



2020-02-11

公司点评报告

买入/维持

东方雨虹(002271)

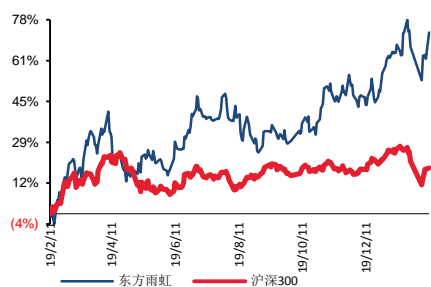
目标价: 36.4

昨收盘: 28.1

材料 材料 II

东方雨虹：成长性突出，“1+N”业务模式未来可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,488/991
总市值/流通(百万元)	41,805/27,836
12个月最高/最低(元)	28.93/15.86

相关研究报告:

东方雨虹(002271)《东方雨虹: Q3 业绩表现亮眼, 未来现金流改善可期》--2019/10/28

东方雨虹(002271)《东方雨虹: 业绩增长强劲, Q2 现金流显著改善》--2019/08/08

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

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: 公司发布 2019 年业绩快报, 2019 年公司实现营业收入 181.39 亿元, 同比增长 29.14%, 归母净利润 20.85 亿元, 同比增长 38.25%; 其中 Q4 实现营收 52.44 亿元, 同比增长 10.52%, 规模净利润 5.19 亿元, 同比增长 31.73%。

点评:

防水业务稳健增长, 龙头地位稳固。我们判断, 预计公司 Q4 防水业务发货量同增 30-35%左右, 一方面得益于地产新开工及施工增速超预期且维持高位, 行业整体需求强劲; 另一方面公司组织架构调整后带来新的活力, 经营效率提升; 从营收来看, Q1-Q4 营收增速分别为 41.01%、40.82%、35.23%、10.52%, 下半年增速放缓, 主要原因由于去年同期高基数所致(19H2 发货量同比增长 50%以上)。随着行业发展愈发规范以及下游地产企业集中度的提升, 防水行业进入“良币驱逐劣币”阶段, 未来将呈现强者恒强, 而当前公司市占率仅在 12%左右, 未来成长空间依旧广阔。

预计 Q4 毛利率继续改善, 盈利能力进一步提升。公司三季度综合毛利率为 36.27%, 预计 Q4 毛利率将继续改善, 主要由于进入四季度沥青价格持续下行, 以沥青期货均价测算, 19Q4 均价环比下滑约 10%, 同比下滑约 4%; 近期沥青价格维持在 3000 元/吨左右, 处于近两年较低水平, 考虑到公司对沥青价格走势判断及沥青冬储有丰富的经验, 可以预见未来沥青价格波动对成本端的影响会进一步降低。Q4 公司净利率约 9.9%, 环比下降约 3 个 pct, 我们判断是由于 Q4 公司计提摊销费用增加所致, 同比增加约 1.6 个 pct。

Q4 履约保证金回收, 年末现金流有望改善。公司 Q3 支出履约保证金约 11 亿元, 四季度将回收大部分, 并且 20 年履约保证金规模将进一步减少; 同时公司出台政策加大现金销售力度(考虑到已背书的票据, 公司前三季度收现比为 1x, 环比基本持平), 预计全年现金流将进一步改善; 此外, 公司作为行业龙头, 一方面加大力度考核业务人员回款指标; 另一方面公司对下游溢价能力在提升, 对于回款不及时的客户公司将暂停发货, 未来应收账款也有望继续改善。

新品类拓展顺利, 带来新的业绩增长点。公司“1+N”模式愈发成熟, 依托防水材料成熟渠道, 积极拓展新品类, 1) 涂料业务快速发展, 随着自建产能逐步投产, 工程+零售双轮驱动, 20 年规模将更上一层楼; 2) 天鼎丰无纺布已是成熟板块, 产品稳定性及竞争力十足, 保持稳定

增长；3) 建筑修缮业务对应万亿存量房市场，未来将是一片新蓝海，依托多年防水业务积累的经验打造专业技术；4) 保温材料随着国家建筑节能标准的推出，市场有望愈发规范，集中度有望提升；随着公司新业务逐步进入发展快车道，未来将带来新的业绩增长点。

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，开启新一轮量质齐升的增长。我们上调 20-21 年公司归母净利润分别为 27.1、34.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.82 和 2.29 元，同比增长 30%和 25.8%，对应 2020 及 2021 年 PE 估值分别为 15.7x/12.5x，上调目标价至 36.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期，原材料价格大幅上涨，应收账款回收风险

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14046	18240	23256	29455
(+/-%)	35.98	31.16	27.23	24.58
净利润(百万元)	1511	2117	2754	3465
(+/-%)	21.74	38.27	30.06	25.83
摊薄每股收益(元)	1.01	1.40	1.82	2.29
市盈率(PE)	28.20	20.39	15.68	12.46

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2423	4855	6607	8208	9377	营业收入	10293	14046	18240	23256	29455
应收和预付款项	4952	6435	6439	7167	8977	营业成本	-6409	-9187	-11628	-14784	-18778
存货	1509	2172	2749	3496	4440	营业税金及附加	-99	-122	-158	-201	-255
其他流动资产	447	490	490	490	490	销售费用	-1180	-1699	-2206	-2813	-3562
流动资产合计	9331	13952	16287	19361	23285	管理费用	-1048	-1185	-1539	-1962	-2485
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-103	-193	-221	-208	-197
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-132	-62	-65	-70	-70
固定资产	1911	3032	3020	3099	3207	投资收益	0	3	3	3	3
在建工程	810	540	770	885	942	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	626	962	936	911	885	营业利润	1321	1601	2425	3221	4110
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	116	221	221	221	221
其他非流动资产	638	1166	1166	1166	1166	利润总额	1437	1822	2646	3442	4331
资产总计	13317	19652	22178	25422	29485	所得税	-195	-311	-529	-688	-866
短期借款	1327	3713	3713	3713	3713	净利润	1242	1511	2117	2754	3465
应付和预收款项	1703	4019	4869	5968	7359	少数股东损益	-3	-3	-32	-41	-52
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	1239	1508	2085	2712	3413
其他负债	3393	3831	3831	3831	3831						
负债合计	6422	11563	12413	13512	14904	预测指标					
股本	882	1492	1492	1492	1492		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	1972	1215	1424	1695	2037	毛利率	36.77%	33.73%	35.38%	35.56%	35.38%
留存收益	3861	5193	6629	8461	10741	销售净利率	12.04%	10.74%	11.43%	11.66%	11.59%
归母公司股东权益	6715	7901	9546	11649	14269	销售净收入增长率	47.04%	36.46%	29.86%	27.50%	26.66%
少数股东权益	180	188	220	261	313	EBIT 增长率	25.68%	19.08%	46.17%	29.06%	25.12%
股东权益合计	6895	8088	9765	11909	14582	净利润增长率	20.43%	21.74%	38.27%	30.06%	25.83%
负债和股东权益	13317	19652	22178	25422	29485	ROE	18.45%	19.09%	21.85%	23.28%	23.92%
现金流量表(百万)						ROA	9.30%	7.67%	9.40%	10.67%	11.57%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROIC	17.14%	17.85%	24.90%	30.41%	32.75%
经营性现金流	24	1014	2912	2915	2656	EPS(X)	1.40	1.01	1.40	1.82	2.29
投资性现金流	-1206	-1585	-497	-497	-497	PE(X)	34.33	28.20	20.39	15.68	12.46
融资性现金流	2050	2912	-662	-817	-989	PB(X)	6.33	5.38	4.45	3.65	2.98
现金增加额	-9	-3	0	0	0	PS(X)	4.13	3.03	2.33	1.83	1.44
						EV/EBITDA(X)	24.60	20.15	14.22	11.21	9.06

资料来源: WIND, 太平洋证券

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

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

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。