

公司研究

业绩基本符合预期，防水新规拓宽成长通道

——东方雨虹（002271.SZ）2022年三季度报点评

要点

事件：公司发布2022年三季度报，前三季度实现营业收入234亿元，同增3.1%；归母净利润16.6亿元，同降38.2%；扣非归母净利润15.2亿元，同降38.3%。单三季度，公司营收81亿元，同降4.5%；归母净利润6.9亿元，同降39.6%；扣非归母净利润6.3亿元，同降38.1%。

点评：

需求疲软致收入增长放缓，单Q3费用管控已见成效：22年1-9月，我国商品房销售面积同降23%，新开工面积同降38%。受房地产市场低迷的拖累，防水材料需求也明显承压，与之对应，公司收入增速放缓，且单Q3出现同比下滑。而成本端，以沥青为代表的石化产品原材料价格高位运行，使得公司前三季度毛利率同降4.8pct，至25.8%。22年上半年，在前期市场拓展规划影响下，期间费用率提升明显。公司在三季度主动求变，加强费用管控，单Q3销售、管理费用率分别为6.8%、4.9%，同比-0.2、+0.0pct。

回款尚存压力，但经营性现金流已出现改善：截至报告期末，公司应收账款余额为151亿元，同比+39%；其他应收款余额为41亿元，同比基本持平。不过，公司单Q3经营性现金流已出现改善，净额为-9.8亿元，上年同期为-27.9亿元。

期待经营压力缓解与盈利修复：公司深化省区一体化经营，持续提升市场占有率，并坚持C端优先战略，以民建集团、建筑涂料零售为代表的C端业务保持较快增长。展望后市，随着稳地产政策的持续发力，及市政基建项目的加快落实，下游需求有望迎来改善，且成本端部分原材料价格已现回落迹象。

防水新规出台，助力行业扩容+集中度提升：近期，住建部正式出台《建筑与市政工程防水通用规范》（即防水新规），对不同使用环境下的防水设计工作年限有明确要求：屋面不低于20年、室内工程不低于25年、地下工程不低于工程结构设计工作年限。防水设计工作年限要求的提升，一方面会提高下游客户对产品性能的要求，另一方面也有望增加单位施工面积防水材料的用量，这样带来的效果将是行业需求与集中度的双升。出于经济、安全和风险的考量，房企可能会更倾向于大品牌、质量有保障且存续时间长的头部企业。

盈利预测与估值评级：由于面临需求和成本双重压力，我们下调公司22-24年EPS分别至1.21、1.62和2.08元（较上次调整-21.9%/-21.4%/-18.4%）。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	32,873	39,652	47,290
营业收入增长率	19.70%	46.96%	2.94%	20.62%	19.26%
净利润（百万元）	3,389	4,205	3,055	4,073	5,251
净利润增长率	64.03%	24.07%	-27.34%	33.33%	28.91%
EPS（元）	1.44	1.67	1.21	1.62	2.08
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.19%	15.99%	10.68%	12.71%	14.39%
P/E	18	16	22	16	13
P/B	4.2	2.5	2.3	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-26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：26.22元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebscn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebscn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	25.20
总市值(亿元)	660.68
一年最低/最高(元)	22.61/52.83
近3月换手率	106.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.44	-23.62	-17.66
绝对	-6.12	-37.50	-43.60

资料来源：Wind

相关研报

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（2022-08-24）

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）

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	32,873	39,652	47,290
营业成本	13,681	22,184	23,903	28,255	33,373
折旧和摊销	473	500	954	1,196	1,433
税金及附加	186	213	220	266	317
销售费用	1,788	2,218	2,400	2,776	3,216
管理费用	1,261	1,645	1,841	2,062	2,364
研发费用	464	559	657	793	946
财务费用	380	232	703	935	1,097
投资收益	208	21	0	0	0
营业利润	4,204	5,098	3,798	5,047	6,493
利润总额	4,155	5,100	3,771	5,026	6,476
所得税	769	887	698	930	1,198
净利润	3,387	4,213	3,074	4,096	5,278
少数股东损益	-2	9	19	23	27
归属母公司净利润	3,389	4,205	3,055	4,073	5,251
EPS(元)	1.44	1.67	1.21	1.62	2.08

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,952	4,115	5,548	6,679	7,479
净利润	3,389	4,205	3,055	4,073	5,251
折旧摊销	473	500	954	1,196	1,433
净营运资金增加	-233	4,627	491	2,936	4,147
其他	323	-5,217	1,048	-1,526	-3,352
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	-344	-215	-610
股本变化	861	172	-2	0	0
债务净变化	-1,739	4,013	1,118	1,335	1,306
无息负债变化	2,299	6,021	-795	2,363	2,520
净现金流	1,360	9,287	-10	3,389	3,819

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	37.0%	30.5%	27.3%	28.7%	29.4%
EBITDA 率	23.8%	19.3%	16.1%	18.4%	19.5%
EBIT 率	21.6%	17.7%	13.2%	15.4%	16.5%
税前净利润率	19.1%	16.0%	11.5%	12.7%	13.7%
归母净利润率	15.6%	13.2%	9.3%	10.3%	11.1%
ROA	12.2%	8.5%	5.9%	6.9%	7.8%
ROE (摊薄)	23.2%	16.0%	10.7%	12.7%	14.4%
经营性 ROIC	18.9%	15.5%	10.3%	12.6%	14.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	47%	46%	45%	45%	46%
流动比率	1.60	1.69	1.60	1.58	1.60
速动比率	1.50	1.62	1.52	1.50	1.52
归母权益/有息债务	4.37	3.57	3.37	3.27	3.28
有形资产/有息债务	7.73	6.44	5.91	5.84	5.90

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	52,371	59,550	67,835
货币资金	6,016	16,446	16,437	19,826	23,645
交易性金融资产	299	105	300	301	302
应收账款	6,101	8,764	8,077	9,021	10,758
应收票据	1,550	1,657	1,644	1,983	2,364
其他应收款 (合计)	327	878	888	1,071	1,277
存货	1,199	1,421	1,670	1,975	2,333
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	34,305	39,605	46,272
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	23,372	27,070	30,896
短期借款	2,525	6,128	7,273	8,608	9,914
应付账款	3,115	3,618	5,330	6,301	7,442
应付票据	529	2,325	956	1,130	1,335
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	164	334	334	639	983
流动负债合计	12,132	21,111	21,433	25,131	28,957
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	28,999	32,480	36,939
股本	2,349	2,521	2,520	2,520	2,520
公积金	3,168	11,188	11,493	11,900	12,054
未分配利润	9,473	12,904	14,897	17,948	22,226
归属母公司权益	14,614	26,294	28,591	32,050	36,481
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%	7.30%	7.00%	6.80%
管理费用率	5.80%	5.15%	5.60%	5.20%	5.00%
财务费用率	1.75%	0.73%	2.14%	2.36%	2.32%
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	0.24	0.33	0.42
每股经营现金流	1.68	1.63	2.20	2.65	2.97
每股净资产	6.22	10.43	11.35	12.72	14.48
每股销售收入	9.25	12.67	13.05	15.74	18.77

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	18	16	22	16	13
PB	4.2	2.5	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	13.5	12.0	14.1	10.5	8.4
股息率	1.1%	1.1%	0.9%	1.2%	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