

证券研究报告

公司研究——季报点评

东方雨虹（002271.sz）

| | | | |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

上次评级：买入，2016.04.25

范海波 CFA，行业分析师
 执业编号：S1500510120021
 联系电话：+86 10 63081252
 邮箱：fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
 执业编号：S1500512110003
 联系电话：+86 10 63081085
 邮箱：wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师
 执业编号：S1500514080001
 联系电话：+86 10 63080936
 邮箱：dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师
 执业编号：S1500515070001
 联系电话：+86 10 63081273
 邮箱：wangwei2@cindasc.com

李沁 研究助理
 联系电话：+86 10 63081286
 邮箱：liqin@cindasc.com

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
 邮编：100031

一季度营收增长超预期，经营活动现金流入1.8亿

2016年04月29日

事件：东方雨虹28日发布一季报，Q1实现营业收入10.27亿元，同比增长25.77%；归属于上市公司股东的净利润5593万元，同比增长26.59%；基本每股收益0.07元。经营活动净现金流入1.8亿元，同比增加324.07%。

点评

- **一季度经营数据较好，经营活动现金流入大幅增加：**报告期内，受益于地产回暖和公司销售能力加强，东方雨虹一季度营收增长超出预期，同比增长25.77%。与此同时，一季度销售毛利率有较大幅度增长，毛利率水平达到41.5%，比上年同期增加5.21个百分点。由于销售渠道拓展等需求，费用率亦有所增加，销售费用率17.12%，比上年同期增加2.24个百分点；管理费用率15.09%，比上年同期增加0.75个百分点；财务费用率1.19%，比上年同期增加0.47个百分点。一季度，由于销售现金收款增加，经营活动现金流入大幅增加，同比增长324.07%。
- **直销、渠道两结合，拟通过“合伙人机制”进一步激励工程渠道代理商：**公司根据产品的用途和使用群体的不同，采取直销与渠道销售相结合的方式对产品销售。在北京、上海、广州、深圳、成都、昆明等核心城市市场，铁路、城市轨道交通、外加剂等专业细分市场以及对大型房地产公司、企业集团采用直销的模式进行产品销售。公司的渠道销售体系主要包括工程渠道经销商、零售渠道经销商两大类。工程渠道经销商网络，由公司工程渠道事业部负责管理，针对全国核心城市市场以外的工程市场建立经销商网络；零售渠道经销商，由公司全资子公司东方雨虹民用建材有限责任公司负责管理，主要针对普通大众消费者家庭装修市场，建立家装公司、建材超市、建材市场经销商的复合营销网络。公司创新性地拟挑选199名工程渠道代理商与公司共同投资设立股份有限公司，旨在通过制度性安排，以股权关系为纽带，实现对代理商激励模式的创新与升级。
- **重视研发，15年研发投入2.51亿元：**2015年公司研发投入2.51亿元，同比增长11.68%，占营业收入的比重为4.74%，研发力度进一步增强。研发内容涉及水性橡胶沥青屋面修补剂、道桥用水性沥青防水涂料、喷涂速凝橡胶沥青防水涂料、明水施工屋面修补剂等产品；申请专利147项，新获授权专利88项，其中发明专利33项，实用新型专利53项，外观设计专利2项。公司还在美国成立北美研发中心和科研实验室，分别与美国里海大学、美国沥青科技公司、美国阿拉巴马大学等国际高等院校、研究机构共建研发技术平台，强化产学研合作。研发投入的作用在未来将进一步显现，例如在民用建材领域，基于公司自主研发，推出外墙保温砂浆、外立面装饰砂浆、瓷砖胶、硅藻泥等新品类。
- **布局“渗透全国”战略，扩张趋势加强，多元化经营巩固龙头地位：**公司实施“渗透全国”战略，先是拟投资6亿元在

