

东方雨虹 (002271.SZ)

收入增长加速，组织架构调整寻求模式变革

事件: 公司发布 2018 年业绩快报。2018 年公司实现营业收入 142.03 亿元，同比增长 37.99%，实现归母净利润 15.18 亿元，同比增长 22.54%，加权平均 ROE 为 20.7%。

Q4 收入加速增长，盈利能力有所下降。 公司 2018 年实现营收增长 38%，PS 战略持续执行下，产能释放叠加地产客户集中度快速提升带来规模快速增长，市场份额加速提升；预计直销、工渠和零售业务均保持较快增长。公司 18 年实现净利率 10.7%，较上年下降了 1.3 个百分点，盈利能力小幅下降，一方面受到沥青等原材料价格上涨的影响，预计毛利率较上年有所下降，另一方面主要受到所得税率变化的影响：18 年所得税率约为 18%，较 17 年的 13.8% 提高了 4.2 个百分点，预计是受到子公司所得税率的影响。分季度来看，2018Q1-Q4 季度收入增速分别为 27.2%、31.8%、38.6%、47.6%，季度收入增速逐季加快，Q4 在上年基数较高情况下，依然实现加速增长，预计受益于地产抢开工和基建项目年底加快建设的影响；Q4 净利润增速 9%，实现净利率 8.2%，较上年同期下降了 2.9 个百分点。

竞争格局向好，份额有望持续提升。 行业整体需求预计平稳增长，基建稳增长预期下投资上行有望带动防水材料需求增长；地产商集中度提升和集采模式使得企业竞争门槛提高，同时环保趋严加速中小产能退出，行业集中度加快提升趋势明显，当前行业集中度仍较低，龙头成长性大于地产周期性。雨虹的周期性主要表现自身产能建设周期和资本市场周期，近年通过产能扩张、渠道拓展、品类延伸等策略，维持快速增长，加速份额提升。

战略和组织架构调整寻求模式变革： 公司在 18 年四季度进行了战略升级和组织架构调整，原“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，并相应进行了相关人事调整，在继续强化自身核心竞争优势的同时寻求模式变革，追求更加可持续、高质量的健康发展，并努力实现从“防水系统服务商”到“建筑建材系统服务商”的转型。

投资建议： 受益沥青等原料价格下降，2019 年公司成本压力有望缓解；组织架构和人事调整寻求模式变革，追求持续、高质量的发展，同时多品类战略开始展露头角，公司有望开启新一轮周期成长。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.01、1.27、1.6 元，对应 PE 分别为 18.7、14.9、11.9 倍；维持“买入”评级。

风险提示： 下游房地产行业的宏观调控政策和行业波动风险、原材料价格波动风险、市场竞争风险、应收账款风险。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7000	10,293	14,208	17,801	21,872
增长率 yoy (%)	32.0	47.0	38.0	25.3	22.9
归母净利润(百万元)	1028.7	1,239	1,518	1,911	2,397
增长率 yoy (%)	41.0	20.4	22.5	25.9	25.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.7	0.8	1.0	1.3	1.6
净资产收益率 (%)	20.6	18.0	18.4	19.2	19.8
P/E (倍)	27.6	22.9	18.7	14.9	11.9
P/B (倍)	5.7	4.5	3.7	3.0	2.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	其他建材
前次评级	买入
最新收盘价	18.95
总市值(百万元)	28,274.97
总股本(百万股)	1,492.08
其中自由流通股(%)	66.58
30 日日均成交量(百万股)	10.18

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

相关研究

1、《周期轮回，成长不止》2018-10-23



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	6055	9331	13017	14995	18386
现金	1611	2423	3622	3692	3747
应收账款	2883	4282	4739	6746	8338
其他应收款	303	144	1209	1334	1582
预付账款	132	293	519	499	653
存货	712	1509	1913	1868	2759
其他流动资产	412	680	1016	856	1307
非流动资产	2802	3986	5038	5751	6476
长期投资	0	0	30	60	90
固定投资	1597	1911	2816	3437	4073
无形资产	572	626	721	816	915
其他非流动资产	634	1449	1470	1438	1398
资产总计	8857	13317	18055	20746	24862
流动负债	3807	4893	8242	9533	11760
短期借款	1063	1327	2500	3200	4000
应付账款	548	901	1806	2106	2301
其他流动负债	2197	2665	3937	4227	5459
非流动负债	63	1529	1529	1243	957
长期借款	0	1430	1430	1144	858
其他非流动负债	63	99	99	99	99
负债合计	3870	6422	9771	10776	12717
少数股东权益	12	180	183	184	186
股本	883	882	1499	1499	1499
资本公积	1773	1966	1349	1349	1349
留存收益	2865	3972	5306	6991	9104
归属母公司股东收益	4975	6715	8100	9786	11959
负债和股东权益	8857	13317	18055	20746	24862

现金流量表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	590	24	1372	622	903
净利润	1026	1242	1521	1912	2399
折旧摊销	149	187	196	266	316
财务费用	46	103	144	168	216
投资损失	-23	0	-176	-120	-120
营运资金变动	-736	-1836	-312	-1603	-1908
其他经营现金流	128	327	0	0	0
投资活动现金流	-489	-1206	-1071	-859	-921
资本支出	708	1108	1022	683	695
长期投资	-14	-193	-30	-30	-30
其他投资现金流	205	-292	-80	-206	-256
筹资活动现金流	830	2050	898	307	73
短期借款	440	264	1173	700	800
长期借款	0	1430	0	-286	-286
普通股增加	52	-1	617	0	0
资本公积增加	408	194	-617	0	0
其他筹资现金流	-70	163	-276	-107	-441
现金净增加额	940	859	1198	70	55

利润表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7000	10293	14208	17801	21872
营业成本	4016	6409	9068	11344	13881
营业税金及附加	81	99	142	178	219
营业费用	840	1180	1705	1958	2340
管理费用	825	1048	1279	1780	2187
财务费用	46	103	144	168	216
资产减值损失	118	132	199	251	306
公允价值变动收益	0	0	0	-0	-0
投资净收益	23	0	176	120	120
营业利润	1097	1432	1848	2242	2842
营业外收入	67	14	13	14	15
营业外支出	7	9	8	7	10
利润总额	1157	1437	1853	2249	2847
所得税	131	195	332	337	448
净利润	1026	1242	1521	1912	2399
少数股东收益	-2	3	4	1	2
归属母公司净利润	1029	1239	1518	1911	2397
EBITDA	1322	1726	2121	2621	3303
EPS (元/股)	0.69	0.83	1.01	1.27	1.60

主要财务比率

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入 (%)	32.0	47.0	38.0	25.3	22.9
营业利润 (%)	50.6	30.6	29.0	21.3	26.7
归属母公司净利润 (%)	41.0	20.4	22.5	25.9	25.4
盈利能力					
毛利率 (%)	42.6	37.7	36.2	36.3	36.5
净利率 (%)	14.7	12.0	10.7	10.7	11.0
ROE (%)	20.6	18.0	18.4	19.2	19.8
ROIC	17.1	13.9	13.0	13.8	14.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.7	48.2	54.1	51.9	51.2
净负债比率 (%)	-11.0	4.8	3.7	9.4	11.5
流动比率	1.6	1.9	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.4	1.6	1.3	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	2.8	2.9	3.2	3.1	2.9
应付账款周转率	8.8	8.8	6.7	5.8	6.3
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.69	0.83	1.01	1.27	1.60
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.96	-0.07	0.92	0.42	0.60
每股净资产 (最新摊薄)	3.32	4.20	5.13	6.25	7.70
估值指标 (倍)					
P/E	27.6	22.9	18.7	14.9	11.9
P/B	5.7	4.5	3.7	3.0	2.5
EV/EBITDA	21.1	16.8	13.7	11.3	9.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com