

东方雨虹 (002271)

2019-2-27

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

## 一份靓丽答卷

## 报告要点

## ■ 事件描述

东方雨虹发布业绩快报：2018 年实现营业收入 142.03 亿元，同比增长 38.0%，归属净利润 15.18 亿元，同比增长 22.5%；折合 2018Q4 单季实现营业收入 49.03 亿元，同比增长 47.6%；实现归属净利润 4.04 亿元，同比增长 9.1%。

## ■ 事件评论

- **品牌影响力不断提升，营业收入大幅增长。**公司 2018Q1-Q4 单季度收入增速分别为 27.2%、31.8%、38.6%、47.6%，逐季提升，2018 年四季度单季度收入也创下了公司成立以来单季度收入新高。公司收入大幅增长，主要系随着公司品牌影响力不断提升，产品销量同比增长，材料销售业务和施工服务业务规模均有所增长所致。
- **利润率经受住了原材料涨价压力测试。**公司 2018Q4 单季度利润总额同比增长 38.1%，全年利润总额同比增长 28.9%，成长性凸显。全年销售利润率为 13.0%，同比下降 0.9pct，2018Q4 单季销售利润率为 12.2%，同比下降 0.8pct。在原材料沥青价格在 2018 年大幅上涨超过 20% 的情况下，公司销售利润率仅小幅下滑，体现出了公司的原材料集中采购及择时采购优势，以及规模优势带来的摊薄。
- **单季度归属净利润率同比下降主要是所得税费用影响。**公司 2018Q4 单季度归属净利率为 8.2%，较 2017Q4 单季下降 2.9pct，单季度归属净利润增速与利润总额增速相差较大。我们认为造成这一现象的主要原因或是综合税率变动带来的影响（不考虑少数股东损益的影响下，2017Q4 综合税率约 14.5%，2018Q4 为 32.4%）。
- **2019 年有望迎来有质量的高增。**公司 2018 年以来现金流有所改善，考虑到年底为集中回款期，全年现金流情况有望交出优秀答卷。我们认为有质量的高增或将成为东方雨虹 2019 年发展的基调，防水材料行业进入集中度加速提升期，公司综合竞争实力已与竞争对手拉开了差距，2018 年末的组织架构变革透露出公司更加注重经营质量的决心。预计 2019、2020 年实现 EPS1.28、1.63 元，对应 PE 为 14.6、11.5 倍<sup>1</sup>，维持买入评级。

<sup>1</sup> 估值模型中的 EPS 采用最新总股本（考虑增发摊薄等因素的影响）计算。

分析师 范超

☎ (8621) 61118709

✉ fanchao@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513080001

分析师 孙明新

☎ (8610) 57065357

✉ sunmx1@cjsc.com.cn

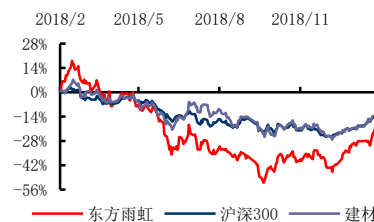
执业证书编号：S0490517070001

联系人 张弛

☎ (8621) 61118709

✉ zhangchi8@cjsc.com.cn

## 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《站在拐点看雨虹》2019-1-31

《百尺竿头，蓄势待发》2018-11-14

《收入增长加速，毛利率维持稳定》2018-10-21

**风险提示：**

1. 原材料价格大幅上涨；
2. 下游地产、基建等领域需求大幅下滑。

## 主要财务指标

|                  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）        | 10293  | 14203  | 17907  | 22745  |
| 增长率(%)           | 47%    | 38%    | 26%    | 27%    |
| 归属母公司所有者净利润（百万元） | 1239   | 1518   | 1921   | 2437   |
| 增长率(%)           | 20%    | 23%    | 27%    | 27%    |
| 每股收益(元)          | 0.83   | 1.01   | 1.28   | 1.63   |
| 净资产收益率（%）        | 18.45% | 18.47% | 18.94% | 19.38% |

## 财务报表及指标预测

| 利润表（百万元）             |              |              |              |              | 资产负债表（百万元）     |              |              |              |              |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                      | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         |                | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         |
| <b>营业收入</b>          | <b>10293</b> | <b>14203</b> | <b>17907</b> | <b>22745</b> | 货币资金           | 2423         | 4657         | 5084         | 6238         |
| 营业成本                 | 6409         | 9246         | 11589        | 14641        | 交易性金融资产        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>毛利</b>            | <b>3884</b>  | <b>4958</b>  | <b>6318</b>  | <b>8104</b>  | 应收账款           | 4282         | 5370         | 5642         | 7166         |
| %营业收入                | 37.73%       | 34.91%       | 35.28%       | 35.63%       | 存货             | 1509         | 1596         | 1905         | 2482         |
| 营业税金及附加              | 99           | 142          | 179          | 227          | 预付账款           | 293          | 311          | 390          | 534          |
| %营业收入                | 0.96%        | 1.00%        | 1.00%        | 1.00%        | 其他流动资产         | 824          | 1052         | 2380         | 2640         |
| 销售费用                 | 1180         | 1648         | 2059         | 2661         | <b>流动资产合计</b>  | <b>9331</b>  | <b>12986</b> | <b>15402</b> | <b>19061</b> |
| %营业收入                | 11.47%       | 11.60%       | 11.50%       | 11.70%       | 可供出售金融资产       | 240          | 340          | 340          | 340          |
| 管理费用                 | 1048         | 1264         | 1612         | 2047         | 持有至到期投资        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| %营业收入                | 10.18%       | 9.50%        | 9.70%        | 9.70%        | 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用                 | 103          | 72           | 209          | 305          | 投资性房地产         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| %营业收入                | 1.00%        | 0.51%        | 1.17%        | 1.34%        | 固定资产合计         | 1911         | 2275         | 2576         | 2837         |
| 资产减值损失               | 132          | 182          | 72           | 71           | 无形资产           | 626          | 767          | 944          | 1062         |
| 公允价值变动收益             | 0            | 0            | 0            | 0            | 商誉             | 47           | 47           | 47           | 47           |
| 投资收益                 | 0            | 0            | 0            | 0            | 递延所得税资产        | 120          | 130          | 130          | 130          |
| <b>营业利润</b>          | <b>1432</b>  | <b>1848</b>  | <b>2236</b>  | <b>2843</b>  | 其他非流动资产        | 1042         | 2104         | 2804         | 3504         |
| %营业收入                | 13.91%       | 13.01%       | 12.49%       | 12.50%       | <b>资产总计</b>    | <b>13317</b> | <b>18650</b> | <b>22242</b> | <b>26980</b> |
| 营业外收支                | 5            | 4            | -1           | -1           | 短期贷款           | 1327         | 4232         | 4732         | 5232         |
| <b>利润总额</b>          | <b>1437</b>  | <b>1852</b>  | <b>2235</b>  | <b>2842</b>  | 应付款项           | 901          | 880          | 1103         | 1444         |
| %营业收入                | 13.96%       | 13.04%       | 12.48%       | 12.49%       | 预收账款           | 598          | 783          | 987          | 1258         |
| 所得税费用                | 195          | 329          | 310          | 401          | 应付职工薪酬         | 53           | 79           | 100          | 124          |
| 净利润                  | 1242         | 1523         | 1925         | 2441         | 应交税费           | 306          | 411          | 518          | 676          |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>1239</b>  | <b>1518</b>  | <b>1921</b>  | <b>2437</b>  | 其他流动负债         | 1708         | 2409         | 3021         | 4026         |
| 少数股东损益               | 3            | 5            | 4            | 4            | <b>流动负债合计</b>  | <b>4893</b>  | <b>8794</b>  | <b>10462</b> | <b>12759</b> |
| <b>EPS（元/股）</b>      | <b>0.83</b>  | <b>1.01</b>  | <b>1.28</b>  | <b>1.63</b>  | 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>现金流量表（百万元）</b>    |              |              |              |              | 应付债券           | 1430         | 1450         | 1450         | 1450         |
|                      | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 递延所得税负债        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>经营活动现金流净额</b>     | <b>24</b>    | <b>1483</b>  | <b>1703</b>  | <b>2436</b>  | 其他非流动负债        | 99           | 0            | 0            | 0            |
| 取得投资收益               | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>负债合计</b>    | <b>6422</b>  | <b>10245</b> | <b>11912</b> | <b>14209</b> |
| 长期股权投资               | 0            | 0            | 0            | 0            | 归属于母公司         | 6715         | 8220         | 10142        | 12579        |
| 无形资产投资               | 0            | -157         | -196         | -140         | 少数股东权益         | 180          | 185          | 189          | 192          |
| 固定资产投资               | -1106        | -1815        | -1497        | -1441        | <b>股东权益</b>    | <b>6895</b>  | <b>8405</b>  | <b>10331</b> | <b>12771</b> |
| 其他                   | -101         | 57           | 196          | 140          | <b>负债及股东权益</b> | <b>13317</b> | <b>18650</b> | <b>22242</b> | <b>26980</b> |
| <b>投资活动现金流净额</b>     | <b>-1206</b> | <b>-1915</b> | <b>-1497</b> | <b>-1441</b> | <b>基本指标</b>    |              |              |              |              |
| 债券融资                 | 1827         | 20           | 0            | 0            | EPS            | 0.83         | 1.01         | 1.28         | 1.63         |
| 股权融资                 | 200          | 0            | 0            | 0            | BVPS           | 4.60         | 5.61         | 6.89         | 8.52         |
| 银行贷款增加（减少）           | 250          | 0            | 0            | 0            | PE             | 22.63        | 18.47        | 14.59        | 11.50        |
| 筹资成本                 | -221         | -148         | -279         | -341         | PEG            | 1.11         | 0.82         | 0.55         | 0.43         |
| 其他                   | -6           | 2794         | 500          | 500          | PB             | 2.46         | 3.41         | 2.76         | 2.23         |
| <b>筹资活动现金流净额</b>     | <b>2050</b>  | <b>2665</b>  | <b>221</b>   | <b>159</b>   | EV/EBITDA      | 10.40        | 13.48        | 10.45        | 8.07         |
| <b>现金净流量</b>         | <b>868</b>   | <b>2234</b>  | <b>427</b>   | <b>1154</b>  | ROE            | 18.45%       | 18.47%       | 18.94%       | 19.38%       |

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

|      |                      |
|------|----------------------|
| 看 好: | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数  |
| 中 性: | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| 看 淡: | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数  |

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

|      |                             |
|------|-----------------------------|
| 买 入: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%     |
| 增 持: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间 |
| 中 性: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间  |
| 减 持: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%      |

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** 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; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 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。

本公司及作者在自身所知情形范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。