00	0.00
其他非经营损益	1.43	7.36	6.72	6.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	159.83	185.29	232.91	291.03	股权融资	446.52	0.00	0.00	0.00
所得税	22.26	26.10	32.85	40.94	支付股利	-33.13	-41.67	-48.22	-60.60
净利润	137.57	159.19	200.06	250.09	其他	71.52	26.32	26.14	26.17
少数股东损益	0.04	0.04	0.06	0.07	筹资活动现金流净额	493.54	-23.98	-22.08	-34.43
归属母公司股东净利润	137.53	159.14	200.00	250.02	现金流量净额	384.25	96.18	193.79	237.57
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	633.28	729.45	923.25	1160.82	成长能力				
应收和预付款项	377.27	430.46	580.23	730.66	销售收入增长率	31.74%	20.15%	32.38%	26.67%
存货	136.45	171.17	228.97	285.90	营业利润增长率	32.10%	12.33%	27.12%	25.99%
其他流动资产	3.06	1.38	2.28	2.84	净利润增长率	25.79%	15.71%	25.68%	25.01%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	37.35%	15.22%	29.12%	23.16%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	339.55	306.34	266.23	226.12	毛利率	32.93%	34.05%	33.56%	33.60%
无形资产和开发支出	168.50	166.23	163.61	160.64	三费率	19.05%	19.43%	18.90%	18.77%
其他非流动资产	49.49	80.49	98.15	104.15	净利率	13.62%	13.12%	12.46%	12.29%
资产总计	1707.59	1885.51	2262.72	2671.14	ROE	12.89%	13.44%	14.97%	16.39%
短期借款	8.63	0.00	0.00	0.00	ROA	8.06%	8.44%	8.84%	9.36%
应付和预收款项	454.14	497.48	684.70	864.33	ROIC	37.10%	28.78%	35.34%	43.76%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.90%	18.12%	17.68%	17.19%
其他负债	177.77	203.48	241.63	280.92	营运能力				
负债合计	640.55	700.96	926.33	1145.25	总资产周转率	0.79	0.68	0.77	0.82
股本	80.82	80.82	80.82	80.82	固定资产周转率	5.53	4.93	5.61	8.26
资本公积	517.59	517.59	517.59	517.59	应收账款周转率	7.80	6.84	7.36	7.15
留存收益	396.59	514.07	665.85	855.27	存货周转率	5.48	5.16	5.31	5.23
归属母公司股东权益	995.00	1112.47	1264.26	1453.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.29%	—	—	—
少数股东权益	72.04	72.08	72.14	72.21	资本结构				
股东权益合计	1067.04	1184.56	1336.40	1525.89	资产负债率	37.51%	37.18%	40.94%	42.88%
负债和股东权益合计	1707.59	1885.51	2262.72	2671.14	带息债务/总负债	1.35%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.33	2.52	2.38	2.37
					速动比率	2.05	2.19	2.07	2.06
					股利支付率	24.09%	26.18%	24.11%	24.24%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	190.85	219.89	283.92	349.69	每股收益	1.70	1.97	2.47	3.09
PE	14.66	12.67	10.08	8.06	每股净资产	13.20	14.66	16.54	18.88
PB	1.89	1.70	1.51	1.32	每股经营现金	0.41	1.40	2.65	3.37
PS	2.00	1.66	1.26	0.99	每股股利	0.41	0.52	0.60	0.75
EV/EBITDA	7.03	5.60	3.63	2.25					
股息率	1.64%	2.07%	2.39%	3.01%					

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。