

公司研究/季报点评

2019年04月26日

建材/其他建材 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 18.68
合理价格区间(元): 22.79~25.33

张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

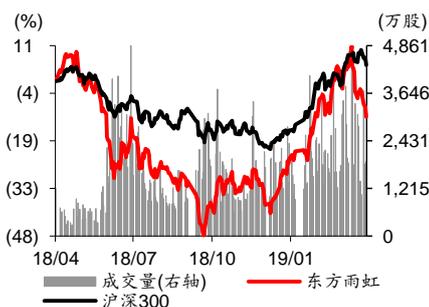
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

李振兴 010-56793969
联系人 li.zhenxing@htsc.com

相关研究

- 1 《东方雨虹(002271,买入): 18 业绩符合预期, 静待渠道改革良效》2019.03
- 2 《东方雨虹(002271,买入): 收入维持高增长, 毛利率整体承压》2018.10
- 3 《东方雨虹(002271,买入): 收入高增长, 成本上涨拖累毛利》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

19Q1 业绩超预期, 高质量成长可期

东方雨虹(002271)

19Q1 业绩超预期, 高质量成长可期

公司 19 年 Q1 实现营业收入 26.9 亿元, 同比 41.0%, 归母净利润 1.27 亿元, 同比增长 28.9%, 扣非归母净利润 1.07 亿元, 同比增长 40.5%, 和收入增速基本匹配, 业绩超预期, 19Q1 经营性现金流净额同比恶化无须过分担忧, 根据公司惯往政策, 我们预计履约保证金大部分将于年内收回, 公司 Q1 收现比达 141%, 为历史较高水平, 看好全年经营性现金流逐步好转, 与净利润基本匹配。维持 19-21 年 EPS 预测为 1.27/1.58/1.97 元/股, 参考可比公司 19 年平均 20x PE, 维持目标价 22.79-25.33 元 (18-20 倍目标 PE), 维持“买入”评级。

19Q1 收入快速增长, 利润率好于预期

公司 19Q1 收入 41% 增速主要受销量增长驱动 (Q1 出货量同比增加超过 40%), 同时价格同比小幅提升, 公司在春节前已完成对大客户万科的提价, 其余地产大客户有 3 个月缓冲期, 预计价格提升的正面效应在 Q2 体现更明显, 19Q1 毛利率同比降低 1.5pct, 主要受沥青价格上涨拖累 (沥青价格同比增加超过 30%), 期间费用率同比降低 1.7pct, 销售费用率基本平稳, 管理费用率同比降低 3.4pct, 因 18Q4 裁员降低薪酬支出, 财务费用率上升 1.5pct, 因有息负债增加。资产减值损失增加 1697 万, 因 18Q4 加大回款力度 (往年春节前回款), 19Q1 坏账冲回较少 (按账龄计提坏账损失)。

19Q1 现金流状况无须过分担忧, 看好全年现金流逐步好转

公司 19Q1 经营性现金流净额 29 亿元, 同比多流出 20.6 亿元, 因: 1) 19Q1 末较 2018 年末其他应收款增加 17.4 亿, 因履约保证金大幅增加, 15 亿地产商履约保证金将在年内回收; 2) 应付票据和应付账款 19Q1 末较 2018 年减少 13.9 亿, 期初余额里部分贷款上年采用承兑汇票背书转让方式偿付 Q1 到期, 导致应收和应付票据都有显著减少, 但并不影响现金流, 剔除该因素影响, 该项减少对现金流影响为 6 亿; 3) 加大沥青冬储力度, 体现在 19Q1 存货较 18 年末增加 4.7 亿元, 在年初沥青价格阶段性低点冬储对公司有利, 预计随着提价效果 Q2 逐步体现, Q2 毛利率可能环比小幅提升。

维持盈利预测, 维持“买入”评级

维持 19-21 年 EPS 预测为 1.27/1.58/1.97 元。我们认为随着下游客户集中度提升, 行业龙头品牌、生产、渠道规模效应加强, 防水龙头市占率将持续提升, 中长期看好雨虹 18Q4 渠道改革激发经营活力, 多品类产品嫁接现有渠道快速扩张, 有望发展为建筑建材系统服务商。公司目前股价对应 19/20 e P/E 仅为 15x/12x, 参考可比公司 19 年平均 20x PE, 维持目标价 22.79-25.33 元 (18-20 倍目标 PE), 维持“买入”评级。中长期估值上行的机会主要来自: 1) 经销占比提升带来现金流改善, 2) 防水外产品规模占比显著提升。

风险提示: 房地产新开工低于预期, 油价大幅上涨, 现金流改善不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,492
流通 A 股 (百万股)	995.65
52 周内股价区间 (元)	10.97-39.15
总市值 (百万元)	27,872
总资产 (百万元)	18,423
每股净资产 (元)	5.40

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,293	14,046	17,716	21,882	26,799
+/-%	47.04	36.46	26.13	23.52	22.47
归属母公司净利润 (百万元)	1,239	1,508	1,890	2,358	2,941
+/-%	20.43	21.74	25.28	24.81	24.70
EPS (元, 最新摊薄)	0.83	1.01	1.27	1.58	1.97
PE (倍)	22.50	18.48	14.75	11.82	9.48

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 近年公司单季度收入及同比增速趋势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 近年公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

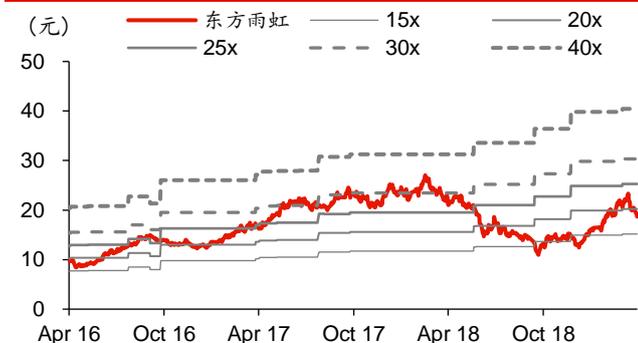
图表3: 可比公司估值表 (采取 2019 年 4 月 25 日收盘价)

公司名称	股价	市值 (百万元)	每股收益 (元/股)			P/E (x)			每股净资产 (元/股)			P/B (x)			ROE (%)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
科顺股份	10.08	6,156	0.30	0.49	0.69	33.2	20.6	14.7	4.77	5.20	5.81	2.1	1.9	1.7	6%	9%	12%
伟星新材	18.88	24,750	0.75	0.87	1.02	25.2	21.7	18.5	2.78	3.67	4.34	6.8	5.1	4.4	27%	24%	24%
帝欧家具	22.07	8,506	0.99	1.32	1.72	22.3	16.7	12.8	8.42	9.71	11.41	2.6	2.3	1.9	12%	14%	15%
平均值						26.9	19.7	15.4				3.8	3.1	2.7	15%	16%	17%
东方雨虹	18.68	27,872	1.01	1.27	1.58	18.5	14.7	11.8	5.02	6.56	8.14	3.7	2.8	2.3	20%	19%	19%

注: 除东方雨虹 EPS 为华泰预测值之外, 其余均为 wind 一致预期, 数据截至 2019/04/25;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 东方雨虹历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 东方雨虹历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,331	13,952	16,569	20,162	24,497
现金	2,423	4,855	5,254	6,233	7,501
应收账款	4,282	4,511	5,582	6,894	8,444
其他应收账款	144.14	224.03	282.57	349.02	427.45
预付账款	293.15	376.44	475.92	589.10	720.22
存货	1,509	2,172	2,756	3,420	4,186
其他流动资产	679.57	1,814	2,218	2,677	3,219
非流动资产	3,986	5,699	6,378	6,737	6,907
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,911	3,032	4,369	5,391	6,151
无形资产	626.37	961.88	1,289	1,607	1,916
其他非流动资产	1,449	1,706	720.78	(260.14)	(1,159)
资产总计	13,317	19,652	22,947	26,900	31,405
流动负债	4,893	9,910	11,310	12,898	14,450
短期借款	1,327	3,713	3,543	3,282	2,680
应付账款	901.04	3,081	3,895	4,821	5,894
其他流动负债	2,665	3,116	3,872	4,794	5,876
非流动负债	1,529	1,653	1,653	1,653	1,653
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,529	1,653	1,653	1,653	1,653
负债合计	6,422	11,563	12,963	14,551	16,103
少数股东权益	179.91	187.75	193.43	200.53	212.34
股本	881.85	1,492	1,492	1,492	1,492
资本公积	1,966	1,378	1,378	1,378	1,378
留存公积	3,972	5,349	6,920	9,279	12,219
归属母公司股东权益	6,715	7,901	9,790	12,149	15,089
负债和股东权益	13,317	19,652	22,947	26,900	31,405

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	23.95	1,014	1,961	2,429	2,957
净利润	1,239	1,508	1,890	2,358	2,941
折旧摊销	186.95	275.48	401.13	532.70	650.80
财务费用	103.35	192.79	318.10	303.24	272.16
投资损失	0.00	(2.82)	(2.82)	(2.82)	(2.82)
营运资金变动	(1,831)	(1,018)	(636.78)	(756.32)	(902.30)
其他经营现金	325.37	58.71	(7.70)	(6.29)	(1.58)
投资活动现金	(1,206)	(1,585)	(1,074)	(885.98)	(814.68)
资本支出	1,108	1,743	1,063	875.27	803.97
长期投资	193.32	(143.70)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(94.76)	(14.05)	10.71	10.71	10.71
筹资活动现金	2,050	2,912	(488.35)	(564.08)	(874.54)
短期借款	263.81	2,387	(170.25)	(260.84)	(602.38)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(0.84)	610.23	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	193.67	(588.34)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,594	502.89	(318.10)	(303.24)	(272.16)
现金净增加额	867.65	2,340	399.45	978.84	1,268

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,293	14,046	17,716	21,882	26,799
营业成本	6,409	9,187	11,615	14,377	17,577
营业税金及附加	99.18	121.64	153.43	189.51	232.09
营业费用	1,180	1,699	2,179	2,648	3,243
管理费用	1,048	1,185	1,329	1,641	2,010
财务费用	103.35	192.79	318.10	303.24	272.16
资产减值损失	131.77	62.44	78.75	97.27	119.13
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.82	2.82	2.82	2.82
营业利润	1,432	1,818	2,225	2,779	3,469
营业外收入	13.78	14.57	14.57	14.57	15.30
营业外支出	9.13	10.38	10.38	10.38	10.38
利润总额	1,437	1,822	2,230	2,783	3,474
所得税	194.57	310.84	334.45	417.44	521.05
净利润	1,242	1,511	1,895	2,365	2,953
少数股东损益	3.30	2.71	5.69	7.10	11.81
归属母公司净利润	1,239	1,508	1,890	2,358	2,941
EBITDA	1,734	2,118	2,830	3,548	4,377
EPS (元, 基本)	1.40	1.01	1.27	1.58	1.97

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	47.04	36.46	26.13	23.52	22.47
营业利润	30.60	26.92	22.44	24.86	24.83
归属母公司净利润	20.43	21.74	25.28	24.81	24.70
获利能力 (%)					
毛利率	37.73	34.59	34.44	34.30	34.41
净利率	12.04	10.74	10.67	10.78	10.97
ROE	21.20	20.64	21.36	21.50	21.59
ROIC	26.61	24.20	27.66	29.53	32.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.23	58.84	56.49	54.09	51.28
净负债比率 (%)	20.66	32.11	27.33	22.56	16.64
流动比率	1.91	1.41	1.46	1.56	1.70
速动比率	1.60	1.19	1.22	1.30	1.41
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.85	0.83	0.88	0.92
应收账款周转率	2.87	3.19	3.51	3.51	3.49
应付账款周转率	8.85	4.61	3.33	3.30	3.28
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.01	1.27	1.58	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.68	1.31	1.63	1.98
每股净资产(最新摊薄)	4.50	5.30	6.56	8.14	10.11
估值比率					
PE (倍)	22.50	18.48	14.75	11.82	9.48
PB (倍)	4.15	3.53	2.85	2.29	1.85
EV_EBITDA (倍)	18.45	15.11	11.31	9.02	7.31

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com