

## 东方雨虹(002271)/建筑材料

## 净利率创历史新高, 品类扩张+一体化经营全面推进

**评级: 增持(维持)**

市场价格: 51.31

首席分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

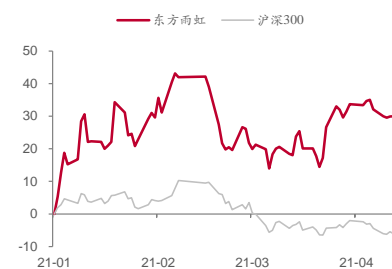
Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理: 朱晋潇

Email: zhujx@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2,524
流通股本(百万股)	1,740
市价(元)	51.31
市值(亿元)	1,295
流通市值(亿元)	893

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

【公司深度】东方雨虹: 承前启后, 流久弥新 (20190509)

**公司盈利预测及估值**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	181.54	217.30	283.96	362.74	467.14
增长率 yoy%	29.25%	19.70%	30.67%	27.74%	28.78%
净利润(亿元)	20.66	33.89	43.89	56.42	71.32
增长率 yoy%	36.98%	64.03%	29.50%	28.55%	26.41%
每股收益(元)	0.82	1.34	1.74	2.24	2.83
净资产收益率	21.21%	23.19%	23.72%	24.51%	24.83%
P/E	62.68	38.21	29.50	22.95	18.16
PEG	1.59	1.36	0.69	0.58	0.65
P/B	13.29	8.86	7.00	5.63	4.51

备注: 股价取自 2021 年 4 月 15 日收盘价

**投资要点**

- **事件 1: 东方雨虹发布 2020 年年报。**公司实现营收 217.3 亿元, 同比+19.7%; 归母净利润 33.9 亿元, 同比+64.0%; 扣非归母净利润 30.9 亿元, 同比+64.6%; 经营活动现金流量净额 39.5 亿元, 同比 148.7%。单四季度营收 67.5 亿元, 同比+28.4%; 归母净利 12.6 亿元, 同比+117.1%; 扣非归母净利润 10.6 亿元, 同比+84.2%。
- **事件 2: 东方雨虹发布 2021 年第一季度报告。**一季度公司营收 53.8 亿元, 同比+118.1%; 归母净利润 3 亿元, 同比增长 126.1%。
- **收入端: 受益需求端持续增长, 营收延续高增态势, 品类扩张叠加“一体化经营战略”持续推进, 公司行业龙头地位不断增强。**
- 公司 2020 年 1-4 季度营收增速分别为-8.2%、21.0%、24.2%、28.4%, 呈现逐季增长的态势。20Q4 新开工面积同比+3%, 持续保持正增长, 防水材料需求旺盛, 公司各项业务发展顺利, 销量增加及材料销售和施工服务规模效应带动了收入端的持续增长。据中国建筑防水协会统计, 2020 年 723 家规模以上防水企业的主营业务收入累计为 1087 亿元, 可比口径同比+4.6%, 公司营收增速远高于行业水平, 行业龙头地位持续彰显。
- 从全年的产品结构来看, 防水施工和其他主营业务(主要是建筑涂料等)保持着较高增长, 增速分别为 41%和 33%, 营收占比分别达到了 15%和 5%, 公司防水卷材和防水涂料业务的营收占比分别为 51.7%和 27.7%。公司持续丰富产品品类, 优化产品结构, 构建更深、更宽的护城河。
- 21Q1 公司整体生产、经营情况良好, 随着公司品牌影响力的进一步提升以及公司“一体化经营战略”的执行, 公司产销量同比实现大幅增长, Q1 收入端超过 50 亿体量, 同比增速达到 118.1%, 同比 19Q1 增长 100.2%。
- **利润端: 受益于原材料成本下降, 公司 20 年盈利能力显著提升, 净利率创历史新高, 新一年公司持续加强费用管控提升盈利水平。**
- 公司毛利率 37%, 同比+1.3%, 报告期内受新会计准则影响, 营业成本增加, 剔除影响后实际毛利率为 40%, 同比+4.3%。21Q1 毛利率 32.9%, 同比-0.2pct, 主要系原材料涨价所致(21Q1 沥青价格同比+50%)。
- 20 年公司总体费率 17.9%, 同比-3.45pct, 新会计准则将运输装卸费调整至营业成本导致销售费用减少带动了整体费用的降低。20 年净利率 15.6%, 同比+4.2pct, 创下历史新高。21Q1 公司进一步通过产品提价、加强费用管控应对涨价传导原材料成本上升, 单季度净利率 5.4%, 同比+0.4pct。
- **经营性现金流同比高增, 收现比达到 115%。**
- 20 年公司经营活动产生的现金流量净额 39.5 亿元, 同比+148.7%, 收现比

115.4%，同比+7.1pct。Q4 为公司的主要回款期，应收账款余额下降，企业现金流持续优化。20 年公司应收账款规模 61 亿元，同比+8.3%，显著低于营收增速（+19.7%）。21Q1 应收账款规模 74 亿元，同比+33.2%，同样显著低于同期营收增速。

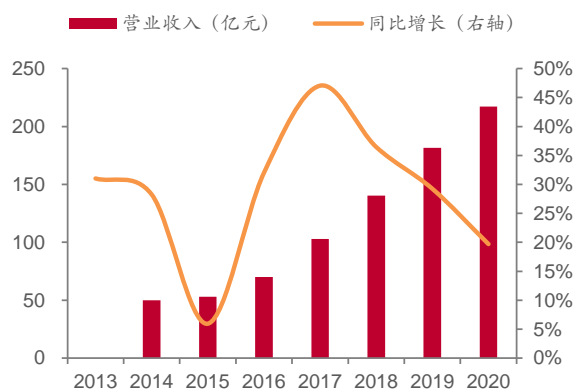
■ **股权激励彰显未来信心，业绩成长有望进一步加速。**

➤ 此前公司发布了股权激励计划，行权条件要求公司 2021/2022/2023/2024 年四个会计年度扣非净利润 CAGR 达到 25%，彰显公司经营成长信心。同时，近期针对主流海外基金的高额定增也凸显了投资者的长期投资意愿，募集资金的使用加快公司产能扩张，支持公司中长期发展。

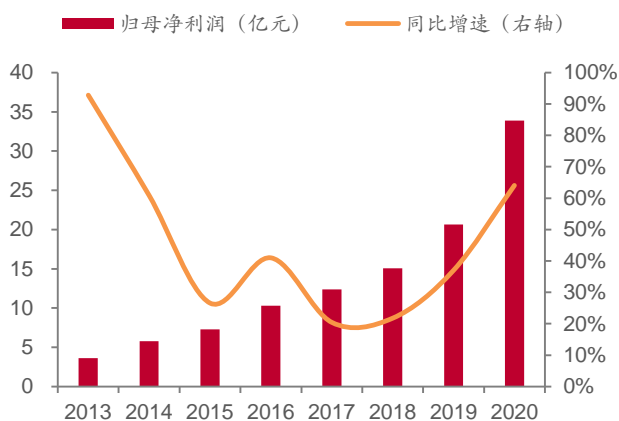
■ **核心逻辑：**短期内看 21 年新开工韧性带来的行业  $\beta$ ；中期看龙头公司凭借品牌、渠道、规模、资金、客户资源和管理能力等领先优势在行业标准与下游客户集中度提升趋势下市占率稳步提升；长期看公司依托核心防水业务，向多元领域（涂料、保温等）充分延伸贡献的业绩增量，一体化经营管理持续推进。

■ **投资建议：**预计公司 21 和 22 年归母净利达到 43.9 亿元和 56.4 亿元，对应 PE 为 30 和 23 倍，当前时点维持“增持”评级。

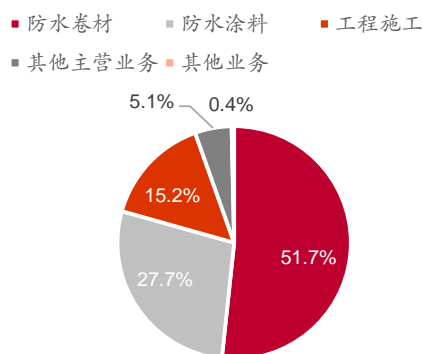
■ **风险提示：**行业竞争加剧；下游地产需求不及预期；原材料价格大幅波动；应收账款规模快速增长的风险。

**图表 1: 2020 年营收 217.3 亿元, 同比+19.7%**


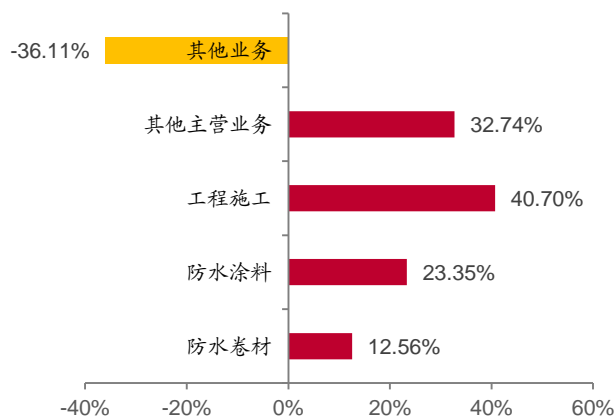
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 2020 年归母净利润 33.9 亿元, 同比+64%**


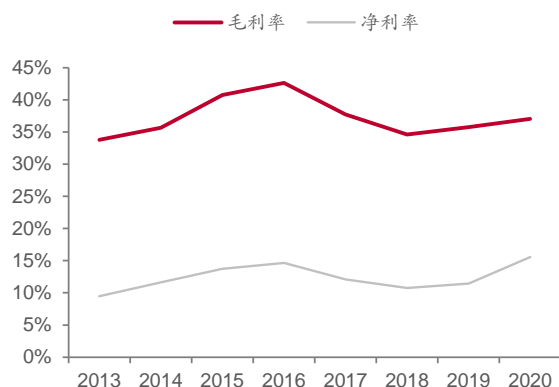
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 2020 年分产品营收占比**


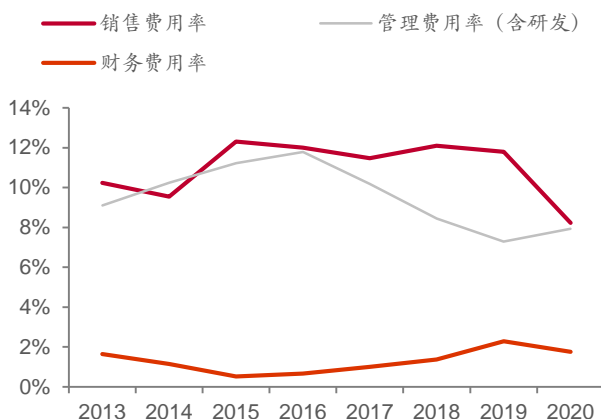
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 2020 年分产品营收增速**


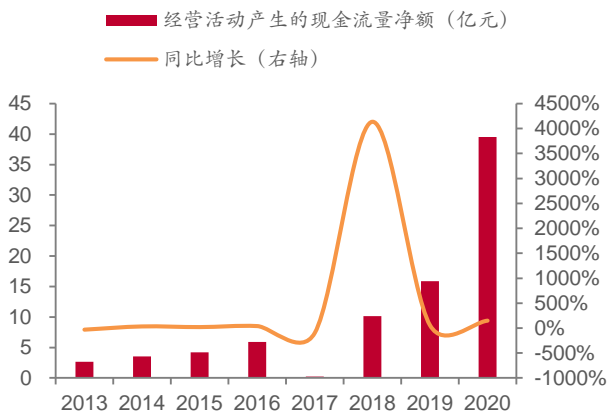
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 2020 年净利率 15.6%, 同比+4.2pct**


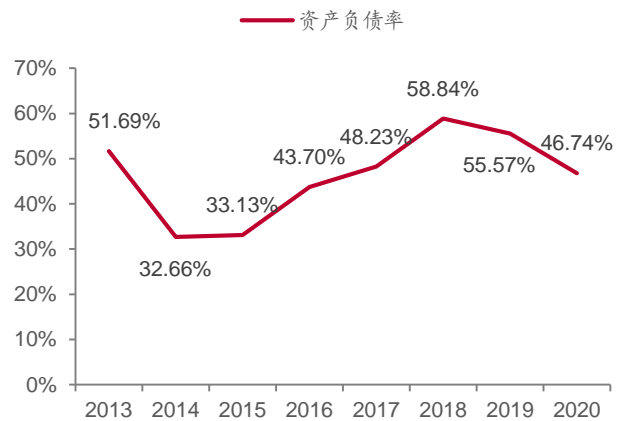
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 2020 年期间费用率 17.9%, 同比-3.5pct**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 7: 2020 年经营活动现金净流量同比+148.7%**


来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 8: 2020 年资产负债率 46.7%，同比-8.8pct**


来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 9: 东方雨虹核心财务数据**

损益表 (人民币亿元)						资产负债表 (人民币亿元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	181.54	217.30	283.96	362.74	467.14	货币资金	44.28	60.16	131.46	127.93	215.03
增长率	29.3%	19.7%	30.7%	27.7%	28.8%	应收账款	73.08	79.79	72.09	125.96	134.28
营业成本	-116.65	-136.81	-173.91	-222.02	-287.73	存货	20.16	11.99	28.88	23.30	44.33
% 销售收入	64.3%	63.0%	61.2%	61.2%	61.6%	其他流动资产	16.94	41.94	45.54	45.42	50.30
毛利	64.89	80.50	110.05	140.72	179.41	流动资产	154.47	193.87	277.98	322.60	443.94
% 销售收入	35.7%	37.0%	38.8%	38.8%	38.4%	% 总资产	68.9%	69.6%	77.1%	79.6%	84.4%
营业税金及附加	-1.39	-1.86	-2.43	-3.10	-4.00	长期投资	0.00	1.66	1.66	1.66	1.66
% 销售收入	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	43.49	47.55	45.05	44.54	43.84
营业费用	-21.42	-17.88	-31.52	-40.26	-51.85	% 总资产	19.4%	17.1%	12.5%	11.0%	8.3%
% 销售收入	11.8%	8.2%	11.1%	11.1%	11.1%	无形资产	9.91	14.91	14.58	14.24	13.91
管理费用	-9.65	-12.61	-21.58	-27.57	-35.50	非流动资产	69.69	84.59	82.72	82.53	82.09
% 销售收入	5.3%	5.8%	7.6%	7.6%	7.6%	% 总资产	31.1%	30.4%	22.9%	20.4%	15.6%
息税前利润 (EBIT)	32.43	48.15	54.52	69.79	88.06	<b>资产总计</b>	<b>224.16</b>	<b>278.47</b>	<b>360.70</b>	<b>405.13</b>	<b>526.03</b>
% 销售收入	17.9%	22.2%	19.2%	19.2%	18.9%	短期借款	30.93	25.25	25.25	25.25	25.25
财务费用	-4.13	-3.80	-0.20	-0.10	-0.10	应付款项	66.02	62.27	105.66	105.99	169.89
% 销售收入	2.3%	1.7%	0.1%	0.0%	0.0%	其他流动负债	3.91	33.81	33.81	33.81	33.81
资产减值损失	-0.08	-0.46	0.03	0.03	0.03	流动负债	100.86	121.32	164.72	165.05	228.94
公允价值变动收益	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	长期贷款	4.08	4.22	4.22	3.22	3.22
投资收益	0.03	2.08	0.00	0.00	0.00	其他长期负债	19.62	4.61	4.61	4.61	4.61
% 税前利润	0.1%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>124.56</b>	<b>130.16</b>	<b>173.55</b>	<b>172.88</b>	<b>236.77</b>
营业利润	28.26	45.98	54.35	69.71	87.99	<b>普通股股东权益</b>	<b>97.40</b>	<b>146.14</b>	<b>185.01</b>	<b>230.14</b>	<b>287.20</b>
营业利润率	15.6%	21.2%	19.1%	19.2%	18.8%	少数股东权益	2.20	2.17	2.14	2.11	2.06
营业外收支	-0.30	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	<b>负债股东权益合计</b>	<b>224.16</b>	<b>278.47</b>	<b>360.70</b>	<b>405.13</b>	<b>526.03</b>
税前利润	27.96	45.50	53.87	69.23	87.50						
利润率	15.4%	20.9%	19.0%	19.1%	18.7%	<b>比率分析</b>					
所得税	-5.17	-7.69	-9.95	-12.79	-16.17		2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	18.5%	16.9%	18.5%	18.5%	18.5%	<b>每股指标</b>					
净利润	20.75	33.87	43.86	56.38	71.27	每股收益 (元)	0.82	1.34	1.74	2.24	2.83
少数股东损益	0.09	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04	每股净资产 (元)	3.86	5.79	7.33	9.12	11.38
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>20.66</b>	<b>33.89</b>	<b>43.89</b>	<b>56.42</b>	<b>71.32</b>	每股经营现金净流 (元)	0.63	1.57	3.15	0.55	4.22
净利率	11.4%	15.6%	15.5%	15.6%	15.3%	每股股利 (元)	0.19	0.19	0.35	0.45	0.57
						<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币亿元)</b>						净资产收益率	21.21%	23.19%	23.72%	24.51%	24.83%
净利润	20.75	33.87	43.86	56.38	71.27	总资产收益率	9.26%	12.16%	12.16%	13.92%	13.55%
加: 折旧和摊销	3.69	4.86	4.74	5.08	5.44	投入资本收益率	33.12%	38.74%	41.92%	77.23%	59.12%
资产减值准备	1.42	2.64	0.00	0.00	0.00	<b>增长率</b>					
公允价值变动损失	0.02	-0.01	0.00	0.00	0.00	营业总收入增长率	29.25%	19.70%	30.67%	27.74%	28.78%
财务费用	3.67	2.61	0.20	0.10	0.10	EBIT增长率	57.94%	55.69%	7.49%	28.01%	26.19%
投资收益	-0.03	-2.08	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	36.98%	64.03%	29.50%	28.55%	26.41%
少数股东损益	0.09	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04	总资产增长率	14.06%	24.23%	29.53%	12.32%	29.84%
营运资金的变动	-20.44	-3.68	30.72	-47.71	29.66	<b>资产管理能力</b>					
<b>经营活动现金净流</b>	<b>15.89</b>	<b>39.52</b>	<b>79.52</b>	<b>13.85</b>	<b>106.47</b>	应收账款周转天数	105.7	102.3	72.0	74.0	76.0
固定资本投资	-14.04	-4.91	-3.00	-5.00	-5.00	存货周转天数	41.5	26.6	25.9	25.9	26.1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-13.74</b>	<b>-17.44</b>	<b>-3.00</b>	<b>-5.00</b>	<b>-5.00</b>	应付账款周转天数	88.3	75.7	82.0	78.9	80.5
股利分配	-4.71	-4.71	-8.78	-11.28	-14.26	固定资产周转天数	73.2	75.4	58.7	44.5	34.1
其他	-1.93	-3.47	3.56	-1.10	-0.10	<b>偿债能力</b>					
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-6.64</b>	<b>-8.18</b>	<b>-5.22</b>	<b>-12.38</b>	<b>-14.36</b>	净负债/股东权益	-9.34%	-66.08%	-50.48%	-78.61%	11.22%
<b>现金净流量</b>	<b>-4.49</b>	<b>13.90</b>	<b>71.30</b>	<b>-3.53</b>	<b>87.10</b>	EBIT利息保障倍数	7.9	13.3	272.5	697.6	880.3
						资产负债率	55.57%	46.74%	48.11%	42.67%	45.01%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。