

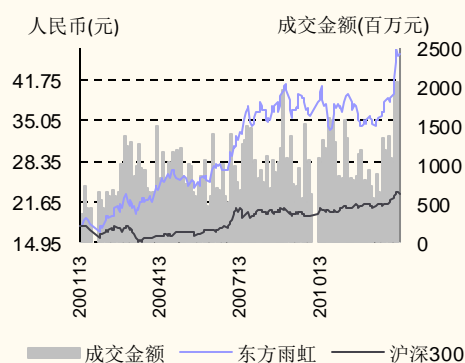
## 东方雨虹 (002271.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 46.10 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	23.48
已上市流通 A 股(亿股)	16.82
总市值(亿元)	1,082.31
年内股价最高最低(元)	46.90/16.55
沪深 300 指数	5441
中小板综	13165



## 相关报告

1. 《业绩高增长，定增助力扩张-东方雨虹三季报点评》，2020.10.28
2. 《东方雨虹 20 年中报点评-经营现金流改善，开启新一轮扩张》，2020.8.30
3. 《防水第一品牌，迈向高质量发展-东方雨虹 (002271) 首次覆...》，2020.5.12

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

冯孟乾 联系人  
fengmengqian@gjzq.com.cn

## 业绩持续超预期，防水龙头再露峥嵘

## 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	1.411	1.759	2.080
每股净资产(元)	5.30	6.55	4.85	5.90	7.15
每股经营性现金流(元)	0.68	0.98	0.72	0.75	1.32
市盈率(倍)	12.81	18.95	32.68	26.21	22.17
净利润增长率(%)	21.74%	36.98%	60.78%	24.70%	18.23%
净资产收益率(%)	19.09%	21.21%	29.11%	29.81%	29.09%
总股本(百万股)	1,492.08	1,487.74	2,354.68	2,354.68	2,354.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布 20 年业绩预告，预计实现归母净利润 30.99—37.19 亿元，同比增长 50%-80%。

## 经营分析

- **规模扩张叠加成本下降，业绩再超预期：**根据公司公告披露，20 年业绩大幅增长，主要得益于以下原因：1、国内疫情得到有效控制后，公司生产经营恢复良好，产品销量同比增长，带动营业收入提升；2、受益原油价格下跌，沥青等主要原材料价格有所下降，而公司产品售价并未大幅调整，推动整体毛利率上行；3、公司进一步加强成本费用管控，在一定程度上摊薄总成本费用。
- **防水主业积极推进，市占率有望不断提升：**针对 B 端业务，20 年 8 月公司再次进行组织架构调整，将工建集团三大区域架构，进一步细化为一体化经营销售模式，加速向前业务薄弱地区渗透。同时公司加大对 C 端业务的重视力度，拓展民建集团发展空间。整体而言，公司的防水业务仍在大力推进中，有望实现长期稳健增长。
- **多品类扩张顺利，成长空间进一步打开：**公司自身定位为建筑建材系统服务商，近年来依托防水主业积累的渠道和资源，不断利用客户协同性进行多元化业务扩张，涉及品类包括建筑涂料、保温、砂浆等板块。尤其建筑涂料业务，已被定位为“双主业”之一，未来有望保持较高的增速。
- **高质量发展带动业绩和估值提升：**我们认为，在“高质量发展”战略指引下，公司重视销售回款考核，经营性现金流持续得到改善，带动公司估值提升。根据我们统计，20 年公司拟投资项目金额超过 160 亿元，拟通过非公开发行募集不超过 80 亿元，用于新项目建设和流动资金的补充。未来随着新建项目的投产，公司在防水领域市占率有望进一步提升，并且多品类扩张进一步打开成长空间。

## 盈利调整与投资建议

- 我们上调 20-22 年公司发货量预测，预计公司 20-22 年归母净利润 33.22 亿元/41.42 亿元/48.97 亿元（较上次预测上调 8%/24%/27%），每股收益 1.41 元/1.76 元/2.08 元，对应 PE33X/26X/22X，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；多品类扩张不及预期。

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	22,554	29,386	35,316
增长率		36.5%	29.3%	24.2%	30.3%	20.2%
主营业务成本	-6,409	-9,187	-11,665	-13,730	-18,105	-21,771
%销售收入	62.3%	65.4%	64.3%	60.9%	61.6%	61.6%
毛利	3,884	4,859	6,489	8,824	11,281	13,545
%销售收入	37.7%	34.6%	35.7%	39.1%	38.4%	38.4%
营业税金及附加	-99	-122	-139	-173	-226	-271
%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	-2,368	-3,086	-3,708
%销售收入	11.5%	12.1%	11.8%	10.5%	10.5%	10.5%
管理费用	-1,048	-917	-965	-1,466	-1,910	-2,296
%销售收入	10.2%	6.5%	5.3%	6.5%	6.5%	6.5%
研发费用	0	-268	-357	-338	-441	-530
%销售收入	0.0%	1.9%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	1,556	1,853	2,886	4,479	5,619	6,740
%销售收入	15.1%	13.2%	15.9%	19.9%	19.1%	19.1%
财务费用	-103	-193	-413	-473	-609	-785
%销售收入	1.0%	1.4%	2.3%	2.1%	2.1%	2.2%
资产减值损失	-132	-62	-8	-39	-16	-16
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	4,168	5,195	6,140
营业利润率	13.9%	12.9%	14.4%	18.5%	17.7%	17.4%
营业外收支	5	4	-30	0	0	0
税前利润	1,437	1,822	2,592	4,168	5,195	6,140
利润率	14.0%	13.0%	14.3%	18.5%	17.7%	17.4%
所得税	-195	-311	-517	-831	-1,036	-1,224
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	3,337	4,159	4,916
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	3,322	4,142	4,897
净利率	12.0%	10.7%	11.4%	14.7%	14.1%	13.9%

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	3,337	4,159	4,916
少数股东损益	3	3	9	15	17	19
非现金支出	319	338	377	494	563	636
非经营收益	116	136	324	348	632	827
营运资金变动	-1,653	-971	-1,321	-2,479	-3,581	-3,260
经营活动现金净流	24	1,014	1,456	1,700	1,773	3,118
资本开支	-1,106	-1,724	-1,301	-1,514	-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	-1,514	-1,219	-1,219
股权募资	200	1	329	-324	0	0
债权募资	2,077	2,387	-214	1,719	3,071	2,019
其他	-236	521	-748	-1,767	-2,290	-2,786
筹资活动现金净流	2,041	2,909	-634	-371	781	-767
现金净流量	859	2,338	-553	-185	1,335	1,132

来源：公司年报、国金证券研究所

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	4,244	5,579	6,711
应收账款	4,803	6,282	8,097	11,004	16,013	20,197
存货	1,509	2,172	2,016	2,257	2,976	3,579
其他流动资产	596	643	905	904	1,076	1,220
流动资产	9,331	13,952	15,447	18,409	25,644	31,707
%总资产	70.1%	71.0%	68.9%	69.4%	74.5%	77.2%
长期投资	240	250	277	277	277	277
固定资产	2,722	3,571	4,976	5,943	6,424	6,834
%总资产	20.4%	18.2%	22.2%	22.4%	18.7%	16.6%
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	8,117	8,790	9,390
%总资产	29.9%	29.0%	31.1%	30.6%	25.5%	22.8%
资产总计	13,317	19,652	22,416	26,526	34,434	41,097
短期借款	1,327	3,713	3,093	6,097	9,168	11,187
应付款项	3,208	5,811	6,602	6,943	9,125	10,673
其他流动负债	359	385	391	756	909	1,048
流动负债	4,893	9,910	10,086	13,796	19,202	22,908
长期贷款	0	0	408	708	708	708
其他长期负债	1,529	1,653	1,962	378	378	378
负债	6,422	11,563	12,456	14,882	20,287	23,993
普通股股东权益	6,715	7,901	9,740	11,409	13,895	16,833
其中：股本	882	1,492	1,488	2,355	2,355	2,355
未分配利润	3,861	5,193	6,724	8,717	11,203	14,141
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	26,526	34,434	41,097

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.405	1.011	1.389	1.411	1.759	2.080
每股净资产	7.614	5.295	6.547	4.845	5.901	7.149
每股经营现金净流	0.027	0.680	0.978	0.722	0.753	1.324
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.564	0.704	0.832
回报率						
净资产收益率	18.45%	19.09%	21.21%	29.11%	29.81%	29.09%
总资产收益率	9.30%	7.67%	9.22%	12.52%	12.03%	11.92%
投入资本收益率	13.94%	11.55%	15.35%	19.42%	18.72%	18.60%
增长率						
主营业务收入增长率	47.04%	36.46%	29.25%	24.23%	30.29%	20.18%
EBIT 增长率	25.68%	19.08%	55.74%	55.17%	25.46%	19.96%
净利润增长率	20.43%	21.74%	36.98%	60.78%	24.70%	18.23%
总资产增长率	50.36%	47.57%	14.06%	18.34%	29.81%	19.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	127.0	114.2	102.0	125.0	135.0	145.0
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	82.8	67.0	58.0
偿债能力						
净负债/股东权益	4.84%	4.48%	6.16%	21.63%	30.07%	30.06%
EBIT 利息保障倍数	15.1	9.6	7.0	9.5	9.2	8.6
资产负债率	48.23%	58.84%	55.57%	56.10%	58.92%	58.38%

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	2	4	9	36	67
增持	0	0	0	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.14	1.00

来源：朝阳永续

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。

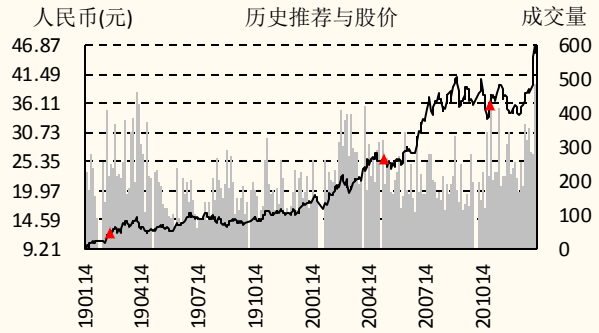
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-02-26	买入	18.95	25.00~25.00
2	2020-05-12	买入	38.98	N/A
3	2020-08-30	买入	58.54	N/A
4	2020-10-28	买入	36.22	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402