

2021年10月26日

收入高增成本承压，拓展光伏屋面新蓝海

东方雨虹(002271)

评级:	买入	股票代码:	002271
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	64.14/31.6
目标价格:	65.10	总市值(亿)	1,181.03
最新收盘价:	46.8	自由流通市值(亿)	910.46
		自由流通股数(百万)	1,945.44

事件概述。公司发布2021年三季报。2021年前三季度，公司实现收入226.8亿元，同比增长51.4%，归母净利润26.8亿元，同比增长25.70%；对应Q3单季度收入84.5亿元，同比增长36.46%，归母净利润11.4亿元，同比增长10.37%。公司同日公告拟增加贵州建工集团为贵阳东方雨虹股东，并拟投资12亿元建设安徽合肥肥西县建材生产基地。

►**收入保持高增，成本压力拖累业绩增速。**尽管Q3下游工程需求较为平淡，但公司受益于渠道、品类一体化拓展，公司收入仍然保持较高增速，体现韧性，我们估算，Q3单季度公司发货增速仍保持30%以上。但由于Q3沥青价格涨幅较大，公司成本端承压，从而使得公司Q3单季度毛利率环比/同比下降1.9/11.2个百分点至28.95%，毛利率下降是公司Q3收入增速高于利润的主要原因。

►**现金流风险总体可控。**2020年前三季度，公司经营净现金流流出同比扩大至62.8亿元（2020年前三季度：9.1亿元），我们判断主要因素是：1）原材料成本有所上升，2）部分客户履约保证金回款方式改变，3）包工包料模式有所增加，但我们认为公司现金流风险总体可控：2021年前三季度公司收现比96.3%，同比提高4.6个百分点，其中Q3单季度收现比110%，同比大幅提升，体现公司回款情况总体良好。

►**Q4毛利率或环比改善，拓展光伏屋面新蓝海成长再加码。**我们判断，公司Q3对于B端的提价逐渐执行，Q4毛利率或环比改善。此外三季度，公司公告与晶澳太阳能、安徽信义电源签订战略合作协议，在全国范围内共同推动BAPV和BIPV光伏发电项目。由于光伏屋面属于外露式屋面防水，需要使用高分子防水卷材，而目前大多数防水企业只能生产传统沥青基卷材，难以进入光伏屋面市场，因此我们认为公司进军光伏屋面领域既抓住了相关市场先机，获得新的盈利增长点，同时也有利于加速市场份额提升即渠道优势的巩固。

投资建议

维持盈利预测不变。预计2021-2023年，公司收入311.8/388.6/489.2亿元，归母净利润43.0/54.6/71.3亿元，EPS1.70/2.17/2.83元，对应10月26日46.8元收盘价分别为27.5/21.6/16.6x PE。由于短期地产开工仍有一定压力，出于谨慎角度，下调估值至2022年30x PE，对应下调目标价至65.10元（原：71.61元），维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18154.34	21730.37	31180.54	38862.72	48917.18
YoY (%)	29.25%	19.70%	43.49%	24.64%	25.87%
归母净利润(百万元)	2065.94	3388.87	4300.13	5463.88	7132.81
YoY (%)	36.98%	64.03%	26.89%	27.06%	30.54%
毛利率 (%)	35.75%	37.04%	34.50%	34.68%	34.77%
每股收益 (元)	0.82	1.34	1.70	2.17	2.83
ROE	21.21%	23.19%	16.58%	18.10%	19.97%
市盈率	57.17	34.85	27.46	21.62	16.56

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 郁暉

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21730.37	31180.54	38862.72	48917.18	净利润	3386.81	4297.52	5460.56	7128.47
YoY (%)	19.70%	43.49%	24.64%	25.87%	折旧和摊销	485.82	468.84	512.99	586.67
营业成本	13680.83	20424.28	25384.67	31907.64	营运资金变动	-211.28	188.87	-977.70	-1870.37
营业税金及附加	185.90	266.74	332.46	418.47	经营活动现金流	3951.70	5165.62	5206.25	6059.16
销售费用	1787.69	2494.44	3031.29	3717.71	资本开支	-1519.77	-1309.96	-1309.96	-1313.96
管理费用	1260.58	1714.93	2137.45	2690.44	投资	-263.09	0.00	0.00	0.00
财务费用	379.86	282.70	271.86	256.61	投资活动现金流	-1743.76	-1299.07	-1299.07	-1303.07
资产减值损失	45.63	45.63	45.63	45.63	股权募资	7.90	8000.00	0.00	0.00
投资收益	207.70	10.00	10.00	10.00	债务募资	-96.53	0.00	0.00	0.00
营业利润	4203.51	5082.64	6509.58	8559.97	筹资活动现金流	-818.10	6660.82	-1586.32	-1959.15
营业外收支	-48.19	190.04	190.04	186.04	现金净流量	1389.83	10527.37	2320.87	2796.94
利润总额	4155.32	5272.68	6699.63	8746.01	主要财务指标				
所得税	768.51	975.16	1239.07	1617.54	成长能力 (%)				
净利润	3386.81	4297.52	5460.56	7128.47	营业收入增长率	19.70%	43.49%	24.64%	25.87%
归属于母公司净利润	3388.87	4300.13	5463.88	7132.81	净利润增长率	64.03%	26.89%	27.06%	30.54%
YoY (%)	64.03%	26.89%	27.06%	30.54%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.34	1.70	2.17	2.83	毛利率	37.04%	34.50%	34.68%	34.77%
资产负债表 (百万元)					净利率	15.59%	13.78%	14.05%	14.57%
货币资金	6015.75	16543.12	18863.99	21660.93	总资产收益率 ROA	12.17%	10.42%	11.60%	13.04%
预付款项	448.80	448.80	448.80	448.80	净资产收益率 ROE	23.19%	16.58%	18.10%	19.97%
存货	1199.14	1790.21	2225.00	2796.74	偿债能力 (%)				
其他流动资产	11723.73	13054.34	15168.05	18531.11	流动比率	1.60	2.24	2.32	2.43
流动资产合计	19387.43	31836.48	36705.84	43437.59	速动比率	1.46	2.08	2.15	2.25
长期股权投资	165.91	165.91	165.91	165.91	现金比率	0.50	1.16	1.19	1.21
固定资产	4755.15	4670.38	5113.56	5769.11	资产负债率	46.74%	36.64%	35.46%	34.30%
无形资产	1491.34	1463.07	1434.80	1406.53	经营效率 (%)				
非流动资产合计	8459.22	9444.75	10386.13	11253.83	总资产周转率	0.88	0.90	0.88	0.96
资产合计	27846.65	41281.23	47091.97	54691.42	每股指标 (元)				
短期借款	2524.67	2524.67	2524.67	2524.67	每股收益	1.34	1.70	2.17	2.83
应付账款及票据	3643.31	5439.15	6760.14	8497.25	每股净资产	5.79	10.28	11.96	14.16
其他流动负债	5964.48	6279.20	6529.01	6856.33	每股经营现金流	1.57	2.05	2.06	2.40
流动负债合计	12132.47	14243.02	15813.82	17878.26	每股股利	0.30	0.38	0.48	0.63
长期借款	421.70	421.70	421.70	421.70	估值分析				
其他长期负债	461.50	461.50	461.50	461.50	PE	34.85	27.46	21.62	16.56
非流动负债合计	883.20	883.20	883.20	883.20	PB	6.70	4.55	3.91	3.31
负债合计	13015.67	15126.23	16697.03	18761.46					
股本	2349.16	2523.56	2523.56	2523.56					
少数股东权益	216.60	213.98	210.66	206.33					
股东权益合计	14830.98	26155.00	30394.94	35929.95					
负债和股东权益合计	27846.65	41281.23	47091.97	54691.42					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

郝暲：建筑和建材行业研究员。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。