

公司调研点评

江山欧派 (603208)

轻工制造 | 家用轻工

工程业务快速增长，木门龙头不断崛起

2019年11月12日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 首次

合理区间 **49.86-55.40 元**

交易数据

当前价格 (元)	53.20
52 周价格区间 (元)	25.02-57.50
总市值 (百万)	4299.41
流通市值 (百万)	1639.41
总股本 (万股)	8081.61
流通股 (万股)	3081.61

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
江山欧派	38.72	46.31	116.09
家用轻工	-0.84	6.68	5.15

黄红卫

执业证书编号: S0530519010001
huanghw@cfzq.com

彭敏

pengmin2@cfzq.com

分析师

0731-89955704

研究助理

0731-84779517

相关报告

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	1009.74	1282.87	1869.15	2711.01	3599.68
净利润 (百万元)	137.53	152.70	223.73	291.21	380.02
每股收益 (元)	1.70	1.89	2.77	3.60	4.70
每股净资产 (元)	12.31	13.58	15.44	17.89	21.15
P/E	31.26	28.16	19.22	14.76	11.31
P/B	4.32	3.92	3.45	2.97	2.52

资料来源: 贝格数据, 财富证券

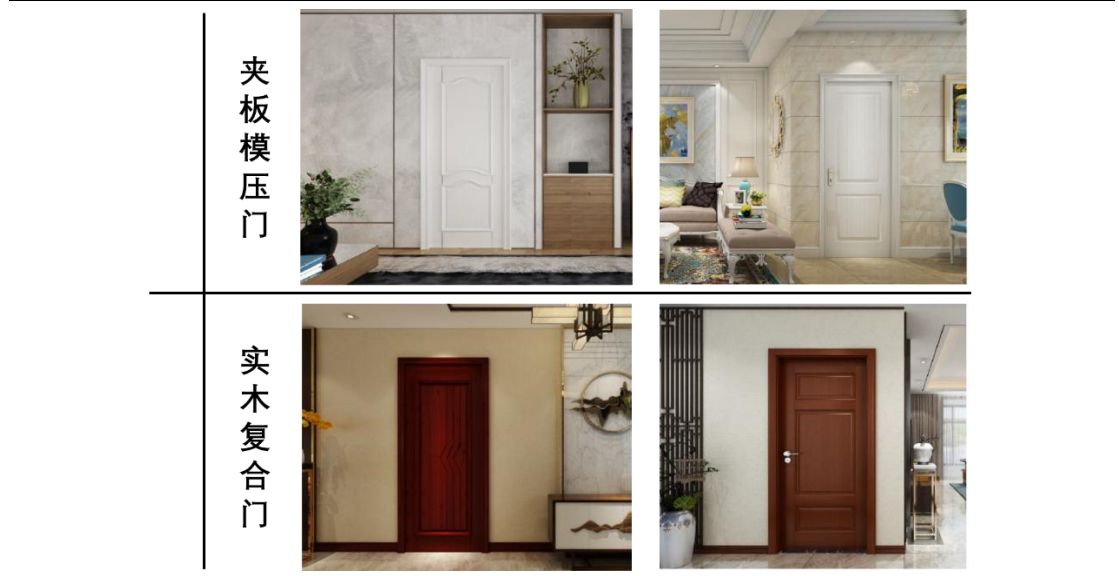
投资要点:

- 深耕木门行业，业绩表现亮眼：**江山欧派是一家集研发、生产、销售、服务于一体的专业木门制造企业，公司目前主要产品为实木复合门和夹板模压门两大门类产品，并逐步延伸到入户门、柜类等新产品。2019年前三季度公司实现收入 13.35 亿元，同比增长 55.06%，归母净利润 1.80 亿元，同比增长 66.62%，扣非归母净利润 1.46 亿元，同比增长 56.93%，经营性现金流 1.11 亿元，同比增长 20.53%；其中单 Q3 实现收入 6.05 亿元，同比增长 58.9%，归母净利润 9829 万元，同比增长 95.89%，扣非归母净利润 7499 万元，同比增长 69.97%。
- 核心产品毛利率稳健，工程渠道成为最大看点：**2019 年上半年模压门毛利率为 34.25%，实木复合门毛利率为 28.97%，近三年来，产品毛利率提升明显。公司于 2012 年切入工程渠道，现阶段占比达 70% 以上，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，并且已成为万科、恒大的核心供应商。
- 木门行业空间大，精装修助推公司发展：**木门行业的集中度不高，公司在木门行业的市占率不到 1%，未来有望进一步提升。《建筑业发展“十三五”规划》明确要求，到 2020 年新开工全装修成品住宅面积要 30% 以上，近年来，大型地产开发商所开发项目的精装修住宅比例亦持续上升，精装修大力推进是公司发展的重要驱动力之一。
- 投资建议：**未来精装修将是大势所趋，工程渠道将成为木门行业增长的重要驱动因素之一，公司在工程渠道已有多年的积累，并且拥有稳定的客户群体，看好公司在精装修比例不断提升下的发展。但 2020 年 2 月，公司将面临部分股份解禁风险。预计公司 2019-2020 年净利润分别为 2.24 亿元、2.91 亿元，对应 EPS 分别为 2.77 元、3.60 元，对应 PE 分别为 19.22 倍、14.76 倍。参考同行业估值水平，给予公司 2019 年 18-20 倍 PE，对应合理区间 49.86-55.40，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：**原材料价格上涨，应收账款坏账风险，行业竞争加剧。

1 深耕木门行业，业绩表现亮眼

江山欧派是一家集研发、生产、销售、服务于一体的专业木门制造企业，公司目前主要产品为实木复合门和夹板模压门两大门类产品，并逐步延伸到入户门、柜类等新产品。

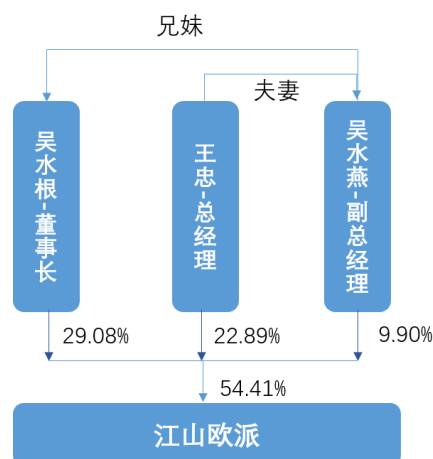
图 1：公司产品图



资料来源：公司公告，财富证券

根据公司最新公告，公司实际控制人、董事长吴水根持有公司 29.08% 的股份，为公司第一大股东，王忠（吴水根大妹夫）及吴水燕（吴水根的二妹）为公司第二、三大股东，两人分别持有公司股份 22.89%、9.90%，并分别担任公司总经理、副总经理的职位，三人合计持股 61.87%，股权较为集中。

图 2：江山欧派股权结构图

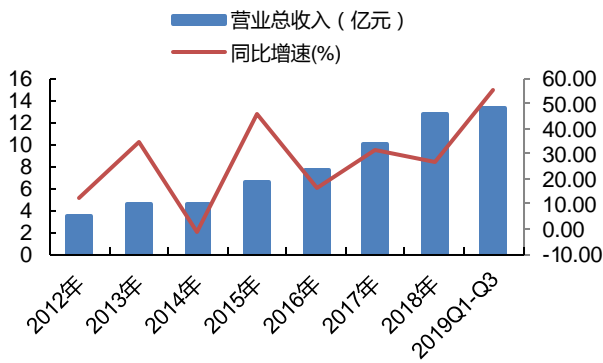


资料来源：公司公告，财富证券

2019 年前三季度公司实现收入 13.35 亿元，同比增长 55.06%，归母净利润 1.80 亿元，同比增长 66.62%，扣非归母净利润 1.46 亿元，同比增长 56.93%，经营性现金流 1.11 亿元，同比增长 20.53%；其中单 Q3 实现收入 6.05 亿元，同比增长 58.9%，归母净利润 9829

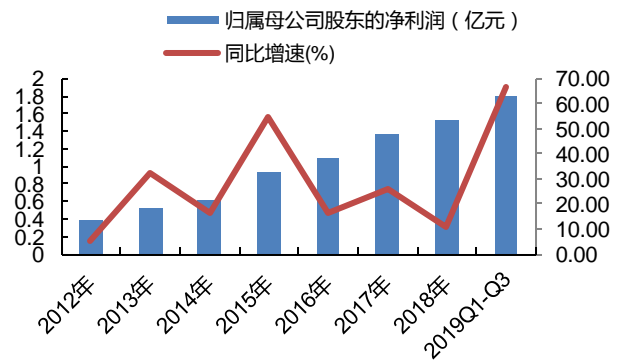
万元，同比增长 95.89%，扣非归母净利润 7499 万元，同比增长 69.97%。但从历年情况来看，公司业绩同比增速波动较大。

图 3：公司历年营收及同比增速



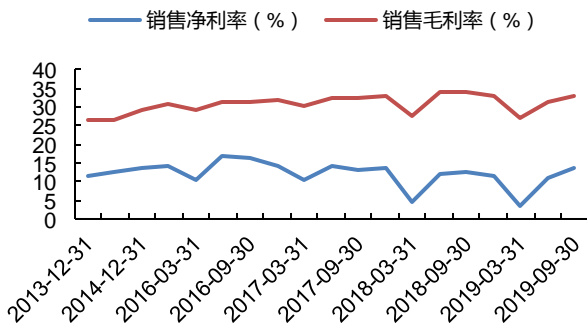
资料来源：公司公告，财富证券

图 4：公司历年净利润及同比增速



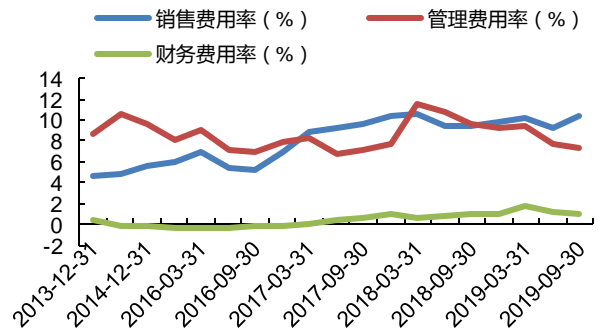
资料来源：公司公告，财富证券

图 5：公司销售毛利率及净利率



资料来源：公司公告，财富证券

图 6：公司费用率情况



资料来源：公司公告，财富证券

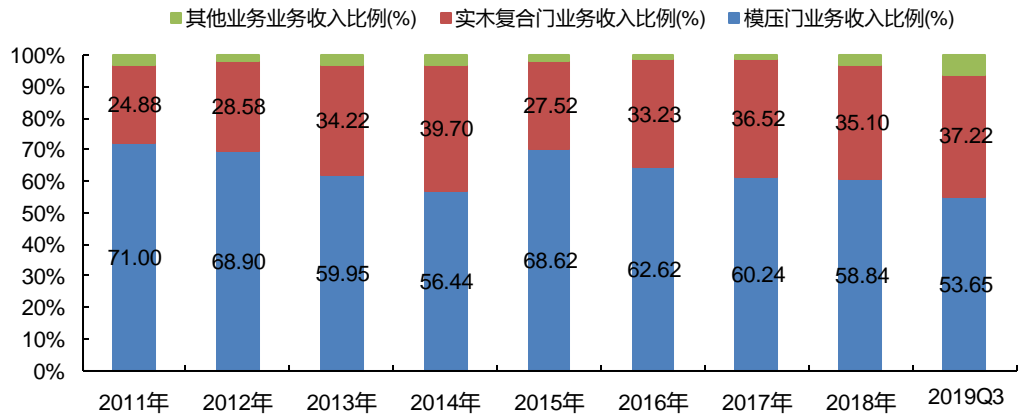
2 核心产品毛利率稳健，工程渠道成为最大看点

从具体产品结构来看，夹板模压门和实木复合门是公司的核心收入来源，2019 年前三季度，公司实木复合门收入占比达 37.22%，模压门业务收入占比为 53.65%，其中实木复合门收入占比总体呈上升趋势。

公司核心产品毛利率比较稳定，主要受上游木材等原材料价格的影响。公司作为行业领军企业，规模化生产能力强、对上游拥有较强的议价能力，总体毛利率呈上升态势。

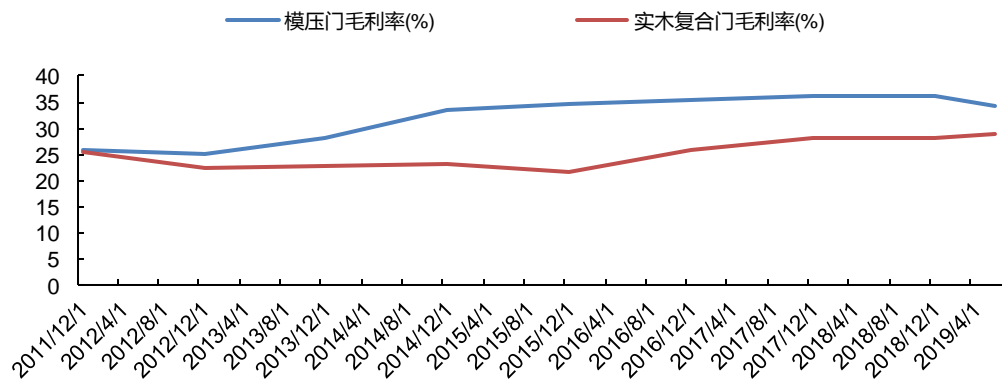
2019 年上半年模压门毛利率为 34.25%，实木复合门毛利率为 28.97%，近三年来，产品毛利率提升明显。

图 7：公司各业务占比



资料来源：公司公告，财富证券

图 8：模压门和实木复合门毛利率



资料来源：公司公告，财富证券

渠道方面，公司占比最大的为工程渠道。公司于 2012 年切入工程渠道，现阶段占比达 70% 以上，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，并且已成为万科、恒大的核心供应商，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”。

公司与主要客户签订战略性协议，客户稳定性好。客户提前下单，公司制作周期约为 2 个月左右，客户在交货和安装环节进行付款。近年来公司工程渠道占比呈不断上升的趋势，成为公司最大看点。

由于公司工程客户市场开拓进展顺利，工程客户的业务量快速增长，但下游不同地产商自身经营特点不同，部分地产商付款周期较长，导致公司应收款余额较高，若公司下游房地产行业发生重大变化或部分工程客户财务状况恶化，公司可能出现应收款项坏账的风险。

3 木门行业空间大，集中度有望提升

目前在全国形成了珠三角、长三角、东北地区、环渤海地区、西南地区和西北地区等六大生产基地。据《中国木材与木制品流通行业年鉴》统计，2017年全国木门行业总产值达到1460亿元，同比增长10.6%，规模以上企业超过3000家。我国已经成为了世界最大的木门生产基地、出口基地和消费市场；但是国内作坊式中小企业仍然居多，产业区域特征明显，尚未出现全国性领导品牌。

木门行业的集中度不高，公司在木门行业的市占率不到1%。目前，中国木门行业品牌包括梦天、TATA和江山欧派、星星木门、美心木门等，江山欧派为木门行业目前唯一一家A股上市的企业。

表 1：木门企业对比

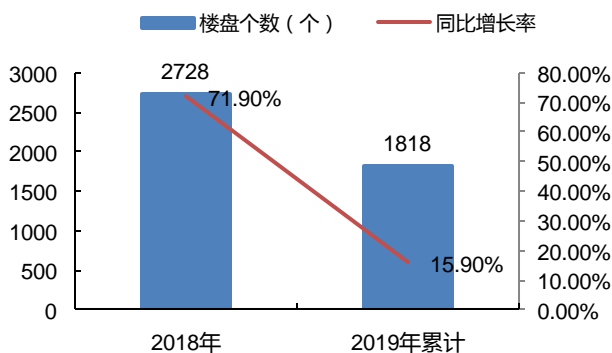
	企业	主要领域
木门企业	Masonite	入户门、室内门
	Jeld-Wen	入户门、室内门
	Clopay	车库门、入户门
	梦天	室内门
	TATA	室内门
	星星	室内门
	江山欧派	室内门
涉足木门的企业	索菲亚	定制木门
	欧派家居	全屋定制
	尚品宅配	全屋定制

资料来源：财富证券

4 精装修大力推进是公司发展的重要驱动力

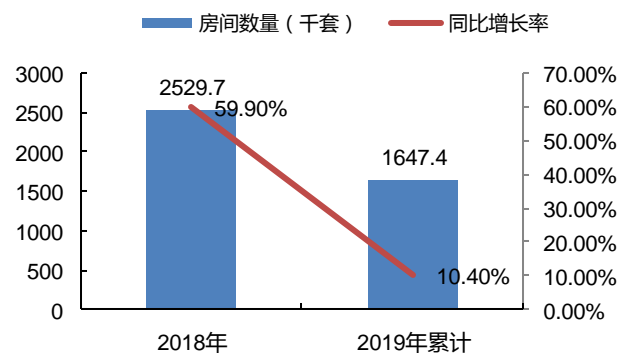
我国住宅精装修发展历史不足十年，尚处于起步阶段。1999年建设部发布《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，首次提出一次性装修概念。《建筑业发展“十三五”规划》明确要求，到2020年新开工全装修成品住宅面积要30%以上。近年来，大型地产开发商所开发项目的精装修住宅比例亦持续上升。根据奥维云网数据，截至2019年8月，我国住宅精装新开业项目数量为1818个，同比增长15.90%，开盘房间数量1647.4千套，同比增长10.40%。

图 9：2019 年 8 月中国住宅精装楼盘个数累计规模



资料来源：奥维云网，财富证券

图 10：2019 年 8 月中国住宅精装房间数量累计规模



资料来源：奥维云网，财富证券

5 投资建议

未来住宅全装修与精装修将是大势所趋，工程渠道将成为木门行业增长的重要驱动因素之一，公司在工程渠道已有多年的积累，并且拥有稳定的客户群体，看好公司在精装修比例不断提升下的发展。但 2020 年 2 月，公司将面临部分股份解禁风险。预计公司 2019-2020 年净利润分别为 2.24 亿元、2.91 亿元，对应 EPS 分别为 2.77 元、3.60 元，对应 PE 分别为 19.22 倍、14.76 倍。参考同行业估值水平，给予公司 2019 年 18-20 倍 PE，对应合理区间 49.86-55.40，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

6 风险提示

原材料价格上涨，应收账款坏账风险，行业竞争加剧。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438