



买入（维持）

所属行业：建筑材料/其他建材

当前价格(元)：57.64

合理区间(元)：67.20-78.40

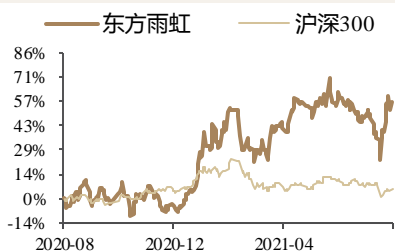
证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.96	1.84	1.55
相对涨幅(%)	8.98	6.55	1.76

资料来源：德邦证券研究所，聚源数据

相关研究

- 《东方雨虹：Q2业绩符合预期，度过成本压力测试期》，2021.7.11
- 《迈向综合建材服务商，第二成长曲线显现》，2021.7.6

东方雨虹：收入保持高增长，竞争优势突出

投资要点

事件：公司2021年上半年实现营收142.3亿元（+62.01%），归母净利润15.37亿元（+40.14%），略高于前期业绩预告中枢，扣非归母净利润为14.47亿元（+39.47%），其中Q2实现营收88.52亿元（+40.11%），归母净利润为12.41亿元（+28.48%），扣非归母净利润为11.74亿元（+26.35%）。

点评：

Q2营收创新高，民建集团保持高增长。随着下游客户对建筑品质需求的持续升级，公司防水材料市占率稳步提升，同时依托于防水主业多年积累的客户资源及销售渠道的协同性，公司产品多元化发展迅速；我们判断，公司二季度整体出货增速在40%以上，单季度营收规模创新高，公司在巩固工程端市占率的同时，上半年民建集团通过渠道下沉，增加渠道密度等积极拓展客户资源，实现营收18.34亿元，同比增长129.24%，远高于行业整体增速；截止报告期末，公司民建经销商已达近3000家，分销网点8万余家，同时与500多家大型装饰公司、2万余家家装公司建立合作关系，我们认为，未来随着我国进入存量房时代，零售市场空间广阔，同时零售市场现款现货的交易方式会极大改善公司现金流压力。

Q2毛利率环比下滑2个pct，盈利压力最大阶段已过去。上半年公司整体毛利率为31.61%，同比下滑8.21个pct，一方面由于会计准则调整，运输装卸费用由销售费用调整至营业成本，若剔除该部分影响，则毛利率为34.67%，同比下降5.15个pct，主要是上半年沥青等原材料价格大幅上涨导致；其中Q2销售毛利率为30.85%，环比回落2个pct，同比下降11.6个pct，由于二季度以来原油价格持续上涨，沥青价格也出现明显提升，根据2020年年报显示，防水材料成本中原材料占比约85%，而沥青占原材料的30%左右，根据山东地区沥青成交价测算，21Q2年沥青均价约3230元/吨，同比增长约48.4%，环比增长约5.8%，因此Q2原材料价格上涨将带来一定的成本压力，但雨虹作为业内少数可以做到沥青集采且具备较大库存能力的企业（在原材料价格较低位置加大库存），公司依旧是行业内成本费用管控稳定且突出的企业，二季度公司净利率为14%，同比下滑仅1.34个pct。此外，2月末公司沥青类卷材提价10-15%，防水涂料提价10-20%，向下游传导成本压力，我们认为，去年三季度沥青价格基数环比有所提升，另一方面公司提价逐步落实中，预计二季度为毛利率承压最大的阶段，三季度将逐步改善。

受储备原材料的影响，上半年现金流大幅流出。上半年公司经营活动净现金流为-34.91亿元，同比减少871.43%，主要是上半年原材料价格上涨，公司采购成本增加所致；其次，为应对及缓解未来原材料价格上涨对成本端造成的压力，Q2公司加大了原材料的采购储备，导致报告期采购支出进一步增加；同时，报告期支付履约保证金及对应的收付节奏变化导致经营现金支出增加。Q2公司现销比为0.76x，同比下滑0.04，上半年公司应收票据及应收账款同比增长29.74%，低于营收增速，公司加大力度考核回款，尽可能控制应收账款规模；由于上半年定增融资资金到位，公司资产负债率降至34.11%，环比回落3.2个pct。

行业新规颁布在即，充分利好龙头企业。近年来随着环保监管以及政策标准引导行业规范化发展，防水行业进入良币驱逐劣币阶段，高耗能、落后的小企业逐步被淘汰。2021年下半年《建筑和市政工程防水通用规范》新标准有望实施，《规范》以提高防水工程设计使用年限为核心，有利于行业规模扩容以及对产品品质提出更高的要求，我们认为，新规实施将充分利好生产规范、产品和服务质量有保证的头部企业，未来集中度将继续加速向龙头企业聚拢。



公司渠道优势突出，多品类扩张迈向综合建材集团。随着行业发展愈发规范以及下游地产企业集中度的提升，防水行业进入“良币驱逐劣币”阶段，未来将呈现强者恒强，而当前公司市占率依旧较低，公司与百强地产商多数建立战略合作，随着地产商的集中度提升以及公司的渠道成熟完善，市场份额将稳步提升，成长空间广阔。同时，公司深耕防水领域多年，建立起成熟的销售渠道及品牌，公司一方面巩固防水领域的龙头地位，另一方面依托防水业务建立的成熟渠道，快速扩张新品类，以建筑涂料为代表的新产品，通过“零售+工程”并举，保持高速增长，未来将成为公司新的业绩增长点；而节能保温、非织造布、特种砂浆、建筑装饰涂料等多领域也保持较快增速，公司向综合建材集团迈进。

投资建议：我们认为公司依托公司强大的渠道及品牌优势，具有强 α 属性，一方面定增落地加速产能扩张，继续巩固防水领域的龙头地位；另一方面股权激励调动员工积极性，多品类扩张带来新的业绩增长点，未来成长可期。我们维持 21-23 年公司归母净利润分别为 43.8、56.5 和 71.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.74、2.24 和 2.84 元，对应 PE 估值分别为 33.2、25.7、20.3 倍，维持目标价区间 67.2-78.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料持续涨价，成本压力加剧；地产投资大幅低于预期；行业竞争加剧，企业扩张进度低于预期；环保监管放松，产能退出进度不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	2,523.56
流通 A 股(百万股):	1,740.39
52 周内股价区间(元):	33.15-62.65
总市值(百万元):	145,458.08
总资产(百万元):	35,932.38
每股净资产(元):	9.29

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,154	21,730	27,648	34,048	42,701
(+/-)YOY(%)	29.3%	19.7%	27.2%	23.1%	25.4%
净利润(百万元)	2,066	3,389	4,383	5,654	7,167
(+/-)YOY(%)	37.0%	64.0%	29.3%	29.0%	26.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.82	1.34	1.74	2.24	2.84
毛利率(%)	35.7%	37.0%	35.9%	36.3%	36.5%
净资产收益率(%)	21.2%	23.2%	16.1%	17.2%	17.9%

资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.34	1.74	2.24	2.84
每股净资产	5.79	10.82	13.06	15.90
每股经营现金流	1.57	1.75	2.11	2.61
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	28.89	33.19	25.73	20.29
P/B	6.70	5.33	4.41	3.63
P/S	6.23	5.26	4.27	3.41
EV/EBITDA	18.29	23.67	18.53	14.30
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.0%	35.9%	36.3%	36.5%
净利润率	15.6%	15.9%	16.6%	16.8%
净资产收益率	23.2%	16.1%	17.2%	17.9%
资产回报率	12.2%	10.8%	11.6%	12.0%
投资回报率	19.5%	15.0%	15.7%	16.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.7%	27.2%	23.1%	25.4%
EBIT 增长率	50.8%	20.1%	25.5%	26.5%
净利润增长率	64.0%	29.3%	29.0%	26.8%
偿债能力指标				
资产负债率	46.7%	32.3%	32.2%	32.4%
流动比率	1.6	2.5	2.5	2.5
速动比率	1.3	2.1	2.1	2.2
现金比率	0.5	1.1	1.2	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	102.5	102.5	102.5	102.5
存货周转天数	32.0	32.0	32.0	32.0
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	4.6	5.0	5.6	6.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,389	4,383	5,654	7,167
少数股东损益	-2	-3	-3	-4
非现金支出	750	678	418	407
非经营收益	26	-99	53	46
营运资金变动	-211	-553	-794	-1,038
经营活动现金流	3,952	4,407	5,328	6,578
资产	-1,520	-1,964	-1,867	-1,810
投资	-263	0	0	0
其他	39	221	17	21
投资活动现金流	-1,744	-1,742	-1,849	-1,789
债权募资	3,549	-2,525	0	0
股权募资	8	176	0	0
其他	-4,375	7,749	-20	-20
融资活动现金流	-818	5,400	-20	-20
现金净流量	1,360	8,065	3,458	4,769

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 9 日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21,730	27,648	34,048	42,701
营业成本	13,681	17,716	21,693	27,134
毛利率%	37.0%	35.9%	36.3%	36.5%
营业税金及附加	186	237	291	365
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	1,788	2,275	2,801	3,513
营业费用率%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
管理费用	1,261	1,604	1,975	2,477
管理费用率%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
研发费用	464	590	726	911
研发费用率%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
EBIT	4,352	5,227	6,561	8,300
财务费用	380	75	20	20
财务费用率%	1.7%	0.3%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-46	-317	-25	-30
投资收益	208	221	17	21
营业利润	4,204	5,421	6,982	8,835
营业外收支	-48	-47	-50	-47
利润总额	4,155	5,374	6,932	8,788
EBITDA	4,838	5,588	6,954	8,677
所得税	769	994	1,282	1,625
有效所得税率%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
少数股东损益	-2	-3	-3	-4
归属母公司所有者净利润	3,389	4,383	5,654	7,167

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,016	14,080	17,539	22,308
应收账款及应收票据	7,651	9,735	11,988	15,035
存货	1,199	1,553	1,901	2,378
其它流动资产	4,521	5,261	6,048	7,115
流动资产合计	19,387	30,629	37,477	46,837
长期股权投资	166	166	166	166
固定资产	4,755	5,487	6,099	6,757
在建工程	712	1,192	1,607	1,957
无形资产	1,491	1,835	2,231	2,609
非流动资产合计	8,459	10,015	11,438	12,824
资产总计	27,847	40,644	48,914	59,660
短期借款	2,525	0	0	0
应付票据及应付账款	3,643	4,718	5,777	7,226
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	5,964	7,535	9,096	11,230
流动负债合计	12,132	12,253	14,873	18,456
长期借款	422	422	422	422
其它长期负债	461	461	461	461
非流动负债合计	883	883	883	883
负债总计	13,016	13,136	15,756	19,339
实收资本	2,349	2,525	2,525	2,525
普通股股东权益	14,614	27,294	32,948	40,115
少数股东权益	217	214	210	206
负债和所有者权益合计	27,847	40,644	48,914	59,660

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。