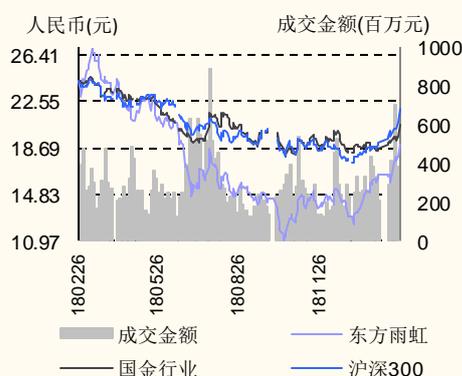


## 东方雨虹 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格(人民币): 18.95元  
 目标价格(人民币): 25.00-25.00元  
 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 993.47  
 总市值(百万元) 28,274.97  
 年内股价最高最低(元) 27.03/10.97  
 沪深300指数 3729.48  
 中小板综 9008.27



## 相关报告

1. 《营收毛利率维持高位, 地产承压不改长期趋势-《2018-10-...》, 2018.10.22
2. 《十载高增气如虹, 千亿市场育真龙-《2018-10-16 公司深...》, 2018.10.17

刘妍雪 联系人  
 liuyanxue@gjzq.com.cn

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001  
 (8621)60230241  
 huangjunwei@gjzq.com.cn

## 业绩增长符合预期, 地产承压不改长期趋势

## 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.165	1.405	1.012	1.263	1.526
每股净资产(元)	5.64	7.61	9.14	11.08	13.48
每股经营性现金流(元)	0.67	0.03	0.35	0.77	1.34
市盈率(倍)	18.61	28.45	18.72	15.00	12.42
净利润增长率(%)	40.97%	20.43%	22.50%	24.81%	20.81%
净资产收益率(%)	20.68%	18.45%	18.84%	19.38%	19.25%
总股本(百万股)	882.69	881.85	1,499.16	1,499.16	1,499.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布业绩快报, 2018 年营收/利润总额/归母业绩达 142/18.5/15 亿元, 同增 38%/29%/23%。

## 经营分析

- 业绩增长符合预期, Q4 营收增速亮眼。公司 2018 年营收/利润总额/归母业绩达 142/18.5/15 亿元, 同增 38%/29%/23%。其中 Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别为 27/32/39/49 亿元, 同增 27%/32%/39%/48%, Q4 营收有所提速; Q1/Q2/Q3/Q4 利润总额分别为 1.2/5.9/5.5/6 亿元, 同增 25%/27%/22%/38%, Q4 利润总额提速主要系营收提速所致, 利润总额增速低于营收增速主要系油价上涨致毛利率下滑; Q1/Q2/Q3/Q4 归母业绩分别为 1/5.2/5/4 亿元, 同增 26%/25%/32%/9%, Q4 归母业绩增速放缓主要系所得税率较高, 根据测算 2017/2018 年所得税率分别为 14%/18%。
- 大地产商集中度加速提升+渠道下沉三四线城市, 双管齐下无虞新开工增速放缓。1) 1-12 月新开工面积同增 17%维持高位, 但考虑销售低迷、土地购置面积放缓, 预计 2019 年新开工面积增速将呈现回落, 考虑防水材料主要应用于地产前端, 市场担心新开工面积增速回落将导致东方雨虹营收增速下行。2) 我们认为, 东方雨虹凭借产能布局广+产品优质两大优势深度绑定大地产商, 将受益地产集中度加速提升的趋势, 同时考虑雨虹目前在地产用防水材料市占率不足 15%, 伴随公司整合工程渠道、直销部门, 未来进一步下沉三四线城市, 市占率有望进一步提升。
- 经营质量稳步提升, 盈利能力持续回暖。1) 经营质量稳步提升: 自上而下来看, 2018 年 11 月总理在国务院常务会议上指出要抓紧开展专项清欠行动, 切实解决政府部门和国有大企业拖欠民营企业账款问题; 自下而上来看, 公司自 2018 年 10 月以来通过更改考核机制(重视应收账款回款及经营活动现金流), 我们预计公司 2018 年 Q4 经营情况有望大幅好转。2) 盈利能力恢复性回暖: 2018 年 10 月布油冲至 87 元/桶后逐步回落, 公司营业成本以原材料为主, 与石化产品关联度较高, 原油价格回落利好公司盈利能力恢复。

## 盈利预测与估值

- 我们预计公司 2018-2020 年归母净利润达 15/18.9/22.8 亿元, 考虑近期市场风险偏好抬升, 给予 2019 年 20 倍 PE 估值, 上调目标价至 25 元。

风险提示: 地产下行超预期、石油上涨超预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	5,304	7,000	10,293	14,203	18,173	22,716	货币资金	624	1,611	2,423	1,967	1,896	1,980
增长率		32.0%	47.0%	38.0%	27.9%	25.0%	应收款项	2,572	3,555	4,803	7,113	9,148	11,386
主营业务成本	-3,142	-4,016	-6,409	-9,289	-12,267	-15,447	存货	636	712	1,509	2,217	2,994	3,855
%销售收入	59.2%	57.4%	62.3%	65.4%	67.5%	68.0%	其他流动资产	112	176	596	764	913	1,072
毛利	2,162	2,984	3,884	4,914	5,906	7,269	流动资产	3,944	6,055	9,331	12,062	14,952	18,293
%销售收入	40.8%	42.6%	37.7%	34.6%	32.5%	32.0%	%总资产	64.8%	68.4%	70.1%	68.6%	67.7%	68.0%
营业税金及附加	-91	-81	-99	-156	-200	-250	长期投资	33	48	240	240	240	240
%销售收入	1.7%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	1,479	1,869	2,722	4,114	5,625	7,046
营业费用	-653	-840	-1,180	-1,463	-1,817	-2,226	%总资产	24.3%	21.1%	20.4%	23.4%	25.5%	26.2%
%销售收入	12.3%	12.0%	11.5%	10.3%	10.0%	9.8%	无形资产	447	604	701	855	937	1,015
管理费用	-595	-825	-1,048	-1,278	-1,545	-1,931	非流动资产	2,140	2,802	3,986	5,533	7,125	8,624
%销售收入	11.2%	11.8%	10.2%	9.0%	8.5%	8.5%	%总资产	35.2%	31.6%	29.9%	31.4%	32.3%	32.0%
息税前利润 (EBIT)	823	1,238	1,556	2,017	2,344	2,862	<b>资产总计</b>	<b>6,084</b>	<b>8,857</b>	<b>13,317</b>	<b>17,595</b>	<b>22,077</b>	<b>26,917</b>
%销售收入	15.5%	17.7%	15.1%	14.2%	12.9%	12.6%	短期借款	623	1,063	1,327	2,688	4,285	5,617
财务费用	-27	-46	-103	-149	-196	-243	应付款项	1,153	2,489	3,205	4,580	5,757	7,032
%销售收入	0.5%	0.7%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	其他流动负债	176	256	361	563	552	673
资产减值损失	-69	-118	-132	-170	-175	-192	流动负债	1,952	3,807	4,893	7,830	10,594	13,322
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	23	0	0	0	0	其他长期负债	64	63	1,529	1,529	1,529	1,529
%税前利润	0.1%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>2,016</b>	<b>3,870</b>	<b>6,422</b>	<b>9,359</b>	<b>12,123</b>	<b>14,852</b>
营业利润	728	1,097	1,432	1,848	2,174	2,627	<b>普通股股东权益</b>	4,066	4,975	6,715	8,056	9,774	11,885
%营业利润率	13.7%	15.7%	13.9%	13.0%	12.0%	11.6%	少数股东权益	2	12	180	180	180	180
营业外收支	109	60	5	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,084</b>	<b>8,857</b>	<b>13,317</b>	<b>17,595</b>	<b>22,077</b>	<b>26,917</b>
税前利润	837	1,157	1,437	1,851	2,177	2,630							
利润率	15.8%	16.5%	14.0%	13.0%	12.0%	11.6%	<b>比率分析</b>						
所得税	-108	-131	-195	-333	-283	-342		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	12.9%	11.3%	13.5%	18.0%	13.0%	13.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	729	1,026	1,242	1,518	1,894	2,288	每股收益	0.878	1.165	1.405	1.012	1.263	1.526
少数股东损益	-1	-2	3	0	0	0	每股净资产	4.895	5.636	7.614	9.135	11.083	13.478
归属于母公司的净利润	730	1,029	1,239	1,518	1,894	2,288	每股经营现金净流	0.507	0.669	0.027	0.353	0.770	1.344
净利率	13.8%	14.7%	12.0%	10.7%	10.4%	10.1%	每股股利	0.150	0.150	0.150	0.200	0.200	0.200
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	17.94%	20.68%	18.45%	18.84%	19.38%	19.25%
							总资产收益率	11.99%	11.62%	9.30%	8.62%	8.58%	8.50%
							投入资本收益率	15.27%	18.16%	13.94%	13.39%	13.02%	13.03%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	5.95%	31.98%	47.04%	37.99%	27.95%	25.00%
							EBIT增长率	14.12%	50.44%	25.68%	29.60%	16.24%	22.09%
							净利润增长率	26.57%	40.97%	20.43%	22.50%	24.81%	20.81%
							总资产增长率	18.34%	45.57%	50.36%	32.13%	25.47%	21.92%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	143.3	150.3	151.8	152.0	158.0	160.0
							存货周转天数	73.9	64.7	85.9	88.0	90.0	92.0
							应付账款周转天数	42.8	49.8	51.3	50.0	47.0	46.0
							固定资产周转天数	90.4	83.3	67.8	64.3	64.6	61.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-0.03%	-11.00%	4.84%	26.11%	38.36%	42.00%
							EBIT利息保障倍数	30.4	26.7	15.1	13.5	12.0	11.8
							资产负债率	33.13%	43.70%	48.23%	53.19%	54.91%	55.18%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	11	38
增持	1	3	4	5	14
中性	0	0	1	2	5
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.60	1.75	1.50	1.42

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-17	买入	11.14	15.00~15.00
2	2018-10-22	买入	11.70	15.00~15.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH