



轻工制造

2019-04-28

公司点评报告

买入/首次

江山欧派 (603208)

目标价: 49.91

昨收盘: 33.27

工程业务快速增长，公司未来业绩确定性高

事件：

公司发布 2018 年度报告：2018 年实现营业收入 12.83 亿元，同比增长 27.05%，归母净利润 1.53 亿元，同比增长 11.03%，扣非净利润 1.23 亿元，同比增长 19.50%；基本每股收益 1.89 元。现金流方面，2018 年销售商品、提供劳务收到的现金 14.08 亿元，同比增长 36.33%，经营活动产生的现金流净额 2.04 亿元，同比增长 60.39%。

公司发布 2019 年一季报：2019 年第一季度实现营业收入 2.42 亿元，同比增长 21.51%，归母净利润 0.10 亿元，同比增长 9.66%，扣非净利润 0.09 亿元，同比增长 8.97%。现金流方面，2019Q1 销售商品、提供劳务收到的现金 2.77 亿元，同比增长 4.14%，经营活动产生的现金流净流出 0.89 亿元。

点评：

分季度来看，公司 2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 单季度分别实现营业收入 1.99/2.81/3.81/4.22 亿元，分别同比增长 10.30%/16.43%/44.97%/29.77%，归母净利润 Q1/Q2/Q3/Q4 单季为 0.09/0.48/0.50/0.45 亿元，同比增长-51.02%/20.38%/69.75%/-7.66%。

毛利率略有下滑，费用率提升拖累净利润。2018 年公司毛利率 32.73%，同比减少 0.20pct，主要由于毛利较低的大宗业务的快速增长，净利率 11.59%，同比减少 2.03pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.88%/4.91%/4.29%/1.07%，同比变动-0.58/0.85/0.65/0.16pct，费用率的上升主要由于公司管理人员的增加和研发投入的加大。2019Q1 单季公司毛利率 27.10%，同比下滑 0.68pct，净利率 3.78%，同比下滑 0.97pct，Q1 单季销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.16%/4.44%/5.04%/1.82%，同比去年分别变动 -0.34/-1.85/-0.14/1.18pct，财务费用的增加主要系应收账款保理费用增加所致，盈利能力短期承压。

产能建设稳步推进，多品类矩阵进一步扩充。2018 年公司使用 IPO 募集资金，“年产 30 万套实木复合门项目”和“年产 20.5 万件定制柜类产品项目”相继结项，使用自有资金，控股子公司河南恒大欧派公司完成了厂区建设并开始投产，未来产能有望逐步释放。**分品类来看，**2018 年公司夹板模压门营收 7.55 亿元，同比增长 24.09%，毛利率 36.03%，同比减少 0.11pct，实木复合门营收 4.5 亿元，同比增长 22.13%，毛利率 28.25%，同比增加 0.15pct。公司为布局橱柜衣柜产品推出的“花木匠”品牌快速成长，2018 年营收 0.14 亿元，同比增速 3569.64%，木

股票数据

总股本/流通(百万股)	81/31
总市值/流通(百万元)	2,689/1,025
12 个月最高/最低(元)	42.80/20.00

证券分析师：陈天蛟

电话：021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

联系人：庞盈盈

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

门向柜类引流效应良好，产品矩阵进一步扩充。欧派品牌营收 12.2 亿元，同比增长 24.21%，欧罗拉品牌营收 0.1 亿元，同比下滑 42%。

零售业务保持稳定，工程渠道快速增长。2018 年，公司经销业务营收 2.96 亿元，同比增长 0.94%，毛利率 34.26%，同比增加 0.9pct，大宗业务营收 9.45 亿元，同比增长 34.21%，毛利率 31.93%，同比减少 0.2pct。截至 2018 年末，公司建立了覆盖全国 31 个省区的销售网络，凭借良好的品牌形象，公司经销商渠道建设完善，本年新开店 37 家，关店 36 家，截至年末共有 610 家门店，零售布局较为成熟。在工程渠道方面，公司与广州恒大于 2017 年 3 月签订《战略合作框架协议》，2017-2018 年江山欧派与广州恒大发生销售额 5.7 亿元（含税），广州恒大承诺在 2017-2019 年期间向江山欧派采购总额不少于 10 亿元，2017-2021 年广州恒大意向采购总额约 20 亿元。截至 2018 年末，公司已与恒大地产、万科地产、保利地产、阳光城地产、旭辉地产、中海地产等国内主要地产公司建立了战略合作关系，并荣获中国房地产业协会颁发的“中国房地产开发企业 500 强首选供应商门类”，未来工程渠道发展前景乐观。

我们预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 2.48、3.1 元，对应 2019-2020 年 PE 分别为 13.44、10.75 倍，考虑公司产能布局持续推进，零售业务稳步增长，工程渠道快速增长，目前公司估值优势突出，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：房地产景气程度低于预期、业务推广不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1283	1950	2400	2836
(+/-%)	27.0	52.0	23.1	18.2
净利润(百万元)	149	197	244	287
(+/-%)	11.03%	31.03%	25.02%	16.83%
摊薄每股收益(元)	1.89	2.48	3.10	3.62
市盈率(PE)	14.08	13.44	10.75	9.20

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	633	593	656	751	847	营业收入	1010	1283	1950	2400	2836
应收和预付款项	181	260	306	399	458	营业成本	677	863	1350	1650	1950
存货	136	230	266	338	391	营业税金及附加	11	14	39	48	57
其他流动资产	200	258	392	470	555	销售费用	106	127	189	238	281
流动资产合计	1150	1342	1620	1957	2251	管理费用	78	118	176	216	255
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	9	14	-31	-34	-38
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	10	10	0	0	0
固定资产	186	513	623	799	912	投资收益	14	16	1	1	1
在建工程	153	69	100	74	76	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	168	170	212	230	259	营业利润	158	173	228	283	332
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	1	0	1	0	0
其他非流动资产	558	810	993	1161	1305	利润总额	160	173	229	284	333
资产总计	1708	2152	2613	3118	3557	所得税	22	24	32	39	46
短期借款	9	0	0	0	0	净利润	138	149	197	244	287
应付和预收款项	227	323	428	545	632	少数股东损益	0	-4	-3	-6	-6
长期借款	0	56	56	56	56	归母股东净利润	138	153	200	250	292
其他负债	405	608	815	1007	1119						
负债合计	641	986	1299	1607	1807						
股本	81	81	81	81	81	预测指标					
资本公积	518	518	518	518	518		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	397	499	651	853	1097	毛利率	32.93%	32.73%	30.77%	31.25%	31.23%
归母公司股东权益	995	1098	1249	1452	1696	销售净利率	13.62%	11.90%	10.26%	10.42%	10.31%
少数股东权益	72	68	65	59	54	销售收入增长率	31.74%	27.05%	52.00%	23.08%	18.15%
股东权益合计	1067	1166	1314	1511	1750	EBIT 增长率	34.16%	10.21%	6.33%	26.09%	17.90%
负债和股东权益	1708	2152	2613	3118	3557	净利润增长率	25.76%	11.03%	31.03%	25.02%	16.83%
						ROE	13.82%	13.91%	16.02%	17.23%	17.23%
						ROA	8.05%	7.10%	7.66%	8.02%	8.22%
						ROIC	32.87%	25.34%	23.75%	26.21%	26.34%
现金流量表(百万)						EPS (X)	1.78	1.89	2.48	3.10	3.62
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	PE (X)	24.06	14.08	13.44	10.75	9.20
经营性现金流	33	204	307	386	387	PB (X)	3.48	1.96	2.15	1.85	1.59
投资性现金流	-141	-296	-243	-243	-243	PS (X)	3.43	1.68	1.38	1.12	0.95
融资性现金流	494	8	0	-48	-48	EV/EBITDA (X)	14.75	7.43	8.08	6.15	4.83
现金增加额	-2	1	0	0	0						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。