

东方雨虹 (002271)

收入快速增长，现金流改善明显

事件

报告期内，公司实现营业收入 140.05 亿元，同增 36.46%；实现归母净利润 15.08 亿元，同增 21.74%。

收入增速逐季提升，费用率管控得力

公司 2018 年 Q4 单季实现营收 47.45 亿元，同增 42.82%，分季度来看，公司单季度收入增速主机提升，2018Q1、Q2、Q3 单季度同比增速分别为 27.16%、31.84%、38.63%。2018Q4 单季度毛利率 30.71%，较 Q3 单季度有所下降，实现归母净利 3.94 亿元，增速略有放缓，或同公司工程业务年底赶工以及原材料价格偏高有关。全年来看，公司费用管控能力有所增强，特别是管理费用率表现优异，调整回研发费用后管理费用率由 17 年的 10.18%下降为 8.44%。财务费用率略有提升，同公司借款增加以及保理费用增加有关。整体期间费用率由 2017 年的 22.65%下降为 2018 年的 21.90%。整体毛利率和净利率分别为 34.59%和 10.76%，同比略有下滑，预计主要与成本上升相关。

卷材涂料全面发力，着力提升市场地位

报告期内，公司防水产品销售快速增长，其中防水卷材实现收入 73.19 亿元，同比增长 37%；防水涂料实现收入 39.76 亿元，同比增长 34%；工程施工业务实现收入 19.51 亿元，同比增长 38%。报告期内公司继续拓展业务规模，在杭州建德、河南濮阳、青岛莱西、四川德阳等地投资建设生产基地，完善公司防水、保温、建筑装饰涂料、砂浆等项目的布局，在环保整治、规范化经营、产品使用标准提升等因素下部分防水小企业退出市场，公司作为行业龙头企业有望进一步提升市场占有率。

现金流明显改善，期待高质量发展

报告期内公司回款、现金流情况进一步改善，公司报告期末应收账款金额为 45.11 亿元，同比增长 5.3%，增速显著低于收入增速，应收账款占总资产比例从 2017 年末的 32.15%下降为 22.95%，公司账款回收情况良好，其他应收款项相应大幅减少，从 2018Q1 末的 7.78 亿减少至 2.24 亿。现金流情况相应明显改善，报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额为 10.14 亿元，同比大幅提升 1386.48%，指标同归母净利金额更加匹配，表明公司收现情况明显改善。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率，外部经营质量进一步提升、业务范围持续拓宽，我们认为公司未来有望实现更高质量的发展。

盈利预测

考虑到成本增加，将公司 2019、20 年的归母净利由 18.83 亿元、26.58 亿元调整为 18.75 亿元、22.29 亿元，对应 EPS 由 1.26 元、1.78 元调整为 1.26 元、1.49 元，对应 PE 为 16.8X、14.1X，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	2,618.06	3,123.06	3,679.68
净利润(百万元)	1,238.84	1,508.22	1,875.01	2,228.94	2,670.29
增长率(%)	20.43	21.74	24.32	18.88	19.80
EPS(元/股)	0.83	1.01	1.26	1.49	1.79
市盈率(P/E)	25.40	20.86	16.78	14.12	11.78
市净率(P/B)	4.69	3.98	3.18	2.64	2.20
市销率(P/S)	3.06	2.24	1.79	1.46	1.20
EV/EBITDA	21.95	8.06	11.22	9.78	7.30

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2019 年 03 月 27 日

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	21.09 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)	993.47
A 股总市值(百万元)	31,468.02
流通 A 股市值(百万元)	20,952.39
每股净资产(元)	5.30
资产负债率(%)	58.84
一年内最高/最低(元)	42.80/10.37

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



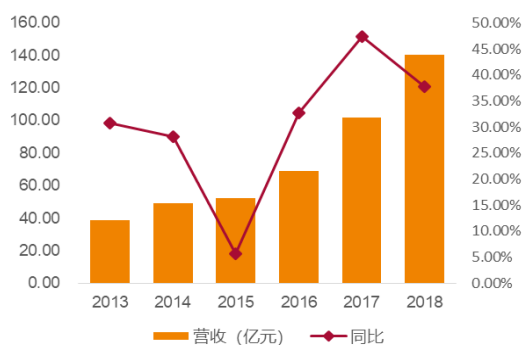
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《东方雨虹-公司点评:成长延续，盈利质量提升可期》 2019-02-26
- 2 《东方雨虹-公司点评:关注防水龙头，高质量成长可期》 2019-01-24
- 3 《东方雨虹-季报点评:收入维持较快增速，业务质量提升》 2018-10-22

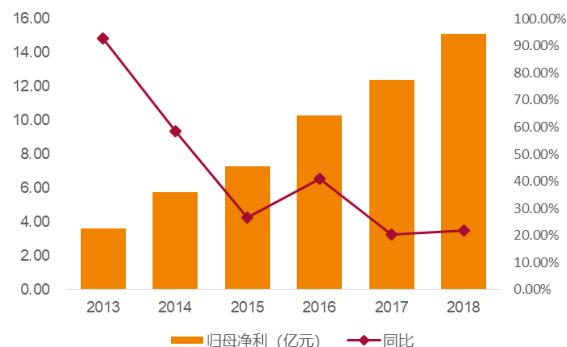


图 1：公司近年营收及同比



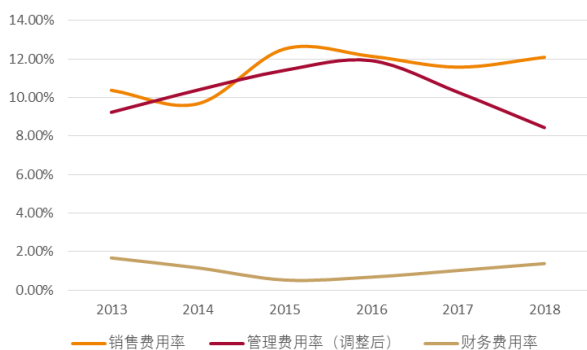
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利及同比



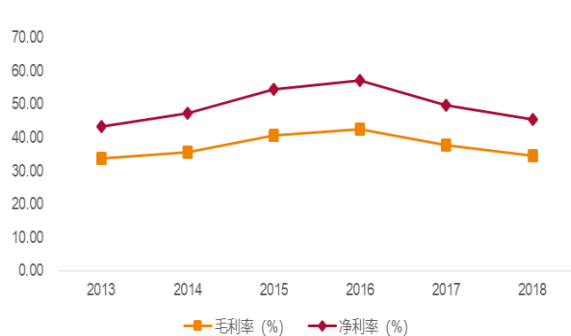
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：公司近年三项费用率



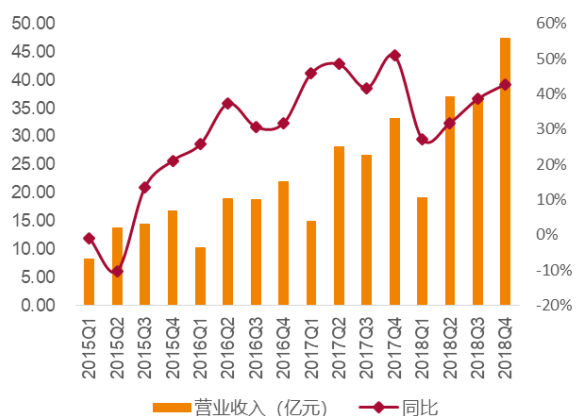
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司近年毛利率和净利率



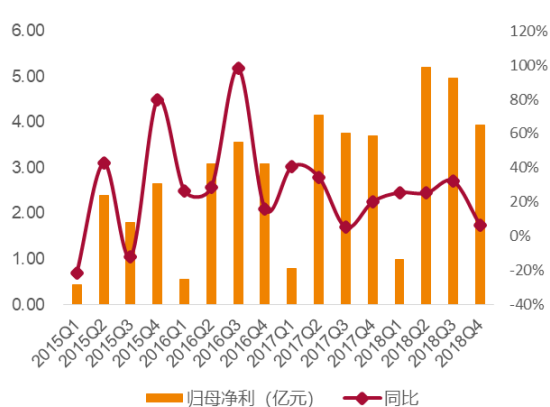
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司单季度营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：公司单季度归母净利及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

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	5,967.86	7,348.62	8,905.74
应收账款	4,426.06	4,734.27	6,713.15	7,382.81	9,699.98
预付账款	293.15	376.44	188.82	511.04	342.88
存货	1,508.68	2,172.29	1,470.50	3,039.70	2,463.35
其他	679.57	1,814.39	498.34	2,228.58	892.19
流动资产合计	9,330.63	13,952.31	14,838.68	20,510.75	22,304.15
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	3,186.93	3,289.35	3,357.00
在建工程	810.40	539.54	395.72	333.43	296.06
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	5,319.17	5,388.52	5,459.96
资产总计	13,316.86	19,651.71	20,157.85	25,899.27	27,764.12
短期借款	1,326.65	3,713.37	2,913.80	5,515.25	3,440.66
应付账款	2,403.33	4,864.25	3,335.39	4,674.10	5,193.44
其他	1,163.04	1,332.66	2,201.63	1,976.58	2,979.30
流动负债合计	4,893.02	9,910.28	8,450.82	12,165.92	11,613.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,430.29	1,504.02	1,504.02	1,504.02	1,504.02
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	1,607.58	1,621.15	1,627.22
负债合计	6,422.24	11,563.21	10,058.40	13,787.07	13,240.62
少数股东权益	179.91	187.75	193.39	200.10	208.13
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	8,413.98	10,420.02	12,823.28
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	10,099.45	12,112.20	14,523.49
负债和股东权益总	13,316.86	19,651.71	20,157.85	25,899.27	27,764.12

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,242.13	1,510.93	1,875.01	2,228.94	2,670.29
折旧摊销	186.95	275.48	134.37	145.49	155.36
财务费用	103.35	192.79	248.52	316.09	335.85
投资损失	0.00	(2.82)	(30.40)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(1,992.76)	(1,356.02)	(113.54)	(3,218.44)	1,224.97
其它	484.28	393.58	5.64	6.71	8.03
经营活动现金流	23.95	1,013.95	2,119.60	(541.22)	4,374.50
资本支出	1,073.23	1,404.64	165.36	146.43	153.93
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,279.69)	(2,989.66)	(254.96)	(286.43)	(293.93)
投资活动现金流	(1,206.46)	(1,585.03)	(89.60)	(140.00)	(140.00)
债权融资	2,756.95	5,217.39	4,417.82	7,019.27	4,944.68
股权融资	529.44	(383.18)	70.05	(315.81)	(335.48)
其他	(1,236.22)	(1,922.71)	(5,404.93)	(4,641.48)	(7,286.58)
筹资活动现金流	2,050.16	2,911.50	(917.06)	2,061.98	(2,677.38)
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	1,112.94	1,380.76	1,557.12

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	1,579.73	1,945.22	2,357.40
财务费用	103.35	192.79	248.52	316.09	335.85
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	(110.90)	45.74	(60.80)	(40.00)	(40.00)
营业利润	1,432.06	1,817.58	2,235.17	2,661.48	3,188.48
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	2,238.87	2,661.48	3,188.48
所得税	194.57	310.84	358.22	425.84	510.16
净利润	1,242.13	1,510.93	1,880.65	2,235.64	2,678.32
少数股东损益	3.30	2.71	5.64	6.71	8.03
归属于母公司净利润	1,238.84	1,508.22	1,875.01	2,228.94	2,670.29
每股收益（元）	0.83	1.01	1.26	1.49	1.79

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%	22.97%	19.07%	19.80%
归属于母公司净利润	20.43%	21.74%	24.32%	18.88%	19.80%
获利能力					
毛利率	37.73%	34.59%	35.59%	35.24%	34.80%
净利率	12.04%	10.74%	10.68%	10.31%	10.19%
ROE	18.45%	19.09%	18.93%	18.71%	18.65%
ROIC	32.38%	25.12%	28.44%	32.06%	26.96%
偿债能力					
资产负债率	48.23%	58.84%	49.90%	53.23%	47.69%
净负债率	17.35%	15.36%	14.76%	-2.70%	-4.00%
流动比率	1.91	1.41	1.76	1.69	1.92
速动比率	1.60	1.19	1.58	1.44	1.71
营运能力					
应收账款周转率	2.70	3.07	3.07	3.07	3.07
存货周转率	9.27	7.63	9.64	9.58	9.52
总资产周转率	0.93	0.85	0.88	0.94	0.98
每股指标（元）					
每股收益	0.83	1.01	1.26	1.49	1.79
每股经营现金流	0.02	0.68	1.42	-0.36	2.93
每股净资产	4.50	5.30	6.64	7.98	9.59
估值比率					
市盈率	25.40	20.86	16.78	14.12	11.78
市净率	4.69	3.98	3.18	2.64	2.20
EV/EBITDA	21.95	8.06	11.22	9.78	7.30
EV/EBIT	24.68	9.10	11.82	10.26	7.62

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