

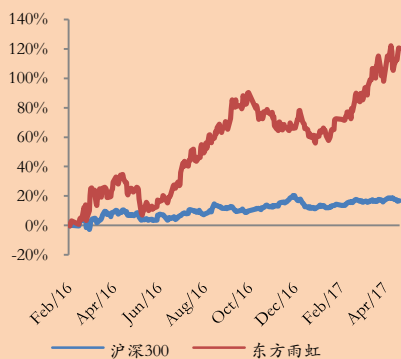


东方雨虹 (002271)

投资评级: 增持

报告日期: 2017-04-21

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 高欣宇
0551-65161837
gaoxy_pro@126.com

联系人: 袁道升
0551-65161592
neilyds@163.com

业绩稳步增长, 龙头积极扩张

——2016 年年报点评报告

事件: 公司发布 2016 年年报, 报告期内公司实现营业收入 70 亿元, 同比上升 31.98%; 实现归母净利润 10.29 亿元, 同比上升 40.97%; EPS 为 1.20 元/股, 同比上升 34.83%。分红预案为每 10 股派 1.5 元。

主要观点:

□ 业绩高增长, 毛利率持续抬升

16 年地产投资回暖拉动防水材料需求, 公司抓住机遇优化销售渠道, 积极抢占市场, 全年营收表现亮眼, 同比增幅 31.98%, 创近 5 年来新高。公司主要产品原材料(沥青等)全年价格虽有所波动, 但整体处于历史低位, 另外公司通过集中/错峰采购、优化产能布局、工艺改良等方式不断强化成本管控, 16 年实现毛利率 42.63%, 同比提升 1.87 个百分点, 延续了 5 年来上行趋势。16 年公司三费支出占销售比例较去年略有抬升, 销售/管理/财务费用占比分别为 12.00%/11.78%/0.66%, 其中销售费用占比变动较大(上升 0.56 个百分点), 主要是公司人工、研发及股权激励摊销等费用增加。公司 16 年营收、毛利率同步提升, 归母净利润实现大幅增长, 同比提升 40.97%。

□ 优化渠道, 寻求扩张, 看好市占率进一步提升

目前, 防水材料行业集中度较低, 公司作为业内唯一 A 股上市公司, 一直积极布局渠道铺设, 市占率多年保持稳步上行态势, 16 年达到约 6%。公司 16 年在直销上强化与大型房地产企业合作, 在渠道销售上打造工程经销商“合伙人制度”, 积极优化销售渠道。我们认为, 伴随着房地产行业的整合提速, 防水材料行业大品牌有望持续受益, 公司的渠道多元化将助力公司进一步实现市占率的提升。

□ 员工持股 2 期推出, 激励体制为业绩添活力

公司 16 年推出员工股权激励计划 2 期(1 期于 12 年推出), 激励对象包括公司高管、中层管理和技术人员在内的 1230 人, 较 1 期(311 人)范围明显扩大。激励计划解锁条件为 25% 的复合净利润增长率(与已完成的 1 期解锁条件相同), 彰显了管理层对未来业绩的信心。看好员工激励计划与经销商“合伙人制度”等激励体制产生协同, 共同激发业绩活力。

□ 收购 DAW ASIA, 进军涂料市场, 业绩受中长期支撑

公司 16 年 12 月完成对德国 DAW ASIA 的收购, 进军建筑装饰涂料市场。业务扩充后, 公司产品品类、层次得到补全, 多元化经营有望助益业绩稳定成长。涂料业务与公司原有防水材料业务的关联度较高, 形成协同的可能性较大, 有望借助公司现有品牌影响、销售渠道与客户关系, 迅速打开市场, 对公司中长期业绩形成支撑。

□ 盈利预测与估值

受益于需求回暖、渠道优化及成本下行, 公司 16 年业绩表现亮眼, 市占率持续提升。目前防水材料行业仍呈现“大行业、小企业”格局, 公司作

为龙头，强化与员工及经销商的利益捆绑，积极寻求扩张，看好公司进一步提升行业市占率。另外，公司通过收购 DAW 进军涂料领域，公司有望借力现有销售渠道，迅速打开市场，强化业绩弹性。我们预测，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.37 元/股、1.72 元/股、2.11 元/股，对应的 PE 为 22 倍、17 倍、14 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7000	8966	11004	13595
收入同比(%)	32%	28%	23%	24%
归属母公司净利润	1029	1247	1558	1918
净利润同比(%)	41%	21%	25%	23%
毛利率(%)	42.6%	40.9%	41.3%	41.4%
ROE(%)	20.6%	17.7%	18.3%	19.0%
每股收益(元)	1.17	1.37	1.72	2.11
P/E	25.53	21.64	17.33	14.07
P/B	5.28	3.72	3.10	2.61
EV/EBITDA	14	19	15	12

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

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	6,055	7,533	9,783	12,546	营业收入	7,000	8,966	11,004	13,595
现金	1,611	2,255	3,003	4,203	营业成本	4,016	5,302	6,461	7,971
应收账款	3,187	3,566	4,652	5,781	营业税金及附加	81	129	158	195
其他应收款	303	241	341	459	销售费用	840	1,097	1,342	1,657
预付账款	132	110	132	170	管理费用	825	1,079	1,353	1,678
存货	712	1,017	1,234	1,488	财务费用	46	66	95	136
其他流动资产	109	345	422	445	资产减值损失	118	77	88	95
非流动资产	2,802	3,032	2,897	2,650	公允价值变动收	0	0	(0)	(0)
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	23	8	9	10
固定资产	1,597	1,496	1,395	1,293	营业利润	1,097	1,225	1,513	1,874
无形资产	572	533	498	465	营业外收入	67	30	50	49
其他非流动	634	1,002	1,004	891	营业外支出	7	5	6	6
资产总计	8,857	10,565	12,680	15,195	利润总额	1,157	1,250	1,557	1,918
流动负债	3,807	3,463	4,276	5,262	所得税	131	0	0	0
短期借款	1,063	1,060	1,054	1,044	净利润	1,026	1,250	1,557	1,918
应付账款	548	597	789	986	少数股东损益	(2)	3	(1)	(0)
其他流动负	2,197	1,806	2,434	3,232	归属母公司净利润	1,029	1,247	1,558	1,918
非流动负债	63	24	(86)	(150)	EBITDA	1,287	1,430	1,745	2,144
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.17	1.37	1.72	2.11
其他非流动	63	24	(86)	(150)					
负债合计	3,870	3,487	4,190	5,111					
少数股东权益	12	15	14	14					
股本	883	907	907	907					
资本公积	1,773	2,176	2,186	2,045					
留存收益	2,865	3,980	5,382	7,118					
归属母公司股东	4,975	7,063	8,475	10,070					
负债和股东权	8,857	10,565	12,680	15,195					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	590	339	1,085	1,613
净利润	1,026	1,247	1,558	1,918
折旧摊销	149	139	137	134
财务费用	46	66	95	136
投资损失	(23)	(8)	(9)	(10)
营运资金变动	(851)	(1,186)	(784)	(659)
其他经营现	243	80	87	94
投资活动现金	(489)	(396)	(1)	151
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现	(489)	(396)	(1)	151
筹资活动现金	830	227	(246)	(469)
短期借款	440	(3)	(6)	(10)
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	52	25	0	0
资本公积增	408	403	10	(141)
其他筹资现	(70)	(198)	(251)	(318)
现金净增加额	931	170	837	1,295

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	31.98%	28.08%	22.73%	23.55%
营业利润	50.61%	11.70%	23.55%	23.87%
归属于母公司净利	40.97%	21.24%	24.91%	23.11%
获利能力				
毛利率(%)	42.63%	40.87%	41.28%	41.37%
净利率(%)	14.70%	13.91%	14.16%	14.11%
ROE(%)	20.58%	17.66%	18.34%	19.02%
ROIC(%)	27.39%	31.15%	23.46%	25.28%
偿债能力				
资产负债率(%)	43.70%	33.01%	33.05%	33.64%
净负债比率(%)	-4.38%	7.81%	-6.78%	-10.58%
流动比率	1.59	2.18	2.29	2.38
速动比率	1.40	1.88	2.00	2.10
营运能力				
总资产周转率	0.94	0.92	0.95	0.98
应收账款周转率	2.82	2.89	2.88	2.82
应付账款周转率	15.29	15.66	15.88	15.32
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.37	1.72	2.11
每股经营现金流(最新摊)	0.67	0.38	1.23	1.83
每股净资产(最新摊薄)	5.64	8.00	9.60	11.41
估值比率				
P/E	25.5	21.6	17.3	14.1
P/B	5.3	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	14.30	18.86	15.26	12.16

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。