粤开证券 YUEKAI SECURITIES

2020 年 04 月 24 日

东方雨虹(002271.SZ)

【粤开建材年报点评】东方雨虹(002271):卓越的惯性

买入(维持)

当前价： 38.78 元
目标价： 元

分析师：刘萍
执业编号：S0300517100001
电话：0755-83331495
邮箱：liuping_bf@ykzq.com

近期报告

《东方雨虹（002271）_【联讯建材公司深度】东方雨虹（002271）：十年高增长铸就民营制造业典范》2019-03-28

《东方雨虹（002271）_【联讯建材中报点评】东方雨虹（002271）：锐意进取，高增长有保证》2019-08-09

《东方雨虹（002271）_【粤开建材公司点评】东方雨虹（002271）：地产补库存未结束，2020 年较快增长确定》2020-02-12

事项：

公司近期发布 2019 年年报，报告期内实现营业收入 181.54 亿元，同比增长 29.25%，实现归母净利润 20.66 亿元，同比增长 36.98%，基本每股收益 1.44 元/股，同比增长 42.57%。公司 2019 年的利润分配预案为每 10 股派发现金红利 3.00 元（含税），分红金额达到 4.71 亿元，占到归母净利润的 22.80%。

评论：

2019 年整体业绩符合预期

2019 年东方雨虹实现营业收入 181.54 亿元，同比增长 29.25%；实现归属母公司净利润 20.66 亿元，同比增长 36.98%。2019 年三大业务防水卷材、防水涂料、防水施工分别实现收入 99.80、48.75、23.48 亿元，分别同比增长 36.36%、22.61%、20.35%。

分季度来看，Q1-Q4 公司收入分别为 26.86、52.22、49.87 和 52.60 亿元，同比分别增长 41.01%、40.82%、35.23%和 10.85%；Q4 增速有所回落主要因 18 年 Q4 基数较高且 2020 年春节较早，直接影响 12 月下旬公司出货。归母净利润分别为 1.27、7.89、6.50 和 5.00 亿元，同比分别增长 28.89%、51.77%、31.11%和 26.89%；全年净利润大幅增长主要系公司各项业务拓展顺利，主要产品销量增加所致。

管理费用率下降，经营现金流改善显著

报告期内，公司管理费用为 9.65 亿元，而 18 年同期为 9.17 亿元，同比增长仅为 5.27%，显示公司 18 年底启动的内部改革效果明显。公司管理费用率为 5.32%（-1.21pct）。

而 2019 年公司经营活动产生的净现金流达到 15.89 亿元，而 18 年同期为 10.14 亿元，同比增长 56.71%，增速显著快于利润增长，显示公司渠道改革及狠抓回款问题取得显著成效。

2019 年销售收现比率为 1.08，相较于 18 年提升 15.77 个百分点；经营活动产生的现金流量净额与归属于上市股东净利润的比率为 0.77，相较于 18 年增长了 9.68%，公司经营质量显著提升。

受可转债转股影响，2020 年财务费用率将大幅回落

报告期内，公司财务费用为 4.13 亿元，而 18 年同期为 1.93 亿元，同比增长 114.43%，主要系本期借款增加造成利息支出增加、可转债利息增加以及本期应收账款 ABN 费用的增加所致。

公司 17 年发行的 18 亿可转债已经于 2020 年 4 月 13 日全部转股，后续财务费用增长压力将缓解。

预计 2020 年公司在毛利率方面仍有上升空间

考虑 2020 年原油价格出现大幅下降，沥青价格也有明显回落，原材料成本的压力将在 2020 年得到释放，因此我们预计公司 20 年的毛利率稳中有升。报告期内，公司通过了第三期股权激励方案，且股权激励费用 20 年将增加 1.3 亿元，因此 2020 年费用率的有一定上行压力。

研发投入持续增加，品类扩张打开长期发展空间

报告期内公司研发费用为 3.57 亿元，同比增加 33.01%，主要系公司加大研发投入

所致。公司开展多项创新项目的研究，涉及防水卷材、防水涂料、密封材料、保温材料、打开建筑涂料、外加剂材料、化学灌浆材料、建筑修缮维修材料、系统配套及特种工程专用材料、砂浆材料及零售渠道系列产品，多项科研成果完成研究并实现成果转化。

除防水材料外，公司近年大力拓展涂料、保温材料、砂浆及建筑修缮等业务，我们认为凭借公司强大的客户合作基础及渠道能力，公司新品类在质量稳定的基础上，快速打入大客户体系水到渠成，品类扩张将打开公司中长期的发展空间。

维持“买入“评级

我们预计公司 2020 年-2022 年 ,公司营业收入分别为 221.9 亿元、266.0 亿元、317.0 亿元 ，同比分别增加 22.2%、19.9%、19.2%；归母净利润分别为 28.0 亿元、33.3 亿元、39.1 亿元，同比分别增加 35.7%、18.7%、17.6%。预计 2020 年-2022 年 EPS 分别为 1.79 元/股、2.12 元/股和 2.49 元/股，对应的 PE 分别为 22/18/16x，公司过往历史已经证明公司管理层的卓越，中长期来看，防水材料向龙头集中趋势不变，品类扩张进一步扩大发展空间，短期受益油价下行及稳增长，业绩有超预期可能，维持“买入”评级。

风险提示

房地产投资不及预期 ；

基建投资不及预期 ；

业务拓展不达预期 的风险。

附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E		利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4428	7750	10072	12896		营业收入	18154	22189	26597	31703
应收款项	7308	9119	10930	13029		营业成本	11665	14175	17026	20422
存货净额	2016	3324	4001	4813		营业税金及附加	139	178	213	254
其他流动资产	1651	998	1197	1427		销售费用	2142	2618	3138	3741
流动资产合计	15447	21234	26243	32207		管理费用	965	1608	1895	2221
固定资产	4976	4665	4383	4007		财务费用	413	233	226	200
无形资产及其他	991	958	925	892		投资收益	3	0	0	0
投资性房地产	1003	1003	1003	1003		资产减值及公允价值变动	10	(311)	(346)	(412)
长期股权投资	0	0	0	0		其他收入	(221)	280	220	220
资产总计	22416	27860	32553	38107		营业利润	2622	3346	3973	4673
短期借款及交易性金融负债	3093	3700	3700	3700		营业外净收支	(30)	10	10	10
应付款项	3292	4776	5749	6915		利润总额	2592	3356	3983	4683
其他流动负债	3701	4717	5664	6791		所得税费用	517	537	637	749
流动负债合计	10086	13193	15113	17406		少数股东损益	9	16	19	21
长期借款及应付债券	1993	1993	1993	1993		归属于母公司净利润	2066	2803	3327	3913
其他长期负债	378	378	378	378						
长期负债合计	2370	2370	2370	2370		现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	12456	15563	17483	19776		净利润	2066	2803	3327	3913
少数股东权益	220	230	242	256		资产减值准备	79	94	(16)	(20)
股东权益	9740	12066	14828	18076		折旧摊销	355	439	486	518
负债和股东权益总计	22416	27860	32553	38107		公允价值变动损失	(10)	311	346	412
						财务费用	413	233	226	200
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E		营运资本变动	(611)	128	(783)	(867)
每股收益	1.32	1.79	2.12	2.49		其它	(73)	(84)	29	34
每股红利	0.47	0.30	0.36	0.42		经营活动现金流	1806	3690	3388	3989
每股净资产	6.20	7.69	9.45	11.51		资本开支	(1816)	(500)	(500)	(500)
ROIC	19%	21%	25%	28%		其它投资现金流	(43)	0	0	0
ROE	21%	23%	22%	22%		投资活动现金流	(1859)	(500)	(500)	(500)
毛利率	36%	36%	36%	36%		权益性融资	329	0	0	0
EBIT Margin	18%	16%	16%	16%		负债净变化	408	0	0	0
EBITDA Margin	20%	18%	18%	18%		支付股利、利息	(737)	(476)	(566)	(665)
收入增长	29%	22%	20%	19%		其它融资现金流	(45)	607	0	0
净利润增长率	37%	36%	19%	18%		融资活动现金流	(373)	131	(566)	(665)
资产负债率	57%	57%	54%	53%		现金净变动	(427)	3321	2322	2824
息率	1.2%	0.8%	0.9%	1.1%		货币资金的期初余额	4855	4428	7750	10072
P/E	29.5	21.7	18.3	15.6		货币资金的期末余额	4428	7750	10072	12896
P/B	6.3	5.0	4.1	3.4		企业自由现金流	525	3099	2836	3406
EV/EBITDA	20.4	18.9	16.3	14.4		权益自由现金流	888	3510	2646	3238

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院

分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017 年 10 月加入粤开证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.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

粤开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

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，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。

本报告基于粤开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。粤开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“粤开证券研究”，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 楼粤开证券（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.ykzq.com