

## 新产能释放, 业绩快速放量

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年半年报。上半年实现营收 7.3 亿元, 同比增长 52%, Q1/Q2 分别实现营收 2.4 亿元和 4.9 亿元, 同比分别增长 21.5%和 73.6%; 实现归母净利润 8146.3 万元, 同比增长 41.2%, Q1/Q2 分别为 1041.3 万元和 7105 万元, 同比分别增长 9.7%和 47.4%。实现扣非后归母净利润 7109.3 万元, 同比增速为 45.2%, Q1/Q2 分别为 907.3 万元和 6197.7 万元, 同比分别增长 9%和 52.6%。受益于工程业务持续放量, 公司上半年业绩表现大超预期。
- **工程业务持续高增长, 大客户合作更进一步。** 公司借力精装大趋势, 组建专门团队拓展地产工程业务, 并已经与恒大、万科为核心的地产商建立战略合作关系, 与恒大合资的兰考工厂于 4 月开始投产, 助力工程进一步放量, 且与保利、旭辉等大中型地产商建立紧密合作, 渗透率有望进一步提升。上半年公司大宗业务实现营收约 5.1 亿元, 占比达到 70%, 其中直营工程收入约 4.4 亿, 增速接近翻倍。零售方面, 公司推出定制品牌“花木匠”, 并从 18 年开始对经销商合作方式进行改革, 扶持经销商做全屋经销, 除给经销商供给木门, 还授权经销商使用公司的品牌对其他品类以代工方式进行拓展, 成效显著, 新品类防火门的生产也在逐步推出。此外公司出口业务和工程代理业务保持稳定, 上半年实现营收约 7000 万元。
- **产能尚处爬坡期, 盈利能力暂时回落。** 公司上半年实现毛利率 31.1%, 同比下降 2.9pp, 主要原因是兰考新产能投放尚处爬坡期, 产能利用率较低, 加上零售终端产品降价所致。随着新产能利用率持续提升, 我们认为毛利率未来将逐步回升。费用方面, 公司上半年销售费率为 9.3%, 同比下降 0.2pp; 公司内部管理效率提升, 管理和研发费用两项费率合计为 7.6%, 同比下降 3.1pp; 因保理费用及河南恒大欧派贷款利率增加, 财务费率上升 0.4pp 至 1.1%。总体四项费率下降明显, 显示运营能力有所提升。综合之下, 上半年公司归母净利率 11.2%, 同比微降 0.7pp, 盈利能力总体稳定。公司上半年经营性现金流净流出 1 亿元, 主要原因为受增值税下调影响, 二季度公司与大客户在价格上重新商定, 导致部分客户付款不够及时。
- **产能布局持续推进。** 公司以大宗业务为核心, 目前业务处于供不应求的状态, 产能扩张能有效的转化成公司的营收规模扩张。公司现有总部、莲花山和兰考三大生产基地, 合计面积为 330 万亩, 其中新建兰考项目已经投产, 预计全年有望贡献 3 个亿的收入增量。公司 330 亩基地 18 年兼顾工程和零售的生产供给, 19 年开始将全部用于供给工程渠道, 零售业务则实行外包生产的方式。公司当前仍有 400 亩基地在建, 其中 110 亩已在铺产线, 另外 290 亩基地预计也将于未来两年年内完成产线布局。公司产能布局持续扩张, 也将有力支撑公司的快速发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.50 元、3.17 元、4.12 元, 未来三年归母净利润有望保持 30%的复合增长率, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动风险, 房地产行业不景气的风险, 保障安居工程推进或低于预期, 募投项目建设及达产进度或不及预期, 经销商门店扩张速度或不及预期。

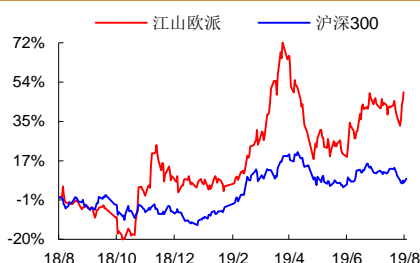
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1282.87	1846.88	2419.56	3088.40
增长率	27.05%	43.96%	31.01%	27.64%
归属母公司净利润 (百万元)	152.70	202.40	256.30	332.66
增长率	11.03%	32.54%	26.63%	29.79%
每股收益 EPS (元)	1.89	2.50	3.17	4.12
净资产收益率 ROE	12.76%	15.13%	16.50%	18.13%
PE	19	15	11	9
PB	2.66	2.31	1.98	1.66

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)	29.38
总资产(亿元)	22.06
每股净资产(元)	14.01

### 相关研究

1. 江山欧派(603208): 收入保持较快增长, 低基数致利润波动较大 (2019-04-28)
2. 江山欧派(603208): 工程业务持续放量, 产能短板或将改善 (2019-04-17)
3. 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，工程业务由于和恒大合作借款方式的改变，19 年公司整体毛利率预计会有所下降，预计 19-21 年分别为 32.2%、32%和 32%。

