

防水龙头稳健发展进入收获期

——东方雨虹（002271.SZ）2018 年财报点评

2019 年 3 月 28 日

强烈推荐/上调

东方雨虹

财报点评

赵军胜

分析师

执业证书编号：S1480512070003

Email:zhaojs@dxzq.net.cn

Tel:010-66554088

事件：

3 月 27 日，公司发布 2018 年财报。公司 2018 年实现营业总收入 140.46 亿元，同比增加 36.46%，实现归属上市公司股东的净利润 15.08 亿元，同比增长 21.75%。每股收益为 1.01 元，同比增长 21.69%，每 10 股送现金红利 3 元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
营业收入（百万元）	1497.79	2812.80	2659.96	3322.42	1904.59	3708.42	3687.60	4745.10
增长率（%）	45.91%	48.47%	41.71%	50.87%	27.16%	31.84%	38.63%	42.82%
毛利率（%）	40.27%	40.49%	38.93%	33.28%	35.95%	37.41%	36.05%	30.71%
期间费用率（%）	34.67%	21.62%	20.13%	20.12%	29.92%	19.93%	23.82%	18.26%
营业利润率（%）	5.18%	17.08%	16.86%	12.81%	6.24%	15.90%	14.64%	11.99%
净利润（百万元）	77.57	414.02	396.23	354.31	97.82	519.44	498.16	395.52
增长率（%）	40.76%	34.64%	11.07%	15.42%	26.11%	25.46%	25.72%	11.63%
每股盈利（季度，元）	0.089	0.470	0.425	0.420	0.112	0.347	0.331	0.264
资产负债率（%）	41.63%	48.27%	53.00%	48.23%	45.91%	53.17%	54.11%	58.84%
净资产收益率（%）	1.52%	7.59%	6.17%	5.14%	1.40%	7.00%	6.25%	4.89%
总资产收益率（%）	0.88%	3.93%	2.90%	2.66%	0.75%	3.28%	2.87%	2.01%

观点：

➤ **销量提高，营业收入持续增长。**公司 2018 年实现营业总收入 140.46 亿元，同比增加 36.46%，主要是公司产品销量继续高速增长。分季度来看，2018 年 Q1-Q4 公司营业收入分别为 19.05 亿元、37.08 亿元、36.88 亿元和 47.45 亿元，对应营收增长率分别为 27.16%、31.84%、38.63%和 42.82%，营业收入呈现持续增长态势，Q1-Q4 营收增长率逐季提升，势头良好。

从销量与价格来看，2018 年，公司销售防水材料共计 6.33 亿平米，相比 2017 年增加 46.27%，防水材料单位产品均价为 17.85 元/平米，相比 2017 年的 19.20 元/平米降低了 1.35 元/平米，主要是公司为了提升市场占有率快速占领市场，降价销售所致，因此营收增速不及销量增速。

公司 2018 年防水材料销售收入占到营业收入比重的 80.42%，与 2017 年基本持平，其中防水卷材收入占营业收入的 52.11%，防水涂料收入占营业收入的 28.31%。防水工程施工收入占营业收入比重的 13.89%，其他收入占营业收入的 4.85%。此外，材料销售业务收入占营业收入总额的 0.84%，相比 2017 年的 0.46% 有所提升，材料销售业务收入同比增加了 151.84%。

分地区来看, 中国大陆仍然是公司营业收入的主要来源, 占到营业收入的 99.03%, 香港及澳门的营业收入占比为 0.02%。此外, 其他国家及地区贡献了 0.95% 的营业收入, 相比 2017 年的 0.56% 有较大幅度的提升, 其他国家或地区的营业收入金额增加了 133.65%。

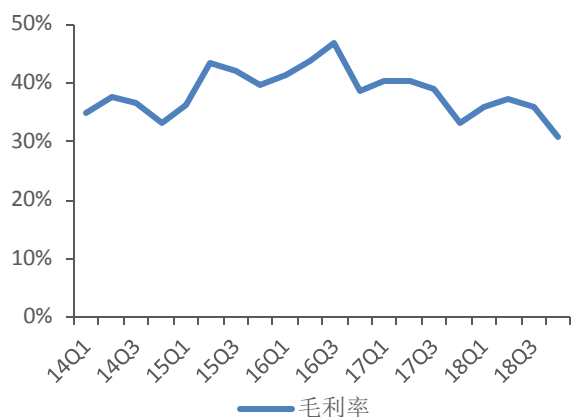
- **成本控制良好受降价影响毛利率下降, 费用率整体下降。**2018 年公司实现营业利润 18.18 亿元, 同比增长 26.92%, 实现归属上市公司股东的净利润 15.08 亿元, 同比增长 21.75%。分季度来看, 公司 2018 年 Q1-Q4 的净利润分别为 9781.97 万元、5.19 亿元、4.98 亿元和 3.95 亿元, 对应净利润增长率分别为 26.11%、25.46%、25.72% 和 11.63%, 第 4 季度公司营业利润保持较高的增长水平, 净利润增速下降主要是实际所得税率提升所致。

在大宗原材料价格上涨的背景下, 公司较好的控制了产品成本。2018 年公司防水材料平均成本为 11.16 元/平米, 相比 2017 年的 11.39/平米降低了 0.23 元/平米。从成本构成项目来看, 公司在直接人工、燃料动力与制造费用方面成本控制较好, 与 2017 年相比占营业成本比重均小幅下降。受原材料价格大幅上涨的影响, 直接材料占营业成本的比重由 2017 年的 90.76% 上升至 91.02%, 但总体而言原材料成本控制较好, 主要是因为公司通过利用规模经营优势与上游主要原材料供应商建立了战略合作关系, 确保公司能长期稳定以相对较低的价格获得主要原材料, 使得营业成本未受较大影响。综合产品降价销售的因素, 2018 年公司防水材料的毛利为 6.69 元/平米, 相比 2017 年的 7.81/平米降低了 1.12 元/平米, 防水材料毛利率为 37.48%, 同比下降 3.21%。综合防水工程施工等其他业务的影响, 公司整体毛利率由 2017 年的 37.73% 下降至 34.59%。

期间费用方面, 2018 年公司销售费用、管理费用、财务费用均有增加, 系销售规模扩大所致。销售费用率为 12.09%, 同比提高 0.62 个百分点, 系广告宣传费、促销费用等增加所致; 管理费用率为 8.44%, 相比 2017 年下降 1.74 个百分点, 公司在人工费用方面管控良好; 财务费用率为 1.37%, 同比增加了 0.37 个百分点, 主要系 2018 年借款增加造成利息支出增加以及保理费用增加所致。此外, 公司研发费用同比增加 31.62%, 研发费用占营业收入比重的 1.91%, 与 2017 年相比变化不大。

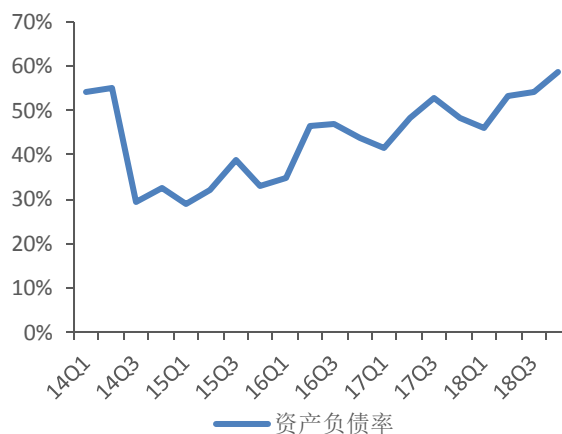
- **组织架构调整, 降速增效稳健发展。**2018 年 10 月 31 日公司对组织战略与组织架构进行调整。此次调整是基于东方雨虹一贯优秀的发展势能、并结合国内外经济环境作出的快速反应, 将原来的“1+6”事业群调整为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰控股、投资控股公司, 其中工程建材集团划分为北方区、华东区、华南区三大区。公司力求通过新的组织架构整合价值产业链和渠道优势资源, 实现扁平的管理, 新合伙人制度提升加大项目综合评价激励。有利公司成本管控和不同渠道的资源共享。公司规模优势突出, 龙头地位稳固, 从 2019 年公司进入稳健发展阶段, 从快速增长期进入产能释放期和收获期。
- **盈利预测和投资评级:** 预计公司 2019 年到 2021 年的 EPS 分别为 1.39 元、1.80 元和 2.21 元, 对应 PE 分别为 15 倍、12 倍和 10 倍, 考虑到公司规模优势突出, 品牌效应带来综合竞争力, 全国布局降低成本, 受益于大湾区和雄安新区建设。上调公司为“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 房地产行业韧性不及预期。

图 1: 东方雨虹毛利率变化



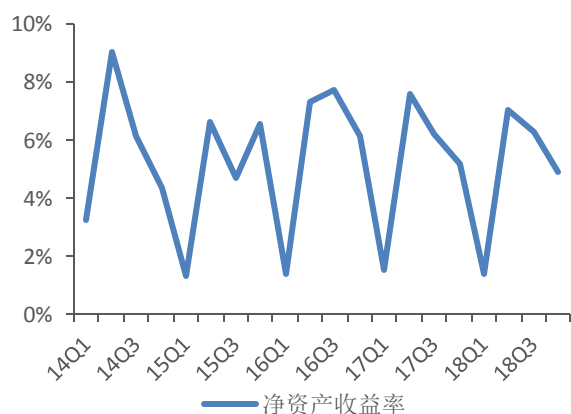
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 东方雨虹资产负债率变化



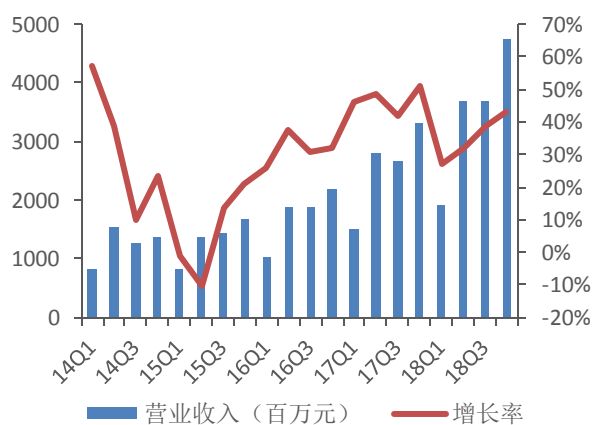
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 东方雨虹单季度净资产收益率变化



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 东方雨虹单季度营业收入



资料来源: wind, 东兴证券整理

公司盈利预测表

资产负	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9330.63	13952.31	14472.90	24379.62	28102.49	营业收入	10292.97	14045.71	18667.00	23016.00	28172.00				
货币资金	2423.17	4854.92	4941.28	9206.40	9860.20	营业成本	6409.44	9187.09	12120.00	14776.00	17861.00				
应收账款	4281.92	4510.85	4602.82	7566.90	9262.03	营业税金及附加	99.18	121.64	149.00	184.00	225.00				
其他应收	144.14	223.42	296.93	366.11	448.13	营业费用	1180.49	1698.64	2146.71	2715.89	3324.30				
预付款项	293.15	376.44	497.64	1236.44	1236.44	管理费用	1047.57	916.98	1493.36	1956.36	2394.62				
存货	1508.68	2172.29	2855.67	3481.47	4208.35	财务费用	103.35	192.79	229.74	115.65	346.03				
其他流动	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	131.77	62.44	40.00	40.00	40.00				
非流动资	3986.23	5699.40	5973.10	7524.56	9976.05	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	2.82	2.82	2.82	2.82				
固定资产	1911.11	3031.86	3564.59	4565.97	7339.77	营业利润	1432.06	1817.58	2491.01	3230.92	3983.87				
无形资产	626.37	961.88	865.69	769.50	673.31	营业外收入	13.78	14.57	14.78	14.78	14.78				
其他非流	204.16	672.38	672.40	672.40	672.40	营业外支出	9.13	10.38	9.10	9.10	9.10				
资产总计	13316.86	19651.71	20446.00	31904.18	38078.54	利润总额	1436.71	1821.77	2496.69	3236.60	3989.55				
流动负债	4893.02	9910.28	8085.75	16766.06	19535.30	所得税	194.57	310.84	425.94	552.16	680.62				
短期借款	1326.65	3713.37	0.00	7647.01	9216.06	净利润	1242.13	1510.93	2070.75	2684.44	3308.93				
应付账款	901.04	3080.89	4383.12	5343.65	6459.32	少数股东损益	3.30	2.71	3.73	4.83	5.96				
预收款项	598.38	819.18	1192.52	1192.52	1192.52	归属母公司净	1238.84	1508.22	2067.02	2679.61	3302.97				
一年内到	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	1712.94	2274.98	2853.99	3596.94	4783.85				
非流动负	1529.21	1652.93	1506.98	1504.22	1504.22	EPS (元)	1.40	1.01	1.39	1.80	2.21				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比 率									
应付债券	1430.29	1504.02	1504.02	1504.02	1504.02										
负债合计	6422.24	11563.21	9592.73	18270.28	21039.52	成长能力									
少数股东	179.91	187.75	191.48	196.31	202.27	营业收入增长	47.04%	36.46%	32.90%	23.30%	22.40%				
实收资本	881.85	1492.08	1492.08	1492.08	1492.08	营业利润增长	30.60%	26.92%	37.05%	29.70%	23.30%				
资本公积	1966.26	1377.92	1377.92	1377.92	1377.92	归属于母公司	20.43%	21.74%	37.05%	29.64%	23.26%				
未分配利	3861.34	5193.17	7199.01	9799.30	13004.50	获利能力									
归属母公	6714.72	7900.75	10285.56	12965.17	16268.14	毛利率(%)	37.73%	34.59%	35.07%	35.80%	36.60%				
负债和所	13316.86	19651.71	20446.00	31904.18	38078.54	净利率(%)	12.04%	10.74%	11.07%	11.64%	11.72%				
现金流						总资产净利润		9.33%	7.69%	10.32%	8.54%				
						ROE (%)	18.45%	19.09%	20.10%	20.67%	20.30%				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E										
经营活动	81.75	2118.37	3657.41	(1520.66)	2277.21	偿债能力									
净利润	1242.13	1510.93	2070.75	2684.44	3308.93	资产负债率	48.23%	58.84%	47.80%	58.13%	56.09%				
折旧摊销	177.53	264.61	133.24	250.37	453.95	流动比率	1.91	1.41	1.79	1.45	1.44				
财务费用	(103.35)	(192.79)	(229.74)	(115.65)	(346.03)	速动比率	1.60	1.19	1.44	1.25	1.22				
应付账款	353.37	2179.85	1302.23	960.53	1115.67	营运能力									
预收账款	228.22	220.80	373.34	0.00	0.00	总资产周转率	0.93	0.85	0.93	0.88	0.81				
投资活动	(1298.68)	(1743.22)	(347.32)	(1742.82)	(2846.43)	应收账款周转	2.87	3.19	4.10	3.78	3.35				
公允价值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转	8.85	4.61	3.25	3.04	3.03				
长期股权	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)									
投资收益	0.00	2.82	2.82	2.82	2.82	每股收益(最	1.40	1.01	1.39	1.80	2.21				
筹资活动	1546.42	2057.28	(3223.73)	7528.60	1223.02	每股净现金流	0.98	1.57	0.06	2.86	0.44				
应付债券	1430.29	73.73	0.00	0.00	0.00	每股净资产	7.61	5.30	6.89	8.69	10.90				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率									
普通股增	(0.84)	610.23	0.00	0.00	0.00	P/E	15.06	20.88	15.23	11.74	9.53				
资本公积	193.66	(588.34)	0.00	0.00	0.00	P/B	2.77	3.98	3.06	2.43	1.93				
现金净增	329.49	2432.43	86.36	4265.12	653.80	EV/EBITDA	11.05	13.99	9.82	8.73	6.76				

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。2018年获今日投资“天眼”中国最佳分析师建筑材料盈利预测最准确分析师和唯一的三年五星级分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。