

## 东方雨虹

002271

审慎增持 (维持)

## 成本上涨拖累业绩，民建业务高增长

2022年08月23日

## 市场数据

市场数据日期	2022-08-22
收盘价(元)	35.25
总股本(百万股)	2519.64
流通股本(百万股)	1978.57
总市值(百万元)	88816.86
流通市值(百万元)	69744.24
净资产(百万元)	26251.44
总资产(百万元)	46335.99
每股净资产(元)	10.42

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证建材】东方雨虹 2022 一季报点评: 收入稳健增长, 原材料导致毛利率下降》2022-04-28

《【兴证建材】东方雨虹 2021 年报点评: 防水业务高增长, 非房及民建业务值得期待》2022-04-12

《【兴证建材】东方雨虹 2021 中报点评: 高速增长, 控费突出》2021-08-10

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

研究助理:

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31934	36306	42880	50741
同比增长	47.0%	13.7%	18.1%	18.3%
归母净利润(百万元)	4205	3957	4883	5946
同比增长	24.1%	-5.9%	23.4%	21.8%
毛利率	30.5%	28.3%	29.0%	29.4%
净利率	13.2%	10.9%	11.4%	11.7%
净资产收益率	16.0%	13.4%	14.6%	15.5%
每股收益(元)	1.67	1.57	1.94	2.36
每股经营现金流(元)	1.63	1.24	1.77	2.19

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **公司披露 2022 半年报**, 实现营收 153.07 亿元, 同比+7.57%, 实现归母净利 9.66 亿元, 同比-37.13%, 扣非后归母净利 8.9 亿元, 同比-38.48%。其中, 二季度实现营收 89.98 亿元, 同比+1.65%, 归母净利 6.49 亿元, 同比-47.68%, 扣非后归母净利 5.94 亿元, 同比-49.42%。上半年销售净利率 6.19%, 同比-4.56 个百分点, Q2 净利率 7.07%, 同比-6.94 个百分点。
- **2022 年上半年分产品来看**, 公司的防水卷材、防水涂料、防水施工、其他收入、材料销售分别实现营业收入 71.03、55.66、14.39、5.98、6.0 亿元, 分别同比变动+1.13%、+19.86%、+0.66%、+6.29%、+5.48%, 民建集团实现营业收入 32.55 亿元, 同比增长 83%, 防水卷材为销售主要产品, 占主营收入的 46.41%, 同比减少 2.96pct。
- **公司 2022 年上半年期间费用占比为 16.35%, 较去年同期+1.24 个百分点**。1) 销售费用率 8.17%, 同比+0.67 个百分点; 2) 管理费用率 6.07%, 同比+0.56 个百分点; 3) 财务费用率 0.47%, 同比-0.2 个百分点; 4) 研发费用率 1.64%, 同比+0.22 个百分点。
- **公司期末资产负债率 42.47%, 上年同期为 34.11%**。短期借款 48.65 亿元 (21 年同期 5.7 亿元), 长期借款 5.08 亿元 (21 年同期 8.75 亿元)。
- **公司 2022 年上半年经营性现金流净额为-69.8 亿元, 较去年同期-34.9 亿元; 每股经营性现金流净额为-2.77 元/股, 同比-1.39 元/股**。从收、付现比的角度来看, 公司 2022 年上半年收、付现比分别为 84.97%、135.93%, 分别较上年同期变动-3.46、+14.45 个百分点。
- **现金流方面**, 经营活动产生的现金流量净额-69.8 亿元, 同比-99.98%; 投资活动产生的现金流量净额-14.89 亿元, 同比+47.75%; 筹资活动产生的现金流量净额-22.37 亿元, 同比-142.01%。
- **盈利预测**: 我们调整盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利 39.57、48.83、59.46 亿元, 根据 8 月 22 日股价对应 PE 分别为 22.4X、18.2X、14.9X, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示: 房地产竣工持续下行; 原材料价格大幅上涨; 应收账款带来坏账损失的风险; 新业务拓展不及预期; 竞争加剧导致毛利率下行。**

## 报告正文

## 事件

- 公司披露 2022 半年报, 实现营收 153.07 亿元, 同比+7.57%, 实现归母净利润 9.66 亿元, 同比-37.13%, 扣非后归母净利 8.9 亿元, 同比-38.48%。其中, 二季度实现营收 89.98 亿元, 同比+1.65%, 归母净利 6.49 亿元, 同比-47.68%, 扣非后归母净利 5.94 亿元, 同比-49.42%。上半年销售净利率 6.19%, 同比-4.56 个百分点, Q2 净利率 7.07%, 同比-6.94 个百分点。

## 点评

- 公司披露 2022 半年报, 实现营收 153.07 亿元, 同比+7.57%。
  - 1) 分产品来看, 公司的防水卷材、防水涂料、防水施工、其他收入、材料销售分别实现营业收入 71.03、55.66、14.39、5.98、6.0 亿元, 分别同比变动 +1.13%、+19.86%、+0.66%、+6.29%、+5.48%, 民建集团实现营业收入 32.55 亿元, 同比增长 83%; 防水卷材为销售主要产品, 占主营收入的 46.41%, 占比同比减少 2.96pct; 防水涂料同比增速高, 主要系建筑修缮、保温、砂浆粉料、建筑涂料等业务在财报中归入防水涂料统计, 零售端持续高速发展及德爱威涂料、特种砂浆粉料等非防水业务仍然保持较快的增长趋势所致。
  - 2) 分季度来看, 公司 Q1、Q2 分别实现营业收入 63.09 亿元、89.98 亿元, 分别较去年同期变动+17.31%、+1.65%, Q2 增速放缓主要系受国内新冠肺炎疫情反复影响。
  - 3) 分地区来看, 国内、国外分别实现营业收入 149.57、3.49 亿元, 同比+6.62%、+74.06%。
- 2022 年上半年公司实现综合毛利率 26.91%, 较去年同期-4.7pct, 主要是受沥青等大宗材料价格上涨所致。
  - 1) 分产品来看, 公司的防水卷材、防水涂料、防水施工的毛利率分别为 27.29%、30.14%、26.67%, 分别同比变动-5.76pct、-4.59pct、-1.89pct, 防水卷材、防水涂料毛利率同比大幅下降主要系受沥青等大宗材料价格上涨所致。
  - 2) 分季度来看, 公司 Q1、Q2 分别实现毛利率 28.28%、25.94%, 分别较去年同期变动-4.58pct、-4.91pct。
  - 3) 分地区来看, 中国境内地区毛利率为 26.92%, 同比-4.70pct。
- 公司 2022 年上半年期间费用占比为 16.35%, 较去年同期+1.24 个百分点。
  - 1) 销售费用率 8.17%, 同比+0.67 个百分点, 销售费用同比+17.14%, 主要系人工费、促销费、广告宣传费用等增加所致;
  - 2) 管理费用率 6.07%, 同比+0.56 个百分点, 管理费用同比+18.41%, 主要系公司人工费用、股权激励摊销费用、咨询费等费用增加所致;
  - 3) 财务费用率 0.47%, 同比-0.2 个百分点, 财务费用同比-24.88%, 主要系本年偿还借款导致利息费用减少所致;

- 4) 研发费用率 1.64%，同比+0.22 个百分点，研发费用同比+24.09%。
- 公司期末资产负债率 42.47%，上年为 34.11%。短期借款 48.65 亿元（21 年同期 5.7 亿元）；长期借款 5.08 亿元（21 年同期 8.75 亿元）；应收账款 129.54 亿元（21 年末 87.64 亿元），主要是上半年回款少于收入的增长，公司回款集中在下半年。
  - 公司 2022 年上半年经营性现金流净额为-69.8 亿元，较去年同期-34.9 亿元；每股经营性现金流净额为-2.77 元/股，同比-1.39 元/股。从收、付现比的角度来看，公司 2022 年上半年收、付现比分别为 84.97%、135.93%，分别较上年同期变动-3.46、+14.45 个百分点。
  - 现金流方面，经营活动产生的现金流量净额-69.8 亿元，同比-99.98%，主要系报告期原材料价格大幅上涨导致当期采购支出增加较多；投资活动产生的现金流量净额-14.89 亿元，同比+47.75%，主要系本期购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加以及投资收到的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额-22.37 亿元，同比-142.01%，主要是因为上期公司收到定向增发资金所致。

**深化省区一体化经营，非房零售延续高增长。**公司聚焦建筑防水行业，向民用建材、建筑涂料、特种砂浆、建筑粉料、节能保温、建筑修缮等领域延伸，利用依托于防水主业所积累的客户资源、销售渠道的协同性及良好的品牌影响力，快速发展非防水业务。工程业务上，公司深化省区一体化经营，推动“弱总部、强腰部、壮大底部”的组织构架变革，打破渠道壁垒，经营管理职能进一步下沉，加强所属区域市场覆盖；零售业务上，民建集团聚焦防水防潮系统和铺贴美缝系统的双主业发展战略，2022 年上半年，民建集团实现营业收入 32.55 亿元，同比增长 83%，其中防水涂料产品线较上年同期增长 50%，瓷砖胶产品线较上年同期增长 110%，美缝剂等其他品类的产品线亦均实现翻倍增长；此外，德爱威建筑涂料零售实现营业收入 3.52 亿元，同比增长 47%。

**盈利预测：**我们调整盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利 39.57、48.83、59.46 亿元，根据 8 月 22 日股价对应 PE 分别为 22.4X、18.2X、14.9X，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：**房地产竣工持续下行；原材料价格大幅上涨；应收账款带来坏账损失的风险；新业务拓展不及预期；竞争加剧导致毛利率下行。

## 附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	35595	37380	41741	47465	<b>营业收入</b>	31934	36306	42880	50741
货币资金	16446	16493	17954	20093	营业成本	22184	26045	30434	35819
交易性金融资产	105	159	165	153	税金及附加	213	236	279	330
应收票据及应收账款	10421	12524	14577	17219	销售费用	2218	2505	2916	3400
预付款项	1097	1130	1328	1595	管理费用	1645	1839	2173	2506
存货	1421	2348	2466	2910	研发费用	559	581	686	812
其他	6105	4726	5251	5496	财务费用	232	254	343	457
<b>非流动资产</b>	14138	14042	15822	17296	其他收益	508	406	426	448
长期股权投资	187	149	164	163	投资收益	21	23	26	28
固定资产	5610	7667	9207	10472	公允价值变动收益	-50	-40	-32	-25
在建工程	2094	1414	1128	1012	信用减值损失	-251	-377	-452	-543
无形资产	1654	1872	2100	2307	资产减值损失	-14	-18	-43	-51
商誉	141	141	141	141	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	35	25	15	6	<b>营业利润</b>	5098	4840	5975	7275
其他	4418	2775	3067	3195	营业外收入	20	47	56	66
<b>资产总计</b>	49733	51422	57563	64761	营业外支出	18	33	39	46
<b>流动负债</b>	21111	19055	20863	22491	<b>利润总额</b>	5100	4855	5992	7296
短期借款	6128	4927	5327	5194	所得税	887	898	1108	1350
应付票据及应付账款	5943	6751	7794	9366	净利润	4213	3957	4883	5946
其他	9040	7377	7742	7931	少数股东损益	9	0	0	0
<b>非流动负债</b>	1939	2461	2901	3446	<b>归属母公司净利润</b>	4205	3957	4883	5946
长期借款	1104	1563	2097	2605	<b>BPS(元)</b>	1.67	1.57	1.94	2.36
其他	835	898	804	841					
<b>负债合计</b>	23050	21516	23764	25937	<b>主要财务比率</b>				
股本	2521	2520	2520	2520	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
资本公积	10795	10795	10795	10795	<b>成长性</b>				
未分配利润	12904	16016	19838	24752	营业收入增长率	47.0%	13.7%	18.1%	18.3%
少数股东权益	389	389	389	389	营业利润增长率	21.3%	-5.1%	23.4%	21.8%
<b>股东权益合计</b>	26684	29906	33799	38824	归母净利润增长率	24.1%	-5.9%	23.4%	21.8%
<b>负债及权益合计</b>	49733	51422	57563	64761	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	30.5%	28.3%	29.0%	29.4%
<b>现金流量表</b>				单位:百万元	净利率	13.2%	10.9%	11.4%	11.7%
<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	ROE	16.0%	13.4%	14.6%	15.5%
归母净利润	4205	3957	4883	5946	<b>偿债能力</b>				
折旧和摊销	518	622	827	1016	资产负债率	46.3%	41.8%	41.3%	40.0%
资产减值准备	265	190	189	237	流动比率	1.69	1.96	2.00	2.11
资产处置损失	-0	-0	-0	-0	速动比率	1.62	1.84	1.88	1.98
公允价值变动损失	50	40	32	25	<b>营运能力</b>				
财务费用	57	254	343	457	资产周转率	82.3%	71.8%	78.7%	83.0%
投资损失	-21	-23	-26	-28	应收账款周转率	387.0%	344.4%	347.4%	349.4%
少数股东损益	9	0	0	0	存货周转率	1688.1%	1378.0%	1259.8%	1328.0%
营运资金的变动	-1082	-3117	-1598	-2032	<b>每股资料(元)</b>				
<b>经营活动产生现金流量</b>	4115	3120	4452	5520	每股收益	1.67	1.57	1.94	2.36
<b>投资活动产生现金流量</b>	-5651	-2187	-2357	-2357	每股经营现金	1.63	1.24	1.77	2.19
<b>融资活动产生现金流量</b>	10799	-887	-634	-1025	每股净资产	10.44	11.71	13.26	15.25
现金净变动	9287	47	1461	2139	<b>估值比率(倍)</b>				
现金的期初余额	5572	16446	16493	17954	PE	21.1	22.4	18.2	14.9
现金的期末余额	14858	16493	17954	20093	PB	3.4	3.0	2.7	2.3

## 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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn