

东方雨虹 (002271)

业绩持续稳健增长，提质增效成果逐步显现

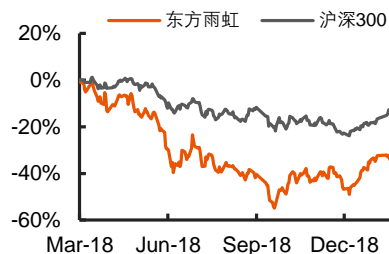
推荐 (维持)

现价: 21.09 元

主要数据

行业	建筑
公司网址	www.yuhong.com.cn
大股东/持股	李卫国/29.68%
实际控制人	李卫国
总股本(百万股)	1,492
流通 A 股(百万股)	993
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	314.68
流通 A 股市值(亿元)	209.52
每股净资产(元)	5.3
资产负债率(%)	58.8

行情走势图



相关研究报告

《东方雨虹*002271*业绩增速稳步提升，经营质量持续改善》 2018-10-22
《东方雨虹*002271*工程与零售并举助推业绩高速增长，防水龙头强者恒强》 2018-07-24

证券分析师

吴佳鹏 投资咨询资格编号
S1060519010001

WUJIAPENG804@PINGAN.COM.CN

严晓情 投资咨询资格编号
S1060517070005
021-20662256
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.
CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司发布2018年年报，报告期内实现营业收入140.46亿元，同比增长36.46%，归母净利润15.08亿元，同比增长21.74%，基本每股收益1.01元。公司拟每10股派3元（含税）。

平安观点:

- **公司收入保持快速增长，原材料涨价拖累公司盈利水平：**2018 年以来，公司营业收入增速不断提升，其中 18Q1-18Q4 单季收入增速分别为 27.2%/ 31.8%/ 38.6%/ 42.8%。受上游原材料（原油）价格大幅波动影响，公司 18Q4 业绩增速下降至 6.4%，环比 18Q3 下降 25.8pct。公司全年综合毛利率为 34.6%（同比-3.14pct），净利率为 10.74%（同比-1.3pct），分季度看：18Q1-18Q4 单季毛利率分别为 35.9%/ 37.4%/ 36.1%/ 30.7%，单季净利率分别为 5.2%/ 14.0%/ 13.4%/ 8.3%。
- **卷材+涂料共同发力，积极扩产巩固龙头地位：**受益新产能的持续投放，2018 年公司卷材与涂料销售持续放量，分板块看：防水卷材收入为 73.2 亿元，同比增长 37.2%；防水涂料收入 39.8 亿元，同比增长 33.8%；工程施工收入 19.5 亿元，同比增长 37.7%。2018 年公司总体营收占规模以上防水材料企业总收入比重达 12.4%，较 2017 年提升 2.7pct。报告期内，公司持续推进生产基地建设，客户服务能力将不断提升，在行业监管政策和环保政策趋严的背景下，公司市占率将进一步提升，龙头地位不断巩固。
- **提质增效成果初现，期间费用率&应收账款持续改善：**2018 年，公司一方面深度融合原油直销和工程渠道，组建工程建材集团，打破了前述直销与工程渠道营销模式的属地界限，另一方面还对工程渠道领域“合伙人机制”进行推广，提升了公司营销与运营效率。公司全年期间费用率为 21.9%，同比-0.7pct，其中：销售费用率为 12.1%，同比+0.6pct；管理费用率为 8.4%，同比-1.7pct，财务费用率为 1.4%，同比+0.4pct。报告期内，由于公司加强应收账款催收，2018 年经营性净现金流为 10.1 亿元，显著好于

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,293	14,046	18,107	22,410	27,043
YoY(%)	47.0	36.5	28.9	23.8	20.7
净利润(百万元)	1,239	1,508	1,950	2,464	3,050
YoY(%)	20.4	21.7	29.3	26.4	23.8
毛利率(%)	37.7	34.6	34.7	34.7	34.8
净利率(%)	12.0	10.7	10.8	11.0	11.3
ROE(%)	18.0	18.7	19.5	20.5	20.8
EPS(摊薄/元)	0.83	1.01	1.31	1.65	2.04
P/E(倍)	25.4	20.9	16.1	12.8	10.3
P/B(倍)	5.0	4.2	3.3	2.7	2.2

2017年(0.24亿元);报告期末公司应收账款及票据(6058.3亿元)同比增长30.4%(低于公司收入增速36.5%),其中应收账款(4510.8亿元)同比增长5.4%,应收票据(1547.4亿元)同比增长310.7%。

- **盈利预测与投资建议:** 公司作为防水材料行业绝对龙头,积极扩产完善全国产能布局,客户服务能力将不断提升,在行业监管政策和环保政策趋严的背景下,公司市占率将进一步提升,龙头地位不断巩固。受防水行业上游原材料价格(国际原油)上涨影响,我们预计公司2019-2021年EPS为1.31元、1.65元和2.04元(2019-2020年原预测值为1.39元、1.71元),对应当前PE分别为16.1倍、12.8倍和10.3倍,维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 1、房地产、基建投资持续大幅下滑导致需求不振: 由于建筑防水行业下游主要是房地产行业 and 基础设施建设行业,如果未来我国房地产开发投资与基础设施建设投资持续大幅下滑,将导致防水材料需求下滑,加剧防水竞争的激烈程度,影响公司业绩的持续增长。2、原油价格大幅上涨侵蚀公司盈利: 公司主营产品防水卷材和防水涂料的成本结构中,原材料占比均超过90%,由于公司上游原材料(石油沥青、SBS、乳液等)大部分为石油化工行业产品,受原油价格波动影响显著。如果未来国际原油价格大幅上涨,公司无法及时提价对冲成本上涨压力,将对公司盈利形成负面影响。3、公司新产品放量不及预期: 2018年以来,公司积极推进“多品牌多品类多公司”的战略布局,集中力量布局室内防水和特种涂料等面向C端的建材产品,努力打造公司新增长点。如果未来公司新产品放量不及预期,将对公司业绩增长形成负面影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	13952	16349	17391	19163
现金	4855	5966	5869	6545
应收账款	4511	4823	5138	5679
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	376	529	620	699
存货	2172	2462	2763	3016
其他流动资产	2038	2569	3001	3224
非流动资产	5699	6948	7998	8833
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3032	3964	4747	5371
无形资产	962	1095	1240	1384
其他非流动资产	1706	1889	2011	2078
资产总计	19652	23297	25389	27997
流动负债	9910	11815	12048	12340
短期借款	3713	3000	2800	2700
应付账款	3081	3172	3245	3283
其他流动负债	3116	5643	6003	6357
非流动负债	1653	1440	1278	986
长期借款	1504	1363	1182	882
其他非流动负债	149	76	96	104
负债合计	11563	13255	13326	13326
少数股东权益	188	191	196	201
股本	1492	1492	1492	1492
资本公积	1378	1406	1406	1406
留存收益	5349	7087	9284	12004
归属母公司股东权益	7901	9851	11867	14470
负债和股东权益	19652	23297	25389	27997

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1014	3455	2299	2976
净利润	1511	1953	2469	3055
折旧摊销	275	293	380	448
财务费用	193	197	199	199
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	-965	992	-746	-725
其他经营现金流	2	19	-3	-2
投资活动现金流	-1585	-1561	-1428	-1281
资本支出	1743	1341	1028	824
长期投资	144	0	0	0
其他投资现金流	301	-220	-399	-457
筹资活动现金流	2912	-782	-969	-1019
短期借款	2387	-713	-200	-100
长期借款	74	-141	-181	-301
普通股增加	610	0	0	0
资本公积增加	-588	0	0	0
其他筹资现金流	429	72	-588	-618
现金净增加额	2338	1111	-98	676

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14046	18107	22410	27043
营业成本	9187	11818	14631	17627
营业税金及附加	122	154	190	230
营业费用	1699	2100	2595	3123
管理费用	917	1503	1858	2239
财务费用	193	197	199	199
资产减值损失	62	80	90	100
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	1818	2254	2847	3524
营业外收入	15	15	16	17
营业外支出	10	11	12	13
利润总额	1822	2258	2851	3528
所得税	311	305	382	473
净利润	1511	1953	2469	3055
少数股东损益	3	4	4	5
归属母公司净利润	1508	1950	2464	3050
EBITDA	2377	2748	3390	4115
EPS (元)	1.01	1.31	1.65	2.04

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	36.5	28.9	23.8	20.7
营业利润(%)	26.9	24.0	26.3	23.8
归属于母公司净利润(%)	21.7	29.3	26.4	23.8
获利能力				
毛利率(%)	34.6	34.7	34.7	34.8
净利率(%)	10.7	10.8	11.0	11.3
ROE(%)	18.7	19.5	20.5	20.8
ROIC(%)	13.1	14.5	16.0	17.1
偿债能力				
资产负债率(%)	58.8	56.9	52.5	47.6
净负债比率(%)	4.5	-12.6	-12.5	-17.5
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	3.2	3.9	4.5	5.0
应付账款周转率	4.6	3.8	4.6	5.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.31	1.65	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	2.32	1.54	1.99
每股净资产(最新摊薄)	5.02	6.32	7.68	9.42
估值比率				
P/E	20.86	16.14	12.77	10.32
P/B	4.20	3.34	2.75	2.24
EV/EBITDA	13.5	11.1	8.9	7.1

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033