

东方雨虹 (002271)

关注防水龙头，高质量成长可期

组织架构调整，经营效率提升

近期东方雨虹公布启动新一轮组织变革，原“1+6”事业群调整为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰控股、投资控股公司，其中，工程建材集团划分为北方区、华东区、华南区三大区，管理架构扁平化。我们认为本次架构调整有助于公司降低内部管理成本，增强了公司对原有渠道的控制力，使公司原有的不同销售渠道和人员实现资源共享，成本降低，系统性更强。也使公司对销售渠道的理解力上升，与合伙人的关系更加密切。

原材料成本压力有望缓解

面对成本端压力，2018Q2 防水行业多家企业提价。防水企业盈利水平受沥青采购成本影响较大。加上国内沥青生产集中度较高，主要沥青企业议价能力更强，因此公司生产成本受沥青价格影响大，毛利率常与沥青价格呈现较明显的反向相关关系，沥青价格下降，防水卷材生产成本下降，企业盈利能力增强。近期伴随国际原油价格的明显调整，公司防水材料主要原材料沥青价格也出现了明显回落，预计公司 2019 年成本端的压力将会有所缓解，盈利能力有望提升。

流动性压力缓释，有望推进高质量成长

今年一季度公司因履约保证金问题，经营性现金流量净额出现大幅流出，二季度、三季度公司回款情况良好，并且公司主要客户多为还款能力较强的头部客户，回款担忧有望进一步得到缓解。先前支付的保证金有助于锁定部分未来业绩增长，并且配合公司资本开支的稳定输出，未来公司业绩向上弹性正在酝酿。

盈利预测：将公司 2018、19 年的归母净利由 16.04 亿元、22.12 亿调整为 15.77 亿元、19.63 亿元，对应 EPS 由 1.07 元、1.48 元调整为 1.06 元、1.32 元，对应 PE 为 14.9X、12.0X，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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,000.23	10,292.97	13,341.33	15,996.31	19,279.11
增长率(%)	31.98	47.04	29.62	19.90	20.52
EBITDA(百万元)	1,286.77	1,602.03	2,048.82	2,501.26	3,079.63
净利润(百万元)	1,028.71	1,238.84	1,577.19	1,962.78	2,461.99
增长率(%)	40.97	20.43	27.31	24.45	25.43
EPS(元/股)	0.69	0.83	1.06	1.32	1.65
市盈率(P/E)	22.90	19.02	14.94	12.00	9.57
市净率(P/B)	4.74	3.51	2.69	2.26	1.88
市销率(P/S)	3.37	2.29	1.77	1.47	1.22
EV/EBITDA	14.20	21.95	10.22	8.29	6.00

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2019 年 01 月 24 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	15.79 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)	23,559.99
流通 A 股市值(百万元)	15,686.97
每股净资产(元)	5.18
资产负债率(%)	54.11
一年内最高/最低(元)	46.24/10.37

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-季报点评:收入维持较快增速，业务质量提升》 2018-10-22
- 2 《东方雨虹-半年报点评:业务规模维持较快增长》 2018-08-29
- 3 《东方雨虹-首次覆盖报告:虹销雨霁，彩彻区明——防水龙头，续写成长》 2018-04-28

1. 组织架构调整，经营效率提升

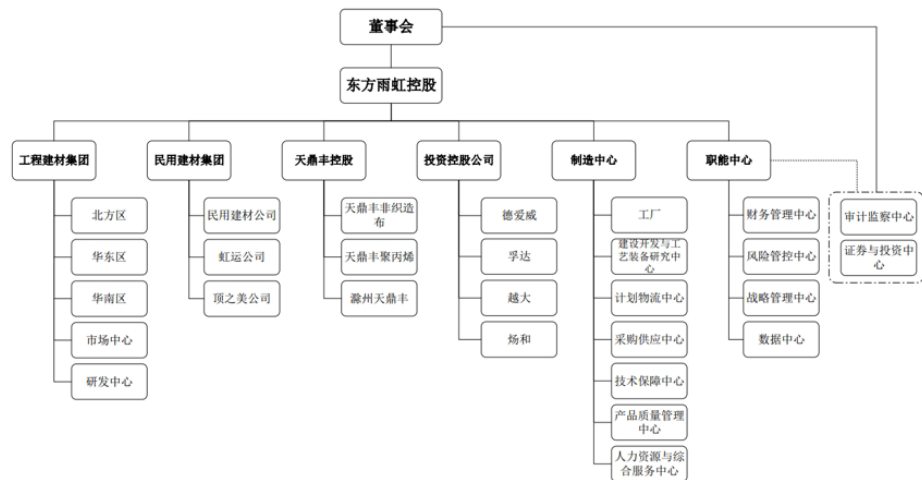
近年来，东方雨虹在做大做强建筑防水主业的基础上，通过不断耕耘，开辟出以建筑防水为基础，以民用建材、节能保温、特种砂浆、建筑涂料、非织造布、建筑修缮为延伸的建筑建材综合“1+6”系统服务体系。并在这个服务体系的基础上，发展出了“1+6”事业群的组织架构，围绕战略目标更好提供技术服务支持，进行企业模块分管。

18年10月31日，东方雨虹内网公布了《关于组织变革的决定》，文件涉及了战略调整和组织构架变化。这次调整以“有序发展事业合伙人，高质量发展直销业务”为原则，深度融合原工程渠道和工程直销渠道，是东方雨虹继上市之后再一次较大组织架构调整，也是公司新一轮整体战略的升级。

此次调整基于东方雨虹一贯优秀的发展势能，并结合国内外经济环境，将原“1+6”事业群调整为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰控股、投资控股公司（新市场培育）。

调整最大的工程建材集团是将原有的直销模式与渠道模式相结合的多层次的市场营销渠道网络优化，将以前主要针对大的核心城市及区域的直销模式和更针对小城市的工程渠道模式规划整合，以大区划分而不再以规模和地缘简单区分直销和工程渠道的运行区域。我们认为，本次架构升级融合两种销售渠道的长处，使其相互渗透，以填补营销空白，提高了服务半径内客户密度，丰富了客户层次，更好发挥现有渠道的作用，提升营销效率。

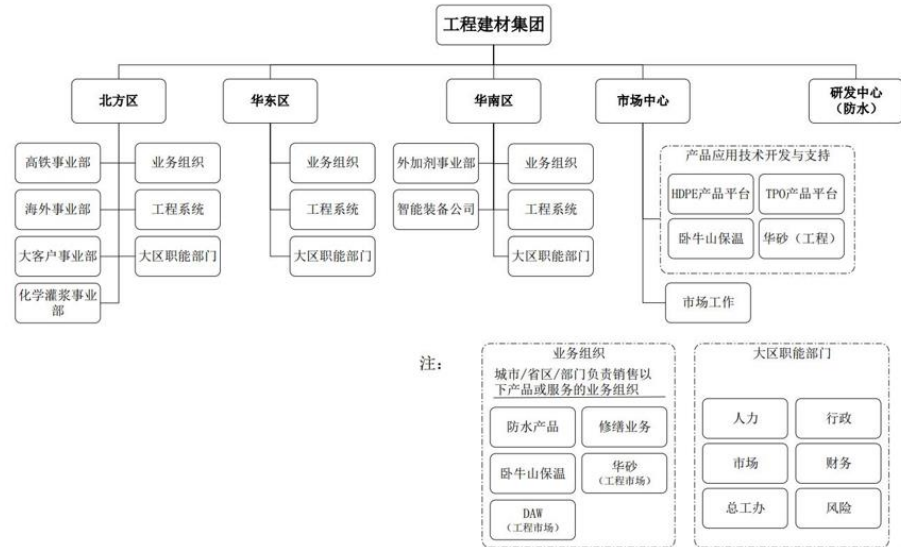
图 1：东方雨虹变革后的组织架构



资料来源：中国涂界网，天风证券研究所

变革后东方雨虹将工程建材集团以区域划分为北方、华东和华南三个大区，覆盖东方雨虹的主要销售区域。并设立市场中心四个产品应用技术开发与支持平台并研发中心，既有统筹又有分工，打破之前同一区域直销与工程渠道互相独立的情况。还针对高铁、海外、大客户、化学灌浆、外加剂、智能装备设立专门的事业部，做到专业团队专业服务。

图 2：工程建材集团组织架构



资料来源：中国涂界网，天风证券研究所

这样的渠道整合具有很好的作用，一方面工程建材集团的整合打破了直销与工程渠道营销模式的区位界限，不仅为员工提供实现自我价值的更大空间，让原本只专注某一渠道的团队多样化发展，还更有效地利用小客户资源，提升营销效率，增加业绩，优化服务。另一方面公司在整合这部分资源的同时，针对客户、海外及高铁这些特殊情况和化学灌浆、外加剂、智能装备等特殊工艺产品单独设立事业部，提升服务针对性，让专业服务更聚焦，更好地控制服务品质。

此外，扁平化的构架设计降低内部管理成本，增强了公司对原有渠道的控制力，使公司原有的不同销售渠道和人员实现资源共享，成本降低，系统性更强。也使公司对销售渠道的理解力上升，密切与合伙人的关系。

2. 沥青成本压力有望缓解

石油是沥青的主要原料，国际石油价格与沥青价格一直具有较强的相关性。虽然 2018 年石油价格持续上涨大幅拉动下游沥青价格上涨，但自从 10 月份以来，石油价格迅速从高位回落，带动沥青价格离开高位，短期内企业沥青成本压力有所缓解，预计这种趋势将在 19 年延续。

表 1：2018 年 Q2 部分防水企业涨价情况

公司	时间	涨价详情
科顺股份	2018 年 4 月 21 日	对聚氨酯、聚合物等防水涂料产品的价格，上调 1.5-3 元 / k g；6 月 22 日，卷材产品价格上调。
华宇防水	2018 年 4 月 24 日	部分产品价格上调
蓝翎环科	2018 年 4 月 20 日	调整非固化系列产品销售价，每吨上浮 1000 人民币，方案于 2018 年 5 月 1 日起实施
桂湖防水	2018 年 5 月 15 日	部分产品价格上调
阿尔法	2018 年 5 月 15 日	超级自粘卷材上涨 6 元 / 平方米，每卷产品直涨 120 元
东方恒兴	2018 年 5 月 14 日	全品乳液价格每吨均上调 200 元
润泰化学股份	2018 年 4 月 20 日	C-12 产品统一上调 800 元 / 吨，C-16 上调 2000 元 / 吨
日照广大建筑材料	2018 年 5 月 12 日	所有产品在原价格基础上每吨上涨 200-500 元
东方新材料	2018 年 5 月 21 日	部分产品价格上调

江苏文甲新材料	2018 年 5 月 18 日	所有乳液系列产品上调 300-500 元 / 吨
上海保立佳	2018 年 5 月 21 日	全部产品价格上调 350 元 / 吨
山东宏源	2018 年 6 月 20 日	各产品分别上涨 5%-20%不等
山东宇虹	2018 年 6 月 20 日	各产品分别上涨 10%-15%不等
深圳卓宝	2018 年 7 月 1 日	各品种产品价格进行调整

资料来源：慧聪防水网，天风证券研究所

2018 年第二季度，随着沥青以及部分化工产品的价格的不断上涨，多家防水企业逐步开始执行产品涨价，以消化传导原材料涨价带来的成本压力。东方雨虹也进行了提价举措，产品价格整体略有上升。

图 3：沥青与石油价格高度相关

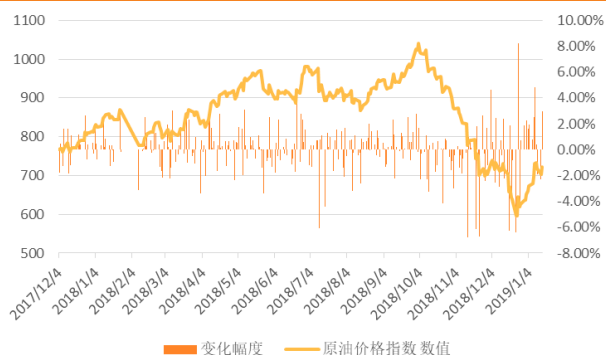


资料来源：wind，天风证券研究所

国际上，全球宏观经济增长态势不继，亚太市场需求持续疲软，日本、韩国及中国等传统市场需求相对萎缩，同时北美地区页岩气产量的增加推动天然气出口量显著提升。整体原油供需情况难以支撑油价大幅上涨。

从国内沥青需求来看，当前国内大多数正处于需求淡季开工率低，沥青价格没有季节性供求加成，整体价格中枢不会有明显的上升态势。相较 18 年三季度沥青价格的高位运行，投资者对原材料成本压力的担忧有望得到缓解。

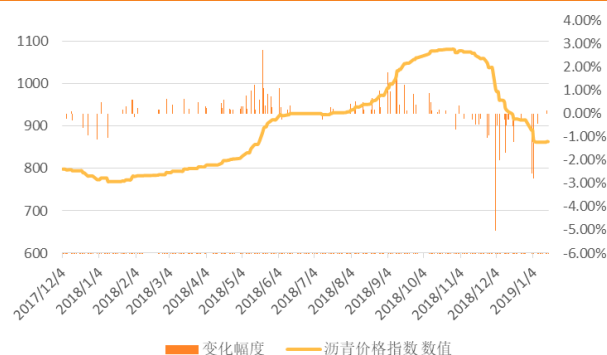
图 4：近一年原油价格指数变化



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

注：以 2009 年 12 月 31 日为基日，基点为 1000 点，以选取市场的基日原油

图 5：近一年沥青价格指数变化



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

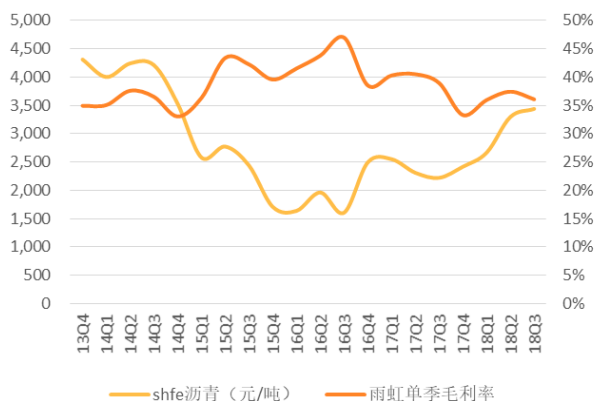
注：以 2009 年 12 月 31 日为基日，基点为 1000 点，以选取市场的基日沥青

调整市场价格总和为基期。

调整市场价格总和为基期。

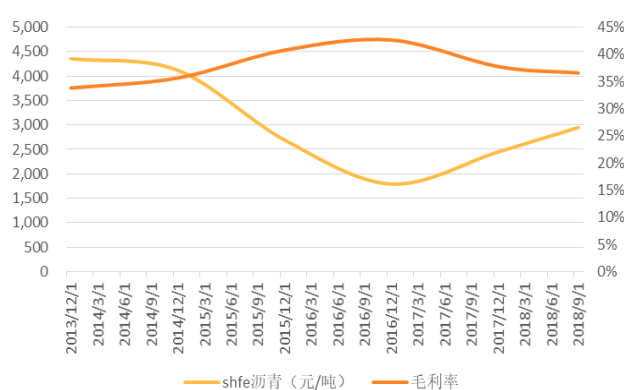
对于防水企业来说，沥青成本占生产成本的比重较高。根据东方雨虹 17 年年报，直接材料占防水材料销售的营业成本 90%，防水企业盈利水平受沥青采购成本影响较大。加上国内沥青生产集中度较高，主要沥青企业议价能力更强，因此公司生产成本受沥青价格影响大，毛利率常与沥青价格呈现较明显的反向相关关系，沥青价格下降，防水卷材生产成本下降，企业盈利能力增强。19 年沥青成本端压力的缓解可能带来企业的盈利能力上升。

图 6：沥青价格与东方雨虹单季盈利关系



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：沥青价格与东方雨虹年度盈利关系



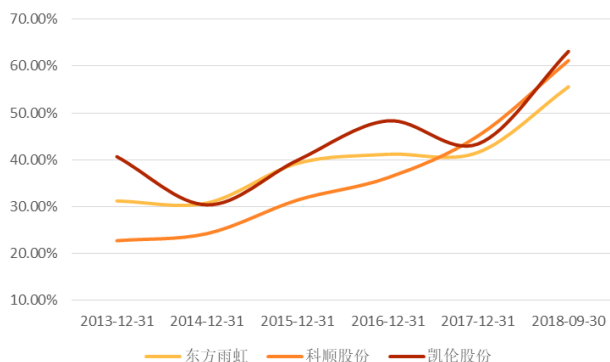
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 盈利质量有望提升

目前经济形势压力较大，下游企业经营状况和回款能力有所下降，普遍出现现金流紧张。由于防水行业的营销方式比较依赖下游企业对应收账款的偿付，当前形势下，防水行业的账款回收并不顺畅，应收账款的数量增加，占销售收入的比重上升，同时账期拖长，坏账风险上升，企业盈利质量变差。各个防水企业普遍加强了对应收账款风险的重视。

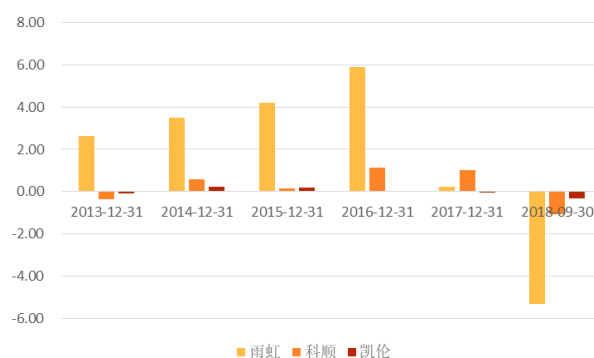
截至 2018Q3，防水企业应收账款金额较多，占营业收入比重逐年上升，2018 年普遍超过 50%，凯伦股份甚至达到 63.13%。虽然东方雨虹略低于行业内其他企业，也达到了 55.6%。过多的应收账款使得企业营业收入虽然逐年上升，但经营性现金流量却并不充裕，雨虹 2018Q3 年经营现金流净额为 -5.31 亿元，有了比较明显的经营现金流缺口。为了维持企业正常经营发展活动，企业借款增加，经营杠杆和财务风险随之上升，经营压力增大。

图 8：防水企业应收账款占营业收入比重变化



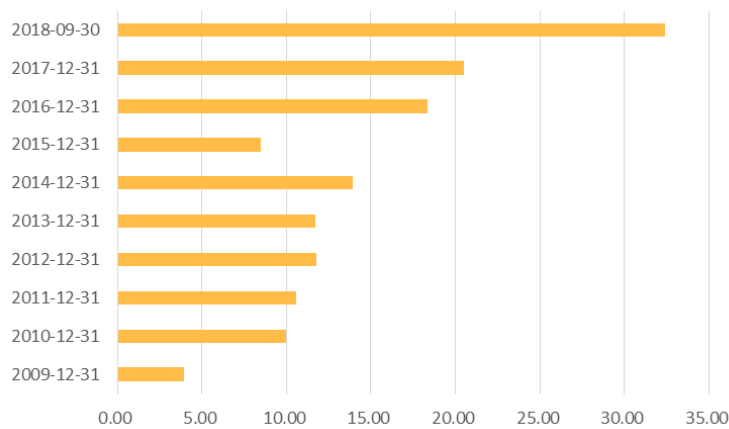
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：防水企业经营性净现金流量变化（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

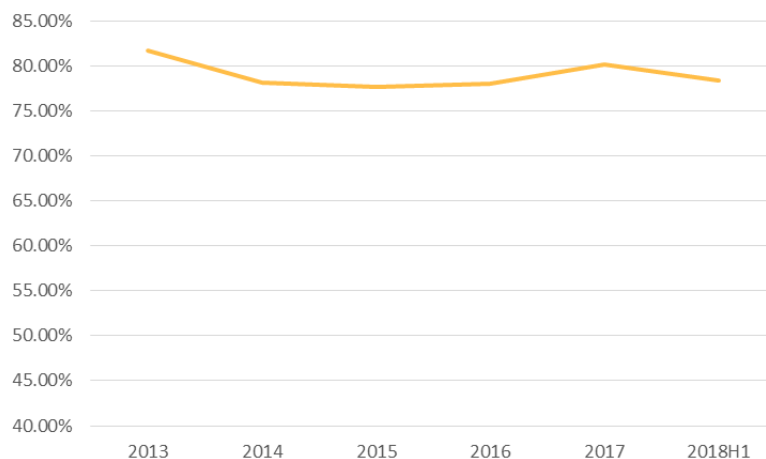
图 10：东方雨虹取得借款收到的现金（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

目前，防水企业已经认识到应收账款风险的威胁并加大对账款回收的管控，盈利质量状况在未来会有较大程度的改变。首先，按照以前的情况来看，17 年短期（一年以下）应收账款占总应收账款 80%以上，18 年上半年也达到 78%，说明企业应收账款主要以一年以内欠款为主，客户还款意愿较强，账款可回收性高，待下游企业资金周转情况好转，盈利质量可能有所改善。其次，公司有较为全面的风险监管程序防范坏账风险，作为行业龙头企业，东方雨虹对于客户质量、合同评审、回款情况都有较为严格的把控，客户自身经营能力强、信用质量高。东方雨虹 2018H1 应收账款中，应收金额前五大客户的应收账款占应收账款总额的 23.57%（2017 年为 19.53%），这些客户多为还款能力较强的头部客户，坏账概率较低。因此，我们预计 18 年底至 19 年应收账款回收情况会有改善，盈利质量恶化情况能够得到好转。

图 11：东方雨虹应收账款一年以下占比



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 盈利预测和估值

考虑到公司的管理架构变化有助于整体提升公司的盈利质量，收入增速或将略有放缓。将公司 2018、19 年的归母净利由 16.04 亿元、22.12 亿元调整为 15.77 亿元、19.63 亿元，对应 EPS 由 1.07 元、1.48 元调整为 1.06 元、1.32 元，对应 PE 为 14.9X、12.0X，维持“增持”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,611.16	2,423.17	4,077.40	4,448.69	6,934.07
应收账款	3,186.56	4,426.06	5,441.12	6,389.68	7,869.06
预付账款	132.05	293.15	128.63	376.61	230.61
存货	712.35	1,508.68	1,209.46	2,046.55	1,866.65
其他	412.49	679.57	1,067.36	693.79	1,352.16
流动资产合计	6,054.62	9,330.63	11,923.97	13,955.33	18,252.54
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,596.89	1,911.11	2,099.58	2,176.40	2,180.25
在建工程	271.67	810.40	558.24	430.94	354.57
无形资产	571.53	626.37	611.82	597.27	582.73
其他	361.84	638.36	562.54	576.13	578.77
非流动资产合计	2,801.93	3,986.23	3,832.18	3,780.75	3,696.31
资产总计	8,856.55	13,316.86	15,756.16	17,736.08	21,948.85
短期借款	1,062.84	1,326.65	1,300.00	1,300.00	1,300.00
应付账款	1,820.95	2,403.33	3,361.02	3,543.99	4,822.17
其他	923.41	1,163.04	1,576.29	1,526.69	2,136.85
流动负债合计	3,807.20	4,893.02	6,237.31	6,370.68	8,259.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	1,430.29	476.76	635.69	847.58
其他	62.84	98.92	75.16	78.97	84.35
非流动负债合计	62.84	1,529.21	551.92	714.66	931.93
负债合计	3,870.04	6,422.24	6,789.23	7,085.34	9,190.95
少数股东权益	11.99	179.91	195.89	211.34	225.81
股本	882.69	881.85	1,492.08	1,492.08	1,492.08
资本公积	1,772.60	1,966.26	1,966.26	1,966.26	1,966.26
留存收益	4,637.22	5,938.35	7,278.96	8,947.32	11,040.01
其他	(2,317.99)	(2,071.74)	(1,966.26)	(1,966.26)	(1,966.26)
股东权益合计	4,986.51	6,894.63	8,966.93	10,650.74	12,757.91
负债和股东权益总	8,856.55	13,316.86	15,756.16	17,736.08	21,948.85

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,026.32	1,242.13	1,577.19	1,962.78	2,461.99
折旧摊销	148.64	186.95	198.23	225.03	247.08
财务费用	46.36	103.35	74.17	62.25	52.39
投资损失	(23.15)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(759.56)	(1,992.76)	482.14	(1,536.03)	79.53
其它	151.80	484.28	15.99	15.44	14.48
经营活动现金流	590.42	23.95	2,347.72	729.47	2,855.47
资本支出	687.66	1,073.23	143.76	156.18	154.62
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,176.96)	(2,279.69)	(263.76)	(316.18)	(314.62)
投资活动现金流	(489.30)	(1,206.46)	(120.00)	(160.00)	(160.00)
债权融资	1,062.84	2,756.95	1,776.76	1,935.69	2,147.58
股权融资	(76.30)	529.44	643.31	(60.90)	(51.34)
其他	(156.74)	(1,236.22)	(2,993.56)	(2,072.96)	(2,306.33)
筹资活动现金流	829.80	2,050.16	(573.49)	(198.17)	(210.09)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	930.92	867.65	1,654.23	371.30	2,485.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,000.23	10,292.97	13,341.33	15,996.31	19,279.11
营业成本	4,015.77	6,409.44	8,435.63	10,104.89	12,144.43
营业税金及附加	81.27	99.18	80.05	95.98	115.67
营业费用	840.32	1,180.49	1,600.96	1,919.56	2,313.49
管理费用	824.61	1,047.57	1,294.11	1,519.65	1,792.96
财务费用	46.36	103.35	74.17	62.25	52.39
资产减值损失	118.49	131.77	80.00	80.00	80.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.01	(0.01)	0.00
投资净收益	23.15	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(46.30)	(110.90)	(0.02)	0.01	(0.00)
营业利润	1,096.55	1,432.06	1,776.42	2,213.99	2,780.16
营业外收入	66.85	13.78	40.00	40.00	40.00
营业外支出	6.55	9.13	6.00	6.00	6.00
利润总额	1,156.85	1,436.71	1,810.42	2,247.99	2,814.16
所得税	130.53	194.57	217.25	269.76	337.70
净利润	1,026.32	1,242.13	1,593.17	1,978.23	2,476.46
少数股东损益	(2.39)	3.30	15.98	15.45	14.48
归属于母公司净利润	1,028.71	1,238.84	1,577.19	1,962.78	2,461.99
每股收益（元）	0.69	0.83	1.06	1.32	1.65

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	31.98%	47.04%	29.62%	19.90%	20.52%
营业利润	50.61%	30.60%	24.05%	24.63%	25.57%
归属于母公司净利润	40.97%	20.43%	27.31%	24.45%	25.43%
获利能力					
毛利率	42.63%	37.73%	36.77%	36.83%	37.01%
净利率	14.70%	12.04%	11.82%	12.27%	12.77%
ROE	20.68%	18.45%	17.98%	18.80%	19.65%
ROIC	26.36%	32.38%	24.54%	32.57%	32.76%
偿债能力					
资产负债率	43.70%	48.23%	43.09%	39.95%	41.87%
净负债率	15.41%	17.35%	13.85%	8.78%	5.49%
流动比率	1.59	1.91	1.91	2.19	2.21
速动比率	1.40	1.60	1.72	1.87	1.98
营运能力					
应收账款周转率	2.60	2.70	2.70	2.70	2.70
存货周转率	10.38	9.27	9.82	9.83	9.85
总资产周转率	0.94	0.93	0.92	0.96	0.97
每股指标（元）					
每股收益	0.69	0.83	1.06	1.32	1.65
每股经营现金流	0.40	0.02	1.57	0.49	1.91
每股净资产	3.33	4.50	5.88	7.00	8.40
估值比率					
市盈率	22.90	19.02	14.94	12.00	9.57
市净率	4.74	3.51	2.69	2.26	1.88
EV/EBITDA	14.20	21.95	10.22	8.29	6.00
EV/EBIT	15.99	24.68	11.32	9.11	6.52

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