

## 东方雨虹

002271

审慎增持 (维持)

## 经营质量显著提高, 19 年弹性可期

2019 年 03 月 27 日

## 市场数据

市场数据日期	2019-03-27
收盘价(元)	21.09
总股本(百万股)	1492.08
流通股本(百万股)	993.47
总市值(百万元)	31468.02
流通市值(百万元)	20952.39
净资产(百万元)	7900.75
总资产(百万元)	19651.71
每股净资产	5.30

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14046	17388	20601	24943
同比增长	36.5%	23.8%	18.5%	21.1%
净利润(百万元)	1508	1925	2353	2766
同比增长	21.7%	27.7%	22.2%	17.5%
毛利率	34.6%	36.2%	36.3%	35.6%
净利润率	10.7%	11.1%	11.4%	11.1%
净资产收益率(%)	19.1%	18.7%	18.9%	18.6%
每股收益(元)	1.01	1.29	1.58	1.85
每股经营现金流(元)	0.68	0.05	1.33	1.32

## 相关报告

《成长性持续, 应收稍现改善》  
2018-10-21《东方雨虹 2017 年年报及 2018 年一季报点评: 市占率持续提升, 费用端压缩助推盈利加速》  
2018-05-02《东方雨虹 2017 年三季报点评: 毛利率底部确认, 重视收入持续增长能力》  
2017-10-20

分析师:

李华丰

lihuafeng@xyzq.com.cn

S0190517050001

陈晨

chenchen90@xyzq.com.cn

S0190518070006

## 投资要点

事件: 公司披露 2018 年年报, 报告期内实现营业收入 140.46 亿元, 同比增长 36.46%; 实现归母净利润 15.08 亿元, 同比增长 21.75%; 实现扣非后归母净利润 13.23 亿元, 同比增长 15.95%, 基本每股收益 1.01 元。公司拟向全体股东, 每股派发现金红利 3.00 元(含税)。

## 点评:

- **增长动能不减, 营收增速逐季提升。**公司 2018 年在地产新开工强劲的带动下, 全年收入实现 36.46% 的增速, 其中防水卷材同比增长 37%, 防水材料同比增长 34%, 防水施工同比增长 38%。分季度来看, 2018 年 Q1-Q4 单季度收入增速分别达到 27.16%、31.84%、38.63%、42.82%, 增速逐季提高。我们认为四季度收入的超预期增长, 或受益于基建投资增速在 18Q4 企稳略微回升。
- **毛利率及税收影响 Q4 业绩。**公司 Q1-Q4 归属净利润增速分别为 25.5%、25.2%、32.2%、6.4%。我们认为 Q4 业绩增长大幅低于收入增长, 主要受毛利率下滑及税收影响。公司 Q1-Q4 毛利率分别为 35.9%、37.4%、36.1%、30.7%, Q4 单季度毛利率大幅下滑 5.4 个百分点。我们认为或与公司成本计算方式有关, 公司 Q4 所计沥青成本大部分为 Q3 采购价格, 处于高位, 因此使得毛利率有所下滑。所得税方面, 公司部分子公司因收到政府补助, 按新会计准则, 需按照 25% 税率进行核算, 使得公司全年所得税实际税率大幅提升至 17.1% (2017 年为 13.5%)。
- **应收账款管控加强, 经营现金流量向好。**公司 Q4 收入 47 亿元, 应收账款较 Q3 下降 6.6 亿至 45.11 亿, 但应收票据环比 Q3 大幅增加 11.74 亿至 15.47 亿。全年来看, 公司应收账款周转率达到 3.19 次, 为 2015 年来的最好水平。公司 2018 年经营性净现金流达到 10.14 亿元, 其中 Q4 单季度 15.45 亿元, 较上年同期增长 122%。全年经营性净现金流/净利润达到 0.67, 为近 5 年最好水平。

## 投资建议:

公司为全国布局的防水材料龙头企业, 随近年来地产商对隐蔽工程重视度的提升, 以及公司自身产能的扩张, 与第二梯队的差距进一步拉开。同时, 依托防水材料, 公司进军建筑涂料、保温材料市场, 客户协同效应明显, 有望成为新的利润增长点。

我们调整盈利预测, 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 19.3 亿元、23.5 亿元和 27.7 亿元, 3 月 27 日收盘价对应 PE 为 16.3 倍、13.4 倍和 11.4 倍, 维持“审慎增持”评级。

## 风险提示: 需求超预期下滑、原材料价格超预期上涨

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 报告正文

### 事件

公司披露 2018 年年报，报告期内实现营业收入 140.46 亿元，同比增长 36.46%；实现归母净利润 15.08 亿元，同比增长 21.75%；实现扣非后归母净利润 13.23 亿元，同比增长 15.95%，基本每股收益 1.01 元。公司拟向全体股东，每股派发现金红利 3.00 元（含税）。

### 点评

#### 1、增长动能不减，营收增速逐季提升

公司 2018 年在地产新开工强劲的带动下，全年收入实现 36.46% 的增速，其中防水卷材同比增长 37%，防水材料同比增长 34%，防水施工同比增长 38%。

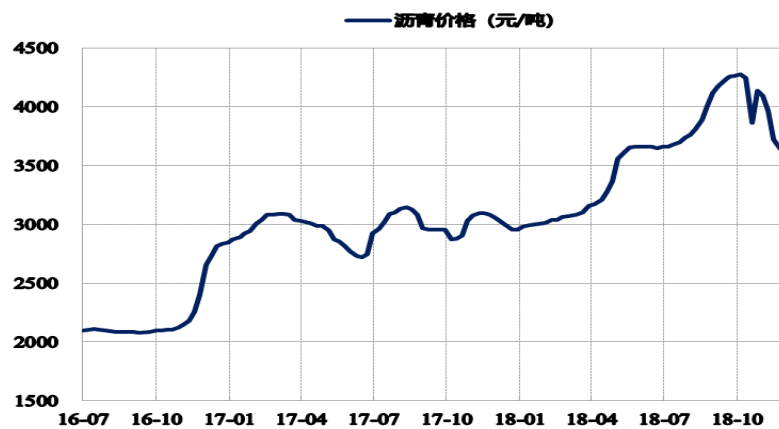
分季度来看，2018 年 Q1-Q4 单季度收入增速分别达到 27.16%、31.84%、38.63%、42.82%，增速逐季提高。我们认为四季度收入的超预期增长，或受益于基建投资增速在 18Q4 企稳略微回升。

#### 2、毛利率及税收影响 Q4 业绩

公司 Q1-Q4 归属净利润增速分别为 25.5%、25.2%、32.2%、6.4%。我们认为 Q4 业绩增长大幅低于收入增长，主要受毛利率下滑及税收影响。

公司 Q1-Q4 毛利率分别为 35.9%、37.4%、36.1%、30.7%，Q4 单季度毛利率大幅下滑 5.4 个百分点。我们认为或与公司成本计算方式有关，公司 Q4 所计沥青成本大部分为 Q3 采购价格，处于高位，因此使得毛利率有所下滑。

图表 1、沥青价格



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

所得税方面,公司部分子公司因收到政府补助,按新会计准则,需按照 25% 税率进行核算,使得公司全年所得税实际税率大幅提升至 17.1% (2017 年为 13.5%)。我们测算公司 Q4 所得税实际税率 30.3%, 大幅高于历史水平及公司 2018 年前三季度水平 (11%), Q4 承担的高额所得税影响单季度业绩。

同时,公司 2018 年 11 月进行架构调整,针对中后台部门进行了部分裁员,产生了一定的一次性费用,也对 Q4 的费用率产生影响。

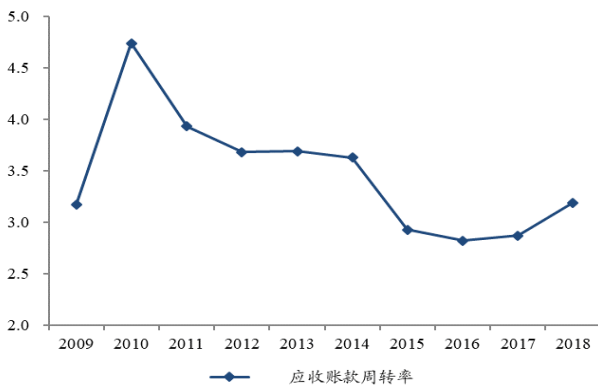
### 3、应收账款管控加强,经营现金流量向好

公司 2018 年调整战略布局,提出“高质量稳健发展”的战略目标,在实现稳收入高速增长的同时,将应收账款占比及回款率也纳入考核体系。

公司 Q4 收入 47 亿元,应收账款较 Q3 下降 6.6 亿至 45.11 亿,但应收票据环比 Q3 大幅增加 11.74 亿至 15.47 亿,其中 2.8 亿为银行承兑汇票,12.67 亿为商业承兑票据。应收账款及应收票据总计增加 5.14 亿至 60.58 亿。全年来看,公司应收账款周转率达到 3.19 次,为 2015 年来的最好水平。

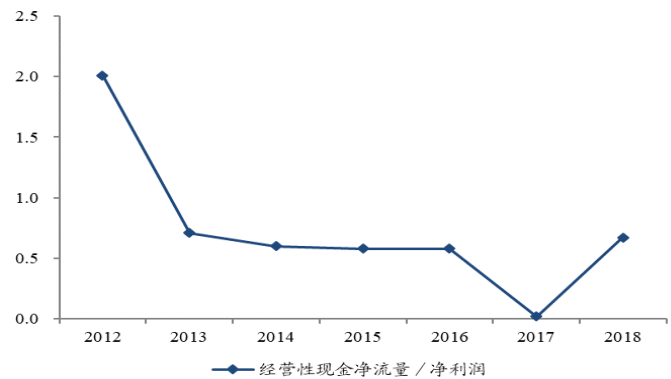
公司 2018 年经营性净现金流达到 10.14 亿元,其中 Q4 单季度 15.45 亿元,较上年同期增长 122%。全年经营性净现金流/净利润达到 0.67,为近 5 年最好水平,仅次于 2013 年的 0.7。同时,2018 年末公司在手现金 48.55 亿,环比 Q3 增长 21.14 亿,为 2017 年末 2 倍有余 (2017 年末在手现金 24.23 亿元)。

图表 2、应收账款周转率

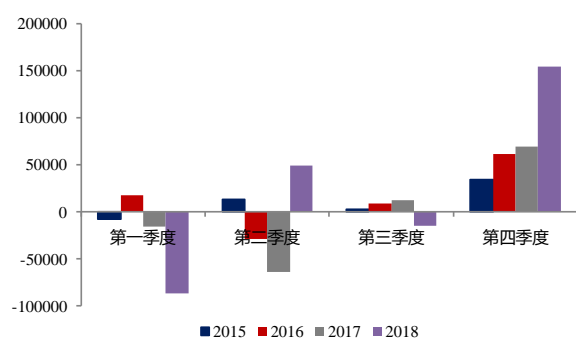


资料来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

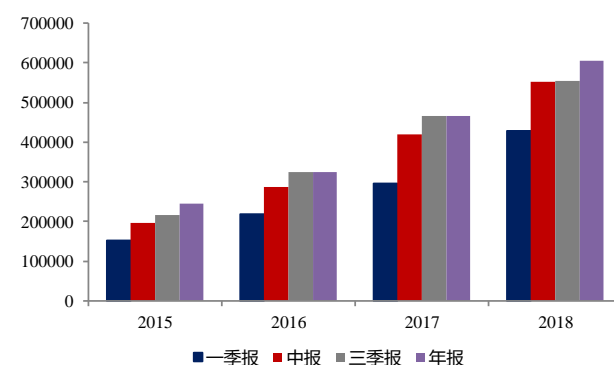
图表 3、经营性净现金流/净利润



数据来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 4、单季度净经营现金流**


资料来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

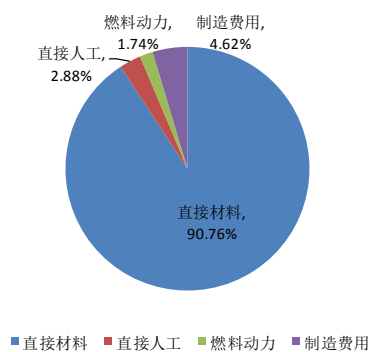
**图表 5、公司历年应收账款**


数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

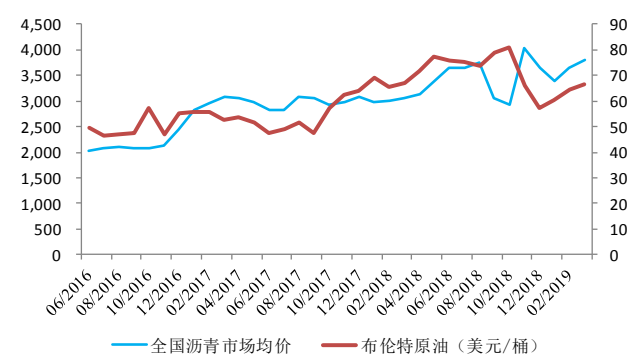
#### 4、成本及费用有望下降, 盈利能力或回升

2018 年公司原材料沥青价格持续攀升, 我们认为 2019 年随原油价格回调, 沥青价格有望一定程度下降, 缓解公司成本端压力, 提高产品毛利率。而减员增效有望降低费用率, 进一步提高公司净利率水平。

同时, 公司 2018 年承担股权激励费用 4443 万, 2019 年该费用将下降到 1800 万元左右, 也将释放一定业绩弹性。

**图表 6、原材料成本占比**


资料来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 7、原油沥青价格走势**


数据来源: 卓创资讯、兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资建议

公司为全国布局的防水材料龙头企业,随近年来地产商对隐蔽工程重视度的提升,以及公司自身产能的扩张,与第二梯队的差距进一步拉开。同时,依托防水材料,公司进军建筑涂料、保温材料市场,客户协同效应明显,有望成为新的利润增长点。

我们调整盈利预测,预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 19.3 亿元、23.5 亿元和 27.7 亿元,3 月 27 日收盘价对应 PE 为 16.3 倍、13.4 倍和 11.4 倍,维持“审慎增持”评级。

## 风险提示

需求超预期下滑、原材料价格超预期上涨

## 附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	13952	16372	19528	23720
货币资金	4855	5036	6166	7578
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	4511	6451	7486	8961
其他应收款	224	348	365	455
存货	2172	2515	3036	3707
<b>非流动资产</b>	5699	6092	6806	7415
可供出售金融资产	250	213	230	227
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3032	3762	4348	4806
在建工程	540	301	166	78
油气资产	0	0	0	0
无形资产	962	1156	1365	1587
<b>资产总计</b>	19652	22464	26334	31136
<b>流动负债</b>	9910	10999	12431	14814
短期借款	3713	5070	5563	6744
应付票据	0	137	81	116
应付账款	3200	2823	3571	4480
其他	2997	2968	3216	3474
<b>非流动负债</b>	1653	956	1287	1249
长期借款	0	-275	-150	-167
其他	1653	1231	1437	1415
<b>负债合计</b>	11563	11954	13719	16063
股本	1492	1492	1492	1492
资本公积	1378	1378	1378	1378
未分配利润	5193	7281	9343	11753
少数股东权益	188	191	195	200
<b>股东权益合计</b>	8088	10510	12615	15073
<b>负债及权益合计</b>	19652	22464	26334	31136

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1511	1925	2353	2766
折旧和摊销	243	309	389	463
资产减值准备	62	355	-16	23
无形资产摊销	32	26	28	28
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	193	243	285	337
投资损失	-3	0	0	0
少数股东损益	3	3	4	5

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	14046	17388	20601	24943
营业成本	9187	11101	13129	16069
营业税金及附加	122	151	178	216
销售费用	1699	2087	2431	2893
管理费用	917	1406	1616	1896
财务费用	193	243	285	337
资产减值损失	62	313	371	449
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	1818	2319	2835	3331
营业外收入	15	23	27	32
营业外支出	10	16	19	22
<b>利润总额</b>	1822	2326	2843	3341
所得税	311	397	485	570
净利润	1511	1929	2358	2771
少数股东损益	3	3	4	5
<b>归属母公司净利润</b>	1508	1925	2353	2766
<b>EPS(元)</b>	1.01	1.29	1.58	1.85

## 主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	36.5%	23.8%	18.5%	21.1%
营业利润增长率	26.9%	27.6%	22.2%	17.5%
净利润增长率	21.7%	27.7%	22.2%	17.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.6%	36.2%	36.3%	35.6%
净利率	10.7%	11.1%	11.4%	11.1%
ROE	19.1%	18.7%	18.9%	18.6%

## 偿债能力

资产负债率	58.8%	53.2%	52.1%	51.6%
流动比率	1.41	1.49	1.57	1.60
速动比率	1.19	1.26	1.33	1.35

## 营运能力

资产周转率	85.2%	82.6%	84.4%	86.8%
应收帐款周转率	304.5%	308.4%	283.2%	292.3%

## 每股资料(元)

**公司点评报告(带市场行情)**

营运资金的变动	-965	2856	1069	1599	每股收益	1.01	1.29	1.58	1.85
经营活动产生现金流量	1014	80	1991	1968	每股经营现金	0.68	0.05	1.33	1.32
投资活动产生现金流量	-1585	-951	-1068	-1053	每股净资产	5.30	6.92	8.32	9.97
融资活动产生现金流量	2912	1053	206	497					
现金净变动	2338	182	1129	1412	估值比率(倍)				
现金的期初余额	2294	4855	5036	6166	PE	20.9	16.3	13.4	11.4
现金的期末余额	4631	5036	6166	7578	PB	4.0	3.05	2.53	2.12



### 分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn