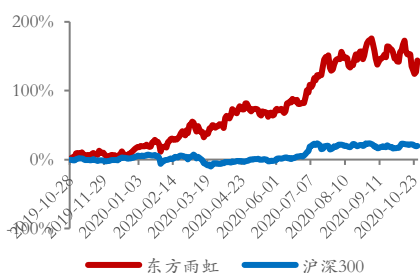


## Q3 业绩大幅增长，定增扩产巩固龙头地位

投资评级：买入（维持）

报告日期:	2020-10-28
收盘价 (元)	36.22
近 12 个月最高/最低 (元)	22.17/63.32
总股本 (百万股)	2355
流通股本 (百万股)	1682
流通股比例 (%)	71.42
总市值 (亿元)	853
流通市值 (亿元)	609

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：定增开启新一轮扩张，成长性加速兑现》2020-10-16
- 2、《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 年三季度报，报告期内实现营收 149.78 亿元，同比增长 16.15%；实现归母净利润 21.30 亿元，同比增长 43.35%；实现扣非归母净利润 20.33 亿元，同比增长 55.98%。

### 主要观点：

#### 营收增速持续高位，净利迎历史新高

从单季度来看，公司 2020Q1-Q3 单季实现营收分别为 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%，扣非后归母净利润分别为 1.09/9.29/9.96 亿元，同比增长 1.53%/51.69/61.98%。2020Q3 雨季影响逐渐消除后，需求复苏带动公司发货增速明显提升。此外我们判断公司新品类继续保持强劲增长势头，增速快于防水主业。2020Q4 开工端受益赶工和基建新项目落地，竣工端进入传统旺季，公司营收增速有望继续环比提升。

#### 毛利率提升明显，成本管控能力持续增强

公司前三季度销售毛利率 39.95%，同比提高 3.49pct，销售净利率 14.24%，同比提高 2.01pct，Q3 单季销售毛利率 40.13%，同比提高 3.86 个 pct，销售净利率 16.80%，同比提高 3.72pct。2020Q3 沥青等原材料价格有所上升但仍低于 2019 年同期，并且公司成本计算采取移动平均法，因此毛利率仍同比提升 3.5pct 左右。同时，公司期间费用率继续改善，前三季度期间费用率 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，系本期偿还借款增加以及可转债利息减少所致。

#### 应收账款管控显成效，资本结构优化

公司前三季度经营活动产生的现金流量净额为 -9.08 亿元，相比 2019 年同期为 -20.48 亿元，同比增加 55.56%，收现比 91.68%，同比提高 4.03pct，Q3 单季度收现比 89.38%，同比提高 5.33pct，环比提高 9.37pct。公司加强回款考核对现金流的改善显著，驱动营业质量持续提升。报告期末公司资产负债率 47.1%，同比下降 8.07pct；流动比率 1.65，同比提高 0.13pct。同时，报告期末公司应付票据及应付账款 40.88 亿元，同比增加 35.33%，高于营收增速，显示出规模带来的议价能力提升。

#### 定增产能扩张，全品类+全国布局，先发优势牢不可破

根据公司近期发布的定增募投计划，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。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%。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。

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。

### 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。2020 年起公司报表迎来显著改善，从边际上进一步提升估值预期。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	29.99	29.51	23.06	19.50
P/B	6.36	7.08	5.68	4.61
EV/EBITDA	12.23	13.36	12.08	10.08

资料来源：wind，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	
<b>流动资产</b>	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	
<b>非流动资产</b>	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	
其他非流动资产	1629	1838	1846	1948	
<b>资产总计</b>	22416	26882	32921	39321	
<b>流动负债</b>	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	
<b>非流动负债</b>	2370	2293	2200	2125	
长期借款	408	490	539	592	
其他非流动负	1962	1804	1661	1533	
<b>负债合计</b>	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	
<b>负债和股东权</b>	22416	26882	32921	39321	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金</b>	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	
<b>投资活动现金</b>	-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	
<b>筹资活动现金</b>	-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	
<b>现金净增加额</b>	-419	-928	1864	1871	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	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	
<b>营业利润</b>	2622	3553	4523	5349	
营业外收入	15	2	0	0	
营业外支出	45	20	0	0	
<b>利润总额</b>	2592	3535	4523	5349	
所得税	517	636	814	963	
<b>净利润</b>	2075	2899	3709	4386	
少数股东损益	9	9	11	13	
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	29.99	29.51	23.06	19.50
P/B	6.36	7.08	5.68	4.61
EV/EBITDA	12.23	13.36	12.08	10.08

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。