



2018年08月29日

买入(维持)

当前价: 15.76 元
目标价: - 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001
电话: 0755-83331495
邮箱: liuping_bf@lxsec.com

盈利预测

百万元	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	10,29	13,64	17,71	22,30
(+/-)	47.0%	32.6%	29.8%	26.0%
净利润	1239	1599	2177	2858
(+/-)	20.4%	29.1%	36.1%	31.3%
EPS(元)	0.83	1.07	1.45	1.91
P/E	19.1	14.8	10.9	8.3

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《东方雨虹(002271)_【联讯建筑建材季报点评】东方雨虹(002271): 收入延续高增长, 上游涨价毛利率承压》2017-10-20

《东方雨虹(002271)_【联讯建材公司点评】东方雨虹(002271): 高增长持续、市占率提升、合伙人制度效果值得期待》2018-04-24

东方雨虹(002271.SZ)

【联讯建材中报点评】东方雨虹(002271): 收入持续高增长, 下半年成本端压力有望减小

投资要点

◇ 事件:

近期公司发布 2018 年中期报告。报告期内, 公司实现营业收入 56.13 亿元, 同比增长 30.21%; 实现归母净利润 6.18 亿元, 同比增长 25.3%; 归母扣非净利润为 5.28 亿元, 同比增长 12.33%。基本每股收益为 0.41 元/股, 同比增长 24.24%。公司预计 1-9 月净利润同比增 20%-40%。

◇ 点评:

◇ 原材料价格上涨导致防水材料毛利率下滑 4.33pct

1H18 公司防水材料营业收入 46.48 亿元, 同比增长 37.43%, 属于公司收入主要贡献板块, 占到总营业收入的 82.80% (+4.35pct)。毛利率为 39.42%, 下降 4.33 个百分点, 主要是原材价格上涨所致。其中, 防水卷材收入 29.36 亿元, 同比增长 34.31%; 防水涂料收入 17.11 亿元, 同比增长 43.15%。

◇ 防水工程收入增长放缓

2017 年公司防水工程施工营业收入 6.87 亿元, 同比增长 4.38%, 占到总营业收入的 12.25% (-3.03pct)。毛利率为 28.78%, 下降 4.0 个百分点, 毛利率稳定, 保持较高盈利水平。公司近年来围绕“防水系统服务提供商”的定位大力推动防水工程施工业务的发展, 承接的工程规模逐年增大。

◇ 受益市场集中度提升, 收入持续高增长, Q2 毛利率下降幅度收窄

分季度看, 公司 Q1、Q2 收入分别为 19.04 亿元、37.08 亿元同比分别增长 27.16%、31.84%。Q2 收入呈现加速趋势, 主要还是随着地产商集中度提升, 供应商集中度也将区域提升, 而公司作为行业龙头, 凭借多年未客户服务的经验, 积极拓展百强地产中的市场份额, 成效明显;

公司 Q1、Q2 归母净利润分别为 0.99 亿元、5.20 亿元同比分别增长 25.52%、25.21%。毛利率分别为 35.95% (-4.32pct)、37.41% (-3.08pct), Q2 毛利率下降幅度有所收窄。

◇ 期间费用率下降, 经营活动现金流减少

报告期内, 公司期间费用率 23.32% (-2.83pct), 其中销售费用率下降 1.08 个百分点, 管理费用率下降 2.16 个百分点, 财务费用率上升 0.40 个百分点。费用率下降主要是本期股权激励费用摊销较去年同期减少以及规模效应进一步体现。

◇ 下半年成本端压力减小, 利润增速有望上行

由于去年上半年毛利率处于高位, 受油价影响, 17Q3 开始毛利率才出现下滑, 因此今年上半年毛利率整体承压, 但从公司毛利率传导的滞后效应及趋势变化



看，地点在去年 Q4，目前整体已经呈现恢复趋势，在考虑去年下半年毛利率已经走低，今年下半年成本端的压力将明显减小，我们判断全年毛利率降幅或能进一步收窄甚至持平，则利润增速下半年将走高。

◇ 维持“买入”评级

我们预计公司 2018 年-2020 年，公司营业收入分别为 136.5 亿元、177.1 亿元、223.1 亿元，同比分别增加 32.6%、29.8%、26.0%；归母净利润分别为 16.0 亿元、21.8 亿元、28.6 亿元，同比分别增加 29.1%、36.1%、31.3%。预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 1.07 元/股、1.45 元/股和 1.91 元/股，对应的 PE 分别为 15/11/8x，考虑油价在目前位置大幅上涨可能不大，成本端的压力在下半年将有所缓解，公司市场开拓能力极强，目前估值位于历史低位，维持“买入”评级。

◇ 风险提示

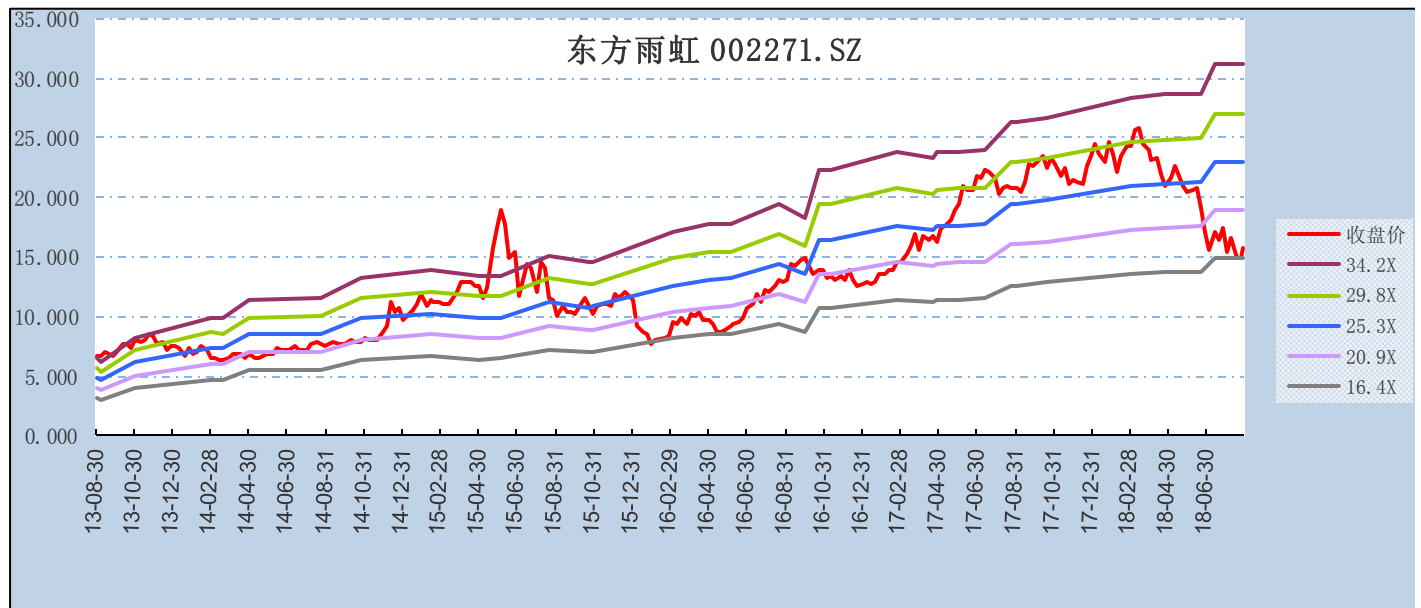
原材料价格波动的风险；

项目进展不达预期的风险；

房地产市场下滑的风险。



图表1: PE Band



资料来源: Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2423	5466	5955	7035	营业收入	10293	13649	17712	22308
应收款项	4803	6357	8249	10390	营业成本	6409	8600	11118	13961
存货净额	1509	1499	1935	2434	营业税金及附加	99	136	177	223
其他流动资产	596	341	443	558	销售费用	1180	1501	1913	2365
流动资产合计	9331	13663	16583	20416	管理费用	1048	1318	1686	2096
固定资产	2722	2908	3232	3405	财务费用	103	55	50	42
无形资产及其他	626	605	585	564	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	638	638	638	638	资产减值及公允价值变动	(132)	(184)	(239)	(301)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	111	0	0	0
资产总计	13317	17815	21038	25024	营业利润	1432	1855	2528	3321
短期借款及交易性金融负债	1327	1500	1500	1500	营业外净收支	5	10	10	10
应付款项	1104	1476	1906	2396	利润总额	1437	1865	2538	3331
其他流动负债	2462	3252	4189	5250	所得税费用	195	261	355	466
流动负债合计	4893	6228	7595	9146	少数股东损益	3	5	6	6
长期借款及应付债券	1430	3230	3230	3230	归属于母公司净利润	1239	1599	2177	2858
其他长期负债	99	99	99	99					
长期负债合计	1529	3329	3329	3329	现金流量表（百万元）				
负债合计	6422	9557	10924	12476	净利润	1239	1599	2177	2858
少数股东权益	180	184	188	193	资产减值准备	13	10	10	7
股东权益	6715	8074	9925	12355	折旧摊销	178	341	448	539
负债和股东权益总计	13317	17815	21038	25024	公允价值变动损失	132	184	239	301
					财务费用	103	55	50	42
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1869)	(119)	(1053)	(1195)
每股收益	0.83	1.07	1.45	1.91	其它	(11)	(6)	(5)	(2)
每股红利	0.15	0.16	0.22	0.29	经营活动现金流	(318)	2010	1816	2508
每股净资产	4.48	5.39	6.62	8.24	资本开支	(898)	(700)	(1000)	(1000)
ROIC	17%	18%	23%	27%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	18%	20%	22%	23%	投资活动现金流	(898)	(700)	(1000)	(1000)
毛利率	38%	37%	37%	37%	权益性融资	200	0	0	0
EBIT Margin	15%	15%	16%	16%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	18%	18%	19%	支付股利、利息	(221)	(240)	(327)	(429)
收入增长	47%	33%	30%	26%	其它融资现金流	2270	173	0	0
净利润增长率	20%	29%	36%	31%	融资活动现金流	2028	1733	(327)	(429)
资产负债率	50%	55%	53%	51%	现金净变动	812	3043	489	1080
息率	0.9%	1.0%	1.4%	1.8%	货币资金的期初余额	1611	2423	5466	5955
P/E	19.1	14.8	10.9	8.3	货币资金的期末余额	2423	5466	5955	7035
P/B	3.5	2.9	2.4	1.9	企业自由现金流	(1244)	1323	818	1495
EV/EBITDA	17.3	13.6	10.6	8.6	权益自由现金流	1026	1449	775	1459

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017年9月加入联讯证券，任建筑建材行业首席分析师。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com