东兴证券 DONGXING SECURITIES

东方雨虹（002271）：探寻防水材料龙头四季度业绩高增的背后原因

2021 年 01 月 13 日

强烈推荐/维持

东方雨虹 公司报告

公司发布业绩预告，2020 年公司归母净利润为 30.99 亿元-37.19 亿元，同比增长 50%-80%。

销量增长、原材料和费用率下降下 4 季度业绩高增长超预期。从单季度看公司归母净利润为 9.69 亿元-15.88 亿元，同比增速为 93.78%-217.77%。第 4 季度业绩的大幅增长超出市场预期，也略高于我们的预期。第 4 季度在疫情的负面影响逐步减小后，公司经营得到恢复并发展较好，产品销量同比增长，原材料价格下降，毛利率同比提升，并且营业收入的增长超过期间费用的增长，期间费用率下降，使得公司盈利水平提升，第 4 季度归母净利润增速高增。财务数据实现背后，公司销量和毛利率提升及期间费用率下降也是公司核心竞争力驱动的自然结果。

全国布局的规模优势、品牌吸引力和多层次的销售网络等核心竞争力驱动业绩增长。公司全国布局、产能规模下的成本优势明显，品牌的吸引力强和全覆盖的销售网络等因素是公司获得稳定的成长和业绩高增长的保证。

全国布局的规模优势下带来单位成本的下降。公司在全国有 28 大生产基地，从东北辽宁到云南昆明，从陕西咸阳到广东广州，除了西部和北部偏远的新疆、西藏和内蒙古等区域没有产线外，公司基本上涵盖了防水需求旺盛的各个区域。2020 年的定增方案募集资金不超过 80 亿元，继续全国下沉布局建设 11 个项目基地，市场运输半径越来越小，产能规模越来越大。公司的规模优势进一步提升，运输和仓储成本继续下降，带来单位成本的持续下降。同时公司供货能力也大幅提升，综合竞争力越来越强。

东方雨虹的品牌吸引力也越来越强。防水材料虽然在建设项目中的投资占比较低，仅为 1%左右，但是重要性很高。一旦出现漏水问题，损失会很大，处理很麻烦。所以，好的防水材料产品和口碑是下游客户选择的重要因素。东方雨虹作为全国防水行业的龙头，立足防水材料行业 20 多年，

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,045.71	18,154.34	21,930.00	27,016.00	35,072.00
增长率（%）	36.46%	29.25%	20.80%	23.19%	29.82%
归母净利润（百万元）	1,510.93	2,075.26	3,357.53	4,049.91	5,172.86
增长率（%）	21.64%	37.35%	61.79%	20.62%	27.73%
净资产收益率（%）	19.09%	21.21%	24.31%	23.06%	23.15%
每股收益(元)	1.01	1.44	1.43	1.72	2.20
PE	50.21	35.22	35.48	29.42	23.03
PB	9.58	7.75	8.62	6.78	5.33

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司致力于新型建筑防水材料的研发、生产、销售和防水工程施工业务领域，形成以主营防水业务为核心，民用建材等多元业务为延伸的建筑建材系统服务商。产品广泛房屋建筑和基建项目，包括人民大会堂、鸟巢、水立方、京沪高铁、北京地铁等国家重大项目。与万科、保利等 200 余家大型房地产商、企业集团建立长期稳定的战略合作关系。

资料来源：公司公告

未来 3-6 个月重大事项提示：

–

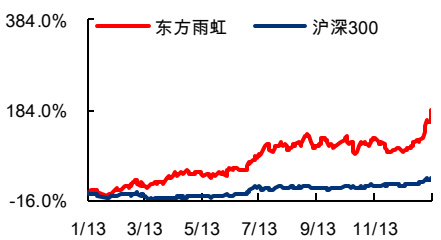
发债及交叉持股介绍：

–

交易数据

52 周股价区间（元）	50.71-16.55
总市值（亿元）	1,190.54
流通市值（亿元）	852.79
总股本/流通 A 股（万股）	234,774/168,171
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.75

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088 zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480512070003

研究助理：韩宇

010-66554042 hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070045

已经形成了业界较好的口碑和自身的品牌优势。由中国房地产业协会和易居中国房地产测评中心联合发布的《2020 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务商品牌测评报告》中东方雨虹防水材料品牌首选率 2012 年为 25%，到 2019 年达到 36%，并且首选率连续多年名列第一。

全覆盖的全国销售网络。公司销售网络覆盖全国各省，工程渠道分为北方区、华东区和华南区，与 200 多家地产和建筑等大企业集团形成战略合作伙伴像万科、保利、中国建筑和北京住总集团等。零售渠道依靠经销商在全国也在进一步铺开。合伙人制度激励了公司的销售人员，打造出了强有力的销售队伍，为公司在行业快速发展抢跑提供渠道市场保障，助力公司市场的快速拓展。

核心竞争优势下，多品类发展打造多元业务建材系统服务商。公司在全国布局的规模、品牌和渠道优势下，积极发展多品类品种，其中防水材料已达到 200 个细分品种，1000 多种规格。同时，还积极发展其他品类像涂料、特种砂浆、节能材料和建筑粉料等产品。并且在强大工程业务的基础之上，加快发展民建业务。设立民建集团负责公司 2C 业务，民建集团渠道下沉，经销商及网点得到不断地扩大。同时对消费者的服务不仅是防水、还有铺贴、腻子以及防水维修等一站式服务。涂料业务收购了德国涂料公司 DAW ASIA 90%的股权，根据中国房地产业协会和易居中国房地产测评中心联合发布的《2020 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务商品牌测评报告》，子公司的德爱威品牌涂料在中国房地产开发企业 500 强首选涂料品牌中名列第六。公司还成立了东方雨虹建筑修缮技术有限公司，开展存量房的维修业务等。公司未来 2C 业务将成为重要的发展方向。2C 和 2B 业务模式下多品类发展打造出一站式建材系统服务商。

盈利预测与投资评级：我们考虑到公司在自身核心竞争力的驱动下，产品销量增长超预期，我们上调公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年公司归属于母公司的净利润为 33.55 亿元、40.47 亿元和 51.69 亿元，对应的 EPS 分别为 1.43 元、1.72 元和 2.20 元，对应的动态 PE 分别为 35、29 和 23 倍，维持公司“强烈推荐”的投资评级

风险提示：地产和基建增速不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	13952	15447	18345	22395	28725	**营业收入**	14046	18154	21930	27016	35072
货币资金	4855	4428	6579	8105	10522	**营业成本**	9187	11665	13312	16777	21920
应收账款	4511	5636	6909	8512	11050	营业税金	122	139	175	216	281
其他应收款	223	291	351	433	562	营业费用	1699	2142	2211	2723	3535
预付款项	376	541	674	842	1061	管理费用	917	965	1645	2026	2630
存货	2172	2016	1459	1839	2402	财务费用	193	413	204	148	176
其他流动资产	266	321	321	321	321	资产减值	62.44	-8.35	0.00	0.00	0.00
非流动资产合	5699	6969	8049	9663	11619	公允价值	0.00	1.94	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收	2.82	3.00	3.00	3.00	3.00
固定资产	3032	4349	5002	5788	6816	**营业利润**	1818	2622	4227	5092	6496
无形资产	962	991	991	992	992	营业外收	14.57	15.09	15.10	15.10	15.10
其他非流动资	672	364	365	365	365	营业外支	10.38	44.77	45.00	45.00	45.00
资产总计	19652	22416	26394	32058	40344	**利润总额**	1822	2592	4197	5062	6466
流动负债合计	9910	10086	9597	11514	15019	所得税	311	517	839	1012	1293
短期借款	3713	3093	1482	1824	3091	**净利润**	1511	2075	3358	4050	5173
应付账款	3081	2642	3209	4045	5285	少数股东	3	9	2	3	4
预收款项	819	1514	1952	2493	3194	归属母公	1508	2066	3355	4047	5169
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	3216	4348	4880	5781	7329
非流动负债合	1653	2370	2356	2356	2356	**EPS（元）**	1.01	1.44	1.43	1.72	2.20
长期借款	0	408	408	408	408	**主要财务比率**	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	1504	1585	1585	1585	1585						
负债合计	11563	12456	11953	13871	17375	**成长能力**					
少数股东权益	188	220	222	225	229	营业收入	36.46%	20.00%	20.80%	23.19%	29.82%
实收资本(或股	1492	1488	2348	2348	2348	营业利润	26.92%	44.24%	61.23%	20.48%	27.56%
资本公积	1378	1351	1351	1351	1351	归属于母	21.74%	36.98%	62.40%	20.62%	27.73%
未分配利润	5193	6724	9680	13244	17797	**获利能力**					
归属母公司股	7901	9740	13803	17547	22325	毛利率	34.59%	35.75%	39.30%	37.90%	37.50%
负债和所有者	19652	22416	26394	32058	40344	净利率	10.76%	11.43%	15.31%	14.99%	14.75%
现金流量表				单位:百万元		总资产净		7.67%	9.22%	12.71%	12.62%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	19.09%	21.21%	24.31%	23.06%	23.15%
经营活动现金	1014	1589	4329	3790	4329	**偿债能力**					
净利润	1511	2075	3358	4050	5173	资产负债	59%	56%	45%	43%	43%
折旧摊销	1205.3	1312.	0.00	482.05	597.79	流动比率	1.41	1.53	1.91	1.94	1.91
财务费用	193	413	204	148	176	速动比率	1.19	1.33	1.76	1.79	1.75
应付帐款的变	0	0	-1273	-1602	-2538	**营运能力**					
预收帐款的变	0	0	439	540	701	总资产周	0.85	0.86	0.90	0.92	0.97
投资活动现金	-1585	-1374	-1475	-2143	-2600	应收账款	3	4	3	4	4
公允价值变动	0	2	0	0	0	应付账款	7.05	6.34	7.50	7.45	7.52
长期股权投资	0	0	0	0	0	**每股指标**					
投资收益	3	3	3	3	3	每股收益	1.01	1.44	1.43	1.72	2.20
筹资活动现金	2912	-664	-703	-121	688	每股净现	1.57	-0.30	0.92	0.65	1.03
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资	5.30	6.55	5.88	7.47	9.51
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	610	-4	860	0	0	P/E	50.21	35.22	35.48	29.42	23.03
资本公积增加	-588	-27	0	0	0	P/B	9.58	7.75	8.62	6.78	5.33
现金净增加额	2340	-449	2151	1526	2417	EV/EBITD	23.64	17.50	23.76	19.85	15.50

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	东方雨虹（002271）2020 年半年报点评：龙头市占率继续提升空间大，渐进稳健收获期	2020-08-30
公司普通报告	东方雨虹（002271）：龙头地位稳固，市占率继续提升	2020-04-26
行业深度报告	玻纤行业深度报告：周期与成长的协奏，龙头将持续跑赢	2020-11-12
行业普通报告	建材行业：水泥整合酝酿新变局-天山股份资产注入点评	2020-08-13
行业深度报告	建材行业深度报告：集中度提升孕育老建材核心资产	2020-08-07
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：产业链地位提升下的行业价值重估	2020-08-05
行业深度报告	瓷砖行业深度报告：好生意集中度提升，翘楚机遇期逐鹿	2020-06-18
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：潮起双强立，风正一帆悬	2020-04-13
行业深度报告	建筑防水材料产业报告:行业集中度加速提升	2020-04-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 和 2015 年第 4 和第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。2020 年 WIND 金牌分析师第三名。

研究助理简介

韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526