

证券研究报告—动态报告

建材

其他建材 II

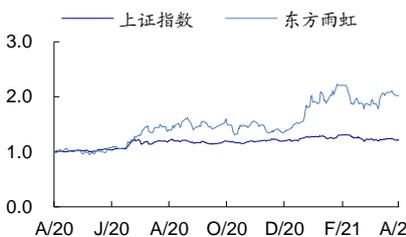
东方雨虹(002271)
买入

2020 年年报及 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 19 日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	2,524/1,740
总市值/流通(百万元)	91,895/64,478
上证综指/深圳成指	3,404/13,851
12 个月最高/最低(元)	58.60/19.95

相关研究报告:

《东方雨虹-002271-2020 年中报点评: 增长与质量兼顾, 防水龙头优势突出》——2020-08-31
 《东方雨虹-002271-2019 年年报点评: 高增长持续, 经营质量有所改善》——2020-04-27
 《东方雨虹-002271-2019 年中报点评: 实现有质量的增长仍是未来工作重点》——2019-08-12
 《东方雨虹-002271-2018 年年报点评: 收入大幅增长, 看好长期成长性》——2019-03-29
 《东方雨虹-002271-2018 年半年报点评: 收入稳步增长, 毛利率环比改善》——2018-08-30

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
高质量增长持续, 长期成长路径清晰
● 业绩持续高增, 成长性凸显

2020 公司实现营收 217.3 亿元, 同比+19.7%, 归母净利润 33.89 亿元, 同比+64.03%, 扣非归母净利润 30.91 亿元, 同比+64.61%, EPS 为 1.51 元/股, 并拟 10 派 3 元(含税), 其中 Q4 单季实现营收 67.53 亿元, 同比+28.39%, 归母净利润 12.59 亿元, 同比+117.07%。受益品牌影响力进一步提升, 销量同比快速增长叠加提价, 2021 Q1 实现营收 53.77 亿元, 同比+118.13%, 归母净利润 2.96 亿元, 同比+126.08%。

● 盈利能力大幅提升, 现金流加速改善

2020 年实现综合毛利率 37.04%, 同比+1.3pct, 因原计入销售费用的运输装卸费调整至营业成本核算, 还原后毛利率 40.02%, 同比+4.27pct, 主要受益于沥青价格下降带来的成本端利好, 及成本费用管控和规模效应带来进一步摊薄; 期间费用率 17.91%, 同比-3.45pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别-3.57(还原后-0.59)/+0.48/-0.53/+0.17pct。2020 年实现经营活动现金流 39.52 亿元, 同比+148.7%, 现金流加速改善主因公司升级应收账款管控体系, 加强销售回款提升盈利质量。2021Q1 毛利率 32.87%, 同比-0.21pct, 还原后毛利率 36.07%, 同比+3pct, 成本端上涨压力通过提价向下游有效传导, 叠加收入快速增长带来成本费用摊薄, 盈利水平维持相对高位; 期间费用率 19.86%, 同比-6.1pct, 还原后 23.06%, 同比-2.9pct。

● 定增落地加速成长, 激励计划彰显发展信心

公司定增募集资金 80 亿元用于生产线建设、产品产能扩充及补充流动资金已于近期落地, 产能扩张加速有望进一步巩固公司龙头地位; 同时公司与 3 月 27 日发布员工持股计划和股票期权激励计划, 激励覆盖范围广、力度大, 有利于充分调动员工积极性, 彰显长期发展信心。

● 一体化经营助力成长, 长期发展路径清晰, 维持“买入”评级

公司作为国内防水龙头, 一体化经营组织变革全面推进, 有望进一步强化防水主业核心竞争力, 提升市场占有率, 同时依托防水优势, 多元化布局打造全球领先建筑建材系统服务提供商, 培育新的业绩增长点, 长期发展路径清晰。预计 21-23 年 EPS 为 1.71/2.16/2.72 元/股, 对应 PE 为 29.9/23.8/18.8x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 房地产投资超预期下跌; 沥青价格大幅反弹。
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,154	21,730	29,184	36,737	45,300
(+/-%)	29.3%	19.7%	34.3%	25.9%	23.3%
净利润(百万元)	2066	3389	4326	5441	6873
(+/-%)	37.0%	64.0%	27.7%	25.8%	26.3%
摊薄每股收益(元)	1.32	1.44	1.71	2.16	2.72
EBIT Margin	17.9%	22.2%	21.0%	20.8%	21.0%
净资产收益率(ROE)	21.2%	23.2%	23.9%	24.3%	24.6%
市盈率(PE)	44.5	35.6	29.9	23.8	18.8
EV/EBITDA	29.0	25.3	22.6	18.4	15.2
市净率(PB)	9.43	8.25	7.16	5.77	4.64

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩持续高增，成长性凸显。2020年公司实现营收217.3亿元，同比+19.7%，归母净利润33.89亿元，同比+64.03%，扣非归母净利润30.91亿元，同比+64.61%，EPS为1.51元/股，并拟10派3元（含税），其中Q4单季度实现营收67.53亿元，同比+28.39%，归母净利润12.59亿元，同比+117.07%。受益品牌影响力进一步提升，销量同比快速增长叠加提价，2021年Q1实现营收53.77亿元，同比+118.13%，归母净利润2.96亿元，同比+126.08%。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



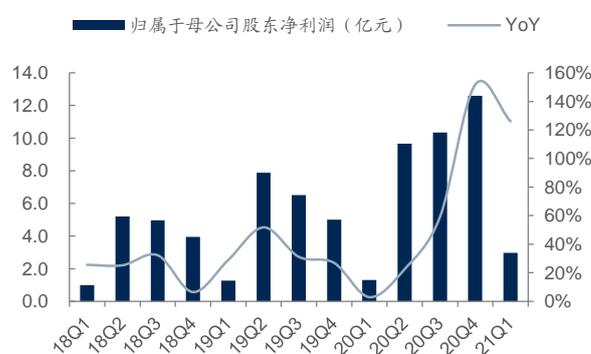
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及同比增速

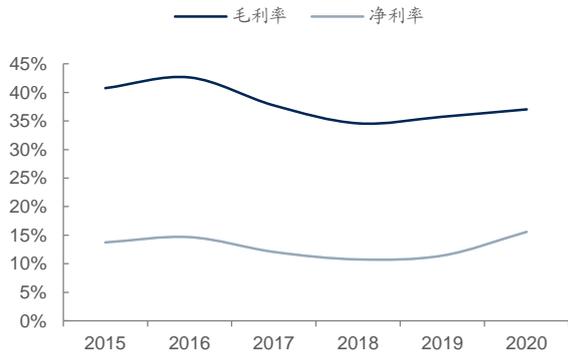


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力大幅提升，现金流加速改善。2020年实现综合毛利率37.04%，同比+1.3pct，因原计入销售费用的运输装卸费调整至营业成本核算，还原后毛利率40.02%，同比+4.27pct，主要受益于沥青价格下降带来的成本端利好，及成本费用管控和规模效应带来进一步摊薄；期间费用率17.91%，同比-3.45pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-3.57(还原后-0.59)/+0.48/-0.53/+0.17pct。2020年实现经营活动现金流39.52亿元，同比+148.7%，现金流加速改善主因公司升级应收账款管控体系，加强销售回款提升盈利质量。

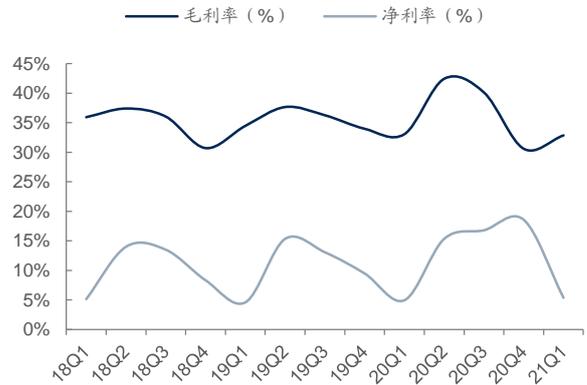
2021Q1毛利率32.87%，同比-0.21pct，还原后毛利率36.07%，同比+3pct，成本端上涨压力通过提价向下游有效传导，叠加收入快速增长带来成本费用摊薄，盈利水平维持相对高位；期间费用率19.86%，同比-6.1pct，还原后23.06%，同比-2.9pct。

图 5：公司毛利率和净利率



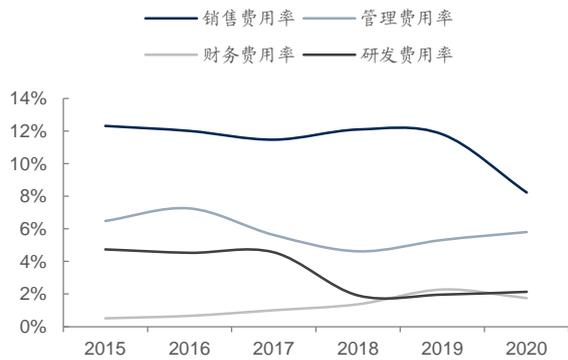
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



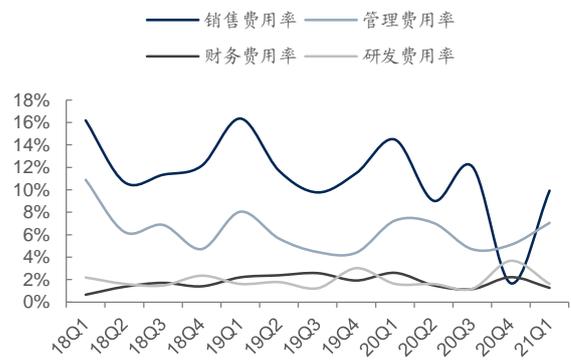
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司期间费用率



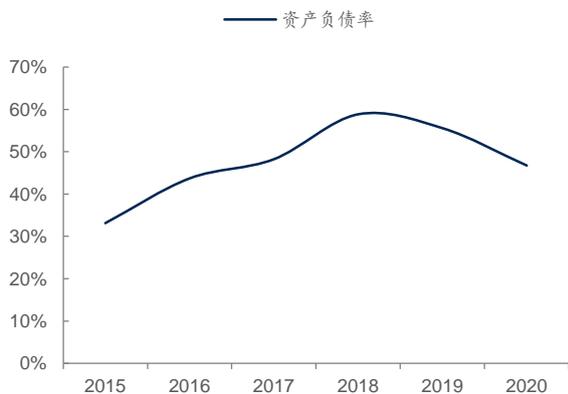
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司单季度期间费用率



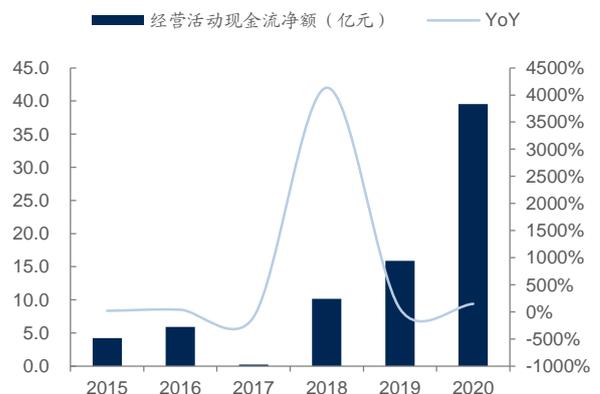
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司经营性现金流净额及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

定增落地加速成长，激励计划彰显发展信心。公司定增募集资金 80 亿元用于生产线建设、产品产能扩充及补充流动资金已于近期落地，发行价格 45.5 元/股，新增股票 4 月 8 日上市，锁定期 6 个月，产能扩张加速有望进一步巩固公司龙

头地位。同时，公司与3月27日发布员工持股计划和股票期权激励计划，激励覆盖范围广、力度大，有利于充分调动员工积极性，彰显长期发展信心，其中：1)员工持股计划参与对象为董监高、中层管理人员及子公司主要管理人员和其他核心骨干共1611人（含董监高8人），计划筹资总额不超过17亿元，同时通过资管/信托按不超过1:1比例进行配资，总规模不超过34亿元，按50元/股测算，不超过6800万股，占总股本2.9%，并由公司控股股东、实控人李卫国先生提供托底保证，员工自有（自筹）资金年化收益率如低于8%，则由李卫国先生对员工自有资金本金兜底补足，且为员工自有（自筹）资金提供年化利率8%（单利）的补偿；2)股权激励拟向4160人授予5200.45万份股票期权，占总股本2.22%，股票来源于向激励对象定向增发，行权价格48.99元，分4期执行，分别占比25%，考核目标为2021-2024净利润复合增速25%，并将应收账款纳入考核，要求增速不超过收入增速。

投资建议：一体化经营助力成长，长期发展路径清晰，维持“买入”评级。公司作为国内防水龙头，通过完成一体化经营组织变革，有望进一步强化防水主业核心竞争力，提升市场占有率，同时依托防水优势，多元化布局打造全球领先的建筑建材系统服务提供商，培育新的业绩增长点，长期发展路径清晰。预计21-23年EPS为1.71/2.16/2.72元/股，对应PE为29.9/23.8/18.8x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	6016	8310	8324	9324	营业收入	21730	29184	36737	45300
应收款项	7979	11037	13824	16876	营业成本	13681	18824	23695	29173
存货净额	1199	1756	2231	2772	营业税金及附加	186	233	294	362
其他流动资产	3894	3942	5773	6619	销售费用	1788	2335	3012	3715
流动资产合计	19387	25345	30452	35891	管理费用	1261	1665	2080	2551
固定资产	5467	7514	10093	13287	财务费用	380	283	344	331
无形资产及其他	1491	1432	1372	1312	投资收益	208	0	0	0
投资性房地产	1335	1335	1335	1335	资产减值及公允价值变动	47	10	10	10
长期股权投资	166	249	373	477	其他收入	(486)	(500)	(600)	(700)
资产总计	27847	35875	43625	52302	营业利润	4204	5354	6721	8478
短期借款及交易性金融负债	2925	5000	4800	4600	营业外净收支	(48)	(50)	(50)	(50)
应付款项	3643	4828	5951	7468	利润总额	4155	5304	6671	8428
其他流动负债	5565	6716	9071	10795	所得税费用	769	981	1234	1559
流动负债合计	12132	16544	19822	22863	少数股东损益	(2)	(3)	(3)	(4)
长期借款及应付债券	422	422	422	422	归属于母公司净利润	3389	4326	5441	6873
其他长期负债	461	618	738	876					
长期负债合计	883	1039	1160	1298					
负债合计	13016	17584	20982	24161					
少数股东权益	217	216	215	215					
股东权益	14614	18075	22428	27926					
负债和股东权益总计	27847	35875	43625	52302					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3389	4326	5441	6873
资产减值准备	122	128	115	157
折旧摊销	473	394	501	625
公允价值变动损失	(47)	(10)	(10)	(10)
财务费用	380	283	344	331
营运资本变动	(9)	(1042)	(1380)	(903)
其它	(124)	(129)	(115)	(158)
经营活动现金流	3806	3667	4552	6584
资本开支	(1105)	(2500)	(3125)	(3906)
其它投资现金流	(256)	0	0	0
投资活动现金流	(1528)	(2583)	(3249)	(4010)
权益性融资	8	0	0	0
负债净变化	14	0	0	0
支付股利、利息	(708)	(865)	(1088)	(1375)
其它融资现金流	691	2075	(200)	(200)
融资活动现金流	(691)	1210	(1288)	(1575)
现金净变动	1587	2294	14	999
货币资金的期初余额	4428	6016	8310	8324
货币资金的期末余额	6016	8310	8324	9324
企业自由现金流	3284	1846	2236	3557
权益自由现金流	3989	3691	1756	3088

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.44	1.71	2.16	2.72
每股红利	0.30	0.34	0.43	0.54
每股净资产	6.22	7.16	8.89	11.07
ROIC	24%	27%	29%	30%
ROE	23%	24%	24%	25%
毛利率	37%	36%	36%	36%
EBIT Margin	22%	21%	21%	21%
EBITDA Margin	24%	22%	22%	22%
收入增长	20%	34%	26%	23%
净利润增长率	64%	28%	26%	26%
资产负债率	48%	50%	49%	47%
息率	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%
P/E	35.6	29.9	23.8	18.8
P/B	8.2	7.2	5.8	4.6
EV/EBITDA	25.3	22.6	18.4	15.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032