

东方雨虹 (002271)

公司研究/点评报告

收入大幅增长，毛利率及现金流承压

—东方雨虹 2021 年上半年业绩点评报告

点评报告/建材

2021 年 08 月 10 日

一、事件概述

2021 年 8 月 9 日，公司发布 2021 年上半年业绩公告，2021 年上半年实现营收 142.3 亿元，同比增长 62.0%；实现归母净利润 15.4 亿元，同比增长 40.1%；实现扣非归母净利润 14.5 亿元，同比增长 39.5%。

二、分析与判断

➤ 收入大幅增长，毛利率及现金流承压

收入端：分产品看，防水卷材、防水涂料、防水工程和材料销售分别实现营收 70.2/46.4/14.3/5.7 亿元，同比增长 51.9%/91.5%/2.3%/1608.5%，防水材料销售营收占比为 82%，仍为公司主要业绩来源，材料销售业务增长迅猛，未来发展潜力可期。**成本端：**公司实现营业成本 97.3 亿元，同比增长 84.1%，毛利率 31.6%，同比下降 8.21 个百分点，剔除会计准则变更影响后，营业成本仍同比增加 75.9%，毛利率 34.7%，同比降低 5.15 个百分点，原材料价格上涨影响。**现金流量端：**公司经营性现金流量净额为-34.9 亿元，同比下降 871.4%，主要系原材料价格大幅上涨导致当期采购支出增加、为应对及缓解未来原材料价格上涨压力而进行淡战略性储备以及支付履约保证金及等影响。

➤ 防水板块：行业集中度提升及坐拥三大优势，公司市场份额有望进一步提升

行业层面，一方面，在地产商的集中采购政策下，产能全国布局且具有资金优势的防水龙头更受地厂商青睐，市场份额快速提升；另一方面，防水产品质量标准的提升加速了落后产能的淘汰和龙头企业的集中提升：2021 年 5 月成都住建局发布《关于政府投资项目使用水性建筑涂料、高分子防水材料的通知》，指出“涉及室外喷涂、粉刷，防水、标线和标识作业等 VOCs 排放工序作业的政府投资项目要全部使用水性建筑涂料、高分子防水材料”。**公司层面，**公司拥有渠道、品牌和资金三重优势，在行业竞争中保持绝对领先优势；在行业集中度提升的趋势下，公司有望凭借三大优势带来的强大竞争力进一步提升市场份额，巩固防水“基本盘”。

➤ 非防水板块：多品类扩张战略拓宽了公司的成长边界

公司在进一步巩固防水卷材及涂料龙头地位的同时，积极布局民用建材、节能保温、非织造布、特种砂浆、建筑涂料、建筑修缮和建筑粉料七大产业，已基本实现化学建材的全覆盖。我们认为，公司在防水领域长期积累的客户及渠道优势将助力公司产品类拓展，实现 1+N 的迭代，从而进一步增强公司的增长韧性及中长期竞争力，并有望成为公司未来增长新动能。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 282.8/364.7/471.6 亿元，归母净利润 43.1/56.5/72.4 亿元，EPS 为 1.71/2.24/2.87 元，对应 PE 为 33.7/25.7/20.1 倍。以可比公司凯伦股份、科顺股份和北新建材 2021 年 18.5 倍的 PE 为参考，考虑到公司在防水行业的领军优势及品类扩张战略的顺利推进，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

房地产开工数据下降，防水行业集中度提升速度大幅放缓，沥青等原材料价格上涨。

推荐

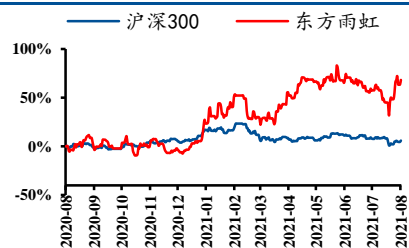
维持评级

当前价格： 57.64 元

交易数据 2021-8-9

近 12 个月最高/最低(元)	62.11/33.56
总股本(百万股)	2523.56
流通股本(百万股)	1740.39
流通股比例(%)	69%
总市值(亿元)	1454.58
流通市值(亿元)	1003.16

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证 S0100516120001
电话：0755-22662010
邮箱：yangkan@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证 S0100121070026
电话：0755-22662096
邮箱：zengjiehuang@mszq.com

相关研究

1. 东方雨虹 (002271) 2021 年半年度业绩预告点评：Q2 净利预增，竞争优势助力业绩持续增长
2. 东方雨虹 (002271) 2020 年三季度报点评报告：毛利率显著提升，净利同比增长 43%

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	21,730	28,279	36,474	47,161
增长率 (%)	19.7%	30.1%	29.0%	29.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,389	4,313.81	5,652.67	7,237.21
增长率 (%)	64.0%	27.3%	31.0%	28.0%
每股收益 (元)	1.51	1.71	2.24	2.87
PE (现价)	38.2	33.7	25.7	20.1
PB	9.3	7.7	6.1	4.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21,730	28,279	36,474	47,161
营业成本	13,681	17,708	22,905	29,704
营业税金及附加	186	234	302	392
销售费用	1,788	2,845	3,552	4,525
管理费用	1,261	1,629	2,079	2,706
研发费用	464	577	751	974
EBIT	4,352	5,286	6,885	8,860
财务费用	380	241	239	203
资产减值损失	(46)	74	34	110
投资收益	208	105	122	131
营业利润	4,204	5,351	7,015	8,957
营业外收支	(48)	(25)	(34)	(36)
利润总额	4,155	5,318	6,977	8,919
所得税	769	996	1,316	1,673
净利润	3,387	4,322	5,662	7,246
归属于母公司净利润	3,389	4,314	5,653	7,237
EBITDA	4,838	5,818	7,498	9,553
资产负债表 (百万)				
货币资金	6016	8157	10763	14696
应收账款及票据	7651	9957	12843	16606
预付款项	449	685	871	1110
存货	1199	2967	2421	4565
其他流动资产	231	231	231	231
流动资产合计	19387	25131	32014	41476
长期股权投资	166	271	394	525
固定资产	4755	5584	6353	7082
无形资产	1491	1764	2044	2343
非流动资产合计	8459	9733	10428	11033
资产合计	27847	34864	42442	52508
短期借款	2525	2525	2525	2525
应付账款及票据	3643	4716	6100	7910
其他流动负债	200	200	200	200
流动负债合计	12132	14940	17614	21191
长期借款	422	422	422	422
其他长期负债	404	404	404	404
非流动负债合计	883	883	883	883
负债合计	13016	15824	18497	22074
股本	2349	2524	2524	2524
少数股东权益	217	225	234	243
股东权益合计	14831	19040	23945	30434
负债和股东权益合计	27847	34864	42442	52508

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	19.7%	30.1%	29.0%	29.3%
EBIT 增长率	50.8%	21.5%	30.2%	28.7%
净利润增长率	64.0%	27.3%	31.0%	28.0%
盈利能力				
毛利率	37.0%	37.4%	37.2%	37.0%
净利率	15.6%	15.3%	15.5%	15.3%
总资产收益率 ROA	12.2%	12.4%	13.3%	13.8%
净资产收益率 ROE	23.2%	22.9%	23.8%	24.0%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.7	1.8	2.0
速动比率	1.5	1.5	1.7	1.7
现金比率	0.5	0.6	0.6	0.7
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	97.2	97.2	97.2	97.2
存货周转天数	42.3	42.3	42.3	42.3
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	1.5	1.7	2.2	2.9
每股净资产	6.2	7.5	9.4	12.0
每股经营现金流	1.5	1.7	1.9	2.4
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	38.2	33.7	25.7	20.1
PB	9.3	7.7	6.1	4.8
EV/EBITDA	26.9	22.0	16.7	12.7
股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
现金流量表 (百万)				
净利润	3,387	4,322	5,662	7,246
折旧和摊销	531	605	647	804
营运资金变动	(371)	(868)	(1,638)	(2,061)
经营活动现金流	3,573	4,169	4,767	6,078
资本开支	1,520	1,263	1,223	1,205
投资	(263)	0	0	0
投资活动现金流	(1,744)	(1,263)	(1,223)	(1,205)
股权募资	8	174	0	0
债务募资	(97)	0	0	0
筹资活动现金流	(818)	(764)	(939)	(939)
现金净流量	1,012	2,142	2,605	3,934

分析师与研究助理简介

杨侃，南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

曾杰煌，石化&建材行业助理分析师，西南财经大学硕士，2021年7月加入民生证券

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。