

## 证券研究报告

## 公司研究——年报点评

## 东方雨虹 (002271.SZ)

|    |    |    |    |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

上次评级: 买入, 2019.03.08

丁士涛 行业分析师

执业编号: S1500514080001

联系电话: +86 10 83326718

邮箱: dingshitao@cindasc.com

冯孟乾 研究助理

联系电话: +86 10 83326730

邮箱: fengmengqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 营收高增长态势不减, 经营质量有所提升

2019年4月4日

**事件:** 2019年3月28日东方雨虹发布2018年年报, 报告期内, 公司实现营业收入140.46亿元, 同比增加36.46%; 实现归母净利润15.08亿元, 同比增长21.74%; 实现基本每股收益1.01元。公司发布利润分配预案, 拟每10股分配现金3元(含税), 现金分红金额共计4.41亿元(含税), 占合并报表中归母净利润的29.21%。

## 点评:

- **营收规模大幅增长, 毛利率有所降低。**报告期内, 公司各项业务拓展顺利, 防水材料销售业务实现营收112.95亿元, 同比增长35.98%; 防水工程施工业务实现营收19.51亿元, 同比增长37.70%。公司实施积极的市场战略, 同时配合产能的释放, 产品产销两旺助力收入提升。不过受原材料价格上涨的影响, 公司毛利率降至34.59%, 较上年同期下滑3.14个百分点。
- **“渗透全国”的战略目标稳步实施。**2018年, 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, 产能布局进一步完善。目前, 公司在华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区均已建立生产物流研发基地, 确保公司产品以较低的仓储、物流成本辐射全国市场, 以满足客户多元化产品的需求和全国性的供货要求。公司产能扩张步伐仍未停止, 拟在江苏南通、四川德阳、唐山丰南等多地继续兴建生产基地。
- **组织架构迎来优化, 运营效率提升可期。**2018年公司启动战略和结构调整, 设立工程建材集团, 将防水材料工程领域直销模式和工程渠道合二为一, 并下设北方区、华东区、华南区三大区, 分别统筹区域市场。这种模式打破原有营销的属地界限, 直销与渠道深度融合, 有利于业务进一步拓展。
- **回款力度加大, 现金流改善明显。**截至2018年末, 公司应收账款总额为45.11亿元, 较三季度减少6.6亿元, 主要系公司在四季度加大了回款力度, 且成效显著。受益于回款增加, 报告期内公司经营活动产生的现金流量净额为10.14亿元, 较上年同期增加1386.48%。2019年公司将继续高压管控应收账款, 全面加强账龄一年以上应收账款的清减工作, 对到期应收款实行“零容忍”, 经营现金流有望持续改善。
- **盈利预测及评级:** 根据公司现有股本, 我们预计公司2019-2021年摊薄每股收益分别为1.32元、1.65元、1.86元, 根据2019-04-03收盘价计算, 对应PE分别为17倍、13倍、12倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 房地产领域需求不及预期; 市场竞争风险; 应收账款回收风险; 原材料价格上涨。

| 重要财务指标        | 2017A     | 2018A     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入(百万元)    | 10,292.97 | 14,045.71 | 17,589.02 | 20,034.52 | 21,917.47 |
| 增长率 YoY %     | 47.04%    | 36.46%    | 25.23%    | 13.90%    | 9.40%     |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,238.84  | 1,508.22  | 1,965.69  | 2,468.75  | 2,771.21  |
| 增长率 YoY%      | 20.43%    | 21.74%    | 30.33%    | 25.59%    | 12.25%    |
| 毛利率%          | 37.73%    | 34.59%    | 36.26%    | 37.25%    | 37.55%    |
| 净资产收益率 ROE%   | 21.20%    | 20.64%    | 22.69%    | 23.16%    | 20.87%    |
| EPS(摊薄)(元)    | 0.83      | 1.01      | 1.32      | 1.65      | 1.86      |
| 市盈率 P/E(倍)    | 27        | 22        | 17        | 13        | 12        |
| 市净率 P/B(倍)    | 2.81      | 2.59      | 2.37      | 2.08      | 1.82      |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2019年4月3日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2017A     | 2018A     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>流动资产</b>    | 9,330.63  | 13,952.31 | 14,749.38 | 15,703.89 | 16,208.80 |
| 货币资金           | 2,423.17  | 4,854.92  | 4,286.14  | 4,910.76  | 5,341.95  |
| 应收票据           | 376.78    | 1,547.41  | 1,937.78  | 2,207.20  | 2,414.64  |
| 应收账款           | 4,281.92  | 4,510.85  | 4,924.93  | 4,607.94  | 4,164.32  |
| 预付账款           | 293.15    | 376.44    | 459.36    | 515.11    | 560.88    |
| 存货             | 1,508.68  | 2,172.29  | 2,650.78  | 2,972.48  | 3,236.60  |
| 其他             | 446.92    | 490.40    | 490.40    | 490.40    | 490.40    |
| <b>非流动资产</b>   | 3,986.23  | 5,699.40  | 7,429.12  | 9,624.10  | 12,440.30 |
| 长期股权投资         | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 固定资产(合计)       | 1,911.11  | 3,031.86  | 3,886.81  | 4,920.56  | 5,914.54  |
| 无形资产           | 626.37    | 961.88    | 1,124.32  | 1,291.57  | 1,498.07  |
| 其他             | 1,448.76  | 1,705.66  | 2,417.98  | 3,411.97  | 5,027.69  |
| <b>资产总计</b>    | 13,316.86 | 19,651.71 | 22,178.50 | 25,327.98 | 28,649.10 |
| <b>流动负债</b>    | 4,893.02  | 9,910.28  | 10,908.40 | 11,584.70 | 12,129.61 |
| 短期借款           | 1,326.65  | 3,713.37  | 3,713.37  | 3,713.37  | 3,713.37  |
| 应付票据           | 203.17    | 118.78    | 144.94    | 162.53    | 176.97    |
| 应付账款           | 901.04    | 3,080.89  | 3,759.52  | 4,215.78  | 4,590.38  |
| 其他             | 2,462.16  | 2,997.24  | 3,290.57  | 3,493.02  | 3,648.89  |
| <b>非流动负债</b>   | 1,529.21  | 1,652.93  | 1,652.93  | 1,652.93  | 1,652.93  |
| 长期借款           | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 其他             | 1,529.21  | 1,652.93  | 1,652.93  | 1,652.93  | 1,652.93  |
| <b>负债合计</b>    | 6,422.24  | 11,563.21 | 12,561.33 | 13,237.63 | 13,782.55 |
| 少数股东权益         | 179.91    | 187.75    | 191.29    | 195.73    | 200.71    |
| 归属母公司股东权益      | 6,714.72  | 7,900.75  | 9,425.88  | 11,894.63 | 14,665.84 |
| <b>负债和股东权益</b> | 13,316.86 | 19,651.71 | 22,178.50 | 25,327.98 | 28,649.10 |

**重要财务指标**

单位:百万元

| 会计年度       | 2017A     | 2018A     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入      | 10,292.97 | 14,045.71 | 17,589.02 | 20,034.52 | 21,917.47 |
| 同比(%)      | 47.04%    | 36.46%    | 25.23%    | 13.90%    | 9.40%     |
| 归属母公司净利润   | 1,238.84  | 1,508.22  | 1,965.69  | 2,468.75  | 2,771.21  |
| 同比(%)      | 20.43%    | 21.74%    | 30.33%    | 25.59%    | 12.25%    |
| 毛利率(%)     | 37.73%    | 34.59%    | 36.26%    | 37.25%    | 37.55%    |
| ROE%       | 21.20%    | 20.64%    | 22.69%    | 23.16%    | 20.87%    |
| EPS(摊薄)(元) | 0.83      | 1.01      | 1.32      | 1.65      | 1.86      |
| P/E        | 27        | 22        | 17        | 13        | 12        |
| P/B        | 4.91      | 4.17      | 3.50      | 2.77      | 2.25      |
| EV/EBITDA  | 12.87     | 16.66     | 12.83     | 10.37     | 9.17      |

**利润表**

单位:百万元

| 会计年度            | 2017A     | 2018A     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>营业总收入</b>    | 10,292.97 | 14,045.71 | 17,589.02 | 20,034.52 | 21,917.47 |
| 营业成本            | 6,409.44  | 9,187.09  | 11,210.74 | 12,571.28 | 13,688.32 |
| 营业税金及附加         | 99.18     | 121.64    | 152.33    | 173.51    | 189.82    |
| 销售费用            | 1,180.49  | 1,698.64  | 2,127.16  | 2,422.91  | 2,650.63  |
| 管理费用            | 1,047.57  | 916.98    | 1,148.30  | 1,307.96  | 1,430.89  |
| 研发费用            | 0.00      | 268.18    | 335.83    | 382.53    | 418.48    |
| 财务费用            | 103.35    | 192.79    | 278.70    | 294.66    | 294.40    |
| 减值损失合计          | 131.77    | 62.44     | 149.49    | 111.58    | 97.82     |
| 投资净收益           | 0.00      | 2.82      | 2.36      | 1.72      | 2.30      |
| 其他              | 110.90    | 216.81    | 160.70    | 185.60    | 173.15    |
| <b>营业利润</b>     | 1,432.06  | 1,817.58  | 2,349.52  | 2,957.42  | 3,322.57  |
| 营业外收支           | 4.65      | 4.19      | 23.04     | 22.33     | 22.24     |
| <b>利润总额</b>     | 1,436.71  | 1,821.77  | 2,372.56  | 2,979.75  | 3,344.81  |
| 所得税             | 194.57    | 310.84    | 403.34    | 506.56    | 568.62    |
| <b>净利润</b>      | 1,242.13  | 1,510.93  | 1,969.23  | 2,473.19  | 2,776.19  |
| 少数股东损益          | 3.30      | 2.71      | 3.54      | 4.44      | 4.99      |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1,238.84  | 1,508.22  | 1,965.69  | 2,468.75  | 2,771.21  |
| EBITDA          | 1,727.00  | 2,290.04  | 2,974.04  | 3,679.27  | 4,161.22  |
| EPS(当年)(元)      | 1.40      | 1.01      | 1.32      | 1.65      | 1.86      |

**现金流量表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2017A     | 2018A     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 23.95     | 1,013.95  | 2,181.11  | 3,504.65  | 4,050.77  |
| 净利润            | 1,242.13  | 1,510.93  | 1,969.23  | 2,473.19  | 2,776.19  |
| 折旧摊销           | 186.95    | 275.48    | 368.34    | 471.07    | 586.87    |
| 财务费用           | 103.35    | 192.79    | 233.13    | 228.45    | 229.53    |
| 投资损失           | 0.00      | -2.82     | -2.36     | -1.72     | -2.30     |
| 营运资金变动         | -1,835.63 | -964.74   | -517.22   | 234.84    | 373.38    |
| 其它             | 327.15    | 2.30      | 129.98    | 98.83     | 87.09     |
| <b>投资活动现金流</b> | -1,206.46 | -1,585.03 | -2,076.20 | -2,651.58 | -3,390.05 |
| 资本支出           | -1,105.60 | -1,723.79 | -2,078.56 | -2,653.31 | -3,392.35 |
| 长期投资           | 0.00      | 127.10    | 2.36      | 1.72      | 2.30      |
| 其他             | -100.86   | 11.66     | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2,050.16  | 2,911.50  | -672.76   | -226.88   | -229.54   |
| 吸收投资           | 200.12    | 1.05      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 借款             | 250.01    | 2,386.72  | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 支付利息或股息        | 220.78    | 270.64    | 672.76    | 226.88    | 229.54    |
| <b>现金流净增加额</b> | 858.67    | 2,337.81  | -568.79   | 624.62    | 431.19    |

## 研究团队简介

**范海波**，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**，有色金属/环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

**丁士涛**，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

**王伟**，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

**唐伊辰**，有色金属/环保行业研究员。对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事有色金属与环保行业研究。

**冯孟乾**，建筑建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑建材行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 办公电话         | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张 华 | 010-83252088 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-83252069 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678580 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678586 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com     |
| 华南 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-83252046 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com      |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                           | 股票投资评级                        | 行业投资评级                  |
|-----------------------------------------------------|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；   | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|                                                     | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|                                                     | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；   | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|                                                     | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。    |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。