

2023年05月07日

23Q1 开局表现亮眼，价值洼地

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:	52.46/22.61
目标价格:		总市值(亿)	754.28
最新收盘价:	29.95	自由流通市值(亿)	594.87
		自由流通股数(百万)	1,986.20

► **2022 年业绩承压，23Q1 开局表现亮眼。** 公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。2022 年公司实现收入 312.14 亿元，同比-2.26%，归母净利 21.20 亿元，同比-49.57%；扣非后归母净利 18.03 亿元，同比-53.39%；分季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别为 63.09 亿元/89.98 亿元/80.72 亿元/78.35 亿元，同比+17.31%/+1.65%/-4.51%/-15.31%，归母净利分别为 3.17 /6.49 /6.88/ 4.65 亿元，同比 7.07%/-47.68%/-39.65%/-69.51%。2022 年全年业绩承压，22Q2 受到局部地区疫情影响较大，降幅明显，22Q4 公司业绩环比 Q3 降幅有所扩大。我们判断 2022 年全年业绩承压的原因系：1) 2022 年防水板块受到地产行业景气度下降影响（房地产开发投资同比-10.0%，新开工面积同比-39.4%，竣工面积同比-15.0%），建筑防水产量首次下降；2) 受到通货膨胀及地缘政治影响，防水材料上游原材料沥青、原油等采购价格大幅上涨，稀释产品毛利率；2023Q1 公司实现收入 74.95 亿元，同比+18.80%，收入端创历史 Q1 收入规模新高；归母净利润 3.86 亿元，同比 21.53%；扣非后归母净利 3.24 亿元同比 9.33%，一季度经营业绩超预期。判断随着基建端不断发力（23Q1 基础设施投资累计同比+10.82%）以及保交楼项目持续推进（23Q1 国内房屋竣工面积同比+14.7%），行业处于修复上升期，公司经营持续向好，整体经营表现优于同行。

► **传统业务短期内承压，新兴业务蓬勃发展。** 年度拆分来看，1) **防水材料**：2022 年全年收入 239.81 亿元，同比-5.9%，销售量 19.42 亿平米，同比+27.3%，销售量方面增幅较为明显，优于同行表现，体现领先企业的营销韧性足，但受原材料价格上涨影响，毛利率同比-4.68pct，为 27.6%；其中防水卷材：2022 年全年收入 124.77 亿元，占收入比 39.97%，同比-20.4%，占比-9.08pct，毛利率 25.3%，防水卷材受原材料价格上涨影响较为明显，毛利率同比-5.77pct；防水涂料全年收入 115.05 亿元，占收入比 36.86%，收入端虽增速有所放缓，但仍保持较高增速，同比+17.1%，毛利率 30.0%，同比-4.1pct，降幅明显；2) **工程施工**：全年收入 44.03 亿元，增速放缓，同比增速，+9.3%，占收入比 14.11%；3) **材料销售和其他**：全年收入 28.03 亿元，同比+17%，体现公司新兴业务发展态势明朗，如旗下的砂粉科技、虹昇新能源等板块的深耕细作。从现金流角度看，2022 年公司经营性现金流净额 6.54 亿元同比-84.11%，我们判断 2022 年销售资金回笼压力较大，所收到的现金减少所致；23Q1 经营性现金流净额-0.38 亿元，比同期+20.45%。

► **坚持 C 端优先战略，民建集团超市市场预期。** 零售业务分别由公司下属民建集团、建筑涂料零售业务板块及修缮集团雨虹到家服务板块负责管理。1) **民建集团**：2022 年实现营业收入 60.78 亿元，同比增长 58%（超市市场预期表现），其通过开拓空白市场和品类、强化分销等举措，在经销商方面已经突破 4000 家，分销网点 16 万+家，分销门头将近 4 万家；民建集团在品牌、渠道、会员、产品和服务等 5 个维度同步布局，电商渠道上已与天猫、京东、拼多多、抖音等电商；会员方面民建集团完善以“虹哥汇”为核心的会员运营体系，精准锁定工长等专业人士，构建“公司-经销商-专卖店-会员”综合运营体系架构。会员对于产品购买、学习培训以及创业的需求，都可以通过“虹哥汇”会员平台实现，公司实现与会员的深度绑定，目前会员数量已达 200 万+人。2) **建筑涂料零售**：目前已实现加盟 1600 家+经销商合伙人，终端销售网点达到 1.8 万家，在色彩体系加持下，与约 200 个头部家装公司及区域 4000+家家装公司开展合作，并在全国重点市场建立了 1400+家专卖店，通过合作实现品牌宣传推广及产品引流。公司在 C 端发力力度不断加大。

► **防水新规催化行业需求提升，行业头部优先受益。** 去年 10 月，住建部发布国内首部防水强制规范，在今年 4 月起正式实施，其对防水设计工作年限、防水等级、防水道数、材料厚度、施工工艺等均有具体要求，可直接增加防水材料的使用量，防水新规有效实施，势必会带来需求用量的增加，未来需求料将大幅增长。且随着基础设施投资不断加大、城市更新等政策拉动，防水行业也将迎来诸多机遇。公司作为防水行业头部企业，在 23Q1 基

建和地产端修复的背景下，公司的经营改善已经显著优于同行其他企业，我们判断在后续防水新规的实施和基建地产修复提升的过程中，公司将显著受益。

投资建议

我们审慎判断地产投资增速承压，且外部环境有一定不确定性因素，我们下调 2023-2024 年营业收入预测至 370.93/438.29 亿元（原：438.0/548.2 亿元），下调 EPS 预测至 1.53/2.04 元（原：1.76/2.24 元），新增 2025 年营业收入和归母净利 505.10 亿元/60.98 亿元，EPS2.42 元；对应 5 月 5 日 29.95 元收盘价 19.52x/14.67/12.37xPE。考虑到此前股价已经回调较为充分，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，原材料大幅度波动，产能投放不及预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,934	31,214	37,093	43,829	50,510
YoY (%)	47.0%	-2.3%	18.8%	18.2%	15.2%
归母净利润(百万元)	4,205	2,120	3,864	5,143	6,098
YoY (%)	24.1%	-49.6%	82.2%	33.1%	18.6%
毛利率 (%)	30.5%	25.8%	28.0%	29.4%	30.3%
每股收益 (元)	1.74	0.85	1.53	2.04	2.42
ROE	16.0%	7.9%	12.6%	14.4%	14.5%
市盈率	17.21	35.24	19.52	14.67	12.37

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

研究助理：金兵

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

SAC NO:

联系电话：

联系电话：

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	31,214	37,093	43,829	50,510	净利润	2,118	3,864	5,142	6,097
YoY(%)	-2.3%	18.8%	18.2%	15.2%	折旧和摊销	814	1,095	1,372	1,591
营业成本	23,171	26,703	30,959	35,209	营运资金变动	-2,611	3,812	-8,189	5,134
营业税金及附加	253	285	336	391	经营活动现金流	654	9,328	-1,027	13,521
销售费用	2,658	2,946	3,492	4,066	资本开支	-4,173	-4,364	-4,067	-4,164
管理费用	1,795	2,062	2,434	2,823	投资	1,054	-986	-1,141	-1,238
财务费用	245	28	-58	161	投资活动现金流	-4,729	-5,313	-5,199	-5,384
研发费用	556	679	789	913	股权募资	7	0	0	0
资产减值损失	-78	0	0	0	债务募资	-88	1,309	1,317	1,110
投资收益	-12	60	35	44	筹资活动现金流	-1,029	965	909	643
营业利润	2,579	4,719	6,277	7,450	现金净流量	-5,118	4,979	-5,317	8,781
营业外收支	24	5	11	11					
利润总额	2,603	4,724	6,288	7,461	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	486	860	1,145	1,364	成长能力				
净利润	2,118	3,864	5,142	6,097	营业收入增长率	-2.3%	18.8%	18.2%	15.2%
归属于母公司净利润	2,120	3,864	5,143	6,098	净利润增长率	-49.6%	82.2%	33.1%	18.6%
YoY(%)	-49.6%	82.2%	33.1%	18.6%	盈利能力				
每股收益	0.85	1.53	2.04	2.42	毛利率	25.8%	28.0%	29.4%	30.3%
					净利率	6.8%	10.4%	11.7%	12.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.2%	6.6%	7.6%	7.8%
货币资金	10,539	15,519	10,201	18,982	净资产收益率 ROE	7.9%	12.6%	14.4%	14.5%
预付款项	845	1,073	1,253	1,398	偿债能力				
存货	1,575	1,592	2,187	2,113	流动比率	1.47	1.39	1.40	1.42
其他流动资产	19,387	18,159	27,675	25,980	速动比率	1.20	1.13	1.11	1.14
流动资产合计	32,346	36,343	41,317	48,473	现金比率	0.48	0.59	0.34	0.56
长期股权投资	200	241	270	300	资产负债率	46.2%	47.1%	46.2%	45.8%
固定资产	8,563	10,795	12,521	14,191	经营效率				
无形资产	2,191	2,763	3,255	3,781	总资产周转率	0.62	0.68	0.70	0.70
非流动资产合计	18,209	22,306	25,951	29,540	每股指标 (元)				
资产合计	50,556	58,649	67,268	78,013	每股收益	0.85	1.53	2.04	2.42
短期借款	6,254	7,519	8,793	9,873	每股净资产	10.64	12.18	14.22	16.64
应付账款及票据	4,489	6,553	6,724	8,322	每股经营现金流	0.26	3.70	-0.41	5.37
其他流动负债	11,218	12,074	14,064	16,004	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	21,961	26,146	29,581	34,199	估值分析				
长期借款	544	544	544	544	PE	35.24	19.52	14.67	12.37
其他长期负债	862	907	948	978	PB	3.15	2.46	2.11	1.80
非流动负债合计	1,406	1,450	1,492	1,522					
负债合计	23,367	27,597	31,073	35,721					
股本	2,518	2,518	2,518	2,518					
少数股东权益	381	381	381	380					
股东权益合计	27,188	31,053	36,195	42,292					
负债和股东权益合计	50,556	58,649	67,268	78,013					

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：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

金兵：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

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。