

各业务增速强劲，2019Q2 回款略超预期

东方雨虹(002271)

事件：东方雨虹8月9日公布2019H1业绩。2019H1，公司实现收入79.1亿元，同比增加40.9%，实现归母净利润9.16亿元，同比增加48.1%，实现扣非后归母净利润6.89亿元，同比增加30.4%。

►2019Q2防水和非防水高速增长，毛利率回升符合预判。

2019Q2单季公司实现扣非归母净利润5.8亿元，同比增长28.7%，继续保持强势增长。我们测算公司2019Q2出货量同比增速依旧保持45-50%左右，防水产品价格同比略有提升，而防水材料销量的提升也带动了施工业务收入同步增长；在非防水方面，判断建筑涂料增速迅猛，预计今年完成翻倍增长已成为大概率；2019Q1公司在较低价位大量冬储沥青，公司2019Q2毛利率环比提升3.7个百分点至37.1%，符合预判。由于前期建厂补贴，公司2019H1非经营收入同比增加1.6亿元，但被财务费用的上升（同比上升1.2亿元）部分抵消。

►应收账款可控，现金流略超预期。2019H1公司应收账款比2018Q4增长31%，低于收入增速，应收账款周转率同比提升8%至2.4，同时2019Q2单季公司实现经营净现金流17.7亿元，创单季度新高，判断主要原因是履约保证金规模的缩窄。良好的经营净现金流体现了公司应收账款管控起到一定积极效果。

►2019H2预计保持强势。展望下半年：1)精装房渗透率提升及地产行业集中度提升预计将带动B端尤其是防水涂料放量。2)莱西、芜湖、咸阳基地即将投产，2019H2预计带来增量。3)对部分大客户的提价将从2019H2开始执行改善售价。4)建涂和保温等非防水订单充足，2019H2整体将保持增长势头。

►投资建议。基于更高的销量假设，我们上调公司2019-2020净利润预测6.6%/4.2%至20.9/25.1亿元，同比增长38.7%/20%，给予公司2020年净利润17倍PE估值（2017年以来的平均估值），上调目标价8.7%至28.6元，维持“买入”评级。

风险提示：需求低于预期，成本高于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10292.97	14045.71	19409.40	23946.94	28838.04
YoY (%)	47.04%	36.46%	38.19%	23.38%	20.42%
归母净利润(百万元)	1238.84	1508.22	2091.64	2509.65	2999.36
YoY (%)	20.43%	21.74%	38.68%	19.99%	19.51%
毛利率 (%)	37.73%	34.59%	35.46%	35.32%	35.06%
每股收益(元)	0.83	1.01	1.40	1.68	2.01
ROE	18.45%	19.09%	22.26%	22.46%	22.56%
市盈率	28.09	23.07	16.64	13.86	11.60

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	28.6
最新收盘价：	23.32

股票代码：	002271
52周最高价/最低价：	24.11/10.97
总市值(亿)	336.47
自由流通市值(亿)	224.54
自由流通股数(百万)	995.73



分析师：戚舒扬
邮箱：qisy@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519070002
联系电话：0755-83025915

1. 盈利预测改动说明

考虑到精装房渗透率提升及旧改推进释放的 B 端需求，我们上调 2019/2020 年防水材料销量预测 9.3%/9.5%，同时上调配套工程施工收入预测 18.2%/18.2%，但考虑到有息负债规模增加以及 ABN 带来的利息费用，我们同样上调 2019 及 2020 年财务费用预测 1.2 亿元左右，从而使得最终我们提升 2019/2020 年净利润预测 6.6%/4.2%。

表 1 核心假设变化

2019E			2020E			
新假设	旧假设	变化幅度	新假设	旧假设	变化幅度	
防水材料销量 (百万平方米)	838	766	9.3%	1,034	944	9.5%
工程施工收入 (百万元)	2,536	2,146	18.2%	2,790	2,361	18.2%
总收入 (百万元)	19,409	17,629	10.1%	23,947	21,777	10.0%
财务费用 (百万元)	(340)	(221)	53.7%	(330)	(208)	58.7%
归母净利润 (百万元)	2,092	1,961	6.6%	2,510	2,410	4.2%

资料来源：华西证券研究所

2. 风险提示

需求低于预期，成本高于预期。

财务报表和主要财务比率

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	14045.71	19409.40	23946.94	28838.04	净利润	1510.93	2123.49	2547.87	3045.03	
YoY(%)	36.46%	38.19%	23.38%	20.42%	折旧和摊销	275.48	307.54	336.12	378.83	
营业成本	9187.09	12527.27	15489.56	18728.55	营运资金变动	-971.14	-1441.94	-84.93	-931.54	
营业税金及附加	121.64	168.09	207.39	249.75	经营活动现金流	1013.95	1139.39	3039.35	2732.62	
销售费用	1698.64	2347.31	2896.07	3487.58	资本开支	-1723.79	-390.38	-560.38	-560.38	
管理费用	916.98	1267.15	1563.38	1882.70	投资	121.35	0.00	0.00	0.00	
财务费用	192.79	339.82	330.22	321.98	投资活动现金流	-1585.03	-387.57	-557.57	-557.57	
资产减值损失	62.44	180.00	100.00	100.00	股权募资	1.05	0.00	0.00	0.00	
投资收益	2.82	2.82	2.82	2.82	债务募资	2386.72	0.00	0.00	0.00	
营业利润	1817.58	2211.98	2905.91	3519.68	筹资活动现金流	2911.50	-2481.37	-1115.81	-1258.86	
营业外收支	4.19	409.62	239.62	239.62	现金净流量	2340.42	-1729.55	1365.97	916.19	
利润总额	1821.77	2621.60	3145.52	3759.30	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E	
所得税	310.84	498.10	597.65	714.27	成长能力 (%)	36.46%	38.19%	23.38%	20.42%	
净利润	1510.93	2123.49	2547.87	3045.03	盈利能力 (%)	21.74%	38.68%	19.99%	19.51%	
归属于母公司净利润	1508.22	2091.64	2509.65	2999.36	偿债能力 (%)	毛利率	34.59%	35.46%	35.32%	35.06%
YoY(%)	21.74%	38.68%	19.99%	19.51%	净利润率	10.76%	10.94%	10.64%	10.56%	
每股收益	1.01	1.40	1.68	2.01	总资产收益率 ROA	7.67%	10.90%	11.32%	11.72%	
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净资产收益率 ROE	19.09%	22.26%	22.46%	22.56%	
货币资金	4854.92	3125.37	4491.35	5407.54	经营效率 (%)	流动比率	1.41	1.40	1.49	1.60
预付款项	376.44	376.44	376.44	376.44	速动比率	1.15	1.04	1.11	1.19	
存货	2172.29	2962.08	3662.51	4428.37	现金比率	0.49	0.33	0.42	0.46	
其他流动资产	6548.66	6717.90	7258.58	8686.73	资产负债率	58.84%	49.89%	48.42%	46.86%	
流动资产合计	13952.31	13181.79	15788.88	18899.08	每股指标 (元)	总资产周转率	0.85	1.00	1.16	1.21
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.01	1.40	1.68	2.01	
固定资产	3031.86	3019.62	3243.91	3558.05	每股净资产	5.30	6.30	7.49	8.91	
无形资产	961.88	936.35	910.82	885.28	每股经营现金流	0.68	0.76	2.04	1.83	
非流动资产合计	5699.40	6011.86	6375.74	6696.90	每股股利	0.30	0.41	0.49	0.59	
资产合计	19651.71	19193.64	22164.62	25595.98	估值分析	PE	23.07	16.64	13.86	11.60
短期借款	3713.37	3713.37	3713.37	3713.37	PB	2.45	3.70	3.11	2.62	
应付账款及票据	3199.67	4362.98	5394.68	6522.75	负债合计	11563.21	9576.27	10732.46	11994.93	
其他流动负债	2997.24	1351.01	1475.49	1609.89	股本	1492.08	1492.08	1492.08	1492.08	
流动负债合计	9910.28	9427.36	10583.55	11846.01	少数股东权益	187.75	219.60	257.82	303.50	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	股东权益合计	8088.50	9617.37	11432.16	13601.05	
其他长期负债	1652.93	148.91	148.91	148.91	负债和股东权益合计	19651.71	19193.64	22164.62	25595.98	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。