



2019-04-25

公司点评报告

买入/维持

东方雨虹(002271)

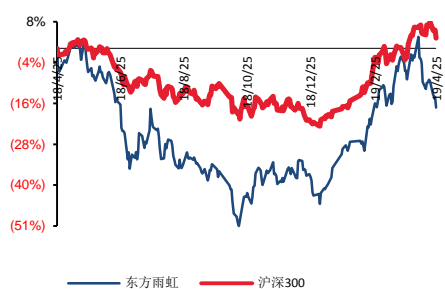
目标价: 26.17

昨收盘: 18.68

材料 材料 II

东方雨虹: Q1 量质双升兑现承诺, 低估值布局好时机

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,492/996
总市值/流通(百万元)	27,872/18,599
12 个月最高/最低(元)	39.15/10.97

相关研究报告:

东方雨虹(002271)《东方雨虹年报点评: 提质量战略见效, 2019 量质双升》--2019/03/28

东方雨虹(002271)《东方雨虹: 重大战略调整完成, 量质双升的新成长》--2019/02/25

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

事件: 东方雨虹 4 月 25 日发布 2019 年一季度报。2019Q1, 公司实现营业收入 26.9 亿元, 同比增长 41.0%, 归母净利润 1.27 亿元, 同比增长 28.9%, 扣非归母净利润 1.07 亿元, 同比增长 41%;

业绩符合预期, 一季度出货强劲毛利率环比提升。公司业绩符合预期, 根据我们测算, 公司一季度防水业务发货量同比增长 45%-50%, 价格稳中有升, 判断公司 1 月底完成了对万科等大客户的提价, 公司冬储沥青成本显著低于市场价, 因此毛利率环比 2018Q4 提升 3.4 个百分点至 33.4% (2018Q1 原油及相关产品价格更低, 毛利率同比仍下滑 1.4 个百分点)。同时, 受益于架构调整带来的人员精简, 管理费用仅微弱增长 4.3%, 减员增效效果体现; 但由于 1) 2018Q3 的债务融资使得财务费用同比增加 4700 万元左右, 及 2) 2019Q1 公司计提了坏账损失, 使得资产减值同比增加 1700 万元左右, 公司净利润增速低于收入增速。在扣除非经常性损益后, 收入与利润增速基本保持同步;

实际回款力度空前, 应收账款得到有效控制。截止 2019Q1 应收账款及票据合计 56.4 亿元, 扣除商业汇票偿付因素后环比 2018Q4 基本持平, 在新增收入 26.9 亿元基础上应收规模不扩大。一季度销售商品、劳务收到现金 37.92 亿元, 超过了 18Q4 历史罕见, 现销比 (销售商品收到现金流/公司收入) 1.4x 左右, 相比于 2018Q1 的 1.3x 及 2018 年全年的 0.9x 均有提升, 体现了公司盈利质量的上升。兑现了公司的量质双升的战略承诺。

经营现金流主要是备货和履约保证金, 无需担忧: 2019Q1 公司经营现金流净额-29.3 亿, 同比 2018Q1 多流出 20.5 亿左右, 主要是 1) 地产集采客户 2019 年的履约保证金 15 亿元, 与 2018 年规模基本一致, 但 2019 年于 Q1 全部集中支付, 而 2018Q1 仅支付 3 亿 (剩余于 Q2Q3 支付), 履约保证金同比多流出 12 亿元, 年底收回不影响年度现金流; 2) 由于 2019Q1 原材料价格处于相对低位, 公司花费 12 亿元用于沥青及 SBS 改性材料等化工原料的补库, 同比增加流出 7 亿元, 与履约保证金合计同比增加净流出 19 亿元左右, 是构成经营现金流净流出增量的最主要部分, 而其余增量主要来自于业务规模的扩大及 2018 年业绩增长带来的激励费用提高;

2019 开启新成长周期: 我们认为公司 2019 年业绩量质双升的确定性较高: 1) 受益于组织架构改善、地产基建回暖及行业整合, 我们预计 2019 全年公司销量将取得坚实增长; 2) 原材料补库及对重点客户的提价的作用将于 Q2, Q3 逐渐体现, 毛利率环比改善预计仍将持续; 3)

由于防水成本占建安成本比例较低且公司客户中头部房企居多，我们认为公司应收款及现金流的改善可持续，2019Q1 经营现金流净流出的增加更多是集中释放的效应；

投资建议：我们认为公司正逐渐兑现对市场“稳增长，提质量”的诺言，在相似的行业、公司背景及经营策略下，我们认为公司将开启类似于 2011 年的新一轮量质齐升的增长，而近期公司股价调整为投资者提供了良好的布局时机。我们维持 19/20 年公司归母净利分别为 19.6/24.1 亿元，EPS 1.31/1.61 元，同比增长 29.2%和 22.8%。目前股价对应 2019 年估值仅 14.7x 低于历史均值，目标价 26.17 元，维持“买入”评级。

投资建议：需求不及预期，原材料价格上涨快于预期

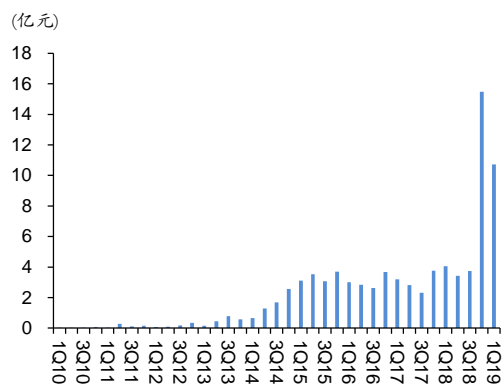
■ 主要财务指标

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10293	14046	17629	21777
净利润(百万元)	1239	1508	1961	2410
摊薄每股收益(元)	1.40	1.01	1.31	1.61

资料来源：Wind，太平洋证券

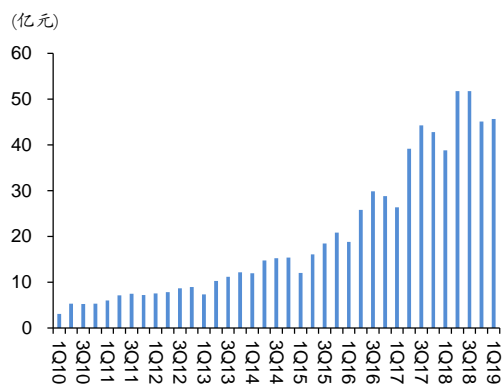
关键图表

图表 1: 公司应收票据



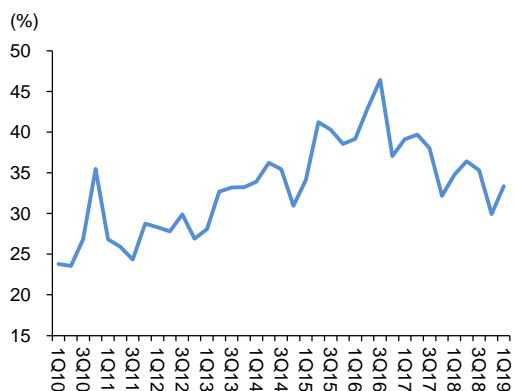
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 2: 公司应收账款



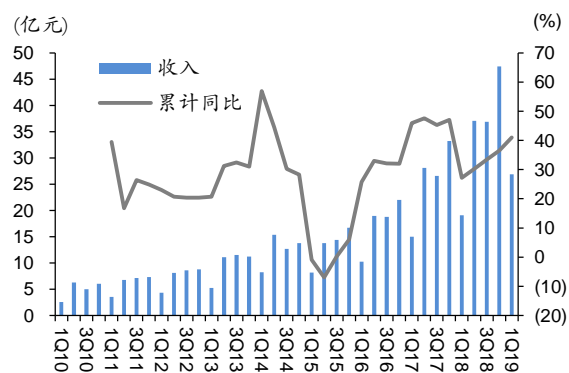
资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 3: 季度毛利率



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 4: 季度收入



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。