

东方雨虹(002271)/其他建材

市场份额快速提升, 关注新业务领域拓展

评级: 增持(维持)

市场价格: 29.75

目标价格:

分析师: 黄诗涛

执业证书编号: S0740517010006

电话:

Email: huangst@r.qlzq.com.cn

分析师: 房大磊

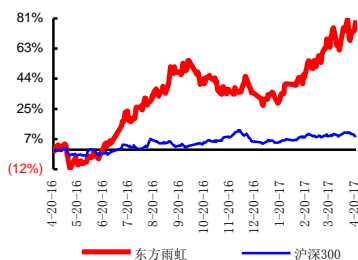
执业证书编号: S0740517020006

电话:

Email: fangdl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	883
流通股本(百万股)	561
市价(元)	29.75
市值(百万元)	26,260
流通市值(百万元)	16,684

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 业绩兑现高增长, 看好未来市场份额持续提升

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5304	7000	9133	11315	14055
增长率 yoy%	6.0%	32.0%	30.5%	23.9%	24.2%
净利润	730	1029	1230	1633	2187
增长率 yoy%	26.6%	41.0%	19.5%	32.8%	33.9%
每股收益(元)	0.77	1.09	1.30	1.73	2.32
每股现金流量	0.45	0.63	0.56	0.61	1.17
净资产收益率	17.9%	20.7%	14.3%	16.3%	18.3%
P/E	38.5	27.3	22.8	17.2	12.8
PEG	1.45	0.67	1.17	0.52	0.38
P/B	6.9	5.6	3.3	2.8	2.3

备注:

