

2019年08月12日

江山欧派 (603208.SH)

公司快报

大宗渠道持续发力，收入高增长

投资要点

事件：8月12日，公司发布2019年半年度报告。2019年上半年公司实现营业收入7.30亿元，同比增长52.01%；实现归母净利润0.81亿元，同比增长41.18%。其中Q2单季度，公司实现营业收入4.88亿元，同比增长73.61%；实现归母净利润0.71亿元，同比增长51.68%。

◆ **收入高增长，净利率保持平稳。**得益于工程渠道客户销售收入增加，公司业绩整体保持高速增长，上半年公司营收、归母净利润同比增长分别为52.01%、41.18%，其中Q2单季度公司营收、归母净利润同比增长分别为73.61%、51.68%。相应的应收账款大幅增加，截至6月底，公司应收账款及应收票据达5.93亿元，同比增长70.28%。上半年公司毛利率为31.06%，同比下降2.91pct，主要是由于公司工程业务占比提升。公司期间费用管控较好，上半年期间费用率为18.01%，同比下降2.98pct，主要是管理费用（综合研发费用）绝对额平稳，费用率同比下降3.14pct。公司净利率水平基本保持平稳，上半年公司净利率达11.15%，同比略下降0.74pct。

◆ **传统木门保持高增长，新增橱柜业务规模初显。**公司上半年夹板模压门、实木复合门分别实现销售收入3.92、2.72亿元，同比增长分别为47.49%、43.67%；毛利率分别为34.25%、28.97%，同比分别下降了1.67、3.08pct。在现有木门主业的基础上，公司上半年新增橱柜业务，实现销售收入0.11亿元，毛利率为14.23%，业务规模初步显现。

◆ **与核心地产商战略合作，大宗业务成为业绩主要增长点。**受益于精装房政策持续推进以及下游地产商集中度提升，公司工程大宗渠道收入从2013年的0.99亿元上升到2018年的9.45亿元，年复合增速高达57%，占营业收入比例也从2013年的22%提升到2018年的74%，工程业务逐渐成为业绩主要增长点。公司工程业务合作主要客户为恒大、万科、保利、阳光城、旭辉、中海地产等国内核心地产商，其中，公司2017年与恒大签订战略合作协议，恒大承诺在2017-2019年期间向公司采购总额不少于10亿元，2017-2021年意向采购总金额约20亿元，公司2017年至2019年6月底向恒大销售额达8.01亿元。

◆ **项目持续推进，新增产能有待释放。**公司拥有浚头工业园、莲华山工业园、江山清湖花园岗、河南兰考等四大生产基地，目前实木复合门产能100万套，夹板模压门产能180万套。2019年上半年公司“营销网络建设项目”已完成投资，有效保障2018年投产的“年产30万套实木复合门以及年产30万套模压门项目”生产线产能的消化。公司以自有资金投资的“年产120万套木门项目”目前进展顺利，处于基建阶段，建成投产后，木门新增产能近目前产能一半，提高公司快速供货能力。

◆ **投资建议：**公司是国内木门行业领军企业，我们看好公司在工程渠道的客户资源优势，预测公司2019至2021年净利润分别为2.02、2.50、3.07亿元，对应的PE分别为15倍、12倍、10倍，首次覆盖，给予增持-A建议。

◆ **风险提示：**房地产行业波动风险；市场竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险。

轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级

增持-A(首次)

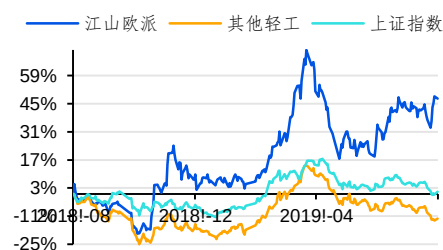
股价(2019-08-12)

36.10元

交易数据

总市值(百万元)	2,917.46
流通市值(百万元)	1,112.46
总股本(百万股)	80.82
流通股本(百万股)	30.82
12个月价格区间	19.61/44.20元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.9	20.18	47.11
绝对收益	3.38	15.95	47.81

分析师

叶中正

SAC执业证书编号：S0910516080001

yezhongzheng@huajinsc.cn

0755-83224377

报告联系人

杨维维

yangweiwei@huajinsc.cn

0755-83231652

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,009.7	1,282.9	1,866.1	2,333.2	2,841.0
同比增长(%)	31.7%	27.1%	45.5%	25.0%	21.8%
营业利润(百万元)	158.4	172.7	232.7	286.5	351.4
同比增长(%)	32.1%	9.0%	34.7%	23.1%	22.7%
净利润(百万元)	137.5	152.7	201.6	249.8	307.2
同比增长(%)	25.8%	11.0%	32.0%	23.9%	23.0%
每股收益(元)	1.70	1.89	2.49	3.09	3.80
PE	21.2	19.1	14.5	11.7	9.5
PB	2.9	2.7	2.4	2.1	1.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,009.7	1,282.9	1,866.1	2,333.2	2,841.0	年增长率					
减:营业成本	677.2	863.0	1,272.2	1,597.8	1,945.8	营业收入增长率	31.7%	27.1%	45.5%	25.0%	21.8%
营业税费	11.2	14.4	20.1	25.7	31.3	营业利润增长率	32.1%	9.0%	34.7%	23.1%	22.7%
销售费用	105.6	126.7	184.7	228.7	280.1	净利润增长率	25.8%	11.0%	32.0%	23.9%	23.0%
管理费用	77.7	62.9	143.7	179.7	218.8	EBITDA 增长率	18.6%	54.8%	4.6%	24.6%	21.4%
财务费用	9.1	13.7	14.4	15.4	16.6	EBIT 增长率	19.9%	57.3%	11.1%	22.2%	21.9%
资产减值损失	10.3	9.8	8.4	9.5	9.2	NOPLAT 增长率	43.0%	11.4%	32.2%	22.4%	21.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	129.3%	48.1%	2.0%	24.5%	-13.8%
投资和汇兑收益	13.7	16.5	10.0	10.0	12.2	净资产增长率	140.3%	9.2%	12.0%	12.7%	14.1%
营业利润	158.4	172.7	232.7	286.5	351.4						
加:营业外净收支	1.4	-0.1	-0.1	0.4	0.1	盈利能力					
利润总额	159.8	172.5	232.6	286.9	351.4	毛利率	32.9%	32.7%	31.8%	31.5%	31.5%
减:所得税	22.3	23.8	32.7	40.0	49.0	营业利润率	15.7%	13.5%	12.5%	12.3%	12.4%
净利润	137.5	152.7	201.6	249.8	307.2	净利润率	13.6%	11.9%	10.8%	10.7%	10.8%
						EBITDA/营业收入	16.3%	19.9%	14.3%	14.2%	14.2%
						EBIT/营业收入	14.0%	17.3%	13.2%	12.9%	13.0%
						偿债能力					
						资产负债率	37.5%	45.8%	48.9%	53.3%	52.4%
						负债权益比	60.0%	84.6%	95.7%	114.2%	110.1%
						流动比率	2.33	1.71	1.60	1.54	1.56
						速动比率	2.05	1.42	1.35	1.30	1.31
						利息保障倍数	15.49	16.27	17.14	19.64	22.14
						营运能力					
						固定资产周转天数	65	98	97	85	79
						流动营业资本周转天数	-1	1	-9	0	3
						流动资产周转天数	306	350	295	310	315
						应收帐款周转天数	48	59	49	52	53
						存货周转天数	44	51	48	49	50
						总资产周转天数	456	542	454	440	423
						投资资本周转天数	101	137	113	103	87
						费用率					
						销售费用率	10.5%	9.9%	9.9%	9.8%	9.9%
						管理费用率	7.7%	4.9%	7.7%	7.7%	7.7%
						财务费用率	0.9%	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%
						三费/营业收入	19.1%	15.8%	18.4%	18.2%	18.1%
						投资回报率					
						ROE	13.8%	13.9%	16.3%	17.7%	19.0%
						ROA	8.1%	6.9%	7.8%	7.8%	8.6%
						ROIC	84.1%	40.9%	36.5%	43.8%	42.9%
						分红指标					
						DPS(元)	0.62	0.58	0.75	1.00	1.18
						分红比率	36.4%	30.7%	30.0%	32.4%	31.0%
						股息收益率	1.7%	1.6%	2.1%	2.8%	3.3%
资产负债表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	633.3	592.6	862.1	1,077.8	1,312.4	EPS(元)	1.70	1.89	2.49	3.09	3.80
交易性金融资产	-	-	-	-	-	BVPS(元)	12.31	13.58	15.33	17.42	20.04
应收帐款	176.1	241.8	264.9	405.9	432.0	PE(X)	21.2	19.1	14.5	11.7	9.5
应收票据	191.9	229.9	288.8	413.0	446.3	PB(X)	2.9	2.7	2.4	2.1	1.8
预付帐款	9.3	18.5	23.2	24.8	36.9	P/FCF	-38.7	128.6	9.0	9.6	8.7
存货	136.4	230.4	272.2	357.4	430.1	P/S	2.9	2.3	1.6	1.3	1.0
其他流动资产	3.1	28.3	10.5	13.9	17.6	EV/EBITDA	14.1	9.4	8.5	6.8	4.8
可供出售金融资产	-	10.0	10.0	10.0	10.0	CAGR(%)	21.5%	26.7%	22.3%	21.5%	26.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	1.0	0.7	0.7	0.5	0.4
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC/WACC	8.3	4.1	3.6	4.3	4.3
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	186.3	512.7	497.8	607.2	640.2						
在建工程	153.3	68.7	118.7	33.7	-						
无形资产	168.5	170.3	165.6	161.0	156.3						
其他非流动资产	49.5	48.8	40.5	46.3	45.2						
资产总额	1,707.6	2,152.1	2,554.3	3,151.1	3,527.1						
短期债务	8.6	-	130.0	330.6	311.1						
应付帐款	165.7	182.9	277.4	342.0	406.1						
应付票据	149.8	343.8	384.1	503.5	599.0						
其他流动负债	170.4	256.1	285.4	311.0	399.2						
长期借款	-	56.2	56.2	56.2	-						
其他非流动负债	146.0	147.4	116.1	136.5	133.3						
负债总额	640.5	986.4	1,249.1	1,679.9	1,848.7						
少数股东权益	72.0	68.1	66.3	63.4	58.7						
股本	80.8	80.8	80.8	80.8	80.8						
留存收益	914.2	1,016.8	1,158.0	1,327.0	1,538.9						
股东权益	1,067.0	1,165.7	1,305.1	1,471.2	1,678.4						
现金流量表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	137.6	148.7	201.6	249.8	307.2						
加:折旧和摊销	23.3	32.5	19.5	30.3	35.4						
资产减值准备	10.3	9.8	-	-	-						
公允价值变动损失	-	-	-	-	-						
财务费用	2.5	-1.0	14.4	15.4	16.6						
投资损失	-13.7	-16.5	-10.0	-10.0	-12.2						
少数股东损益	0.0	-4.0	-1.8	-2.9	-4.8						
营运资金的变动	-19.1	29.5	26.9	-131.3	97.7						
经营活动产生现金流量	33.2	204.5	250.6	151.3	440.0						
投资活动产生现金流量	-140.5	-296.0	-40.0	-40.0	-17.8						
融资活动产生现金流量	493.5	7.7	58.8	104.5	-187.6						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn