

**江山欧派(603208)/家用轻工**
**精装房趋势向好, 工程业务潜力待挖掘**
**评级: 增持(维持)**

市场价格: 33.27

分析师: 徐稚涵

执业证书编号: S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理: 郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理: 徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	81
流通股本(百万股)	31
市价(元)	33.27
市值(百万元)	2688
流通市值(百万元)	1025

**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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1009.74	1282.87	1801.28	2245.36	2696.91
增长率 yoy%	31.74	27.05%	40.41%	25.09%	20.11%
净利润	137.53	152.70	202.08	253.03	303.02
增长率 yoy%	25.76	11.03%	32.34%	25.21%	19.76%
每股收益(元)	1.70	1.89	2.50	3.13	3.75
每股现金流量	0.41	2.53	0.71	3.82	4.62
净资产收益率	12.89	12.76%	6.67%	7.83%	8.75%
P/E	15	19.59	13	11	9
PEG	0.58	0.63	0.40	0.44	0.46
P/B	1.89	2.57	0.90	0.85	0.79

备注:

**投资要点**

- 事件:** 江山欧派发布 2019 年一季报, 2019 年 Q1 公司实现营收 2.42 亿元, 同比增长 21.51%; 归母净利润 1041.27 万元, 同比增长 9.66%, 实现扣非后归母净利润 907.26 万元, 同比增长 8.97%。实现每股收益 0.13 元。
- 规模效应逐步显现, 营运能力有所下滑。(1) 毛利率、净利率小幅下滑。** 2019 年 Q1 毛利率 27.10% (-0.68pct.), 净利率 3.78% (-0.97pct.)。(2) **销售、管理费用率同比下降。** 2019Q1 公司销售费用率 10.16% (-0.34pct.); 管理费用率 9.48% (-1.99pct.), 规模效应逐步显现; 财务费用率 1.82% (+1.18pct.), 系应收账款保理费用增加所致。(3) **营运能力有所下滑。** 公司存货周转天数由 2018 年 Q1 的 83.06 天上升至 2019 年 Q1 的 124.83 天, 应收账款周转天数由 2018 年 Q1 的 77.01 天上升至 2019 年 Q1 的 99.76 天, 总资产周转率由 2018 年 Q1 的 0.12 下降至 2019 年 Q1 的 0.11, 营运能力有所下滑。
- 零售业务发展平缓, 工程渠道深度绑定核心地产商。(1) 零售业务发展稳定。** 公司在 2018 年末建立了覆盖全国 31 个省区的销售网络, 实体门店数 610 家, 数量与 2017 年末相比基本未发生变化。(2) **工程业务保障未来成长。** 伴随住宅精装修趋势向好、地产龙头集中度不断增加, 工程渠道的发展潜力有待进一步挖掘。江山欧派与恒大签署了《战略合作框架协议》, 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, 未来核心客户订单有保障。此外公司还与万科、保利、旭辉、中海等国内主要地产公司建立了战略合作伙伴关系, 不断开发优质工程大客户。
- 木门引流柜类业务, 推动品类多元化进程。** 2019 年公司计划投产年产 20.5 万定制柜类项目, 可提升 B 端客户服务能力, 同时推出花木匠品牌, 有望成为公司新的业绩增长点。短期内项目完全达产后预计可带来 1.44 亿元年利润, 中长期来看, 公司可深化与地产商的合作关系, 拓展产品矩阵能够帮助公司切入全屋定制领域, 同时分享工程业务的成长。
- 产能扩张顺利进行, 生产效率持续优化。(1) 2018 年公司合理使用 IPO 募集资金用于“30 万套实木复合门项目”和“30 万套模压门项目”的建设, 预计从 2019 年开始放量。合理使用自有资金完成恒大欧派公司厂区的建设并开始投产, 产能提升将为公司的工程业务提供保障。(2) 协同意大利 MAKOR、德国 HOMAG 等国际一流装备制造企业合作引进电脑雕刻中心、CNC 加工中心和自动流水线等, 通过缩短加工交货周期、提高规模化生产能力等方式优化生产效率, 为公司未来的发展扫清障碍。**
- 投资建议:** 我们预估公司 2019-2021 年实现营收 18.01、22.45、26.97 亿元, 同比增长 40.41%、25.09%、20.11%, 实现归母净利润 2.02、2.53、3.03 亿元, 同比增长 32.34%、25.21%、19.76%, 对应 EPS 为 2.50、3.13、3.75 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)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1282.87	1801.28	2253.23	2706.35	净利润	148.74	199.45	249.18	298.08
营业成本	862.97	1213.35	1514.39	1818.40	折旧与摊销	32.52	65.12	95.59	101.84
营业税金及附加	14.41	20.15	25.24	30.30	财务费用	13.68	14.41	18.55	24.05
销售费用	126.72	202.64	253.49	304.46	资产减值损失	9.80	0.00	0.00	0.00
管理费用	62.94	120.69	153.22	184.03	经营营运资本变动	54.72	-221.93	-54.29	-50.71
财务费用	13.68	14.41	18.55	24.05	其他	-54.95	0.57	-0.05	-0.07
资产减值损失	9.80	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	204.50	57.62	308.98	373.19
投资收益	16.45	0.00	0.00	0.00	资本支出	-336.00	-1000.00	-150.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	40.01	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-295.99	-1000.00	-150.00	-100.00
<b>营业利润</b>	172.67	230.06	288.34	345.11	短期借款	-8.63	0.00	200.00	200.00
其他非经营损益	-0.14	1.74	1.06	1.09	长期借款	56.17	125.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	172.54	231.80	289.40	346.20	股权融资	0.00	1662.69	0.00	0.00
所得税	23.80	32.35	40.22	48.12	支付股利	-50.11	-36.96	-58.69	-71.52
净利润	148.74	199.45	249.18	298.08	其他	10.31	-25.81	-18.55	-24.05
少数股东损益	-3.96	-2.64	-3.85	-4.94	<b>筹资活动现金流净额</b>	7.74	1724.92	122.76	104.44
归属母公司股东净利润	152.70	202.08	253.03	303.02	<b>现金流量净额</b>	-82.72	782.54	281.73	377.62
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	592.62	1375.16	1656.90	2034.52	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	493.98	688.06	868.57	1040.53	销售收入增长率	27.05%	40.41%	25.09%	20.11%
存货	230.41	217.83	272.07	326.86	营业利润增长率	9.01%	33.23%	25.33%	19.69%
其他流动资产	24.58	8.54	12.82	17.66	净利润增长率	8.12%	34.09%	24.94%	19.62%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	14.68%	41.45%	30.01%	17.02%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	581.40	1522.44	1583.01	1587.33	毛利率	32.73%	32.64%	32.79%	32.81%
无形资产和开发支出	170.32	164.15	157.99	151.83	三费率	15.85%	18.75%	18.87%	18.94%
其他非流动资产	58.77	58.77	58.77	58.77	净利率	11.59%	11.07%	11.06%	11.01%
<b>资产总计</b>	2152.07	4034.95	4610.12	5217.49	ROE	12.76%	6.67%	7.83%	8.75%
短期借款	0.00	0.00	200.00	400.00	ROA	6.91%	4.94%	5.41%	5.71%
应付和预收款项	721.30	661.90	829.63	992.03	ROIC	29.49%	17.00%	13.95%	15.93%
长期借款	56.17	181.17	181.17	181.17	EBITDA/销售收入	17.06%	17.19%	17.86%	17.40%
其他负债	208.93	201.03	217.98	236.39	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	986.39	1044.10	1428.78	1809.58	总资产周转率	0.66	0.58	0.52	0.55
股本	80.82	80.82	80.82	80.82	固定资产周转率	3.67	1.77	1.45	1.71
资本公积	517.59	2180.28	2180.28	2180.28	应收账款周转率	6.21	6.17	5.85	5.74
留存收益	499.19	664.31	858.65	1090.15	存货周转率	4.69	5.41	6.17	6.06
归属母公司股东权益	1097.60	2925.41	3119.75	3351.25	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	65.44	61.59	56.65	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1165.67	2990.85	3181.34	3407.90	资产负债率	45.83%	25.88%	30.99%	34.68%
负债和股东权益合计	2152.07	4034.95	4610.12	5217.49	带息债务/总负债	5.69%	17.35%	26.68%	32.12%
					流动比率	1.71	3.20	2.55	2.31
					速动比率	1.42	2.90	2.31	2.09
					股利支付率	32.81%	18.29%	23.20%	23.60%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	218.87	309.59	402.48	471.00	每股收益	1.89	2.50	3.13	3.75
PE	17.61	13.31	10.63	8.87	每股净资产	14.42	37.01	39.37	42.17
PB	2.31	0.90	0.85	0.79	每股经营现金	2.53	0.71	3.82	4.62
PS	2.10	1.49	1.19	0.99	每股股利	0.62	0.46	0.73	0.88
EV/EBITDA	9.62	4.64	3.36	2.50					
股息率	1.86%	1.37%	2.18%	2.66%					

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。