资源与环境研究中心

东方雨虹 (002271.SZ) 买入（维持评级）

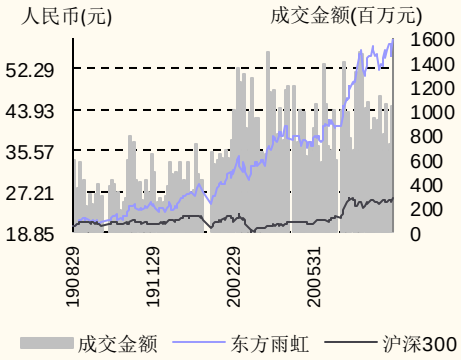
公司点评

市场价格（人民币）：58.54 元

经营现金流改善，开启新一轮扩张

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	15.70
已上市流通 A 股(亿股)	11.01
总市值(亿元)	918.95
年内股价最高最低(元)	58.54/52.11
沪深 300 指数	4844
中小板综	13021



相关报告

1.《防水第一品牌，迈向高质量发展-东方雨虹（002271）首次覆...》，2020.5.12

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.011	1.389	1.958	2.177	2.510
每股净资产(元)	5.30	6.55	8.64	9.94	11.45
每股经营性现金流(元)	0.68	0.98	1.10	2.17	2.24
市盈率(倍)	12.81	18.95	29.90	26.90	23.32
净利润增长率(%)	21.74%	36.98%	48.75%	11.18%	15.32%
净资产收益率(%)	19.09%	21.21%	22.66%	21.89%	21.92%
总股本(百万股)	1,492.08	1,487.74	1,569.78	1,569.78	1,569.78

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 20 年半年报，营收 87.83 亿元，同比增长 11.07%；归母净利润 10.97 亿元，同比增长 31.2%；基本 EPS 0.76 元。拟每 10 股转增 5 股。

经营分析

- **原材料价格下跌，产品毛利率提升：**受益油价下跌，沥青等主要原材料价格随之下调，公司成本端压力缓解。由于 B 端订单期限相对较长，公司产品售价并未出现明显调整。20 年上半年，公司实现销售毛利率 39.82%，同比提升 3.24 个百分点，其中：防水卷材业务毛利率达到 42.39%，同比提升 5.04 个百分点；防水涂料业务毛利率达到 44.12%，同比提升 2.25 个百分点。
- **各项业务规模均有增长：**公司业绩增长一方面得益于成本降低，另一方面源于各项业务均出现增长。其中，防水卷材销售小幅增长 3.64%；防水涂料与防水施工分别增长 13.62%和 35.79%，做出较大贡献。此外，非织造布等新型业务扩张已显成效，其他业务收入为 3.04 亿元，同比增长 18.13%。
- **费用管控能力增强，经营现金流改善明显：**在营收继续增长的情况下，公司销售费用和财务费用分别同比下降 11.75%和 13.97%，管理费用的增加主要由于股权激励费用增加所致。此外，由于销售回款增加，公司经营活动产生的现金流量净额-3.59 亿元，同比增长 68.37%。
- **下游需求有望放量：**上半年受疫情影响，房地产新开工面积同比下降 7.6%，防水材料需求受到压制。下半年随着国民经济回归常态，房地产领域需求将有所回升，逆周期调节下的基建投资回升也将提振防水产品需求。
- **龙头市占率持续提升，开启新一轮扩张：**随着国家对落后产能淘汰，地产行业精装修、战略集采模式的普及，龙头企业市占率持续提升。根据中国建筑防水协会的统计，上半年 721 家规模以上防水企业主营业务收入同比下降 0.2%，利润同比增长 19.06%，公司的收入和利润增速远超行业平均增速。自 20 年 6 月以来，公司先后在芜湖、广州、保定、海南、启东投资 80 亿元用于新项目建设，开启新一轮扩张步伐。

盈利调整与投资建议

- 预计公司 20-22 年归母净利润 30.73 亿元/34.17 亿元/39.4 亿元，每股收益 1.96 元/2.18 元/2.51 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下行；售价下调；成本上涨；房地产融资环境变化；坏账风险。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**10,293**	**14,046**	**18,154**	**21,027**	**23,971**	**27,790**
增长率		36.5%	29.3%	15.8%	14.0%	15.9%
主营业务成本	-6,409	-9,187	-11,665	-12,840	-14,904	-17,308
%销售收入	62.3%	65.4%	64.3%	61.1%	62.2%	62.3%
毛利	3,884	4,859	6,489	8,186	9,067	10,482
%销售收入	37.7%	34.6%	35.7%	38.9%	37.8%	37.7%
营业税金及附加	-99	-122	-139	-161	-184	-213
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,180	-1,699	-2,142	-2,208	-2,517	-2,918
%销售收入	11.5%	12.1%	11.8%	10.5%	10.5%	10.5%
管理费用	-1,048	-917	-965	-1,367	-1,558	-1,806
%销售收入	10.2%	6.5%	5.3%	6.5%	6.5%	6.5%
研发费用	0	-268	-357	-413	-471	-546
%销售收入	0.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润（EBIT）	1,556	1,853	2,886	4,037	4,337	4,998
%销售收入	15.1%	13.2%	15.9%	19.2%	18.1%	18.0%
财务费用	-103	-193	-413	-345	-244	-247
%销售收入	1.0%	1.4%	2.3%	1.6%	1.0%	0.9%
资产减值损失	-132	-62	-8	-36	-5	-7
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	0	3	3	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,432	1,818	2,622	3,857	4,289	4,945
营业利润率	13.9%	12.9%	14.4%	18.3%	17.9%	17.8%
营业外收支	5	4	-30	0	0	0
税前利润	1,437	1,822	2,592	3,857	4,289	4,945
利润率	14.0%	13.0%	14.3%	18.3%	17.9%	17.8%
所得税	-195	-311	-517	-769	-855	-986
所得税率	13.5%	17.1%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
净利润	1,242	1,511	2,075	3,088	3,434	3,959
少数股东损益	3	3	9	15	17	19
归属于母公司的净利润	**1,239**	**1,508**	**2,066**	**3,073**	**3,417**	**3,940**
净利率	12.0%	10.7%	11.4%	14.6%	14.3%	14.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,242	1,511	2,075	3,088	3,434	3,959
少数股东损益	3	3	9	15	17	19
非现金支出	319	338	377	466	500	575
非经营收益	116	136	324	218	258	271
营运资金变动	-1,653	-971	-1,321	-2,038	-784	-1,286
经营活动现金净流	**24**	**1,014**	**1,456**	**1,734**	**3,407**	**3,519**
资本开支	-1,106	-1,724	-1,301	-914	-1,219	-1,219
投资	-24	121	-110	0	0	0
其他	-77	17	37	0	0	0
投资活动现金净流	**-1,206**	**-1,585**	**-1,374**	**-914**	**-1,219**	**-1,219**
股权募资	200	1	329	1,975	0	0
债权募资	2,077	2,387	-214	-1,700	50	288
其他	-236	521	-748	-1,538	-1,625	-1,848
筹资活动现金净流	**2,041**	**2,909**	**-634**	**-1,263**	**-1,575**	**-1,560**
现金净流量	**859**	**2,338**	**-553**	**-443**	**613**	**740**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,423	4,855	4,428	3,986	4,599	5,338
应收款项	4,803	6,282	8,097	10,259	11,689	13,544
存货	1,509	2,172	2,016	2,111	2,450	2,845
其他流动资产	596	643	905	869	950	1,045
流动资产	9,331	13,952	15,447	17,225	19,688	22,772
%总资产	70.1%	71.0%	68.9%	69.5%	70.4%	71.9%
长期投资	240	250	277	277	277	277
固定资产	2,722	3,571	4,976	5,369	5,902	6,365
%总资产	20.4%	18.2%	22.2%	21.7%	21.1%	20.1%
无形资产	701	1,043	1,086	1,282	1,475	1,664
非流动资产	3,986	5,699	6,969	7,543	8,269	8,921
%总资产	29.9%	29.0%	31.1%	30.5%	29.6%	28.1%
资产总计	**13,317**	**19,652**	**22,416**	**24,768**	**27,957**	**31,693**
短期借款	1,327	3,713	3,093	3,077	3,127	3,415
应付款项	3,208	5,811	6,602	6,499	7,506	8,476
其他流动负债	359	385	391	713	778	873
流动负债	4,893	9,910	10,086	10,289	11,411	12,763
长期贷款	0	0	408	308	308	308
其他长期负债	1,529	1,653	1,962	378	378	378
负债	**6,422**	**11,563**	**12,456**	**10,974**	**12,096**	**13,449**
普通股股东权益	**6,715**	**7,901**	**9,740**	**13,559**	**15,609**	**17,973**
其中：股本	882	1,492	1,488	1,570	1,570	1,570
未分配利润	3,861	5,193	6,724	8,568	10,618	12,982
少数股东权益	180	188	220	235	252	271
负债股东权益合计	**13,317**	**19,652**	**22,416**	**24,768**	**27,957**	**31,693**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.405	1.011	1.389	1.958	2.177	2.510
每股净资产	7.614	5.295	6.547	8.637	9.943	11.449
每股经营现金净流	0.027	0.680	0.978	1.105	2.171	2.242
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.783	0.871	1.004
回报率						
净资产收益率	18.45%	19.09%	21.21%	22.66%	21.89%	21.92%
总资产收益率	9.30%	7.67%	9.22%	12.41%	12.22%	12.43%
投入资本收益率	13.94%	11.55%	15.35%	18.80%	17.98%	18.21%
增长率						
主营业务收入增长率	47.04%	36.46%	29.25%	15.82%	14.00%	15.93%
EBIT 增长率	25.68%	19.08%	55.74%	39.88%	7.42%	15.25%
净利润增长率	20.43%	21.74%	36.98%	48.75%	11.18%	15.32%
总资产增长率	50.36%	47.57%	14.06%	10.49%	12.87%	13.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	127.0	114.2	102.0	125.0	125.0	125.0
存货周转天数	63.2	73.1	65.5	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	41.2	79.1	89.5	75.0	75.0	70.0
固定资产周转天数	67.8	78.8	87.4	78.9	74.2	67.5
偿债能力						
净负债/股东权益	4.84%	4.48%	6.16%	-4.67%	-7.61%	-9.09%
EBIT 利息保障倍数	15.1	9.6	7.0	11.7	17.8	20.2
资产负债率	48.23%	58.84%	55.57%	44.31%	43.27%	42.44%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-17	买入	11.14	15.00～15.00
2	2018-10-22	买入	11.70	15.00～15.00
3	2019-02-26	买入	18.95	25.00～25.00
4	2020-05-12	买入	38.98	N/A

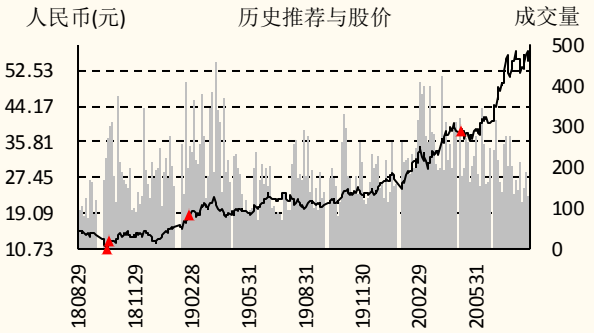
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH