

东方雨虹 (002271.SZ) 业绩短期承压，防水新规落地有望迎来新机遇

2022 年 10 月 26 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

陈晨（分析师）

朱思敏（联系人）

zhangxucheng@kysec.cn

chenchen1@kysec.cn

zhusimin@kysec.cn

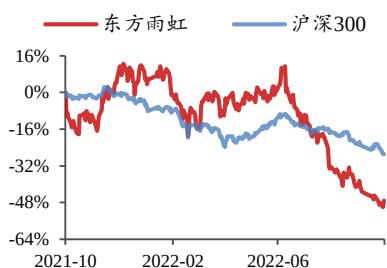
证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790522040001

证书编号：S0790122050026

日期	2022/10/25
当前股价(元)	24.54
一年最高最低(元)	53.18/22.61
总市值(亿元)	618.35
流通市值(亿元)	487.70
总股本(亿股)	25.20
流通股本(亿股)	19.87
近 3 个月换手率(%)	129.16

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩短期承压，逆势扩张增强竞争力——2022 年中报点评》-2022.8.23

《业绩稳健增长，受益稳增长及新项目布局——公司 2021 年报&2022 年一季报点评》-2022.5.3

《防水龙头地位稳固，BIPV 贡献新成长——公司首次覆盖报告》-2022.2.15

● 业绩短期承压，防水新规落地有望迎来新机遇。维持“买入”评级

公司发布三季度报告，2022 年 1-9 月实现营收 233.79 亿元，同比+3.07%，归母净利润 16.55 亿元，同比-38.20%，扣非净利润 15.22 亿元，同比-38.34%。其中，2022Q3 实现营收 80.72 亿元，环比-10.29%，归母净利润 6.88 亿元，环比+6.05%，扣非净利润 6.32 亿元，环比+6.40%。受房地产停贷、疫情反复、高温雨季等不利因素的影响，三季度地产和基建需求持续疲软。公司库存计价方法为加权平均法，二季度较高的原材料成本主要反映在三季度报表中，Q3 毛利仍承压。因此，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润 28.9（前值 32.9）/36.0（前值 48.9）/46.2（前值 68.7）亿元，同比-31.20%/+24.57%/+28.23%；EPS 分别为 1.15/1.43/1.83 元，对应当前股价，PE 为 21.4/17.2/13.4 倍。随着高温雨季等季节性因素消退，基建项目密集开工，基建需求有望在 Q4 集中释放；且随着产品提价逐步落实以及原材料成本压力逐步缓解，公司盈利能力有望企稳回升。同时防水新规的出台有望加速扩容以及出清落后产能，公司龙头优势日益凸显，有望带动业绩进一步增长。维持“买入”评级。

● 库存计价方法拖累毛利率，盈利能力有望企稳回升

2022 年 Q3 公司毛利率为 23.81%，环比下降 2.13pct；净利率为 8.52%，环比增长 1.45pct。净利率增长主要系销售、管理费用率环比改善，2022 年 Q3 公司销售、管理、财务费用率分别为 6.80%、4.89%、0.91%，环比-0.13、-0.51、+0.48pct。毛利率环比下降主要系公司采用加权平均法作为库存计价方法，二季度较高的原材料成本主要反映在三季度报表中；三季度原油价格呈现波动下降的趋势，且公司提价正逐步落实，公司盈利能力有望在 Q4 企稳回升。

● 风控体系初显成效，资产质量环比显著改善

受 2021 年房企发生流动性风险以及融资环境持续趋紧的影响，公司制定严格的销售回款管理制度，升级应收账款管控体系；同时积极拓展与国有、中央所属和优质民营房企的合作。风控体系初显成效，2022 年 Q3 公司经营活动现金流量净额为-9.82 亿元，环比增加 12.14 亿元，同比增加 18.11 亿元；收现比为 88.59%，环比增加 20.54pct，资产质量环比显著改善。

● 防水新规加速出清落后产能，公司龙头效应日益凸显

10 月 24 日住建部发布《建筑与市政工程防水通用规范》，防水新规正式落地，预计将于 2023 年 4 月 1 日实施。一方面，防水新规有望加速市场扩容，新规对防水应用场景、防水层厚度等提出更加严格的要求，单位面积材料用量以及应用场景增加将加速防水市场需求的释放，同时新规大幅提高防水设计年限和使用寿命，产品体系持续优化，高价值量产品占比有望加速提升；另一方面，防水新规有望加速出清非标产品，竞争格局加速优化。公司拥有规模化优势、研发优势、品牌优势、渠道优势等核心竞争力，龙头效应日益凸显，防水新规有望提高公司市占率，同时带动业绩进一步增长。

● 风险提示：原材料价格上涨；基建项目进展不及预期；疫情反复风险；产能扩张进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,730	31,934	34,408	42,614	49,571
YOY(%)	19.7	47.0	7.7	23.8	16.3
归母净利润(百万元)	3,389	4,205	2,893	3,604	4,621
YOY(%)	64.0	24.1	-31.2	24.6	28.2
毛利率(%)	37.0	30.5	28.1	29.1	29.9
净利率(%)	15.6	13.2	8.4	8.5	9.3
ROE(%)	22.8	15.8	10.1	11.4	13.0
EPS(摊薄/元)	1.34	1.67	1.15	1.43	1.83
P/E(倍)	18.2	14.7	21.4	17.2	13.4
P/B(倍)	4.2	2.4	2.2	2.0	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	19,387	35,595	41,714	44,228	52,555	营业收入	21,730	31,934	34,408	42,614	49,571
现金	6,016	16,446	23,285	20,202	28,539	营业成本	13,681	22,184	24,748	30,207	34,730
应收票据及应收账款	7,651	10,421	10,967	15,013	15,014	营业税金及附加	186	213	275	341	397
其他应收款	327	878	238	1,178	489	营业费用	1,788	2,218	2,753	3,622	4,214
预付账款	449	1,097	546	1,482	886	管理费用	1,261	1,645	1,892	2,770	3,222
存货	1,199	1,421	2,626	1,958	3,191	研发费用	464	559	688	852	991
其他流动资产	3,745	5,332	4,052	4,395	4,437	财务费用	380	232	242	243	245
非流动资产	8,459	14,138	15,150	16,097	16,981	资产减值损失	-46	-14	250	150	100
长期投资	166	187	252	320	379	其他收益	287	508	-0	-0	-0
固定资产	4,755	5,610	7,293	8,496	9,475	公允价值变动收益	1	-50	-0	-0	-0
无形资产	1,491	1,654	1,616	1,578	1,540	投资净收益	208	21	-0	-0	-0
其他非流动资产	2,047	6,688	5,989	5,703	5,587	资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
资产总计	27,847	49,733	56,864	60,325	69,536	营业利润	4,204	5,098	3,560	4,429	5,672
流动负债	12,132	21,111	26,459	27,206	32,695	营业外收入	14	20	15	15	15
短期借款	2,525	6,128	6,128	6,128	6,128	营业外支出	62	18	40	40	40
应付票据及应付账款	3,643	5,943	5,763	8,240	7,772	利润总额	4,155	5,100	3,535	4,404	5,647
其他流动负债	5,964	9,040	14,568	12,838	18,795	所得税	769	887	636	793	1,016
非流动负债	883	1,939	1,579	1,439	1,286	净利润	3,387	4,213	2,899	3,611	4,631
长期借款	422	1,104	1,004	834	665	少数股东损益	-2	9	6	7	9
其他非流动负债	461	835	576	605	621	归属母公司净利润	3,389	4,205	2,893	3,604	4,621
负债合计	13,016	23,050	28,038	28,644	33,981	EBITDA	4,668	5,641	3,995	4,951	6,265
少数股东权益	217	389	395	402	412	EPS(元)	1.34	1.67	1.15	1.43	1.83
股本	2,349	2,521	2,521	2,521	2,521						
资本公积	2,792	10,795	10,795	10,795	10,795	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	9,849	13,297	15,616	18,505	22,209	成长能力					
归属母公司股东权益	14,614	26,294	28,431	31,278	35,143	营业收入(%)	19.7	47.0	7.7	23.8	16.3
负债和股东权益	27,847	49,733	56,864	60,325	69,536	营业利润(%)	60.3	21.3	-30.2	24.4	28.1
						归属于母公司净利润(%)	64.0	24.1	-31.2	24.6	28.2
						获利能力					
						毛利率(%)	37.0	30.5	28.1	29.1	29.9
						净利率(%)	15.6	13.2	8.4	8.5	9.3
						ROE(%)	22.8	15.8	10.1	11.4	13.0
						ROIC(%)	18.6	12.3	7.8	8.9	10.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	46.7	46.3	49.3	47.5	48.9
						净负债比率(%)	-15.3	-31.1	-53.8	-39.7	-59.2
						流动比率	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6
						速动比率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.6	0.7	0.8
						应收账款周转率	3.0	3.5	3.2	3.3	3.3
						应付账款周转率	3.9	4.6	4.2	4.3	4.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.34	1.67	1.15	1.43	1.83
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	1.63	3.88	-0.12	4.45
						每股净资产(最新摊薄)	5.80	10.44	11.28	12.41	13.95
						估值比率					
						P/E	18.2	14.7	21.4	17.2	13.4
						P/B	4.2	2.4	2.2	2.0	1.8
						EV/EBITDA	12.8	9.5	11.7	10.0	6.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn