



2021-04-07

公司点评报告

买入/维持

东方雨虹(002271)

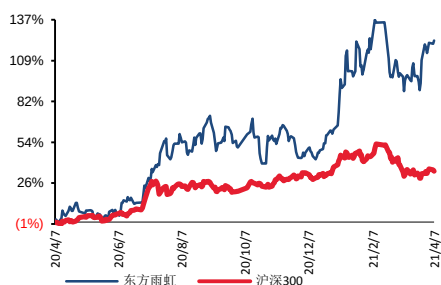
目标价: 66.6

昨收盘: 53.16

材料 材料 II

## 东方雨虹: 21Q1 业绩高增, 多重举措开启新成长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |                |
|---------------|----------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 2,524/1,740    |
| 总市值/流通(百万元)   | 134,153/92,519 |
| 12 个月最高/最低(元) | 61.50/33.32    |

### 相关研究报告:

东方雨虹(002271)《东方雨虹: 2020 年业绩超预期, 龙头地位稳固兼具成长性》--2021/01/11

东方雨虹(002271)《东方雨虹: Q3 业绩超预期, 现金流继续改善》--2020/10/26

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

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:** 公司发布 2021 年一季度业绩预告, 预计 2021 年 Q1 实现归母净利润约 2.62-3.01 亿元, 同比增长 100%-130%, 按照业绩中枢来看, 预计 Q1 业绩为 2.82 亿元。

### 点评:

**一季度业绩高增长, 防水龙头成长性突出。**公司一季度业绩实现翻倍增长, 得益于地产(1-2 月份数据全面好转)与基建投资强劲, 同时今年春节鼓励原地过年, 假期结束后下游需求复苏较快, 而随着公司产品影响力不断提升, 产销量保持快速增长, 我们判断, 公司一季度整体出货增速在 50%以上; 另一方面公司规模及成本优势明显, 公司加大费用管控, 总的成本费用摊销同比下降; 以山东地区沥青成交价为例, 我们测算, 随着原油价格的回升, 21Q1 年沥青价格环比 20Q4 增长约 20%, 但雨虹是行业内唯一可以做到沥青集采以及具备较大库存能力的企业, 公司低价储存沥青(沥青占原材料成本的 30%左右)进一步降低生产成本, 盈利能力领先行业; 此外, 2 月末公司沥青类卷材提价 10-15%, 防水涂料提价 10-20%, 向下游传导成本压力, 这也体现了公司议价能力的提升。

**80 亿定增落地, 产能加速扩张。**2020 年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, 随着近期定增落地(13 家国内外机构参与, 发行价格为 45.5 元/股, 1.76 亿新股将于 21 年 4 月 8 号上市, 锁定期为 6 个月)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。

**股权激励及员工持股力度大, 彰显长期发展信心。**从股权激励来看, 此次股权激励涉及激励对象 4160 人, 覆盖范围远高于过去三期; 行权价格为 48.99 元/股, 基本以现价持平, 体现了公司对未来发展信心; 解锁条件为 21-24 年净利润复合增速为 25%, 业绩高基数下较第三期的复合增速 20%更具挑战性; 同时注重经营质量的发展, 考核期内应收账款增速不高于营收增速。**从员工持股来看,**涉及人数不超过 1611 人(含 8 名高管), 计划筹集资金总额不超过 17 亿元, 同时资管/信托按照不超过 1:1 的比例进行配资, 总规模不超过 34 亿元, 若按照

50 元/股价格，对应回购股份 6800 万股，占当前总股本的 2.9%，主要通过二级市场购买或协议转让等。此次股权激励及员工持股覆盖范围大，员工与公司形成利益共同体，将充分调动员工积极性，彰显了对公司长期发展信心。

**公司渠道优势突出，多品类扩张迈向大建材集团。**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，公司与百强地产商多数建立战略合作，随着地产商的集中度提升以及公司的渠道成熟完善，市场份额将稳步提升，成长空间广阔。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，客户相同，渠道共享，通过“零售+工程”并举，近三年保持高速增长，未来将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：**我们认为公司依托公司强大的渠道及品牌优势，具有强  $\alpha$  属性，一方面定增落地加速产能扩张，继续巩固防水领域的龙头地位；另一方面股权激励调动员工积极性，多品类扩张带来新的业绩增长点，未来成长可期。暂时维持 21-22 年公司归母净利润分别为 43.1 亿元和 52 亿元，按照最新股本，对应 EPS 分别为 1.84 元和 2.22 元，同比增长 26.4% 和 20.6%，对应 2021 及 2022 年 PE 估值分别为 29x/24x，上调目标价为 66.6 元（原值为 53.7 元），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 | 23450 | 29813 | 35741 |
| (+/-%)    | 29.25 | 29.17 | 27.13 | 19.88 |
| 净利润(百万元)  | 2066  | 3412  | 4314  | 5202  |
| (+/-%)    | 36.98 | 65.17 | 26.41 | 20.64 |
| 摊薄每股收益(元) | 1.39  | 1.42  | 1.84  | 2.22  |
| 市盈率(PE)   | 38.28 | 36.57 | 28.93 | 23.99 |

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  | 23450  | 29813  | 35741  |
| 应收和预付款项   | 6435  | 7558  | 6588  | 8229  | 9758  | 营业成本          | -9187  | -11665 | -14410 | -18442 | -22147 |
| 存货        | 2172  | 2016  | 2491  | 3188  | 3828  | 营业税金及附加       | -122   | -139   | -180   | -229   | -274   |
| 其他流动资产    | 490   | 1444  | 1342  | 1195  | 732   | 销售费用          | -1699  | -2142  | -2766  | -3517  | -4216  |
| 流动资产合计    | 13952 | 15447 | 19524 | 23541 | 27894 | 管理费用          | -1185  | -1322  | -1708  | -2171  | -2603  |
| 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   | 3946   | 5038   | 6102   |
| 长期待摊费用    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 其他非经营损益       | 221    | 106    | 235    | 222    | 239    |
| 其他非流动资产   | 1166  | 1003  | 1535  | 1786  | 2253  | 利润总额          | 1822   | 2592   | 4181   | 5260   | 6341   |
| 资产总计      | 19652 | 22416 | 27169 | 31559 | 36475 | 所得税           | -311   | -517   | -755   | -930   | -1119  |
| 短期借款      | 3713  | 3093  | 3093  | 3093  | 3093  | 净利润           | 1511   | 2075   | 3426   | 4330   | 5222   |
| 应付和预收款项   | 4019  | 4806  | 5581  | 6719  | 7764  | 少数股东损益        | -3     | -9     | -14    | -17    | -20    |
| 长期借款      | 0     | 408   | 650   | 450   | 200   | 归母股东净利润       | 1508   | 2066   | 3412   | 4314   | 5202   |
| 其他负债      | 3831  | 4149  | 4149  | 4149  | 4149  |               |        |        |        |        |        |
| 负债合计      | 11563 | 12456 | 13472 | 14410 | 15206 |               |        |        |        |        |        |
| 股本        | 1492  | 1488  | 2348  | 2348  | 2348  |               |        |        |        |        |        |
| 资本公积      | 1215  | 1528  | 1861  | 2280  | 2786  |               |        |        |        |        |        |
| 留存收益      | 5193  | 6724  | 9253  | 12266 | 15859 |               |        |        |        |        |        |
| 归母公司股东权益  | 7901  | 9740  | 13461 | 16894 | 20993 |               |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益    | 188   | 220   | 235   | 254   | 277   |               |        |        |        |        |        |
| 股东权益合计    | 8088  | 9960  | 13696 | 17148 | 21269 |               |        |        |        |        |        |
| 负债和股东权益   | 19652 | 22416 | 27169 | 31559 | 36475 |               |        |        |        |        |        |
|           |       |       |       |       |       |               |        |        |        |        |        |
| 现金流量表(百万) |       |       |       |       |       | 预测指标          |        |        |        |        |        |
|           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |               | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 经营性现金流    | 1014  | 1589  | 5368  | 3771  | 4704  | 毛利率           | 33.73% | 34.98% | 37.78% | 37.37% | 37.27% |
| 投资性现金流    | -1585 | -1374 | -497  | -497  | -497  | 销售净利率         | 10.74% | 11.38% | 14.55% | 14.47% | 14.56% |
| 融资性现金流    | 2912  | -664  | 643   | -1344 | -1556 | 销售收入增长率       | 36.46% | 29.25% | 29.17% | 27.13% | 19.88% |
| 现金增加额     | -3    | 30    | 0     | 0     | 0     | EBIT 增长率      | 19.08% | 55.74% | 51.98% | 24.34% | 19.19% |
|           |       |       |       |       |       | 净利润增长率        | 21.74% | 36.98% | 65.17% | 26.41% | 20.64% |
|           |       |       |       |       |       | ROE           | 19.09% | 21.21% | 25.20% | 25.26% | 24.43% |
|           |       |       |       |       |       | ROA           | 7.67%  | 9.22%  | 12.52% | 13.59% | 14.15% |
|           |       |       |       |       |       | ROIC          | 17.85% | 19.46% | 37.57% | 41.46% | 44.77% |
|           |       |       |       |       |       | EPS (X)       | 1.01   | 1.39   | 1.45   | 1.84   | 2.22   |
|           |       |       |       |       |       | PE (X)        | 52.59  | 38.28  | 36.57  | 28.93  | 23.99  |
|           |       |       |       |       |       | PB (X)        | 10.04  | 8.12   | 9.22   | 7.31   | 5.86   |
|           |       |       |       |       |       | PS (X)        | 5.65   | 4.36   | 5.32   | 4.19   | 3.49   |
|           |       |       |       |       |       | EV/EBITDA (X) | 37.43  | 24.50  | 25.32  | 20.21  | 16.64  |

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 | zhafll@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。