

2019-1-31

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

东方雨虹 (002271)

站在拐点看雨虹

报告要点

■ 剖析雨虹制度变革：主动出击迎契机

工程渠道推行合伙人制度具备成功经验，此次组织架构变革是公司业务板块的划分和销售渠道的调整。东方雨虹工程渠道经销商推行合伙人制度以来，收入增长加速，具备成功经验。此次组织架构变革本质上是员工身份转变及打通不同销售渠道的覆盖区域。板块划分方面，公司下设工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰控股、投资控股公司，并设立制造中心和职能中心；渠道调整方面，公司将工程直销渠道和工程经销渠道统一纳入工程建材集团。

本质一：员工身份转变，有利于公司现金流转好和费用率降低。将员工身份转化为合伙人身份，能够最大程度的激发员工的主观能动性，同时避免职能重复和资源浪费，节省费用。此外，部分直销业务转为合伙人销售也会有利于公司现金流的转好。

本质二：打通销售员工和经销商的覆盖区域，有利于提升薄弱区域市占率水平。防水材料行业 1500 亿元左右的规模，公司市占率不足 10%，并未进入竞争的红海市场，在一些非核心区市占率较低，市占率提升仍有空间。随着公司将两个渠道合并，将销售区域划分为北方区、华东区、华南区，实现了销售区域的融合，更便于调动合伙人的客户资源优势，实现市占率提升。

■ 当前时点看雨虹：拐点已现，有质量的高增

基建或对需求形成进一步支撑。2018 年以来基建补短板逐步定调，10 月以来基建投资增速下滑趋势已扭转。2018 年 11 月中旬以来，发改委密集批复基建类投资项目，结合专项债发行进度提前等政策加码，基建投资有望为防水材料需求提供支撑。考虑到雨虹在基建领域具备优势，有望充分受益。

主要原材料沥青价格上涨风险或已释放。沥青是防水材料主要原材料之一，其价格与油价走势高度关联。伴随全球油价下降，沥青的价格中枢也出现较大幅度下降，价格上涨风险或已减弱。**经营质量稳步提升，公司风险不断化解。**随着公司积极调整经营策略，经营质量提升明显，2018Q2 以来现金流和应收账款的表现逐步改善，预计随着公司变革逐步深化，未来经营质量将继续提升。

预计 2018-2020 年实现 EPS1.03、1.29、1.66 元¹，不考虑可转债转股，对应 PE16、13、10 倍，维持买入评级。

¹估值模型中的 EPS 采用最新总股本（考虑增发摊薄等因素的影响）计算。

风险提示：

1. 原材料价格大幅上涨；
2. 下游地产、基建等领域需求大幅下滑。

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

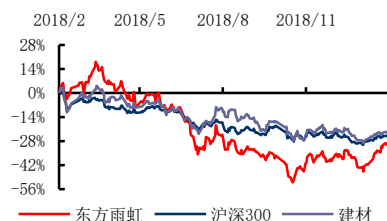
执业证书编号：S0490517070001

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

《百尺竿头，蓄势待发》2018-11-14

《收入增长加速，毛利率维持稳定》2018-10-21

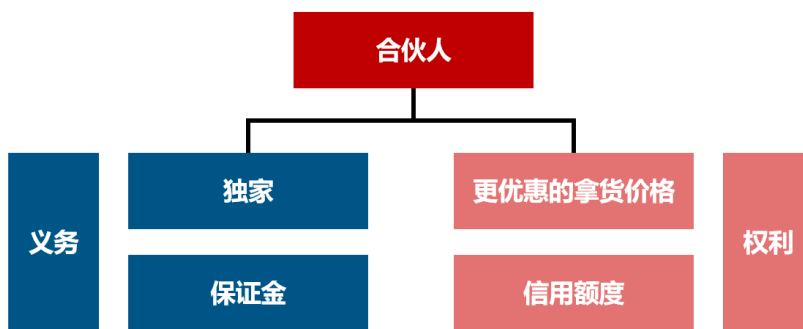
《毛利率环比提升，现金流大幅转好》2018-8-30

剖析雨虹制度变革：主动出击迎契机

变革背景：厚积薄发，应运而生

工程渠道推行合伙人制度具备成功经验。东方雨虹根据产品的用途和使用群体的不同，采取直销与渠道相结合的方式对产品进行销售，其中渠道销售体系主要包括工程渠道经销商和零售渠道经销商两大类。2016 年起，公司工程渠道推行合伙人模式，经销商上缴一定的保证金，并且承诺独家代理雨虹，可成为合伙人。合伙人相对于普通经销商也享受更多的权益：更优惠的拿货价格和一定的信用额度。目前工程渠道事业部合伙人机制在稳步推进之中。

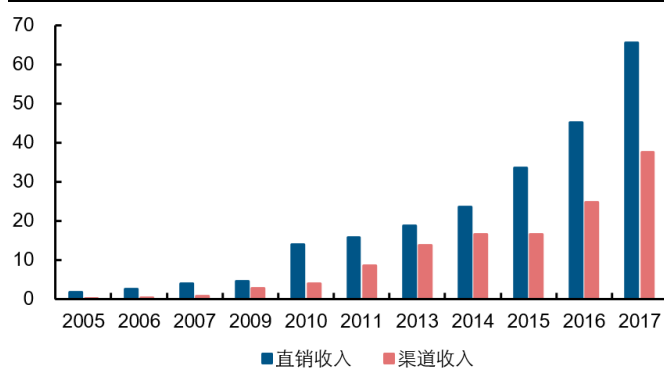
图 1：东方雨虹合伙人情况



资料来源：Wind, 长江证券研究所

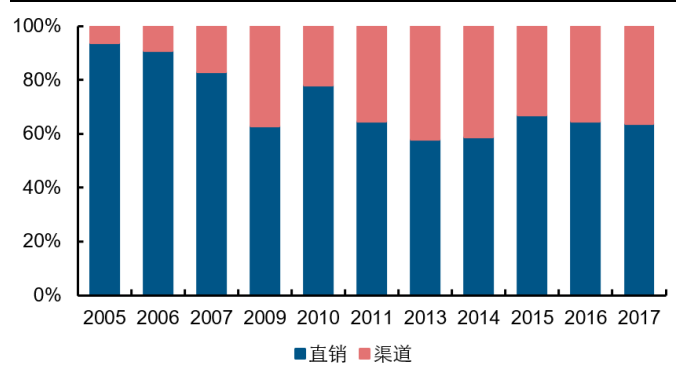
由于工程渠道经销商一般面向的客户为小的地产开发商及地方性基建项目，随着开发商集中度的提升，其面临的下游需求处于萎缩状态。而公司 2016 年推行工程渠道经销商转化为合伙人政策变革以来，渠道销售实现了收入增长加速，且在公司整体收入中占比维持稳定，具备成功经验。

图 2：分渠道销售收入（亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 3：分渠道收入占比



资料来源：Wind, 长江证券研究所

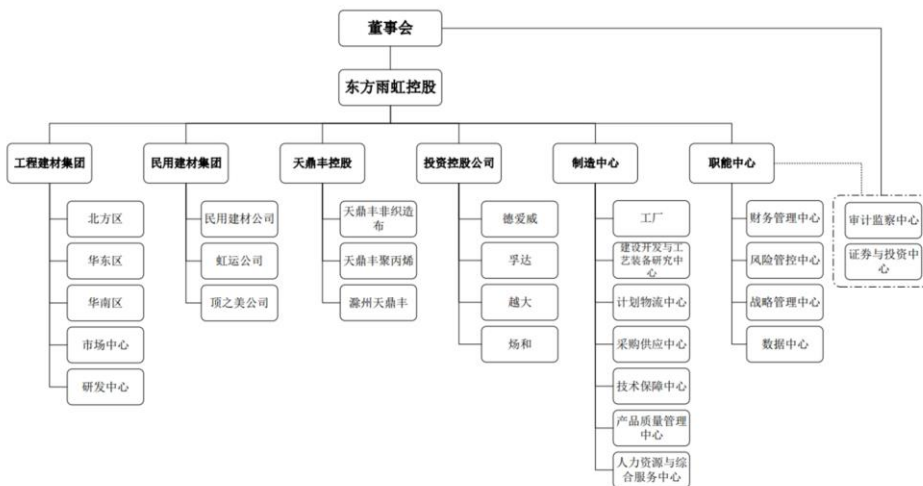
两大举措：板块调整，渠道重组

此次的组织架构变革是公司业务板块的划分和销售渠道的调整。

业务板块划分方面，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（新市场培育），并设立制造中心和职能中心，共 6 大板块。相对于“1+6”的架构，民用建材、非织造布板块基本没有变化，建筑涂料板块部分业务和其

他投资收购项目被并入投资控股公司，节能保温、特种砂浆、建筑修缮、装饰涂料等板块的 B 端业务与原有的建筑防水板块的 B 端业务一起并入工程建材板块。此外，单独设立的制造中心和职能中心则是将生产、物流、财务、数据等各项业务进行统一管理，在过去各个板块各自管理的基础上进行了精简，进一步提升了效率。

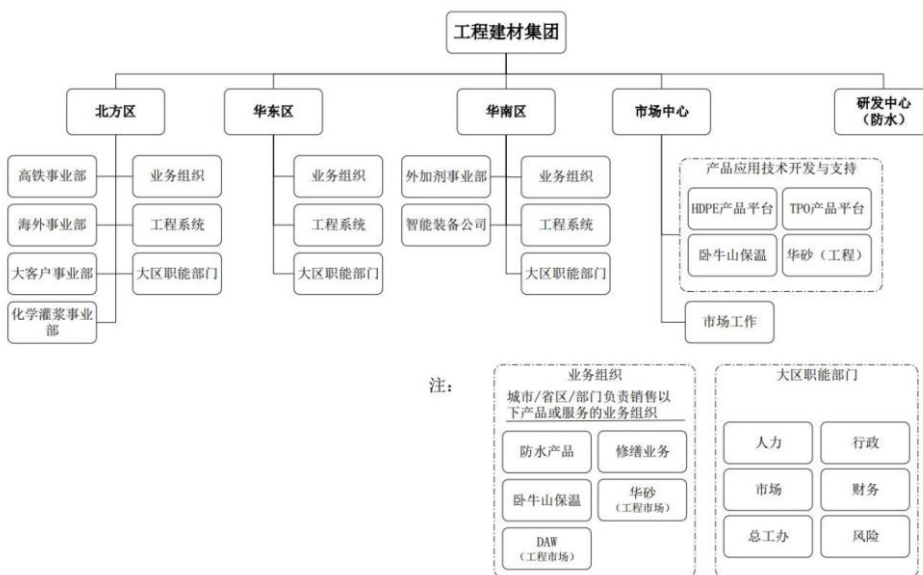
图 4：新组织架构



资料来源：Wind，涂界，长江证券研究所

渠道调整方面，公司以有序发展事业合伙人，高质量发展直销业务为原则，将工程直销渠道和工程经销渠道合并，统一纳入工程建材集团，并按照区域划分为北方区、华东区、华南区。

图 5：新组织架构下的工程建材集团



资料来源：Wind，涂界，长江证券研究所

我们认为此次业务结构调整是公司在进行多元化探索过程中的一次阶段性总结和调整，这样的调整体现为：**1、突出重点，加强协同**：将部分过去相互独立的业务板块合并，加强业务整合和协同，同时凸显民建和天鼎丰两个仍然保留在“一级板块”业务的重要

地位，未来发展方向更加明确；**2、部门精简，降本增效**：随着组织变革，大量原属于各个事业部的职能部门将统一合并进制造中心和职能中心，这意味着组织结构得到精简优化，运营效率得到提升，运营成本将进一步下降。

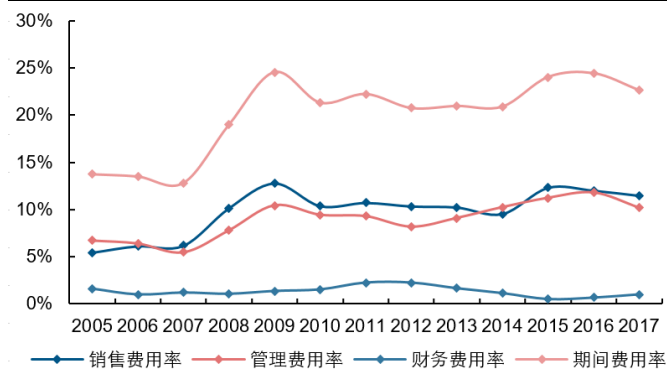
本质：转变身份降本增效，打通渠道加强覆盖

本质一：员工身份转变，有利于公司现金流转好和费用率降低

我们认为此次组织架构变革最直接和本质的影响之一是公司销售员工的身份变化：由公司员工转化为合伙人，给公司打工转化为给自己打工，利益分配方式更为市场化，能够最大程度的激发员工的主观能动性，避免职能重复和资源浪费。

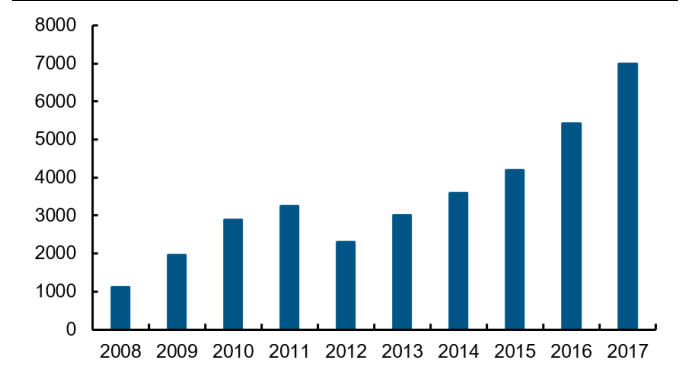
费用率降低：历史上东方雨虹扩张型的策略使得其费用率随着规模扩大并没有出现明显摊薄，人员数目大幅扩张，且由于公司用最为市场化的手段绑定住了行业内最优秀的职业经理人团队和销售员工，人均薪酬及人均产出均在业内较高。此次的组织架构变革是公司扩张型策略下的一次整固和调整，避免了重复冗余职能，且更为市场化的激励及员工身份的转变能够减少销售及管理费用的浪费，结合股权激励费用将在 2019 年大幅下降，预计 2019 年公司三项费用率明显降低。

图 6：东方雨虹三项费用率并未明显摊薄



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：东方雨虹员工数目增加较快



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：公司人均产出明显高于同行业其他企业以及其他建材龙头（万元/人）

	东方雨虹	科顺股份	凯伦股份	北新建材	伟星新材	三棵树	帝欧家居
2015	126.65	99.63	71.03	70.60	86.97	57.57	29.42
2016	128.85	101.34	67.58	79.32	96.86	70.41	31.45
2017	147.08	102.35	77.91	107.18	103.28	83.42	32.84

资料来源：Wind，长江证券研究所

现金流转好：虽然公司会根据合伙人的保证金情况给与一定信用额度，但是由于滚动销售，账期会好于现有直销渠道。若部分直销员工转化为合伙人，预计有利于公司未来现金流转好，经营质量更优。

本质二：打通销售员工和经销商的覆盖区域，有利于提升薄弱区域的市占率水平

防水材料行业 1500 亿元左右的规模，公司市占率不足 10%，在一些非核心区的市占率还非常低，并未进入竞争的红海市场，仍然具备较大的市占率提升空间。

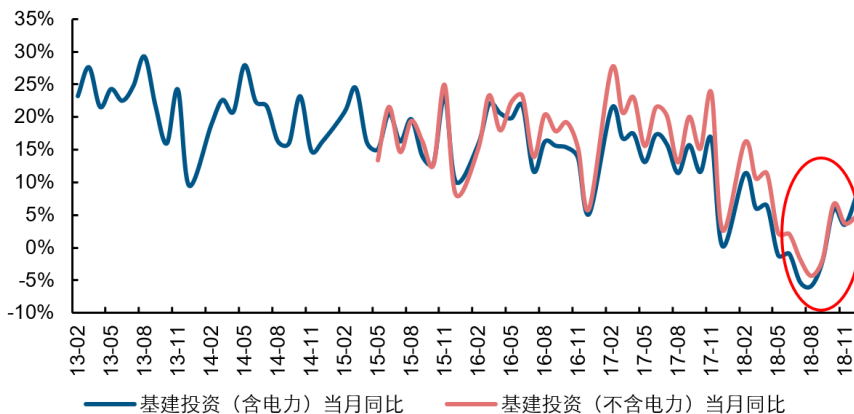
根据之前的渠道划分，除了地产开发商集采业务外，公司直销员工仅在分/子公司所在地开展业务，渠道合伙人只能在分/子公司所在地之外开展业务，并未实现销售区域共享，不利于充分挖掘直销员工及合伙人的资源优势。随着公司将两个渠道合并，将销售区域划分为北方区、华东区、华南区，实现了销售区域的融合，更便于调动合伙人的客户资源优势，实现市占率提升。

当前时点看雨虹：拐点已现，有质量的高增

在市场普遍对未来地产开工担忧进而对雨虹需求产生担忧的背景下，我们认为几个重要因素的反转会使得公司发展迎来契机，这种契机可能并不会体现在短期的业绩爆发，但对公司的盈利提升、中期发展却意义重大。

基建投资将对防水材料需求形成支撑。伴随《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》等稳增长政策逐步落地，2018年8月以来基建类财政支出增速已出现明显抬升。与此同时，自2018年11月中旬以来，发改委密集批复基建类投资项目、总规模超万亿，结合专项债发行进度提前等刺激，基建投资增速已经企稳回升，12月单月增速达4.8%（不含电力）。此外，雄安新区基建建设正在逐步落地，有望对防水材料需求形成进一步刺激，华北地区是东方雨虹重要的辐射市场，公司将进一步从中受益。

图 8：2018 年 10 月以来基建投资累计同比增速显著回升



资料来源：Wind，长江证券研究所

备注：基建投资（含电力）部分数据为长江建材参照历史口径的测算值

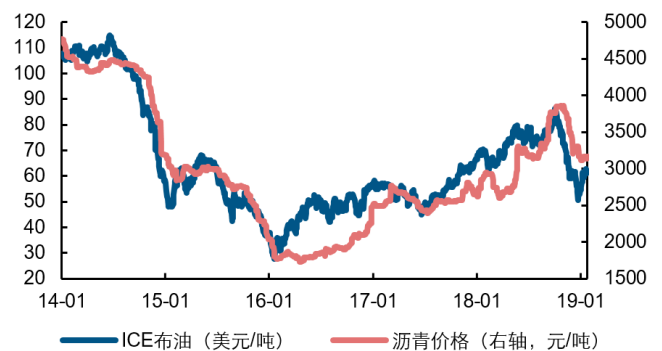
沥青价格向上风险逐步减弱。在国际油价大幅下跌的背景下，沥青价格已经出现扭转。另一方面，随着此前原材料价格的上涨，公司年初以来宣布旗下产品将有一定幅度的提价，经过前期与客户的沟通工作、商议产品价格调整机制，对大客户提价已经逐步落地，从而进一步将成本上涨的压力向下传导。此外，与大客户的价格协议执行时间通常都相对较长，结合油价中枢或将呈现稳中向下的趋势，公司有望迎来成本端和价格端的双重改善，盈利能力或将得到进一步释放。

图 9：沥青价格通过影响雨虹成本进而雨虹毛利率（元/吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：沥青价格与石油价格走势密切相关



资料来源：Wind，长江证券研究所

经营质量稳步提升，公司风险不断化解。随着公司积极调整经营策略，经营质量提升明显，三季度单季收到的现金显著高于营业收入，同时应收账款维持稳定，公司现金流和应收账款的风险在逐步缓解。此外，三季度以来公司也通过一系列积极举措也在不断化解风险，彰显公司信心。我们认为，借助此次公司战略变革，东方雨虹经营质量将在此基础上得到进一步提升，预计 2019 净利润率水平提升，现金流明显改善，未来发展值得期待。

预计 2018-2020 年实现 EPS1.03、1.29、1.66 元²，不考虑可转债转股，对应 PE16、13、10 倍，维持买入评级。

² 估值模型中的 EPS 采用最新总股本（考虑增发摊薄等因素的影响）计算。

主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	10293	13916	17522	22156
增长率(%)	47%	35%	26%	26%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	1239	1539	1929	2483
增长率(%)	20%	24%	25%	29%
每股收益(元)	0.83	1.03	1.29	1.66
净资产收益率 (%)	18.45%	18.67%	18.97%	19.62%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2017	2018	2019	2020		2017	2018	2019	2020
营业收入	10293	13916	17522	22156	货币资金	2423	553	2101	3136
营业成本	6409	8909	11315	14384	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3884	5007	6207	7773	应收账款	4282	5147	4800	6070
%营业收入	37.73%	35.98%	35.42%	35.08%	存货	1509	1465	1717	2364
营业税金及附加	99	139	175	222	预付账款	293	300	381	525
%营业收入	0.96%	1.00%	1.00%	1.00%	其他流动资产	824	1418	1707	1987
销售费用	1180	1698	2015	2548	流动资产合计	9331	8882	10706	14082
%营业收入	11.47%	11.90%	11.50%	11.50%	可供出售金融资产	240	240	240	240
管理费用	1048	1308	1647	2083	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	10.18%	9.50%	9.70%	9.70%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	103	20	25	39	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.00%	0.15%	0.14%	0.18%	固定资产合计	1911	2323	2713	3053
资产减值损失	132	198	-3	58	无形资产	626	767	944	1062
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	47	47	47	47
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	120	130	130	130
营业利润	1432	1743	2197	2824	其他非流动资产	1042	1910	2610	3310
%营业收入	13.91%	12.53%	12.54%	12.74%	资产总计	13317	14299	17390	21924
营业外收支	5	17	9	14	短期贷款	1327	0	0	0
利润总额	1437	1760	2206	2838	应付款项	901	848	1077	1501
%营业收入	13.96%	12.65%	12.59%	12.81%	预收账款	598	767	966	1226
所得税费用	195	222	278	355	应付职工薪酬	53	77	97	121
净利润	1242	1538	1928	2483	应交税费	306	403	507	658
归属于母公司所有者的净利润	1239	1539	1929	2483	其他流动负债	1708	2354	2963	4156
少数股东损益	3	0	-1	0	流动负债合计	4893	4448	5610	7662
EPS (元/股)	0.83	1.03	1.29	1.66	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	1430	1430	1430	1430
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	99	0	0	0
现金流量表 (百万元)					负债合计	6422	5879	7041	9092
经营活动现金流净额	24	1288	3190	2653	归属于母公司	6715	8241	10170	12653
取得投资收益	0	0	0	0	少数股东权益	180	179	179	179
长期股权投资	0	0	0	0	股东权益	6895	8421	10349	12832
无形资产投资	0	-157	-196	-140	负债及股东权益	13317	14299	17390	21924
固定资产投资	-1106	-1658	-1587	-1526					
其他	-101	157	196	140	基本指标				
投资活动现金流净额	-1206	-1658	-1587	-1526	EPS	0.83	1.03	1.29	1.66
债券融资	1827	0	0	0	BVPS	4.60	5.62	6.90	8.56
股权融资	200	0	0	0	PE	19.54	15.73	12.55	9.75
银行贷款增加 (减少)	250	0	0	0	PEG	0.96	0.65	0.50	0.34
筹资成本	-221	-62	-55	-92	PB	2.12	1.73	1.40	1.13
其他	-6	-1438	0	0	EV/EBITDA	9.01	7.15	5.03	3.80
筹资活动现金流净额	2050	-1500	-55	-92	ROE	18.45%	18.67%	18.97%	19.62%
现金净流量	868	-1870	1548	1035					

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。