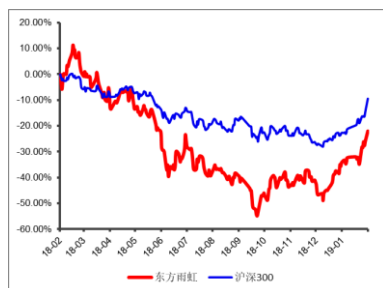


东方雨虹(002271)/建筑材料
Q4 单季收入加速, 2019 迈入稳健增长新阶段
评级: 增持
市场价格:
分析师: 张琰
执业证书编号: S0740518010001
电话: 021-20315169
Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn
研究助理: 孙颖
电话: 021-20315782
Email: sunying@r.qlzq.com.cn
研究助理: 祝仲宽
基本状况

总股本(亿股)	14.99
流通股本(亿股)	9.72
市价(元)	11.7
市值(亿元)	175
流通市值(亿元)	114

股价与行业-市场走势对

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	7,000.23	10,292.97	14,191.6	17,576.0	21,083.4
增长率 yoy%	31.98%	47.04%	37.88%	23.85%	19.96%
净利润(亿元)	1,028.71	1,238.84	1,516.86	2,019.13	2,424.00
增长率 yoy%	40.97%	20.43%	22.44%	33.11%	20.05%
每股收益(元)	0.69	0.83	1.01	1.35	1.62
每股现金流量	0.40	0.02	1.09	0.60	1.80
P/E	27.49	22.82	18.73	14.07	11.72

备注:

投资要点

- **事件: 东方雨虹发布 2018 年业绩预告, 报告期内公司累计实现营收 142 亿元, 同比增长 37.99%; 归母净利 15.18 亿元, 同比增长 22.54%。**
- **“新开工提速+集中度增长”促营收逐季提速。公司 2018Q1-Q4 营收为 19.05/37.08/36.88/49.03 亿元, 同比增长 27.2%/31.8%/38.6%/47.56%, 呈现逐季加速的态势。2018 年 Q4 公司受益于新开工增长加速, 叠加行业集中度提升趋势, 公司单季度收入继续提速。**
- **“四季度工程收入集中结转+三季度原材料采购高价”导致 Q4 单季度毛利率相对较低。从公司经营特点看, 四季度一般是工程收入集中结转的高峰期, 而工程收入本来毛利率相对较低, 一定程度上拉低了公司单季度毛利水平; 同时由于三季度原材料价格涨幅较大, 公司三季度采购成本相对较高, 对四季度成本有一定抬升作用。我们估算公司 2018 年的全年毛利率约为 35%。**
- **适用所得税率阶段性影响导致 18 年利润总额与净利润增速有所偏离, 公司实际经营质量仍然稳定。与此同时, 由于 2018 年公司新投放产能较多, 部分工厂暂未拿到高新技术企业资质, 因而适用的所得税税率有所提升, 导致公司的利润总额增速(约为 29%)远高于全年净利率增速 22.54%(其中 Q4 单季度偏离更大); 这是 2018 年出现的特殊性, 而公司的实际经营质量仍然稳定, 未来随着新产线逐渐获取高新技术企业资质, 适用的所得税率会出现明显下降。同时经测算, 2018Q4 负债率有所上行, 主要是公司经营规模扩大所需短期资金增加所致。**

投资建议:

- **公司深度绑定优质下游, 产能+品类扩张再发力。**
- **1) 公司渠道力、产能规模优势持续增强促市占率提升, 成本传导能力增强:** 公司近年凭借逐渐增强的综合竞争力, 持续拓展下游客户, 截止 2018 年年底公司在 TOP100 地产商中已有 52 家客户, 相较 2017 年的 47 家有明显增长, 而防水行业集中度低, 未来仍然有持续提升的空间; 公司调整渠道布局, 划分北方、华东、华南三大区域中心, 更能集中区域优势力量开拓市场, 提升经营效率; 而随着公司的品牌认可度和综合竞争力的提升, 以及客户对产品、综合服务品质的要求持续增长, 公司的议价能力和成本传导能力有望明显增强。同时, 存量市场的逐渐扩大也将成为公司未来重要的赢利点。
- **2) 资金优势+产能扩张共筑壁垒:** 公司可转债募集资金主要用于产能扩张, 增强全国布局完善度, 快速提升产能规模壁垒和综合服务优势, 未来在“集采”大趋势下有望更为受益。
- **3) 品牌“一元多极”化发展, 新品类扩张增加新市场空间:** 公司持续扩大产品品类, 如家用涂料、保温材料、硅藻泥产品等, 充分利用公司的品牌和渠道优势, 未来有望通过品类扩张成长为建材巨头公司。

- **新常态下公司改变经营战略，由相对粗放的“高速”发展向精细的“高质”发展转变，迈入新的增长阶段。**从历史上看，公司地产链条快速扩张的过程中，积极拓展市场、快速扩大产能，这一战略取得了重要的成功；然而近年随着行业增速逐渐回落，公司维持过去收入增速的代价是经营质量和盈利能力一定程度上的牺牲。为了适应新常态下的行业发展特性，公司逐渐调整经营战略，在未来发展中将更加重视客户与项目的质量、保证应收账款与账期的安全性。未来收入增速中枢可能不会有历史上那么高，但是经营的抗风险能力和质量会出现提升。
- 我们预计公司 2018-2019 年归母净利润为 15.2 和 21 亿，对应 PE 为 18.7 和 14 倍，维持增持评级。
- **风险提示：**宏观经济风险、原材料大幅波动、应收账款增加或称为坏账风险

图表 1: 东方雨虹财务报表
损益表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	7,000.23	10,292.97	14,191.62	17,576.05	21,083.49
增长率	32.0%	47.0%	37.9%	23.8%	20.0%
营业成本	-4,015.77	-6,409.44	-9,281.06	-11,373.24	-13,465.52
% 销售收入	57.4%	62.3%	65.4%	64.7%	63.9%
毛利	2,984.46	3,883.52	4,910.56	6,202.81	7,617.97
% 销售收入	42.6%	37.7%	34.6%	35.3%	36.1%
营业税金及附加	-81.27	-99.18	-133.40	-165.21	-198.18
% 销售收入	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-840.32	-1,180.49	-1,483.02	-1,845.49	-2,213.77
% 销售收入	12.0%	11.5%	10.5%	10.5%	10.5%
管理费用	-824.61	-1,047.57	-1,277.25	-1,581.84	-1,897.51
% 销售收入	11.8%	10.2%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	1,238.26	1,556.28	2,016.89	2,610.27	3,308.51
% 销售收入	17.7%	15.1%	14.2%	14.9%	15.7%
财务费用	-46.36	-103.35	-184.49	-228.49	-274.09
% 销售收入	0.7%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%
资产减值损失	118.49	131.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.01	-0.01	0.00
投资收益	23.15	0.00	0.00	0.00	0.00
% 税前利润	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,333.54	1,584.71	1,832.41	2,381.77	3,034.42
营业利润率	19.0%	15.4%	12.9%	13.6%	14.4%
营业外收支	60.30	4.65	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,393.84	1,589.35	1,832.41	2,381.77	3,034.42
利润率	19.9%	15.4%	12.9%	13.6%	14.4%
所得税	-130.53	-194.57	-311.51	-357.27	-455.16
所得税率	9.4%	12.2%	17.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,026.32	1,242.13	1,520.90	2,024.50	2,579.26
少数股东损益	-2.39	3.30	4.04	5.38	6.85
归属于母公司的净利润	1,028.71	1,238.84	1,516.86	2,019.13	2,572.41
净利率	14.7%	12.0%	10.7%	11.5%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,026.32	1,242.13	1,520.90	2,024.50	2,579.26
加:折旧和摊销	148.64	186.95	170.27	172.23	174.19
资产减值准备	118.49	131.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.01	-0.01	0.00
财务费用	46.36	103.35	184.49	228.49	274.09
投资收益	-23.15	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	-2.39	3.30	4.04	5.38	6.85
营运资金的变动	-759.56	-1,992.76	-251.52	-1,525.27	-245.05
经营活动现金净流	590.42	23.95	1,624.14	899.95	2,782.49
固定资本投资	-389.97	-852.94	-570.00	-310.00	-10.00
投资活动现金净流	-489.30	-1,206.46	-620.00	-360.00	-60.00
股利分配	-132.40	-132.40	-182.02	-242.30	-308.69
其他	962.21	2,182.57	3,211.44	-228.49	-3,976.64
筹资活动现金净流	829.80	2,050.16	3,029.41	-470.78	-4,285.33
现金净流量	930.92	867.65	4,033.56	69.17	-1,562.84

资产负债表 (人民币百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,611.16	2,423.17	6,456.73	6,525.90	4,963.05
应收款项	3,554.71	4,802.85	6,720.29	7,550.90	9,568.22
存货	712.35	1,508.68	1,707.45	2,233.68	2,432.47
其他流动资产	176.40	595.93	625.34	734.73	764.14
流动资产	6,054.62	9,330.63	15,509.80	17,045.20	17,727.89
% 总资产	68.4%	70.1%	77.8%	78.7%	79.8%
长期投资	47.69	239.69	239.69	239.69	239.69
固定资产	1,596.89	1,911.11	1,826.54	1,681.18	1,535.01
% 总资产	18.0%	14.4%	9.2%	7.8%	6.9%
无形资产	571.53	626.37	660.66	693.79	725.76
非流动资产	2,801.93	3,986.23	4,427.91	4,603.68	4,488.79
% 总资产	31.6%	29.9%	22.2%	21.3%	20.2%
资产总计	8,856.55	13,316.86	19,937.71	21,648.88	22,216.68
短期借款	1,062.84	1,326.65	4,000.00	4,000.00	297.44
应付款项	2,488.75	3,204.88	5,090.93	5,019.89	7,019.68
其他流动负债	255.61	361.49	361.50	361.49	361.49
流动负债	3,807.20	4,893.02	9,452.42	9,381.38	7,678.61
长期贷款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	62.84	1,529.21	1,529.21	1,529.21	1,529.21
负债	3,870.04	6,422.24	10,981.64	10,910.59	9,207.82
普通股股东权益	4,974.51	6,714.72	8,772.13	10,548.97	12,812.69
少数股东权益	11.99	179.91	183.95	189.32	196.17
负债股东权益合计	8,856.55	13,316.86	19,937.71	21,648.88	22,216.68

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	0.69	0.83	1.01	1.35	1.72
每股净资产 (元)	3.33	4.50	5.85	7.04	8.55
每股经营现金净流 (元)	0.40	0.02	1.09	0.60	1.86
每股股利 (元)	0.09	0.09	0.12	0.16	0.21
回报率					
净资产收益率	20.68%	18.45%	17.29%	19.14%	20.08%
总资产收益率	11.59%	9.33%	7.63%	9.35%	11.61%
投入资本收益率	26.36%	32.38%	25.40%	30.34%	31.14%
增长率					
营业总收入增长率	31.98%	47.04%	37.88%	23.85%	19.96%
EBIT 增长率	51.35%	24.64%	41.59%	29.42%	26.75%
净利润增长率	40.97%	20.43%	22.44%	33.11%	27.40%
总资产增长率	45.57%	50.36%	49.72%	8.58%	2.62%
资产管理能力					
应收账款周转天数	138.6	133.1	133.1	133.1	133.1
存货周转天数	34.7	38.8	40.8	40.4	39.8
应付账款周转天数	41.1	40.7	40.9	40.8	40.8
固定资产周转天数	74.8	61.3	47.4	35.9	27.5
偿债能力					
净负债/股东权益	-27.28%	-53.66%	-12.23%	4.35%	-24.87%
EBIT 利息保障倍数	24.7	13.8	10.9	11.4	12.1
资产负债率	43.70%	48.23%	55.08%	50.40%	41.45%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。