

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

东方雨虹(002271)

投资评级

上次评级

任菲菲 建筑建材行业首席分析师

执业编号: S1500522020002

联系电话: 13046033778

邮箱: renfeifei@cindasc.com

段良昭 建筑建材行业研究助理

联系电话: 13910500006

邮箱: duanliangchao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

东方雨虹半年报点评:零售与非防水品类表现亮眼,报表质量改善

2023年08月13日

事件:

- 2023年8月10日,公司发布2023年半年报,2023年上半年公司实现营业收入168.52亿元,较上年同期上升10.10%,实现归母净利润13.34亿元,较上年同期上升38.07%。

点评:

- 零售业务表现亮眼,砂粉等品类扩张有望成为第二增长曲线。2023年上半年公司营收同比增长10.10%,其中零售渠道、工程渠道和直销业务收入增速分别为32.21%、26.68%和-13.25%。1)零售渠道收入增速最为领先,零售渠道中民建集团收入增速最为亮眼,2023年上半年,民建集团实现营业收入43.84亿元,同比增长34.69%。公司坚持渠道下沉,强化渠道经营质量,保障渠道持续快速健康发展。截至上半年公司百万经销商签约增长近700家,分销网点近20万家,门头保有近5万家。2)公司依托防水主业所积累的客户资源、销售渠道的协同性及良好的品牌影响力,快速发展非防水业务,砂粉等非防水业务实现了较快发展,其中砂粉上半年营收19.05亿,同比增长高达42.99%。公司非防水业务借助渠道优势持续扩张,有望成为公司未来可持续发展的第二增长曲线,助力公司打造成为建筑建材系统服务商,贡献增量业绩。
- 公司营收结构优化叠加原材料价格下行,二季度毛利率同比、环比皆有提升。2023年上半年,公司销售毛利率为28.90%,较一季度提升0.24个百分点,同比去年上半年提升1.99个百分点。其中零售渠道和工程渠道毛利率分别同比提升5.32%和2.11%。1)毛利率环比提升一方面或为原材料成本端下降所致,主要产品防水卷材的原材料沥青今年上半年价格较去年四季度有所下降,公司Q1生产或存在部分消耗去年四季度剩余库存的情况,因此Q2毛利率环比提升,根据datayes的全国沥青价格,今年上半年平均价格3928.39元/吨,较去年Q4下降7.60%。2)毛利率提升的另一方面或系公司需求结构优化所致,公司积极拓展交通基建、水利设施等基建、城市新兴基建、工矿仓储物流及保障性住房等多元化应用场景,致力于提升公司在非房领域市场占有率,同时发力存量建筑市场,发展旧房改造、城市更新等翻新修缮业务。3)渠道结构得以优化,高毛利率的零售渠道实现相对较快的增长。
- 信用减值影响逐步减弱,三费管控得当,盈利能力不断回升。1)2023年上半年公司信用减值为4.07亿,较去年同期减少1.1亿。公司实施“对到期应收账款实行零容忍”,出台相应的应收账款管控策略,强力推行应收款全员全过程管理,制定履约评价体系对客户进行分级,针对不同等级的客户采取不同的收款政策,并对回款

情况等过程进行全程监控，应收账款带来的减值风险得到有效控制。2) 2023 年上半年公司三项费用率为 14.95%，单看 Q2 三项费率为 12.59%，较 Q1 下降 5.29 个百分点，与去年同期相比，销售费率、管理费率分别增加 0.59pct、降低 0.57pct，整体稳健可控。

- **经营性净现金流改善，收现比显著提高。**2023 年上半年公司经营性净现金流为-39.43 亿元，较去年同期大幅改善，公司现金管控能力提升。公司上半年收现比实现 94.07%，与去年同期相比提升 9.1pct，有所改善。随着保交楼政策持续推进，住建部近期强调大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施，地产链有望迎来边际改善，公司报表质量有望率先改善，加之防水新规执行，头部防水企业将率先受益于防水质量提升，有望进一步提升份额。
- **盈利预测：**公司渠道端优化，扩品类成效显著，业绩有望进一步提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 36/48/60 亿元，EPS 分别为 1.44 元、1.89 元、2.38 元，对应 PE 为 20.64/15.69/12.49X。
- **风险因素：**地产投资下行超预期、原材料价格大幅上涨、应收账款回款不及预期、新品类扩张不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	319	312	366	440	521
增长率 YoY %	47.0%	-2.3%	17.3%	20.2%	18.5%
归属母公司净利润 (亿元)	42	21	36	48	60
增长率 YoY%	24.1%	-49.6%	70.9%	31.5%	25.6%
毛利率%	30.5%	25.8%	27.9%	28.6%	28.7%
净资产收益率ROE%	16.0%	7.9%	12.0%	13.6%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	1.67	0.84	1.44	1.89	2.38
市盈率 P/E(倍)	17.79	35.28	20.64	15.69	12.49
市净率 P/B(倍)	2.84	2.79	2.48	2.14	1.83

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 11 日收盘价

资产负债表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	356	323	371	447	532	
货币资金	164	105	137	168	199	
应收票据	17	5	17	17	18	
应收账款	88	109	108	131	160	
预付账款	11	8	10	13	15	
存货	14	16	19	21	25	
其他	62	80	81	98	116	
非流动资产	141	182	199	220	240	
长期股权投资	2	2	3	3	3	
固定资产(合计)	56	86	94	105	116	
无形资产	17	22	26	30	34	
其他	67	73	76	83	87	
资产总计	497	506	570	667	773	
流动负债	211	220	250	299	345	
短期借款	61	63	73	89	98	
应付票据	23	6	15	20	18	
应付账款	36	39	49	54	65	
其他	90	112	113	136	164	
非流动负债	19	14	14	14	14	
长期借款	11	5	5	5	5	
其他	8	9	9	9	9	
负债合计	230	234	264	313	359	
少数股东权益	4	4	4	4	4	
归属母公司	263	268	302	350	410	
负债和股东权益	497	506	570	667	773	

重要财务指标		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	319	312	366	440	521	
同比(%)	47.0%	-2.3%	17.3%	20.2%	18.5%	
归属母公司净利润	42	21	36	48	60	
同比(%)	24.1%	-49.6%	70.9%	31.5%	25.6%	
毛利率(%)	30.5%	25.8%	27.9%	28.6%	28.7%	
ROE%	16.0%	7.9%	12.0%	13.6%	14.6%	
EPS(摊薄)(元)	1.67	0.84	1.44	1.89	2.38	
P/E	17.79	35.28	20.64	15.69	12.49	
P/B	2.84	2.79	2.48	2.14	1.83	
EV/EBITDA	20.75	21.86	11.98	9.13	7.11	

利润表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	319	312	366	440	521	
营业成本	222	232	264	314	372	
营业税金及附加	2	3	3	3	4	
销售费用	22	27	31	37	42	
管理费用	16	18	20	24	28	
研发费用	6	6	6	8	9	
财务费用	2	2	1	1	1	
减值损失合计	0	-1	0	0	0	
投资净收益	0	0	1	1	2	
其他	2	1	3	4	6	
营业利润	51	26	44	58	73	
营业外收支	0	0	0	0	0	
利润总额	51	26	44	58	73	
所得税	9	5	8	11	13	
净利润	42	21	36	48	60	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司	42	21	36	48	60	
EBITDA	60	37	56	72	89	
EPS(当年)(元)	1.74	0.85	1.44	1.89	2.38	

现金流量表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	41	7	53	51	58	
净利润	42	21	36	48	60	
折旧摊销	6	8	11	13	15	
财务费用	1	2	2	3	3	
投资损失	0	0	-1	-1	-2	
营运资金变动	-9	-26	2	-14	-19	
其它	1	1	3	3	2	
投资活动现金流	-57	-47	-26	-33	-33	
资本支出	-45	-42	-29	-34	-34	
长期投资	-12	11	-1	0	0	
其他	0	-16	4	1	2	
筹资活动现金流	108	-10	4	13	6	
吸收投资	80	0	0	0	0	
借款	83	89	11	16	9	
支付利息或股息	-9	-9	-5	-3	-3	
现金流净增加额	93	-51	31	31	32	

研究团队简介

任菲菲，建筑建材团队首席分析师，执业编码 S1500522020002。英国南安普顿大学硕士，风险与金融专业，2017年起从事卖方研究工作，获2021年“金麒麟”新锐分析师第三名，曾供职于太平洋证券、民生证券，从事建筑建材及新材料方向研究工作，擅长从数据及产业本质寻找突破口。

段良弢，建筑建材团队研究助理。中国农业大学金融硕士，生物工程学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，负责建材方向的研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。