

东方雨虹

002271

审慎增持 (维持)

业绩超预期，龙头有望穿越周期

2021年01月11日

市场数据

市场数据日期	2021-01-11
收盘价(元)	46.10
总股本(百万股)	2347.74
流通股本(百万股)	1681.71
总市值(百万元)	108230.69
流通市值(百万元)	77526.76
净资产(百万元)	13185.77
总资产(百万元)	25305.52
每股净资产	5.62

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18154	21827	28037	35242
同比增长	29.2%	20.2%	28.4%	25.7%
净利润(百万元)	2066	3219	3872	4429
同比增长	37.0%	55.8%	20.3%	14.4%
毛利率	35.7%	40.5%	38.7%	37.1%
净利率	11.4%	14.7%	13.8%	12.6%
净资产收益率(%)	21.2%	24.6%	24.0%	22.5%
每股收益(元)	0.88	1.37	1.65	1.89
每股经营现金流(元)	0.68	1.04	1.47	1.54

相关报告

《东方雨虹：大超预期，向平台型公司迈进》2020-10-26

《东方雨虹：速度与经营质量兼具，扣非后归母大超预期》2020-08-29

《【兴证建材】东方雨虹(002271)2020年一季报点评：收入符合预期，现金流维持稳健》2020-04-29

分析师：

李阳

liyong20@xyzq.com.cn

S0190520070001

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

投资要点

- **事件：**公司发布2020年度业绩预告，预计全年归母净利30.99-37.19亿元，同比大幅增长50-80%。
- **业绩超预期主要受益以下因素：**①摆脱疫情影响，生产经营逐步恢复正常并呈现良好发展态势，从二、三季度收入增速均超20%并环比加速可以看出；②毛利率提升，主要原料价格依然低位运行，虽近期价格有上涨但同比仍然下降，前三季度毛利率39.95%，同比提高3.49个百分点；③费用管控加强，总成本费用有一定摊薄，前三季度期间费用率20.27%，同比下降1.3个百分点。(参考上海石化道路沥青(70#A级)，12月31日价格为3490元/吨，同比下降150元/吨，对应下滑比例为7%，四季度均价3204元/吨，同比下降16%。)
- **大额定增，锁定未来。**根据公司定增预案，募集资金总额(含发行费用)不超过80亿元，发行数量不超过470,935,409股(含)。根据公司预计，拟投资项目全部建成后预计合计贡献收入170+亿元，接近当前总体量，以一系列缜密规划锁定未来“规模底”。公司坚持跨区综合发展，产品体系日趋完善，向平台型公司迈进，各业务线发挥协同作用，拟建项目涉及品类包括高分子防水卷材、保温密封材料、沥青卷材/涂料、建筑涂料、建筑粉料、特种砂浆、功能薄膜、非织造布等，涉及区域包括杭州、广东、保定、海南、重庆、南通、吉林等。此外，补流24亿元有望调整负债结构，降低财务费用，同时满足高流动性资金需求。
- **持续看好东方雨虹。**公司防水主业市占率有望加速提升，第二主业涂料协同成长，同时，大额定增锁定未来，平台型公司雏形初现，有望获得龙头估值溢价。我们根据业绩预告上调业绩，预计2020-2022年归母净利为32.19、38.72、44.29亿元，2021年1月11日股价对应PE分别为33.6X、28X、24.4X，维持“审慎增持”评级。

风险提示：原材料价格变动不及预期；房屋新开工不及预期；地产客户资金状态不及预期；新业务拓展不及预期。

报告正文

事件

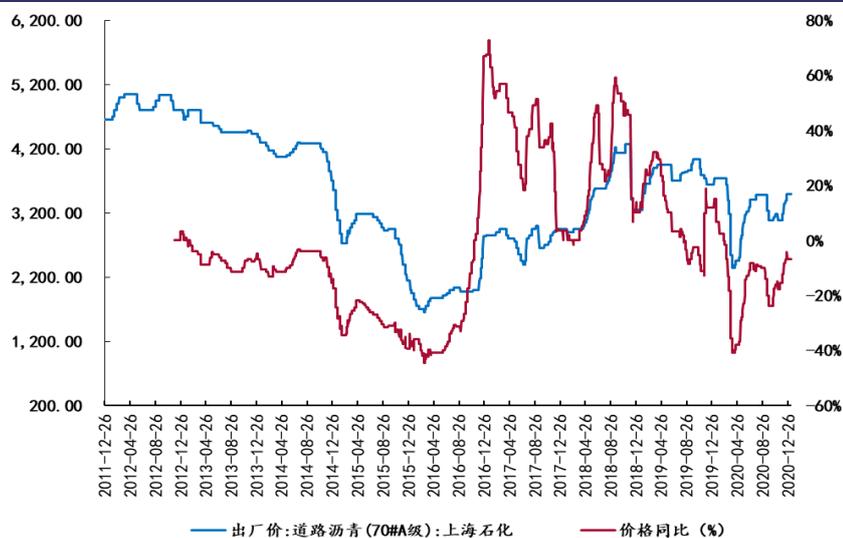
- 公司发布 2020 年度业绩预告，预计全年归母净利 30.99-37.19 亿元，同比大幅增长 50-80%。

点评：业绩超预期，龙头有望穿越周期

业绩超预期主要受益以下因素：①摆脱疫情影响，生产经营逐步恢复正常并呈现良好发展态势，从二、三季度收入增速均超 20%并环比加速可以看出；②**毛利率提升**，主要原料价格依然低位运行，虽近期价格有上涨但同比仍然下降，前三季度毛利率 39.95%，同比提高 3.49 个百分点；③**费用管控加强**，总成本费用有一定摊薄，前三季度期间费用率 20.27%，同比下降 1.3 个百分点。

参考上海石化道路沥青(70#A 级)，12 月 31 日价格为 3490 元/吨，同比下降 150 元/吨，对应下滑比例为 7%，四季度均价 3204 元/吨，同比下降 16%（用公开沥青价格数据表示趋势）。

图 1、道路沥青（7#A 级）价格变动（元/吨）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

大额定增，锁定未来，有望突破下游周期影响。根据公司定增预案，募集资金总额（含发行费用）不超过 80 亿元，发行数量不超过 470,935,409 股（含）。根据公司预计，拟投资项目全部建成后预计合计贡献收入 170+亿元，接近当前总体量，以一系列缜密规划锁定未来“规模底”。公司坚持跨区综合发展，产品体系日趋完善，向平台型公司迈进，各业务线发挥协同作用，拟建项目涉及品类包括高分子防水卷材、保温密封材料、沥青卷材/涂料、建筑涂料、建筑粉料、特种砂浆、

功能薄膜、非织造布等，涉及区域包括杭州、广东、保定、海南、重庆、南通、吉林等。此外，补流 24 亿元有望调整负债结构，降低财务费用，同时满足高流动性资金需求。

看好防水主业市占率加速提升，第二主业涂料协同成长，同时，大额定增锁定未来，平台型公司雏形初现，有望获得龙头估值溢价。我们根据业绩预告上调业绩，预计 2020-2022 年归母净利为 32.19、38.72、44.29 亿元，2021 年 1 月 11 日股价对应 PE 分别为 33.6X、28X、24.4X，维持“审慎增持”评级。

风险提示：原材料价格变动不及预期；房屋新开工不及预期；地产客户资金状态不及预期；新业务拓展不及预期。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	15447	18047	22422	27197
货币资金	4428	4885	5697	6203
交易性金融资产	43	21	25	27
应收账款	5636	7237	9050	11406
其他应收款	291	344	447	561
存货	2016	2654	3426	4357
非流动资产	6969	8007	9064	9978
可供出售金融资产	0	123	103	93
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4349	5636	6725	7622
在建工程	627	335	170	101
油气资产	0	0	0	0
无形资产	991	1100	1206	1295
资产总计	22416	26053	31486	37175
流动负债	10086	10393	12428	14279
短期借款	3093	3005	3152	3093
应付票据	650	486	679	920
应付账款	2642	3225	4396	5505
其他	3701	3676	4201	4760
非流动负债	2370	2354	2642	2930
长期借款	408	612	850	1105
其他	1962	1742	1792	1825
负债合计	12456	12747	15070	17208
股本	1488	2348	2348	2348
资本公积	1351	566	566	566
未分配利润	6724	9389	12341	15704
少数股东权益	220	234	252	272
股东权益合计	9960	13306	16416	19967
负债及权益合计	22416	26053	31486	37175

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2066	3219	3872	4429
折旧和摊销	369	440	571	694
资产减值准备	142	194	204	262
无形资产摊销	46	38	40	40
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	367	532	668	816
投资损失	-3	0	0	0
少数股东损益	9	15	17	20
营运资金的变动	-1353	-1956	-1861	-2605

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18154	21827	28037	35242
营业成本	11665	12982	17200	22165
营业税金及附加	139	168	168	247
销售费用	2142	2619	3224	4053
管理费用	965	1310	1682	2115
财务费用	413	532	668	816
资产减值损失	-8	21	20	22
公允价值变动	2	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	2622	4034	4848	5542
营业外收入	15	28	34	39
营业外支出	45	19	20	20
利润总额	2592	4042	4862	5561
所得税	517	808	972	1112
净利润	2075	3234	3889	4449
少数股东损益	9	15	17	20
归属母公司净利润	2066	3219	3872	4429
EPS (元)	0.88	1.37	1.65	1.89

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	29.3%	20.2%	28.4%	25.7%
营业利润增长率	44.2%	53.9%	20.2%	14.3%
净利润增长率	37.0%	55.8%	20.3%	14.4%
盈利能力				
毛利率	35.7%	40.5%	38.7%	37.1%
净利率	11.4%	14.7%	13.8%	12.6%
ROE	21.2%	24.6%	24.0%	22.5%

偿债能力

资产负债率	55.6%	48.9%	47.9%	46.3%
流动比率	1.53	1.74	1.80	1.90
速动比率	1.33	1.48	1.53	1.60

营运能力

资产周转率	86.3%	90.1%	97.5%	102.7%
应收帐款周转率	323.4%	306.5%	311.3%	311.5%

每股资料(元)

每股收益	0.88	1.37	1.65	1.89
------	------	------	------	------

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经营活动产生现金流量	1589	2444	3452	3621	每股经营现金	0.68	1.04	1.47	1.54
投资活动产生现金流量	-1374	-1635	-1590	-1599	每股净资产	4.15	5.57	6.89	8.39
融资活动产生现金流量	-664	-352	-1050	-1516					
现金净变动	-419	457	811	506	估值比率(倍)				
现金的期初余额	4631	4428	4885	5697	PE	52.4	33.6	28.0	24.4
现金的期末余额	4212	4885	5697	6203	PB	11.1	8.3	6.7	5.5

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn