

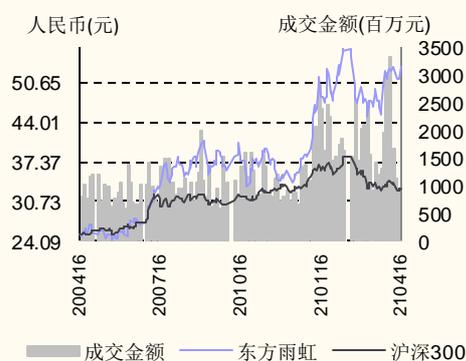
## 东方雨虹 (002271.SZ) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 53.09 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	25.24
已上市流通 A 股(亿股)	17.40
总市值(亿元)	1,339.76
年内股价最高最低(元)	56.50/24.09
沪深 300 指数	4966
深证成指	13721



## 相关报告

1. 《业绩持续超预期, 防水龙头再露峥嵘》, 2021.1.12
2. 《业绩高增长, 定增助力扩张-东方雨虹三季报点评》, 2020.10.28
3. 《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
4. 《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

## 经营质量继续好转, 股权激励彰显信心

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	1.389	1.443	1.632	2.026	2.536
每股净资产(元)	6.55	6.22	9.64	10.67	12.00
每股经营性现金流(元)	0.97	1.55	1.20	1.86	2.22
市盈率(倍)	18.95	26.90	32.53	26.20	20.93
净利润增长率(%)	36.98%	64.03%	21.55%	24.12%	25.19%
净资产收益率(%)	21.21%	23.19%	16.92%	18.98%	21.12%
总股本(百万股)	1,487.74	2,349.16	2,523.56	2,523.56	2,523.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2021 年 4 月 16 日东方雨虹发布 20 年年报, 营收 217.3 亿元, 同比增长 19.7%; 归母净利润 33.89 亿元, 同比增长 64.03%; 基本 EPS 1.51 元。公司拟每 10 股派现 3 元 (含税)。

## 经营分析

- **成本下降导致利润增速快, 经营质量继续好转:** 20 年公司营收增速 19.7%, 销量同比增 23.6%, 收入增速低于销量增速主要与产品价格下降有关。20 年公司利润增速 64.03%, 利润增速远超收入增速的原因是沥青价格的下跌。从公司毛利率看, 由于运费计入营业成本, 剔除该因素后, 20 年公司毛利率增加 4.27 个百分点至 40.02%。18 年起, 公司加大对应收账款的考核力度。20 年公司收入含现金比例 115%, 较 19 年增加 7 个百分点; 利润含现金比例 117%, 较 19 年增加 40 个百分点, 经营质量继续好转。
- **股权激励计划发布, 未来三年成长可期:** 为了更好的激励员工, 公司于 21 年 3 月发布股权激励方案。股权激励行权条件以 20 年净利润为基数, 21-24 年净利润增速不低于 25%/56%/95%/144%, 并要求应收账款增速不高于营收增速。如果股权激励达到行权条件, 并剔除期权费用摊销后, 21-24 年公司净利润需要达到 40.56 亿元/50.6 亿元/64.67 亿元/81.92 亿元, 四年复核增速 25%, 彰显管理层对公司未来信心。
- **行业保持快速增长, 集中度提升可期:** 20 年国内建筑防水材料产量增速 3.6%, 规模以上防水企业收入增速 4.6%, 而公司的销量增速 23.6%, 收入增速 19.7%, 超过行业平均 20 个百分点和 15.1 个百分点。我们预计 21 年防水行业需求增速 4.5%, 行业集中度提升的趋势仍将延续, 龙头公司借助资本市场增速有望进一步加快。凯伦股份 20 年收入增长 72%, 净利润增长 106%; 我们预计科顺股份 20 年收入增长 32%, 净利润增长 134%。
- **产品提价, 利润率有望稳定:** 21 年 3 月, 公司对防水卷材和防水涂料全面提价, 本次提价有助于打消市场对公司 21 年毛利率大幅下滑的担心。

## 盈利调整与投资建议

- 我们预计公司未来三年归母净利润 41.19 (下调 0.6%) /51.13 (上调 4.4%) /64.01 亿元, EPS 1.63/2.03/2.54 元, 对应 PE33/26/21X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 经济下行; 售价下调; 成本上涨; 地产政策调整; 坏账风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>14,046</b>	<b>18,154</b>	<b>21,730</b>	<b>26,328</b>	<b>31,578</b>	<b>39,139</b>	货币资金	4,855	4,428	6,016	9,610	9,596	10,268
增长率		29.3%	19.7%	21.2%	19.9%	23.9%	应收账款	6,282	8,097	9,290	10,840	13,002	16,115
<b>主营业务成本</b>	<b>-9,187</b>	<b>-11,665</b>	<b>-13,681</b>	<b>-17,035</b>	<b>-20,302</b>	<b>-25,001</b>	存货	2,172	2,016	1,199	1,982	2,362	2,909
%销售收入	65.4%	64.3%	63.0%	64.7%	64.3%	63.9%	其他流动资产	643	905	2,882	2,268	2,666	3,217
<b>毛利</b>	<b>4,859</b>	<b>6,489</b>	<b>8,050</b>	<b>9,293</b>	<b>11,276</b>	<b>14,138</b>	流动资产	13,952	15,447	19,387	24,701	27,627	32,509
%销售收入	34.6%	35.7%	37.0%	35.3%	35.7%	36.1%	%总资产	71.0%	68.9%	69.6%	70.7%	70.3%	72.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-122</b>	<b>-139</b>	<b>-186</b>	<b>-225</b>	<b>-270</b>	<b>-335</b>	长期投资	250	277	636	636	636	636
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	3,571	4,976	5,467	6,738	7,881	8,612
<b>销售费用</b>	<b>-1,699</b>	<b>-2,142</b>	<b>-1,788</b>	<b>-2,166</b>	<b>-2,598</b>	<b>-3,220</b>	%总资产	18.2%	22.2%	19.6%	19.3%	20.1%	19.1%
%销售收入	12.1%	11.8%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	无形资产	1,043	1,086	1,583	2,073	2,357	2,638
<b>管理费用</b>	<b>-917</b>	<b>-965</b>	<b>-1,261</b>	<b>-1,527</b>	<b>-1,832</b>	<b>-2,270</b>	非流动资产	5,699	6,969	8,459	10,220	11,648	12,660
%销售收入	6.5%	5.3%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	%总资产	29.0%	31.1%	30.4%	29.3%	29.7%	28.0%
<b>研发费用</b>	<b>-268</b>	<b>-357</b>	<b>-464</b>	<b>-562</b>	<b>-674</b>	<b>-835</b>	<b>资产总计</b>	<b>19,652</b>	<b>22,416</b>	<b>27,847</b>	<b>34,921</b>	<b>39,275</b>	<b>45,169</b>
%销售收入	1.9%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	短期借款	3,713	3,093	2,925	400	400	400
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,853</b>	<b>2,886</b>	<b>4,352</b>	<b>4,813</b>	<b>5,903</b>	<b>7,478</b>	应付款项	5,811	6,602	6,227	7,026	8,384	10,339
%销售收入	13.2%	15.9%	20.0%	18.3%	18.7%	19.1%	其他流动负债	385	391	2,981	2,126	2,531	3,096
<b>财务费用</b>	<b>-193</b>	<b>-413</b>	<b>-380</b>	<b>57</b>	<b>170</b>	<b>176</b>	流动资产	9,910	10,086	12,132	9,552	11,315	13,835
%销售收入	1.4%	2.3%	1.7%	-0.2%	-0.5%	-0.5%	长期贷款	0	408	422	422	422	422
<b>资产减值损失</b>	<b>-62</b>	<b>8</b>	<b>46</b>	<b>-20</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	其他长期负债	1,653	1,962	461	389	394	400
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>11,563</b>	<b>12,456</b>	<b>13,016</b>	<b>10,363</b>	<b>12,131</b>	<b>14,657</b>
<b>投资收益</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>208</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,901</b>	<b>9,740</b>	<b>14,614</b>	<b>24,344</b>	<b>26,931</b>	<b>30,302</b>
%税前利润	0.2%	0.1%	5.0%	0.1%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,492	1,488	2,349	2,525	2,525	2,525
<b>营业利润</b>	<b>1,818</b>	<b>2,622</b>	<b>4,204</b>	<b>5,101</b>	<b>6,321</b>	<b>7,901</b>	未分配利润	5,193	6,724	9,473	11,320	13,908	17,278
营业利润率	12.9%	14.4%	19.3%	19.4%	20.0%	20.2%	少数股东权益	188	220	217	215	213	211
<b>营业外收支</b>	<b>4</b>	<b>-30</b>	<b>-48</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>19,652</b>	<b>22,416</b>	<b>27,847</b>	<b>34,921</b>	<b>39,275</b>	<b>45,169</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,822</b>	<b>2,592</b>	<b>4,155</b>	<b>5,051</b>	<b>6,271</b>	<b>7,851</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	13.0%	14.3%	19.1%	19.2%	19.9%	20.1%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-311</b>	<b>-517</b>	<b>-769</b>	<b>-934</b>	<b>-1,160</b>	<b>-1,452</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	17.1%	19.9%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	每股收益	1.011	1.389	1.443	1.632	2.026	2.536
<b>净利润</b>	<b>1,511</b>	<b>2,075</b>	<b>3,387</b>	<b>4,117</b>	<b>5,111</b>	<b>6,399</b>	每股净资产	5.295	6.547	6.221	9.646	10.672	12.008
少数股东损益	3	9	-2	-2	-2	-2	每股经营现金净流	0.680	0.967	1.550	1.202	1.863	2.216
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,508</b>	<b>2,066</b>	<b>3,389</b>	<b>4,119</b>	<b>5,113</b>	<b>6,401</b>	每股股利	0.300	0.300	0.300	0.900	1.000	1.200
净利率	10.7%	11.4%	15.6%	15.6%	16.2%	16.4%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	19.09%	21.21%	23.19%	16.92%	18.98%	21.12%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.67%	9.22%	12.17%	11.80%	13.02%	14.17%
净利润	1,511	2,075	3,387	4,117	5,111	6,399	投入资本收益率	11.55%	15.35%	19.49%	15.45%	17.19%	19.44%
少数股东损益	3	9	-2	-2	-2	-2	<b>增长率</b>						
非现金支出	338	360	440	575	691	809	主营业务收入增长率	36.46%	29.25%	19.70%	21.16%	19.94%	23.94%
非经营收益	136	324	26	153	77	77	EBIT 增长率	19.08%	55.74%	50.78%	10.59%	22.65%	26.68%
营运资金变动	-971	-1,321	-211	-1,809	-1,176	-1,690	净利润增长率	21.74%	36.98%	64.03%	21.55%	24.12%	25.19%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,014</b>	<b>1,439</b>	<b>3,642</b>	<b>3,035</b>	<b>4,703</b>	<b>5,594</b>	总资产增长率	47.57%	14.06%	24.23%	25.40%	12.47%	15.01%
资本开支	-1,724	-1,301	-1,520	-2,366	-2,166	-1,866	<b>资产管理能力</b>						
投资	121	-110	-263	0	0	0	应收账款周转天数	114.2	102.0	98.6	98.6	98.6	98.6
其他	17	37	39	3	3	3	存货周转天数	73.1	65.5	42.9	42.9	42.9	42.9
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,585</b>	<b>-1,374</b>	<b>-1,744</b>	<b>-2,363</b>	<b>-2,163</b>	<b>-1,863</b>	应付账款周转天数	79.1	89.5	76.8	60.0	60.0	60.0
股权募资	1	329	8	7,882	0	0	固定资产周转天数	78.8	87.4	79.9	76.6	71.3	59.7
债权募资	2,387	-214	-97	-2,583	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	521	-748	-760	-2,377	-2,554	-3,059	净负债/股东权益	4.48%	6.16%	-20.02%	-37.01%	-33.43%	-31.94%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,909</b>	<b>-634</b>	<b>-848</b>	<b>2,922</b>	<b>-2,554</b>	<b>-3,059</b>	EBIT 利息保障倍数	9.6	7.0	11.5	-84.8	-34.8	-42.4
<b>现金净流量</b>	<b>2,338</b>	<b>-570</b>	<b>1,050</b>	<b>3,595</b>	<b>-14</b>	<b>672</b>	资产负债率	58.84%	55.57%	46.74%	29.67%	30.89%	32.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	5	24	32	38	104
增持	1	4	5	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.14	1.14	1.12	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	2020-05-12	买入	38.98	N/A
2	2020-08-30	买入	58.54	N/A
3	2020-10-28	买入	36.22	N/A
4	2021-01-12	买入	46.10	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