

## 东方雨虹

002271

审慎增持

(维持)

## 净利率环比提升，期待非房业务增量

2022年10月26日

## 市场数据

市场数据日期	2022-10-25
收盘价(元)	24.54
总股本(百万股)	2519.77
流通股本(百万股)	1987.38
总市值(百万元)	61835.20
流通市值(百万元)	48770.31
净资产(百万元)	26343.81
总资产(百万元)	48794.48
每股净资产(元)	10.45

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证建材】东方雨虹 2022 年中报点评: 成本上涨拖累业绩, 民建业务高增长》  
2022-08-23

《【兴证建材】东方雨虹 2022 一季报点评: 收入稳健增长, 原材料导致毛利率下降》  
2022-04-28

《【兴证建材】东方雨虹 2021 年报点评: 防水业务高增长, 非房及民建业务值得期待》  
2022-04-12

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

李贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31934	34215	40434	47874
同比增长	47.0%	7.1%	18.2%	18.4%
归母净利润(百万元)	4205	3006	4223	5715
同比增长	24.1%	-28.5%	40.5%	35.3%
毛利率	30.5%	26.4%	28.1%	30.0%
净利率	13.2%	8.8%	10.4%	11.9%
净资产收益率	16.0%	10.5%	13.3%	15.6%
每股收益(元)	1.67	1.19	1.68	2.27
每股经营现金流(元)	1.63	1.10	1.52	2.09

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 63.09 亿元、89.98 亿元、80.72 亿元, 分别较去年同期变动+17.31%、+1.65%、-4.51%, Q3 营收增速放缓, 主要系地产行情持续下行, 房产防水市场需求走弱。
- 公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 25.84%, 较去年同期下降 4.78pct。公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 28.28%、25.94%、23.81%, 分别较去年同期变动-4.58pct、-4.91pct、-5.14pct, 主要系受原材料价格大幅上涨影响。
- 公司 2022 年前三季度实现净利率 6.99%, 较去年同期下滑 4.83pct, 主要系毛利率下滑所致; 期间费用率为 15.6%, 同比上涨 0.96pct, 主要系销售费率、管理费率提高所致。
- 公司 2022 年前三季度经营性现金流净额为-79.63 亿元, 较去年同期-16.79 亿元; 每股经营性现金流净额为-3.16 元, 较去年同期减少-0.67 元。分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 每股经营性现金流净额分别为-1.9、-0.87、-0.39 元, 分别较去年同期变动-0.96、-0.43、+0.72 元, Q3 现金流承压, 经营性现金流净额同比-64.83%, 主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。从收、付现比的角度来看, 公司 2022 年前三季度收、付现比分别为 86.22% 和 120.19%, 分别较去年同期变动-10.08pct、-17.46pct。现金流方面, 投资活动产生的现金流量净额同比+34.64%, 筹资活动产生的现金流量净额同比-109.77%。
- 资产负债表分析: 本报告期末资产负债率为 45.16%, 较去年同期末变动-1.19pct, 主要系报告期内长期借款减少所致; 应收账款较去年同期末变动+72.86%, 主要系公司收入增加导致应收账款增加所致; 其他应收账款变动+362.91%, 主要原因是由于公司支付履约保证金所致。
- 盈利预测及评级: 我们预计 2022-2024 年归母净利 30.06、42.23、57.15 亿元, 根据 10 月 25 日股价对应 PE 分别为 20.6X、14.6X、10.8X。维持“审慎增持”评级。

风险提示: 房地产竣工持续下行; 原材料价格大幅上涨; 应收账款带来坏账损失的风险; 新业务拓展不及预期; 竞争加剧导致毛利率下行。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

## 事件

- 公司披露 2022 年三季度报告。2022 年前三季度实现营收 233.79 亿元，同比+3.07%，实现归母净利 16.55 亿元，同比-38.2%，扣非后归母净利 15.22 亿元，同比-38.34%。其中，单三季度实现营收 80.72 亿元，同比-4.51%，归母净利 6.88 亿元，同比-39.65%，扣非后归母 6.32 亿元，同比-38.15%。

## 点评

- 公司披露 2022 年三季度报告，2022 年前三季度实现营收 233.79 亿元，同比+3.07%，其中 Q3 收入 80.72 亿元，同比-4.51%。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 63.09 亿元、89.98 亿元、80.72 亿元，分别较去年同期变动+17.31%、+1.65%、-4.51%，Q3 营收增速放缓，主要系地产行情持续下行，房产防水市场需求走弱。
- 公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 25.84%，较去年同期下降 4.78pct。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 28.28%、25.94%、23.81%，分别较去年同期变动-4.58pct、-4.91pct、-5.14pct，主要系受原材料价格大幅上涨影响。
- 公司 2022 年前三季度实现净利率 6.99%，较去年同期下滑 4.83pct，主要系毛利率下滑所致；期间费用率为 15.6%，同比上涨 0.96pct，主要系销售费率、管理费率提高所致。
  - 1) 销售费用率 7.7%，同比上升 0.4pct；
  - 2) 管理费用率 5.66%，同比增加 0.38pct；
  - 3) 财务费用率 0.62%，同比下降 0.03pct；
  - 4) 研发费用率 1.62%，同比增加 0.21pct。
- 公司 2022 年前三季度经营性现金流净额为-79.63 亿元，较去年同期-16.79 亿元；每股经营性现金流净额为-3.16 元，较去年同期减少-0.67 元。
  - 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 每股经营性现金流净额分别为-1.9、-0.87、-0.39 元，分别较去年同期变动-0.96、-0.43、+0.72 元，Q3 现金流承压，经营现金流净额同比-64.83%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。
  - 2) 从收、付现比的角度来看，公司 2022 年前三季度收、付现比分别为 86.22% 和 120.19%，分别较去年同期变动-10.08pct、-17.46pct。
  - 3) 现金流方面，投资活动产生的现金流量净额同比+34.64%，主要是因为本期公司本期收回投资，同时购置固定资产、无形资产和其他长期资产及投资支付的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额同比-109.77%，主要是因为

本期公司借款减少同时股票回购增加所致。

- **资产负债表分析：**本报告期末资产负债率为 45.16%，较去年期末变动 -1.19pct，主要系报告期内长期借款减少所致；应收账款较去年期末变动 +72.86%，主要系公司收入增加导致应收账款增加所致；其他应收账款变动 +362.91%，主要原因是由于公司支付履约保证金所致；货币资金较期初变动 -74.16%，主要原因是由于公司经营规模增长导致经营性支出增加及偿还银行借款所致。
- **实际控制人增持股份，彰显长期发展信心。**基于对公司未来发展前景的坚定信心和对公司长期价值的高度认可，实际控制人李卫国先生于 2022 年 8 月 24 日至 10 月 12 日期间增持公司股份 1,880,050 股，占总股本的比例为 0.07%，增持金额为 5,040.80 万元（不含交易费用），增持均价为 26.81 元/股。
- **深化省区一体化经营，零售延续高增长。**公司聚焦建筑防水行业，向民用建 材、建筑涂料、特种砂浆、建筑粉料、节能保温、建筑修缮等领域延伸，利用依托于防水主业所积累的客户资源、销售渠道的协同性及良好的品牌影响力，快速发展非防水业务。工程业务上，公司深化省区一体化经营，推动“弱总部、强腰部、壮大底部”的组织构架变革，打破渠道壁垒，经营管理职能进一步下沉，加强所属区域市场覆盖；零售业务上，民建集团聚焦防水防潮系统和铺贴美缝系统的双主业发展战略，2022 年上半年，民建集团实现营业收入 32.55 亿元，同比增长 83%。
- **盈利预测及评级：**我们预计 2022-2024 年归母净利 30.06、42.23、57.15 亿元，根据 10 月 25 日股价对应 PE 分别为 20.6X、14.6X、10.8X。维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**房地产新开工持续下行；原材料价格大幅上涨；应收账款带来坏账损失的风险；新业务拓展不及预期；竞争加剧导致毛利率下行。

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	35595	36175	39765	44997
货币资金	16446	16171	17034	18953
交易性金融资产	105	159	165	153
应收票据及应收账款	10421	11803	13746	16246
预付款项	1097	1092	1269	1492
存货	1421	2269	2356	2723
其他	6105	4681	5196	5430
<b>非流动资产</b>	14138	14042	15822	17296
长期股权投资	187	149	164	163
固定资产	5610	7667	9207	10472
在建工程	2094	1414	1128	1012
无形资产	1654	1872	2100	2307
商誉	141	141	141	141
长期待摊费用	35	25	15	6
其他	4418	2775	3067	3195
<b>资产总计</b>	49733	50217	55587	62293
<b>流动负债</b>	21111	18801	20498	21865
短期借款	6128	4927	5327	5194
应付票据及应付账款	5943	6526	7446	8764
其他	9040	7348	7725	7908
<b>非流动负债</b>	1939	2461	2901	3446
长期借款	1104	1563	2097	2605
其他	835	898	804	841
<b>负债合计</b>	23050	21262	23399	25311
股本	2521	2520	2520	2520
资本公积	10795	10795	10795	10795
未分配利润	12904	15087	18261	22947
少数股东权益	389	389	389	389
<b>股东权益合计</b>	26684	28955	32189	36982
<b>负债及权益合计</b>	49733	50217	55587	62293

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	4205	3006	4223	5715
折旧和摊销	518	622	827	1016
资产减值准备	265	125	178	224
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	50	40	32	25
财务费用	57	240	323	431
投资损失	-21	-23	-26	-28
少数股东损益	9	0	0	0
营运资金的变动	-1082	-2423	-1525	-2007
<b>经营活动产生现金流量</b>	4115	2783	3835	5275
<b>投资活动产生现金流量</b>	-5651	-2187	-2357	-2357
<b>融资活动产生现金流量</b>	10799	-872	-615	-999
现金净变动	9287	-276	863	1919
现金的期初余额	5572	16446	16171	17034
现金的期末余额	14858	16171	17034	18953

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	31934	34215	40434	47874
营业成本	22184	25177	29074	33515
税金及附加	213	222	263	311
销售费用	2218	2463	2830	3351
管理费用	1645	1818	2058	2368
研发费用	559	616	647	766
财务费用	232	240	323	431
其他收益	508	406	426	448
投资收益	21	23	26	28
公允价值变动收益	-50	-40	-32	-25
信用减值损失	-251	-377	-452	-543
资产减值损失	-14	-17	-40	-48
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	5098	3675	5165	6993
营业外收入	20	44	53	62
营业外支出	18	31	36	43
<b>利润总额</b>	5100	3688	5182	7012
所得税	887	682	959	1297
<b>净利润</b>	4213	3006	4223	5715
少数股东损益	9	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	4205	3006	4223	5715
<b>EPS(元)</b>	1.67	1.19	1.68	2.27

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	47.0%	7.1%	18.2%	18.4%
营业利润增长率	21.3%	-27.9%	40.6%	35.4%
归母净利润增长率	24.1%	-28.5%	40.5%	35.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	30.5%	26.4%	28.1%	30.0%
净利率	13.2%	8.8%	10.4%	11.9%
ROE	16.0%	10.5%	13.3%	15.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.3%	42.3%	42.1%	40.6%
流动比率	1.69	1.92	1.94	2.06
速动比率	1.62	1.80	1.83	1.93
<b>营运能力</b>				
资产周转率	82.3%	68.5%	76.4%	81.2%
应收账款周转率	387.0%	335.0%	347.5%	349.5%
存货周转率	1688.1%	1360.4%	1252.5%	1315.3%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.67	1.19	1.68	2.27
每股经营现金	1.63	1.10	1.52	2.09
每股净资产	10.44	11.34	12.62	14.52
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	14.7	20.6	14.6	10.8
PB	2.4	2.2	1.9	1.7

## 分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn