

证券研究报告

公司研究——事项点评

东方雨虹（002271.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2015.2.12

关键鑫 行业分析师

执业编号：S1500512050001

联系电话：+86 10 63081092

邮箱：guanjianxin@cindasc.com

相关研究

《进入新一轮成期的防水龙头》2013.9

《布局民营银行，多元化发展逐步深入》2013.11

《转型得到验证，防水龙头有望更上一层楼》

2014.3

《盈利能力继续攀升，2014年业绩高增长可期》

2014.4

《成长依旧，防水龙头彰显抗周期能力》2014.7

《业绩持续超预期，新一轮成长正在打开》2014.8

《王者风范彰显，业绩延续高增长》2014.10

《业绩维持高增长，看好公司2015年表现》2015.4

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院

1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

业绩维持高增长，多元化战略继续推进

年报点评

2015年4月29日

事件：公司2014年度实现营业收入50.06亿元，同比增长28.27%；归属于上市公司股东的净利润5.77亿元，同比增长60.82%；基本每股收益1.59元；并拟向全体股东每10股转增10股及派现2元。同时公司发布一季报，公司2015年1-3月实现营业收入8.16亿元，同比下降0.90%；归属于上市公司股东的净利润4418.31万元，同比下降21.25%；基本每股收益0.13元。

点评：

- **业绩维持高增长。**尽管在整个宏观经济增速放缓与地产景气度下降的情况下，公司能持续保持这样的高增长着实可贵，战略转型效果再次被验证。我们认为，这主要是因为公司加强了客户维系和客户开拓，随着销售渠道逐步拓展，品牌市场认可程度提高，使得公司防水产品销量稳定增长。同时，公司在成本方面的有效控制使得自身盈利能力继续攀升。另外，公司同日发布公告称，公司拟与全资子公司香港东方雨虹共同出资5000万元设立华砂公司，经营瓷砖胶系列、填缝剂系列及硅藻泥等特种砂浆系列产品，以进一步拓展公司在特种砂浆市场的业务规模。
- **大客户战略初见成效。**公司通过大型战略客户的持续开拓，存量大型客户的业务挖掘，保持了直销业务的持续增长；另一方面，随着公司新建生产线的不断投产及产能释放，产能紧张局面得到缓解，驱动销售驱动网络功能进一步发挥，从而保持了建筑防水及其他相关业务的稳步扩张。
- **油价下滑提振公司业绩。**公司的主要原材料沥青、SBS改性剂、聚酯、乳液等均属于石油化工产品，其占成本的比例超过50%。原油价格自2014年下半年以来，一直处于下降通道。尽管目前有所反弹，但与前其高点相比，相差甚远，且尚无反转的迹象。东方雨虹的产品直接面对终端客户，其价格波动相对较少。我们认为，油价的下滑将进一步助推公司毛利率的提升，看好公司在2015年的表现。
- **行业领先地位不断巩固。**东方雨虹的品牌、技术、营销、成本控制、文化等竞争力在行业中均处于领先地位，“雨虹”牌商标被认定为“中国驰名商标”，公司是行业内第一家国家级企业技术中心，并且通过实施股权激励等措施，将管理者利益与公司、股东利益紧密结合起来，调动一切积极的、优质因素，为公司、股东创造更大的效益。
- **盈利预测及评级：**我们维持东方雨虹2015-2017年EPS为1.96元、2.66元和3.15元。考虑到东方雨虹的成长性以及在国内行业的龙头地位，我们维持对其“买入”评级。

➤ **风险因素：**宏观经济下行，需求放缓；应收账款增长引致的财务风险；地产调控深入导致相关投资大幅下滑。

表 1：公司报告首页财务数据

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
主营业务收入(百万元)	3,902.63	5,005.92	6,621.70	8,768.97	11,625.40
增长率 YoY %	31.02%	28.27%	32.28%	32.43%	32.57%
归属母公司净利润(百万元)	363.71	576.55	814.00	1,106.53	1,313.06
增长率 YoY%	92.78%	58.52%	41.18%	35.94%	18.66%
毛利率%	33.80%	35.64%	36.12%	36.27%	34.87%
净资产收益率 ROE%	24.86%	22.53%	21.41%	23.54%	22.38%
每股收益 EPS(元)	0.87	1.38	1.96	2.66	3.15
市盈率 P/E(倍)	53.04	33.46	23.70	17.44	14.69
市净率 P/B(倍)	11.47	5.61	4.63	3.69	2.97

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2015 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	2,429.48	3,571.22	4,334.03	5,466.71	6,974.52
货币资金	414.07	969.22	1,170.72	1,314.58	1,481.70
应收票据	58.45	256.64	79.46	105.23	116.25
应收账款	1,218.98	1,542.41	1,820.97	2,411.47	3,196.98
预付账款	159.66	74.42	338.41	447.05	605.72
存货	489.87	626.19	822.13	1,086.05	1,471.53
其他	88.45	102.34	102.34	102.34	102.34
非流动资产	1,090.57	1,570.00	1,910.40	2,223.70	2,513.28
长期投资	33.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	710.68	902.69	941.46	1,260.21	1,463.98
无形资产	184.47	261.32	342.94	417.13	490.41
其他	162.42	405.99	625.99	546.36	558.89
资产总计	3,520.05	5,141.22	6,244.43	7,690.41	9,487.80
流动负债	1,805.38	1,572.28	1,936.25	2,305.78	2,818.02
短期借款	993.33	560.20	560.20	560.20	560.20
应付账款	209.84	271.77	350.19	462.60	626.80
其他	602.21	740.32	1,025.86	1,282.98	1,631.03
非流动负债	14.03	106.78	106.78	106.78	106.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.03	106.78	106.78	106.78	106.78
负债合计	1,819.41	1,679.05	2,043.02	2,412.55	2,924.80
少数股东权益	19.35	25.66	34.16	45.72	59.44
归属母公司股东权益	1,681.29	3,436.51	4,167.24	5,232.14	6,503.56
负债和股东权益	3520.05	5141.22	6244.43	7690.41	9487.80

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,902.63	5,005.92	6,621.70	8,768.97	11,625.40
同比	31.02%	28.27%	32.28%	32.43%	32.57%
归属母公司净利润	363.71	576.55	814.00	1,106.53	1,313.06
同比	92.78%	58.52%	41.18%	35.94%	18.66%
毛利率	33.80%	35.64%	36.12%	36.27%	34.87%
ROE	24.86%	22.53%	21.41%	23.54%	22.38%
每股收益(元)	0.87	1.38	1.96	2.66	3.15
P/E	53.04	33.46	23.70	17.44	14.69
P/B	11.47	5.61	4.63	3.69	2.97
EV/EBITDA	31.54	25.15	17.85	13.38	11.28

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,902.63	5,005.92	6,621.70	8,768.97	11,625.40
营业成本	2,583.62	3,221.92	4,230.12	5,588.06	7,571.46
营业税金及附加	55.48	72.69	90.33	96.46	151.76
营业费用	399.35	477.40	664.59	871.23	1,143.50
管理费用	355.18	512.67	607.41	833.50	1,120.67
财务费用	64.10	56.84	37.22	36.05	35.70
资产减值损失	32.78	44.56	53.36	60.29	76.73
公允价值变动收益	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.00	3.95	0.00	0.00	0.00
营业利润	415.12	623.85	938.66	1,283.39	1,525.58
营业外收入	30.78	28.57	30.95	33.96	37.27
营业外支出	2.09	0.96	1.95	1.95	1.95
利润总额	443.82	651.47	967.65	1,315.40	1,560.91
所得税	73.65	68.89	145.15	197.31	234.14
净利润	370.17	582.57	822.50	1,118.09	1,326.77
少数股东损益	6.46	6.02	8.50	11.56	13.72
归属母公司净利润	363.71	576.55	814.00	1,106.53	1,313.06
EBITDA	560.21	789.35	1,111.91	1,483.22	1,760.32
EPS	0.87	1.38	1.96	2.66	3.15

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	263.59	351.06	762.72	658.88	687.52
净利润	370.17	582.57	822.50	1,118.09	1,326.77
折旧摊销	52.29	81.05	99.99	123.55	155.14
财务费用	64.10	56.83	44.27	44.27	44.27
投资损失	-3.00	-3.95	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-251.46	-447.60	-250.70	-679.57	-905.18
其它	31.49	82.15	46.65	52.54	66.52
投资活动现金流	-342.89	-495.42	-433.68	-429.11	-434.50
资本支出	-364.26	-534.80	-433.68	-429.11	-434.50
长期投资	3.00	4.50	0.00	0.00	0.00
其他	18.37	34.88	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	44.73	667.27	-127.53	-85.90	-85.90
吸收投资	111.44	1,260.16	0.00	0.00	0.00
借款	85.80	-454.27	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	136.88	126.61	127.53	85.90	85.90
现金净增加额	-34.73	522.96	201.50	143.86	167.12

研究小组简介

关健鑫，经济学硕士，证券从业5年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过2010年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名，2011年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前主要负责非金属材料、建筑与工程、轻工制造行业研究，坚持独立、客观、有针对性的研究风格，挖掘潜在的投资价值。目前，主要覆盖公司包括围海股份、中国玻纤等。

小组重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
东方雨虹	002271	北新建材	000786	中国玻纤	600176	海螺水泥	600585
东港股份	002117	扬子新材	002652	开尔新材	300234	冀东水泥	000401
亚泰集团	600881	太空板业	300344	围海股份	002586	东方园林	002310
江河创建	601886	嘉寓股份	300117	中国建筑	601668	中国铁建	601186
亚厦股份	002375	中国海诚	002116	苏交科	300284	广田股份	002482

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。