

# 21Q1 加速突破，大定增+高激励开启新成长

## 东方雨虹(002271)

评级:	买入	股票代码:	002271
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	63.32/31.6
目标价格:	69.76	总市值(亿)	1,294.84
最新收盘价:	51.31	自由流通市值(亿)	892.99
		自由流通股数(百万)	1,740.39

**事件概述。**公司公布 2020 年报及 2020 一季报。公司 2020 年全年实现营收 217.3 亿元，同比+19.7%，实现归母净利润 33.89 亿元，同比+64.03%；其中 Q4 实现营收 67.53 亿元，同比+28.39%，实现归母净利润 12.59 亿元，同比+117.07%。公司 2021Q1 实现营收 53.77 亿元，同比+118.13%，实现归母净利润 2.96 亿元，同比+126.08%。

**►2020 年多品类销量稳定增长，市占率进一步提升。**2020 年，公司继续推进渠道下沉，同时直销及工程渠道进一步融合、协同，同时公司进一步拓展涂料、砂浆等品类，带动公司综合销量稳定增长。2020 年，公司实现防水材料综合销量 10.1 亿平米，同比增长 23.6%。分品类而言，2020 年公司防水涂料收入同比增长 23.3%至 60.1 亿元，增速快于卷材 10 个百分点以上，体现公司建涂、砂浆等新品类拓展良好，估算全年建涂收入同比翻倍式增长至 11-12 亿元左右。2020 年，公司细分产品价格同比总体保持平稳，但因低货值产品占比上升，公司综合售价同比下降 6%至 17.1 元/平米。此外，公司 2020 年施工收入同比增长 40%至 33 亿元，体现公司包工包料项目更多，进一步印证公司渠道拓展良好。

**►2020 年沥青价格下降，规模效应体现，成本改善明显。**2020 年，沥青均价同比 2019 年下降 20%以上，同时由于公司在低位进行了一定的仓储，因此原材料成本下降明显。根据测算，2020 年公司防水材料单位原材料同比下降 1.3 元/平米至 8.9 元/平米左右。同时，随着公司规模扩大及全国化布局完善，公司规模效应继续体现，且运输费用下降，防水材料人工+制造费用由 0.76 元/平米下降至 0.66 元/平米，吨运费同比下降 0.11 元/平米至 0.58 元/平米，使得公司可比口径单位成本同比下降 13.3%至 10.3 元/平米，带动公司毛利率上升。我们估算如剔除运输费重新归类的会计准则影响，公司 2020 年防水材料业务毛利率同比提升 4.7 个百分点左右，是公司利润增速显著超收入的主要因素。此外，2020 年公司财务费用同比有所降低，而由于资产处置投资收入同比增长 2 亿元，进一步带动利润上升。

**►2020 年现金流大幅改善。**2020 年公司进一步加强应收账款考核，全年应收款周转率由 2019 年的 3.58 提升至 3.70，同时 Q4 公司冲回信用减值损失 1.59 亿元，判断因部分过往计提坏账于 2020 年收回所致，带动全年现金流大幅改善。2020 年，公司收现比 115%，同比提升 7 个百分点，经营净现金流 39.5 亿元，为近年来首次超过净利润。

**►2021Q1 加速突破超预期，销量、毛利率齐上升。**2020Q1 公司受疫情影响基数相对较低（由于做了很多疫情医院工程，2020Q1 仅比 19Q1 收入下滑 8.2%），公司 2021Q1 收入同比增长 118%至 53.8 亿元，判断公司 2021Q1 出货量同比翻倍，营收增长速度超预期。由于 Q1 公司提价对冲原材料价格上涨影响，且公司于低位仓储部分沥青，公司 2021Q1 可比口径毛利率同比上升 3 个百分点至 36.07%。但由于 Q1 公司计提信用减值同比增加 2.6 亿元，一定程度上对冲公司毛利率增长，使得公司利润增速总体与收入增速相符。

**►2021Q1 现金流总体可控。**2021Q1，公司经营净现金流流出 23.7 亿元，流出幅度同比扩大 2.8 亿元，其中支付其他与经营活动相关现金流 32.9 亿元，同比增加 11.1 亿元。我们判断公司经营净现金流流出增加主要因为包工包料业务占比上升，施工业务规模扩大所致，而公司履约保证金规模基本保持平稳。2021Q1 公司收现比仍保持 109%的良好水平，体现公司现金流状况仍然健康。

**►定增募集完毕，高目标激励考核，发展有望继续加速。**2020Q4，公司进行一体化改革，进一步强调各品类协同以及区域协同，进一步推进渠道下沉，加强空白市场布局，判断在行业整体集中度仍保持快速提升趋势下，公司收入仍将保持高增速。此外，公司 80 亿定增募集完毕，资金确定性进一步增强，产能、渠道建设有望加速，与竞争对手的差距有望进一步扩大；同时，公司公告期权激励计划，考核目标为未来五年 25%的复合业绩增速（由三期的 20%上调），且应收款增长不得超过营收，体现公司管理层对于公司长期发展的信心。我们判断十四五公司发展或仍将加速，并迎来估值、业绩双升。

### 投资建议

小幅调整销量、价格假设，维持盈利预测基本不变。预计 2021-2023 年，公司归母净利润 43.0/54.6/71.3 亿元，同比增长 26.9%/27.1%/30.5%。维持目标价 69.76 元及“买入”评级。

### 风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18154.34	21730.37	28204.98	35065.54	44069.65
YoY (%)	29.25%	19.70%	29.80%	24.32%	25.68%
归母净利润(百万元)	2065.94	3388.87	4300.30	5464.12	7132.74
YoY (%)	36.98%	64.03%	26.89%	27.06%	30.54%
毛利率 (%)	35.75%	37.04%	37.23%	37.50%	37.63%
每股收益 (元)	0.82	1.34	1.70	2.17	2.83
ROE	21.21%	23.19%	23.97%	24.63%	25.73%
市盈率	64.85	39.53	31.16	24.52	18.78

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

研究助理：郁暲

邮箱：qisy@hx168.com.cn

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-23948865

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21730.37	28204.98	35065.54	44069.65	净利润	3386.81	4297.68	5460.80	7128.40
YoY (%)	19.70%	29.80%	24.32%	25.68%	折旧和摊销	485.82	468.84	512.99	586.67
营业成本	13680.83	17703.56	21916.60	27485.23	营运资金变动	-211.28	635.53	-909.13	-1726.91
营业税金及附加	185.90	241.28	299.97	377.00	经营活动现金流	3951.70	5630.45	5294.05	6217.55
销售费用	1787.69	2256.40	2735.11	3349.29	资本开支	-1519.77	-1327.96	-1328.96	-1328.96
管理费用	1260.58	1635.89	2033.80	2556.04	投资	-263.09	0.00	0.00	0.00
财务费用	379.86	280.46	268.25	252.17	投资活动现金流	-1743.76	-1317.07	-1318.07	-1318.07
资产减值损失	45.63	45.63	45.63	45.63	股权募资	7.90	0.00	0.00	0.00
投资收益	207.70	10.00	10.00	10.00	债务募资	-96.53	0.00	0.00	0.00
营业利润	4203.51	5100.84	6528.88	8574.88	筹资活动现金流	-818.10	-1339.22	-1586.37	-1959.14
营业外收支	-48.19	172.04	171.04	171.04	现金净流量	1389.83	2974.16	2389.61	2940.35
利润总额	4155.32	5272.88	6699.93	8745.93	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	768.51	975.20	1239.13	1617.52	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	3386.81	4297.68	5460.80	7128.40	营业收入增长率	19.70%	29.80%	24.32%	25.68%
归属于母公司净利润	3388.87	4300.30	5464.12	7132.74	净利润增长率	64.03%	26.89%	27.06%	30.54%
YoY (%)	64.03%	26.89%	27.06%	30.54%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.34	1.70	2.17	2.83	毛利率	37.04%	37.23%	37.50%	37.63%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率	15.59%	15.24%	15.57%	16.18%
货币资金	6015.75	8989.91	11379.53	14319.87	总资产收益率 ROA	12.17%	13.25%	14.37%	15.73%
预付款项	448.80	448.80	448.80	448.80	净资产收益率 ROE	23.19%	23.97%	24.63%	25.73%
存货	1199.14	1551.74	1921.02	2409.11	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	11723.73	12015.56	13897.96	16909.69	流动比率	<b>1.60</b>	<b>1.72</b>	<b>1.87</b>	<b>2.06</b>
流动资产合计	19387.43	23006.01	27647.30	34087.48	速动比率	1.46	1.57	1.71	1.89
长期股权投资	165.91	165.91	165.91	165.91	现金比率	0.50	0.67	0.77	0.87
固定资产	4755.15	4670.38	5113.56	5769.11	资产负债率	46.74%	44.05%	41.12%	38.40%
无形资产	1491.34	1463.07	1434.80	1406.53	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	8459.22	9444.75	10386.13	11253.83	总资产周转率	0.88	0.94	0.99	1.06
资产合计	27846.65	32450.76	38033.43	45341.31	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	2524.67	2524.67	2524.67	2524.67	每股收益	1.34	1.70	2.17	2.83
应付账款及票据	3643.31	4714.60	5836.56	7319.53	每股净资产	5.79	7.11	8.79	10.99
其他流动负债	5964.48	6173.15	6393.73	6683.68	每股经营现金流	1.57	2.23	2.10	2.46
流动负债合计	12132.47	13412.42	14754.97	16527.89	每股股利	0.30	0.41	0.52	0.68
长期借款	421.70	421.70	421.70	421.70	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	461.50	461.50	461.50	461.50	PE	39.53	31.16	24.52	18.78
非流动负债合计	883.20	883.20	883.20	883.20	PB	6.70	7.47	6.04	4.83
负债合计	13015.67	14295.63	15638.17	17411.09					
股本	2349.16	2349.16	2349.16	2349.16					
少数股东权益	216.60	213.98	210.66	206.33					
股东权益合计	14830.98	18155.13	22395.26	27930.22					
负债和股东权益合计	27846.65	32450.76	38033.43	45341.31					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。