

江山欧派 (603208) 2019 年中报点评

**强推 (维持)**

目标价: 45 元

当前价: 36.1 元

## 工程渠道驱动业绩持续高增, 控费能力增强

### 事项:

- 公司于 2019 年 8 月 12 日发布 2019 年半年报。2019H1 实现营业收入 7.3 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%; 实现扣非后归母净利润 0.71 亿元, 同比增长 45.17%。2019Q2 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 47.39%; 实现扣非后归母净利润 0.62 亿元, 同比增长 52.59%。

### 评论:

- 夹板模压门业务贡献五成营收, 橱柜业务初起步。**2019H1 公司夹板模压门业务和实木复合门业务分别实现营收 3.92 亿元/2.72 亿元, 同比增长 47.49%/43.67%, 营收占比 53.65%/37.22%; 橱柜业务实现营收 0.01 亿元, 贡献 1% 营收。
- 挖掘各渠道市场潜力, 工程渠道驱动营收高增长。**经销商渠道方面, 增加空白区域招商, 淘汰低质量门店; **工程渠道方面**, 维护现有优质工程客户并开发新的优质工程客户, 增加配套产品, 提供售后增值服务。2019H1 公司营业收入的增长主要系工程渠道客户销售增长所致, 其中广州恒大与公司发生销售额 2.35 亿元 (含税)。**外贸公司渠道和出口渠道**侧重开发新的优质大客户。
- 毛利率同比下滑, 控费能力改善。**2019H1 净利率水平 11.15%, 同比下降 0.74pct; 2019Q2 净利率 14.8%, 同比下降 2.14pct, 主要系毛利率的下滑所致, 环比提升 11.02pct。2019H1 毛利率水平 31.06%, 同比下降 2.9pct, 主要系本期销售收入增加对应成本增加所致。2019Q2 毛利率 33.03%, 同比下降 5.32pct, 主要系营业成本的增加所致, 环比增长 5.93pct。2019H1 期间费用率 18.01%, 同比下降 2.98pct; 销售费用率及管理费用率分别为 9.28%/7.61%, 同比下降 0.24pct/3.13pct; 财务费用率 1.12%, 同比提升 0.39pct, 系本期保理费用及河南恒大欧派贷款利息增加所致。2019Q2 期间费用率 16.3%, 同比下降 3.55pct, 环比下降 3.81pct; 销售费用率 8.84%, 同比提升 0.02pct, 环比下降 1.32pct; 管理费用率 6.69%, 同比下降 3.55pct, 环比下降 1.43pct; 财务费用率 0.77%, 同比下降 0.01pct, 环比下降 1.06pct。2019H1 公司经营活动现金流净额为-1.07 亿元, 主要系本期到期应付票据增加所致。2019H1 应收账款同比增长 1.74 亿元至 4.16 亿元, 主要系工程客户应收账款增加所致。
- 公司工程业务放量增长, 精装房“木门一站式”大有可为。稳步推进投资项目建设。**截至半年报披露日, “营销网络建设项目”已完成投资, 同时, 公司“年产 120 万套木门项目”正按计划推进, 目前尚处于基建阶段。由于公司主营业务发展稳定, 工程渠道支撑营收增长, 费用控制能力改善, 我们维持预测公司 2019-2021 年归母净利润 2.01/2.61/3.16 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 14、11、9 倍, 维持“强推”评级; 参照家具其它子板块估值, 维持公司 18 倍 PE, 对应目标价 45 元。
- 风险提示:** 工程端客户拓展不达预期, 房地产市场剧烈波动。

### 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	1,283	1,800	2,502	3,180
同比增速(%)	27.1%	40.3%	39.0%	27.1%
归母净利润(百万)	153	201	261	316
同比增速(%)	11.0%	31.6%	30.1%	20.7%
每股盈利(元)	1.89	2.49	3.24	3.91
市盈率(倍)	18	14	11	9
市净率(倍)	3	2	2	2

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 8 月 12 日收盘价

### 华创证券研究所

**证券分析师: 郭庆龙**

电话: 010-63214658

邮箱: guoqinglong@hcyjs.com

执业编号: S0360518100001

**证券分析师: 陈梦**

电话: 010-66500831

邮箱: chenmeng1@hcyjs.com

执业编号: S0360518110002

**联系人: 葛文欣**

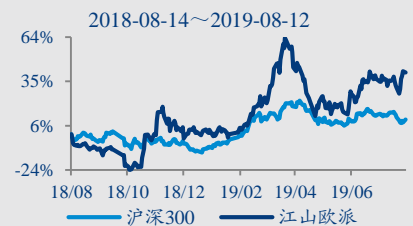
电话: 010-63215669

邮箱: gewenxin@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	8,082
已上市流通股(万股)	3,082
总市值(亿元)	29.17
流通市值(亿元)	11.12
资产负债率(%)	45.5
每股净资产(元)	14.0
12 个月内最高/最低价	43.37/19.24

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《江山欧派 (603208) 深度研究报告: 好风凭借力, 工程木门龙头崛起正当时》

2019-06-09

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	593	443	368	330
应收票据	230	322	448	570
应收账款	242	330	459	583
预付账款	19	26	36	47
存货	230	323	452	579
其他流动资产	28	40	56	70
流动资产合计	1,342	1,484	1,819	2,179
其他长期投资	10	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	513	809	1,082	1,333
在建工程	69	119	169	219
无形资产	170	153	138	124
其他非流动资产	48	49	48	49
非流动资产合计	810	1,140	1,447	1,735
<b>资产合计</b>	<b>2,152</b>	<b>2,624</b>	<b>3,266</b>	<b>3,914</b>
短期借款	0	8	16	24
应付票据	344	482	675	864
应付账款	183	256	359	460
预收款项	140	196	272	346
其他应付款	50	50	50	50
一年内到期的非流动负债	11	11	11	11
其他流动负债	54	75	101	127
流动负债合计	782	1,078	1,484	1,882
长期借款	56.00	112.00	169.00	225.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	148	148	147	147
非流动负债合计	204	260	316	372
<b>负债合计</b>	<b>986</b>	<b>1,338</b>	<b>1,800</b>	<b>2,254</b>
归属母公司所有者权益	1,098	1,218	1,398	1,592
少数股东权益	68	68	68	68
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,166</b>	<b>1,286</b>	<b>1,466</b>	<b>1,660</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,152</b>	<b>2,624</b>	<b>3,266</b>	<b>3,914</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>247</b>	<b>237</b>	<b>301</b>	<b>383</b>
现金收益	195	259	346	424
存货影响	-94	-93	-129	-127
经营性应收影响	-128	-203	-281	-273
经营性应付影响	308	268	371	364
其他影响	-34	6	-6	-5
<b>投资活动现金流</b>	<b>-296</b>	<b>-390</b>	<b>-390</b>	<b>-390</b>
资本支出	-276	-387	-387	-387
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-20	-3	-3	-3
<b>融资活动现金流</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>14</b>	<b>-31</b>
借款增加	59	64	64	64
股利及利息支付	-51	-84	-122	-147
股东融资	0	0	0	0
其他影响	0	23	72	52

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,283</b>	<b>1,800</b>	<b>2,502</b>	<b>3,180</b>
营业成本	863	1,210	1,693	2,168
税金及附加	14	20	28	36
销售费用	127	178	247	314
管理费用	63	88	123	156
财务费用	14	0	5	9
资产减值损失	10	15	16	17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	16	15	15	16
其他收益	20	8	7	8
<b>营业利润</b>	<b>173</b>	<b>233</b>	<b>303</b>	<b>366</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>173</b>	<b>233</b>	<b>303</b>	<b>366</b>
所得税	24	32	42	50
<b>净利润</b>	<b>149</b>	<b>201</b>	<b>261</b>	<b>316</b>
少数股东损益	-4	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>153</b>	<b>201</b>	<b>261</b>	<b>316</b>
NOPLAT	161	201	266	323
EPS(摊薄) (元)	1.89	2.49	3.24	3.91

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	27.1%	40.3%	39.0%	27.1%
EBIT 增长率	10.2%	25.4%	31.9%	21.7%
归母净利润增长率	11.0%	31.6%	30.1%	20.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.7%	32.8%	32.3%	31.8%
净利率	11.6%	11.2%	10.5%	9.9%
ROE	13.1%	15.6%	17.8%	19.0%
ROIC	13.1%	14.5%	16.5%	17.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.8%	51.0%	55.1%	57.6%
债务权益比	18.4%	21.7%	23.4%	24.5%
流动比率	171.6%	137.7%	122.6%	115.8%
速动比率	142.2%	107.7%	92.1%	85.0%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
应收帐款周转天数	58	57	57	59
应付帐款周转天数	66	65	65	68
存货周转天数	77	82	82	86
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.89	2.49	3.24	3.91
每股经营现金流	3.06	2.93	3.72	4.74
每股净资产	13.59	15.07	17.30	19.70
<b>估值比率</b>				
P/E	18	14	11	9
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	47	35	27	22

## 轻工组团队介绍

**组长、首席分析师：郭庆龙**

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

**分析师：陈梦**

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：葛文欣**

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500