

综合优势突出，产能释放带来业绩增长持续

——东方雨虹（002271）2018年三季度报点评

2018年10月22日

推荐/维持

东方雨虹

财报点评

姓名	分析师赵军胜	执业证书编号：S1480512070003
	Email:zhaojis@dxzq.net.cn	Tel:010-66554088

事件：

公司披露2018年第三季度报告：报告期内公司实现营业收入36.88亿元，同比增加38.63%，实现归属于上市公司股东的净利润4.96亿元，同比增长32.23%。每股收益为0.33元，同比增加32.00%。

公司分季度财务指标

指标	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
营业收入（百万元）	1026.51	1894.58	1877.03	2202.11	1497.79	2812.80	2659.96	3322.42	1904.59	3708.42	3687.60
增长率（%）	25.77%	37.30%	30.67%	31.75%	45.91%	48.47%	41.71%	50.87%	27.16%	31.84%	38.63%
毛利率（%）	41.50%	43.77%	46.95%	38.51%	40.27%	40.49%	38.93%	33.28%	35.95%	37.41%	36.05%
期间费用率（%）	33.40%	22.28%	21.88%	24.32%	34.67%	21.62%	20.13%	20.12%	29.92%	19.93%	19.93%
营业利润率（%）	6.11%	18.06%	21.75%	12.87%	5.18%	17.08%	16.86%	12.81%	6.24%	15.90%	14.64%
净利润（百万元）	55.11	307.50	356.74	306.98	77.57	414.02	396.23	354.31	97.82	519.44	498.16
增长率（%）	22.02%	26.84%	102.51%	15.81%	40.76%	34.64%	11.07%	15.42%	26.11%	25.46%	25.72%
每股盈利（季度，元）	0.067	0.371	0.403	0.349	0.089	0.470	0.425	0.420	0.112	0.347	0.331
资产负债率（%）	34.64%	46.34%	46.99%	43.70%	41.63%	48.27%	53.00%	48.23%	45.91%	53.17%	54.11%
净资产收益率	1.38%	7.30%	7.73%	6.16%	1.52%	7.59%	6.17%	5.14%	1.40%	7.00%	6.25%
总资产收益率（%）	0.90%	3.92%	4.10%	3.47%	0.88%	3.93%	2.90%	2.66%	0.75%	3.28%	2.87%

观点：

- **销量上升营业收入平稳上涨。**2018年第三季度，公司实现营业收入36.88亿元，同比增加38.63%，2018年7-9月房地产投资增速相对平稳的情况下公司主要产品销量同比继续提升。随着公司产能的释放和销售网络的进一步完善销售业务开展顺利，公司作为国内防水行业的龙头企业优势及一步增强。
- **原材料涨价毛利率略有下降。**公司单季度营业成本为23.58亿元，较上年同期增长45.18%。受此影响，公司第三季度毛利率为36.05%，较上年同期小幅下降2.88个百分点。在2018年随着沥青等原材料价格的上涨，公司单位成本上升，但公司发挥规模采购优势和产能布局对于运输成本的节约，公司综合成本影响相对不大。
- **期间费率相对稳定 盈利水平高位平稳。**报告期内，公司销售费用达到了4.18亿元，同比增长46.15%；管理费用（不包含研发费用）为3.08亿，同比增长44.60%；公司财务费用为6314.22万元，同比增长75.23%，主要由于本期借款增加导致利息支出增加所致。由于公司营收大幅增长，公司期间费用率与上年同期相比变动不大，同比降低0.20个百分点，为19.93%。公司销售费用率为11.34%，较上年同期上

升 0.57 个百分点; 管理费用率为 8.35%, 较上年同期下降 0.34 个百分点; 财务费用率为 1.71%, 较上年同期提升 0.36 个百分点。报告期内, 公司实现归属于上市公司股东的净利润 4.98 亿元, 同比增长 25.72%。公司净利率为 13.51%, 同比小幅下降 1.39 个百分点。但单季度 ROE 为 6.61%, 同比提升 0.18 个百分点。

- **产能进入释放期和综合优势保证业绩增长持续。**公司莱西防水材料项目、咸阳和濮阳等项目投产后逐步进入产能释放期。2019 年徐州卧牛山、DAW 杭州生产基地项目一期、杭州东方雨虹生产研发基地项目、昆明改性沥青防水卷材项目均进入投放阶段, 包括 2020 年惠州的 2040 万卷材和 3 万吨硅藻泥投产, 这些均将成为公司业绩持续增长的基础。

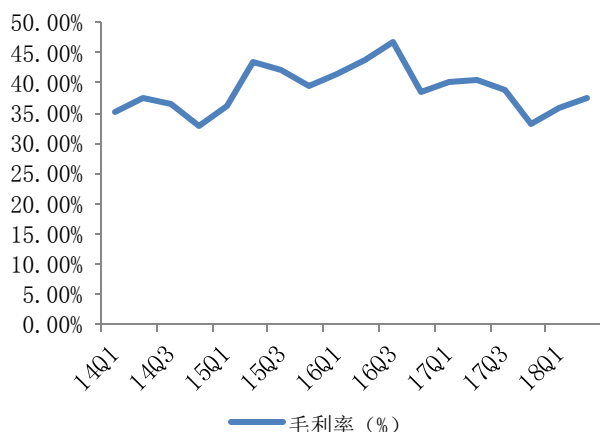
公司作为防水行业的国内龙头企业, 品牌优势突出, 规模优势突出, 技术和研发实力强, 随着产能的布局对于区域市场的竞争力进一步增强, 强化销售的网络布局。这些将使得公司产能释放转化为业绩的增长。

- **多方签订战略合作协议 基建领域或成公司新增长点。**公司防水产品的应用领域已由房屋建筑领域为主扩大到基础设施建设以及公共建筑建设等领域。诸如城市双修、特色小镇、装配式建筑、以及雄安新区、城市副中心的建设等新领域的发展机遇将为公司带来新的增长点。公司与黔东南盛达房地产开发有限公司、营口天赋房地产开发有限公司签署战略合作协议, 还与隆基泰和签署了独家防水战略合作协议, 助力隆基泰和环首都新型城镇化业务。同时与贵州铁路物资工贸有限责任公司签署战略合作协议, 成为公司推进与各省铁路市场的战略合作的重要一步。公司多方面拓展业务, 积极推进“多品牌多品类多公司”的战略布局, 公司市场占有率将有望进一步提升, 提升公司的议价能力。

- **盈利预测和投资评级:** 预计公司 2018 年到 2020 年的 EPS 分别为 1.11 元、1.42 元和 1.72 元, 对应 PE 分别为 11 倍、8 倍和 7 倍, 考虑到公司品牌优势突出、规模优势和产能布局降低成本, 技术优势明显和销售网络布局完善, 产能释放带来业绩增长的基础。维持公司“推荐”的投资评级。

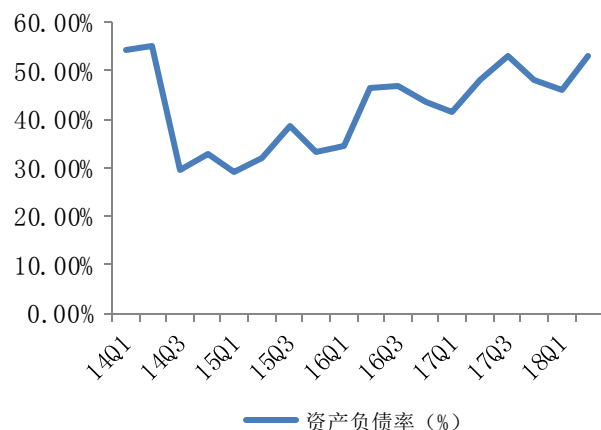
- **风险提示:** 原材料价格持续上涨和产能释放效果不及预期。

图 1: 东方雨虹毛利率变化



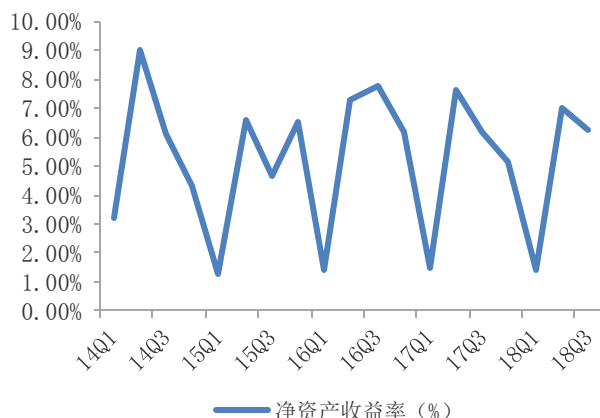
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 东方雨虹资产负债率变化



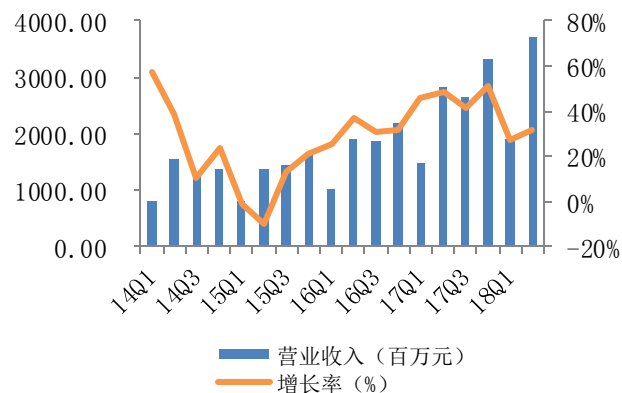
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 东方雨虹单季度净资产收益率变化



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 东方雨虹单季度营业收入



资料来源: wind, 东兴证券整理

公司盈利预测表

资产负	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	6054.62	9330.63	11637.71	14691.38	17780.79	营业收入	7000.23	10292.97	13082.00	16353.00	19624.00
货币资金	1611.16	2423.17	3074.27	3842.96	4611.64	营业成本	4015.77	6409.44	8307.00	10417.00	12461.00
应收账款	2883.10	4281.92	5442.47	6803.30	8164.12	营业税金及	81.27	99.18	113.00	141.00	169.00
其他应收	303.46	144.14	183.20	229.01	274.82	营业费用	840.32	1180.49	1359.22	1699.08	2038.93
预付款项	132.05	293.15	501.66	763.13	1075.90	管理费用	824.61	1047.57	1057.03	1321.32	1585.62
存货	712.35	1508.68	1957.27	2454.42	2936.02	财务费用	46.36	103.35	184.28	179.55	246.59
其他流动	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损	118.49	131.77	131.77	131.77	131.77
非流动资	2801.93	3986.23	5109.17	6469.70	8038.36	公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	23.15	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1596.89	1911.11	3501.84	5127.61	6860.21	营业利润	1096.55	1432.06	1929.70	2463.28	2991.09
无形资产	571.53	626.37	563.73	501.09	438.45	营业外收入	66.85	13.78	13.78	13.78	13.78
其他非流	156.26	204.16	204.20	204.20	204.20	营业外支出	6.55	9.13	9.13	9.13	9.13
资产总计	8856.55	13316.86	16746.88	21161.08	25819.15	利润总额	1156.85	1436.71	1934.35	2467.93	2995.74
流动负债	3807.20	4893.02	7197.97	9417.53	11421.64	所得税	130.53	194.57	261.14	333.17	404.42
短期借款	1062.84	1326.65	3243.62	4736.65	5952.97	净利润	1026.32	1242.13	1673.21	2134.76	2591.32
应付账款	547.67	901.04	1167.76	1464.37	1751.71	少数股东损	(2.39)	3.30	4.52	5.76	7.00
预收款项	370.16	598.38	888.80	1251.84	1687.49	归属母公司	1028.71	1238.84	1668.69	2129.00	2584.32
一年内到	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	1286.76	1712.94	2399.23	3042.48	3781.24
非流动负	62.84	1529.21	2.96	0.20	0.20	EPS (元)	1.22	1.40	1.11	1.42	1.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务					
应付债券	0.00	1430.29	0.00	0.00	0.00	比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	3870.04	6422.24	7200.93	9417.73	11421.84	成长能力					
少数股东	11.99	179.91	184.43	190.19	197.19	营业收入增	31.98%	47.04%	27.10%	25.00%	20.00%
实收资本	882.69	881.85	1499.16	1499.16	1499.16	营业利润增	50.61%	30.60%	34.75%	27.65%	21.43%
资本公积	1772.60	1966.26	1966.26	1966.26	1966.26	归属于母公	40.97%	20.43%	34.70%	27.59%	21.39%
未分配利	2778.45	3861.34	5496.99	7583.84	10116.99	获利能力					
归属母公	4974.51	6714.72	9106.20	11235.20	13819.52	毛利率(%)	42.63%	37.73%	36.50%	36.30%	36.50%
负债和所	8856.55	13316.86	16746.88	21161.08	25819.15	净利率(%)	14.70%	12.04%	12.76%	13.02%	13.17%
现金流						总资产净利	11.59%	9.33%	10.15%	10.24%	
						ROE(%)	20.68%	18.45%	18.32%	18.95%	18.70%
经营活动	1408.20	81.75	703.92	1287.28	1980.30	偿债能力					
净利润	1026.32	1242.13	1673.21	2134.76	2591.32	资产负债率	43.70%	48.23%	43.66%	45.18%	44.90%
折旧摊销	143.85	177.53	285.25	399.65	543.56	流动比率	1.59	1.91	1.62	1.56	1.56
财务费用	(46.36)	(103.35)	(184.28)	(179.55)	(246.59)	速动比率	1.40	1.60	1.34	1.30	1.30
应付帐款	179.47	353.37	266.72	296.61	287.34	营运能力					
预收帐款	81.89	228.22	290.42	363.04	435.65	总资产周转	0.94	0.93	0.87	0.86	0.84
投资活动	(676.81)	(1345.45)	(1490.43)	(1829.31)	(2181.35)	应收账款周	2.82	2.87	2.69	2.67	2.62
公允价值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周	8.77	8.85	8.03	7.92	7.75
长期股权	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标					
投资收益	23.15	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(最	1.22	1.40	1.11	1.42	1.72
筹资活动	(85.74)	2075.51	1437.61	1310.72	969.73	每股净现金	1.05	0.98	0.43	0.51	0.51
应付债券	0.00	1430.29	(1430.29)	0.00	0.00	每股净资产	5.64	7.61	6.07	7.49	9.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增	52.00	(0.84)	617.31	0.00	0.00	P/E	9.59	8.36	10.51	8.24	6.79
资本公积	407.81	193.66	0.00	0.00	0.00	P/B	2.08	1.54	1.93	1.56	1.27
现金净增	645.65	811.81	651.10	768.69	768.68	EV/EBITDA	7.60	6.22	7.38	6.06	4.99

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。