

东方雨虹 (002271)

证券研究报告

2021年04月16日

业绩持续超预期，多业务布局加速推进

业绩持续高增长，上调至“买入”评级

4月15日晚公司发布20年年报及21年一季报，20年实现营收217.3亿元，YOY+19.7%，实现归母净利润33.9亿元，YOY+64.0%，扣非归母净利润增速64.6%，20Q4实现收入67.5亿元，同比+28.4%，实现归母净利润12.6亿元，同比+117.1%，我们判断利润增速显著高于收入增速主要系沥青成本下降带来的毛利率提升以及费用控制能力增强，21Q1实现收入53.8亿元，YOY+118.1%，实现归母净利润2.96亿元，YOY+126.1%，位于此前业绩预告(2.62~3.01亿元)中枢偏上，扣非归母净利润增速151.7%，我们继续看好公司龙头地位以及多元化布局，上调至“买入”评级。

新业务快速放量，毛利率提升显著

20年防水卷材/涂料/施工/其他分别实现收入112/60/33/11亿元，分别同比+13%/+23%/41%/33%，施工及建筑涂料等其他业务快速放量，20年防水材料销量10.1亿平，同比+23.6%。20年前五大客户收入同比-5.3%，占比下降4.6pct至17.6%。我们剔除运费会计政策调整对毛利率的影响测算，还原后20年公司综合毛利率40.02%，同比+4.3pct，其中卷材/涂料/施工毛利率同比+5.2/+3.4/+1.6pct，21Q1还原后的综合毛利率36.1%，同比+3.0pct，沥青等原材料价格大幅下降显著提升了业务毛利率。

现金流继续改善，费用控制能力进一步增强

20年经营性现金净流入达39.5亿元，收现比同比+7.1pct至115%，付现比同比+4.1pct至77.7%，考虑到公司15.8亿应收账款保理计入经营性现金流，剔除该因素影响，收现比仍同比+6.5pct，经营性现金流继续改善。此处同样将运费还原至销售费用口径下，我们测算20年期间费用率为20.7%，同比-0.62pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.75/+0.49/+0.17/-0.53pct。20年公司净利率15.6%，同比+4.2pct，盈利能力明显提升。

多元化布局持续推进，上调至“买入”评级

我们认为随着下游客户集中度提升，叠加品牌、服务、渠道、成本优势加强，公司在防水行业市占率有望持续提升，同时公司在民用建材、涂料、保温、砂浆、修缮等多元化业务布局方面也走在行业前列。我们预计21-23年净利润预测为43.1/54.7/68.8亿元(21-22年前值：36.1/44.6亿元)，参考可比公司21年31倍平均PE，考虑到公司龙头地位以及新业务的快速放量，认可给予公司21年38倍PE，目标价64.98元，上调至“买入”评级。

风险提示：房地产新开工大幅低于预期，油价及沥青价格大幅反弹，现金流大幅恶化等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,154.34	21,730.37	29,256.79	35,913.88	42,310.96
增长率(%)	29.25	19.70	34.64	22.75	17.81
EBITDA(百万元)	3,611.01	5,451.78	6,285.62	7,900.26	9,741.94
净利润(百万元)	2,065.94	3,388.87	4,310.29	5,468.15	6,879.47
增长率(%)	36.98	64.03	27.19	26.86	25.81
EPS(元/股)	0.82	1.34	1.71	2.17	2.73
市盈率(P/E)	64.85	39.53	31.08	24.50	19.47
市净率(P/B)	13.76	9.17	7.15	5.94	4.89
市销率(P/S)	7.38	6.17	4.58	3.73	3.17
EV/EBITDA	10.81	15.98	20.32	15.79	12.42

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6个月评级	买入(调高评级)
当前价格	53.09元
目标价格	64.98元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,523.56
流通A股股本(百万股)	1,740.39
A股总市值(百万元)	133,975.88
流通A股市值(百万元)	92,397.08
每股净资产(元)	9.76
资产负债率(%)	37.34
一年内最高/最低(元)	63.32/31.60

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

股价走势



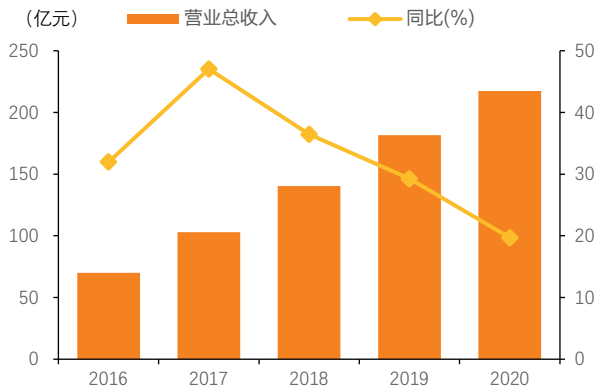
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《东方雨虹-季报点评:实现“市场份额增长”与“经营杠杆下降”的平衡》 2020-10-27
- 《东方雨虹-公司点评:定增80亿增强产能和资金实力，行业龙头强者恒强》 2020-10-16
- 《东方雨虹-半年报点评:走在高质量增长的路上》 2020-08-30

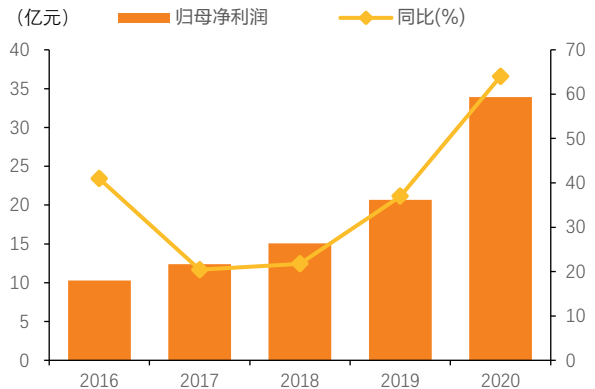
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2016–2020 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016–2020 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
002372.SZ	伟星新材	373.19	23.44	0.63	0.80	0.86	0.97	37.21	29.30	27.26	24.16
603737.SH	三棵树	508.94	189.28	2.18	1.91	3.01	4.09	86.83	99.10	62.88	46.28
300737.SZ	科顺股份	175.87	27.68	0.60	1.32	1.68	2.18	46.13	20.97	16.48	12.70
300715.SZ	凯伦股份	80.08	46.90	0.79	1.63	2.45	3.63	59.37	28.77	19.14	12.92
	平均							57.38	44.54	31.44	24.02
002271.SZ	东方雨虹	1,339.76	53.09	0.82	1.34	1.71	2.17	64.85	39.53	31.08	24.50

注：数据截至 20210416 收盘，除东方雨虹 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,428.41	6,015.75	8,036.11	10,851.42	14,607.01
应收票据及应收账款	7,016.94	7,651.44	12,758.71	11,889.67	17,388.25
预付账款	540.95	448.80	956.62	717.80	1,251.44
存货	2,016.45	1,199.14	2,957.65	1,847.34	3,464.56
其他	1,444.12	4,072.29	4,445.83	4,499.95	4,842.62
流动资产合计	15,446.88	19,387.43	29,154.92	29,806.19	41,553.87
长期股权投资	0.00	165.91	165.91	165.91	165.91
固定资产	4,349.01	4,755.15	5,207.62	5,544.91	5,684.94
在建工程	626.52	711.60	638.12	586.68	550.68
无形资产	990.62	1,491.34	1,506.75	1,521.04	1,534.21
其他	1,002.63	1,335.22	1,156.90	1,229.85	1,187.89
非流动资产合计	6,968.78	8,459.22	8,675.30	9,048.40	9,123.63
资产总计	22,415.66	27,846.65	37,830.22	38,854.59	50,677.50
短期借款	3,092.64	2,524.67	2,500.00	2,500.00	2,500.00
应付票据及应付账款	3,292.09	3,643.31	6,255.34	5,508.40	8,344.15
其他	3,700.87	5,964.48	9,362.63	7,321.81	11,486.95
流动负债合计	10,085.60	12,132.47	18,117.97	15,330.21	22,331.10
长期借款	408.00	421.70	350.00	300.00	300.00
应付债券	1,584.53	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	377.67	461.50	419.58	440.54	430.06
非流动负债合计	2,370.19	883.20	769.58	740.54	730.06
负债合计	12,455.79	13,015.67	18,887.56	16,070.75	23,061.16
少数股东权益	219.87	216.60	214.93	228.41	245.27
股本	1,487.74	2,349.16	2,523.56	2,523.56	2,523.56
资本公积	1,350.94	2,791.72	2,791.72	2,791.72	2,791.72
留存收益	8,315.93	12,641.08	16,204.17	20,031.87	24,847.50
其他	(1,414.60)	(3,167.58)	(2,791.72)	(2,791.72)	(2,791.72)
股东权益合计	9,959.87	14,830.98	18,942.67	22,783.84	27,616.33
负债和股东权益总计	22,415.66	27,846.65	37,830.22	38,854.59	50,677.50

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,075.26	3,386.81	4,310.29	5,468.15	6,879.47
折旧摊销	368.69	485.82	555.60	649.85	732.81
财务费用	367.01	260.62	416.77	494.66	568.50
投资损失	(3.00)	(207.70)	(71.17)	(64.05)	(57.65)
营运资金变动	(2,035.61)	(368.36)	(1,319.04)	(633.36)	(921.90)
其它	816.61	394.51	13.21	29.41	33.73
经营活动现金流	1,588.96	3,951.70	3,905.66	5,944.66	7,234.97
资本支出	1,580.28	1,542.83	991.92	929.04	860.48
长期投资	0.00	165.91	0.00	0.00	0.00
其他	(2,954.65)	(3,452.50)	(1,900.66)	(1,846.40)	(1,685.81)
投资活动现金流	(1,374.36)	(1,743.76)	(908.75)	(917.36)	(825.33)
债权融资	5,085.17	3,346.21	2,983.28	2,906.62	2,885.30
股权融资	(190.54)	1,610.19	133.53	(494.62)	(568.46)
其他	(5,558.14)	(5,774.50)	(4,093.37)	(4,623.99)	(4,970.89)
筹资活动现金流	(663.51)	(818.10)	(976.56)	(2,211.99)	(2,654.05)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(448.91)	1,389.83	2,020.36	2,815.31	3,755.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,154.34	21,730.37	29,256.79	35,913.88	42,310.96
营业成本	11,665.03	13,680.83	18,615.98	22,651.50	26,359.08
营业税金及附加	139.43	185.90	250.28	307.23	361.96
营业费用	2,141.65	1,787.69	2,384.43	2,916.21	3,406.03
管理费用	965.31	1,260.58	1,696.89	2,065.05	2,327.10
研发费用	356.71	463.65	624.24	766.28	888.53
财务费用	413.39	379.86	416.77	494.66	568.50
资产减值损失	(8.35)	45.63	41.07	36.96	33.26
公允价值变动收益	1.94	0.89	14.96	15.71	16.49
投资净收益	3.00	207.70	71.17	64.05	57.65
其他	(145.40)	(485.87)	(172.26)	(159.52)	(148.28)
营业利润	2,621.64	4,203.51	5,313.25	6,755.75	8,440.63
营业外收入	15.09	13.76	15.00	15.00	15.00
营业外支出	44.77	61.96	42.05	45.00	45.00
利润总额	2,591.96	4,155.32	5,286.20	6,725.75	8,410.63
所得税	516.70	768.51	977.66	1,243.90	1,513.91
净利润	2,075.26	3,386.81	4,308.54	5,481.85	6,896.72
少数股东损益	9.32	(2.06)	(1.75)	13.70	17.24
归属于母公司净利润	2,065.94	3,388.87	4,310.29	5,468.15	6,879.47
每股收益(元)	0.82	1.34	1.71	2.17	2.73

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	29.25%	19.70%	34.64%	22.75%	17.81%
营业利润	44.24%	60.34%	26.40%	27.15%	24.94%
归属于母公司净利润	36.98%	64.03%	27.19%	26.86%	25.81%
获利能力					
毛利率	35.75%	37.04%	36.37%	36.93%	37.70%
净利率	11.38%	15.60%	14.73%	15.23%	16.26%
ROE	21.21%	23.19%	23.02%	24.24%	25.13%
ROIC	33.12%	38.74%	44.08%	47.32%	55.35%
偿债能力					
资产负债率	55.57%	46.74%	49.93%	41.36%	45.51%
净负债率	6.59%	-18.00%	-26.67%	-34.87%	-42.44%
流动比率	1.53	1.60	1.61	1.94	1.86
速动比率	1.33	1.50	1.45	1.82	1.71
营运能力					
应收账款周转率	2.78	2.96	2.87	2.91	2.89
存货周转率	8.67	13.52	14.08	14.95	15.93
总资产周转率	0.86	0.86	0.89	0.94	0.95
每股指标(元)					
每股收益	0.82	1.34	1.71	2.17	2.73
每股经营现金流	0.63	1.57	1.55	2.36	2.87
每股净资产	3.86	5.79	7.42	8.94	10.85
估值比率					
市盈率	64.85	39.53	31.08	24.50	19.47
市净率	13.76	9.17	7.15	5.94	4.89
EV/EBITDA	10.81	15.98	20.32	15.79	12.42
EV/EBIT	11.99	17.50	22.29	17.21	13.43

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com