太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-29

公司点评报告

买入/维持

东方雨虹(002271)

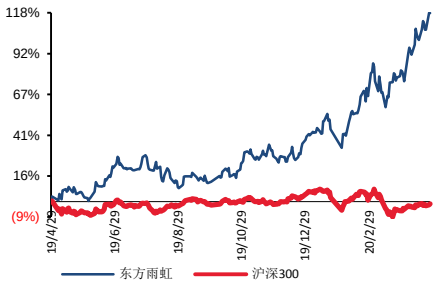
目标价：69.72

昨收盘：58.54

材料 材料II

东方雨虹：盈利能力突出，开启新一轮量质双升周期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,570/1,101
总市值/流通(百万元)	91,895/64,478
12 个月最高/最低(元)	58.54/20.27

相关研究报告：

东方雨虹（002271）《东方雨虹：Q1 疫情影响有限，成本下行推升业绩弹性》--2020/04/29

东方雨虹（002271）《东方雨虹：经营质量改善，2020 年仍将维持高增长》--2020/04/24

东方雨虹（002271）《东方雨虹：成长性突出，“1+N”业务模式未来可期》--2020/02/11

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：2020 年上半年公司实现营收 87.83 亿元（+11.07%），归母净利润 10.97 亿元（+31.2%），扣非归母净利润 10.38 亿元（+50.63%）；其中 Q2 实现营收 63.18 亿元（+20.98%），归母净利润 9.66 亿元（+36.3%），扣非归母净利润 9.29 亿元（+59.65%）；同时拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。

点评：

Q2 需求逐步恢复，成本下行推升业绩高增长：进入二季度国内复工复产加速，尤其以重点工程为主的基建端率先发力，公司整体出货情况稳步提升，预计 Q2 公司防水材料发货量同比增长 20-30%，而价格端整体变动不大；由于原油暴跌，导致 Q2 主要原材料沥青价格大幅下滑，一度跌破 2000 元/吨，较去年同期跌幅在 1000 元/以上，而沥青在防水材料中占原材料成本的 30%，因此沥青价格下行将带来成本红利，同时公司充分发挥其库存优势，低价加大沥青储存量，锁定未来一定时期的成本。Q2 公司综合毛利率为 42.45%，同比提升约 4.7 个 pct，环比提升约 9.4 个 pct，盈利水平大幅提升推动业绩超预期；分产品来看，上半年防水卷材、防水涂料毛利分别为 42.4%、44.1%，同比提升 5 和 2.3 个 pct，主要得益于沥青价格大幅下滑；施工业务毛利率为 28.45%，同比提升 0.76 个 pct，基本保持稳定。Q2 扣非业绩同增约 60%，主要是因为去年同期政府补助较多，扣除后基数变低所致，上半年信用减值损失达 3.38 亿元，同比增加约 2 亿元，由于会计准则变化及应收账款规模增加导致信用减值增加。

现金流同比继续改善，管理水平稳步提升：上半年公司经营性净现金流为-3.59 亿元，同比减少流出约 8 亿元，其中 Q2 经营性净现金流为 17.33 亿元，同比基本持平；Q2 公司继续加大力度考核回款，回款有所改善，二季度公司现销比为 0.8x，环比有所降低，但同比提升约 1.5 个 pct，我们判断主要是上下游通过票据结算增加所致；期末公司应收账款及票据规模为 87.94 亿元，同比增长 21.55%，高于营收增速；而应收账款周转天数为 133 天，同比增加约 15 天左右；我们判断，主要由于 Q1 受疫情影响，回款滞后导致规模增加较多，但进入 Q2 起已出现明显改善；Q2 公司期间费用率为 19.17%，同比下降 2.36 个 pct，其中财务费用率下降约 0.9 个 pct，主要是利息收入增加所致。

2020H2 需求旺盛，全年高成长可期。受政策及资金支持，基建确定性复苏，而地产投资有韧性，随着下半年需求旺季到来，预计 2020H2 公司产销两旺。我们认为，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，未来成长空间依旧广阔。

“1+N”模式愈发成熟，打造综合建材集团：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，一方面依托防水业务建立的成熟渠道，快速扩张新品类，例如涂料业务，零售+工程并举，近三年保持快速增长，未来将成为公司新的业绩增长点；同时节能保温、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：我们认为公司正开启新一轮量质齐升的增长。维持 20-21 年公司归母净利分别为 30.2、37.1 亿元，对应 EPS 分别为 2.03 和 2.49 元，同比增长 46%和 23%，对应 2020 及 2021 年 PE 估值分别为 29x/23.5x，上调目标价至 69.72 元（原 49.8 元），维持“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：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18154	23011	28910	33621
(+/-%)	29.25	26.75	25.64	16.30
净利润(百万元)	2066	3015	3711	4469
(+/-%)	36.98	45.94	23.09	20.42
摊薄每股收益(元)	1.39	2.03	2.49	3.00
市盈率(PE)	42.28	28.97	23.54	19.54

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)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4855	4428	8233	10055	12697
应收和预付款项	6435	7558	6475	7996	9211
存货	2172	2016	2502	3172	3663
其他流动资产	490	1444	1444	1444	1444
流动资产合计	**13952**	**15447**	**18654**	**22667**	**27015**
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	3032	4349	4339	4402	4487
在建工程	540	627	813	907	953
无形资产开发支出	962	991	956	922	888
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1166	1003	595	595	595
资产总计	**19652**	**22416**	**25358**	**29493**	**33938**
短期借款	3713	3093	3093	3093	3093
应付和预收款项	4019	4806	5598	6692	7495
长期借款	0	408	0	0	0
其他负债	3831	4149	4149	4149	4149
负债合计	**11563**	**12456**	**12840**	**13934**	**14736**
股本	1492	1488	1488	1488	1488
资本公积	1215	1528	1829	2201	2647
留存收益	5193	6724	8967	11620	14796
归母公司股东权益	7901	9740	12284	15308	18931
少数股东权益	188	220	233	250	270
股东权益合计	**8088**	**9960**	**12518**	**15558**	**19202**
负债和股东权益	**19652**	**22416**	**25358**	**29493**	**33938**

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	1014	1589	5152	3363	4326
投资性现金流	-1585	-1374	-497	-497	-497
融资性现金流	2912	-664	-850	-1045	-1186
现金增加额	-3	30	0	0	0

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**14046**	**18154**	**23011**	**28910**	**33621**
营业成本	-9187	-11665	-14473	-18349	-21192
营业税金及附加	-122	-139	-177	-222	-258
销售费用	-1699	-2142	-2715	-3410	-3966
管理费用	-1185	-1322	-1676	-2105	-2448
财务费用	-193	-413	-379	-357	-340
资产减值损失	-62	8	-70	-70	-70
投资收益	3	3	3	3	3
公允价值变动	0	2	2	2	2
营业利润	**1601**	**2486**	**3527**	**4400**	**5351**
其他非经营损益	221	106	256	256	256
利润总额	**1822**	**2592**	**3783**	**4656**	**5607**
所得税	-311	-517	-754	-928	-1118
净利润	**1511**	**2075**	**3029**	**3728**	**4489**
少数股东损益	-3	-9	-14	-17	-20
归母股东净利润	**1508**	**2066**	**3015**	**3711**	**4469**

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	33.73%	34.98%	36.34%	35.76%	36.20%
销售净利率	10.74%	11.38%	13.10%	12.84%	13.29%
销售收入增长率	36.46%	29.25%	26.75%	25.64%	16.30%
EBIT 增长率	19.08%	55.74%	37.58%	21.46%	19.36%
净利润增长率	21.74%	36.98%	45.94%	23.09%	20.42%
ROE	19.09%	21.21%	24.54%	24.24%	23.61%
ROA	7.67%	9.22%	11.89%	12.58%	13.17%
ROIC	17.85%	19.46%	33.65%	36.45%	39.97%
EPS(X)	1.01	1.39	2.03	2.49	3.00
PE(X)	57.91	42.28	28.97	23.54	19.54
PB(X)	11.06	8.97	7.11	5.71	4.61
PS(X)	6.22	4.81	3.80	3.02	2.60
EV/EBITDA(X)	41.20	26.95	20.27	16.86	14.24

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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	杨海萍	17717461796	yanghp@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

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。