

2020年08月29日

# 符合预期大幅增长，利润率现金流齐改善，量质双升成长仍将继续

## 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:	58.54/20.27
目标价格:	71.92	总市值(亿)	918.95
最新收盘价:	58.54	自由流通市值(亿)	644.78
		自由流通股数(百万)	1,101.43

**事件概述。**东方雨虹公布2020中报。2020H1，公司实现收入87.83亿元，同比增长11.07%，归母净利润10.97亿元，可比口径同比增长31.20%，扣非业绩10.38亿元同增50.63%；对应Q2收入63.18亿元，同比增长20.98%，归母净利润9.66亿元，同比增长36.30%，Q2扣非归母净利润9.29亿，同增59.7%。此外，公司拟用资本公积每10股转增5股。

► **Q2销量恢复强劲，成本下行毛利率上升。**公司业绩符合市场预期，测算Q2公司价格同比总体发货量同比增加20-25%左右，价格同比基本保持稳定，体现疫情解封后Q2需求恢复强劲，且公司渠道拓展良好。由于3月底及4月初沥青价格大幅下行，公司Q2成本端环比改善明显，从而使得Q2公司综合毛利率环比Q1上升9.4个百分点至42.45%，Q2毛利率单季同比增加4.78个百分点。根据Wind数据估算2020H1公司沥青成本同比降低500元/吨以上，带动公司2020H1防水材料毛利率同比提升4.2个百分点至43.0%。

► **工程施工收入大幅增长，印证渠道拓展成效。**2020H1，公司工程施工收入13.98亿元，同比增长35.8%，毛利率28.4%，同比2019H1略有上升。工程施工收入增长进一步提振了公司整体收入增速，也进一步印证了公司渠道拓展的成效。

► **涂料业务发展迅速。**2020H1，公司涂料业务收入（包括防水涂料及B端建筑涂料）24.24亿元，同比增长13.6%，增速明显高于卷材（3.6%yoy），判断体现公司建筑涂料业务拓展迅速。我们估算2020H1公司建筑涂料业务销售额同比大幅增长，印证公司架构改革后渠道协同执行良好，建涂开始体量明显扩大。

► **销售费用率改善，股权激励费用增加。**2020H1公司销售费用率10.6%，同比下降2.7个百分点，除疫情影响外，我们还认为下列因素使得公司经营效率提高：1）规模效应带动精准营销，广告费用下降，2）物流系统改善，运输费用下降。销售费用率的改善进一步提升了公司利润率；管理费用6.24亿元同增22%，主要是股权激励费用大幅增加，2020H1股权激励费用8823万元（全年预计摊销1.72亿元），去年同期仅1184万元；Q2净利率基本持平同期，主要是1）计提减值同比增加2亿元，2）政府补助同比减少1亿元左右部分抵消，归母净利润增速受到一定拖累。但扣非净利增长50.63%，业绩十分优异。

► **现金流持续改善。**2020H1，公司收现比93.3%，同比2019H1提升3.4个百分点，销售商品受到现金81.9亿元，同比增加10.8亿元，超过收入增幅（8.8亿元），体现公司收入增长并未牺牲质量，且回款情况良好，现金流持续改善。此外，2020H1，公司支付其他与经营活动有关现金14.87亿元，同比减少2.9亿元左右，体现公司履约保证金规模并未增加。

► **中期集中度提升趋势确定，长期成长逻辑清晰。**随着招标生态改善、集采模式普及，以及防水提标推进，我们认为未来3-5年，防水行业需求仍将稳步增长，集中度快速提升确定性强，头部企业仍将保持快速发展。同时，公司拓品类以及对于防水后市场整合（C端民用修缮）已迈出坚实一步，长期成长逻辑依旧清晰。

### 投资建议。

小幅调整费用率假设，同时下调非经常损益假设，对应小幅下调2020-2022年归母净利润预测5.3%/3.6%/2.3%至27.77/36.34/46.44亿元，同比增长34.4%/30.9%/27.8%。考虑到现金流持续好转，涂料等业务拓品类加速，上调估值至2021年31x PE，对应上调目标价至71.92元（原：48.20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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14045.71	18154.34	22519.01	28160.70	34781.38
YoY (%)	36.46%	29.25%	24.04%	25.05%	23.51%
归母净利润(百万元)	1508.22	2065.94	2777.23	3634.46	4643.57
YoY (%)	21.74%	36.98%	34.43%	30.87%	27.77%
毛利率 (%)	34.59%	35.75%	37.58%	37.77%	37.93%
每股收益 (元)	0.96	1.32	1.77	2.32	2.96
ROE	19.09%	21.21%	23.44%	24.80%	25.46%
市盈率	60.93	44.48	33.09	25.28	19.79

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 郝暉

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

## 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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	18154.34	22519.01	28160.70	34781.38	净利润	2075.26	2789.76	3650.85	4664.51
YoY (%)	29.25%	24.04%	25.05%	23.51%	折旧和摊销	368.69	357.07	382.25	418.01
营业成本	11665.03	14056.16	17523.70	21589.81	营运资金变动	-1320.83	-2282.73	-906.25	-1659.97
营业税金及附加	139.43	172.95	216.28	267.13	经营活动现金流	1588.96	1096.21	3358.96	3654.67
销售费用	2141.65	2432.05	3041.36	3756.39	资本开支	-1301.13	-594.77	-594.77	-594.77
管理费用	965.31	1463.74	1830.45	2260.79	投资	-109.84	0.00	0.00	0.00
财务费用	413.39	404.79	394.98	382.72	投资活动现金流	-1374.36	-589.83	-589.83	-589.83
资产减值损失	8.35	0.00	0.00	0.00	股权募资	328.69	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.00	3.00	3.00	3.00	债务募资	-214.23	0.00	0.00	0.00
营业利润	2621.64	3238.91	4301.99	5553.42	筹资活动现金流	-663.51	-2694.12	-1270.76	-1500.79
营业外收支	-29.68	205.23	205.23	205.23	现金净流量	-448.91	-2187.74	1498.37	1564.05
利润总额	2591.96	3444.14	4507.22	5758.65	<b>主要财务指标</b>				
所得税	516.70	654.39	856.37	1094.14	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	2075.26	2789.76	3650.85	4664.51	营业收入增长率	29.25%	24.04%	25.05%	23.51%
归属于母公司净利润	2065.94	2777.23	3634.46	4643.57	净利润增长率	36.98%	34.43%	30.87%	27.77%
YoY (%)	36.98%	34.43%	30.87%	27.77%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.32	1.77	2.32	2.96	毛利率	35.75%	37.58%	37.77%	37.93%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率率	11.43%	12.39%	12.96%	13.41%
货币资金	4428.41	2240.67	3739.04	5303.09	总资产收益率 ROA	9.22%	12.67%	14.06%	15.11%
预付款项	540.95	540.95	540.95	540.95	净资产收益率 ROE	21.21%	23.44%	24.80%	25.46%
存货	2016.45	2429.79	3029.20	3732.08	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	8461.06	9300.13	10705.97	12951.85	流动比率	<b>1.53</b>	<b>1.60</b>	<b>1.77</b>	<b>1.97</b>
流动资产合计	15446.88	14511.54	18015.16	22527.96	速动比率	1.28	1.27	1.42	1.60
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.44	0.25	0.37	0.46
固定资产	4349.01	4339.35	4547.86	4842.31	资产负债率	55.57%	44.89%	42.33%	39.78%
无形资产	990.62	956.48	922.33	888.19	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	6968.78	7411.72	7829.46	8211.45	总资产周转率	0.86	1.02	1.18	1.23
资产合计	22415.66	21923.26	25844.62	30739.41	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	3092.64	3092.64	3092.64	3092.64	每股收益	1.32	1.77	2.32	2.96
应付账款及票据	3292.09	3966.91	4945.52	6093.05	每股净资产	6.20	7.55	9.34	11.62
其他流动负债	3700.87	1995.73	2116.12	2257.38	每股经营现金流	1.01	0.70	2.14	2.33
流动负债合计	10085.60	9055.28	10154.27	11443.06	每股股利	0.30	0.43	0.56	0.71
长期借款	408.00	408.00	408.00	408.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	1962.19	377.67	377.67	377.67	PE	44.48	33.09	25.28	19.79
非流动负债合计	2370.19	785.67	785.67	785.67	PB	4.24	7.75	6.27	5.04
负债合计	12455.79	9840.95	10939.94	12228.73					
股本	1487.74	1487.74	1487.74	1487.74					
少数股东权益	219.87	232.39	248.78	269.72					
股东权益合计	9959.87	12082.31	14904.68	18510.68					
负债和股东权益合计	22415.66	21923.26	25844.62	30739.41					

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

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。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。