

## 工程持续放量带动业绩高增长, 现金流好转

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年三季度报。前三季度实现收入 13.4 亿, 同比增长 55%, 实现净利润 1.8 亿, 同比增长 66.6%, 实现扣非后归母净利润 1.46 亿, 同比增长 56.9%。其中 Q1-Q3 收入增速分别为 21.5%、73.6%和 58.9%; 净利润增速分别为 9.7%、47.4%和 96%, 业绩增长明显加快。
- **毛利率环比提升, 盈利能力显著提升。**前三季度毛利率 33%, 同比降低 1.2pp; 单 Q3 毛利率达到 35.3%, 环比提升 2.3pp, 同比提升 0.9pp, 主要是公司停止降价促销政策, 且随着恒大产能逐渐爬坡, 规模效应显现。单 Q3 销售费用率和管理费用率分别为 11.6%和 3.3%, 同比+2.2pp 和-1.3pp。销售费用率上升主要是随着公司业务增长, 供货范围随之扩大, 运输费用上升; 管理费用率回落主要是新厂人工效能逐渐提升。加上 Q3 收到政府补助约 2000 万, 共同作用下单 Q3 净利率达到 16.3% (+3.1pp), 前三季度净利率达到 13.5% (+0.5pp)。
- **工程业务保持高增长, 现金流回款良好。**前三季度工程业务实现收入约 10 亿元, 同比增长 85%, 单 Q3 工程增速 77%。在大客户恒大、万科的渗透率位于前列, 两大客户贡献收入 60%+; 今年工程业务亮点在于 1) 保利、旭辉、阳光城、中海等客户, 供货占比快速提升, 2) 开拓了美的、海尔、蓝光地产等新客户, 预计明年会持续贡献新增量。三季度末经营性现金流达到 1.1 亿元, 同比增长 20.5%, 主要是: 1) 向供应商开票付款, 拉长应付周期; 2) 加强应收账款的回收监控; 3) 推行使用代理商制度。
- **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 2.7 元、3.54 元、4.65 元, 对应 PE 分别为 15 倍、12 倍和 9 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产市场变化的风险; 市场竞争加剧的风险; 原材料价格波动的风险。

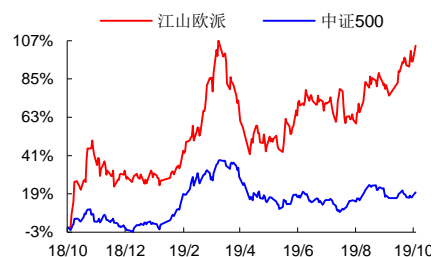
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1282.87	1846.88	2419.56	3188.41
增长率	27.05%	43.96%	31.01%	31.78%
归属母公司净利润 (百万元)	152.70	218.33	286.12	375.78
增长率	11.03%	42.98%	31.05%	31.34%
每股收益 EPS (元)	1.89	2.70	3.54	4.65
净资产收益率 ROE	12.76%	16.20%	18.08%	19.86%
PE	22	15	12	9
PB	3.05	2.61	2.21	1.83

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)	20.5-42.8
总市值(亿元)	33.47
总资产(亿元)	25.49
每股净资产(元)	15.23

### 相关研究

1. 江山欧派 (603208): 新产能释放, 业绩快速放量 (2019-08-13)
2. 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)
3. 江山欧派 (603208): 工程业务持续放量, 产能短板或将改善 (2019-04-17)
4. 江山欧派 (603208): 木门工装先行者, 受益工程业务爆发 (2019-03-26)

## 盈利预测

### 关键假设:

假设 1: 工程业务方面, 恒大、万科和保利合作持续深入, 渗透率提升, 另外旭辉、阳光城等新客户放量, 带动木门工程需求提升;

假设 2: 经销商渠道未来三年每年新开 200 家门店;

假设 3: 19 年公司兰考工厂的产能利用率较低, 毛利率受到一定影响。随着兰考工厂产能利用率逐渐提升, 公司原材料转向国外采购, 价格相对国内更低, 同时工程业务占比提升规模效应显现, 毛利率或稳步提升, 预计 19-21 年毛利率分别为 33.2%、33.4%和 33.7%。

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预测

亿元	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>合计</b>							
营业收入	6.57	7.66	10.10	12.83	18.47	24.19	31.88
yoy	46.7%	16.5%	31.8%	27.0%	44.0%	31.0%	31.8%
营业成本	4.54	5.23	6.77	8.51	12.34	16.10	21.14
毛利率	31.0%	31.7%	32.9%	33.6%	33.2%	33.4%	33.7%
<b>工程业务</b>							
收入	1.83	3.39	5.22	7.57	12.49	17.49	23.96
yoy	134%	86%	54%	45%	65%	40%	37%
成本	1.26	2.31	3.50	5.00	8.31	11.54	15.69
毛利率	31.0%	31.8%	33.0%	34.0%	33.5%	34.0%	34.5%
<b>经销商渠道</b>							
收入	2.81	3.36	3.99	4.36	4.58	4.81	5.02
yoy	-4%	20%	19%	9%	5%	5%	5%
成本	1.89	2.24	2.62	2.83	2.98	3.12	3.27
毛利率	32.7%	33.4%	34.4%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>外贸公司</b>							
收入	1.18	0.16	0.14	0.12	0.12	0.12	0.12
yoy	137%	-86%	-12%	-15%	0%	0%	0%
成本	0.83	0.11	0.10	0.08	0.08	0.08	0.08
毛利率	29.6%	29.6%	29.6%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>海外</b>							
收入	0.65	0.64	0.63	0.66	0.66	0.66	0.66
yoy	-4%	-1%	-1%	5%	0%	0%	0%
成本	0.52	0.52	0.52	0.54	0.54	0.54	0.54
毛利率	20%	19%	17%	18%	18%	18%	18%
<b>其他业务</b>							

亿元	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	0.11	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
yoy	-26%	3%	5%	-1%	0%	0%	0%
成本	0.04	0.05	0.04	0.06	0.06	0.06	0.06
毛利率	66%	55%	69%	50%	50%	50%	50%
<b>家装渠道</b>							
收入					0.50	1.00	2.00
yoy						100%	100%
成本					0.38	0.75	1.50
毛利率					25%	25%	25%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

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	1846.88	2419.56	3188.41	净利润	148.74	218.33	286.12	375.78
营业成本	862.97	1234.23	1610.22	2114.46	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	22.00	财务费用	13.68	8.31	12.10	25.51
销售费用	126.72	175.45	229.86	312.46	资产减值损失	9.80	10.00	10.00	10.00
管理费用	62.94	147.75	193.56	261.45	经营营运资本变动	51.90	-128.06	-11.09	22.93
财务费用	13.68	8.31	12.10	25.51	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>	204.50	139.20	339.60	482.22
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>	-295.99	-93.17	-149.73	-159.73
<b>营业利润</b>	172.67	257.69	337.27	442.79	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>	172.54	256.85	336.61	442.09	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	23.80	38.53	50.49	66.31	支付股利	-50.11	-36.12	-51.40	-65.78
净利润	148.74	218.33	286.12	375.78	其他	10.31	-19.71	-12.10	-25.51
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>	7.74	-55.83	-63.50	-91.29
归属母公司股东净利润	152.70	218.33	286.12	375.78	<b>现金流量净额</b>	-82.72	-9.80	126.37	231.20
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	582.82	709.19	940.39	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	493.98	698.06	920.34	1209.61	销售收入增长率	27.05%	43.96%	31.01%	31.78%
存货	230.41	331.58	433.18	569.33	营业利润增长率	9.01%	49.23%	30.88%	31.29%
其他流动资产	24.58	35.38	46.35	61.08	净利润增长率	8.12%	46.78%	31.05%	31.34%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	14.68%	43.60%	27.94%	30.92%
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%	33.17%	33.45%	33.68%
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%	18.80%
其他非流动资产	58.77	58.77	58.77	58.77	净利率	11.59%	11.82%	11.83%	11.79%
<b>资产总计</b>	2152.07	2510.03	3068.52	3841.73	ROE	12.76%	16.20%	18.08%	19.86%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.91%	8.70%	9.32%	9.78%
应付和预收款项	721.30	886.91	1188.86	1622.80	ROIC	26.69%	27.29%	28.83%	33.43%
长期借款	56.17	56.17	56.17	56.17	EBITDA/销售收入	17.06%	17.02%	16.62%	16.51%
其他负债	208.93	219.08	240.91	270.18	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	986.39	1162.16	1485.93	1949.14	总资产周转率	0.66	0.79	0.87	0.92
股本	80.82	80.82	80.82	80.82	固定资产周转率	3.67	3.45	4.03	4.67
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	6.18
留存收益	499.19	681.39	916.11	1226.10	存货周转率	4.65	4.36	4.19	4.20
归属母公司股东权益	1097.60	1279.80	1514.51	1824.51	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>	1165.67	1347.88	1582.59	1892.59	资产负债率	45.83%	46.30%	48.43%	50.74%
负债和股东权益合计	2152.07	2510.03	3068.52	3841.73	带息债务/总负债	5.69%	4.83%	3.78%	2.88%
					流动比率	1.71	1.72	1.64	1.59
					速动比率	1.42	1.37	1.31	1.27
					股利支付率	32.81%	16.55%	17.97%	17.51%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	218.87	314.28	402.10	526.44	每股收益	1.89	2.70	3.54	4.65
PE	21.92	15.33	11.70	8.91	每股净资产	13.58	15.84	18.74	22.58
PB	3.05	2.61	2.21	1.83	每股经营现金	2.53	1.72	4.20	5.97
PS	2.61	1.81	1.38	1.05	每股股利	0.62	0.45	0.64	0.81
EV/EBITDA	12.62	8.79	6.55	4.57					
股息率	1.50%	1.08%	1.54%	1.97%					

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
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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