

工程业务持续放量，产能短板或将改善

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年年报。全年实现营业收入12.8亿元，同比增长27.1%，实现归母净利润超1.5亿元，同比增长11%，实现扣非后归母净利润1.2亿元，同比增速为19.5%。其中，Q4单季度实现营收4.2亿元，同比增长29.8%；单季度实现归母净利润4482万元，同比下降7.7%，主要原因是四季度收到的政府补贴同比减少969万元；扣非后归母净利润3017.9万元，同比增长18.7%。同时，公司公布分红方案，拟每10股派发5.8元股利。
- **费用率上升致盈利能力短期承压。** 公司全年实现毛利率32.7%，同比微降0.2pp，主要因为毛利率相对较低的大宗业务占比上升，属公司渠道多元化发展的正常情况。费用方面，销售费用同比增长20%，销售费率为9.9%，同比下降0.6pp；因18年公司管理人员增加以及加力研发，管理和研发费用同比增长较多，两项费率共计9.2%，同比上升1.5pp；财务费用同比增长49.8%，主要系应收账款保理费用增加所致，财务费率同比上升近0.2pp至1.1%。另外，公司18年的政府补贴同比下降了854万元，公司盈利能力短期承压，全年归母净利率11.6%，同比下降2pp。
- **工程业务是增长核心动力，零售业务保持稳定。** 公司大宗业务全年实现营业收入9.5亿元，同比增长34.2%，主要由工程业务持续高速放量带动，我们测算，公司工程业务全年实现营收约7.5亿元，同比增长近50%。公司将继续推进与恒大、万科、保利和碧桂园等国内龙头房企的深度合作，其中，公司于17年与恒大签订战略合作协议，恒大2017-2021年意向采购金额预计达20亿元，17-18年恒大采购金额合计为5.7亿元，预计未来几年公司工程业务将继续放量增长。零售业务方面，公司目前已经覆盖全国31个省市，经销商数量超过300家，现有标准门店610家，总门店数超过1300家，零售布局相对成熟，但因公司主营木门的零售属性较弱，零售端整体保持稳定，18年全年实现营业收入近3亿元，同比基本持平。
- **加力品类多元化布局，持续推进产能建设。** 分产品看，公司夹板模压门18年实现收入7.5亿元，同比增长24%，实木复合门实现营收4.5亿元，同比增长22.1%，公司开始布局新品类橱柜和衣柜业务，推出了花木匠品牌，18年实现收入1448万，另外，公司也将于19年开始着手入户门的业务布局。从产能上看，18年夹板模压门自有产量为121万樘，销售量为124万樘，外购量为17.2万樘；实木复合门18年自有产量37.6万樘，销售量为38.7万樘，外购量为3.3万樘，产能有待扩充。公司现有20万套实木复合门和80万套模压门的产能，新募投的30万套实木复合门和30万套模压门项目，从2018年起开始投产，预计从2019年开始放量，产能短板或将得以改善。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为2.55元、3.21元、4.11元，未来三年归母净利润有望保持29.5%的复合增长率。由于A股尚无其他上市的木门企业，类比轻工行业中的工程业务标的，给予公司2019年18倍估值，对应目标价45.9元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险，房地产行业不景气的风险，保障安居工程推进低于预期的风险，募投项目建设及达产进度或不及预期。

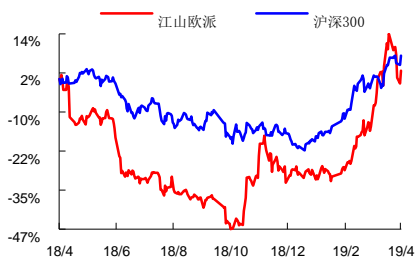
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1282.87	1733.30	2260.54	2870.54
增长率	27.05%	35.11%	30.42%	26.98%
归属母公司净利润(百万元)	152.70	206.01	259.27	332.08
增长率	11.03%	34.91%	25.85%	28.08%
每股收益EPS(元)	1.89	2.55	3.21	4.11
净资产收益率ROE	12.76%	15.36%	16.63%	18.05%
PE	20	15	12	9
PB	2.73	2.35	2.01	1.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.81
流通A股(亿股)	0.31
52周内股价区间(元)	20.0-42.8
总市值(亿元)	29.92
总资产(亿元)	21.52
每股净资产(元)	13.58

相关研究

1. 江山欧派 (603208): 木门工装先行者, 受益工程业务爆发 (2019-03-26)

关键假设：

假设 1：工程业务方面，恒大和万科合作持续深入，渗透率提升，开拓保利作为新客户，带动木门工程需求放量；

假设 2：经销商渠道未来三年每年新开 200 家门店；

假设 3：公司原料价格保持稳定，工程业务占比提升规模效应显现，毛利率稳步提升，19-21 年分别为 34.1%、34.8%和 34.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
工程业务	收入	757.1	1,135.7	1,590.0	2178.3
	增速	45%	50%	40%	37%
	毛利率	34.0%	35.0%	36.0%	35.7%
经销商渠道	收入	436.0	457.8	480.7	502.3
	增速	9%	5%	5%	5%
	毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
外贸公司	收入	12.0	12.0	12.0	12.0
	增速	-15%	0%	0%	0%
	毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
海外	收入	65.8	65.8	65.8	65.8
	增速	5%	0%	0%	0%
	毛利率	18%	18%	18%	18%
其他业务	收入	11.8	11.8	11.8	11.8
	增速	-1%	0%	0%	0%
	毛利率	50%	50%	50%	50%
家装渠道	收入		50.0	100.0	100.0
	增速			100%	100%
	毛利率		25%	25%	25%
合计	收入	1282.9	1733.3	2260.5	2870.5
	增速	27.0%	35.1%	30.4%	27%
	毛利率	33.6%	34.1%	34.8%	34.8%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1282.87	1733.30	2260.54	2870.54	净利润	148.74	206.01	259.27	332.08
营业成本	862.97	1141.66	1473.46	1870.62	折旧与摊销	32.52	17.58	21.34	26.12
营业税金及附加	14.41	19.04	25.06	19.81	财务费用	13.68	10.78	17.11	33.60
销售费用	126.72	168.13	226.05	287.05	资产减值损失	9.80	10.00	10.00	10.00
管理费用	62.94	147.33	203.45	258.35	经营营运资本变动	54.72	-461.93	-202.17	-243.61
财务费用	13.68	10.78	17.11	33.60	其他	-54.95	-16.26	-8.84	-11.08
资产减值损失	9.80	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	204.50	-233.83	96.70	147.10
投资收益	16.45	6.83	0.27	0.27	资本支出	245.39	-100.00	-150.00	-160.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-541.39	6.83	0.27	0.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-295.99	-93.17	-149.73	-159.73
营业利润	172.67	243.19	305.68	391.39	短期借款	-8.63	0.00	124.49	159.08
其他非经营损益	-0.14	-0.83	-0.66	-0.70	长期借款	56.17	0.00	0.00	0.00
利润总额	172.54	242.36	305.02	390.68	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	23.80	36.35	45.75	58.60	支付股利	0.00	-30.54	-41.20	-51.85
净利润	148.74	206.01	259.27	332.08	其他	-39.80	-22.18	-17.11	-33.60
少数股东损益	-3.96	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	7.74	-52.72	66.18	73.63
归属母公司股东净利润	152.70	206.01	259.27	332.08	现金流量净额	-82.72	-379.72	13.15	61.00
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	592.62	212.90	226.05	287.05	成长能力				
应收和预付款项	490.26	652.30	855.42	1083.17	销售收入增长率	27.05%	35.11%	30.42%	26.98%
存货	230.41	304.24	391.41	498.25	营业利润增长率	9.01%	40.84%	25.70%	28.04%
其他流动资产	28.29	33.20	43.30	54.99	净利润增长率	8.12%	38.50%	25.85%	28.08%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	14.68%	24.07%	26.73%	31.09%
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	0.00	68.61	173.44	273.51	毛利率	32.73%	34.13%	34.82%	34.83%
无形资产和开发支出	170.32	184.14	207.96	241.78	三费率	15.85%	18.82%	19.76%	20.17%
其他非流动资产	640.16	640.16	640.16	640.16	净利率	11.59%	11.89%	11.47%	11.57%
资产总计	2152.07	2095.56	2537.75	3078.92	ROE	12.76%	15.36%	16.63%	18.05%
短期借款	0.00	0.00	124.49	283.57	ROA	6.91%	9.83%	10.22%	10.79%
应付和预收款项	194.57	550.70	650.31	752.13	ROIC	51.60%	51.02%	30.20%	27.38%
长期借款	56.17	56.17	56.17	56.17	EBITDA/销售收入	17.06%	15.67%	15.22%	15.71%
其他负债	735.66	147.55	147.58	147.62	营运能力				
负债合计	986.39	754.42	978.54	1239.49	总资产周转率	0.66	0.82	0.98	1.02
股本	80.82	80.82	80.82	80.82	固定资产周转率	13.77	57.20	20.42	13.72
资本公积	517.59	517.59	517.59	517.59	应收账款周转率	6.21	6.22	6.17	6.08
留存收益	499.19	674.66	892.72	1172.95	存货周转率	4.69	4.27	4.22	4.19
归属母公司股东权益	1097.60	1273.06	1491.13	1771.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.76%	—	—	—
少数股东权益	68.08	68.08	68.08	68.08	资本结构				
股东权益合计	1165.67	1341.14	1559.21	1839.43	资产负债率	45.83%	36.00%	38.56%	40.26%
负债和股东权益合计	2152.07	2095.56	2537.75	3078.92	带息债务/总负债	5.69%	7.45%	18.46%	27.41%
					流动比率	1.71	2.18	1.96	1.86
					速动比率	1.42	1.63	1.45	1.38
					股利支付率	0.00%	14.82%	15.89%	15.61%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	218.87	271.55	344.13	451.10	每股收益	1.89	2.55	3.21	4.11
PE	19.59	14.52	11.54	9.01	每股净资产	13.58	15.75	18.45	21.92
PB	2.73	2.35	2.01	1.69	每股经营现金	2.53	-2.89	1.20	1.82
PS	2.33	1.73	1.32	1.04	每股股利	0.00	0.38	0.51	0.64
EV/EBITDA	8.35	8.08	6.70	5.33					
股息率	0.00%	1.02%	1.38%	1.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn