

东方雨虹 (002271)

证券研究报告

2022年04月28日

收入维持高增长，逆势彰显龙头本色

22Q1 收入增速同比超 15%，逆势增长彰显龙头竞争力

4月27日晚公司发布22年一季报，22Q1实现营收63.1亿元，同比+17.3%，实现归母净利润3.2亿元，同比+7.1%，扣非归母净利润增速8.5%，利润低于收入增速我们预计与原材料价格大幅上涨导致毛利率下降有关。若剔除计提的股权激励摊销费用因素影响，22Q1公司归母净利润同比+20.8%，业绩符合我们和市场的预期。21H2防水行业受到地产新开工大幅下行影响，我们判断后续地产政策端的回暖有望逐步向基本面端转化，22Q2起地产前端数据或触底回暖，同时，防水新规临近落地、屋顶光伏快速增长也有望带来新增量，我们继续看好公司龙头地位以及多元化布局。

原材料涨价影响毛利率提升，提价有望传导成本压力

22Q1公司销售毛利率28.3%，同比-4.6pct，沥青等原材料价格大幅提升影响毛利率的提升，3月16日起公司卷材、涂料等主营产品价格进行调整，调整幅度为10%~20%，我们认为提价有望传导成本压力，全年有望高质量完成经营目标。21年民建集团实现收入37.9亿元，同比+93%，多品类扩张持续推进，考虑到地产仍处于下行周期，基建、城市更新、工矿仓储物流等非房领域的拓展有望形成有利的补充。

收现比保持较好水平，费用控制能力进一步增强

22Q1经营性现金净流出47.8亿元，同比多流出24.1亿元，收现比同比-0.14pct至109.1%，付现比同比+36.7pct至144.7%，收现比仍保持历史较好水平，付现比的显著提升导致CFO净额流出较多，21年公司应收账款(含票据)同比+22.3%，增速略快于收入增速，22Q1末其他应收款35.1亿元，较21Q4末8.8亿元显著增加26.3亿元，主要系公司支付履约保证金所致。22Q1公司期间费用率为19.1%，同比-0.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.01/-0.04/-0.04/-0.73pct。22Q1公司净利率4.93%，同比-0.44pct，原材料端的压力对盈利能力造成侵蚀。

多元化布局持续推进，维持“买入”评级

我们认为随着下游客户集中度提升，叠加品牌、服务、渠道、成本优势加强，公司在防水行业市占率有望持续提升，同时公司在民用建材、涂料、保温、砂浆、修缮、新能源等多元化业务布局方面也走在行业前列。我们预计公司22-24年归母净利润预测为52.8/65.0/79.8亿元，参考可比公司22年16.0倍平均PE，考虑到公司龙头地位以及新业务的快速放量，认可给予公司22年30倍PE，目标价63.0元，维持“买入”评级。

风险提示：房地产新开工大幅低于预期，油价及沥青价格大幅反弹，现金流大幅恶化等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,730.37	31,934.20	40,175.53	49,152.55	59,482.45
增长率(%)	19.70	46.96	25.81	22.34	21.02
EBITDA(百万元)	5,543.03	6,160.46	7,076.66	8,563.00	10,362.97
净利润(百万元)	3,388.87	4,204.70	5,275.15	6,502.47	7,981.86
增长率(%)	64.03	24.07	25.46	23.27	22.75
EPS(元/股)	1.34	1.67	2.09	2.58	3.17
市盈率(P/E)	33.90	27.33	21.78	17.67	14.39
市净率(P/B)	7.86	4.37	3.73	3.25	2.81
市销率(P/S)	5.29	3.60	2.86	2.34	1.93
EV/EBITDA	15.72	19.41	14.01	11.04	8.71

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	45.6元
目标价格	63.0元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,519.63
流通A股股本(百万股)	1,978.56
A股总市值(百万元)	114,895.00
流通A股市值(百万元)	90,222.33
每股净资产(元)	10.54
资产负债率(%)	41.99
一年内最高/最低(元)	64.14/36.42

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《东方雨虹-年报点评报告:龙头逆势高增长，多元化布局持续推进》2022-04-12
- 《东方雨虹-公司点评:净利润强势增长，彰显龙头本色》2022-01-15
- 《东方雨虹-公司点评:大额回购彰显中长期发展信心，龙头α有望持续演绎》2021-11-09

公司经营数据及可比公司估值表

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002372.SZ	伟星新材	298	18.73	0.75	0.77	0.95	1.12	24.97	24.32	19.72	16.72
603737.SH	三棵树	260	69.12	1.87	0.28	2.95	4.27	36.96	246.86	23.43	16.19
300737.SZ	科顺股份	123	10.39	1.46	0.73	1.10	1.45	7.12	14.23	9.45	7.17
300715.SZ	凯伦股份	44	11.45	1.63	0.67	1.01	1.38	7.02	17.09	11.34	8.30
	平均							19.02	75.63	15.98	12.09
002271.SZ	东方雨虹	1,149	45.60	1.34	1.67	2.10	2.58	33.90	27.33	21.74	17.67

注: 数据截至 20220427 收盘, 除东方雨虹外, 其余公司 EPS 为 Wind 一致预测;

资料来源: Wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,015.75	16,446.31	13,340.48	17,198.06	21,859.57
应收票据及应收账款	7,651.44	10,421.40	15,915.89	16,852.47	22,472.04
预付账款	448.80	1,096.95	891.75	1,514.70	1,401.50
存货	1,199.14	1,420.55	1,721.15	1,924.68	2,252.72
其他	2,169.07	3,507.81	5,036.06	8,363.10	6,377.66
流动资产合计	17,484.21	32,893.01	36,905.34	45,853.01	54,363.49
长期股权投资	165.91	186.65	186.65	186.65	186.65
固定资产	4,755.15	5,609.59	5,111.79	4,613.99	4,116.19
在建工程	711.60	2,093.95	2,093.95	2,093.95	2,093.95
无形资产	1,491.34	1,653.57	1,611.34	1,569.11	1,526.88
其他	1,335.22	4,594.07	2,984.94	3,765.30	3,368.43
非流动资产合计	8,459.22	14,137.84	11,988.67	12,229.00	11,292.10
资产总计	27,846.65	49,733.23	48,894.01	58,082.01	65,655.59
短期借款	2,524.67	6,127.83	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,643.31	5,943.08	6,036.95	8,671.44	9,023.62
其他	3,886.75	5,816.40	10,981.31	12,941.29	14,587.99
流动负债合计	10,054.73	17,887.31	17,018.26	21,612.73	23,611.61
长期借款	421.70	1,103.75	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	461.50	835.00	648.25	741.62	694.94
非流动负债合计	883.20	1,938.74	648.25	741.62	694.94
负债合计	13,015.67	23,049.57	17,666.51	22,354.35	24,306.55
少数股东权益	216.60	389.27	387.44	398.85	412.86
股本	2,349.16	2,521.20	2,519.63	2,519.63	2,519.63
资本公积	2,791.72	10,794.55	10,794.55	10,794.55	10,794.55
留存收益	9,849.36	13,296.99	17,778.50	22,330.23	27,917.53
其他	(375.86)	(318.35)	(252.63)	(315.61)	(295.53)
股东权益合计	14,830.98	26,683.66	31,227.50	35,727.65	41,349.04
负债和股东权益总计	27,846.65	49,733.23	48,894.01	58,082.01	65,655.59

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	3,386.81	4,213.31	5,275.15	6,502.47	7,981.86
折旧摊销	485.82	518.24	540.03	540.03	540.03
财务费用	260.62	56.61	(58.84)	(165.32)	(211.44)
投资损失	(207.70)	(21.32)	(73.00)	(65.70)	(59.13)
营运资金变动	(542.88)	(4,197.49)	(1,001.10)	(1,141.92)	(1,466.00)
其它	569.03	3,545.33	3.11	21.81	25.79
经营活动现金流	3,951.70	4,114.68	4,685.35	5,691.37	6,811.12
资本支出	1,542.83	2,618.97	186.75	(93.37)	46.69
长期投资	165.91	20.74	0.00	0.00	0.00
其他	(3,452.50)	(8,290.38)	(124.25)	148.05	0.86
投资活动现金流	(1,743.76)	(5,650.66)	62.50	54.67	47.55
债权融资	(2,118.81)	3,781.11	(7,124.51)	130.16	183.31
股权融资	1,232.94	8,232.39	(729.17)	(2,018.62)	(2,380.48)
其他	67.78	(1,214.28)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(818.10)	10,799.21	(7,853.68)	(1,888.46)	(2,197.17)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,389.83	9,263.22	(3,105.84)	3,857.58	4,661.51

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,730.37	31,934.20	40,175.53	49,152.55	59,482.45
营业成本	13,680.83	22,184.43	28,005.26	34,209.54	41,260.33
营业税金及附加	185.90	212.50	241.05	294.92	356.89
销售费用	1,787.69	2,217.74	2,731.94	3,342.37	4,044.81
管理费用	1,260.58	1,644.55	2,048.95	2,506.78	3,033.61
研发费用	463.65	559.31	703.65	860.88	1,041.80
财务费用	379.86	231.84	(58.84)	(165.32)	(211.44)
资产/信用减值损失	(263.85)	(264.98)	(243.70)	(253.70)	(233.00)
公允价值变动收益	0.89	(49.58)	5.25	5.51	5.79
投资净收益	207.70	21.32	73.00	65.70	59.13
其他	(176.38)	78.83	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,203.51	5,098.24	6,338.07	7,920.89	9,788.37
营业外收入	13.76	20.27	54.84	15.00	15.00
营业外支出	61.96	18.34	10.00	45.00	45.00
利润总额	4,155.32	5,100.16	6,382.91	7,890.89	9,758.37
所得税	768.51	886.85	1,109.90	1,372.12	1,756.51
净利润	3,386.81	4,213.31	5,273.01	6,518.77	8,001.87
少数股东损益	(2.06)	8.61	(2.14)	16.30	20.00
归属于母公司净利润	3,388.87	4,204.70	5,275.15	6,502.47	7,981.86
每股收益(元)	1.34	1.67	2.09	2.58	3.17

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	19.70%	46.96%	25.81%	22.34%	21.02%
营业利润	60.34%	21.29%	24.32%	24.97%	23.58%
归属于母公司净利润	64.03%	24.07%	25.46%	23.27%	22.75%
获利能力					
毛利率	37.04%	30.53%	30.29%	30.40%	30.63%
净利率	15.60%	13.17%	13.13%	13.23%	13.42%
ROE	23.19%	15.99%	17.10%	18.41%	19.50%
ROIC	38.74%	41.56%	39.79%	42.41%	52.60%
偿债能力					
资产负债率	46.74%	46.35%	36.13%	38.49%	37.02%
净负债率	-18.00%	-34.06%	-42.16%	-47.74%	-52.59%
流动比率	1.60	1.69	2.17	2.12	2.30
速动比率	1.50	1.62	2.07	2.03	2.21
营运能力					
应收账款周转率	2.96	3.53	3.05	3.00	3.03
存货周转率	13.52	24.38	25.58	26.96	28.48
总资产周转率	0.86	0.82	0.81	0.92	0.96
每股指标(元)					
每股收益	1.34	1.67	2.09	2.58	3.17
每股经营现金流	1.57	1.63	1.86	2.26	2.70
每股净资产	5.80	10.44	12.24	14.02	16.25
估值比率					
市盈率	33.90	27.33	21.78	17.67	14.39
市净率	7.86	4.37	3.73	3.25	2.81
EV/EBITDA	15.72	19.41	14.01	11.04	8.71
EV/EBIT	17.19	21.12	15.17	11.78	9.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com