

股票投资评级

推荐 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

52 周内高	52.83
52 周内低	22.61
总市值(亿元)	660.68
流通市值(亿元)	521.09
总股本(亿股)	25.20
A 股(亿股)	25.20
—已流通(亿股)	19.87
—限售股(亿股)	5.32

研究所

分析师：丁士涛

SAC 登记编号：S1340522090005

Email: dingshitao@cnpsec.com

东方雨虹 (002271.SZ):

逆境不改龙头韧性，新规落地弹性可期

● 事件：

公司发布 2022 年第三季度报告，2022 年前三季度实现营业收入 233.79 亿元，同比增长 3.07%；归母净利润 16.55 亿元，同比下降 38.20%；扣非归母净利润 15.22 亿元，同比下降 38.34%。其中，2022 年第三季度实现营业收入 80.72 亿元，同比下降 4.51%，归母净利润 6.88 亿元，同比下降 39.65%，扣非归母净利润 6.32 亿元，同比下降 38.15%。

● Q3 收入小幅下滑，渠道优化与新品拓展继续发力

公司 2022 Q1-Q3 分别实现营业收入 63.09 /89.98 /80.72 亿元，分别同比+17.31%/+1.65%/-4.51%。公司 Q3 单季营收小幅下滑主要由于 7、8 月的夏季高温、降雨及局部地区限电影响下游施工；进入 9 月后，部分基建工程项目实物量落地依然有所滞后对发货形成一定拖累。2022 年 1-9 月，全国房地产新开工/竣工面积分别同比下降 38.0% /19.90%；在房地产基本面持续走弱叠加疫情多点散发、工程项目施工受阻滞后，同时原材料价格持续维持高位的行业最大压力期，公司前三季度营收依然实现了正向增长。我们认为主要由于 1) 公司积极调整客户结构、将零售作为渠道建设的核心方向。公司民建集团持续加大对终端消费者的拉力和引导，通过发展经销商、增加专卖店及持续开拓分销网点扩大渠道覆盖率，有效覆盖空白市场和薄弱市场。截至 2022 H1，民建集团在全国的经销商达近 4000 家，分销网点、门头合计超过 18 万个，较 2021 年底增长约 50%。2) 依托于防水主业多年积累的客户资源及销售渠道的协同性，以建筑涂料、砂浆粉料等为代表的非防水业务实现快速增长。

● 原材料价格高企、毛利率承压，Q4 有望缓解

2022 Q1-Q3，公司销售毛利率分别为 28.28% /25.94% /23.81%，Q3 单季毛利率同比下降 5.14 pct，环比下降 2.13 pct。Q3 毛利率下降主要由于公司原材料成本采用移动平均法进行核算，原材料价格变动体现到成本端会有 1-2 个月的滞后。5-6 月期间沥青价格处于高点，因此，7-8 月即为公司原材料成本压力最大的时期。而 Q4 将逐渐进入沥青的需求淡季，价格有望呈现回调。除沥青之外，防水的主要原材料还有乳液、聚氨酯等，当前其价格已低于去年同期。此外，公司

在 3 月、6 月两次发布调价函，涨价品类主要为工程类沥青基防水卷材、防水涂料等，公告的涨价幅度分别为 15-20%、25%。随着年初经销商与客户锁价额度逐渐用尽，公司防水产品涨价有望在 Q4 落地。原材料成本端压力缓解与防水产品的预期提价，双向促进公司 Q4 的盈利水平修复。

● Q3 单季现金流改善，期间费用率下行

公司 2022 Q3 单季度经营性现金净流量为-9.82 亿元，环比 Q2 增加 12.14 亿元，同比增加 18.11 亿元。从收现比来看，公司 Q3 单季度收现比 88.59%，环比提高 20.54 pct。我们认为 Q3 单季现金流的显著改善主要由于 1) 公司近年来持续增加对应收账款的考核力度，今年回款节点已提前至 9 月。2) 随着公司客户结构的持续优化，大 B 端房地产集采的业务占比下降，而以现金为主要结算方式的零售端业务保持快速增长，拉动公司现金流的改善。2022 Q1-Q3，公司计提信用减值损失 6.30 亿元，占营业收入的比例为 2.70%，同比提高 1.94 pct。随着 Q4 进入回款高峰，公司现金流情况将有望继续改善。费用率方面，公司及时根据收入情况调整控费，管理精准、高效。2022 Q1-Q3 期间费用率分别为 19.06% /14.45% /14.18%，已连续两个季度实现期间费用率下行。

● 防水新规正式落地，行业获实质性扩容

2022 年 10 月 24 日，住建部发布国家标准《建筑与市政工程防水通用规范》(GB 55030-2022) (以下简称为“规范”)，自 2023 年 4 月 1 日起实施。此次发布的规范为强制性工程建设规范，全部条文必须严格执行。在防水设计方面，规范要求防水材料应满足设计工作年限的要求。屋面、室内工程防水设计年限分别不应低于 20、25 年；地下工程防水设计工作年限不应低于工程结构设计工作年限；桥梁工程桥面防水设计工作年限不应低于桥面铺装设计工作年限。在防水材料方面，规范要求防水材料的耐久性应与工程防水设计工作年限相适应；材料性能应与工程使用环境条件相适应；每道防水层厚度应满足防水设防的最小厚度要求，规范中对不同类型的防水卷材、防水涂料等防水材料的最小厚度、吸水率等性能指标均进行了明确的规定。

规范落地对防水行业的影响一方面在于设计年限的提高将直接增加防水材料的用量，行业市场空间获实质性扩容。另一方面，规范中对防水材料的性能做了一系列明确的规定，规范强制执行背景下，市场中的非标防水产品将直接遭到淘汰。而长期以来，防水行业中众多的中小企业依靠低价非标产品获取客户的方式生存，规范落地后，失去非标低价的中小企业将面临更加困难的经营环境，其退出市场的速度或将加快。而行业内头部企业因资金实力、产品质量、产能规模等方面优势突出，规范落地所带来的市场空间增量将被头部企业所占据。

● 盈利预测与投资评级

公司防水主业龙头地位稳固、规模优势显著、渠道资源丰富；防水新规落地，行业扩容所带来的增量份额将更多被龙头占据，公司市占率有望再提升。以涂料、砂浆粉料、瓷砖胶等为代表的新业务赛道优质且发展势头迅猛，为公司贡献高弹性。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 28.21/41.67/53.08 亿元，EPS 分别为 1.12/1.65/2.11 元/股，对应 PE 分别为 23.42/15.86/12.45 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

基建、房地产投资增速大幅下降；原材料价格大幅上涨；行业新规落地不及预期；工程业务回款不及预期；新品类扩充、多元化发展不及预期。

盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	31934.20	33366.02	39092.42	46570.63
增长率（%）	46.96%	4.48%	17.16%	19.13%
归属母公司净利润（百万元）	4204.70	2820.55	4166.54	5307.80
增长率（%）	24.07%	-32.92%	47.72%	27.39%
毛利率（%）	30.53%	27.27%	28.91%	29.55%
净利率（%）	13.17%	8.45%	10.66%	11.40%
EPS（元/股）	1.67	1.12	1.65	2.11
市盈率（P/E）	15.71	23.42	15.86	12.45
ROE	15.99%	10.28%	13.18%	14.38%

数据来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 10 月 26 日收盘价

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	31934.20	33366.02	39092.42	46570.63	营业收入	46.96%	4.48%	17.16%	19.13%
营业成本	22184.43	24267.86	27792.58	32807.21	营业利润	21.29%	-32.83%	47.64%	27.27%
税金及附加	212.50	233.56	273.65	325.99	归属于母公司净利润	24.07%	-32.92%	47.72%	27.39%
销售费用	2217.74	2569.18	2931.93	3492.80	获利能力				
管理费用	1644.55	1885.18	2071.90	2375.10	毛利率	30.53%	27.27%	28.91%	29.55%
研发费用	559.31	537.19	586.39	698.56	净利率	13.17%	8.45%	10.66%	11.40%
财务费用	231.84	213.98	272.53	306.89	ROE	15.99%	10.28%	13.18%	14.38%
资产减值损失	-13.70	-15.00	-15.00	-30.00	ROIC	12.97%	9.43%	10.71%	11.41%
营业利润	5098.24	3424.24	5055.64	6434.32	偿债能力				
营业外收入	20.27	20.00	23.00	27.00	资产负债率	46.35%	51.24%	51.30%	52.14%
营业外支出	18.34	23.00	26.00	26.00	流动比率	1.69	1.56	1.59	1.61
利润总额	5100.16	3421.24	5052.64	6435.32	营运能力				
所得税	886.85	594.91	878.59	1119.02	应收账款周转率	4.30	3.68	4.40	4.63
净利润	4213.31	2826.33	4174.05	5316.30	存货周转率	24.38	23.70	24.34	24.62
归母净利润	4204.70	2820.55	4166.54	5307.80	总资产周转率	0.82	0.62	0.64	0.65
每股收益(元)	1.67	1.12	1.65	2.11	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.67	1.12	1.65	2.11
货币资金	16446.31	23116.71	29579.98	36422.02	每股净资产	10.44	10.89	12.54	14.65
交易性金融资产	105.02	130.02	160.02	195.02	估值比率				
应收票据及应收账款	10421.40	11051.88	10183.31	13795.63	PE	15.71	23.42	15.86	12.45
预付款项	1096.95	998.04	1143.00	1349.23	PB	2.51	2.41	2.09	1.79
存货	1420.55	1395.70	1816.77	1965.74	现金流量表				
流动资产合计	35595.39	42148.58	49705.55	61090.48	净利润	4213.31	2826.33	4174.05	5316.30
固定资产	5609.59	5558.95	5484.72	5363.75	折旧和摊销	558.80	638.72	692.37	724.09
在建工程	2093.95	2790.98	3796.11	4647.19	营运资本变动	-813.12	2430.62	377.88	-87.49
无形资产	1653.57	1722.46	1787.63	1854.67	其他	155.68	783.10	809.96	917.72
非流动资产合计	14137.84	14937.83	16011.49	16893.27	经营活动现金流净额	4114.68	6678.77	6054.27	6870.63
资产总计	49733.23	57086.41	65717.04	77983.76	资本开支	-4502	-1337	-1661	-1495
短期借款	6127.83	9327.83	11827.83	13827.83	其他	-1148.78	-116.65	-126.27	-131.03
应付票据及应付账款	5943.08	7698.22	7924.37	10517.01	投资活动现金流净额	-5650.66	-1453.37	-1787.30	-1625.90
其他流动负债	9039.91	9988.19	11518.61	13676.39	股权融资	7996.20	-924.05	0.00	0.00
流动负债合计	21110.82	27014.24	31270.82	38021.23	债务融资	3981.83	300.00	200.00	200.00
其他	1938.74	2238.74	2438.74	2638.74	其他	-1178.82	2069.04	1996.31	1397.31
非流动负债合计	1938.74	2238.74	2438.74	2638.74	筹资活动现金流净额	10799.21	1444.99	2196.31	1597.31
负债合计	23049.57	29252.98	33709.56	40659.97	现金及现金等价物净增	9286.67	6670.39	6463.28	6842.03
股本	2521.20	2494.19	2494.19	2494.19	加额				
资本公积金	10794.55	9897.51	9897.51	9897.51					
未分配利润	12904.01	14548.97	18090.53	22602.16					
少数股东权益	389.27	395.04	402.56	411.06					
其他	74.63	497.71	1122.69	1918.86					
所有者权益合计	26683.66	27833.43	32007.48	37323.78					
负债和所有者权益总计	49733.23	57086.41	65717.04	77983.76					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。