

东方雨虹 (002271.SZ) 业绩短期承压，逆势扩张增强竞争力

2022年08月23日

——2022年中报点评

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

陈晨（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

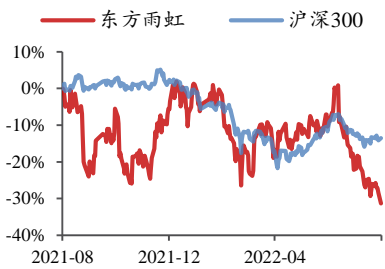
chenchen1@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790522040001

日期	2022/8/22
当前股价(元)	35.25
一年最高最低(元)	53.18/34.43
总市值(亿元)	888.17
流通市值(亿元)	697.45
总股本(亿股)	25.20
流通股本(亿股)	19.79
近3个月换手率(%)	89.52

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩稳健增长，受益稳增长及新项目布局—公司2021年报&2022年一季报点评》-2022.5.3

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

● 业绩短期承压，逆势扩张增强竞争力。维持“买入”评级

公司发布半年度报告，2022年上半年实现营收153.07亿元，同比+7.57%，归母净利润9.66亿元，同比-37.13%，扣非净利润8.90亿元，同比-38.48%。其中，2022年Q2实现营收89.98亿元，同比+1.65%，归母净利润6.49亿元，同比-47.68%，扣非净利润5.94亿元，同比-49.42%。2022年上半年受疫情影响，下游房地产和基建需求疲软，叠加俄乌冲突导致沥青等主要原材料价格维持高位震荡的态势，公司业绩短期承压。房地产政策“组合拳”精准聚焦“稳增长”的主基调，同时政府加速落实专项债资金投放，抢抓三季度施工旺季，加速形成实物工作量，下游需求有望逐步修复。我们下调盈利预测，预计2022-2024年实现归母净利润32.9（前值50.6）/48.9（前值65.3）/68.7（前值80.9）亿元，同比-21.70%/+48.48%/+40.62%；EPS分别为1.31/1.94/2.73元，对应当前股价，PE为34.7/23.4/16.6倍。公司加速布局产能，进一步加固规模化优势、品牌优势、渠道优势、议价优势等核心竞争力，两次提价将逐步传导成本压力，下半年公司业绩有望持续改善。维持“买入”评级。

● 盈利能力阶段性承压，议价优势助力成本压力传导

2022年上半年公司销售毛利率为26.91%，同比下降4.70pct；其中2022年Q2销售毛利率为25.94%，同比下降4.91pct，环比下降2.34pct。分产品分析，2022年上半年公司防水卷材、防水涂料、工程施工的毛利率分别为27.29%、30.14%、26.67%，同比下降5.77pct、4.59pct、1.90pct。随着俄乌冲突加剧，沥青等大宗材料价格大幅上涨，2022年6月华东地区SBS改性沥青主流价达到峰值5600元/吨，较年初增长45.45%，近期沥青价格虽有所回落，但仍呈现高位震荡的态势，成本端压力较大。公司分别于3月16日、6月22日上调防水产品价格，逆周期议价能力凸显，逐步将成本压力传导至终端，下半年盈利能力有望修复。

● 财务稳健助力逆势扩张，规模化优势渐筑高

相比于其他建材企业，公司财务状况较稳健，2022年上半年资产负债率为42.47%，同比增加8.36pct；EBITDA保障倍数为35.10，同比下降17.91%。财务稳健助力公司逆势扩张，2022年新建呼和浩特、泉州、武汉、南阳、南宁、福州六大生产基地，总投资金额达78亿元，加固规模化优势：一方面，产能布局持续完善，进一步扩大产品辐射半径；另一方面，生产基地区位优势显著，陆运、水运条件便利，有效控制运输费用，成本优势进一步凸显。在防水新标即将出台以及沥青价格持续高位震荡的背景下，防水行业将加速出清落后产能，公司逆势扩张助力规模化优势凸显，市场份额有望快速提升。

● 风险提示：原材料成本上涨；基建项目进展不及预期；房地产复苏不及预期。

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	36,979	46,178	56,048
YOY(%)	19.7	47.0	15.8	24.9	21.4
净利润(百万元)	3,389	4,205	3,292	4,888	6,873
YOY(%)	64.0	24.1	-21.7	48.5	40.6
毛利率(%)	37.0	30.5	28.0	30.4	32.7
净利率(%)	15.6	13.2	8.9	10.6	12.3
ROE(%)	22.8	15.8	11.3	14.7	17.4
EPS(摊薄/元)	1.34	1.67	1.31	1.94	2.73
P/E(倍)	33.7	27.2	34.7	23.4	16.6
P/B(倍)	7.8	4.3	4.0	3.5	2.9

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)						利润表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	19,387	35,595	44,051	46,009	59,681	营业收入	21,730	31,934	36,979	46,178	56,048
现金	6,016	16,446	23,514	21,341	31,415	营业成本	13,681	22,184	26,608	32,117	37,702
应收票据及应收账款	7,651	10,421	12,565	15,587	18,364	营业税金及附加	186	213	296	369	448
其他应收款	327	878	321	1,213	671	营业费用	1,788	2,218	3,143	3,925	4,764
预付账款	449	1,097	668	1,528	1,149	管理费用	1,261	1,645	2,404	3,002	3,643
存货	1,199	1,421	2,930	1,944	3,645	研发费用	464	559	740	924	1,121
其他流动资产	3,745	5,332	4,052	4,395	4,437	财务费用	380	232	242	243	245
非流动资产	8,459	14,138	15,150	16,097	16,981	资产减值损失	-46	-14	-500	-400	-300
长期投资	166	187	252	320	379	其他收益	287	508	-0	-0	-0
固定资产	4,755	5,610	7,293	8,496	9,475	公允价值变动收益	1	-50	-0	-0	-0
无形资产	1,491	1,654	1,616	1,578	1,540	投资净收益	208	21	-0	-0	-0
其他非流动资产	2,047	6,688	5,989	5,703	5,587	资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
资产总计	27,847	49,733	59,201	62,106	76,662	营业利润	4,204	5,098	4,048	5,998	8,424
流动负债	12,132	21,111	28,396	27,300	35,878	营业外收入	14	20	15	15	15
短期借款	2,525	6,128	6,128	6,128	6,128	营业外支出	62	18	40	40	40
应付票据及应付账款	3,643	5,943	6,643	8,246	9,137	利润总额	4,155	5,100	4,023	5,973	8,399
其他流动负债	5,964	9,040	15,625	12,926	20,613	所得税	769	887	724	1,075	1,512
非流动负债	883	1,939	1,579	1,439	1,286	净利润	3,387	4,213	3,299	4,898	6,887
长期借款	422	1,104	1,004	834	665	少数股东损益	-2	9	7	10	14
其他非流动负债	461	835	576	605	621	归属母公司净利润	3,389	4,205	3,292	4,888	6,873
负债合计	13,016	23,050	29,975	28,739	37,163	EBITDA	4,668	5,641	4,479	6,503	8,967
少数股东权益	217	389	396	406	419	EPS(元)	1.34	1.67	1.31	1.94	2.73
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	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	9,849	13,297	15,936	19,854	25,364	成长能力					
归属母公司股东权益	14,614	26,294	28,830	32,962	39,079	营业收入(%)	19.7	47.0	15.8	24.9	21.4
负债和股东权益	27,847	49,733	59,201	62,106	76,662	营业利润(%)	60.3	21.3	-20.6	48.2	40.4
						归属于母公司净利润(%)	64.0	24.1	-21.7	48.5	40.6
						获利能力					
						毛利率(%)	37.0	30.5	28.0	30.4	32.7
						净利率(%)	15.6	13.2	8.9	10.6	12.3
						ROE(%)	22.8	15.8	11.3	14.7	17.4
						ROIC(%)	18.6	12.3	8.8	11.7	14.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	46.7	46.3	50.6	46.3	48.5
						净负债比率(%)	-15.3	-31.1	-53.8	-41.1	-60.6
						流动比率	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7
						速动比率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
						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	1.31	1.94	2.73
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	1.63	3.97	0.25	5.14
						每股净资产(最新摊薄)	5.80	10.44	11.44	13.08	15.51
						估值比率					
						P/E	33.7	27.2	34.7	23.4	16.6
						P/B	7.8	4.3	4.0	3.5	2.9
						EV/EBITDA	24.0	18.8	22.1	15.5	10.1

现金流量表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,952	4,115	10,006	619	12,958
净利润	3,387	4,213	3,299	4,898	6,887
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	5,914	-5,227	4,980
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	-1,140	-1,155
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	-970	-986
现金净增加额	1,360	9,287	7,068	-2,173	10,073

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（underperform）	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（underperform）	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