太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-04-15

公司点评报告

买入/维持

东方雨虹(002271)

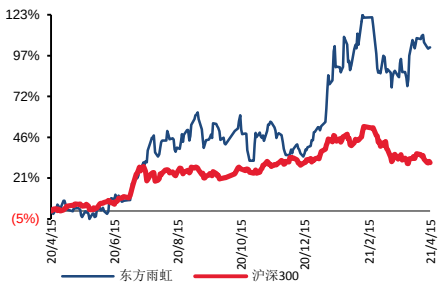
目标价：66.6

昨收盘：51.31

材料 材料II

东方雨虹：经营质量持续改善，开启量质双升新周期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,524/1,740
总市值/流通(百万元)	129,484/89,299
12 个月最高/最低(元)	61.50/33.32

相关研究报告：

东方雨虹（002271）《东方雨虹：21Q1 业绩高增，多重举措开启新成长》--2021/04/07

东方雨虹（002271）《东方雨虹：2020 年业绩超预期，龙头地位稳固兼具成长性》--2021/01/11

东方雨虹（002271）《东方雨虹：Q3 业绩超预期，现金流继续改善》--2020/10/26

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL：yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

事件：公司 2020 年实现营收 217.3 亿元（+19.7%），归母净利润为 33.89 亿元（+64.03%），扣非归母净利润为 30.91 亿元（+64.61%）；2021 年一季度实现营收 53.77 亿元（+118.13%），归母净利润为 2.96 亿元（+126.08%），接近前期业绩预告上限，扣非归母净利润为 2.73 亿元（+151.74%）。

点评：

过去 5 个季度业绩呈加速增长，防水龙头成长性突出。公司 20Q1-Q4 及 21Q1 营收增速分别为-8.21%、20.98%、24.22%、28.39%、118.13%，业绩增速分别为 2.86%、36.3%、58.96%、117.07%、126.08%，连续 5 个季度呈逐季度加速态势（其中 21Q1 公司计提信用减值损失 2.97 亿元，若不计提业绩增速更快），而 20Q4 与 21Q1 业绩实现翻倍增长，得益于地产与基建投资强劲，同时今年春节鼓励原地过年，假期结束后下游需求复苏较快，而随着公司品牌影响力不断提升，产销量保持快速增长，我们判断，公司一季度整体出货增速在 50%以上；另一方面公司规模及成本优势明显，公司加大费用管控，总的成本费用摊销同比下降，一季度公司综合毛利率为 32.87%（2020 年防水卷材、涂料及施工业务小幅增长），同比减少 0.21 个 pct，主要是执行新的会计准则，原计入销售费用的运输装卸费调整至营业成本所致，若扣除此影响，则综合毛利率为 36.07%，同比增长 3%；虽然随着原油价格的回升，21Q1 年沥青价格环比 20Q4 增长约 20%（以山东地区沥青成交价测算），但雨虹是行业内唯一可以做到沥青集采以及具备较大库存能力的企业，公司低价储存沥青（沥青占原材料成本的 30%左右）进一步降低生产成本，盈利能力领先行业；此外，2 月末公司沥青类卷材提价 10-15%，防水涂料提价 10-20%，向下游传导成本压力，这也体现了公司议价能力的提升。

2020 年现金流改善明显，应收账款增速低于营收增速；2020 年公司经营性净现金流为 39.52 亿元，同比增长约 23.63 亿元，其中 Q4 经营性净现金流 48.6 亿元，同比增加 12.2 亿元；我们判断，近两年公司加大力度考核回款，四季度为公司集中回款阶段，同时履约保证金也集中回收，因此现金流明显好转，而一季度为公司缴纳履约保证金以及加大力度备货原材料等，因此 21Q1 现金流净流出 23.7 亿元，同比多流出约 2.8 亿元；2020 年四季度公司现销比 1.68x，环比提升约 0.8 个 pct，同比提升约 0.1 个 pct，整体现金流持续改善，21Q1 现销比

为 1.09x，同比下降 0.18 个 pct；2020 年末公司应收账款及票据规模为 76.51 亿元，同比增长约 9%，明显低于营收增速（19.7%），同样 21 年一季度应收账款增速也大幅低于营收增速；2020 年末应收账款周转天数为 97.2 天，同比减少约 3.4 天左右，但较三季度末明显下降；Q4 公司期间费用率为 12.68%，同比降低约 8.2 个 pct，其中销售费用率降低约 10 个 pct，主要是由于会计准则变化，部分运输装卸费调整至营业成本所致。

80 亿定增落地，产能加速扩张。2020 年公司公告拟通过非公开发行股票，募集资金不超过 80 亿元，用于多地 10 余个产能基地建设以及补充流动资金。我们认为，随着近期定增落地（13 家国内外机构参与，发行价格为 45.5 元/股，1.76 亿新股将于 21 年 4 月 8 号上市，锁定期为 6 个月）一是可以快速推动产能基地的建设，使得公司产能布局更完善，产品品类更丰富；二是在地产“三道红线”背景下，地产产业链回款或放慢，而公司适时补充流动资金，可以提升抵御市场风险能力，21Q1 末公司在手现金为 96.6 亿元（定增资金到位），资产负债率降至 37.34%，债务结构得以明显优化；三是公司在龙头的基础上加速抢占市场份额，进一步巩固龙头地位。

股权激励及员工持股力度大，彰显长期发展信心。从股权激励来看，此次股权激励涉及激励对象 4160 人，覆盖范围远高于过去三期；行权价格为 48.99 元/股，基本以现价持平，体现了公司对未来发展信心；解锁条件为 21-24 年净利润复合增速为 25%，业绩高基数下较第三期的复合增速 20%更具挑战性；同时注重经营质量的发展，考核期内应收账款增速不高于营收增速。**从员工持股来看，**涉及人数不超过 1611 人（含 8 名高管），计划筹集资金总额不超过 17 亿元，同时资管/信托按照不超过 1:1 的比例进行配资，总规模不超过 34 亿元，若按照 50 元/股价格，对应回购股份 6800 万股，占当前总股本的 2.9%，主要通过二级市场购买或协议转让等。此次股权激励及员工持股覆盖范围大，员工与公司形成利益共同体，将充分调动员工积极性，彰显了对公司长期发展信心。

公司渠道优势突出，多品类扩张迈向大建材集团。随着行业发展愈发规范以及下游地产企业集中度的提升，防水行业进入“良币驱逐劣币”阶段，未来将呈现强者恒强，而当前公司市占率仅在 12%左右，公司与百强地产商多数建立战略合作，随着地产商的集中度提升以及公司的渠道成熟完善，市场份额将稳步提升，成长空间广阔。同时，公司深耕防水领域多年，建立起成熟的销售渠道及品牌，公司一方面巩固防水领域的龙头地位，另一方面依托防水业务建立的成熟渠道，快速扩张新品类，如涂料业务，客户相同，渠道共享，通过“零售+工程”并举，近三年保持高速增长，未来将成为公司新的业绩增长点；而节能保温、非织造布、特种砂浆、建筑装饰涂料等多领域也保持较快增速，公司向综合建材集团迈进。

投资建议：我们认为公司依托公司强大的渠道及品牌优势，具有强α属性，一方面定增落地加速产能扩张，继续巩固防水领域的龙头地位；另一方面股权激励调动员工积极性，多品类扩张带来新的业绩增长点，未来成长可期。我们调整 21-22 年公司归母净利润分别为 43.9 亿元和 54.1 亿元，按照最新股本，对应 EPS 分别为 1.74 元和 2.14 元，同比增长 29.4%和 23.35%，对应 2021 及 2022 年 PE 估值分别为 27.5x/22.3x，维持目标价 66.6 元及“买入”评级。

风险提示：需求不及预期，原材料价格大幅上涨，应收账款回收风险

■ **盈利预测和财务指标：**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21730	27321	33764	42012
(+/-%)	19.70	25.73	23.58	24.43
净利润(百万元)	3389	4386	5408	6707
(+/-%)	64.03	29.43	23.35	24.01
摊薄每股收益(元)	1.44	1.74	2.14	2.66
市盈率(PE)	35.57	27.48	22.28	17.97

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

,

资产负债表(百万)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4428	6016	8501	11412	15001
应收和预付款项	7558	8100	10069	12337	15241
存货	2016	1199	1524	1884	2345
其他流动资产	1444	4072	4072	4072	4072
流动资产合计	**15447**	**19387**	**24166**	**29706**	**36660**
长期股权投资	0	166	166	166	166
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	4349	4755	4670	4631	4596
在建工程	627	712	856	928	964
无形资产开发支出	991	1491	1463	1435	1407
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1003	1335	1335	1335	1335
资产总计	**22416**	**27847**	**32657**	**38201**	**45128**
短期借款	3093	2925	2925	2925	2925
应付和预收款项	4806	3643	4632	5724	7125
长期借款	408	422	422	422	422
其他负债	4149	6026	6026	6026	6026
负债合计	**12456**	**13016**	**14004**	**15096**	**16497**
股本	1488	2349	2524	2524	2524
资本公积	1528	2792	3231	3772	4443
留存收益	6724	9473	12664	16554	21384
归母公司股东权益	9740	14614	18418	22849	28351
少数股东权益	220	217	234	255	280
股东权益合计	**9960**	**14831**	**18653**	**23104**	**28631**
负债和股东权益	**22416**	**27847**	**32657**	**38201**	**45128**

现金流量表(百万)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	1589	3952	3667	4491	5397
投资性现金流	-1374	-1744	-292	-292	-292
融资性现金流	-664	-818	-890	-1287	-1516
现金增加额	30	-30	0	0	0

利润表(百万)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**18154**	**21730**	**27321**	**33764**	**42012**
营业成本	-11665	-13681	-17392	-21494	-26755
营业税金及附加	-139	-186	-234	-289	-359
销售费用	-2142	-1788	-2248	-2778	-3456
管理费用	-1322	-1724	-2168	-2679	-3333
财务费用	-413	-380	-307	-307	-307
资产减值损失	8	46	-70	-70	-70
投资收益	3	208	208	208	208
公允价值变动	2	1	1	1	1
营业利润	**2486**	**4226**	**5112**	**6356**	**7939**
其他非经营损益	106	-71	239	239	239
利润总额	**2592**	**4155**	**5350**	**6595**	**8178**
所得税	-517	-769	-946	-1163	-1443
净利润	**2075**	**3387**	**4404**	**5430**	**6734**
少数股东损益	-9	2	-18	-21	-26
归母股东净利润	**2066**	**3389**	**4387**	**5409**	**6708**

预测指标

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	34.98%	36.19%	35.49%	35.49%	35.46%
销售净利率	11.38%	15.60%	16.06%	16.03%	15.97%
销售收入增长率	29.25%	19.70%	25.73%	23.58%	24.43%
EBIT 增长率	55.74%	50.78%	21.33%	23.57%	24.26%
净利润增长率	36.98%	64.03%	29.44%	23.35%	24.01%
ROE	21.21%	23.19%	23.82%	23.68%	23.67%
ROA	9.22%	12.17%	13.43%	14.16%	14.87%
ROIC	19.46%	27.87%	32.50%	35.98%	39.53%
EPS(X)	1.39	1.44	1.74	2.14	2.66
PE(X)	36.95	35.57	27.48	22.28	17.97
PB(X)	7.84	8.25	7.03	5.67	4.57
PS(X)	4.20	5.55	4.74	3.83	3.08
EV/EBITDA(X)	23.65	24.36	21.63	17.29	14.06

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋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 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。