

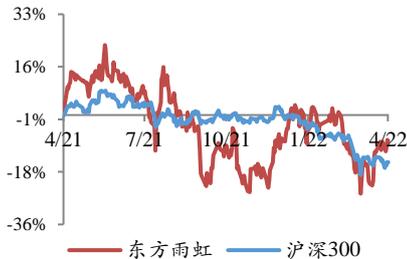
高质量成长延续，渠道变革与多元化发展优势凸显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-15

收盘价（元）	46.70
近12个月最高/最低（元）	62.65/38.00
总股本（百万股）	2,520
流通股本（百万股）	1,979
流通股比例（%）	78.53
总市值（亿元）	1,177
流通市值（亿元）	924

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

主要观点：

事件：公司发布2021年年度报告，报告期内实现营业收入319.34亿元，同比增长46.96%；实现归母净利润42.05亿元，同比增长24.07%。

● 2021年行业压力期保持高质量成长，激励计划考核目标顺利达成

分季度来看，公司2021 Q1-Q4单季分别实现营业收入53.77/88.52/84.53/92.52亿元，分别同比增长118.13%/40.11%/36.46%/37.01%；分别实现归母净利润2.96/12.41/11.41/15.27亿元，分别同比增长126.08%/28.48%/10.37%/21.32%。公司2021年3月27日发布2021年股票期权激励计划，业绩考核条件为以2020年扣非归母净利润为基数，2021-2024年扣非归母净利润增长率不低于25%/56%/95%/144%；且2021-2024年应收账款增长率不高于营业收入增长率。公司2021年实现扣非归母净利润38.67亿元，同比增长25.10%；截至2021年底，公司应收账款余额为97.03亿元，同比增长42.70%，小于营收46.96%的增长率，顺利达成第一期考核目标。2021年，公司经营现金流量净额为41.51亿元，净现比为0.91，上年同期为1.17；收现比为1.11，上年同期为1.15，付现比为1.15，上年同期为1.23。2021年，公司信用减值损失（应收账款/应收票据/其他应收款坏账损失）为2.51亿元，占利润总额的比例为4.93%，上年同期为5.25%，2021年房企资金链断裂风险频发之下，公司计提信用减值损失的规模保持相对稳定，体现公司显著优于同业的抗风险能力。公司应收账款周转率4.30次，同比提高0.59次；存货周转率为16.94次，同比提高8.43次。

● 原材料价格上涨影响毛利率，期间费用率明显下行

2021年，公司销售毛利率为30.53%，同比下降6.51pct；销售净利率为13.19%，同比下降2.39pct。毛利率下降主要受到沥青、聚醚等主要原材料价格上涨幅度较大所致，Q1-Q4单季销售毛利率分别为32.87%/30.85%/28.95%/30.31%，Q4单季销售毛利率环比提高1.36pct，体现公司通过加强原材料适时采购、成本费用管控及规模效益的持续发挥从而缓解了一定的成本上涨压力。分业务来看，2021年公司防水卷材/防水涂料/工程施工/其他业务的毛利率分别为31.05%/34.13%/28.38%/16.10%，分别同比-8.10/-7.06/+0.10/-3.70pct。公司防水材料业务的营业成本中，直接材料成本占比为88.91%，同比增长2.52pct。公司自2022年3月16日起上调部分主营产品价格以应对原材料价格上涨压力，预计沥青卷材上调15%-20%；高分子卷材上调约10%；聚氨酯/水性/沥青涂料上调约20%。预计随着产品调价的逐步落实，公司盈利水平将有望回暖修复。

2021年公司期间费用率下行明显，规模化优势凸显。公司销售期间费用率为14.57%，同比下降3.34pct；具体来看，销售/管理/财务/研发费用

率分别为 6.94%/ 5.15%/ 0.73%/ 1.75%，分别同比下降 1.28/ 0.65/ 1.02/ 0.38 pct。

● **渠道变革与品类扩充驱动发展，非房、非防业务贡献高成长**

2021 年，公司防水卷材/ 防水涂料/ 工程施工/ 其他业务分别实现收入为 156.67/98.20/40.28/24.19 亿元，分别同比增长 39.47%/63.30%/21.92%/105.04%；全年防水材料销售量为 15.26 亿平方米，同比增长 51.20%。我们认为在行业需求下行的压力期，公司依然保持高速增长的主要驱动因素为 1) **新品类扩充**：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，以建筑涂料、砂浆粉料、保温节能等为代表的非防水业务板块实现快速增长；2) **零售成为渠道建设重点方向**：公司民建集团加大终端消费者的拉力和引导，通过发展经销商、增加专卖店及持续开拓分销网点扩大渠道覆盖率，有效覆盖空白市场和薄弱市场。截至 2021 年底，公司经销商数量已达近 4000 家，分销网点、门头（含形象店）合计超过 12 万家。2021 年，公司民建集团营业收入约 37.9 亿元，同比增长 93%；防水涂料实现 50% 增长，防水卷材、瓷砖胶、美缝剂等多品类实现倍增。

● **投资建议**

公司防水主业龙头地位稳固，规模优势显著，渠道资源丰富，行业依然处于格局优化进程中，公司市占率有望再提升；以建筑涂料为代表的新业务赛道优质且势头迅猛，公司成长空间远未见顶。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 53.24/ 67.43/ 85.18 亿元，对应 EPS 分别为 2.11/ 2.68/ 3.38 元/股，维持“买入”评级。

● **风险提示**

下游需求不及预期；原材料价格大幅上涨风险；工程业务回款情况不及预期；新品类扩充、多元化发展不及预期。

● **重要财务指标**

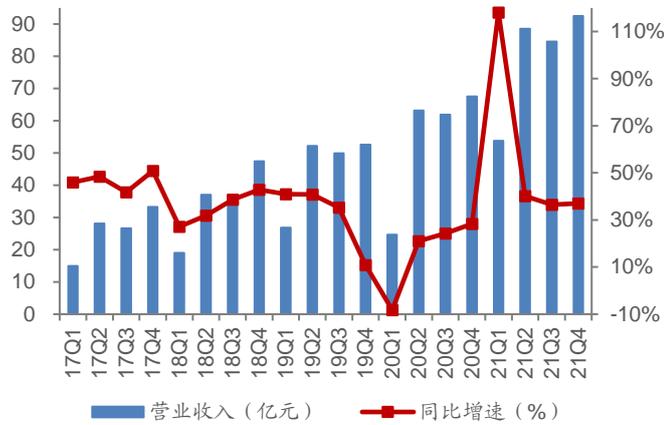
单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31934	40159	50001	61569
收入同比 (%)	47.0%	25.8%	24.5%	23.1%
归属母公司净利润	4205	5324	6743	8518
净利润同比 (%)	24.1%	26.6%	26.6%	26.3%
毛利率 (%)	30.5%	31.3%	31.6%	31.7%
ROE (%)	16.0%	17.3%	18.4%	19.2%
每股收益 (元)	1.74	2.11	2.68	3.38
P/E	26.98	22.15	17.49	13.84
P/B	4.50	3.83	3.22	2.66
EV/EBITDA	18.46	12.42	9.51	7.30

资料来源：wind，华安证券研究所

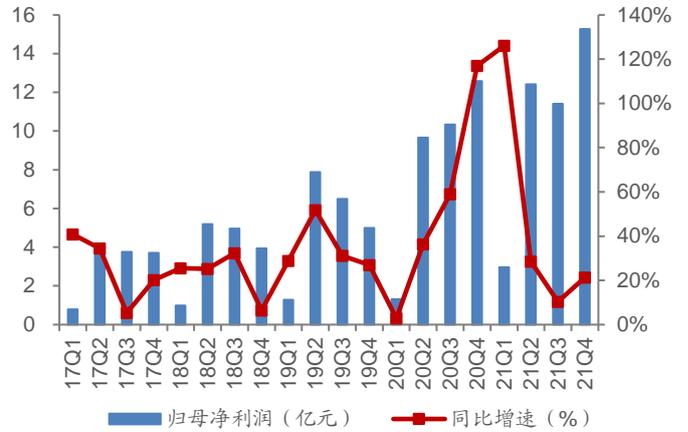
附：公司重点数据图表

图表 1 公司分季度营收及增速 (亿元, %)



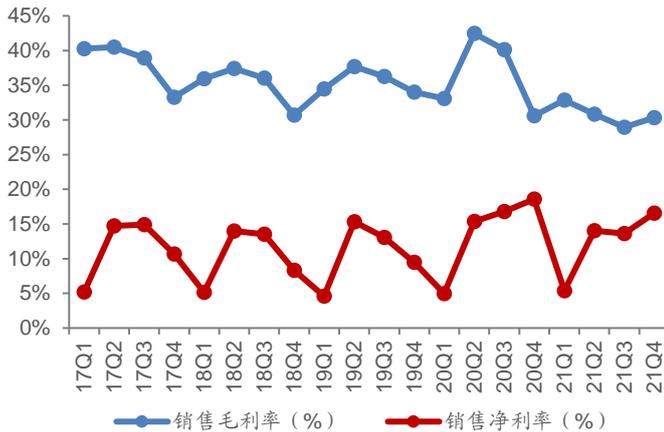
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



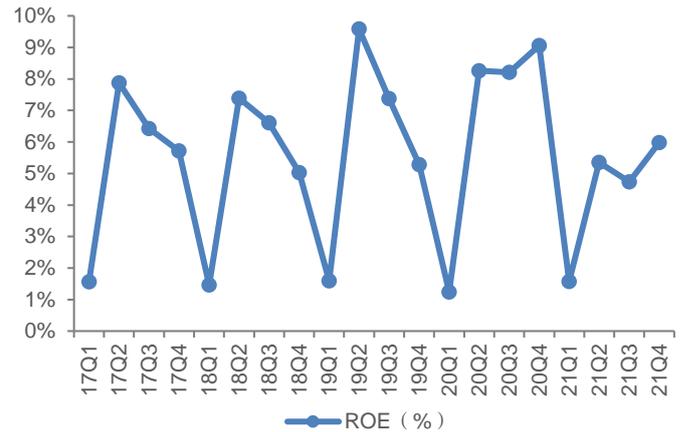
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司分季度毛利率和净利率变化情况 (%)



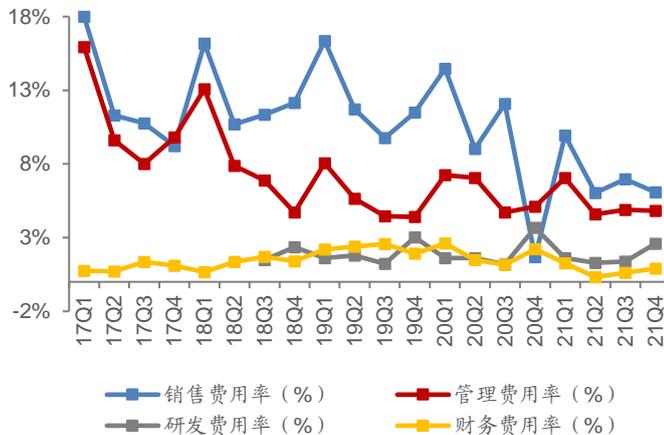
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司 ROE 变化情况 (%)



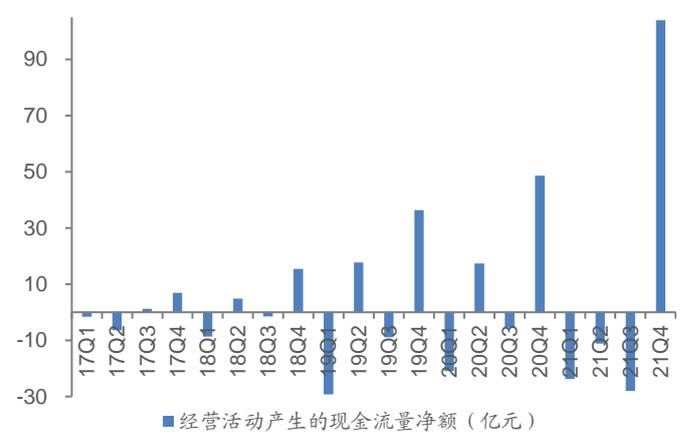
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司分季度费用率变化情况 (%)



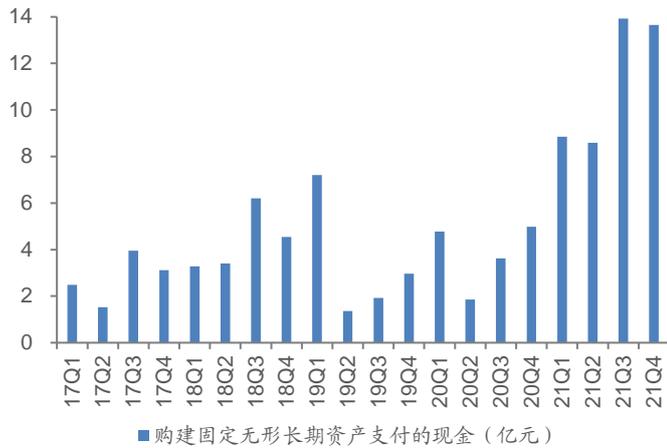
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司分季度经营现金流净额变化情况 (亿元)



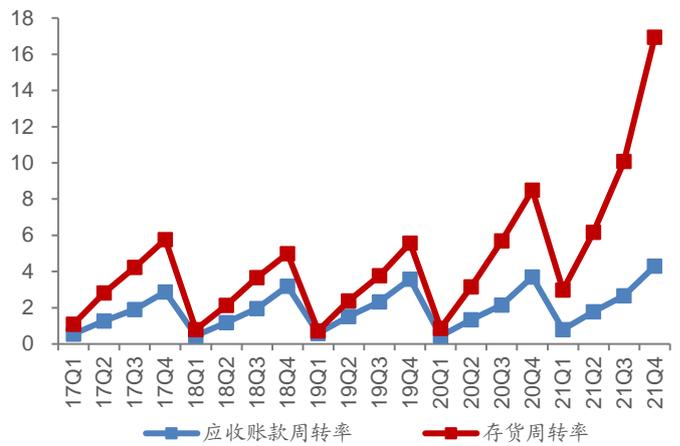
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司分季度资本开支情况 (亿元)



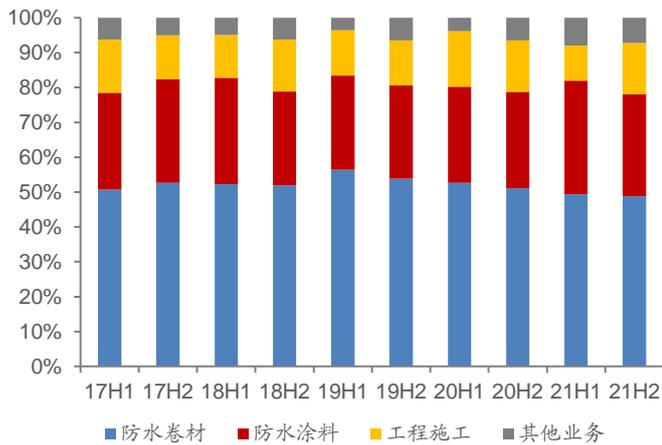
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司存货周转率与应收账款周转率 (次)



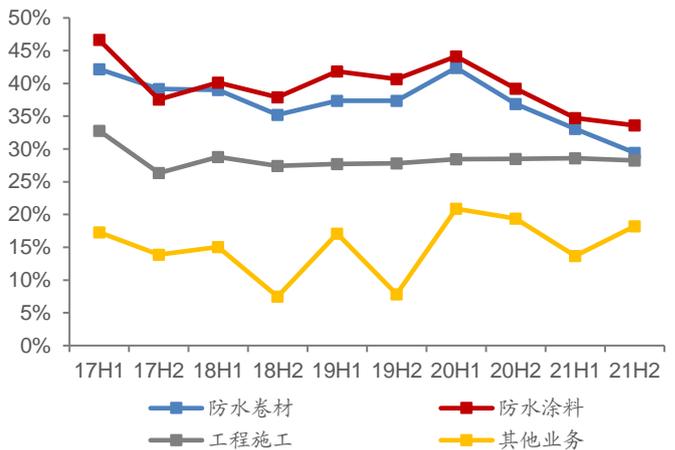
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司各业务收入占比情况 (%)



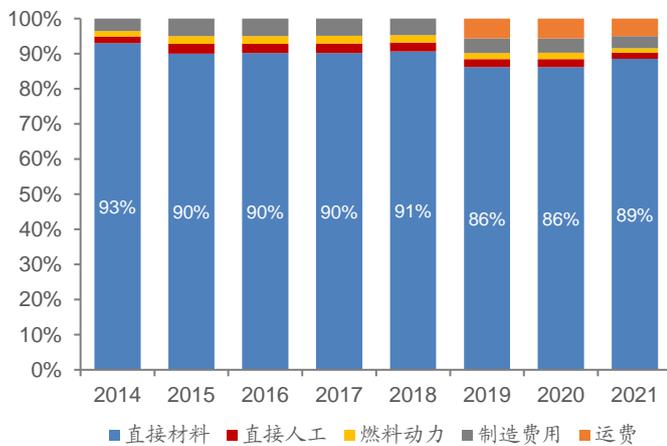
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司各业务毛利率情况 (%)



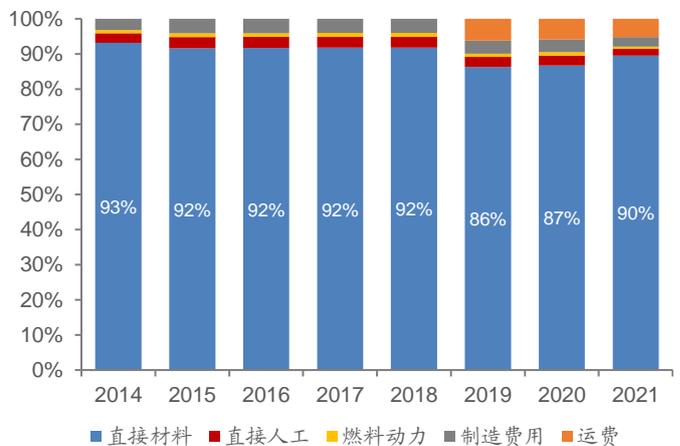
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司卷材业务成本构成 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司涂料业务成本构成 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 公司 2021 年募资总额 80 亿元非公开发行 A 股股票项目募集资金承诺项目情况

项目	新增产能	募集资金承诺投资总额 (亿元)	累计投入金额 (亿元)	投资进度 (%)	达到预定可使用状态日期
杭州东方雨虹高分子防水卷材建设项目	年产 4000 万平米 HDPE 高分子防水卷材	0.66	0.58	88.27%	2021/12/31
自动化生产线技术改造升级项目	年产 2700 万平方米改性沥青防水卷材、2.5 万吨沥青涂料自动化生产线技术改造升级	0.90	0.31	34.06%	2022/12/31
年产 2 万吨新型节能保温密封材料项目	年产 2 万吨新型节能保温密封材料	1.63	0.94	57.47%	2022/07/01
广东东方雨虹花都生产基地项目	年产 5400 万平方米改性沥青防水卷材、6000 万平方米高分子防水卷材、4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆、10 万吨聚氨酯防水涂料、4 万吨沥青涂料、12 万吨合成树脂乳液内外墙涂料、6 万吨真石漆、1 万吨质感墙面涂料、1 万吨多彩仿石墙面涂料、10 万吨聚羧酸减水剂	11.65	3.18	27.26%	2023/12/31
保定东方雨虹生产基地项目	年产 4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆、12 万吨合成树脂乳液内外墙涂料、6 万吨真石漆、1 万吨质感墙面涂料、1 万吨多彩仿石墙面涂料	3.08	2.18	70.75%	2021/12/31
东方雨虹海南洋浦绿色新材料综合产业园项目	年产 2700 万平方米改性沥青防水卷材、4 万吨水性涂料、4 万吨沥青涂料、10 万吨聚羧酸减水剂	3.24	0.57	17.60%	2022/12/31
重庆东方雨虹生产基地项目	年产 2700 万平方米改性沥青防水卷材、4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆、4 万吨沥青涂料、12 万吨合成树脂乳液内外墙涂料、6 万吨真石漆、1 万吨质感墙面涂料、1 万吨多彩仿石墙面涂料	4.57	1.22	26.75%	2023/12/31
南通东方雨虹生产基地项目	年产 5400 万平方米改性沥青防水卷材、25 万吨砂浆	2.71	0.49	18.01%	2022/07/01
吉林东方雨虹生产基地项目	年产 4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆	1.46	1.09	74.27%	2022/03/31
年产 13.5 万吨功能薄膜项目	分两期建设，一期年产 PE 薄膜 1.2 万吨、BOPET 薄膜 3.6 万吨；二期年产 BOPP 薄膜 5.1 万吨、BOPET 薄膜 3.6 万吨	10.43	2.48	23.79%	2022/07/01
东方雨虹新材料装备研发总部基地项目	-	2.83	1.84	64.76%	2021/12/31
年产 15 万吨非织造布项目	年产 13 万吨聚酯胎基布、2 万吨玻纤纱聚酯胎基布	12.83	5.43	42.33%	2022/12/31
补充流动资金		24.00	23.90	99.58%	-
承诺投资项目总计		80.00	44.19	55.24%	

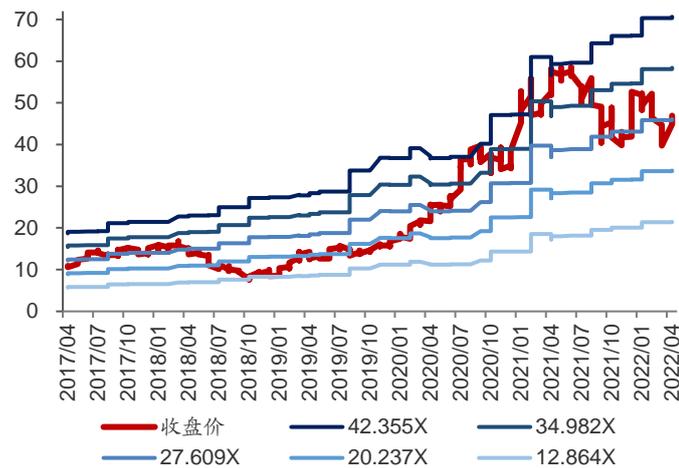
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 14 2017-2022 五百强房地产开发企业防水材料供应商首选率

2017		2018		2019		2020		2021		2022	
公司	首选率										
东方雨虹	32%	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	30%
科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%	科顺	21%	科顺	18%
宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%	北新防水	7%	北新防水	7%	北新防水	10%
卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾	8%	凯伦	7%	凯伦	7%	卓宝	10%
蓝盾	5%	卓宝	9%	卓宝	8%	卓宝	6%	三棵树	6%	雨中情	8%
大禹	4%	大禹	7%	凯伦	6%	大禹	6%	大禹防水	6%	三棵树	7%
德生	3%	德生	4%	大禹	6%	雨中情	5%	蓝盾	5%	凯伦	6%
禹王	3%	凯伦	2%	雨中情	2%	蓝盾	5%	远大洪雨	5%	大禹	4%
宇虹	2%	蜀羊	2%	金拇指	2%	三棵树	3%	宏源	1%	远大洪雨	3%
蜀羊	2%	禹王	1%	蜀羊	2%	宏源	2%	宇虹	1%	宏源	1%

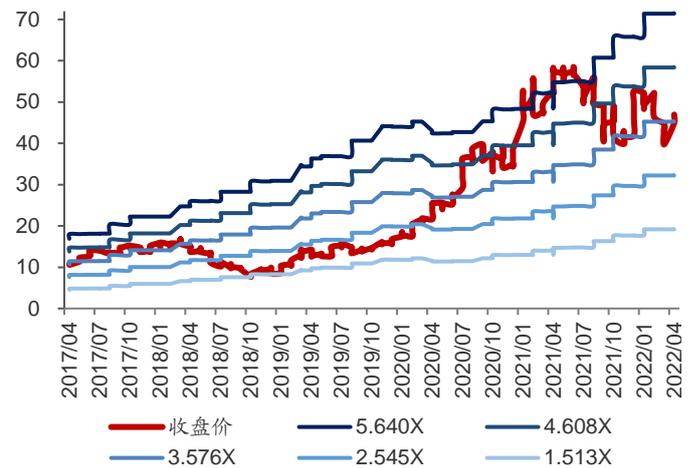
资料来源：新浪地产，优采大数据，华安证券研究所

图表 15 东方雨虹 P/E-Band



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 东方雨虹 P/S-Band



资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	35595	46995	60059	75433
现金	16446	24060	31766	40679
应收账款	8764	10732	13399	16568
其他应收款	878	770	959	1181
预付账款	1097	1134	1406	1729
存货	1421	1874	2327	2859
其他流动资产	6989	8424	10201	12418
非流动资产	14138	14911	15724	16130
长期投资	187	212	235	258
固定资产	5610	4965	4127	2996
无形资产	1654	1985	2232	2521
其他非流动资产	6688	7749	9131	10354
资产总计	49733	61906	75783	91563
流动负债	21111	28375	36024	44325
短期借款	6128	9328	12328	15128
应付账款	3618	5667	7027	8637
其他流动负债	11365	13380	16669	20560
非流动负债	1939	2357	2700	2543
长期借款	1104	1404	1664	1934
其他非流动负债	835	953	1036	609
负债合计	23050	30732	38724	46868
少数股东权益	389	389	389	389
股本	2521	2520	2520	2521
资本公积	10795	10795	10795	10795
留存收益	12979	17470	23355	30990
归属母公司股东权益	26294	30784	36670	44305
负债和股东权益	49733	61906	75783	91563

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4115	7761	8693	10512
净利润	4205	5324	6743	8518
折旧摊销	559	1785	2132	2348
财务费用	57	382	525	658
投资损失	-21	-16	0	-62
营运资金变动	-813	-54	-1094	-1325
其他经营现金流	5147	5718	8225	10218
投资活动现金流	-5651	-2622	-3048	-2782
资本支出	-4502	-2416	-2812	-2605
长期投资	-1183	-150	-153	-159
其他投资现金流	34	-56	-83	-18
筹资活动现金流	10799	2475	2061	1183
短期借款	3603	3200	3000	2800
长期借款	682	300	260	270
普通股增加	172	-1	0	0
资本公积增加	8003	0	0	0
其他筹资现金流	-1661	-1024	-1199	-1888
现金净增加额	9287	7614	7706	8913

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31934	40159	50001	61569
营业成本	22184	27581	34199	42035
营业税金及附加	213	289	355	431
销售费用	2218	2851	3550	4371
管理费用	1645	2169	2650	3226
财务费用	232	226	307	371
资产减值损失	-14	-15	-15	-20
公允价值变动收益	-50	-50	-50	-50
投资净收益	21	16	0	62
营业利润	5098	6461	8180	10327
营业外收入	20	20	23	27
营业外支出	18	24	27	26
利润总额	5100	6458	8177	10328
所得税	887	1123	1422	1796
净利润	4213	5335	6755	8532
少数股东损益	9	11	12	15
归属母公司净利润	4205	5324	6743	8518
EBITDA	5931	8458	10603	13033
EPS (元)	1.74	2.11	2.68	3.38

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	47.0%	25.8%	24.5%	23.1%
营业利润	21.3%	26.7%	26.6%	26.3%
归属于母公司净利润	24.1%	26.6%	26.6%	26.3%
获利能力				
毛利率 (%)	30.5%	31.3%	31.6%	31.7%
净利率 (%)	13.2%	13.3%	13.5%	13.8%
ROE (%)	16.0%	17.3%	18.4%	19.2%
ROIC (%)	13.0%	13.0%	13.5%	14.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.3%	49.6%	51.1%	51.2%
净负债比率 (%)	86.4%	98.6%	104.5%	104.9%
流动比率	1.69	1.66	1.67	1.70
速动比率	1.44	1.43	1.45	1.48
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.65	0.66	0.67
应收账款周转率	3.64	3.74	3.73	3.72
应付账款周转率	6.13	4.87	4.87	4.87
每股指标 (元)				
每股收益	1.74	2.11	2.68	3.38
每股经营现金流	1.63	3.08	3.45	4.17
每股净资产	10.44	12.22	14.55	17.58
估值比率				
P/E	26.98	22.15	17.49	13.84
P/B	4.50	3.83	3.22	2.66
EV/EBITDA	18.46	12.42	9.51	7.30

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。