

民建砂浆粉料领衔高增，整体复苏符合预期

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:	48.48/22.61
目标价格:		总市值(亿)	666.13
最新收盘价:	26.45	自由流通市值(亿)	525.35
		自由流通股数(百万)	1,986.20

事件概述: 公司发布中期业绩预告, 预计 2023H1 实现归母净利润 13.05-14.01 亿元, 同比+35%-45%, 其中, 归母净利润若以中值 13.53 亿元计算, 则 Q2 预计实现归母净利润 9.6 亿元, 同比增长 48.5%。我们认为符合市场预期, 上半年主业恢复、原材料同比下降提升毛利率、渠道赋能 C 端继续高增等是主要原因。公司 6 月初发布的股权激励计划草案中规定 2023 年净利润增长率不低于 50%, 2023 年应收账款增长率不高于营业收入增长率。我们认为达到激励考核要求概率增大。

► **多因素推动需求回暖, 预计现金流将同步改善。** 报告期公司整体生产、经营情况良好, 随着下游客户对建筑品质需求的持续升级, 公司充分发挥产品研发、产品质量、产品品类、应用技术及系统服务能力、品牌影响力、全国性产能布局和多层次市场营销渠道网络等优势, 市场份额进一步提升, 防水产品销量与去年同期相比实现一定的增长; 同时渠道改革持续, 减少直销同步增长小 B 渠道, 此举将带来垫资施工业务减少和现金流的同步改善; 今年 4 月实施的防水新规提升了防水设计寿命、防水等级等质量标准, 同时也显著增加了防水材料的用量, 预计防水行业需求将持续增长。

► **原材料价格下降和业务结构优化共同提升毛利率水平。** 沥青现货价格较去年有所回落, 2023Q2 沥青现货主流价在 3800 元/吨左右波动, 并且我们判断公司一季度冬储沥青或低于市场主流价, 从移动平均法考虑来看 Q2 原材料成本在 Q1 下降 10%的基础上继续有所降低; 由于现货价格仍低于二季度均价, 判断原材料成本优势有望在 Q3 进一步释放。另外, 毛利率较高的 C 端零售业务占比也进一步提高, 双因素共同推动毛利率水平改善。

► **非防水、民建继续高增。** 2023H1 公司继续坚持 C 端优先战略, 以民建集团为代表的零售业务收入保持了较快增长。非防水业务如砂浆粉料等新兴业务发展迅猛, 充分发挥了公司在防水主业上的客户、品牌优势, 以及截至到 22 年底的 16 万+家分销网点、4000+家家装公司、200 万+虹哥汇会员和多个电商渠道的资源整合能力, 实现了内部业务板块的协同效应。我们预计今年砂浆粉料销量将增长超过 50%, 占收入占比或将超过 10%, 成为增量重要贡献之一。

投资建议

我们维持 2023-2025 年公司营业收入 370.93/438.29/505.10 亿元, 归母净利润 38.64/51.43/60.98 亿元, EPS 1.53/2.04/2.42 元; 对应 7 月 6 日 26.45 元收盘价 17.24/12.97/10.93xPE。考虑到此前股价已经回调较为充分, 目前估值处于 2013 年以来 PE-BAND 下轨, 公司价值存在低估, 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	5,137	6,092
YoY (%)	24.1%	-49.6%	82.2%	32.9%	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%	12.7%	14.4%	14.6%
市盈率	15.20	31.12	17.24	12.97	10.93

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话:

研究助理: 金兵

邮箱: jinbing@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	31,214	37,093	43,829	50,510	净利润	2,118	3,864	5,136	6,091
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	-1,033	13,515
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	-50	168	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	715	909	643
营业利润	2,579	4,719	6,270	7,442	现金净流量	-5,118	4,730	-5,323	8,774
营业外收支	24	5	11	11	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	2,603	4,724	6,280	7,454	成长能力				
所得税	486	860	1,144	1,363	营业收入增长率	-2.3%	18.8%	18.2%	15.2%
净利润	2,118	3,864	5,136	6,091	净利润增长率	-49.6%	82.2%	32.9%	18.6%
归属于母公司净利润	2,120	3,864	5,137	6,092	盈利能力				
YoY(%)	-49.6%	82.2%	32.9%	18.6%	毛利率	25.8%	28.0%	29.4%	30.3%
每股收益	0.85	1.53	2.04	2.42	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%	7.7%	7.8%
货币资金	10,539	15,270	9,946	18,721	净资产收益率 ROE	7.9%	12.7%	14.4%	14.6%
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	1.38	1.39	1.41
其他流动资产	19,387	18,159	27,675	25,980	速动比率	1.20	1.12	1.10	1.14
流动资产合计	32,346	36,094	41,061	48,211	现金比率	0.48	0.58	0.34	0.55
长期股权投资	200	241	270	300	资产负债率	46.2%	47.3%	46.4%	45.9%
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	58,400	67,013	77,751	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	12.08	14.12	16.54
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	31.12	17.24	12.97	10.93
其他长期负债	862	907	948	978	PB	3.15	2.19	1.87	1.60
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	30,804	35,940	42,031					
负债和股东权益合计	50,556	58,400	67,013	77,751					

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。