北京亦庄经济技术开发区建设研发总部基地项目，后公告拟分别投资 10 亿元在四川省泸州市建设防水、保温及相关建筑材料的生产研发基地和 9 亿元在杭州建德市高新区投资建设新型建筑防水、防腐和保温材料生产研发项目，并均与当地政府签订协议。三大研发基地，将持续加强公司研发和生产能力，为公司产能提升打下稳固基础。报告期内，公司或全资子公司拟设立三家全资子公司，分别是华砂砂浆（北京）有限责任公司、天鼎丰材料技术有限公司以及虹网科技有限责任公司，两家生产类公司分别生产特种砂浆系列产品和高强粗旦聚丙烯纺粘针刺无纺布，以实现多元化生产经营，丰富产品序列。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 1.03 元、1.31 元和 1.57 元。考虑到东方雨虹稳健的经营水平和市场龙头地位及民建零售市场的广阔前景，我们维持对其“买入”评级。
- **风险因素：**下游房地产行业的宏观调控政策和行业波动风险；市场竞争风险；原材料价格波动风险；技术失密风险；应收账款风险。

| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 5,005.92 | 5,303.99 | 6,225.06 | 7,252.83 | 8,490.70 |
| 增长率 YoY % | 28.27% | 5.95% | 17.37% | 16.51% | 17.07% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 576.55 | 729.72 | 847.93 | 1,077.62 | 1,290.03 |
| 增长率 YoY% | 58.52% | 26.57% | 16.20% | 27.09% | 19.71% |
| 毛利率% | 35.64% | 40.76% | 39.80% | 40.48% | 41.66% |
| 净资产收益率 ROE% | 22.53% | 19.45% | 19.41% | 20.86% | 20.58% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.70 | 0.89 | 1.03 | 1.31 | 1.57 |
| 市盈率 P/E(倍) | 23.69 | 18.72 | 16.11 | 12.67 | 10.59 |
| 市净率 P/B(倍) | 4.02 | 3.40 | 2.92 | 2.41 | 1.99 |

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2016 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 流动资产 | 3,571.22 | 3,943.91 | 4,278.67 | 5,034.93 | 6,064.51 |
| 货币资金 | 969.22 | 624.21 | 1,073.25 | 1,338.44 | 1,805.02 |
| 应收票据 | 256.64 | 368.95 | 74.70 | 87.03 | 84.91 |
| 应收账款 | 1,542.41 | 2,082.08 | 2,102.03 | 2,449.08 | 2,867.07 |
| 预付账款 | 74.42 | 70.34 | 134.02 | 154.38 | 177.13 |
| 存货 | 626.19 | 636.28 | 732.63 | 843.96 | 968.33 |
| 其他 | 102.34 | 162.04 | 162.04 | 162.04 | 162.04 |
| 非流动资产 | 1,570.00 | 2,140.15 | 2,582.73 | 2,993.70 | 3,372.31 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 902.69 | 1,313.65 | 1,322.31 | 1,702.47 | 1,948.46 |
| 无形资产 | 261.32 | 418.55 | 526.40 | 650.54 | 760.46 |
| 其他 | 405.99 | 407.94 | 734.02 | 640.69 | 663.39 |
| 资产总计 | 5,141.22 | 6,084.06 | 6,861.40 | 8,028.63 | 9,436.82 |
| 流动负债 | 1,572.28 | 1,951.92 | 2,126.77 | 2,298.45 | 2,498.69 |
| 短期借款 | 560.20 | 622.82 | 622.82 | 622.82 | 622.82 |
| 应付账款 | 271.77 | 368.20 | 353.22 | 406.90 | 466.86 |
| 其他 | 740.32 | 960.91 | 1,150.74 | 1,268.74 | 1,409.02 |
| 非流动负债 | 106.78 | 63.71 | 63.71 | 63.71 | 63.71 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 106.78 | 63.71 | 63.71 | 63.71 | 63.71 |
| 负债合计 | 1,679.05 | 2,015.63 | 2,190.49 | 2,362.17 | 2,562.41 |
| 少数股东权益 | 25.66 | 2.02 | 2.02 | 2.02 | 2.02 |
| 归属母公司股东权益 | 3,436.51 | 4,066.41 | 4,668.90 | 5,664.44 | 6,872.39 |
| 负债和股东权益 | 5141.22 | 6084.06 | 6861.40 | 8028.63 | 9436.82 |

重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 5,005.92 | 5,303.99 | 6,225.06 | 7,252.83 | 8,490.70 |
| 同比 | 28.27% | 5.95% | 17.37% | 16.51% | 17.07% |
| 归属母公司净利润 | 576.55 | 729.72 | 847.93 | 1,077.62 | 1,290.03 |
| 同比 | 58.52% | 26.57% | 16.20% | 27.09% | 19.71% |
| 毛利率 | 35.64% | 40.76% | 39.80% | 40.48% | 41.66% |
| ROE | 22.53% | 19.45% | 19.41% | 20.86% | 20.58% |
| 每股收益(元) | 0.70 | 0.89 | 1.03 | 1.31 | 1.57 |
| P/E | 23.69 | 18.72 | 16.11 | 12.67 | 10.59 |
| P/B | 4.02 | 3.40 | 2.92 | 2.41 | 1.99 |
| EV/EBITDA | 9.49 | 15.00 | 12.23 | 9.74 | 8.13 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 5,005.92 | 5,303.99 | 6,225.06 | 7,252.83 | 8,490.70 |
| 营业成本 | 3,221.92 | 3,141.97 | 3,747.66 | 4,317.14 | 4,953.36 |
| 营业税金及附加 | 72.69 | 90.80 | 106.56 | 117.88 | 142.90 |
| 营业费用 | 477.40 | 653.02 | 766.42 | 825.86 | 1,019.18 |
| 管理费用 | 512.67 | 595.13 | 634.18 | 765.16 | 904.48 |
| 财务费用 | 56.84 | 27.07 | 36.54 | 34.60 | 34.94 |
| 资产减值损失 | 44.56 | 68.54 | 60.40 | 61.23 | 68.81 |
| 公允价值变动收益 | 0.07 | -0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 3.95 | 0.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 623.85 | 728.07 | 873.31 | 1,130.97 | 1,367.03 |
| 营业外收入 | 28.57 | 116.57 | 127.74 | 140.30 | 154.13 |
| 营业外支出 | 0.96 | 7.41 | 3.48 | 3.48 | 3.48 |
| 利润总额 | 651.47 | 837.23 | 997.56 | 1,267.79 | 1,517.67 |
| 所得税 | 68.89 | 108.42 | 149.63 | 190.17 | 227.65 |
| 净利润 | 582.57 | 728.81 | 847.93 | 1,077.62 | 1,290.02 |
| 少数股东损益 | 6.02 | -0.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 576.55 | 729.72 | 847.93 | 1,077.62 | 1,290.02 |
| EBITDA | 789.35 | 963.07 | 1,167.18 | 1,466.33 | 1,756.48 |
| EPS (摊薄) | 0.70 | 0.89 | 1.03 | 1.31 | 1.57 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金流 | 351.06 | 421.32 | 1,299.61 | 949.57 | 1,157.75 |
| 净利润 | 582.57 | 728.81 | 847.93 | 1,077.62 | 1,290.02 |
| 折旧摊销 | 81.05 | 99.15 | 141.64 | 170.57 | 210.83 |
| 财务费用 | 56.83 | 26.68 | 27.98 | 27.98 | 27.98 |
| 投资损失 | -3.95 | -0.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | -447.60 | -537.51 | 228.74 | -380.62 | -431.56 |
| 其它 | 82.15 | 104.82 | 53.33 | 54.03 | 60.48 |
| 投资活动现金流 | -495.42 | -594.90 | -577.16 | -574.34 | -581.11 |
| 资本支出 | -534.80 | -625.99 | -577.16 | -574.34 | -581.11 |
| 长期投资 | 4.50 | -3.87 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 34.88 | 34.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 667.27 | -138.21 | -273.41 | -110.05 | -110.05 |
| 吸收投资 | 1,260.16 | 0.00 | -163.37 | 0.00 | 0.00 |
| 借款 | -454.27 | 62.62 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付利息或股息 | 126.61 | 119.70 | 110.05 | 110.05 | 110.05 |
| 现金净增加额 | 522.96 | -307.55 | 449.04 | 265.18 | 466.59 |

研究团队简介

范海波，CFA，高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验。2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验。2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，从事钢铁行业研究。

李沁，有色金属行业研究助理。英国纽卡斯尔大学理学硕士，1 年财务会计工作经验。2015 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

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 |
| 华北 | 饶婷婷 | 010-63081479 | 18211184073 | raotingting@cindasc.com |
| 华北 | 何 欢 | 010-63081150 | 18610718799 | hehuan@cindasc.com |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-63081128 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 021-63570071 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678592 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华南 | 刘 晟 | 0755-82465035 | 13825207216 | liusheng@cindasc.com |
| 华南 | 易耀华 | 0755-82497333 | 18680307697 | yiyaohua@cindasc.com |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-63080945 | 18610350427 | tanglei@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。