

## 销量增长超预期，提质增效进入稳健增长期

——东方雨虹（002271）2019 年一季报点评

2019 年 04 月 28 日

强烈推荐/维持

东方雨虹 财报点评

### 投资要点：

■ 2019 年第一季度公司实现营业收入 26.86 亿元，同比增加 41.01%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.27 亿元，同比增长 28.89%。每股收益为 0.09 元，同比下降 18.18%。

■ 销量增长带动营收上涨 原材料涨价导致毛利率略有下降。2019 年第一季度公司营业收入为 26.86 亿元，较上年同期增长 41.01%，公司各项业务市场拓展顺利，防水材料的销量同比保持超过 40%。

2019 年一季度公司毛利率为 34.48%，同比下降 1.47 个百分点，与原材料价格上涨有关，2018 年 4 季度和 2019 年 1 季度改性沥青平均价格同比增幅为 27.78%和 17.42%。

■ 期间费用率略有下降，盈利能力将进入上升通道。报告期内公司期间费用率为 28.22%，同比下降 1.70 个百分点。其中，销售费用率为 16.35%，较上年同期上升 0.17 个百分点；管理费用率为 9.67%，较上年同期下降 3.41 个百分点；财务费用率为 2.20%，与上年同期上升 1.54 个百分点。在公司毛利率和期间费用率都略有下降的情况下，公司一季度净利率 4.59%，同比下降 0.55 个百分点，但公司单季度 ROE 为 1.60%，同比上升 0.14 个百分点。

■ 龙头地位稳固进入稳健发展期。公司通过 2015 年以来的降价扩张战略，市场率不断地提升，规模快速增长，由 2015 年的 53 亿营业收入规模增长到 2018 年的 140 亿元，龙头地位优势明显，遥遥领先。随着中国经济的提质换挡公司战略进行调整，进入到稳健发展阶段。

### 财务指标预测

| 指标        | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 10,293 | 14,046 | 18,667 | 23,016 | 28,172 |
| 增长率（%）    | 47.00% | 36.50% | 32.90% | 23.30% | 22.40% |
| 净利润（百万元）  | 1,239  | 1,508  | 2,069  | 2,693  | 3,334  |
| 增长率（%）    | 20.40% | 21.70% | 37.20% | 30.20% | 23.80% |
| 净资产收益率（%） | 18.45% | 19.09% | 20.11% | 20.75% | 20.43% |
| 每股收益（元）   | 1.40   | 1.01   | 1.39   | 1.81   | 2.23   |
| PE        | 13     | 19     | 13     | 10     | 8      |
| PB        | 2.45   | 3.53   | 2.71   | 2.15   | 1.71   |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 赵军胜

010-66554088

执业证书编号：

zhaojs@dxzq.net.cn

S1480512070003

### 交易数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 52 周股价区间（元）    | 10.37-39.39 |
| 总市值（亿元）        | 287.67      |
| 流通市值（亿元）       | 191.96      |
| 总股本/流通 A 股（亿股） | 14.92/9.96  |
| 流通 B 股/H 股（亿股） | /           |
| 52 周日均换手率      | 1.72        |

### 52 周股价走势图



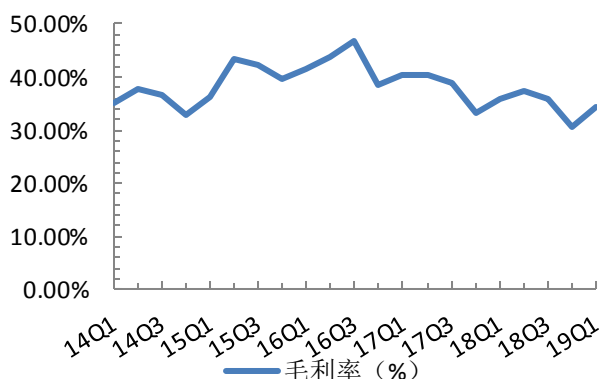
资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 相关研究报告

1. 《东方雨虹（002271.SZ）：防水龙头稳健发展进入收获期》 2019-03-28
2. 《东方雨虹（002271.SZ）：2018 年三季报点评，综合优势突出，产能释放带来业绩增长持续》 2018-10-22
3. 《东方雨虹（002271.SZ）：2018 年半年报点评，品牌、布局和市占率提升驱动成长》 2018-08-29

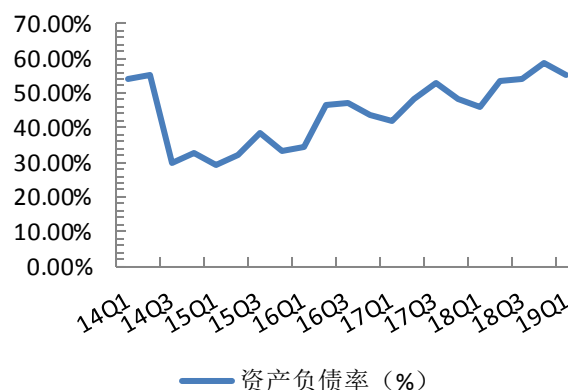
- **产能释放, 新经营制度和标准推动公司稳健增长。**公司在安徽芜湖、青岛莱西、杭州建德、河南濮阳投资建设的生产基地相继投产, 公司全国布局优势进一步提升, 进一步提升公司的市占率水平。同时, 公司在华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区均建立生产物流研发基地, 降低仓储物流成本。新合伙人制度提升员工和渠道商的动力, 加大应收账款回收。工建和民建集团同时发力把握增量和存量的需求释放。
- **盈利预测和投资评级:**预计公司 2019 年到 2021 年的 EPS 分别为 1.39 元、1.81 元和 2.23 元, 对应 PE 分别为 13 倍、10 倍和 8 倍, 维持公司为“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示:**地产行业的韧性的持续性不及预期。

图 1: 东方雨虹毛利率变化(%)



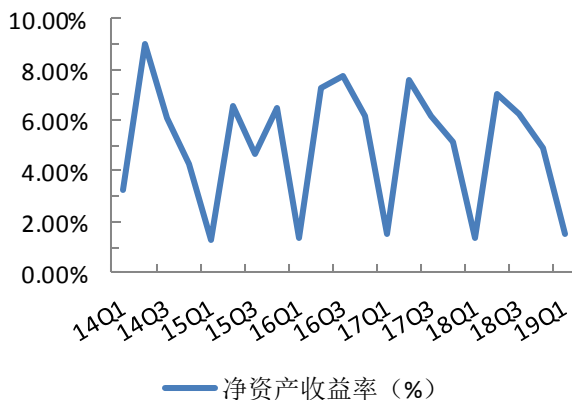
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 东方雨虹资产负债率变化(%)



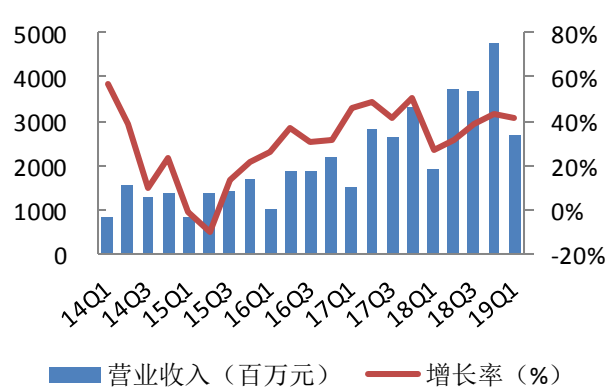
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 东方雨虹单季度净资产收益率变化(%)



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 东方雨虹单季度营业收入



资料来源: wind, 东兴证券整理

**公司盈利预测表**

| 资产负债表     |          |        |        |          |           | 单位: 百万元   |      | 利润表      |        |          | 单位: 百万元  |  |
|-----------|----------|--------|--------|----------|-----------|-----------|------|----------|--------|----------|----------|--|
|           | 2017A    | 2018A  | 2019E  | 2020E    | 2021E     |           | 2017 | 2018A    | 2019E  | 2020E    | 2021E    |  |
| 流动资产合计    | 9330.63  | 13952. | 14717. | 24379.62 | 28102     | 营业收入      | 1029 | 14045.71 | 18667. | 23016.00 | 28172.00 |  |
| 货币资金      | 2423.17  | 4854.9 | 5185.4 | 9206.40  | 9860.     | 营业成本      | 6409 | 9187.09  | 12120. | 14776.00 | 17861.00 |  |
| 应收账款      | 4281.92  | 4510.8 | 4602.8 | 7566.90  | 9262.     | 营业税金及附加   | 99.1 | 121.64   | 149.00 | 184.00   | 225.00   |  |
| 其他应收款     | 144.14   | 223.42 | 296.93 | 366.11   | 448.1     | 营业费用      | 1180 | 1698.64  | 2146.7 | 2715.89  | 3324.30  |  |
| 预付款项      | 293.15   | 376.44 | 497.64 | 1236.44  | 1236.     | 管理费用      | 1047 | 916.98   | 1493.3 | 1956.36  | 2394.62  |  |
| 存货        | 1508.68  | 2172.2 | 2855.6 | 3481.47  | 4208.     | 财务费用      | 103. | 192.79   | 227.91 | 99.31    | 309.08   |  |
| 其他流动资产    | 0        | 0      | 0.00   | 0.00     | 0.00      | 资产减值损失    | 131. | 62.44    | 40.00  | 40.00    | 40.00    |  |
| 非流动资产合计   | 3986.23  | 5699.4 | 5730.4 | 7039.18  | 9247.     | 公允价值变动收益  | 0.00 | 0.00     | 0.00   | 0.00     | 0.00     |  |
| 长期股权投资    | 0.00     | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00      | 投资净收益     | 0.00 | 2.82     | 2.82   | 2.82     | 2.82     |  |
| 固定资产      | 1911.11  | 3031.8 | 3321.9 | 4080.59  | 6611.     | 营业利润      | 1432 | 1817.58  | 2492.8 | 3247.26  | 4020.82  |  |
| 无形资产      | 626.37   | 961.88 | 865.69 | 769.50   | 673.3     | 营业外收入     | 13.7 | 14.57    | 14.78  | 14.78    | 14.78    |  |
| 其他非流动资产   | 204.16   | 672.38 | 672.40 | 672.40   | 672.4     | 营业外支出     | 9.13 | 10.38    | 9.10   | 9.10     | 9.10     |  |
| 资产总计      | 13316.86 | 19651. | 20447. | 31418.80 | 37350     | 利润总额      | 1436 | 1821.77  | 2498.5 | 3252.94  | 4026.50  |  |
| 流动负债合计    | 4893.02  | 9910.2 | 8085.7 | 16265.61 | 18761     | 所得税       | 194. | 310.84   | 426.25 | 554.95   | 686.92   |  |
| 短期借款      | 1326.65  | 3713.3 | 0.00   | 7146.56  | 8442.     | 净利润       | 1242 | 1510.93  | 2072.2 | 2697.99  | 3339.58  |  |
| 应付账款      | 901.04   | 3080.8 | 4383.1 | 5343.65  | 6459.     | 少数股东损益    | 3.30 | 2.71     | 3.73   | 4.86     | 6.01     |  |
| 预收款项      | 598.38   | 819.18 | 1192.5 | 1192.52  | 1192.     | 归属母公司净利润  | 1238 | 1508.22  | 2068.5 | 2693.13  | 3333.57  |  |
| 一年内到期的非流  | 0.00     | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00      | EBITDA    | 1712 | 2274.98  | 3096.6 | 3839.63  | 5026.54  |  |
| 非流动负债合计   | 1529.21  | 1652.9 | 1506.9 | 1504.22  | 1504.     | EPS（元）    | 1.40 | 1.01     | 1.39   | 1.81     | 2.23     |  |
| 长期借款      | 0.00     | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00      | 主要财务比率    |      |          |        |          |          |  |
| 应付债券      | 1430.29  | 1504.0 | 1504.0 | 1504.02  | 1504.     |           | 2017 | 2018A    | 2019E  | 2020E    | 2021E    |  |
| 负债合计      | 6422.24  | 11563. | 9592.7 | 17769.83 | 20265     | 成长能力      |      |          |        |          |          |  |
| 少数股东权益    | 179.91   | 187.75 | 191.48 | 196.34   | 202.3     | 营业收入增长    | 47.0 | 36.46%   | 32.90  | 23.30%   | 22.40%   |  |
| 实收资本（或股本） | 881.85   | 1492.0 | 1492.0 | 1492.08  | 1492.     | 营业利润增长    | 30.6 | 26.92%   | 37.15  | 30.26%   | 23.82%   |  |
| 资本公积      | 1966.26  | 1377.9 | 1377.9 | 1377.92  | 1377.     | 归属于母公司净利  | 20.4 | 21.74%   | 37.15  | 30.19%   | 23.78%   |  |
| 未分配利润     | 3861.34  | 5193.1 | 7200.4 | 9813.89  | 13048     | 获利能力      |      |          |        |          |          |  |
| 归属母公司股东权  | 6714.72  | 7900.7 | 10287. | 12980.21 | 16313     | 毛利率(%)    | 37.7 | 34.59%   | 35.07  | 35.80%   | 36.60%   |  |
| 负债和所有者权益  | 13316.86 | 19651. | 20447. | 31418.80 | 37350     | 净利率(%)    | 12.0 | 10.74%   | 11.08  | 11.70%   | 11.83%   |  |
| 现金流量表     | 单位: 百万元  |        |        |          |           | 总资产净利润（%） |      | 9.33%    | 7.69%  | 10.32%   | 8.72%    |  |
|           | 2017A    | 2018A  | 2019E  | 2020E    | 2021E     | ROE(%)    | 18.4 | 19.09%   | 20.11  | 20.75%   | 20.43%   |  |
| 经营活动现金流   | 81.75    | 2118.3 | 3899.7 | (1280.   | 2513.60   | 偿债能力      |      |          |        |          |          |  |
| 净利润       | 1242.13  | 1510.9 | 2072.2 | 2697.    | 3339.58   | 资产负债率(%)  | 48.2 | 58.84%   | 47.79  | 57.42%   | 55.10%   |  |
| 折旧摊销      | 177.53   | 264.61 | 375.93 | 493.0    | 696.64    | 流动比率      | 1.91 | 1.41     | 1.82   | 1.50     | 1.50     |  |
| 财务费用      | (103.35) | (192.7 | (227.9 | (99.31   | (309.08)  | 速动比率      | 1.60 | 1.19     | 1.47   | 1.28     | 1.27     |  |
| 应付帐款的变化   | 353.37   | 2179.8 | 1302.2 | 960.5    | 1115.67   | 营运能力      |      |          |        |          |          |  |
| 预收帐款的变化   | 228.22   | 220.80 | 373.34 | 0.00     | 0.00      | 总资产周转率    | 0.93 | 0.85     | 0.93   | 0.89     | 0.82     |  |
| 投资活动现金流   | (1298.68 | (1743. | (347.3 | (1742.   | (2846.43) | 应收账款周转率   | 2.87 | 3.19     | 4.10   | 3.78     | 3.35     |  |
| 公允价值变动收益  | 0.00     | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00      | 应付账款周转率   | 8.85 | 4.61     | 3.25   | 3.04     | 3.03     |  |
| 长期股权投资减少  | 0.00     | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00      | 每股指标（元）   |      |          |        |          |          |  |
| 投资收益      | 0.00     | 2.82   | 2.82   | 2.82     | 2.82      | 每股收益(最新摊  | 1.40 | 1.01     | 1.39   | 1.81     | 2.23     |  |
| 筹资活动现金流   | 1546.42  | 2057.2 | (3221. | 7044.    | 986.63    | 每股净现金流(最新 | 0.98 | 1.57     | 0.22   | 2.69     | 0.44     |  |
| 应付债券增加    | 1430.29  | 73.73  | 0.00   | 0.00     | 0.00      | 每股净资产(最新摊 | 7.61 | 5.30     | 6.89   | 8.70     | 10.93    |  |
| 长期借款增加    | 0.00     | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00      | 估值比率      |      |          |        |          |          |  |
| 普通股增加     | (0.84)   | 610.23 | 0.00   | 0.00     | 0.00      | P/E       | 13.3 | 18.50    | 13.48  | 10.35    | 8.36     |  |
| 资本公积增加    | 193.66   | (588.3 | 0.00   | 0.00     | 0.00      | P/B       | 2.45 | 3.53     | 2.71   | 2.15     | 1.71     |  |
| 现金净增加额    | 329.49   | 2432.4 | 330.57 | 4020.    | 653.80    | EV/EBITDA | 9.81 | 12.41    | 7.81   | 7.11     | 5.56     |  |

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜单第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜单第5名入围。2018年获今日投资“天眼”中国最佳分析师建筑材料盈利预测最准确分析师和唯一的三年五星级分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。