

## Q3 收入毛利承压，继续深耕渠道+产品结构改善

2022 年 10 月 26 日

► **公司发布 2022 年三季报：**2022 前三季度实现营收 233.79 亿元，同比+3.07%，归母净利润 16.55 亿元，同比-38.20%，扣非净利 15.22 亿元，同比-38.34%。其中 Q3 实现营收 80.72 亿元，同比-4.51%，归母净利润 6.88 亿元，同比-39.65%，扣非净利 6.32 亿元，同比-38.15%。Q3 销售毛利率、净利率分别为 23.81%、8.52%，同比-5.14、-5.11pct。

### ► 行业下行期，关注非房业务及新规落地：

报告期内，外部挑战严峻，①地产新开工继续下滑，3 季度新开工面积同比-45.1%，②地产企业信用风险仍存，③7-9 月多地疫情影响需求及运输。

**继续重视非房拉动：**①优化客户质量，直营地产客户向央企、国企及优质民企倾斜；②各区域一体化公司发挥效力，加速拓展基建、建筑修缮、工商业光伏屋面等非房领域，有效抵御周期影响。

**坚持 C 端优先战略：**公司拓展建涂、保温砂浆、粉料、瓷砖胶、美缝剂等多条业务线。22H1 民建集团收入 32.55 亿元，同比+83%。

**关注新规落地后行业提质扩容：**防水新规正式发布，规范要求防水等级、防水设计年限、工序等，我们预计材料用量显著增加，同时具备产品优势、成本优势的企业更为受益。

### ► 沥青价格高位，毛利率继续承压：

原材料价格环比下降，但 Q3 期间保持高位。22Q3 沥青期货结算价均价同比+23.52%，环比-7.78%，公司单季度毛利率同比、环比分别下滑 5.14、2.13pct。当前沥青价格有所下降，如果 Q4 原材料压力得到缓解，毛利率有望得到改善。

► **费用率相对稳定：**公司期间费用率合计 14.17%，同比+0.32pct。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.80%、4.88%、1.59%、0.90%，同比分别-0.15、-0.00、+0.20、+0.28pct。

► **现金流表现：**3 季度经营活动产生的现金流量净额为-9.82 亿元，21Q3、22Q2 的净额分别为-29.73、-21.96 亿元。Q3 收现比 0.89（20Q3、21Q3 分别为 0.89、1.10）。季末货币资金 42.50 亿元，较年初减少 74.16%，主因公司经营支出及银行还款增加。季末其他应收款 40.66 亿元，上年期末为 40.36 亿元，基本稳定。

► **投资建议：**继续关注①防水主业市占率持续提升，②非房业务对冲地产下行压力，③非防水业务协同成长，④“防水新规”发布，行业提质扩容可期。综合考虑成本变化与疫情、地产的影响，我们调整 2022-2024 年归母净利润为 25.55、33.29、44.03 亿，10 月 25 日股价对应动态 PE 分别为 24X、19X、14X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动的风险；稳地产政策不及预期；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 | 32956 | 36911 | 44293 |
| 增长率 (%)          | 47.0  | 3.2   | 12.0  | 20.0  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 4205  | 2555  | 3329  | 4403  |
| 增长率 (%)          | 24.1  | -39.2 | 30.3  | 32.3  |
| 每股收益 (元)         | 1.67  | 1.01  | 1.32  | 1.75  |
| PE               | 15    | 24    | 19    | 14    |
| PB               | 2.3   | 2.2   | 1.9   | 1.7   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

24.54 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 年半年报点评：行业寒冬龙头蓄力，C 端民建持续高增-2022/08/23
2. 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
3. 【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
4. 【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 | 32956 | 36911 | 44293 |
| 营业成本      | 22184 | 24503 | 27222 | 32334 |
| 营业税金及附加   | 213   | 251   | 281   | 323   |
| 销售费用      | 2218  | 2274  | 2658  | 3101  |
| 管理费用      | 1645  | 1747  | 2030  | 2436  |
| 研发费用      | 559   | 577   | 627   | 729   |
| EBIT      | 5372  | 3604  | 4093  | 5371  |
| 财务费用      | 232   | 264   | 295   | 354   |
| 资产减值损失    | -14   | -10   | -10   | -10   |
| 投资收益      | 21    | 13    | 18    | 23    |
| 营业利润      | 5098  | 3171  | 4107  | 5402  |
| 营业外收支     | 2     | -25   | -24   | -16   |
| 利润总额      | 5100  | 3145  | 4084  | 5387  |
| 所得税       | 887   | 585   | 751   | 976   |
| 净利润       | 4213  | 2560  | 3333  | 4410  |
| 归属于母公司净利润 | 4205  | 2555  | 3329  | 4403  |
| EBITDA    | 5931  | 4314  | 4891  | 6257  |

| 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 | 10999 | 12415 | 14845 |
| 预付款项        | 1097  | 1051  | 1135  | 1445  |
| 存货          | 1421  | 2651  | 2358  | 2790  |
| 其他流动资产      | 6210  | 4889  | 6337  | 7450  |
| 流动资产合计      | 35595 | 35835 | 40334 | 46060 |
| 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 | 50563 | 55264 | 61102 |
| 短期借款        | 6128  | 5628  | 4928  | 4428  |
| 应付账款及票据     | 5943  | 6668  | 7317  | 8717  |
| 其他流动负债      | 9040  | 7900  | 8839  | 9294  |
| 流动负债合计      | 21111 | 20196 | 21084 | 22439 |
| 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 | 22135 | 23022 | 24378 |
| 股本          | 2521  | 2520  | 2520  | 2520  |
| 少数股东权益      | 389   | 394   | 398   | 406   |
| 股东权益合计      | 26684 | 28428 | 32241 | 36724 |
| 负债和股东权益合计   | 49733 | 50562 | 55263 | 61102 |

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  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | 46.96  | 3.20   | 12.00  | 20.00  |
| EBIT 增长率        | 21.62  | -32.90 | 13.55  | 31.22  |
| 净利润增长率          | 24.07  | -39.23 | 30.27  | 32.25  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 30.53  | 25.65  | 26.25  | 27.00  |
| 净利率             | 13.19  | 7.77   | 9.03   | 9.96   |
| 总资产收益率 ROA      | 8.45   | 5.05   | 6.02   | 7.21   |
| 净资产收益率 ROE      | 15.99  | 9.12   | 10.45  | 12.12  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 1.69   | 1.77   | 1.91   | 2.05   |
| 速动比率            | 1.44   | 1.50   | 1.61   | 1.72   |
| 现金比率            | 0.78   | 0.80   | 0.86   | 0.87   |
| 资产负债率 (%)       | 46.35  | 43.78  | 41.66  | 39.90  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 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   | 0.65   | 0.67   | 0.72   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 1.67   | 1.01   | 1.32   | 1.75   |
| 每股净资产           | 10.59  | 11.28  | 12.80  | 14.58  |
| 每股经营现金流         | 1.63   | 0.59   | 1.22   | 1.14   |
| 每股股利            | 0.30   | 0.17   | 0.22   | 0.30   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 15     | 24     | 19     | 14     |
| PB              | 2.3    | 2.2    | 1.9    | 1.7    |
| EV/EBITDA       | 8.92   | 12.20  | 10.24  | 7.69   |
| 股息收益率 (%)       | 1.22   | 0.70   | 0.92   | 1.21   |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 4213  | 2560  | 3333  | 4410  |
| 折旧和摊销       | 559   | 710   | 798   | 887   |
| 营运资金变动      | -813  | -2500 | -1368 | -2729 |
| 经营活动现金流     | 4115  | 1493  | 3079  | 2871  |
| 资本开支        | -4502 | -1326 | -1024 | -1016 |
| 投资          | -1183 | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | -5651 | -1313 | -1006 | -993  |
| 股权募资        | 7996  | -2    | 0     | 0     |
| 债务募资        | 3982  | -500  | -700  | -500  |
| 筹资活动现金流     | 10799 | -936  | -1266 | -1248 |
| 现金净流量       | 9287  | -756  | 807   | 630   |

## 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