

# 东方雨虹 (002271.SZ)

## 收入保持快速增长，盈利有所承压，关注模式变革

**销售规模持续快速扩张，Q4 收入加速增长：**期内公司继续加大市场开拓力度同时叠加上产能释放，市场份额快速提升，**分业务来看**，防水卷材同比增长 37.2%，在上年基数较高情况下，依然保持快速增长；防水涂料同比增长 33.8%，增速较上年有所回落；防水工程施工业务亦增长明显；**分季度来看**，公司 Q1-Q4 收入分别同比增长 27.2%、31.8%、38.6%、42.8%，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，预计主要受益于地产抢开工和基建项目年底加快建设的影响。

**原料上涨致毛利率下降，销售费用率和财务费用率有所提高：**受到原料价格上涨影响，毛利率水平较上年同期有所下降。期内公司实现毛利率 34.6%，较上年同期下降了 3.14 个百分点，卷材和涂料业务毛利率水平均有所下降；分季度来看，季度毛利率呈现下降趋势，Q4 毛利率环比继续大幅下降，预计除了受到沥青等原料价格同比上涨的影响外，Q4 在建工程转固带来的折旧摊销的增加也是一部分原因（固定资产金额较三季末增加了近 8 亿元）。期内公司期间费用率 21.9%，较上年同期下降了 0.75 个百分点，管理费用率有所下降（股权激励费用减少），销售费用率和财务费用率有所提高。

**经营性现金流大幅改善，收现比略有下降，付现比下降明显：**经营性现金流净额为 10.14 亿元，较上年同期有明显改善，收现比相对平稳，付现比的大幅下降是现金流改善主要原因。**1) 收现比情况：**期内公司收现比 92%，较上年同期下降了 20 个百分点，考虑到公司对应收账款做了 ABN 和保理（不附追索权），期末公司 ABN 和保理收到的应收款为 13.33 亿元，将这部分加回来的话，收现比为 102%，较上年同期下降了 10 个百分点。**2) 付现比情况：**期内公司加大了对上游供应商的占款规模，期末应付账款和票据总额 32 亿元，较年初增加了接近 20 亿元，其中应付账款 30.8 亿元，较年初增加了 21.7 亿元；期末付现比 93%，较上年下降了 44 个百分点。

**投资建议：**公司在 18 年四季度进行了战略升级和组织架构调整，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，经营策略调整为“稳健经营、稳步推进”，追求更加可持续、高质量的健康发展；同时培育及打造新型业务板块，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，多品类战略开始展露头角。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.27、1.59、1.98 元，对应 PE 分别为 16.6、13.3、10.7 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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10293	14,046	17,609	21,570	26,328
增长率 yoy (%)	47.0	36.5	25.4	22.5	22.1
归母净利润(百万元)	1238.8	1,508	1,898	2,367	2,949
增长率 yoy (%)	20.4	21.7	25.9	24.7	24.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.8	1.0	1.3	1.6	2.0
净资产收益率(%)	18.0	18.7	19.0	19.5	19.9
P/E(倍)	25.4	20.9	16.6	13.3	10.7
P/B(倍)	5.0	4.2	3.4	2.7	2.2

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	21.09
总市值(百万元)	31,468.02
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)	14.97

### 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、《收入增长加速，组织架构调整寻求模式变革》2019-02-26
- 2、《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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	9331	13952	16779	18552	21226
现金	2423	4855	4621	3755	2995
应收账款	4282	4511	6161	8219	9939
其他应收款	144	0	587	197	760
预付账款	293	376	630	603	783
存货	1509	2172	2506	3467	3965
其他流动资产	680	2038	2275	2311	2783
<b>非流动资产</b>	3986	5699	6588	7405	8202
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	1911	3032	3722	4365	5004
无形资产	626	962	1095	1240	1384
其他非流动资产	1449	1706	1771	1800	1813
<b>资产总计</b>	13317	19652	23368	25957	29427
<b>流动负债</b>	4893	9910	11728	12472	13515
短期借款	1327	3713	4000	4000	4000
应付账款	901	3081	3865	3932	4406
其他流动负债	2665	3116	3862	4540	5108
<b>非流动负债</b>	1529	1653	1653	1352	1051
长期借款	1430	1504	1504	1203	902
其他非流动负债	99	149	149	149	149
<b>负债合计</b>	6422	11563	13381	13824	14566
少数股东权益	180	188	188	190	193
股本	882	1492	1492	1492	1492
资本公积	1966	1378	1378	1378	1378
留存收益	3972	5349	7082	9259	12009
归属母公司股东收益	6715	7901	9799	11943	14668
<b>负债和股东权益</b>	13317	19652	23368	25957	29427

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	24	1014	784	778	1270
净利润	1242	1511	1899	2369	2953
折旧摊销	187	275	284	357	418
财务费用	103	193	282	377	439
投资损失	0	-3	-150	-130	-150
营运资金变动	-1836	-965	-1531	-2195	-2391
其他经营现金流	327	2	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1206	-1585	-1023	-1043	-1065
资本支出	1108	1743	889	816	797
长期投资	-193	144	0	0	0
其他投资现金流	-292	301	-134	-227	-268
<b>筹资活动现金流</b>	2050	2912	5	-601	-964
短期借款	264	2387	287	0	0
长期借款	1430	74	0	-301	-301
普通股增加	-1	610	0	0	0
资本公积增加	194	-588	0	0	0
其他筹资现金流	163	429	-282	-300	-663
<b>现金净增加额</b>	859	2338	-234	-866	-759

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	10293	14046	17609	21570	26328
营业成本	6409	9187	11461	14035	17094
营业税金及附加	99	122	158	194	237
营业费用	1180	1699	2113	2437	2896
管理费用	1048	917	1321	1596	1948
财务费用	103	193	282	377	439
资产减值损失	132	62	141	280	395
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	3	150	130	150
<b>营业利润</b>	1432	1818	2283	2780	3469
营业外收入	14	15	13	14	15
营业外支出	9	10	8	7	10
<b>利润总额</b>	1437	1822	2288	2787	3474
所得税	195	311	389	418	521
<b>净利润</b>	1242	1511	1899	2369	2953
少数股东收益	3	3	0	1	4
<b>归属母公司净利润</b>	1239	1508	1898	2367	2949
EBITDA	1726	2276	2713	3305	4068
EPS (元/股)	0.83	1.01	1.27	1.59	1.98

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	47.0	36.5	25.4	22.5	22.1
营业利润 (%)	30.6	26.9	25.6	21.8	24.8
归属母公司净利润 (%)	20.4	21.7	25.9	24.7	24.6
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	37.7	34.6	34.9	34.9	35.1
净利率 (%)	12.0	10.7	10.8	11.0	11.2
ROE (%)	18.0	18.7	19.0	19.5	19.9
ROIC	13.9	12.5	13.0	14.2	15.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	48.2	58.8	57.3	53.3	49.5
净负债比率 (%)	4.8	4.5	8.8	14.4	14.9
流动比率	1.9	1.4	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.6	1.2	1.2	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	2.9	3.2	3.3	3.0	2.9
应付账款周转率	8.8	4.6	3.3	3.6	4.1
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.83	1.01	1.27	1.59	1.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.07	1.59	0.53	0.52	0.85
每股净资产 (最新摊薄)	4.22	5.02	6.29	7.73	9.55
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	25.4	20.9	16.6	13.3	10.7
P/B	5.0	4.2	3.4	2.7	2.2
EV/EBITDA	18.6	14.1	12.0	10.2	8.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

东方雨虹：收入保持快速增长，盈利有所承压，关注模式变革 .....	4
销售规模持续快速扩张，Q4 收入加速增长 .....	4
原料上涨致毛利率下降，季度毛利率呈现下降趋势 .....	4
收入快速扩张下费用率有所下降，管理费用率降幅明显，财务费用上升 .....	5
经营性现金流大幅改善，收现比略有下降，付现比下降明显 .....	5
投资建议 .....	6
风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1: 东方雨虹单季度收入变化 (亿元) .....	4
图表 2: 东方雨虹单季度归母净利润变化 (亿元) .....	4
图表 3: 东方雨虹毛利率、净利率变化 .....	5
图表 4: 东方雨虹分业务毛利率变化 .....	5
图表 5: 东方雨虹三项费用率变化 .....	5
图表 6: 东方雨虹经营性现金流净额变化 (亿元) .....	6
图表 7: 东方雨虹季度收现比、付现比变化 .....	6

## 东方雨虹：收入保持快速增长，盈利有所承压，关注模式变革

**东方雨虹发布 2018 年报：**实现营业收入 140.46 亿元，较上年同期增 36.46%；实现归属于母公司净利润为 15.08 亿元，较上年同期增 21.75%；归母扣非后净利润 13.23 亿元，同比增长 15.95%。

### 销售规模持续快速扩张，Q4 收入加速增长

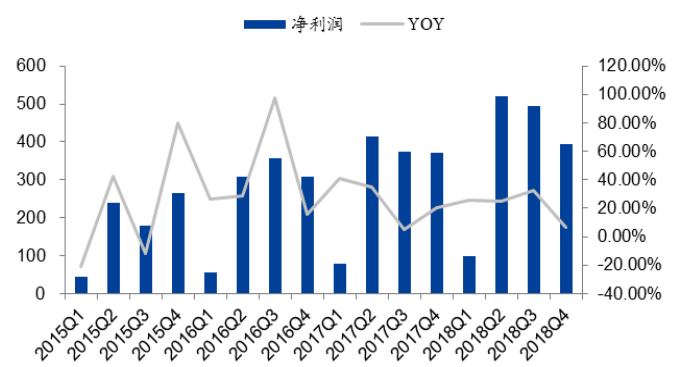
- ✓ **分业务来看，各项业务均保持快速增长，防水卷材同比增长 37.2%：**期内公司继续加大市场开拓力度同时叠加产能释放，市场份额快速提升，防水材料和施工业务均实现快速增长，其中防水卷材实现收入 73.19 亿元，同比增长 37.2%，在上年基数较高情况下，依然保持快速增长；防水涂料销售收入 39.76 亿元，同比增长 33.8%，增速较上年有所回落；防水工程施工业务亦增长明显，实现收入 19.5 亿元，同比增长 37.7%；其他收入 6.8 亿元，同比增长 30%。
- ✓ **分季度来看，Q4 季度收入加速增长。**公司 Q1-Q4 收入分别同比增长 27.2%、31.8%、38.6%、42.8%，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，预计主要受益于地产抢开工和基建项目年底加快建设的影响。

图表 1：东方雨虹单季度收入变化（亿元）



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 2：东方雨虹单季度归母净利润变化（亿元）



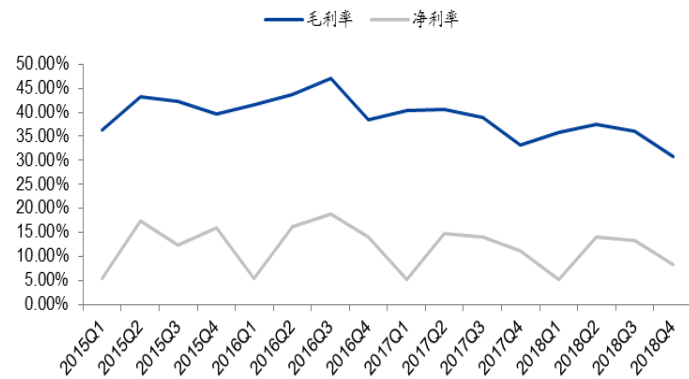
资料来源：公司公告、国盛证券研究所

### 原料上涨致毛利率下降，季度毛利率呈现下降趋势

受到原料价格上涨影响，毛利率水平较上年同期有所下降。期内公司实现毛利率 **34.6%**，较上年同期下降了 **3.14** 个百分点。**1)** 从产品结构来看，各项业务毛利率水平均有所下降，其中防水卷材业务毛利率下降较为明显，实现毛利率 36.7%，较上年下降了 3.66 个百分点；防水涂料产品毛利率 38.85%，较上年降了 2.36 个百分点。期内防水材料相关的原材料价格均上涨明显，使公司成本端承受一定的压力。18 年沥青、溶剂、钛白粉等防水材料相关的原材料均价均上年有不同程度上涨，在终端价格相对稳定下，毛利率受到较大影响。2018 一季度期间，油价保持上涨态势，沥青等相关石化原料价格波动预计对公司毛利率的影响或将持续；**2) 分季度来看**，公司 Q1-Q4 毛利率分别为 35.95%、37.41%、36.05%、30.71%，较上年同期分别下降了 4.3、3.1、2.9 和 2.6 个百分点，季度毛利率呈现下降趋势，Q4 毛利率环比继续大幅下降，预计除了受到沥青等原料价格同比上涨的影响外，Q4 在建工程转固带来的折旧摊销的增加也是一部分原因（固定资产

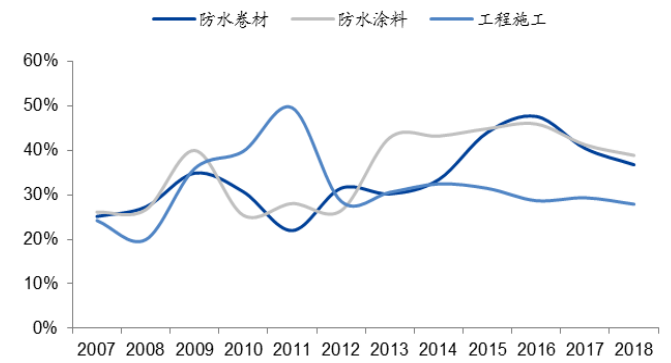
金额较三季末增加了近8亿元)。

图表3: 东方雨虹毛利率、净利率变化



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表4: 东方雨虹分业务毛利率变化

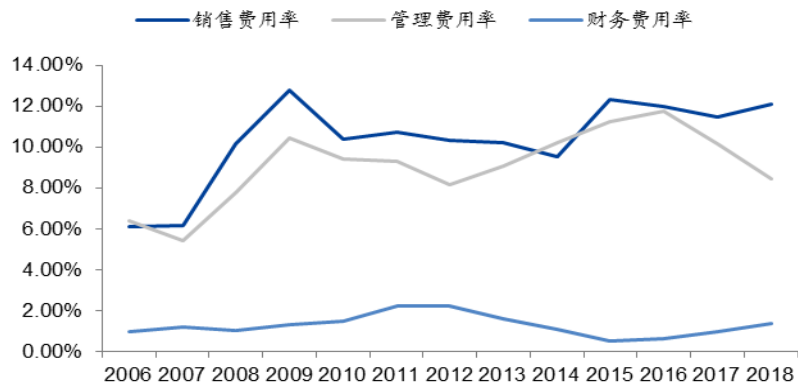


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

### 收入快速扩张下费用率有所下降, 管理费用率降幅明显, 财务费用上升

期内公司期间费用率 21.9%，较上年同期下降了 0.75 个百分点，受益于收入规模快速扩张，管理费用率有所下降，销售费用率和财务费用率有所提高。其中：1) 销售费用率 12.09%，提高了 0.62 个百分点，细分项来看，广告宣传费和促销费用增长明显，同比分别增长 104%和 80%。2) 管理费用率 8.44%（包括研发费用的口径），下降了 1.74 个百分点，细分项目来看，职工薪酬同比增长接近 40%，研发费用同比增长 31%，股权激励费用 0.44 亿元，较上年同期减少了近 1.6 亿元，是管理费用率下降的主要原因。3) 财务费用率 1.37%，较上同期提高了 0.37 个百分点，主要系期借款增加造成利息支出增加（期末短期借款 37 亿，较年初增加约 24 亿，期末负债率达到 58.84%，较年初上升了 10.61 个百分点）和保理手续费增加所致。

图表5: 东方雨虹三项费用率变化



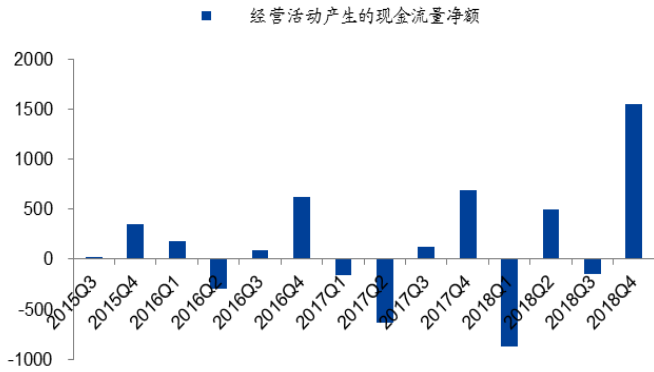
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

### 经营性现金流大幅改善, 收现比略有下降, 付现比下降明显

公司期内经营性现金流净额为 10.14 亿元，较上年同期有明显改善（2017 年为净流入 0.24 亿元），收现比相对平稳，付现比的大幅下降是现金流改善主要原因。1) 收现比情况：期末应收票据和账款 60.6 亿元，其中应收票据 15.5 亿，较上年同期增加了 11.7 亿，应收账款余额 45 亿，较年初增加约 3 亿元。期内公司收现比 92%，较上年同期下

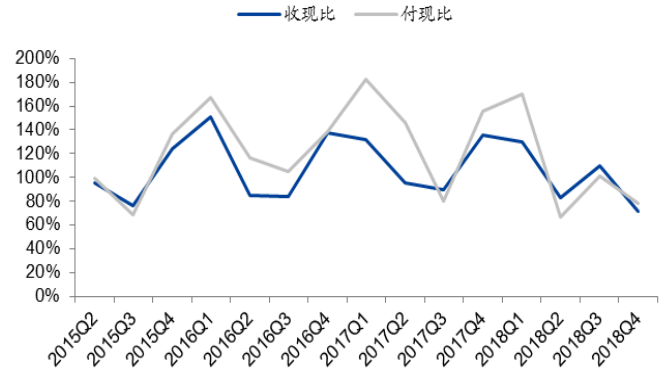
降了 20 个百分点，考虑到公司对应收账款做了 **ABN** 和保理（不附追索权），期末公司 **ABN** 收到的应收款和保理收到的应收款为 **13.33 亿元**，将这部分加回来看的话，收现比为 102%，较上年同期下降了 10 个百分点。**2) 付现比情况：**期内公司加大了对上游供应商的占款规模，期末应付账款和票据总额 32 亿元，较年初增加了接近 20 亿元，其中应付账款 30.8 亿元，较年初增加了 21.7 亿元；期末付现比 93%，较上年下降了 44 个百分点。

图表 6: 东方雨虹经营性现金流净额变化 (亿元)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 7: 东方雨虹季度收现比、付现比变化



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

## 投资建议

公司在 18 年四季度进行了战略升级和组织架构调整，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，经营策略调整为“稳健经营、稳步推进”，追求更加可持续、高质量的健康发展；同时培育及打造新型业务板块，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，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 2019-2021 年 EPS 分别为 1.27、1.59、1.98 元，对应 PE 分别为 16.6、13.3、10.7 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

房地产行业作为公司建筑防水材料销售和防水施工的主要领域之一，近年来，以供给侧结构性改革为主线，房地产行业经历了多轮降杠杆、去库存、资金收紧等政策调控。未来，公司可能存在因房地产市场宏观调控及行业景气度影响，导致经营受到不利影响的风险。

### 原材料价格波动风险

公司生产所需的原材料主要包括沥青、聚醚、聚酯胎基、扩链剂、乳液、MDI 和 SBS 改性剂等，其中石油化工产品占较大比重，受国际原油价格变化以及石油化工产品供给和需求的影响也较大。全球原油价格出现波动时，会导致与其相关的石油化工产品价格出现一定的波动。因此，若上述原材料市场价格出现较大幅度波动，将可能对公司的盈利水平产生一定影响。

### 市场竞争风险

目前整个行业仍处于“大行业、小企业”的格局，市场集中度较低。随着行业转型升级加速，企业利用社会资本意识增强、固定资产投资增速较快等特点不断显现，竞争对手成长迅速，在部分区域性市场与公司开展竞争。公司在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定的风险。

#### **应收账款风险**

随着公司全国布局战略的实施，市场覆盖范围的不断扩大以及客户数量持续增加，公司营业收入规模逐年上升，未来存在因应收账款发生坏账影响公司经营业绩的可能。

### 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