东方雨虹（002271.SZ）

收入延续快速增长，关注现金流变化

事件：公司发布 2019 年一季报。2019 年一季度公司实现收入 26.86 亿元，同比增长 41%；实现净利润 1.27 亿元，同比增长 29%；实现扣非后净利润 1.07 亿元，同比增长 40.5%。

收入保持快速增长，毛利率有所下降，管理费用率下降明显。2019Q1 营收增长 41%，延续了 18 年下半年以来快速增长的趋势，在地产新开工增速仍保持韧性之下，公司加快市场份额开拓，防水材料销售发货保持快速增长；2019Q1 毛利率 34.48%，同比下降了 1.5 个百分点，主要受到原料价格同比上涨的影响，期内原油价格持续上涨，沥青等相关石化原料价格同比有所上涨；收入快速增长之下，整体费用率有所下降，其中销售费用率略有提高，管理费用率（包含研发费用口径）下降明显，同比下降了 3.4 个百分点，预计受到公司精简管理人员带来费用减少的影响；财务费用率同比提高了 1.5 个百分点，主要是短期借款明显增加导致利息支出增加的原因，期末公司短期借款余额 38.9 亿元，资产负债率 55.3%。

经营性净现金流大幅流出，收现比同比改善，付现比大幅提升。公司 2019Q1 经营性净现金流为-29.3 亿元，较上年同期大幅净流出，主要是受到履约保证金支出增加、原料备货增加以及偿还上游供应商货款的影响。从收付现比来看，期内收现比 141%，同比提升了 11 个百分点，销售回款有所改善；付现比 203%，同比提升了 33 个百分点，期末应收账款保持平稳，其他应收款 19.7 亿，较上年同期增加了近 12 亿元，主要为履约保证金支出的增加；期末应付账款及票据余额较年初大幅减少，主要是公司偿还供应商货款以及偿还货款的承兑汇票到期所致；期末公司存货 26.4 亿元，较上年同期增加了超 10 亿元，预计主要是原料备库增加所致。

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 14.7、11.8、9.5 倍；维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速下行及相关政策变化的风险、原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险、新业务拓展带来的风险。

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）	22.5	18.5	14.7	11.8	9.5
P/B（倍）	4.4	3.7	3.0	2.4	2.0

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	18.68
总市值(百万元)	27,872.11
总股本(百万股)	1,492.08
其中自由流通股(%)	66.73
30 日日均成交量(百万股)	17.42

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、《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》2019-03-28
2、《收入增长加速，组织架构调整寻求模式变革》2019-02-26
3、《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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	13317	19652	23368	25957	29427
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
负债和股东权益	13317	19652	23368	25957	29427

现金流表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	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
现金净增加额	859	2338	-234	-866	-759

利润表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	1437	1822	2288	2787	3474
所得税	195	311	389	418	521
净利润	1242	1511	1899	2369	2953
少数股东收益	3	3	0	1	4
归属母公司净利润	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
成长能力					
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
盈利能力					
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
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标（元/股）					
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
估值指标（倍）					
P/E	22.5	18.5	14.7	11.8	9.5
P/B	4.4	3.7	3.0	2.4	2.0
EV/EBITDA	16.5	12.6	10.7	9.1	7.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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

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

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

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