

公司研究

经营质量持续提升，21Q1 盈利能力仍然强劲

——东方雨虹（002271.SZ）2020 年年报及 2021 年一季报点评

买入（维持）

当前价：53.09 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：胡添雅

执业证书编号：S0930518110002

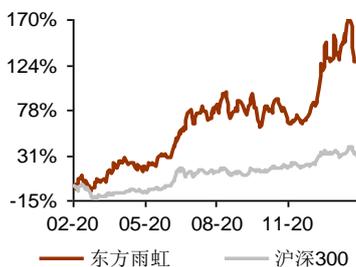
021-52523817

hutianya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	25.24
总市值(亿元):	1339.76
一年最低/最高(元):	23.27/57.60
近3月换手率:	70.82%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.85	20.15	77.50
绝对	7.21	10.14	106.85

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布 2020 年年报。报告期，公司实现营业收入 217.3 亿元，同增 19.70%；归母净利润 33.9 亿元（此前业绩预告 31-37 亿元），同增 64.03%；扣非归母净利润 30.9 亿元，同增 64.61%。单四季度，公司营收 67.5 亿元，同增 28.39%，环增 9.02%；归母净利润 12.6 亿元，同增 117.07%，环增 21.88%。

同时公司发布 2021 年一季报。报告期，公司实现营收 53.8 亿元，同增 118.13%；实现归母净利润 2.96 亿元（此前业绩预告 2.6-3 亿元），同增 126.08%；扣非归母净利润 2.7 亿元，同增 151.74%。

点评：

营收规模稳步扩张，原材料价格下跌推动 20 年业绩大幅增长：2020 年，公司各项业务拓展顺利，受益产品产销量增加，营业收入进一步提升。此外以沥青为代表的部分原材料价格的下降（2020 年沥青均价为 2556 元/吨，同比降低 19%），带动公司整体毛利率上升，最终业绩实现大幅增长。剔除新会计准则下计入营业成本的运输装卸费用，公司 2020 年毛利率达到 40.02%，同增 4.27 个百分点，销售净利率达到 15.59%，创历史新高。

现金流持续改善，经营质量再度提升：2020 年，公司继续坚定“高质量发展”道路，加大销售回款力度，应收账款周转天数为 97 天，同比降低 3 天；经营活动现金流量净额达到 39.5 亿元，同比增加 148.70%；收现比达到 115%，上年同期为 108%；净现比达到 1.17，上年同期为 0.77。虽然 2020 年公司应收账款融资增至 13.11 亿元（2019 年为 7.89 亿元），但难掩经营质量持续改善的趋势。

2021Q1 盈利能力依旧较强：2021 年一季度，公司毛利率为 32.87%，同比减少 0.21 个百分点，若剔除新会计准则对营业成本的影响，公司对应毛利率为 36.07%，同比增加 3 个百分点，销售净利率为 5.37%，同比增加 0.42 个百分点。此外，因补提坏账，公司信用减值损失为 3 亿元，同比增加 707.43%，若不考虑此因素，公司经营利润更为可观。由此可见，前期市场所担忧的“成本上涨+调价压力”，公司通过低价沥青储备与成本向下游传导，使得经营情况仍旧稳健。

员工持股、股权激励、定增，三箭齐发，持续补充成长动能：近期，公司相继发布员工持股计划、股票期权激励计划，并成功完成定向增发事项。1) 公司完成定增，共募集资金约 80 亿元，发行价格为 45.50 元/股，发行对象合计 13 家，包括海内外多家知名投资机构。定增完成后，在建募投项目有望加速推进，并进一步充实资金实力、优化资产结构，提升公司整体竞争力。2) 股票期权激励计划涉及中层管理人员及核心业务（技术）骨干 4160 人，行权价格 48.99 元/股。本次股权激励净利润考核增速达到 25%，并要求应收账款增长率不高于营业收入增长率，体现了公司对业绩增长的信心 and 高质量发展的决心。3) 本次员工持股计划总金额不超过 17 亿元，资管/信托产品按照不高于 1:1 的比例设立优先份额和次级份额，次级份额由本次员工持股计划全额认购。实控人李卫国先生对本次计划提供托底保证—员工自有（自筹）资金年化收益率不低于 8%。

盈利预测、估值与评级：东方雨虹在防水材料行业市占率逐年提升，且多品类扩张步伐稳步推进，将进一步打开成长空间。我们认为，沥青价格受国内基建投资稳定、道路施工量承压影响，整体涨幅有限，随着公司产业链话语权的增强，盈利依然值得期待。此外，公司现金流情况逐年好转，经营质量不断提高。上调 21-22 年净利润预测（上调幅度分别为 5.95%、7.89%）、新增 23 年净利润预测分别为 43.09、54.12 和 64.91 亿元，对应公司 EPS 分别为 1.71、2.14 和 2.57 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、防水材料需求不及预期、项目扩张不及预期、防水材料标准升级幅度不及预期、原材料石油化工产业链价格上升等。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	18,154	21,730	28,043	34,342	41,885
营业收入增长率	29.25%	19.70%	29.05%	22.46%	21.97%
净利润（百万元）	2,066	3,389	4,309	5,412	6,491
净利润增长率	36.98%	64.03%	27.16%	25.59%	19.93%
EPS（元）	1.39	1.44	1.71	2.14	2.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.21%	23.19%	16.48%	17.66%	18.03%
P/E	38	37	31	25	21
P/B	8.1	8.5	5.1	4.4	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-16 注：19 年末总股本为 15.70 亿股，20 年末为 23.49 亿股，目前为 25.24 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,154	21,730	28,043	34,342	41,885
营业成本	11,665	13,681	17,654	21,585	26,427
折旧和摊销	355	473	560	706	853
税金及附加	139	186	238	292	356
销售费用	2,142	1,788	2,299	2,816	3,435
管理费用	965	1,261	1,683	1,992	2,429
研发费用	357	464	617	756	921
财务费用	413	380	452	526	615
投资收益	3	208	0	0	0
营业利润	2,622	4,204	5,337	6,690	8,015
利润总额	2,592	4,155	5,310	6,669	7,998
所得税	517	769	982	1,234	1,480
净利润	2,075	3,387	4,328	5,435	6,518
少数股东损益	9	-2	19	23	27
归属母公司净利润	2,066	3,389	4,309	5,412	6,491
EPS(元)	1.39	1.44	1.71	2.14	2.57

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,589	3,952	4,065	5,853	6,420
净利润	2,066	3,389	4,309	5,412	6,491
折旧摊销	355	473	560	706	853
净营运资金增加	2,191	-1,056	2,882	2,514	3,602
其他	-3,023	1,145	-3,686	-2,778	-4,526
投资活动产生现金流	-1,374	-1,744	-5,062	-3,075	-3,050
净资本支出	-1,301	-1,520	-5,050	-3,050	-3,050
长期投资变化	0	166	0	0	0
其他资产变化	-73	-390	-12	-25	0
融资活动现金流	-664	-818	3,988	-1,394	-1,707
股本变化	-4	861	174	0	0
债务净变化	-132	-1,739	-2,825	0	0
无息负债变化	1,025	2,299	1,142	1,874	2,267
净现金流	-419	1,360	2,992	1,384	1,663

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	35.7%	37.0%	37.0%	37.1%	36.9%
EBITDA 率	19.6%	23.8%	23.1%	23.5%	23.2%
EBIT 率	17.5%	21.6%	21.1%	21.4%	21.2%
税前净利润率	14.3%	19.1%	18.9%	19.4%	19.1%
归母净利润率	11.4%	15.6%	15.4%	15.8%	15.5%
ROA	9.3%	12.2%	11.5%	12.3%	12.6%
ROE (摊薄)	21.2%	23.2%	16.5%	17.7%	18.0%
经营性 ROIC	16.8%	25.1%	21.4%	21.9%	21.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	56%	47%	30%	30%	30%
流动比率	1.53	1.60	2.38	2.35	2.37
速动比率	1.33	1.50	2.23	2.19	2.20
归母权益/有息债务	1.92	4.37	50.12	58.75	69.00
有形资产/有息债务	4.14	7.73	68.45	80.68	95.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本计算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	22,416	27,847	37,715	44,115	51,759
货币资金	4,428	6,016	9,007	10,391	12,054
交易性金融资产	43	299	300	301	302
应收帐款	5,636	6,101	6,739	7,641	9,320
应收票据	1,381	1,550	1,963	2,404	2,932
其他应收款 (合计)	291	327	298	365	446
存货	2,016	1,199	1,582	1,936	2,372
其他流动资产	1,110	1,542	2,300	3,056	3,961
流动资产合计	15,447	19,387	24,754	28,785	34,232
其他权益工具	260	418	418	418	418
长期股权投资	0	166	166	166	166
固定资产	4,349	4,755	6,278	7,518	8,807
在建工程	627	712	3,159	3,944	4,533
无形资产	991	1,491	1,511	1,530	1,549
商誉	73	68	68	68	68
其他非流动资产	364	371	380	380	380
非流动资产合计	6,969	8,459	12,961	15,330	17,527
总负债	12,456	13,016	11,333	13,207	15,473
短期借款	3,093	2,525	0	0	0
应付账款	2,642	3,115	3,937	4,813	5,893
应付票据	650	529	706	863	1,057
预收账款	1,514	0	0	0	0
其他流动负债	0	164	448	731	1,071
流动负债合计	10,086	12,132	10,408	12,241	14,459
长期借款	408	422	422	422	422
应付债券	1,585	0	0	0	0
其他非流动负债	364	387	428	469	518
非流动负债合计	2,370	883	924	965	1,014
股东权益	9,960	14,831	26,383	30,909	36,285
股本	1,488	2,349	2,524	2,524	2,524
公积金	1,592	3,168	11,353	11,807	11,807
未分配利润	6,724	9,473	12,647	16,696	22,045
归属母公司权益	9,740	14,614	26,147	30,651	36,000
少数股东权益	220	217	235	258	285

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	11.80%	8.23%	8.20%	8.20%	8.20%
管理费用率	5.32%	5.80%	6.00%	5.80%	5.80%
财务费用率	2.28%	1.75%	1.61%	1.53%	1.47%
研发费用率	1.96%	2.13%	2.20%	2.20%	2.20%
所得税率	20%	18%	19%	19%	19%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.30	0.36	0.45	0.54
每股经营现金流	1.07	1.68	1.61	2.32	2.54
每股净资产	6.55	6.22	10.36	12.15	14.27
每股销售收入	12.20	9.25	11.11	13.61	16.60

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	38	37	31	25	21
PB	8.1	8.5	5.1	4.4	3.7
EV/EBITDA	24.0	24.8	20.5	16.6	13.8
股息率	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE