

东方雨虹 (002271)

证券研究报告

2019年02月26日

成长延续，盈利质量提升可期

事件

东方雨虹发布 2018 年度业绩快报，报告内，公司实现营业收入 142.20 亿元，同增 37.99%；实现归母净利 15.18 亿元，同增 22.54%。

成长延续，收入保持较快增长

公司 2018 年度实现营业利润 18.48 亿，同增 29.05%；利润总额 18.52 亿，同增 28.91%；营业利润、利润总额增速略低于收入增速，推测与成本的总体提升有关。单季度来看，公司 2018Q4 实现营收 49.03 亿元，同增 47.6%；实现利润总额 5.98 亿元，同增 38.1%，四季度为防水材料传统销售旺季，公司单季度收入表现靓丽。

组织架构调整，经营效率提升

近期东方雨虹公布启动新一轮组织变革，原“1+6”事业群调整为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰控股、投资控股公司，其中，工程建材集团划分为北方区、华东区、华南区三大区，管理架构扁平化。我们认为本次架构调整有助于公司降低内部管理成本，增强了公司对原有渠道的控制力，使公司原有的不同销售渠道和人员实现资源共享，成本降低，系统性更强。

流动性压力缓释，有望推进高质量成长

2018 年一季度公司因履约保证金问题，经营性现金流量净额出现大幅流出，二季度、三季度公司回款情况良好，并且公司主要客户多为还款能力较强的头部客户，回款担忧有望进一步得到缓解。先前支付的保证金有助于锁定部分未来业绩增长，并且配合公司资本开支的稳定输出，公司 2018 年年末总资产为 187.94 亿元，同增 41.13%，未来公司业绩向上弹性正在酝酿。

盈利预测：考虑到成本增加，将公司 2018、19 年的归母净利由 15.77 亿元、19.63 亿元调整为 15.19 亿元、18.83 亿元，对应 EPS 由 1.06 元、1.32 元调整为 1.02 元、1.26 元，对应 PE 为 18.61X、15.02X，维持“增持”评级。

风险提示：沥青等原材料价格大幅上涨；应收账款坏账大幅提升；防水材料需求出现下滑。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,000.23	10,292.97	14,203.26	18,291.34	24,088.72
增长率(%)	31.98	47.04	37.99	28.78	31.69
EBITDA(百万元)	1,286.77	1,602.03	2,141.29	2,630.70	3,610.69
净利润(百万元)	1,028.71	1,238.84	1,519.27	1,883.08	2,658.62
增长率(%)	40.97	20.43	22.64	23.95	41.18
EPS(元/股)	0.69	0.83	1.02	1.26	1.78
市盈率(P/E)	27.49	22.82	18.61	15.02	10.64
市净率(P/B)	5.68	4.21	3.24	2.74	2.25
市销率(P/S)	4.04	2.75	1.99	1.55	1.17
EV/EBITDA	14.20	21.95	12.25	10.02	6.94

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	18.95 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,492.08
流通 A 股股本(百万股)	993.47
A 股总市值(百万元)	28,274.97
流通 A 股市值(百万元)	18,826.35
每股净资产(元)	5.18
资产负债率(%)	54.11
一年内最高/最低(元)	46.24/10.37

作者

盛昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com

侯星辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090004
houxingchen@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《东方雨虹-公司点评:关注防水龙头，高质量成长可期》 2019-01-24
- 《东方雨虹-季报点评:收入维持较快增速，业务质量提升》 2018-10-22
- 《东方雨虹-半年报点评:业务规模维持较快增长》 2018-08-29



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,611.16	2,423.17	4,896.67	5,223.70	7,022.02
应收账款	3,186.56	4,426.06	6,078.60	7,449.59	10,366.32
预付账款	132.05	293.15	153.35	429.84	331.54
存货	712.35	1,508.68	1,368.78	2,389.59	2,517.11
其他	412.49	679.57	1,152.30	820.16	1,647.40
流动资产合计	6,054.62	9,330.63	13,649.71	16,312.88	21,884.40
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,596.89	1,911.11	2,184.81	2,359.29	2,471.03
在建工程	271.67	810.40	558.24	430.94	354.57
无形资产	571.53	626.37	611.82	597.27	582.73
其他	361.84	638.36	562.54	576.13	578.77
非流动资产合计	2,801.93	3,986.23	3,917.41	3,963.64	3,987.10
资产总计	8,856.55	13,316.86	17,567.12	20,276.52	25,871.50
短期借款	1,062.84	1,326.65	1,700.00	2,100.00	2,500.00
应付账款	1,820.95	2,403.33	3,698.87	4,271.46	6,218.73
其他	923.41	1,163.04	1,707.49	1,772.72	2,660.93
流动负债合计	3,807.20	4,893.02	7,106.37	8,144.18	11,379.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	1,430.29	1,430.29	1,430.29	1,430.29
其他	62.84	98.92	75.16	78.97	84.35
非流动负债合计	62.84	1,529.21	1,505.45	1,509.27	1,514.64
负债合计	3,870.04	6,422.24	8,611.82	9,653.44	12,894.31
少数股东权益	11.99	179.91	233.50	300.66	394.94
股本	882.69	881.85	1,492.08	1,492.08	1,492.08
资本公积	1,772.60	1,966.26	1,966.26	1,966.26	1,966.26
留存收益	4,637.22	5,938.35	7,229.72	8,830.34	11,090.17
其他	(2,317.99)	(2,071.74)	(1,966.26)	(1,966.26)	(1,966.26)
股东权益合计	4,986.51	6,894.63	8,955.30	10,623.08	12,977.19
负债和股东权益总	8,856.55	13,316.86	17,567.12	20,276.52	25,871.50

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,026.32	1,242.13	1,519.27	1,883.08	2,658.62
折旧摊销	148.64	186.95	113.00	127.36	139.18
财务费用	46.36	103.35	178.25	207.60	230.27
投资损失	(23.15)	0.00	(30.40)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(759.56)	(1,992.76)	44.74	(1,707.68)	(934.68)
其它	151.80	484.28	56.42	68.29	96.43
经营活动现金流	590.42	23.95	1,881.28	558.65	2,169.82
资本支出	687.66	1,073.23	143.76	156.18	154.62
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,176.96)	(2,279.69)	(233.36)	(296.18)	(294.62)
投资活动现金流	(489.30)	(1,206.46)	(89.60)	(140.00)	(140.00)
债权融资	1,062.84	2,756.95	3,130.29	3,530.29	3,930.29
股权融资	(76.30)	529.44	539.23	(206.25)	(229.21)
其他	(156.74)	(1,236.22)	(2,987.70)	(3,415.67)	(3,932.57)
筹资活动现金流	829.80	2,050.16	681.82	(91.63)	(231.49)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	930.92	867.65	2,473.50	327.03	1,798.32

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,000.23	10,292.97	14,203.26	18,291.34	24,088.72
营业成本	4,015.77	6,409.44	8,930.05	11,663.90	15,227.70
营业税金及附加	81.27	99.18	71.02	91.46	120.44
营业费用	840.32	1,180.49	1,675.99	2,103.50	2,770.20
管理费用	824.61	1,047.57	1,420.33	1,829.13	2,408.87
财务费用	46.36	103.35	178.25	207.60	230.27
资产减值损失	118.49	131.77	108.00	120.00	110.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.01	(0.01)	0.00
投资净收益	23.15	0.00	30.40	20.00	20.00
其他	(46.30)	(110.90)	(60.82)	(39.99)	(40.00)
营业利润	1,096.55	1,432.06	1,850.04	2,295.74	3,241.24
营业外收入	66.85	13.78	3.70	0.00	0.00
营业外支出	6.55	9.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,156.85	1,436.71	1,853.74	2,295.74	3,241.24
所得税	130.53	194.57	278.06	344.36	486.19
净利润	1,026.32	1,242.13	1,575.68	1,951.38	2,755.05
少数股东损益	(2.39)	3.30	56.41	68.30	96.43
归属于母公司净利润	1,028.71	1,238.84	1,519.27	1,883.08	2,658.62
每股收益(元)	0.69	0.83	1.02	1.26	1.78

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	31.98%	47.04%	37.99%	28.78%	31.69%
营业利润	50.61%	30.60%	29.19%	24.09%	41.18%
归属于母公司净利润	40.97%	20.43%	22.64%	23.95%	41.18%
获利能力					
毛利率	42.63%	37.73%	37.13%	36.23%	36.78%
净利率	14.70%	12.04%	10.70%	10.29%	11.04%
ROE	20.68%	18.45%	17.42%	18.24%	21.13%
ROIC	26.36%	32.38%	25.98%	31.89%	35.13%
偿债能力					
资产负债率	43.70%	48.23%	49.02%	47.61%	49.84%
净负债率	15.41%	17.35%	13.87%	5.51%	6.93%
流动比率	1.59	1.91	1.92	2.00	1.92
速动比率	1.40	1.60	1.73	1.71	1.70
营运能力					
应收账款周转率	2.60	2.70	2.70	2.70	2.70
存货周转率	10.38	9.27	9.87	9.73	9.82
总资产周转率	0.94	0.93	0.92	0.97	1.04
每股指标(元)					
每股收益	0.69	0.83	1.02	1.26	1.78
每股经营现金流	0.40	0.02	1.26	0.37	1.45
每股净资产	3.33	4.50	5.85	6.92	8.43
估值比率					
市盈率	27.49	22.82	18.61	15.02	10.64
市净率	5.68	4.21	3.24	2.74	2.25
EV/EBITDA	14.20	21.95	12.25	10.02	6.94
EV/EBIT	15.99	24.68	12.93	10.53	7.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com