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	1249.3	1749.0	2396.1
	增速	45%	65%	40%	37%
	毛利率	34.0%	32.0%	33.0%	33.0%
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	1846.7	2419.3	3088.0
	增速	27.0%	44.0%	31.0%	27.6%
	毛利率	33.6%	32.2%	32.0%	32.0%

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	1846.88	2419.56	3088.40	净利润	148.74	202.40	256.30	332.66
营业成本	862.97	1252.97	1645.30	2100.11	折旧与摊销	32.52	48.29	52.73	58.14
营业税金及附加	14.41	20.29	26.82	21.31	财务费用	13.68	8.31	12.10	24.71
销售费用	126.72	175.45	229.86	293.40	资产减值损失	9.80	10.00	10.00	10.00
管理费用	62.94	147.75	193.56	247.07	经营营运资本变动	51.90	-122.21	-5.42	32.97
财务费用	13.68	8.31	12.10	24.71	其他	-52.13	-17.67	-10.25	-10.14
资产减值损失	9.80	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>204.50</b>	<b>129.12</b>	<b>315.45</b>	<b>448.34</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-295.99</b>	<b>-93.17</b>	<b>-149.73</b>	<b>-159.73</b>
<b>营业利润</b>	<b>172.67</b>	<b>238.94</b>	<b>302.19</b>	<b>392.07</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>172.54</b>	<b>238.11</b>	<b>301.53</b>	<b>391.37</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	23.80	35.72	45.23	58.71	支付股利	-50.11	-30.54	-40.48	-51.26
净利润	148.74	202.40	256.30	332.66	其他	10.31	-19.71	-12.10	-24.71
少数股东损益	-3.96	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>7.74</b>	<b>-50.25</b>	<b>-52.58</b>	<b>-75.97</b>
归属母公司股东净利润	152.70	202.40	256.30	332.66	<b>现金流量净额</b>	<b>-82.72</b>	<b>-14.30</b>	<b>113.15</b>	<b>212.64</b>
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	578.32	691.47	904.11	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	493.98	698.41	921.03	1172.68	销售收入增长率	27.05%	43.96%	31.01%	27.64%
存货	230.41	336.65	442.66	565.45	营业利润增长率	9.01%	38.38%	26.47%	29.74%
其他流动资产	24.58	35.38	46.35	59.16	净利润增长率	8.12%	36.07%	26.63%	29.79%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	14.68%	35.03%	24.19%	29.40%
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	620.67	695.50	764.93	毛利率	32.73%	32.16%	32.00%	32.00%
无形资产和开发支出	170.32	182.75	205.19	237.62	三费率	15.85%	17.95%	18.00%	18.30%
其他非流动资产	58.77	58.77	58.77	58.77	净利率	11.59%	10.96%	10.59%	10.77%
<b>资产总计</b>	<b>2152.07</b>	<b>2510.96</b>	<b>3060.97</b>	<b>3762.72</b>	ROE	12.76%	15.13%	16.50%	18.13%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.91%	8.06%	8.37%	8.84%
应付和预收款项	721.30	897.09	1208.51	1602.46	ROIC	26.69%	25.45%	26.16%	30.30%
长期借款	56.17	56.17	56.17	56.17	EBITDA/销售收入	17.06%	16.00%	15.17%	15.38%
其他负债	208.93	220.17	242.94	269.34	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>986.39</b>	<b>1173.43</b>	<b>1507.63</b>	<b>1927.97</b>	总资产周转率	0.66	0.79	0.87	0.91
股本	80.82	80.82	80.82	80.82	固定资产周转率	3.67	3.45	4.03	4.52
资本公积	517.59	517.59	517.59	517.59	应收账款周转率	6.21	6.39	6.18	6.10
留存收益	499.19	671.05	886.87	1168.27	存货周转率	4.65	4.38	4.20	4.15
归属母公司股东权益	1097.60	1269.45	1485.27	1766.67	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1165.67</b>	<b>1337.53</b>	<b>1553.35</b>	<b>1834.75</b>	资产负债率	45.83%	46.73%	49.25%	51.24%
负债和股东权益合计	2152.07	2510.96	3060.97	3762.72	带息债务/总负债	5.69%	4.79%	3.73%	2.91%
					流动比率	1.71	1.70	1.61	1.57
					速动比率	1.42	1.35	1.27	1.24
					股利支付率	32.81%	15.09%	15.79%	15.41%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.89	2.50	3.17	4.12
					每股净资产	13.58	15.71	18.38	21.86
					每股经营现金	2.53	1.60	3.90	5.55
					每股股利	0.62	0.38	0.50	0.63
业绩和估值指标									
EBITDA	218.87	295.54	367.02	474.92					
PE	19.11	14.50	11.45	8.82					
PB	2.66	2.31	1.98	1.66					
PS	2.27	1.58	1.21	0.94					
EV/EBITDA	10.66	7.97	6.11	4.27					
股息率	1.72%	1.05%	1.38%	1.75%					

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@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
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
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn