

东方雨虹 (002271.SZ)

2022 年中报点评：短期业绩承压，长期成长趋势不改

买入

核心观点

收入逆势增长，业绩阶段性承压。2022H1 公司实现营收 153.1 亿元，同比+7.6%，归母净利润 9.7 亿元，同比-37.1%，扣非归母净利润 8.9 亿元，同比-38.55%，EPS 为 0.38 元/股；其中 Q2 单季度实现营收 90 亿元，同比+1.65%，归母净利润 6.5 亿元，同比-47.7%，扣非归母净利润 5.9 亿元，同比-49.4%，地产需求低迷叠加疫情反复影响，收入逆势正增长凸显韧性，但原材料价格大幅上涨拖累盈利。分产品看防水卷材、防水涂料、防水施工、其他收入、材料销售分别实现收入 71.0、55.7、14.4、6.0、6.0 亿元，同比+1.1%/+19.9%/+0.7%/+6.3%/+5.5%，零售端保持较快增长趋势，其中民建集团收入同比+83%，德爱威建筑涂料零售收入同比+47%。

原材料价格上涨拖累毛利率，费用率小幅提升。2022H1 实现综合毛利率 26.9%，同比-4.7pp，其中防水卷材、防水涂料和防水施工分别为 27.3%、30.1%、26.7%，同比-5.8pp/-4.6pp/-1.9pp；Q2 单季度毛利率 25.9%，同比-4.9pp，环比-2.3pp，毛利率同比下滑主因受沥青等大宗材料价格上涨所致。期间费用率 16.4%，同比+1.2pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.2%、6.1%、0.5%、1.6%，同比+0.7pp/+0.6pp/-0.2pp/+0.2pp，销售费用和管理费用增加主因人工费用、广告宣传招待费及股权激励费等增加所致。

现金流出同比增加，负债率有所提升，总体风险依旧可控。2022H1 实现经营性净现金流-69.8 亿元，上年同期为-34.9 亿元，主因原材料价格大幅上涨导致当期采购支出增加，本期购买商品、结构劳务支付现金同比+29.6%，同时公司回款主要集中在下半年，预计现金流有望改善。截止 2021H1，公司资产负债率 42.5%，同比+8.4pp，带息负债率 22.3%，同比+16.1%，主因短期借款同比大幅增长所致，但负债率总体仍保持在合理水平。

风险提示：地产投资下行超预期；沥青价格大幅上涨；应收账款增长超预期

投资建议：短期承压但长期成长趋势不改，维持“买入”评级

公司作为国内防水龙头，依托防水主业优势，快速发展非防水业务，致力于打造化学建材类平台，进一步构筑更深、更宽护城河，同时面对地产需求承压，始终坚持高质量稳健发展，风控优先、稳健经营，短期承压但长期成长趋势不改。考虑到地产需求及成本因素影响，下调盈利预测，预计 22-24 年 EPS 为 1.55/2.00/2.54 元/股（前值 2.09/2.68/3.39 元/股），对应 PE 为 20.5/15.8/12.5x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,730	31,934	37,021	45,651	55,580
(+/-%)	19.7%	47.0%	15.9%	23.3%	21.8%
净利润(百万元)	3389	4205	3907	5052	6406
(+/-%)	64.0%	24.1%	-7.1%	29.3%	26.8%
每股收益(元)	1.34	1.67	1.55	2.00	2.54
EBIT Margin	22.2%	17.8%	14.9%	15.4%	15.9%
净资产收益率 (ROE)	23.2%	16.0%	13.3%	15.1%	16.6%
市盈率 (PE)	23.6	19.0	20.5	15.8	12.5
EV/EBITDA	17.6	16.7	17.7	14.4	12.0
市净率 (PB)	5.47	3.04	2.72	2.39	2.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：黄道立
 0755-82130685
 huangdl@guosen.com.cn
 S0980511070003

证券分析师：陈颖
 0755-81981825
 chenying4@guosen.com.cn
 S0980518090002

证券分析师：冯梦琪
 0755-81982950
 fengmq@guosen.com.cn
 S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	31.74 元
总市值/流通市值	79985/62813 百万元
52 周最高价/最低价	53.18/31.73 元
近 3 个月日均成交额	1231.67 百万元

市场走势



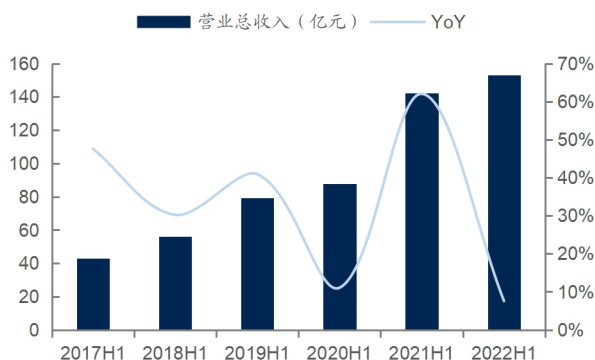
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《东方雨虹 (002271.SZ) -2022 一季报点评：Q1 增长保持韧性，再显防水龙头实力》——2022-04-28
- 《东方雨虹 (002271.SZ) -成长韧性依旧突出，一体化经营开启新成长》——2022-04-14
- 《东方雨虹-002271-2021 年中报点评：业绩基本符合预期，成长动力依旧强劲》——2021-08-10
- 《东方雨虹-002271-2020 年年报及 2021 年一季报点评：高质量增长持续，长期成长路径清晰》——2021-04-19
- 《东方雨虹-002271-2020 年中报点评：增长与质量兼顾，防水龙头优势突出》——2020-08-31

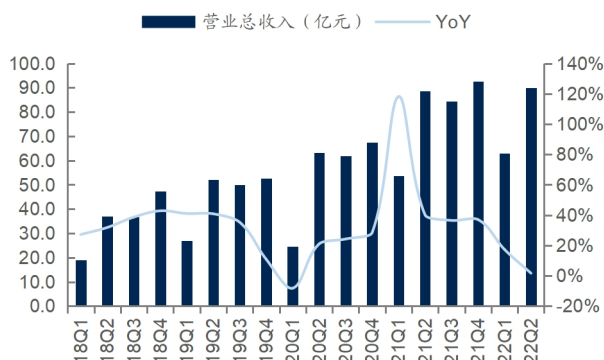
收入逆势增长，业绩阶段性承压。2022H1 公司实现营收 153.1 亿元，同比+7.6%，归母净利润 9.7 亿元，同比-37.1%，扣非归母净利润 8.9 亿元，同比-38.55%，EPS 为 0.38 元/股；其中 Q2 单季度实现营收 90 亿元，同比+1.65%，归母净利润 6.5 亿元，同比-47.7%，扣非归母净利润 5.9 亿元，同比-49.4%，地产需求低迷叠加疫情反复影响，收入逆势正增长凸显韧性，但原材料价格大幅上涨拖累盈利。分产品看防水卷材、防水涂料、防水施工、其他收入、材料销售分别实现收入 71.0、55.7、14.4、6.0、6.0 亿元，同比+1.1%/+19.9%/+0.7%/+6.3%/+5.5%，零售端保持较快增长趋势，其中民建集团收入同比+83%，德爱威建筑涂料零售收入同比+47%。

图1：东方雨虹营业收入及增速（单位：亿元、%）



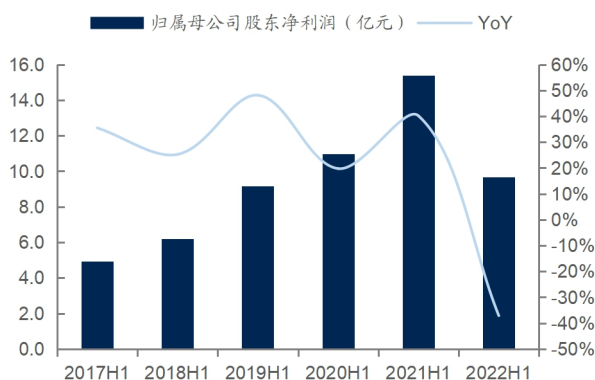
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：东方雨虹单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



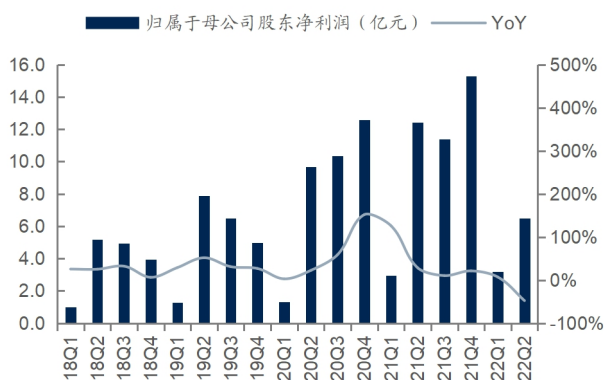
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：东方雨虹归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

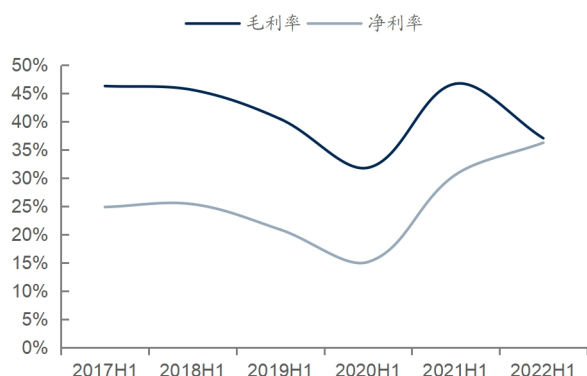
图4：东方雨虹单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

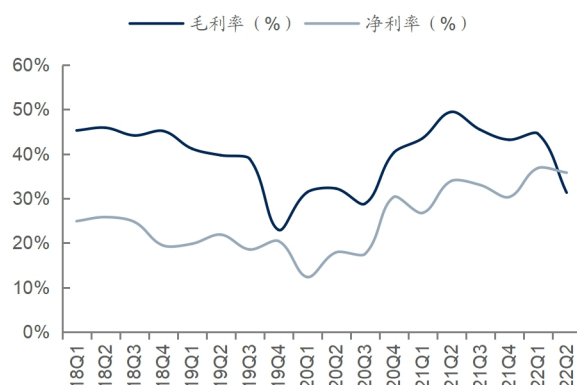
原材料价格上涨拖累毛利率，费用率小幅提升。2022H1 实现综合毛利率 26.9%，同比-4.7pp，其中防水卷材、防水涂料和防水施工分别为 27.3%、30.1%、26.7%，同比-5.8pp/-4.6pp/-1.9pp；Q2 单季度毛利率 25.9%，同比-4.9pp，环比-2.3pp，毛利率同比下滑主因受沥青等大宗材料价格上涨所致。期间费用率 16.4%，同比+1.2pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.2%、6.1%、0.5%、1.6%，同比+0.7pp/+0.6pp/-0.2pp/+0.2pp，销售费用和管理费用增加主因人工费用、广告宣传招待费及股权激励费等增加所致。

图5: 东方雨虹毛利率和净利率 (单位: %)



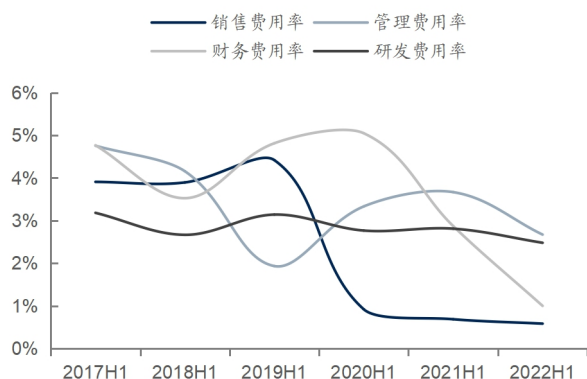
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 东方雨虹单季度毛利率和净利率 (单位: %)



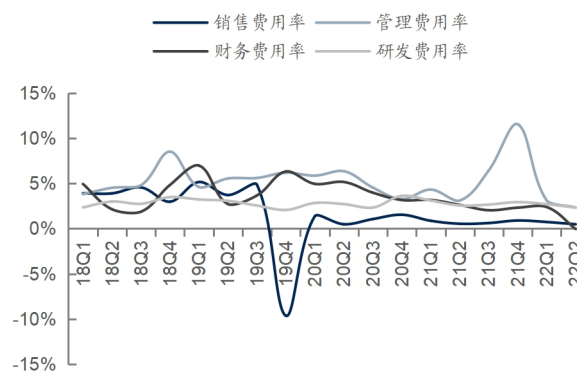
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 东方雨虹期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

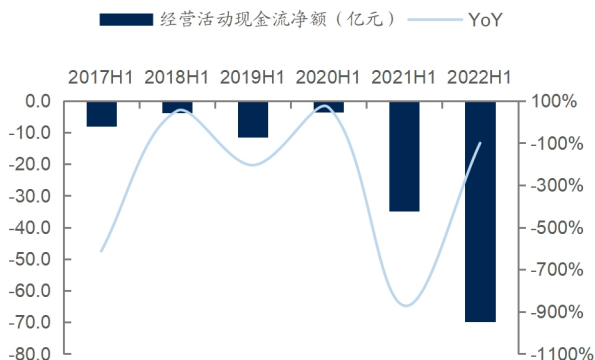
图8: 东方雨虹单季度期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

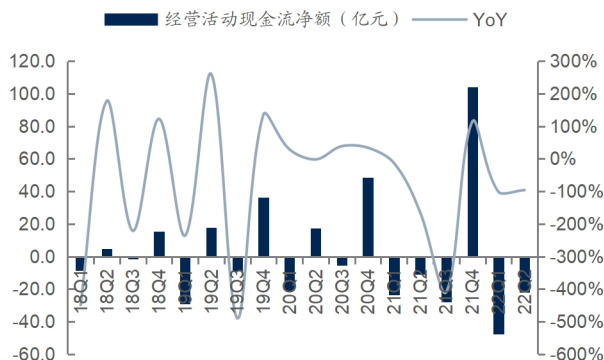
现金流出同比增加, 负债率有所提升, 总体风险依旧可控。2022H1 实现经营性净现金流-69.8 亿元, 上年同期为-34.9 亿元, 主因原材料价格大幅上涨导致当期采购支出增加, 本期购买商品、结构劳务支付现金同比+29.6%, 同时公司回款主要集中在下半年, 预计现金流有望改善。截止 2021H1, 公司资产负债率 42.5%, 同比+8.4pp, 带息负债率 22.3%, 同比+16.1%, 主因短期借款同比大幅增长所致, 但负债率总体仍保持在合理水平。

图9：东方雨虹经营性净现金流及增速（单位：亿元、%）



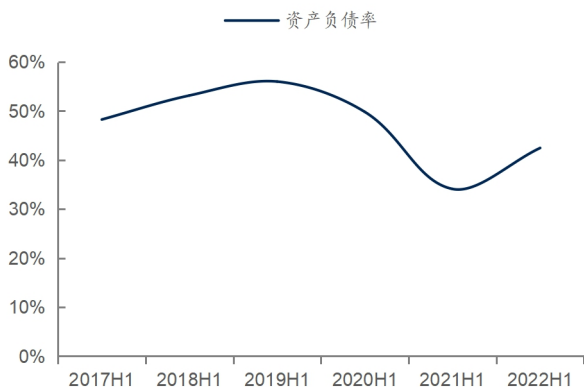
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：东方雨虹单季经营性净现金流及增速（单位：亿元、%）



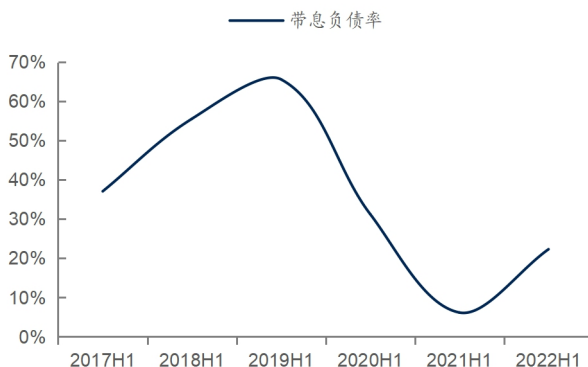
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：东方雨虹资产负债率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：东方雨虹带息负债率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

短期承压但长期成长趋势不改，维持“买入”评级。公司作为国内防水龙头，依托防水主业优势，快速发展非防水业务，致力于打造化学建材类平台，进一步构筑更深、更宽护城河，同时面对地产需求承压，始终坚持高质量稳健发展，风控优先、稳健经营，短期承压但长期成长趋势不改。考虑到地产需求及成本因素影响，下调盈利预测，预计 22-24 年 EPS 为 1.55/2.00/2.54 元/股（前值 2.09/2.68/3.39 元/股），对应 PE 为 20.5/15.8/12.5x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	6016	16446	16297	15750	16538	营业收入	21730	31934	37021	45651	55580
应收款项	7979	11300	13231	16233	19566	营业成本	13681	22184	26655	32412	39184
存货净额	1199	1421	1799	2204	2686	营业税金及附加	186	213	241	297	361
其他流动资产	3894	6324	6983	8825	10614	销售费用	1788	2218	2703	3333	4057
流动资产合计	19387	35595	38415	43117	49509	管理费用	1261	1645	1917	2577	3123
固定资产	5467	7704	11028	15214	20395	财务费用	380	232	317	355	434
无形资产及其他	1491	1654	1587	1521	1455	投资收益	208	21	0	0	0
投资性房地产	1335	4594	4594	4594	4594	资产减值及公允价值变动	47	(36)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	166	187	280	337	412	其他收入	(486)	(330)	(400)	(500)	(600)
资产总计	27847	49733	55904	64784	76365	营业利润	4204	5098	4759	6148	7791
短期借款及交易性金融负债	2925	6255	6500	7316	8957	营业外净收支	(48)	2	(20)	(20)	(20)
应付款项	3643	5943	6811	8093	9963	利润总额	4155	5100	4739	6128	7771
其他流动负债	5565	8912	10615	13052	15730	所得税费用	769	887	824	1066	1351
流动负债合计	12132	21111	23927	28461	34650	少数股东损益	(2)	9	8	10	13
长期借款及应付债券	422	1104	1104	1104	1104	归属于母公司净利润	3389	4205	3907	5052	6406
其他长期负债	461	835	1064	1365	1630	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	883	1939	2167	2468	2733	净利润	3389	4205	3907	5052	6406
负债合计	13016	23050	26094	30930	37384	资产减值准备	122	1	215	163	219
少数股东权益	217	389	391	393	395	折旧摊销	473	500	497	687	886
股东权益	14614	26294	29420	33461	38586	公允价值变动损失	(47)	36	30	30	30
负债和股东权益总计	27847	49733	55904	64784	76365	财务费用	380	232	317	355	434
关键财务与估值指标						营运资本变动	(9)	(3208)	45	(1066)	(573)
每股收益	1.34	1.67	1.55	2.00	2.54	其它	(124)	6	(213)	(161)	(217)
每股红利	0.28	0.35	0.31	0.40	0.51	经营活动现金流	3806	1539	4480	4705	6752
每股净资产	5.80	10.44	11.68	13.28	15.31	资本开支	0	(2662)	(4000)	(5000)	(6250)
ROIC	24%	18%	13%	15%	16%	其它投资现金流	(256)	194	0	0	0
ROE	23%	16%	13%	15%	17%	投资活动现金流	(422)	(2489)	(4093)	(5057)	(6325)
毛利率	37%	31%	28%	29%	30%	权益性融资	(30)	7996	0	0	0
EBIT Margin	22%	18%	15%	15%	16%	负债净变化	14	682	0	0	0
EBITDA Margin	24%	19%	16%	17%	18%	支付股利、利息	(708)	(893)	(781)	(1010)	(1281)
收入增长	20%	47%	16%	23%	22%	其它融资现金流	(377)	3805	245	816	1642
净利润增长率	64%	24%	-7%	29%	27%	融资活动现金流	(1796)	11380	(537)	(195)	360
资产负债率	48%	47%	47%	48%	49%	现金净变动	1587	10431	(150)	(547)	787
息率	0.9%	1.1%	1.0%	1.3%	1.6%	货币资金的期初余额	4428	6016	16446	16297	15750
P/E	23.6	19.0	20.5	15.8	12.5	货币资金的期末余额	6016	16446	16297	15750	16538
P/B	5.5	3.0	2.7	2.4	2.1	企业自由现金流	465	(682)	1091	431	1378
EV/EBITDA	17.6	16.7	17.7	14.4	12.0	权益自由现金流	102	3805	1073	953	2662

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032