

东方雨虹 (002271)

证券研究报告

2019 年 04 月 26 日

营业收入快速增长，盈利质量有望提升

事件

公司发布 2019 年一季报，报告期内，公司实现营业收入 26.86 亿元，同比增长 41.01%；实现归母净利 1.27 亿元，同比增长 28.89%。

营业收入快速增长，毛利水平环比改善

公司一季度收入实现快速增长，单季实现营收 26.86 亿元，同比增长 41.01%；单季度实现毛利率 34.48%，同比下降 1.47 个百分点，主因成本中枢有所抬升，环比有所改善较 2018Q4 毛利率提升 3.77 个百分点，预计同产品价格回升以及业务结构变化有关。期间费用方面，管理费用（含研发费用）率同比降低 3.42 个百分点，财务费用率为 2.20%，同比有所提升，同公司带息负债增加有关；资产减值损失发生额同比出现明显提升，同公司补提应收账款坏账有关。

加大资金投入抢占市场，期待现金流情况好转

公司一季度收入增长势头强劲，并继续加大资金投入抢占市场，公司其他应收款报告期末较期初增长 778%，同比 2018Q1 期末增长 153%，同公司支付履约保证金增加有关，履约保证金增加一定程度上保证了公司后续收入的释放，同时预计公司报告期内加大了原材料备货力度，与履约保证金支付增加共同使得公司货币资金期末余额为 12.89 亿元，较期初减少 73.44%。公司一季度经营活动产生的现金流量净额为-29.56 亿元，同比减少 20.55 亿元，预计伴随后续季度收入和回款逐步匹配之后，公司现金流情况或将有所好转。

继续巩固市场地位，高质量发展可期

我国防水材料行业市场集中度较低，竞争较为激烈，低价竞争现象不利于防水企业盈利能力的提升；行业规范度的提高有助于市场资源向大型企业集中，大型企业将从中受益。公司预计将会继续在内部推动架构优化，进行渠道挖潜提升效，我们认为公司未来有望实现更高质量的发展。

盈利预测

考虑到公司收入增速较快，将公司 2019、20 年的归母净利由 18.75 亿元、22.29 亿元调整为 19.13 亿元、22.82 亿元，对应 EPS 由 1.26 元、1.49 元调整为 1.28 元、1.53 元，对应 PE 为 14.6X、12.2X，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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,292.97	14,045.71	17,552.54	21,613.60	26,193.36
增长率(%)	47.04	36.46	24.97	23.14	21.19
EBITDA(百万元)	1,602.03	2,326.34	2,616.86	3,119.54	3,672.57
净利润(百万元)	1,238.84	1,508.22	1,913.92	2,282.72	2,738.51
增长率(%)	20.43	21.74	26.90	19.27	19.97
EPS(元/股)	0.83	1.01	1.28	1.53	1.84
市盈率(P/E)	22.50	18.48	14.56	12.21	10.18
市净率(P/B)	4.15	3.53	2.80	2.32	1.93
市销率(P/S)	2.71	1.98	1.59	1.29	1.06
EV/EBITDA	21.95	8.06	10.73	7.58	6.80

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	18.68 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)	995.65
A 股总市值(百万元)	27,872.11
流通 A 股市值(百万元)	18,598.79
每股净资产(元)	5.02
资产负债率(%)	58.84
一年内最高/最低(元)	39.70/10.37

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-年报点评报告:收入快速增长，现金流改善明显》 2019-03-27
- 《东方雨虹-公司点评:成长延续，盈利质量提升可期》 2019-02-26
- 《东方雨虹-公司点评:关注防水龙头，高质量成长可期》 2019-01-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,423.17	4,854.92	3,510.51	8,929.03	7,858.01
应收票据及应收账款	4,658.71	6,058.26	7,668.25	7,798.77	10,945.60
预付账款	293.15	376.44	338.14	606.35	552.53
存货	1,508.68	2,172.29	1,909.01	3,261.56	2,932.58
其他	446.92	490.40	742.74	534.67	903.42
流动资产合计	9,330.63	13,952.31	14,168.65	21,130.38	23,192.14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,911.11	3,031.86	3,164.13	3,223.67	3,226.59
在建工程	810.40	539.54	359.72	263.83	188.30
无形资产	626.37	961.88	936.25	910.62	884.99
其他	638.36	1,166.12	800.27	855.11	921.91
非流动资产合计	3,986.23	5,699.40	5,260.37	5,253.24	5,221.80
资产总计	13,316.86	19,651.71	19,429.02	26,383.62	28,413.93
短期借款	1,326.65	3,713.37	3,288.84	4,000.00	4,350.14
应付票据及应付账款	1,104.21	3,199.67	954.25	4,364.99	2,557.05
其他	2,462.16	2,997.24	3,969.68	4,401.46	5,452.65
流动负债合计	4,893.02	9,910.28	8,212.77	12,766.45	12,359.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,430.29	1,504.02	978.10	1,304.14	1,262.09
其他	98.92	148.91	103.56	117.13	123.20
非流动负债合计	1,529.21	1,652.93	1,081.66	1,421.27	1,385.29
负债合计	6,422.24	11,563.21	9,294.43	14,187.72	13,745.13
少数股东权益	179.91	187.75	193.51	200.38	208.62
股本	881.85	1,492.08	1,492.08	1,492.08	1,492.08
资本公积	1,966.26	1,377.92	1,377.92	1,377.92	1,377.92
留存收益	5,938.35	6,726.47	8,449.00	10,503.44	12,968.10
其他	(2,071.74)	(1,695.73)	(1,377.92)	(1,377.92)	(1,377.92)
股东权益合计	6,894.63	8,088.50	10,134.59	12,195.90	14,668.80
负债和股东权益总	13,316.86	19,651.71	19,429.02	26,383.62	28,413.93

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,242.13	1,510.93	1,913.92	2,282.72	2,738.51
折旧摊销	186.95	275.48	133.17	141.97	148.24
财务费用	103.35	192.79	267.01	283.94	292.85
投资损失	0.00	(2.82)	(30.40)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(1,994.27)	(1,361.79)	(2,513.23)	2,258.04	(3,950.26)
其它	485.79	399.34	5.76	6.87	8.24
经营活动现金流	23.95	1,013.95	(223.77)	4,953.53	(782.41)
资本支出	1,073.23	1,404.64	105.36	66.43	43.93
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,279.69)	(2,989.66)	(134.96)	(126.43)	(73.93)
投资活动现金流	(1,206.46)	(1,585.03)	(29.60)	(60.00)	(30.00)
债权融资	2,756.95	5,217.39	4,266.94	5,304.14	5,612.23
股权融资	532.46	(380.15)	53.86	(280.87)	(289.79)
其他	(1,239.25)	(1,925.73)	(5,411.84)	(4,498.28)	(5,581.05)
筹资活动现金流	2,050.16	2,911.50	(1,091.05)	524.99	(258.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	867.65	2,340.42	(1,344.42)	5,418.52	(1,071.02)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,292.97	14,045.71	17,552.54	21,613.60	26,193.36
营业成本	6,409.44	9,187.09	11,305.22	13,997.17	17,078.43
营业税金及附加	99.18	121.64	87.76	108.07	130.97
营业费用	1,180.49	1,698.64	2,018.54	2,485.56	3,012.24
管理费用	1,047.57	916.98	1,246.23	1,534.57	1,859.73
研发费用	203.75	268.18	333.50	410.66	497.67
财务费用	103.35	192.79	267.01	283.94	292.85
资产减值损失	131.77	62.44	108.00	120.00	110.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.82	30.40	20.00	20.00
其他	(314.65)	(222.44)	(60.80)	(40.00)	(40.00)
营业利润	1,432.06	1,817.58	2,216.68	2,693.63	3,231.47
营业外收入	13.78	14.57	3.70	0.00	0.00
营业外支出	9.13	10.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,436.71	1,821.77	2,220.38	2,693.63	3,231.47
所得税	194.57	310.84	300.70	404.04	484.72
净利润	1,242.13	1,510.93	1,919.68	2,289.59	2,746.75
少数股东损益	3.30	2.71	5.76	6.87	8.24
归属于母公司净利润	1,238.84	1,508.22	1,913.92	2,282.72	2,738.51
每股收益（元）	0.83	1.01	1.28	1.53	1.84

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	47.04%	36.46%	24.97%	23.14%	21.19%
营业利润	30.60%	26.92%	21.96%	21.52%	19.97%
归属于母公司净利润	20.43%	21.74%	26.90%	19.27%	19.97%
获利能力					
毛利率	37.73%	34.59%	35.59%	35.24%	34.80%
净利率	12.04%	10.74%	10.90%	10.56%	10.45%
ROE	18.45%	19.09%	19.25%	19.03%	18.94%
ROIC	32.38%	25.12%	29.27%	24.95%	38.57%
偿债能力					
资产负债率	48.23%	58.84%	47.84%	53.77%	48.37%
净负债率	4.84%	4.48%	7.46%	-29.72%	-15.31%
流动比率	1.91	1.41	1.73	1.66	1.88
速动比率	1.60	1.19	1.49	1.40	1.64
营运能力					
应收账款周转率	2.60	2.62	2.56	2.79	2.79
存货周转率	9.27	7.63	8.60	8.36	8.46
总资产周转率	0.93	0.85	0.90	0.94	0.96
每股指标（元）					
每股收益	0.83	1.01	1.28	1.53	1.84
每股经营现金流	0.02	0.68	-0.15	3.32	-0.52
每股净资产	4.50	5.30	6.66	8.04	9.69
估值比率					
市盈率	22.50	18.48	14.56	12.21	10.18
市净率	4.15	3.53	2.80	2.32	1.93
EV/EBITDA	21.95	8.06	10.73	7.58	6.80
EV/EBIT	24.68	9.10	11.30	7.94	7.08

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