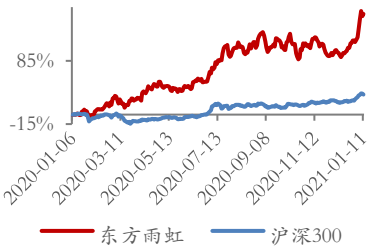
2020 年业绩超出预期，经营质量显著优化

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2021-01-12
收盘价（元）	46.10
近 12 个月最高/最低（元）	63.32/24.45
总股本（百万股）	2348
流通股本（百万股）	1682
流通股比例（%）	71.63
总市值（亿元）	1082
流通市值（亿元）	775

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林
执业证书号：S0010520060001
电话：15652540369
邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

1、《东方雨虹：Q3 业绩大幅增长，定增扩产巩固龙头地位》2020-10-28

2、《东方雨虹：定增开启新一轮扩张，成长性加速兑现》2020-10-16

3、《东方雨虹：业绩增长叠加报表改善，成长空间远未见顶》2020-09-01

事件：公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年实现归母净利润 30.99-37.19 亿元，同比增长 50-80%。

主要观点：

业绩超出预期，经营质量显著优化

根据业绩预告，公司 2020Q4 实现归母净利润为 9.69-15.89 亿元，单季同比增长 93.80%-217.80%，超出市场预期。2020Q1-Q3，公司实现营收分别为 24.65/63.18/61.94 亿元，同比增长-8.21%/20.98%/24.22%；归母净利润分别为 1.31/9.66/10.33 亿元，同比增长-8.21%/20.98%/58.96%，业绩增速逐季抬升。我们认为公司 2020Q4 业绩高增主要受益以下因素：1）需求复苏后公司发货增速明显提升，新品类继续保持强劲增长势头；2）公司加强回款考核成效显著，减值准备被部分冲回；3）公司进一步加强成本费用管控，原材料成本和期间费用预计均有下降。

报表改善元年，发展阶段领先竞争对手

我们此前判断 2020 年公司报表将迎来持续改善，主要基于以下几个原因：1）履约保证金 2020 年后不再新增，且预计未来将逐步退出；2）规模带来议价能力提升，公司应付账期逐年升高；3）全国布局框架已成，公司总体将进入轻资产扩张阶段，资本开支最高峰已过；4）债务结构逐步优化，抗风险能力显著增强。2020 年前三季度公司期间费用率 20.27%，同比下降 1.3 个 pct；其中销售费用率 11.18%，同比下降 0.7 个 pct；管理费用率 6.11%，同比提高 0.42 个 pct；财务费用率 1.54%，同比下降 0.88 个 pct。2020 年前三季度公司经营净现金流-9.08 亿元，同比增加 55.56%；收现比 91.68%，同比提高 4.03pct。同时 2020Q3 末公司资产负债率同比下降 8.07pct，流动比率同比提高 0.13pct，应付票据及应付账款同比增加 35.33%，高于营收增速。

我们认为当前消费建材龙头增长已进入重“质”的阶段，在盈利质量和经营效率上具备优势的企业将能够穿越周期，更好地面对未来的存量市场博弈。公司在业绩增长的同时实现报表改善，在增量转存量的大环境下再次占据了先发优势，竞争壁垒进一步提升。

定增扩产加强新品类和全国布局，成长逻辑加速兑现

公司 2020Q4 发布定增募投计划，除补充流动资金和新建总部基地外，共有多达 11 个项目涉及到产能扩建，范围基本涵盖了公司目前所有品类，同时还有部分新业务的布局将得到重点推进。我们统计公司主业将新增高分子和沥青防水卷材产能共 2.89 亿平米，占现有产能超过 50%，新增防水涂料产能（不计砂浆）近 50%；新品类建筑涂料、非织造布、

减水剂新增产能规模均超过 100%。从布局广度来看，此次定增公司将在华南、西南、华北、东北进一步扩大产能和区域辐射范围，并与已有基地形成协同效应。在传统优势区域，此轮募投项目一方面可以更好地满足华东旺盛需求，另一方面仓储物流体系的完善也将有效降低成本。我们认为，环保政策趋严等因素将使工业用地供给持续收紧，后发企业进行全国布局的难度越来越大。公司通过前两轮再融资助力下的扩张，已经率先在布局广度上占据先发优势，此轮定增对公司系统化服务能力、供货能力是又一次加强，市场份额提升有望加速。

投资建议

公司防水主业受益集中度提升，新业务赛道优质且势头迅猛，均具备广阔成长空间。基于在防水行业无可撼动的龙头地位和自身优秀成长性，应享有估值溢价，同时报表改善从边际上进一步提升估值预期。基于公司 2020 年业绩表现，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 32.99/42.73/52.64 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

回款情况不及预期；产能投放不及预期；下游需求不及预期。

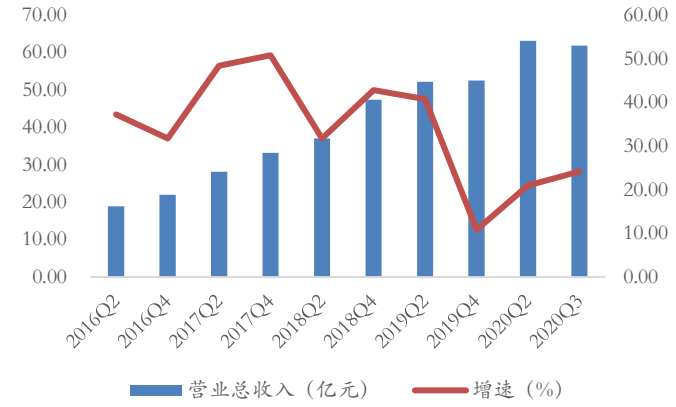
重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18154	22656	28570	34445
收入同比(%)	29.3%	24.8%	26.1%	20.6%
归属母公司净利润	2066	3299	4273	5264
净利润同比(%)	37.0%	59.7%	29.5%	23.2%
毛利率(%)	35.7%	38.3%	38.7%	36.1%
ROE(%)	21.2%	26.6%	27.1%	26.3%
每股收益(元)	0.88	1.41	1.82	2.24
P/E	29.90	27.61	21.32	17.31
P/B	6.34	7.36	5.77	4.55
EV/EBITDA	12.23	14.20	11.11	10.40

资料来源：wind，华安证券研究所

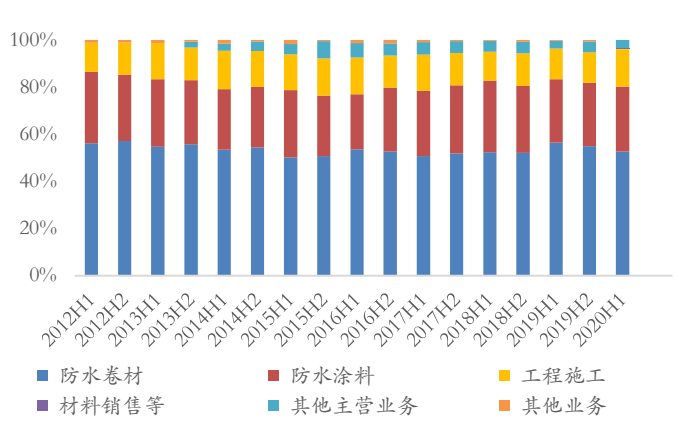
附：公司重点数据

图表 1 公司各季度度营收及增速



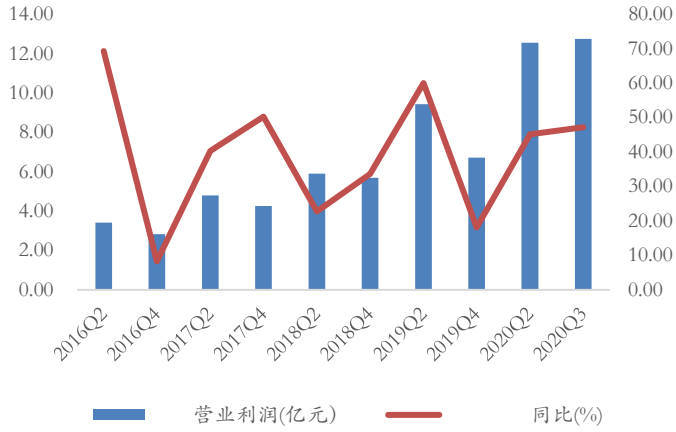
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司半年度各业务营收占比



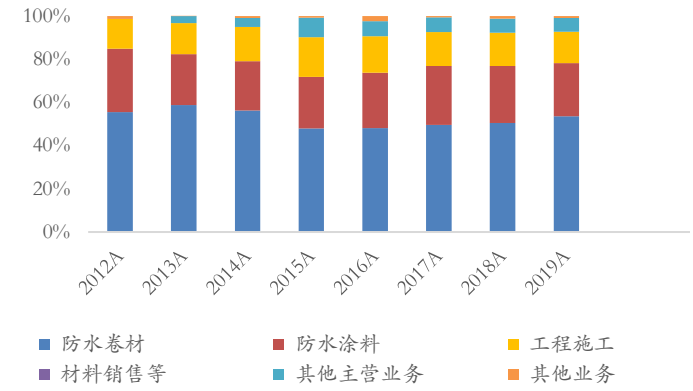
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司各季度毛利润及增速



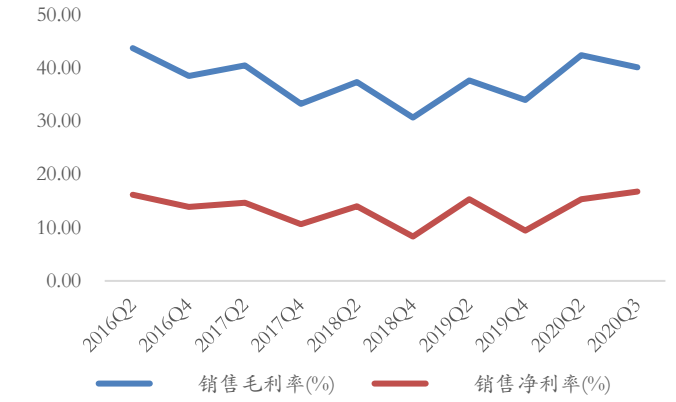
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司各年度各业务毛利占比



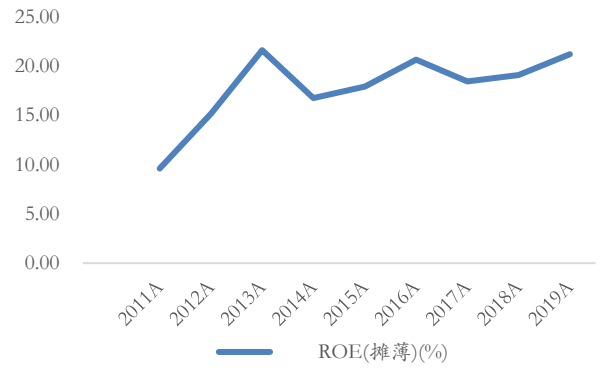
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司毛利率和净利率变化情况



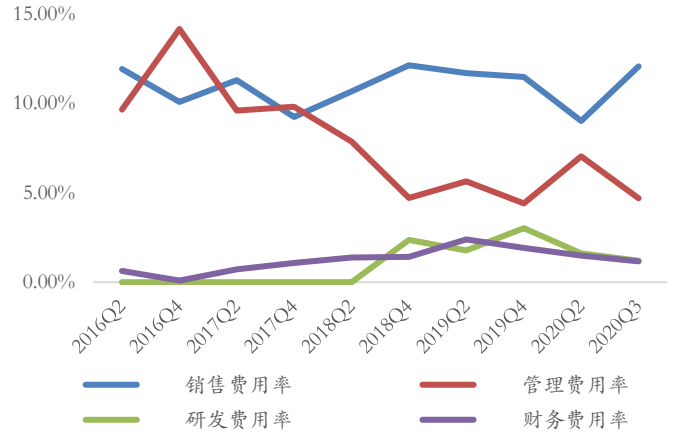
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司 ROE 变化情况



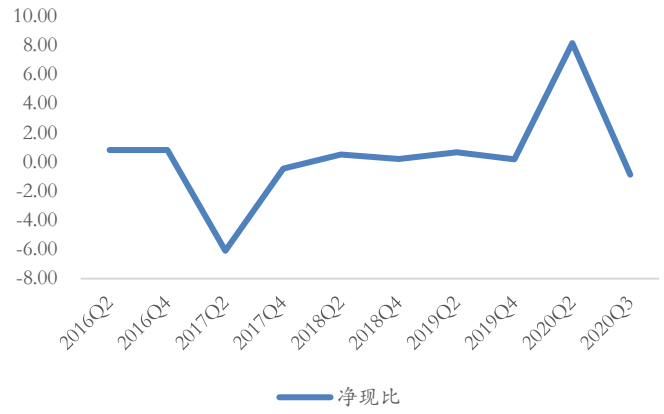
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司费用率变化情况



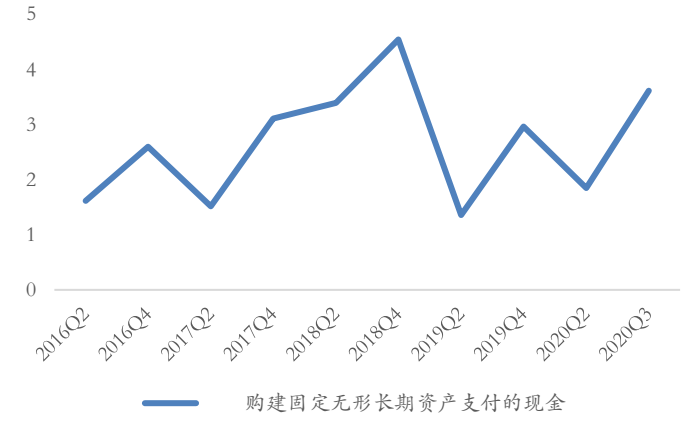
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司净现比变化情况



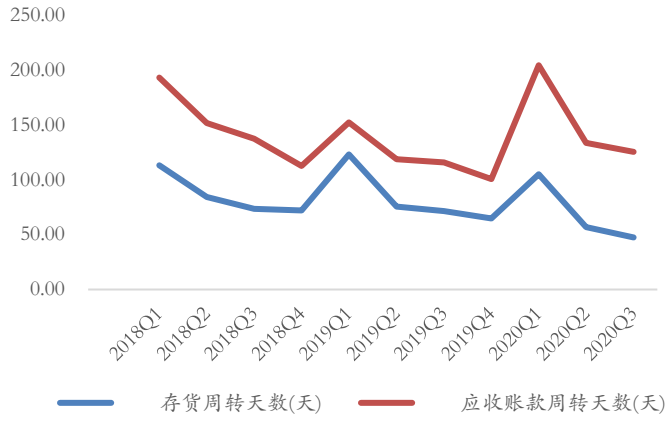
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 公司资本支出变化情况（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 公司存货周转天数与应收账款周转天数



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 公司定增募投项目情况

项目名称	计划投资总额（亿元）	拟使用募集资金投资额（亿元）	项目地点	新增产能	备注
杭州东方雨虹建筑材料有限公司高分子防水卷材建设项目	1.07	0.66	浙江杭州	4000 万平米 HDPE 卷材	已有基地扩产
年产 2,700 万平方米改性沥青防水卷材、2.5 万吨沥青涂料自动化生产线技术改造升级项目	1.25	0.90	山东青岛	2,700 万平方米改性沥青防水卷材、2.5 万吨沥青涂料	已有基地扩产
年产 2 万吨新型节能保温密封材料项目	1.94	1.63	安徽芜湖	2 万吨新型节能保温密封材料	已有基地扩产
广东东方雨虹建筑材料有限公司花都生产基地项目	13.65	11.65	广东广州	5,400 万平方米改性沥青防水卷材、6,000 万平方米高分子防水卷材、4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆、10 万吨聚氨酯防水涂料、4 万吨沥青涂料、12 万吨合成树脂乳液内外墙涂料、6 万吨真石漆，1 万吨质感墙面涂料、1 万吨多彩仿石墙面涂料、10 万吨聚羧酸减水剂	新建基地
保定东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	3.74	3.08	河北保定	4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆、12 万吨合成树脂乳液内外墙涂料、6 万吨真石漆、1 万吨质感墙面涂料、1 万吨多彩仿石墙面涂料	新建基地
东方雨虹海南洋浦绿色新材料综合产业园项目	3.93	3.24	海南洋浦	2,700 万平方米改性沥青防水卷材、4 万吨水性涂料、4 万吨沥青涂料、10 万吨聚羧酸减水剂	新建基地
重庆东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	5.46	4.57	重庆	2,700 万平方米改性沥青防水卷材、4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆、4 万吨沥青涂料、12 万吨合成树脂乳液内外墙涂料、6 万吨真石漆、1 万吨质感墙面涂料、1 万吨多彩仿石墙面涂料	新建基地
南通东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	3.25	2.71	江苏南通	5,400 万平方米改性沥青防水卷材、25 万吨砂浆	新建基地
吉林东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	1.78	1.46	吉林长春	4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆	新建基地
年产 13.5 万吨功能薄膜项目	11.37	10.43	江苏南通	13.5 万吨功能薄膜	新建基地
东方雨虹新材料装备研发总部基地项目	8.00	2.83	北京		新建基地
年产 15 万吨非织造布项目	16.01	12.83	湖南常德	13 万吨聚酯胎基布、2 万吨玻纤纱聚酯胎基布	新建基地
补充公司流动资金	24.00	24.00			
合计	95.45	80.00			

资料来源：公司公告，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	15447	18596	23735	29674
现金	4428	3829	5797	8461
应收账款	5636	7912	9340	11328
其他应收款	291	347	450	541
预付账款	541	620	769	988
存货	2016	3002	3645	4374
其他流动资产	2534	2886	3734	3982
非流动资产	6969	8615	10097	11587
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4349	5456	6698	7890
无形资产	991	1321	1552	1749
其他非流动资	1629	1838	1846	1948
资产总计	22416	27210	33832	41261
流动负债	10086	12308	15583	18849
短期借款	3093	3711	4453	5344
应付账款	2642	3271	4647	5329
其他流动负债	4351	5326	6482	8176
非流动负债	2370	2293	2200	2125
长期借款	408	490	539	592
其他非流动负	1962	1804	1661	1533
负债合计	12456	14601	17783	20974
少数股东权益	220	230	251	278
股本	1488	1488	1488	1488
资本公积	1351	1351	1351	1351
留存收益	6901	9541	12959	17170
归属母公司股	9740	12379	15798	20009
负债和股东权	22416	27210	33832	41261

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1589	1770	4162	4920
净利润	2066	3299	4273	5264
折旧摊销	369	390	312	334
财务费用	367	199	194	194
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	-1321	-1645	-639	101
其他经营现金	3498	4471	4933	4189
投资活动现金	-1374	-2054	-1793	-1824
资本支出	-1301	-2054	-1793	-1824
长期投资	-110	0	0	0
其他投资现金	37	1	0	0
筹资活动现金	-664	-317	-400	-431
短期借款	-621	619	742	891
长期借款	408	82	49	54
普通股增加	-4	0	0	0
资本公积增加	-27	0	0	0
其他筹资现金	-419	-1017	-1192	-1375
现金净增加额	-419	-600	1968	2665

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18154	22656	28570	34445
营业成本	11665	13970	17516	22022
营业税金及附加	139	227	286	318
销售费用	2142	2719	3428	4110
管理费用	965	1495	1857	2239
财务费用	413	-23	-23	-23
资产减值损失	-8	500	1	1000
公允价值变动收	-2	-1	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	2622	4053	5238	6451
营业外收入	15	2	0	0
营业外支出	45	20	0	0
利润总额	2592	4035	5238	6451
所得税	517	726	943	1161
净利润	2075	3309	4295	5290
少数股东损益	9	10	21	26
归属母公司净利润	2066	3299	4273	5264
EBITDA	3255	4193	5240	5418
EPS（元）	0.88	1.41	1.82	2.24

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	29.3%	24.8%	26.1%	20.6%
营业利润	44.2%	54.6%	29.2%	23.2%
归属于母公司净利	37.0%	59.7%	29.5%	23.2%
获利能力				
毛利率(%)	35.7%	38.3%	38.7%	36.1%
净利率(%)	10.72%	11.4%	14.6%	15.0%
ROE(%)	21.2%	26.6%	27.1%	26.3%
ROIC(%)	15.4%	17.1%	18.1%	15.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	55.6%	53.7%	52.6%	50.8%
净负债比率(%)	125.1%	115.8%	110.8%	103.4%
流动比率	1.53	1.51	1.52	1.57
速动比率	1.28	1.22	1.24	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.83	0.84	0.83
应收账款周转率	3.22	2.86	3.06	3.04
应付账款周转率	4.42	4.27	3.77	4.13
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	0.88	1.41	1.82	2.24
每股经营现金流	0.68	0.75	1.77	2.10
每股净资产(最新	4.15	5.27	6.73	8.52
估值比率				
P/E	29.90	27.61	21.32	17.31
P/B	6.34	7.36	5.77	4.55
EV/EBITDA	12.23	14.20	11.11	10.40

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

石林，CFA，马里兰大学金融学硕士，四年投资研究经验。2020 年加入华安证券，任建筑建材行业分析师。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。