

东方雨虹 (002271)

2019-3-28

公司报告 | 点评报告

评级 买入 维持

## 有质量的高增

### 报告要点

#### ■ 事件描述

公司发布 2018 年报：全年实现营业收入 140.46 亿元，同增 36.5%，实现归属净利润 15.08 亿元，同比增长 21.8%。

#### ■ 事件评论

- **单季度收入 47.5 亿元，创历史新高。**公司 2018 年 Q1-Q4 收入同增 27.16%/31.84%/38.63%/42.82%，收入增长持续加速。我们认为除了受益地产开工高企外，还受益于 2016 年以来随着下游客户集中度提升、消费升级以及环保带来的落后产能淘汰，防水材料行业国标产品快速替代非标产品，集中度加速提升。我们认为防水行业市场容量大约在 1500 亿元左右，若国标产品能够做到 1000 亿元，公司防水业务前景可期。
- **毛利率拐点已现，公司已经度过最艰难的时刻。**Q4 毛利率环比下滑，主要原因包括：1) 沥青价格上涨，10 月份达到高点，2018Q4 承受了较大的成本压力；2) Q4 集中转固，较 Q3 新增固定资产 8 亿元，折旧摊销较大；3) 毛利率较低的施工业务一般集中在 Q4 结算。考虑到原材料价格基本企稳，公司也有望对下游实现价格传导，预计 2019 年防水行业盈利中枢或整体上移，公司已经度过最艰难的时刻。
- **Q4 利润总额同增 31%，较 Q3 提速。**由于公司 2018 年新增产能较多等原因导致单季度所得税率高达 30%，预计 2019 年将有所改善。剔除此影响仅比较扣税前的利润总额，公司 2018Q4 实现利润总额 5.67 亿元，同比增长 31%，增速较 2018Q3 有所提升。
- **经营性现金流大幅改善。**公司办理应收账款保理 7.5 亿元，计入筹资活动的现金流入，是公司将应收账款提前变现的表现。公司 2018 年销售商品等收到的现金为 130 亿元，加上 ABN、保理收到的应收款 13 亿元，合计金额达 143 亿元，超营业收入。全年经营活动现金净流量达 10 亿元，同比大幅提升，公司现金流情况大幅改善。
- 当前下游需求具备一定韧性，基建业务贡献新的边际增量，考虑到防水材料行业具备很大的优化空间（国标替代非标、防水标准提升等），未来龙头市占率有望继续提升。预计 2019-2021 年实现 EPS 1.31、1.71、2.25 元，对应 PE 为 16、12、9 倍，维持买入评级。

**风险提示：**

1. 下游需求大幅下滑、原材料大幅涨价；
2. 应收账款风险。

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

《一份靓丽答卷》2019-2-27

《站在拐点看雨虹》2019-1-31

《百尺竿头，蓄势待发》2018-11-14

**主要财务指标**

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	14046	17729	21038	26783
增长率(%)	36%	26%	19%	27%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	1508	1953	2552	3351
增长率(%)	22%	30%	31%	31%
每股收益(元)	1.01	1.31	1.71	2.25
净资产收益率 (%)	19.09%	19.81%	20.57%	21.27%

**财务报表及指标预测**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2018	2019	2020	2021		2018	2019	2020	2021
<b>营业收入</b>	<b>14046</b>	<b>17729</b>	<b>21038</b>	<b>26783</b>	货币资金	4855	945	1935	1963
营业成本	9187	11521	13654	17390	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>4859</b>	<b>6208</b>	<b>7384</b>	<b>9393</b>	应收账款	4511	6703	6628	8438
%营业收入	34.59%	35.02%	35.10%	35.07%	存货	2172	1989	2244	3089
营业税金及附加	122	177	210	268	预付账款	376	459	544	724
%营业收入	0.87%	1.00%	1.00%	1.00%	其他流动资产	2038	1047	2432	2871
销售费用	1699	2131	2588	3160	<b>流动资产合计</b>	<b>13952</b>	<b>11143</b>	<b>13784</b>	<b>17086</b>
%营业收入	12.09%	12.02%	12.30%	11.80%	可供出售金融资产	250	350	350	350
管理费用	917	1365	1599	1955	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	6.53%	7.70%	7.60%	7.30%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	193	14	9	29	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.37%	0.08%	0.04%	0.11%	固定资产合计	3032	3234	3364	3476
资产减值损失	62	227	72	89	无形资产	962	1177	1447	1643
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	52	52	52	52
投资收益	3	0	0	0	递延所得税资产	162	130	130	130
<b>营业利润</b>	<b>1818</b>	<b>2378</b>	<b>3006</b>	<b>3992</b>	其他非流动资产	1242	1834	2534	3234
%营业收入	12.94%	13.41%	14.29%	14.90%	<b>资产总计</b>	<b>19652</b>	<b>17919</b>	<b>21660</b>	<b>25970</b>
营业外收支	4	4	-1	-1	短期贷款	3713	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1822</b>	<b>2382</b>	<b>3005</b>	<b>3991</b>	应付款项	3081	1528	1811	1715
%营业收入	12.97%	13.44%	14.28%	14.90%	预收账款	819	1001	1187	1536
所得税费用	311	423	448	631	应付职工薪酬	42	81	96	117
净利润	1511	1959	2557	3360	应交税费	344	505	599	744
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1508</b>	<b>1953</b>	<b>2552</b>	<b>3351</b>	其他流动负债	1911	3231	3836	4369
少数股东损益	3	7	5	8	<b>流动负债合计</b>	<b>9910</b>	<b>6346</b>	<b>7530</b>	<b>8481</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>1.01</b>	<b>1.31</b>	<b>1.71</b>	<b>2.25</b>	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	1504	1524	1524	1524
					递延所得税负债	1	0	0	0
					其他非流动负债	148	0	0	0
					<b>负债合计</b>	<b>11563</b>	<b>7870</b>	<b>9054</b>	<b>10005</b>
					归属于母公司	7901	9855	12406	15758
					少数股东权益	188	194	200	208
					<b>股东权益</b>	<b>8088</b>	<b>10049</b>	<b>12606</b>	<b>15965</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>19652</b>	<b>17919</b>	<b>21660</b>	<b>25970</b>
					<b>基本指标</b>				
					EPS	1.01	1.31	1.71	2.25
					BVPS	5.42	6.73	8.45	10.70
					PE	20.86	16.12	12.33	9.39
					PEG	0.96	0.55	0.40	0.30
					PB	3.98	4.51	3.59	2.82
					EV/EBITDA	115.54	15.24	12.64	9.72
					ROE	19.09%	19.81%	20.57%	21.27%

## 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。