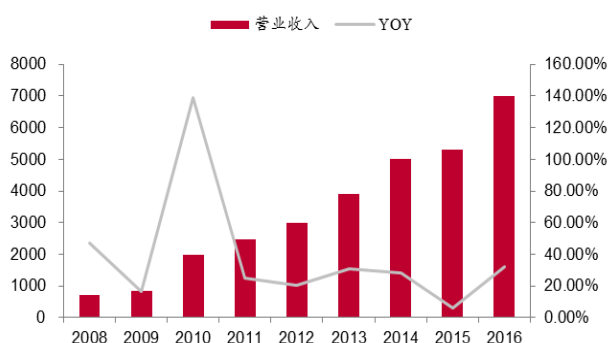
投资要点

- 产品销售放量驱动收入规模快速增长, 市场拓展效果显著:** 1) 分业务来看, 防水材料产品销售放量增长, 施工收入保持稳定增长: 期内公司积极进行市场开拓, PS 战略效果明显, 防水材料销售量同比快速增长 (+48.3%), 驱动防水卷材和防水涂料产品收入放量增长, 其中防水卷材实现收入 36.84 亿元, 同比增长 37%, 防水涂料销售收入 18.99 亿元, 同比增长 39.4%; 防水工程施工业务保持稳健增长, 实现收入 9.56 亿元, 同比增长 14%。
- 毛利率水平持续提升创新高。期内公司实现毛利率 42.63%, 较上年同期提升了 1.87 个百分点。** 1) 从产品结构来看, 防水材料毛利率持续提升, 其中防水卷材业务毛利率提升明显, 实现毛利率 47.58%, 较上年提高了 3.58 个百分点; 防水涂料产品毛利率 45.88%, 较上年提高了 1.05 个百分点, 在整体产品售价略有下降的情况, 防水材料毛利率的提升主要来自于原材料平均成本的下降; 2) 分季度来看, 受到沥青等原料价格上涨的影响, 16Q4 毛利率同比、环比均有所下降。公司 Q1-Q4 毛利率分别为 41.5%、43.8%、47%、38.5%, Q4 毛利率受到沥青等原材料价格上涨的影响, 同比下降 1 个百分点, 环比大幅下降超过 8 个百分点。16Q4 沥青价格上涨幅度接近 40%, 对季度毛利率产生较大影响, 今年一季度沥青价格有所回调, 但较上年同期仍保持较高价位, 预计对毛利率的影响将持续。
- 期间费用率略有提高, 主要源于管理费用率的提高。公司 16 年实现净利率 14.7%, 较上年同期提高了 0.94 个百分点, 净利率提升幅度低于毛利率提升幅度, 主要受到管理费用率和资产减值损失占比小幅提升的影响。** 期内公司期间费用率 24.45%, 较上年同期提升了 0.4 个百分点, 其中: 1) 销售费用率 12%, 降低了 0.31 个百分点, 主要源于收入规模的快速增长。2) 管理费用率 11.78%, 提高了 0.56 个百分点, 细分项目来看, 管理费用中研发投入和股权激励费用增长明显, 其中研发费用同比增长 41%, 股权激励费用 9088 万元, 上年同期仅为 1655 万元。受到应收账款增加导致的坏账损失计提增加的影响, 公司期内资产减值损失 1.18 亿元, 较上年同期增长 73%, 占比较上年提高了 0.4 个百分点。
- 投资建议: 龙头白马强势高成长, 看好未来市场份额持续提升:** 公司作为防水材料龙头, 形成了直销和零售渠道多层次的销售渠道, 直销模式战略合作大客户, 有望受益于下游地产商集中度提升; 稳增长下基建投资加码拉动工程需求增长, 而在消费升级趋势下, 积极拓展零售渠道效果显著; 公司收购德国 DAW 进入建筑涂料领域, 多元化布局再进一步, 品类完善有望持续贡献利润增量。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别 1.30、1.73、2.32 元, 对应 PE 分别为 22.8、17.2、12.8 倍; 维持“增持”评级。
- 风险提示: 房地产销售下滑超预期、新业务拓展低于预期**

事件：

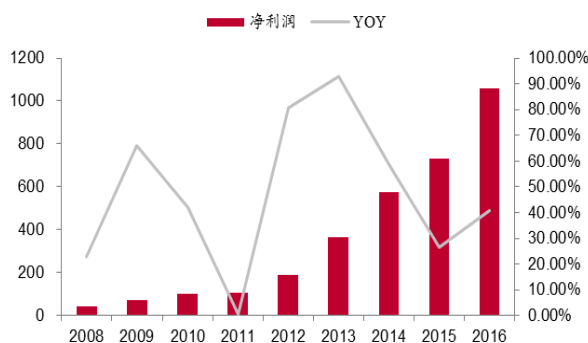
东方雨虹发布 2016 年报：公司实现营业收入 70.0 亿元，比上年同期增长 31.98%，实现归属于普通股股东的净利润 10.29 亿元，比上年同期增长 40.97%；同时公布利润分配预案为：向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本。

图表 1：东方雨虹营业收入（百万元）



来源：中泰证券研究所

图表 2：东方雨虹净利润（百万元）

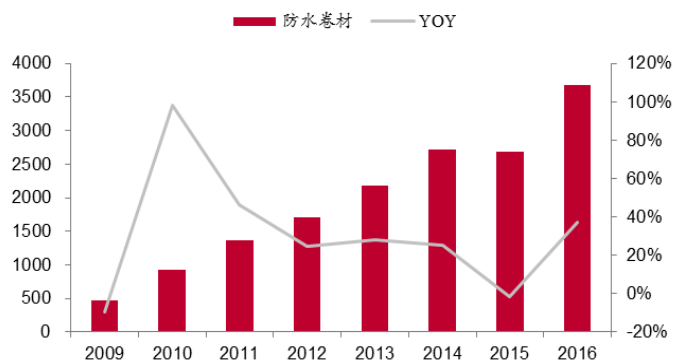


来源：中泰证券研究所

点评

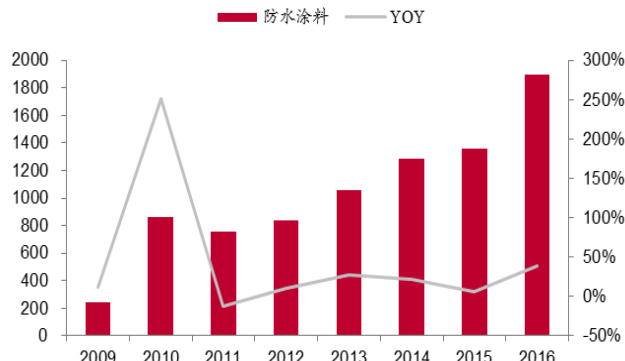
- 产品销售放量驱动收入规模快速增长，市场拓展效果显著：
- ✓ 分业务来看，防水材料产品销售放量增长，施工收入保持稳定增长：期内公司积极进行市场开拓，PS 战略效果明显，防水材料销售量同比快速增长(+48.3%)，驱动防水卷材和防水涂料产品收入放量增长，其中防水卷材实现收入 36.84 亿元，同比增长 37%，防水涂料销售收入 18.99 亿元，同比增长 39.4%；防水工程施工业务保持稳健增长，实现收入 9.56 亿元，同比增长 14%。

图表 3：东方雨虹防水卷材收入及增速（百万元）



来源：中泰证券研究所

图表 4：东方雨虹防水涂料收入及增速（百万元）



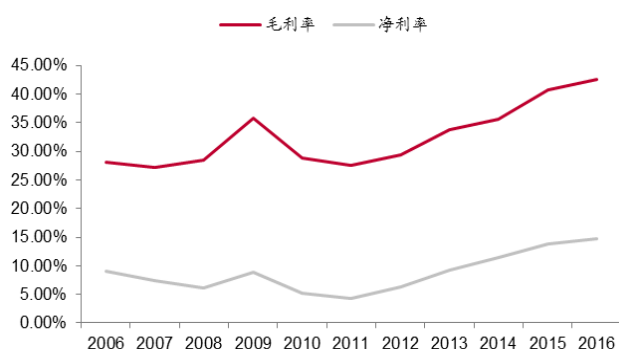
来源：中泰证券研究所

- ✓ 分季度来看，公司 Q1-Q4 分别实现收入 0.66 亿元、1.49 亿元、1.07 亿元、1.86 亿元，同比增长 26%、37%、31%、32%，季度收入增速持续保持较高水平；公司 16Q4 实现收入 22 亿元，同比增长 31.8%，在上年同期基数较高的情况下

(2015Q4+21.1%)，16Q4 收入依然保持较高增速。

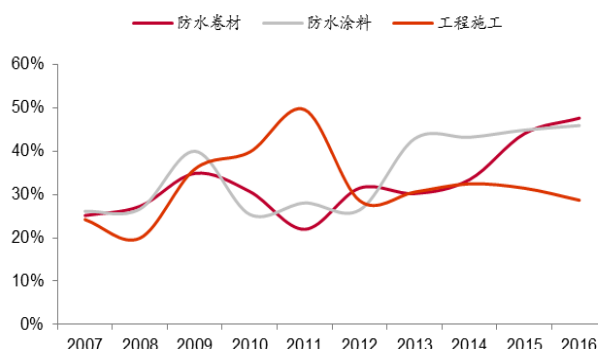
- **毛利率水平持续提升创新高。**期内公司实现毛利率 **42.63%**，较上年同期提升了 **1.87 个百分点**。1) **从产品结构来看**，防水材料毛利率续提升，其中防水卷材业务毛利率提升明显，实现毛利率 **47.58%**，较上年提高了 **3.58 个百分点**；防水涂料产品毛利率 **45.88%**，较上年提高了 **1.05 个百分点**，在整体产品售价略有下降的情况，防水材料毛利率的提升主要来自于原材料平均成本的下降；2) **分季度来看**，受到沥青等原料价格上涨的影响，16Q4 毛利率同比、环比均有所下降。公司 Q1-Q4 毛利率分别为 **41.5%、43.8%、47%、38.5%**，Q4 毛利率受到沥青等原材料价格上涨的影响，同比下降 1 个百分点，环比大幅下降超过 8 个百分点。16Q4 沥青价格上涨幅度接近 40%，对季度毛利率产生较大影响，今年一季度沥青价格有所回调，但较上年同期仍保持较高价位，预计对毛利率的影响将持续。

图表 5：东方雨虹毛利率、净利率水平



来源：中泰证券研究所

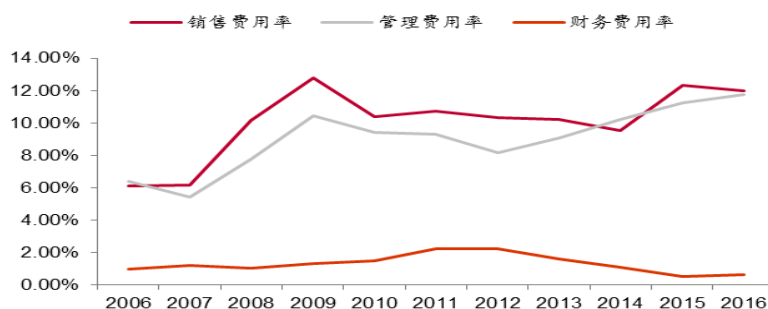
图表 6：东方雨虹分业务毛利率 (%)



来源：中泰证券研究所

- **期间费用率略有提高，主要源于管理费用率的提高。**公司 16 年实现净利率 **14.7%**，较上年同期提高了 **0.94 个百分点**，净利率提升幅度低于毛利率提升幅度，主要受到管理费用率和资产减值损失占比小幅提升的影响。期内公司期间费用率 **24.45%**，较上年同期提升了 0.4 个百分点，其中：1) 销售费用率 **12%**，降低了 0.31 个百分点，主要源于收入规模的快速增长。2) 管理费用率 **11.78%**，提高了 0.56 个百分点，细分项目来看，管理费用中研发投入和股权激励费用增长明显，其中研发费用同比增长 41%，股权激励费用 9088 万元，上年同期仅为 1655 万元。受到应收账款增加导致的坏账损失计提增加的影响，公司期内资产减值损失 1.18 亿元，较上年同期增长 73%，占比较上年提高了 0.4 个百分点。

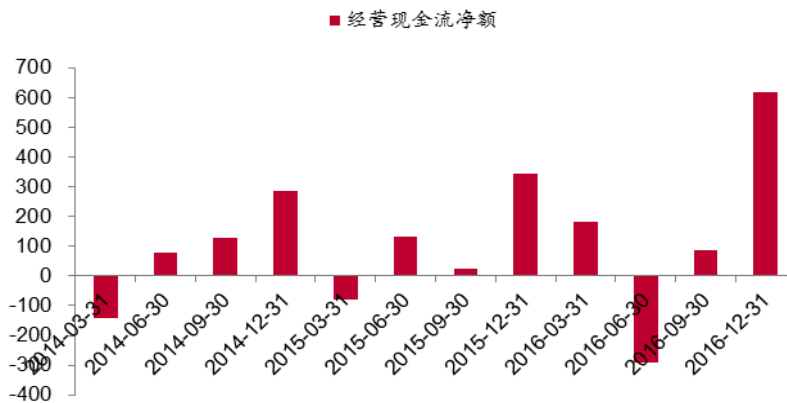
图表 7：东方雨虹销售和管理费用率变化



来源：中泰证券研究所

- **经营性现金流净额较上年同期持续改善：**公司期内经营性现金流净额 5.9 亿元，较 15 年增长 40%，销售回款保持良好，在年中净流出 1.1 亿元的情况下，下半年加强了回款力度，效果明显（Q4 单季度净流入 6.16 亿元）。

图表 8：东方雨虹季度经营性现金流净额（百万元）



来源：中泰证券研究所

- **龙头白马强势高成长，看好未来市场份额持续提升：**1) 公司作为防水材料龙头，形成了直销和零售渠道多层次的销售渠道，直销模式战略合作大客户，有望受益于下游地产商集中度提升；稳增长下基建投资加码拉动工程需求增长，而在消费升级趋势下，积极拓展零售渠道效果显著；2) 公司收购德国 DAW 进入建筑涂料领域，多元化布局再进一步，品类完善有望持续贡献利润增量。
- **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别 1.30、1.73、2.32 元，对应 PE 分别为 22.8、17.2、12.8 倍；维持“增持”评级。
- **风险提示：**地产销售超预期下滑、渠道扩张不达预期

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6055	10017	11242	13829	营业收入	7000	9133	11315	14055
货币资金	1611	4125	4136	4812	营业成本	4016	5405	6682	8159
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	81	128	158	197
应收账款	2883	3823	4633	6011	销售费用	840	1078	1301	1602
其他应收款	303	238	197	245	管理费用	825	1023	1188	1462
存货	712	1081	1470	1632	财务费用	46	52	48	48
非流动资产	2802	3001	3102	3215	资产减值损失	118	128	146	158
可供出售金融资产	48	33	33	33	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	23	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	1097	1320	1791	2430
固定资产	1597	1728	1767	1756	营业外收入	67	98	91	89
在建工程	272	211	135	98	营业外支出	7	6	6	6
油气资产	0	0	0	0	利润总额	1157	1412	1876	2513
无形资产	572	663	771	882	所得税	131	184	244	327
资产总计	8857	13018	14344	17044	净利润	1026	1229	1632	2186
流动负债	3807	4418	4256	5022	少数股东损益	-2	-1	-1	-1
短期借款	1063	1000	900	1000	归属母公司净利润	1029	1230	1633	2187
应付票据	298	216	200	326	EPS(元)	1.09	1.30	1.73	2.32
应付账款	548	757	802	979					
其他	1899	2445	2354	2716	主要财务比率				
非流动负债	63	0	40	33	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他	63	0	40	33	营业收入增长率	32.0%	30.5%	23.9%	24.2%
负债合计	3870	4418	4296	5055	营业利润增长率	50.6%	20.4%	35.7%	35.6%
股本	883	944	944	944	净利润增长率	41.0%	19.5%	32.8%	33.9%
资本公积	1773	3551	3551	3551	盈利能力				
未分配利润	2778	4008	5457	7399	毛利率	42.6%	40.8%	40.9%	41.9%
少数股东权益	12	11	10	8	净利率	14.7%	13.5%	14.4%	15.6%
股东权益合计	4987	8600	10048	11989	ROE	20.7%	14.3%	16.3%	18.3%
负债及权益合计	8857	13018	14344	17044					
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	43.7%	33.9%	30.0%	29.7%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	流动比率	1.59	2.27	2.64	2.75
净利润	1026	1230	1633	2187	速动比率	1.40	2.02	2.30	2.43
折旧和摊销	133	142	159	172	营运能力				
资产减值准备	118	61	74	143	资产周转率	93.7%	83.5%	82.7%	89.6%
无形资产摊销	16	12	13	13	应收帐款周转率	255.5%	247.4%	243.5%	240.3%
公允价值变动损失	0	0	0	0	每股资料(元)				
财务费用	46	52	48	48	每股收益	1.09	1.30	1.73	2.32
投资损失	-23	0	0	0	每股经营现金	0.63	0.56	0.61	1.17
少数股东损益	-2	-1	-1	-1	每股净资产	5.27	9.10	10.63	12.69
营运资金的变动	-736	839	1349	1387	估值比率(倍)				
经营活动产生现金	590	531	574	1104	PE	27.3	22.8	17.2	12.8
投资活动产生现金	-489	-289	-231	-235	PB	5.6	3.3	2.8	2.3
融资活动产生现金	830	2272	-332	-193					
现金净变动	940	2514	11	677					
现金的期初余额	495	1611	4125	4136					
现金的期末余额	1435	4125	4136	4812					

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。