



2020-10-26

公司点评报告

买入/维持

东方雨虹(002271)

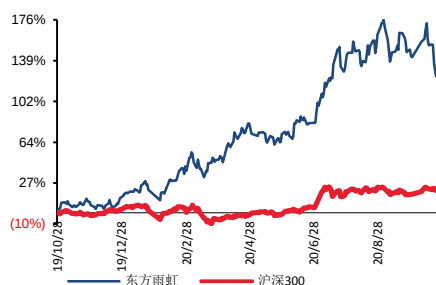
目标价: 47.4

昨收盘: 33.32

材料 材料 II

东方雨虹: Q3 业绩超预期, 现金流继续改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,570/1,121
总市值/流通(百万元)	52,305/37,356
12 个月最高/最低(元)	61.50/22.45

相关研究报告:

东方雨虹(002271)《东方雨虹: 盈利能力突出, 开启新一轮量质双升周期》--2020/08/29

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

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 年前三季度公司实现营收 149.77 亿元(+16.15%), 归母净利润 21.3 亿元(+43.35%), 扣非归母净利润 20.33 亿元(+55.98%); 其中 Q3 实现营收 61.94 亿元(+24.22%), 归母净利润 10.33 亿元(+58.96%), 扣非归母净利润 9.96 亿元(+61.98%)。

点评:

Q3 业绩表现亮眼, 毛利率维持高位: 公司 Q1-Q3 营收增速分别为 -8.21%、20.98%、24.22%, 业绩增速分别为 2.86%、36.3%、58.96%, 呈逐季度加速态势; 一方面得益于国内经济进一步恢复, 需求旺盛; 另一方面公司规模及成本优势明显, 产销两旺。我们预计 Q3 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; Q3 公司综合毛利率为 40.13%, 同比提升约 4 个 pct, 环比下降约 2.3 个 pct, 环比下降主要三季度沥青价格较上半年有所回升所致, 但盈利水平仍处近年高点推动业绩超预期; 报告期内公司收到政府补贴约 1.26 亿元增厚业绩。

现金流同比继续改善, 应收账款账期环比缩短: 前三季度公司经营净现金流为 -9.08 亿元, 同比减少流出约 11 亿元, 其中 Q3 经营净现金流 -5.49 亿元, 同比减少流出约 3.4 亿元; 我们判断, Q3 公司继续加大力度考核回款, 同比回款有所改善, 但由于履约保证金的支付导致 Q3 现金流仍为净流出; 三季度公司现销比为 0.89x, 环比提升约 0.9 个 pct, 但同比提升约 0.5 个 pct, 整体现金回收有所改善; 期末公司应收账款及票据规模为 94.84 亿元, 同比增长 17.07%, 略高于营收增速; 而应收账款周转天数为 125.5 天, 同比增加约 10 天左右, 但较二季度末下降 8 天左右; 我们判断, 主要由于上半年受疫情影响, 回款滞后导致账期变长, 但从二季度起已出现明显改善; Q2 公司期间费用率为 19.12%, 同比提升约 1.1 个 pct, 其中销售费用率提升 3.7 个 pct, 主要是销售规模扩大增加所致。

80 亿定增扩张产能, 巩固龙头地位。 近期公司公告拟通过非公开发行股票, 募集资金不超过 80 亿元, 用于多地 10 余个产能基地建设以及补充流动资金。我们认为, 此次定增一是可以快速推动产能基地的建设, 使得公司产能布局更完善, 产品品类更丰富; 二是在地产“三道红线”背景下, 地产产业链回款或放慢, 而公司适时补充流动资金, 可以提升抵御市场风险能力, 优化债务结构; 三是公司在龙头的基础上加速抢占市场份额, 进一步巩固龙头地位。

四季度需求无忧，全年高成长可期。在政策及资金支持下，基建确定性复苏，而地产投资有韧性，预计全年需求有支撑。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。同时，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，另一方面依托防水业务建立的成熟渠道，快速扩张新品类，如涂料业务，“零售+工程”并举，近三年保持高速增长，未来有望成为公司新的业绩增长点；而节能保温、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，按照最新股本，对应 EPS 分别为 1.28 和 1.58 元，同比增长 46.1%和 23.1%，对应 2020 及 2021 年 PE 估值分别为 26.3x/21.4x，调整目标价为 47.4 元（除权后），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	3018	3717	4475
(+/-%)	36.98	46.07	23.16	20.39
摊薄每股收益(元)	1.39	1.28	1.58	1.90
市盈率(PE)	24.30	26.33	21.38	17.76

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)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4855	4428	9103	10929	13575	营业收入	14046	18154	23011	28910	33621
应收和预付款项	6435	7558	6475	7996	9211	营业成本	-9187	-11665	-14473	-18349	-21192
存货	2172	2016	2502	3172	3663	营业税金及附加	-122	-139	-177	-222	-258
其他流动资产	490	1444	1444	1444	1444	销售费用	-1699	-2142	-2715	-3410	-3966
流动资产合计	13952	15447	19524	23541	27894	管理费用	-1185	-1322	-1676	-2105	-2448
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-193	-413	-376	-351	-334
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-62	8	-70	-70	-70
固定资产	3032	4349	4339	4402	4487	投资收益	3	3	3	3	3
在建工程	540	627	813	907	953	公允价值变动	0	2	2	2	2
无形资产开发支出	962	991	956	922	888	营业利润	1601	2486	3530	4407	5358
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	221	106	256	256	256
其他非流动资产	1166	1003	595	595	595	利润总额	1822	2592	3786	4663	5614
资产总计	19652	22416	26228	30367	34817	所得税	-311	-517	-755	-930	-1119
短期借款	3713	3093	3093	3093	3093	净利润	1511	2075	3031	3733	4495
应付和预收款项	4019	4806	5598	6692	7495	少数股东损益	-3	-9	-14	-17	-20
长期借款	0	408	0	0	0	归母股东净利润	1508	2066	3018	3717	4475
其他负债	3831	4149	4149	4149	4149	预测指标					
负债合计	11563	12456	12840	13934	14736		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1492	1488	2355	2355	2355	毛利率	33.73%	34.98%	36.34%	35.76%	36.20%
资本公积	1215	1528	1830	2201	2649	销售净利率	10.74%	11.38%	13.11%	12.86%	13.31%
留存收益	5193	6724	8969	11627	14806	销售收入增长率	36.46%	29.25%	26.75%	25.64%	16.30%
归母公司股东权益	7901	9740	13154	16183	19810	EBIT 增长率	19.08%	55.74%	37.58%	21.46%	19.36%
少数股东权益	188	220	233	250	270	净利润增长率	21.74%	36.98%	46.07%	23.16%	20.39%
股东权益合计	8088	9960	13388	16433	20081	ROE	19.09%	21.21%	22.94%	22.97%	22.59%
负债和股东权益	19652	22416	26228	30367	34817	ROA	7.67%	9.22%	11.51%	12.24%	12.85%
现金流量表(百万)						ROIC	17.85%	19.46%	33.67%	36.51%	40.01%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS (X)	1.01	1.39	1.28	1.58	1.90
经营性现金流	1014	1589	5151	3362	4324	PE (X)	33.38	24.30	26.33	21.38	17.76
投资性现金流	-1585	-1374	-497	-497	-497	PB (X)	6.37	5.17	3.83	3.11	2.54
融资性现金流	2912	-664	21	-1039	-1181	PS (X)	3.58	2.77	2.19	1.74	1.50
现金增加额	-3	30	0	0	0	EV/EBITDA (X)	23.82	15.58	11.72	9.75	8.23

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	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	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	查方龙	18565481133	zhaf1@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。