

公司研究

短期经营压力显现，不改长期成长趋势

——东方雨虹（002271.SZ）2022年半年报点评

要点

事件：公司发布2022年半年报，上半年实现营业收入153亿元，同增7.6%；归母净利润9.7亿元，同降37.1%；扣非归母净利润8.9亿元，同降38.5%。单二季度，公司营收90亿元，同增1.7%；归母净利润6.5亿元，同降47.7%；扣非归母净利润5.9亿元，同降49.4%。

点评：

需求疲软叠加成本上涨，业绩表现不及预期：报告期内，房地产表现持续下滑，22H1，商品房销售面积同降22.2%，新开工面积同降34.4%。受此影响，公司营收虽有一定增长，但并未与产能扩张、渠道拓展相匹配，使得单位固定成本摊销和期间费用率增加。此外以沥青为代表的石化产品原材料价格上涨明显，如22H1华东地区SBS改性沥青现货均价为4688元/吨，同增26.7%。因此造成公司毛利率同降4.7pct，至26.9%。销售、管理费用率分别为8.2%、6.1%，同增0.7pct、0.6pct。

经营性现金流承压下行：报告期内，公司经营性现金流量净额为-69.8亿元，上年同期为-34.9亿元，主要系原材料价格大幅上涨导致当期采购支出增加较多，此外下游景气度较低亦应对回款造成一定影响。

省区一体化稳步推进，C端业务表现亮眼：报告期内，公司深化省区一体化经营，充分整合优势资源，更好地服务于市场和客户，提升市场占有率。公司始终坚持C端优先战略，以民建集团、建筑涂料零售为代表的C端零售业务保持较快增长态势。2022H1，民建集团实现营业收入32.6亿元，同比增长83%，其中防水涂料同增50%，瓷砖胶同增110%，美缝剂等其他产品实现翻倍增长。

经营压力有望逐渐缓解，盈利修复可期：22H1，公司经营压力主要来自于需求下滑以及成本上涨。展望后市，随着“稳地产”政策效果显现以及“保交付”的推进，同时市政基建项目有望加快向实物工作量转化，下游需求有望迎来改善。此外，原材料方面，截至2022.8.22，华东地区SBS改性沥青现货价为5350元/吨，较2022.7.1的5600元/吨高点有所下调。

盈利预测与估值评级：由于面临需求和成本双重压力，我们小幅下调公司22-24年EPS分别至1.55、2.06和2.55元（较上次下调26.9%、18.9%和16.4%）。伴随下游需求和成本压力的缓解，基于对公司业绩确定性和长期成长的信心，维持“买入”评级。

风险提示：非房业务推进不及预期、下游房地产企业资金紧张、现金流进一步恶化、原材料石油化工产业链价格上升等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21,730	31,934	37,926	45,772	54,619
营业收入增长率	19.70%	46.96%	18.76%	20.69%	19.33%
净利润（百万元）	3,389	4,205	3,916	5,185	6,424
净利润增长率	64.03%	24.07%	-6.86%	32.40%	23.89%
EPS（元）	1.44	1.67	1.55	2.06	2.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.19%	15.99%	13.30%	15.32%	16.37%
P/E	22	19	20	15	12
P/B	5.1	3.0	2.7	2.4	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-23注：20年末为23.49亿股，21年末为25.21亿股，目前为25.20亿股

买入（维持）

当前价：31.74元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	25.20
总市值(亿元)	799.73
一年最低/最高(元)	31.73/52.83
近3月换手率	74.25%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-19.72	-35.03	-23.59
绝对	-20.95	-29.47	-38.05

资料来源：Wind

相关研报

成本压力仍在，业绩基本符合预期——东方雨虹（002271.SZ）2022年一季报点评（2022-04-27）

业绩逆势高增，彰显龙头魅力——东方雨虹（002271.SZ）2021年年报点评（2022-04-12）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,730	31,934	37,926	45,772	54,619
营业成本	13,681	22,184	26,679	32,050	37,954
折旧和摊销	473	500	954	1,196	1,433
税金及附加	186	213	254	307	366
销售费用	1,788	2,218	2,844	3,204	3,823
管理费用	1,261	1,645	2,351	2,380	2,840
研发费用	464	559	759	915	1,092
财务费用	380	232	771	1,060	1,205
投资收益	208	21	0	0	0
营业利润	4,204	5,098	4,855	6,412	7,932
利润总额	4,155	5,100	4,828	6,390	7,916
所得税	769	887	893	1,182	1,464
净利润	3,387	4,213	3,935	5,208	6,451
少数股东损益	-2	9	19	23	27
归属母公司净利润	3,389	4,205	3,916	5,185	6,424
EPS(元)	1.44	1.67	1.55	2.06	2.55

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,952	4,115	5,448	7,931	8,611
净利润	3,389	4,205	3,916	5,185	6,424
折旧摊销	473	500	954	1,196	1,433
净营运资金增加	-233	4,627	4,047	3,454	4,900
其他	323	-5,217	-3,470	-1,904	-4,145
投资活动产生现金流	-1,744	-5,651	-5,214	-3,075	-3,050
净资本支出	-1,520	-4,502	-5,050	-3,050	-3,050
长期投资变化	166	187	0	0	0
其他资产变化	-390	-1,335	-164	-25	0
融资活动现金流	-818	10,799	2,283	-933	-1,138
股本变化	861	172	-2	0	0
债务净变化	-1,739	4,013	3,812	913	1,109
无息负债变化	2,299	6,021	89	2,716	2,819
净现金流	1,360	9,287	2,517	3,923	4,423

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	37.0%	30.5%	29.7%	30.0%	30.5%
EBITDA 率	23.8%	19.3%	17.3%	19.2%	19.8%
EBIT 率	21.6%	17.7%	14.8%	16.6%	17.1%
税前净利润率	19.1%	16.0%	12.7%	14.0%	14.5%
归母净利润率	15.6%	13.2%	10.3%	11.3%	11.8%
ROA	12.2%	8.5%	6.9%	8.0%	8.7%
ROE (摊薄)	23.2%	16.0%	13.3%	15.3%	16.4%
经营性 ROIC	18.9%	15.5%	12.0%	14.3%	15.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	47%	46%	47%	47%	47%
流动比率	1.60	1.69	1.55	1.57	1.62
速动比率	1.50	1.62	1.47	1.49	1.53
归母权益/有息债务	4.37	3.57	2.64	2.80	2.97
有形资产/有息债务	7.73	6.44	4.89	5.18	5.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	27,847	49,733	56,811	64,861	74,198
货币资金	6,016	16,446	18,963	22,886	27,309
交易性金融资产	299	105	300	301	302
应收账款	6,101	8,764	9,319	10,413	12,426
应收票据	1,550	1,657	1,896	2,289	2,731
其他应收款 (合计)	327	878	1,024	1,236	1,475
存货	1,199	1,421	1,865	2,241	2,654
其他流动资产	1,542	2,524	2,524	2,524	2,524
流动资产合计	19,387	35,595	38,745	44,915	52,635
其他权益工具	418	420	418	418	418
长期股权投资	166	187	187	187	187
固定资产	4,755	5,610	7,087	8,099	9,006
在建工程	712	2,094	4,195	4,722	5,116
无形资产	1,491	1,654	1,670	1,686	1,702
商誉	68	141	141	141	141
其他非流动资产	371	3,388	3,388	3,388	3,388
非流动资产合计	8,459	14,138	18,067	19,946	21,563
总负债	13,016	23,050	26,951	30,579	34,507
短期借款	2,525	6,128	9,968	10,881	11,989
应付账款	3,115	3,618	5,949	7,147	8,464
应付票据	529	2,325	1,067	1,282	1,518
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	164	334	334	687	1,085
流动负债合计	12,132	21,111	25,012	28,641	32,568
长期借款	422	1,104	1,104	1,104	1,104
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	387	757	757	757	757
非流动负债合计	883	1,939	1,939	1,939	1,939
股东权益	14,831	26,684	29,861	34,282	39,691
股本	2,349	2,521	2,520	2,520	2,520
公积金	3,168	11,188	11,579	12,054	12,054
未分配利润	9,473	12,904	15,672	19,595	24,978
归属母公司权益	14,614	26,294	29,453	33,851	39,233
少数股东权益	217	389	408	431	458

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	8.23%	6.94%	7.50%	7.00%	7.00%
管理费用率	5.80%	5.15%	6.20%	5.20%	5.20%
财务费用率	1.75%	0.73%	2.03%	2.31%	2.21%
研发费用率	2.13%	1.75%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	18%	17%	19%	19%	19%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.30	0.30	0.31	0.41	0.51
每股经营现金流	1.68	1.63	2.16	3.15	3.42
每股净资产	6.22	10.43	11.69	13.43	15.57
每股销售收入	9.25	12.67	15.05	18.17	21.68

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	22	19	20	15	12
PB	5.1	3.0	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	16.0	14.2	13.9	10.5	8.7
股息率	0.9%	0.9%	1.0%	1.3%	1.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE