

行业寒冬龙头蓄力，C 端民建持续高增

2022 年 08 月 23 日

► **公司发布 2022 年半年报：**22H1 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 8.9 亿元，同比+38.48%。其中，22Q2 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 5.94 亿元，同比-49.42%。22H1 公司毛利率 26.91%，同比-4.7pct，净利率 6.19%，同比-4.56pct。其中，Q2 毛利率 25.94%，同比-4.91pct。

收入结构方面，防水卷材收入 71.03 亿元，占比 46.41%，收入同比+1.13%，防水涂料收入 55.66 亿元，占比 36.36%，收入同比+19.86%，防水施工收入 14.39 亿元，占比 9.4%，收入同比+0.66%，材料销售收入 6 亿元，占比 3.92%，收入同比+5.48%，其他收入 5.98 亿元，占比 3.91%，收入同比+6.29%。

► **聚焦非房，民建高增：**22H1 收入同比保持正增长，继续受益防水市场份额提升、非房需求及 C 端零售增长，但单 2 季度增速收窄明显。上半年防水行业经历寒冬：①地产拿地、新开工继续下滑，Q1、Q2 新开工面积同比-17.5%、-43.8%，②地产企业信用风险持续发酵，③沥青等成本上涨，22Q2 齐鲁石化 90#道路沥青出厂均价同比+34.6%，④3-5 月多地疫情管控影响下游需求及运输。

(1) **公司坚持 C 端优先战略，22H1 民建集团收入 32.55 亿元，同比+83%，**其中防水涂料产品线同比+50%，瓷砖胶同比+110%，美缝剂等其他品类均实现翻倍增长。德爱威建筑涂料零售收入 3.52 亿元，同比+47%。

(2) **非房需求优于地产：**一体化公司发力，加速拓展基建、建筑修缮、工商业光伏屋面等非房领域，直营地产客户向央企、国企及优质民企倾斜。并且提前挖潜优质经销商资源。

► **沥青价格高位，毛利率承压：**原材料涨幅大，22Q2 齐鲁石化 90#道路沥青出厂均价同比+34.6%，环比+17.8%，毛利率 25.94%，同比、环比分别下滑 4.91、2.34pct。沥青价格持续高位下，公司于 3 月、6 月进行 2 轮提价。但目前上游丙烯酸类已经降价。

► **费用上升明显：**上半年销售/管理/研发/财务费用同比分别增长 17.1%、18.4%、24.1%、-24.9%。其中，销售费用中占比 54%的职工薪酬增长 14%，占比 14%的促销费增长 18%，占比 15%的广告宣传费增长 32%；管理费用中，占比 61%的职工薪酬增长 12%，占比 12%的股权激励费增长 228%，占比 6%的咨询费增长 39%。财务费用保持低位，整体同比下降 25%。此外，Q2 销售/管理/研发/财务费用同比分别增长 16.8%、20%、31.5%、37.4%，管理/研发/研发费用增速环比 Q1 扩大。

► **其他关注点：**①22H1 经营活动产生的现金流量净额为-69.8 亿元，其中 Q2 为-22 亿元，21H1 为-34.9 亿元，主因原材料价格上涨，采购支出增加（期末存货 23.25 亿元，22Q1 期末为 24.47 亿元，21H1 期末为 14.21 亿元）。②22H1 收现比 0.85，20H1、21 H1 分别为 0.93、0.88。③期末货币资金 51 亿元，22Q1 期末为 71 亿元，主因支付采购款、支付履约保证金和偿还借款等。④期末其他应收款 24.53 亿元，22Q1 期末为 35.14 亿元，去年同期为 21.23 亿元。期末其他非流动资产 39.52 亿元，其中购房款 13.41 亿元，22Q1 期末购房款为 13.1 亿元。⑤22H1 信用减值损失 5.2 亿元，上年同期为 4.7 亿元。⑥所得税率 Q2 为 15%，去年同期 17%。

► **投资建议：**综合考虑成本变化与疫情、地产的负面影响，我们下调 2022-2024 年归母净利润预测为 38.23、47.9、60.34 亿元，8 月 22 日股价对应动态 PE 分别为 23X、19X、15X。考虑到①防水主业市占率提升，②非房业务对冲地产下行压力，③非防水业务协同成长，维持“推荐”评级。

风险提示：地产政策变化不及预期；原材料价格波动的风险；市政及基建投资不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	31934	37076	45047	55408
增长率 (%)	47.0	16.1	21.5	23.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	4205	3823	4790	6034
增长率 (%)	24.1	-9.1	25.3	26.0
每股收益 (元)	1.67	1.52	1.90	2.39
PE	21	23	19	15
PB	3.3	3.0	2.6	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

35.25 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1. 东方雨虹 (002271.SZ) 2022 年一季报点评：加回激励费，利润超预期增长 20%-2022/04/30
2. 【民生建材】东方雨虹点评：预计顺利完成激励目标，非房、非防均贡献明显-2022/01/15
3. 【民生建材】东方雨虹：推动光伏屋面一体化，龙头领航新趋势-2021/11/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	31934	37076	45047	55408
营业成本	22184	26991	32524	39894
营业税金及附加	213	283	343	404
销售费用	2218	2558	3243	3989
管理费用	1645	1965	2478	3047
研发费用	559	723	876	1043
EBIT	5372	4555	5583	7030
财务费用	232	297	360	443
资产减值损失	-14	-10	-10	-10
投资收益	21	128	206	161
营业利润	5098	4731	5900	7398
营业外收支	2	-25	-24	-16
利润总额	5100	4706	5876	7382
所得税	887	875	1081	1338
净利润	4213	3831	4795	6044
归属于母公司净利润	4205	3823	4790	6034
EBITDA	5931	5265	6381	7917

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	16446	16245	18089	19530
应收账款及票据	10421	13161	15518	18946
预付款项	1097	1157	1357	1782
存货	1421	2920	2817	3442
其他流动资产	6210	5441	7630	9202
流动资产合计	35595	38926	45410	52901
长期股权投资	187	187	187	187
固定资产	5610	6828	7469	7890
无形资产	1654	1654	1654	1654
非流动资产合计	14138	14728	14929	15043
资产合计	49733	53653	60340	67944
短期借款	6128	5628	4928	4428
应付账款及票据	5943	7345	8742	10755
其他流动负债	9040	8671	10490	11372
流动负债合计	21111	21644	24159	26555
长期借款	1104	1104	1104	1104
其他长期负债	835	835	835	835
非流动负债合计	1939	1939	1939	1939
负债合计	23050	23583	26098	28494
股本	2521	2520	2520	2520
少数股东权益	389	397	402	413
股东权益合计	26684	30071	34242	39450
负债和股东权益合计	49733	53653	60340	67944

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	46.96	16.10	21.50	23.00
EBIT 增长率	21.62	-15.20	22.55	25.92
净利润增长率	24.07	-9.07	25.28	25.98
盈利能力 (%)				
毛利率	30.53	27.20	27.80	28.00
净利率	13.19	10.33	10.64	10.91
总资产收益率 ROA	8.45	7.13	7.94	8.88
净资产收益率 ROE	15.99	12.88	14.15	15.46
偿债能力				
流动比率	1.69	1.80	1.88	1.99
速动比率	1.44	1.51	1.56	1.64
现金比率	0.78	0.75	0.75	0.74
资产负债率 (%)	46.35	43.95	43.25	41.94
经营效率				
应收账款周转天数	100.17	105.32	102.66	102.72
存货周转天数	23.37	39.49	31.62	31.49
总资产周转率	0.64	0.69	0.75	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	1.67	1.52	1.90	2.39
每股净资产	10.59	11.93	13.59	15.66
每股经营现金流	1.63	0.85	1.66	1.52
每股股利	0.30	0.26	0.32	0.41
估值分析				
PE	21	23	19	15
PB	3.3	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	13.47	15.12	12.08	9.49
股息收益率 (%)	0.85	0.73	0.92	1.15

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4213	3831	4795	6044
折旧和摊销	559	710	798	887
营运资金变动	-813	-2500	-1426	-3154
经营活动现金流	4115	2148	4176	3822
资本开支	-4502	-1326	-1024	-1016
投资	-1183	0	0	0
投资活动现金流	-5651	-1198	-819	-856
股权募资	7996	-2	0	0
债务募资	3982	-500	-700	-500
筹资活动现金流	10799	-1152	-1514	-1526
现金净流量	9287	-201	1843	1441

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026