

收入保持较快增长, 低基数致利润波动较大

投资要点

- **事件:** 公司发布2019年一季报。19Q1实现营业收入2.4亿元, 同比增长21.5%; 归母净利润1041万元, 同比增长9.7%; 扣非后归母净利润907万元, 同比增长9%。
- **收入保持较快增长, 低基数致利润波动较大。** 在工程业务助力下, 收入实现21.5%的较快增长, 其中工程业务贡献收入占比60%+, 增速约40%+, 是主要增长点。Q1实现毛利率27.1%, 由于有新增产能投放且Q1固定成本支出较大影响, 毛利率较18Q1降低0.7pp。费用控制良好, 销售费用同比增长18%, 销售费用率为10.16%, 同比下降0.34pp; 管理和研发费用率用共计9.5%, 同比下降2pp; 财务费用由于本期应收账款保理费用增加, 增速达246.6%, 财务费用率提升1.2pp至1.8%。三费率总体降低1.2pp至21.5%。应收账款计提坏账损失相较去年同期增长342万, 在一定程度上影响了净利率水平。公司在Q1实现归母净利率4.3%, 同比小幅收窄0.5pp。受Q1回款影响, 经营性现金流减少2962万元, 为-8928万元, 我们认为这主要是季节性波动导致, 全年经营性现金流大概率能平衡。
- **工程业务将继续驱动公司迈入高速增长阶段。** 受全装修政策助力、房企推力、消费者购买意愿的提振影响, 精装修渗透率快速提升。木门作为精装房配套部品的市场规模将进一步扩容。与C端零售市场相比, 工装市场具有买方集中度高, 对公司综合实力要求高等特点。公司是较早进入工装业务的木门龙头企业, 在成本管控、现金流运营、交货周期、落地服务能力等方面与中小企业具有显著差异, 更有望获得地产客户青睐, 龙头逐步形成壁垒。公司继续推进与恒大、万科、保利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约5.7亿元, 预计未来几年公司工程业务将继续放量增长。
- **零售端稳定增长, 产能建设持续扩张。** 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, 整体保持稳定, 预计Q1有小幅增长。产能方面, 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, 预计今年开始放量。同时19年公司计划投产20.5万定制柜类项目, 扩充产品品类结构, 有望产生协同效应, 共同享受精装红利。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年公司归母净利润分别为2.1亿、2.6亿和3.4亿元, 对应PE 13倍、10倍和8倍。公司作为木门工程龙头企业, 未来将充分享受工装行业爆发机会, 看好公司发展前景, 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, 募投项目建设及达产进度不及预期的风险。

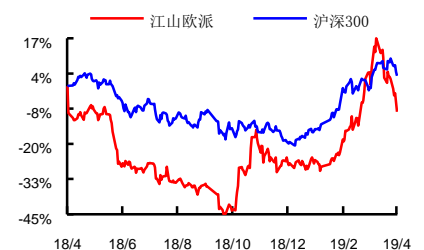
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1282.87	1733.30	2260.54	2870.54
增长率	27.05%	35.11%	30.42%	26.98%
归属母公司净利润(百万元)	152.70	206.55	262.36	339.76
增长率	11.03%	35.27%	27.02%	29.50%
每股收益EPS(元)	1.89	2.56	3.25	4.20
净资产收益率ROE	12.76%	15.40%	16.79%	18.36%
PE	18	13	10	8
PB	2.45	2.11	1.80	1.51

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)	26.89
总资产(亿元)	20.72
每股净资产(元)	13.71

相关研究

1. 江山欧派(603208): 工程业务持续放量, 产能短板或将改善 (2019-04-17)
2. 江山欧派(603208): 木门工装先行者, 受益工程业务爆发 (2019-03-26)

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	206.55	262.36	339.76
营业成本	862.97	1141.66	1473.46	1870.62	折旧与摊销	32.52	48.29	52.73	58.14
营业税金及附加	14.41	19.04	25.06	19.81	财务费用	13.68	10.14	13.47	24.57
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	-125.68	-13.77	24.38
财务费用	13.68	10.14	13.47	24.57	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	133.04	315.94	445.77
投资收益	16.45	6.83	0.27	0.27	资本支出	-336.00	-100.00	-150.00	-160.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	40.01	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	243.84	309.32	400.42	短期借款	-8.63	0.00	0.00	0.00
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	243.00	308.66	399.71	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	23.80	36.45	46.30	59.96	支付股利	-50.11	-30.54	-41.31	-52.47
净利润	148.74	206.55	262.36	339.76	其他	10.31	-21.54	-13.47	-24.57
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	-52.08	-54.78	-77.04
归属母公司股东净利润	152.70	206.55	262.36	339.76	现金流量净额	-82.72	-12.20	111.44	209.00
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	580.42	691.85	900.85	成长能力				
应收和预付款项	493.98	654.81	859.24	1088.37	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%	41.21%	26.86%	29.45%
其他流动资产	24.58	33.20	43.30	54.99	净利润增长率	8.12%	38.87%	27.02%	29.50%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	14.68%	38.10%	24.24%	28.65%
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	581.40	620.67	695.50	764.93	毛利率	32.73%	34.13%	34.82%	34.83%
无形资产和开发支出	170.32	182.75	205.19	237.62	三费率	15.85%	18.78%	19.60%	19.86%
其他非流动资产	58.77	58.77	58.77	58.77	净利率	11.59%	11.92%	11.61%	11.84%
资产总计	2152.07	2434.87	2945.27	3603.79	ROE	12.76%	15.40%	16.79%	18.36%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.91%	8.48%	8.91%	9.43%
应付和预收款项	721.30	823.31	1093.40	1441.58	ROIC	26.69%	26.29%	27.08%	31.03%
长期借款	56.17	56.17	56.17	56.17	EBITDA/销售收入	17.06%	17.44%	16.61%	16.83%
其他负债	208.93	213.71	232.97	256.02	营运能力				
负债合计	986.39	1093.18	1382.53	1753.77	总资产周转率	0.66	0.76	0.84	0.88
股本	80.82	80.82	80.82	80.82	固定资产周转率	3.67	3.24	3.76	4.20
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	675.20	896.25	1183.54	存货周转率	4.69	4.27	4.22	4.19
归属母公司股东权益	1097.60	1273.61	1494.66	1781.94	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	1341.69	1562.74	1850.02	资产负债率	45.83%	44.90%	46.94%	48.66%
负债和股东权益合计	2152.07	2434.87	2945.27	3603.79	带息债务/总负债	5.69%	5.14%	4.06%	3.20%
					流动比率	1.71	1.77	1.68	1.64
					速动比率	1.42	1.43	1.35	1.32
					股利支付率	32.81%	14.79%	15.75%	15.44%
					每股指标				
					每股收益	1.89	2.56	3.25	4.20
					每股净资产	13.58	15.76	18.49	22.05
					每股经营现金	2.53	1.65	3.91	5.52
					每股股利	0.62	0.38	0.51	0.65
业绩和估值指标									
EBITDA	218.87	302.26	375.52	483.12					
PE	17.61	13.02	10.25	7.91					
PB	2.45	2.11	1.80	1.51					
PS	2.10	1.55	1.19	0.94					
EV/EBITDA	9.62	6.97	5.31	3.70					
股息率	1.86%	1.14%	1.54%	1.95%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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	yyf@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