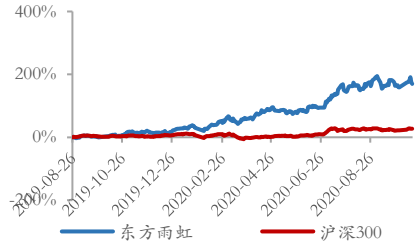
定增开启新一轮扩张，成长性加速兑现

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-16
收盘价（元）	56.30
近 12 个月最高/最低（元）	20.12/63.32
总股本（百万股）	1570
流通股本（百万股）	1101
流通股比例（%）	70.16
总市值（亿元）	884
流通市值（亿元）	631

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：业绩增长叠加报表改善，成长空间远未见顶》2020-09-01

事件：公司公告非公开发行 A 股股票预案，拟募集资金总额不超过 80 亿元，发行对象为不超过 35 名特定投资者。募集资金将用于 12 个生产建设项目及补充流动资金。

主要观点：

抓住行业变革机遇，开启新一轮扩张

我们认为公司管理层保持了超凡的战略眼光和开拓进取的魄力，此次定增对公司的长远发展意义重大。对比公司此前三次再融资（2010 年定增、2014 年定增、2017 年可转债），从时点上看公司保持了较为一致的融资节奏，从规模上看此次定增规模超过前三次再融资规模之和，将为公司维持并扩大防水行业的先发优势，并迈向综合性建材集团提供重要推动力。

值得关注的是，公司在 2014 年和 2017 年进行的两次再融资恰逢国内信用环境较紧的时期，极具魄力的逆周期资本支出使得公司得以率先抢占行业制高点并初步完成全国性产能布局，而此次定增面临的环境略显不同。从宏观层面上看，2020 年属于国内信用环境较为宽松的时期；从经营层面上看，为开拓 B 端大客户而承受巨大垫资压力的阶段已基本过去，未来预计履约保证金模式将逐步退出。虽然地产行业的资金紧张问题或将对回款产生短期影响，但我们认为总体来看，此轮定增所代表的扩张周期内，公司现金流压力将远小于此前两轮。

产能大幅增长，多品类齐头并进

根据公司此次定增的募投计划，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。

主业方面，我们统计公司此轮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%。其他品类方面，建筑涂料、非织造布、减水剂是公司扩产规模最大的三个领域，新增产能规模均超过 100%。另外，此轮新增产能还包括 2 万吨保温材料、13.5 万吨功能性薄膜等。我们认为公司的募投计划充分彰显了打造化学建材类平台型公司和建筑建材系统服务商的战略规划，与此同时，公司通过自身的渠道优势和综合服务实力，在中短期即有望加速新品类的业绩释放；长期来看，由于相关品类的庞大市场，公司在新业务上拥有巨大的成长空间。

全国性布局进一步完善，先发优势牢不可破

此次定增涉及到产能扩建的 11 个项目中，我们统计除了杭州、青岛、芜湖的 3 个项目是利用已有基地进行扩建外，另外 8 个项目均为新建基地。经过 2014 年、2017 年的两次再融资，公司已经初步完成全国产

能布局；而经过此轮定增，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，并与区域内已有的基地形成协同效应。而在传统优势区域-华东地区，公司的此轮募投项目一方面可以更好地满足区域内旺盛需求，另一方面也将通过仓储物流体系的完善有效降低成本。我们认为，随着环保政策趋严等因素影响，国家对工业用地、尤其是涉及到化工生产的用地供给将持续收紧，后发企业进行全国布局的难度也会越来越大。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了先发优势，此次定增将继续强化公司全国布局带来的壁垒，通过竞争对手难以企及的系统化服务能力、供货能力加速提升市场份额。

公司报表将持续优化，支撑估值提升

我们认为此次定增虽然预示着新一轮资本支出，但公司从 2020 年起报表将持续改善的趋势不会改变，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，资本开支最高最高峰已过；4）预计债务结构将逐步优化，流动比率回升至 2-3，抗风险能力显著改善。

从 2020 年半年报来看，公司经营性净现金流同比大幅提升 7.98 亿元，以此口径计算收现比达 97.47%，同比提升 3.24 个百分点，2019 年下半年加强回款考核对现金流的改善十分显著。我们认为报表改善叠加信用宽松的宏观环境，将对公司估值形成有力支撑。

投资建议

公司此次定增将从中长期为提升主业市场份额和兑现新品类成长空间提供有力的支撑，同时我们建议关注报表改善和信用宽松带来的估值提升预期。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 28.90/36.98/43.73 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

公司产能投放不及预期；房地产及基建需求不及预期。

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	27469	33120
收入同比(%)	29.3%	24.8%	21.2%	20.6%
归属母公司净利润	2066	2890	3698	4373
净利润同比(%)	37.0%	39.9%	28.0%	18.3%
毛利率(%)	35.7%	38.3%	36.3%	35.4%
ROE(%)	21.2%	24.0%	24.6%	23.6%
每股收益(元)	1.32	1.84	2.36	2.79
P/E	19.99	31.79	24.85	21.01
P/B	4.24	7.62	6.12	4.96
EV/EBITDA	12.23	21.28	19.40	16.32

资料来源：wind，华安证券研究所

附：本次募投项目信息梳理

图表 1 公司此次定增募投项目情况

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	18267	22824	27734
现金	4428	3501	5364	7235
应收账款	5636	7912	8981	10892
其他应收款	291	347	433	520
预付账款	541	620	768	960
存货	2016	3002	3640	4250
其他流动资产	2534	2886	3639	3877
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	26882	32921	39321
流动负债	10086	12308	15471	18434
短期借款	3093	3711	4453	5344
应付账款	2642	3271	4641	5178
其他流动负债	4351	5326	6377	7912
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	17671	20559
少数股东权益	220	229	240	253
股本	1488	1488	1488	1488
资本公积	1351	1351	1351	1351
留存收益	6901	9214	12172	15671
归属母公司股	9740	12052	15011	18509
负债和股东权	22416	26882	32921	39321

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	1360	3943	3947
净利润	2066	2890	3698	4373
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	-2145	-272	-967
其他经营现金	3498	5061	3981	5353
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	-235	-285	-252
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	-935	-1077	-1197
现金净增加额	-419	-928	1864	1871

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18154	22656	27469	33120
营业成本	11665	13970	17492	21400
营业税金及附加	139	227	275	306
销售费用	2142	2719	3296	3952
管理费用	965	1495	1648	1822
财务费用	413	-23	-23	-23
资产减值损失	-8	0	1	0
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	3553	4523	5349
营业外收入	15	2	0	0
营业外支出	45	20	0	0
利润总额	2592	3535	4523	5349
所得税	517	636	814	963
净利润	2075	2899	3709	4386
少数股东损益	9	9	11	13
归属母公司净利润	2066	2890	3698	4373
EBITDA	3255	4193	4537	5329
EPS（元）	1.32	1.84	2.36	2.79

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%	21.2%	20.6%
营业利润	44.2%	35.5%	27.3%	18.3%
归属于母公司净利	37.0%	39.9%	28.0%	18.3%
获利能力				
毛利率(%)	35.7%	38.3%	36.3%	35.4%
净利率(%)	10.72%	11.4%	12.8%	13.5%
ROE(%)	21.2%	24.0%	24.6%	23.6%
ROIC(%)	15.4%	17.4%	16.1%	15.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	55.6%	54.3%	53.7%	52.3%
净负债比率(%)	125.1%	118.9%	115.9%	109.6%
流动比率	1.53	1.48	1.48	1.50
速动比率	1.28	1.19	1.19	1.22
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.84	0.83	0.84
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	1.32	1.84	2.36	2.79
每股经营现金流	1.01	0.87	2.51	2.51
每股净资产(最新	6.20	7.68	9.56	11.79
估值比率				
P/E	19.99	31.79	24.85	21.01
P/B	4.24	7.62	6.12	4.96
EV/EBITDA	12.23	21.28	19.40	16.32

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。