



上次评级: 增持, 2020.04.24

娄永刚 金属&新材料行业首席分析师
 执业编号: S1500520010002
 联系电话: +86 10 83326716
 邮箱: louyonggang@cindasc.com

黄礼恒 金属&新材料行业资深分析师
 执业编号: S1500520040001
 邮箱: huangliheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

东方雨虹: 毛利率提升明显, 2 季度业绩超预期

2020 年 8 月 31 日

事件: 公司发布 2020 年中报, 上半年实现营收、归母净利润和扣非净利润 87.83 亿、10.97 亿和 10.38 亿, 分别同比增长 11.1%、31.2%和 50.63%; 其中二季度营收、归母净利和扣非净利润分别为 63.18 亿、9.66 亿和 9.29 亿, 分别同比增长 20.98%、34%和 59.65%。2020 年上半年综合毛利率为 39.82%, 其中一、二季度分别为 33.1%和 42.5%。

点评:

- **营收恢复高增长, 费用控制较好。** 2 季度实现营收 63.18 亿元, 为公司单季度营收最高值。3 月复产复工以来, 公司出货量快速攀升, 4 月恢复正增长, 5、6 月出货量估计攀升至同比增长 20%以上, 带动 2 季度营收同比增速提升至 20.98%。同时公司加快在非房业务、重点工程端的布局, 防水工程业务同比增长 34.37%, 贡献主要营收增量。费用端控制较好, 取得销售费用、财务费用同比下降 11.75%和 13.97%的成效, 带动三费率大幅降低 2.72 PCT 至 21.07%。同时现金流大幅改善, 经营性现金流为 -3.59 亿元, 较 2019 年同期少流出 8 亿元。
- **成本下降集中显现, 毛利率提升明显。** 上半年油价大幅下跌带来的成本改善集中显现, 毛利率二季度提升至 42.5%, 同比、环比分别提高 4.79 PCT 和 9.38 PCT。一、二季度布伦特原油均价为 51.5 美元/桶、33.85 美元/桶, 同比下降 19.1%和 50.3%; 根据我们推算, 公司沥青采购成本平均下降 500-600 元/吨。最为受益沥青价格下降的防水卷材上半年毛利率为 42.4%, 同比提升 5PCT, 预计二季度单季度超过 45%。我们预计年内原油价格将维持在 50 美元/桶以下, 成本降低趋势将延续 4 个季度。
- **发力非房市场, 多元化发展加速。** 基建和“旧改”将成为未来 3 年贡献防水市场主要增量, 公司作为“重点工程专业户”加大对非房业务布局, 并深化与地方政府的合作, 分别与广州、芜湖、保定等政府签署战略合作协议。一方面继续完善全国生产基地网络布局, 另一方面强化与地方政府关系, 争取更多地方重点项目; 同时还能够促进工程建材集团协助地方渠道商提升资质、参与更多项目竞争, 实现销售渠道进一步下沉。多元化布局成果显著, 其他业务上半年实现营收 3.04 亿元, 同比增长 18%, 高于防水材料业务增速, 预计全年营收超过 10 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 维持对公司 2020-2022 年摊薄 EPS 预测 1.85 元、2.15 元和 2.47 元 (不考虑转增股本), 最新股价对应 PE 为 31.7x、27x 和 23.7x。考虑到利润率提升明显、现金流改善、多元化加速等因素, 维持公司“买入”评级。
- **风险因素:** 原油价格大幅上涨, 房地产投资出现政策性风险, 基建投资增

重要财务指标

项目/年度 单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18,154.34	22,300.95	26,833.41	31,573.20
增长率 (%)	29.3%	22.8%	20.3%	17.7%
归母净利润	2,065.94	2,898.91	3,373.23	3,881.16
增长率 (%)	37.0%	40.3%	16.4%	15.1%
EPS (元/股)	1.39	1.85	2.15	2.47
市盈率 (P/E)	18.95	31.70	27.24	23.68
市净率 (P/B)	4.02	7.10	5.63	4.54

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2020年08月28日收盘价

利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18154	22301	26833	31573
%同比增速	29%	23%	20%	18%
营业成本	11665	13688	16873	19888
毛利	6489	8613	9960	11686
%营业收入	36%	39%	37%	37%
税金及附加	139	201	242	284
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	2142	2663	3140	3827
%营业收入	12%	12%	12%	12%
管理费用	965	1494	1637	1958
%营业收入	5%	7%	6%	6%
研发费用	357	439	523	613
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	413	264	325	311
%营业收入	2%	1%	1%	1%
资产减值损失	-8	0	1	0
信用减值损失	-133	-160	-160	-168
其他收益	287	248	302	355
投资收益	3	3	4	5
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	-1	-2
营业利润	2622	3641	4240	4884
%营业收入	14%	16%	16%	15%
营业外收支	-30	-7	-11	-16
利润总额	2592	3634	4230	4869
%营业收入	14%	16%	16%	15%
所得税费用	517	727	846	974

资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4428	5119	6230	7360
交易性金融资产	43	43	43	43
应收账款及应收票据	7017	9444	11103	12879
存货	2016	2250	2912	3542
预付账款	541	607	741	893
其他流动资产	1401	1452	1533	1606
流动资产合计	15447	18915	22563	26323
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	4349	5529	6557	7461
无形资产	991	1050	1191	1267
商誉	73	73	73	73
递延所得税资产	266	266	266	266
其他非流动资产	1290	1353	1313	1350
资产总计	22416	27186	31963	36740
短期借款	3093	3593	4093	3493
应付票据及应付账款	3292	4208	4273	4903
预收账款	1514	1338	1610	1894
应付职工薪酬	72	86	96	120
应交税费	319	533	590	668
其他流动负债	1796	2108	2599	3063
流动负债合计	10086	11867	13259	14141
长期借款	408	408	408	408
应付债券	1585	1585	1585	1585
递延所得税负债	14	14	14	14
其他非流动负债	364	364	364	364



净利润	2075	2908	3384	3895
% 营业收入	11%	13%	13%	12%
归属于母公司的净利润	2066	2899	3373	3881
% 同比增速	37%	40%	16%	15%
少数股东损益	9	9	10	14
EPS (元/股)	1.39	1.85	2.15	2.47

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	1.39	1.85	2.15	2.47
BVPS	6.55	8.25	10.40	12.89
PE	18.95	31.70	27.24	23.68
PEG	0.51	0.79	1.66	1.57
PB	4.02	7.10	5.63	4.54
EV/EBITDA	12.23	22.71	19.53	17.06
ROE	21%	23%	21%	19%
ROIC	15%	16%	16%	16%

负债合计	12456	14237	15630	16512
归属于母公司的所有者权益	9740	12721	16094	19975
少数股东权益	220	229	239	253
股东权益	9960	12949	16333	20228
负债及股东权益	22416	27186	31963	36740

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	1589	1979	2380	3380
投资	-110	0	0	0
资本性支出	-1301	-1562	-1417	-1305
其他	37	3	4	5
投资活动现金流净额	-1374	-1560	-1412	-1301
债权融资	0	0	0	0
股权融资	329	82	0	0
银行贷款增加(减少)	4073	500	500	-600
筹资成本	-737	-312	-356	-349
其他	-4328	0	0	0
筹资活动现金流净额	-664	270	144	-950
现金净流量	-419	690	1112	1129

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色金属行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017年任广发证券有色金属行业研究员，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

姜明，中国科学技术大学物理学硕士，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。