



买入（维持）

所属行业：建筑材料/其他建材

当前价格(元)：46.80

合理区间(元)：67.20-78.40

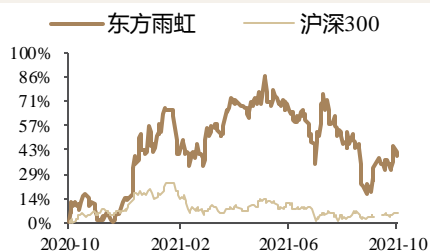
证券分析师

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(%)	21.28	-3.07	-1.42
相对涨幅(%)	18.93	-4.40	1.06

资料来源：德邦证券研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《建材中期策略报告-聚焦地产竣工周期，把握消费建材集中度提升》，2021.8.18
- 2.《东方雨虹：收入保持高增长，竞争优势突出》，2021.8.9
- 3.《东方雨虹：Q2 业绩符合预期，度过成本压力测试期》，2021.7.11
- 4.《迈向综合建材服务商，第二成长曲线显现》，2021.7.6

东方雨虹：Q3 营收保持高增长，成本上行毛利率承压

投资要点

事件：2021 年前三季度公司实现营收 226.82 亿元 (+51.44%)，归母净利润 26.78 亿元 (+25.7%)，扣非归母净利润为 24.69 亿元 (+21.4%)，其中 Q3 实现营收 84.53 亿元 (+36.46%)，归母净利润为 11.41 亿元 (+10.37%)，扣非归母净利润为 10.21 亿元 (+2.56%)。

点评：

Q3 营收保持高增长，业绩增速放缓。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，公司三季度整体出货增速约 40%，单季度营收规模保持高增长，公司在巩固工程端市占率的同时，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，规模增长远高于行业整体增速；上半年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，预计全年将更进一步。但受到原材料价格上涨以及提价传导滞后的影响，Q3 业绩增速放缓。

成本继续上行，Q3 毛利率环比下滑约 2 个 pct。前三季度公司整体毛利率为 30.62%，相比中报环比下降约 1 个 pct，同比下降 9.33 个 pct，除了会计准则的调整外，主要是今年以来沥青等原材料价格大幅上涨导致；其中 Q3 销售毛利率为 28.95%，环比回落 1.9 个 pct，同比下降约 11.2 个 pct，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，21Q3 年沥青均价约 3470 元/吨，同比增长约 34.3%，环比增长约 7.7%，原材料价格持续上涨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，公司依旧是行业内成本费用管控稳定且突出的企业，三季度公司净利率为 13.63%，环比下滑仅 0.4 个 pct。

Q3 收现比环比大幅提升，现金流依旧净流出。前三季度公司经营活动净现金流为 -62.84 亿元，同比减少 591.73%，其中 Q3 单季度净现金流为 -27.93 亿元，同比减少 408.7%，主要是原材料价格持续上涨，公司采购成本增加所致，三季度公司加大了原材料储备导致现金支出较多；同时，随着销售规模的扩大，公司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。三季度公司现销比为 1.1x，环比提升 0.34x，前三季度公司应收票据及应收账款同比增长 36.58%，继续低于营收增速，公司加大力度考核回款，尽可能控制应收账款规模，提升经营质量；由于上半年公司定增融资资金到位，期末公司资产负债率为 38.17%，同比回落 8.9 个 pct。

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，短期受地产融资收紧以及头部地产商负面信息影响，行业增速受到一定影响，但随着央行表态保障房地产行业的稳定发展，预计 Q4 地产迎来政策底；而雨虹依托自身强大的渠道及品牌优势，具有强 α 属性，防水行业集中度提升趋势依旧确定，公司作为防水行业龙头，未来成长可期。我们暂时维持 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 27、20.9、16.5 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		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	2,523.56	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流通 A 股(百万股):	1,945.44	营业收入(百万元)	18,154	21,730	27,648	34,048	42,701
52 周内股价区间(元):	33.56-62.65	(+/-)YOY(%)	29.3%	19.7%	27.2%	23.1%	25.4%
总市值(百万元):	118,102.67	净利润(百万元)	2,066	3,389	4,383	5,654	7,167
总资产(百万元):	40,621.87	(+/-)YOY(%)	37.0%	64.0%	29.3%	29.0%	26.8%
每股净资产(元):	9.82	全面摊薄 EPS(元)	0.82	1.34	1.74	2.24	2.84
资料来源:公司公告		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	26.95	20.89	16.48
P/B	6.70	4.33	3.58	2.94
P/S	5.06	4.27	3.47	2.77
EV/EBITDA	18.29	18.77	14.59	11.14
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 10 月 26 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。