

## 建筑材料

2019年04月09日

# 东方雨虹 (002271)

## ——基本面继续向好，短期扰动不改长期成长逻辑

**报告原因：有信息公布需要点评**
**买入 (维持)**

市场数据： 2019年04月08日	
收盘价(元)	23.3
一年内最高/最低(元)	40.6/10.37
市净率	4.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	23199
上证指数/深证成指	3244.81/10351.87

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2018年12月31日	
每股净资产(元)	5.3
资产负债率%	58.84
总股本/流通A股(百万)	1492/996
流通B股/H股(百万)	-/-

**一年内股价与大盘对比走势：**

**证券分析师**

 刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com

**研究支持**

 戴铭余 A0230118010003  
daimy@swsresearch.com

**联系人**

 戴铭余  
(8621)23297818×7718  
daimy@swsresearch.com

**投资要点：**

- **事件：**公司发布关于持股5%以上股东及部分董事、高级管理人员减持股份预披露公告。
- **减持系股东个人资金需求，影响有限。**根据公司公告，公司副董事长许利民先生、董事刘斌先生、董事及副总裁张洪涛先生、副总裁王文萍女士、财务总监徐玮女士分别拟减持不超过900万股、50万股、35万股、21万股和10万股，共计不超过公司总股本的0.681%，减持行为主要系个人资金需求。我们认为，此次拟减持股数占公司总股本比例较低，且当前股价离公司可转债强制执行价尚远，对股价实际影响有限。
- **当前基本面向好，后续“利”的弹性将逐步释放。**公司主业防水材料需求绑定房地产和基建，对下游景气度敏感性较高，目前，受益于房地产新开工高增和基建反弹，水泥、钢材等高频数据普遍超预期，我们预计，前端品种共振下防水材料需求亦不会缺席。全年看，市场普遍担心在房地产新开工增速逐季下行预期下公司业绩增速将呈现前高后低，但我们并不悲观：一方面，防水材料的使用主要集中在地产施工两端，虽然新开工相关需求占据主导，但2017年中至今新开工与竣工面积增速出现的历史最长背离或让竣工端需求密集爆发，此消彼长下总需求有望维持高位；另一方面，我们复盘发现，在油价高位阶段，公司对利的变动敏感性将强于量，去年成本的前低后高使下半年单位毛利基数低于上半年，在提价维稳假设下，公司下半年的增长逻辑将由量的超预期转变为利的超预期，全年业绩值得期待。
- **长期成长逻辑不改，公司正渐入佳境。**长期看，防水材料行业规模约2000亿元，但CR10仍不足20%，规模最大的东方雨虹市占率仅约7%，是典型的“大行业，小公司”格局。在行业标准提升，房地产集中度提升，精装房比例提升三重趋势下，中高端行业空间加速扩容是确定性机会，潜在空间有望翻番。公司作为行业内无可争议的绝对龙头，已凭借先发优势在成本、资金和产能端形成规模护城河，大概率成为增量利润的优先流向。
- **盈利预测与估值：**公司是中国防水材料行业最具竞争力和成长性的龙头企业，综合实力冠绝行业。目前，2018制约股价的成本和资金因素已然反转，行业中高端市场扩容的黄金窗口叠加公司自身架构和战略的进一步优化，成长之路有望重回佳境。我们认为，短期减持扰动不改长期成长逻辑，我们维持公司盈利预测，预计公司2019-2021年归母净利润分别为21.50亿元、26.73亿元、32.37亿元，对应19-21年EPS分别为1.44元、1.79元、2.17元，对应2019-2021年PE分别为16倍、13倍、11倍，维持“买入”评级。

**财务数据及盈利预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,293	14,046	17,800	22,124	26,888
同比增长率(%)	47.04	36.46	26.70	24.30	21.50
净利润(百万元)	1,239	1,508	2,150	2,673	3,237
同比增长率(%)	20.43	21.74	42.57	24.30	21.10
每股收益(元/股)	1.40	1.01	1.44	1.79	2.17
毛利率(%)	37.7	34.6	34.6	35.3	35.2
ROE(%)	18.4	19.1	21.4	21.0	20.3
市盈率	17	23	16	13	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,000	10,293	14,046	17,800	22,124	26,888
营业收入同比增长率 (yoy)	31.98%	47.04%	36.46%	26.70%	24.30%	21.50%
减: 营业成本	4,016	6,409	9,187	11,642	14,316	17,437
毛利率 (%)	42.63%	37.73%	34.59%	34.60%	35.30%	35.20%
减: 税金及附加	81	99	122	154	192	233
主营业务利润	2,903	3,784	4,737	6,004	7,616	9,218
主营业务利润率 (%)	41.47%	36.77%	33.73%	33.73%	34.42%	34.28%
减: 销售费用	840	1,180	1,699	2,314	2,898	3,549
减: 管理费用	825	1,048	917	1,139	1,394	1,667
减: 财务费用	46	103	193	138	148	157
经营性利润	1,192	1,453	1,929	2,413	3,176	3,845
经营性利润同比增长率 (yoy)	49.73%	21.90%	32.74%	25.12%	31.62%	21.06%
经营性利润率 (%)	17.03%	14.12%	13.73%	13.56%	14.36%	14.30%
减: 资产减值损失	118	132	62	0	0	0
加: 投资收益及其他	23	0	3	0	0	0
营业利润	1,097	1,432	1,818	2,413	3,176	3,845
加: 营业外净收入	60	5	4	0	0	0
利润总额	1,157	1,437	1,822	2,554	3,176	3,845
减: 所得税	131	195	311	401	498	603
净利润	1,026	1,242	1,511	2,154	2,678	3,242
少数股东损益	-2	3	3	3	4	5
归属于母公司所有者的净利润	1,029	1,239	1,508	2,150	2,673	3,237
净利润同比增长率 (yoy)	40.97%	20.43%	21.75%	28.70%	24.30%	21.10%
全面摊薄总股本	883	882	1,492	1,492	1,492	1,492
每股收益 (元)	1.22	1.40	1.01	1.44	1.79	2.17
归属母公司所有者净利润率 (%)	14.70%	12.04%	10.74%	-	-	-
ROE	20.68%	18.45%	19.09%	21.40%	21.00%	20.30%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。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。