开源证券

建筑材料/其他建材

东方雨虹（002271.SZ） 业绩稳健增长，受益稳增长及新项目布局

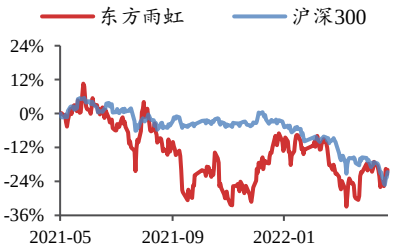
2022 年 05 月 02 日

——公司 2021 年报&2022 年一季报点评

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/29
当前股价(元)	45.35
一年最高最低(元)	64.14/36.42
总市值(亿元)	1,142.65
流通市值(亿元)	897.28
总股本(亿股)	25.20
流通股本(亿股)	19.79
近 3 个月换手率(%)	69.91

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-防水龙头地位稳固，BIPV 贡献新成长》-2022.2.15

张绪成（分析师）
zhangxucheng@kysec.cn
证书编号：S0790520020003

● 业绩稳健增长，受益稳增长及新项目布局。维持“买入”评级

公司发布年报，2021 年实现营收 319.3 亿元，同比+47.0%，归母净利润 42.0 亿元，同比+24.1%，扣非净利润 38.7 亿元，同比+25.1%。同时，公司发布一季报，2022 年 Q1 实现营收 63.1 亿元，同比+17.3%，归母净利润 3.2 亿元，同比+7.07%，扣非净利润 3.0 亿元，同比+8.5%；公司承担股权激励费用 0.63 亿元，同比+181.1%，剔除股权激励摊销费用影响，2022 年 Q1 归母净利润同比+20.83%。在房地产行业政策持续收紧以及建材原材料价格大幅上涨的背景下，公司内生竞争力尽显，业绩逆势高增长。受益于基建地产双重发力，短期需求修复可期，长期成长逻辑不变。考虑到地产基建尚处于行业底部，我们下调 2022-2023 年盈利预测并新增 2024 年预测，预计 2022-2024 年归母净利润 50.6/65.3/80.1 亿元（前值 2022-2023 业绩为 56.9/72.1 亿），同比增长 20.4%/29.1%/22.6%；EPS 分别为 2.01/2.59/3.18 元，对应当前股价，PE 为 22.6/17.5/14.3 倍。**维持“买入”评级。**

● 毛利率阶段性承压，提价有望传导成本压力

2021 年公司销售毛利率 30.5%，同比下降 6.5pct；2022 年 Q1 公司销售毛利率 28.3%，同比下降 4.6pct，环比下降 2.0pct。分行业分析，公司 2021 年防水材料销售、工程施工、其他业务的毛利率分别为 32.2%、28.4%、16.1%，同比下降 7.6pct、0.1pct、3.7pct。公司毛利率下降主要受沥青、聚醚、改性剂等原材料经历大幅涨价且维持高位运行所致，2021 年直接材料占防水业务营业成本的比例为 88.91%，同比增长 2.52pct。公司自 2022 年 3 月 16 日上调主营产品价格，逐步将成本压力传导至终端，盈利能力有望修复。

● 当前有望受益稳增长政策，产能渠道扩张及 TPO 贡献成长

当前受益稳增长政策：中央政治局会议定调稳增长，支持各地从实际出发完善房地产政策，中央财经会议提出适度超前布局全面基建；在稳增长的大背景下，政府专项债重点支持基础设施建设，推动基建持续回暖，房地产调控政策短期松动，提振行业信心；受益于地产基建双重发力，短期需求修复可期。**产能渠道扩张及 TPO 贡献成长：**公司防水业务具备显著的规模优势，产能加速布局和渠道扩张将进一步夯实防水龙头地位；公司开展多品类扩展，与主业协同发展，补足 C 端增长动力；在双碳目标背景下建筑光伏一体化将成为分布式光伏的主流，公司深耕 TPO 防水卷材技术研发，先发优势显著，同时与晶澳科技、信义电源、瑞和股份开展 TPO 光伏一体化合作，积极开拓市场，有望开辟第二增长曲线。

● 风险提示：原材料成本上涨；新增产能投产不及预期；政策红利不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,730	31,934	40,160	50,489	63,340
YOY(%)	19.7	47.0	25.8	25.7	25.5
归母净利润(百万元)	3,389	4,205	5,062	6,533	8,007
YOY(%)	64.0	24.1	20.4	29.1	22.6
毛利率(%)	37.0	30.5	32.7	33.0	32.6
净利率(%)	15.6	13.2	12.6	12.9	12.6
ROE(%)	22.8	15.8	16.3	17.4	17.6
EPS(摊薄/元)	1.34	1.67	2.01	2.59	3.18
P/E(倍)	33.7	27.2	22.6	17.5	14.3
P/B(倍)	7.8	4.3	3.7	3.1	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	19,387	35,595	46,248	51,544	69,855
现金	6,016	16,446	23,411	25,940	36,771
应收票据及应收账款	7,651	10,421	14,543	16,239	22,129
其他应收款	327	878	424	1,253	877
预付账款	449	1,097	820	1,582	1,444
存货	1,199	1,421	2,998	2,135	4,198
其他流动资产	3,745	5,332	4,052	4,395	4,437
非流动资产	8,459	14,138	15,150	16,097	16,981
长期投资	166	187	252	320	379
固定资产	4,755	5,610	7,293	8,496	9,475
无形资产	1,491	1,654	1,616	1,578	1,540
其他非流动资产	2,047	6,688	5,989	5,703	5,587
资产总计	27,847	49,733	61,398	67,640	86,836
流动负债	12,132	21,111	28,829	28,680	40,022
短期借款	2,525	6,128	6,128	6,128	6,128
应付票据及应付账款	3,643	5,943	6,839	8,839	10,854
其他流动负债	5,964	9,040	15,862	13,713	23,041
非流动负债	883	1,939	1,579	1,439	1,286
长期借款	422	1,104	1,004	834	665
其他非流动负债	461	835	576	605	621
负债合计	13,016	23,050	30,409	30,119	41,308
少数股东权益	217	389	389	389	389
股本	2,349	2,521	2,521	2,521	2,521
资本公积	2,792	10,795	10,795	10,795	10,795
留存收益	9,849	13,297	17,346	22,572	28,978
归属母公司股东权益	14,614	26,294	30,600	37,132	45,139
负债和股东权益	27,847	49,733	61,398	67,640	86,836

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,730	31,934	40,160	50,489	63,340
营业成本	13,681	22,184	27,023	33,823	42,715
营业税金及附加	186	213	321	404	507
营业费用	1,788	2,218	3,213	4,039	5,067
管理费用	1,261	1,645	2,410	3,029	3,800
研发费用	464	559	803	1,010	1,267
财务费用	380	232	242	243	245
资产减值损失	-46	-14	-25	-25	-25
其他收益	287	508	- 0	- 0	- 0
公允价值变动收益	1	-50	- 0	- 0	- 0
投资净收益	208	21	- 0	- 0	- 0
资产处置收益	-0	0	- 0	- 0	- 0
营业利润	4,204	5,098	6,173	7,967	9,764
营业外收入	14	20	- 0	- 0	- 0
营业外支出	62	18	- 0	- 0	- 0
利润总额	4,155	5,100	6,173	7,967	9,764
所得税	769	887	1,111	1,434	1,758
净利润	3,387	4,213	5,062	6,533	8,007
少数股东损益	-2	9	- 0	- 0	- 0
归母净利润	3,389	4,205	5,062	6,533	8,007
EBITDA	4,668	5,641	6,631	8,440	10,208
EPS(元)	1.34	1.67	2.01	2.59	3.18

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	19.7	47.0	25.8	25.7	25.5
营业利润(%)	60.3	21.3	21.1	29.1	22.6
归属于母公司净利润(%)	64.0	24.1	20.4	29.1	22.6
获利能力					
毛利率(%)	37.0	30.5	32.7	33.0	32.6
净利率(%)	15.6	13.2	12.6	12.9	12.6
ROE(%)	22.8	15.8	16.3	17.4	17.6
ROIC(%)	18.6	12.3	13.0	14.2	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	46.7	46.3	49.5	44.5	47.6
净负债比率(%)	-15.3	-31.1	-50.4	-48.8	-64.3
流动比率	1.6	1.7	1.6	1.8	1.7
速动比率	1.2	1.3	1.3	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	3.0	3.5	3.2	3.3	3.3
应付账款周转率	3.9	4.6	4.2	4.3	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.67	2.01	2.59	3.18
每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	1.63	3.93	1.81	5.14
每股净资产(最新摊薄)	5.80	10.44	12.14	14.74	17.91
估值比率					
P/E	33.7	27.2	22.6	17.5	14.3
P/B	7.8	4.3	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	24.0	18.8	14.9	11.4	8.4

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,952	4,115	9,903	4,566	12,959
净利润	3,387	4,213	5,062	6,533	8,007
折旧摊销	486	518	569	706	846
财务费用	380	232	242	243	245
投资损失	-208	-21	- 0	- 0	- 0
营运资金变动	-371	-1,082	4,047	-2,916	3,861
其他经营现金流	278	254	-17	- 0	- 0
投资活动现金流	-1,744	-5,651	-1,582	-1,653	-1,730
资本支出	1,524	4,502	960	22,462	22,462
长期投资	-431	-1,085	-66	-63	-59
其他投资现金流	-651	-2,234	-687	20,746	20,673
筹资活动现金流	-818	10,799	-1,356	-383	-398
短期借款	-568	3,603	- 0	- 0	- 0
长期借款	-1,571	682	-100	-170	-168
普通股增加	861	172	- 0	- 0	- 0
资本公积增加	1,441	8,003	- 0	- 0	- 0
其他筹资现金流	-982	-1,661	-1,256	-213	-230
现金净增加额	1,360	9,287	6,965	2,529	10,831

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn