

2022 年 10 月 29 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

Q3 业绩环比改善，绿建扩产+行业扩容促进成长

—东方雨虹（002271.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

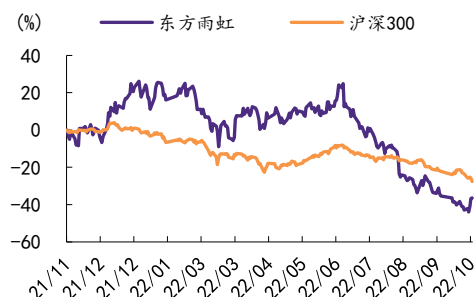
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn

基本数据

2022-10-28

当前股价（元）	25.88
总市值（亿元）	652
总股本（百万股）	2520
流通股本（百万股）	1987
52 周价格范围（元）	23.25-52.68
日均成交额（百万元）	1242.34

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《东方雨虹（002271）：短期承压不改增长趋势，多品类零售点燃发展新引擎》2022-09-22

东方雨虹发布三季报：2022Q3 营业收入 80.72 亿元，同比减 4.51%；归母净利润/扣非净利润为 6.88/6.32 亿元，同比减 39.65%/减 38.15%；前三季度实现营业收入 233.79 亿元，同比增 3.07%，归母净利润/扣非净利润 16.55/15.22 亿元，同比减 38.2%/减 38.34%。

投资要点

Q3 业绩同比下滑收窄、环比改善，为 Q4 企稳回升信号

Q3 业绩不及去年同期，但环比有所改善。公司前三季度营收/扣非净利润 233.79/15.22 亿元，同比+3.07%/-38.34%，主要系 Q2 疫情影响下防水需求低迷、Q3 市场回暖不足且沥青等原材料价格维持高位所致。其中 Q3 单季营收/扣非净利润 80.72/6.32 亿元，同比-4.51%/-38.15%，扣非净利润同比降幅较 Q2 的-47.68%有所收窄；环比+10.29%/+6.4%，营收、盈利水平已现边际改善，但距公司完成全年股权激励目标仍存在一定压力。

毛利率下探至谷底，净利率缓慢修复。1) 自 2022Q1 以来，公司单季毛利率持续下行（28.28%→25.94%→23.81%），Q3 达历史低位 23.81%，主因沥青等原材料成本持续高企（7 月以来上期所沥青主力合约 BU2212 虽经历波动，但基本均收 3400 元/吨以上）。2) 单季扣非净利率则不断升高（4.71%→6.60%→7.83%），但仍低于 2021 年同期水平，呈现以提高管理效率、降低期间费用率等手段对冲成本费用上升的修复态势。原因一是 2022 年公司期间费用率逐季下行（19.06%→14.45%→14.18%），但 Q2、Q3 均仍高于去年同期。二是公司计提信用减值损失额大幅下降，由 Q2 的 3.46 亿元（占营收高达 3.8%）降 67%至 Q3 的 1.13 亿元（占营收 1.4%），对 Q3 扣非净利率起到拉动作用。

经营性现金流扭负为正，收入和盈利质量稳步提高。1) 2022Q3 经营性现金流量净额 1.6 亿元，环比扭负为正，现金流情况得到边际显著改善。2) Q3 收现比/净现比分别为 0.86/0.92，同比+0.26/+0.67，环比-0.016/+1.19，收入和盈利质量提升。3) 但公司应收账款规模仍在扩大，Q3 应收账款 13.58 亿元，较 2022 年 6 月底增加 9.98%，高于营收增速-4.51%。总体看，通过销售端提升集采客户的央国企比例及大力发展小 B、C 端客户，管理端将应收账款考核纳入股权

激励考核目标等多种手段，公司已逐渐走出 2021 年房企暴雷前后资金链紧张的“至暗时刻”，在加强回款、盘活现金流方面取得一定成效。

综上，公司收入和盈利指标呈现同比下滑收窄、环比持续改善态势，现金流情况趋于好转，我们认为这释放了公司业绩或将随行业β修复而企稳回升的积极信号，且再次印证公司面对地产需求下行、行业重新洗牌的环境变化，能因时因势采取有力措施、调整战略布局的超强执行力和管理能力。

■ 大力扩产抓绿色建材发展机遇，政府采购增量需求保障产能消化

截至报告日，公司多个绿色建材相关项目均已投产。绿色建材符合双碳目标，为国家大力鼓励的建材发展方向，10月25日三部门发布《关于扩大政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升政策实施范围的通知》，在此前6个城市试点基础上进一步扩大政府采购绿色建材实施范围为22个省（市、自治区）的48个城市（区）。公司相关人士对此回应，其主营的防水、建材等产品基本上都获得了相关绿色建材认证。预计对绿色建材的政府采购增量需求将为公司新释放产能的顺利消化提供保障。

■ 行业利好频出，基建回暖+新规扩容+建筑节能率先利好头部企业

近期，防水行业利好频出：1）基建投资持续回暖。前三季度基础设施投资同比增8.6%，增速比1—8月份加快0.3pct，连续五个月回升。而8月以来促进基建投资转化为实物工作量的政策密集出台，预计充足的基建投资将于Q4大量转化，从而提振防水市场需求。2）10月24日，《建筑与市政工程防水通用规范》正式落地，一方面大幅提高防水设计年限要求，预计其将推动防水市场扩容40%-60%左右（测算过程见《提标终落地，防水高品质发展新时代到来》）；另一方面明确了对材料质量和施工标准化程度的要求（如规定了不同防水等级建筑的最低防水道数），有望加速非标企业出清，推动公司市占率提升。3）多地公布明确的“十四五”被动式超低能耗建筑发展目标，而防水隔汽膜和透汽膜作为保障建筑气密性的关键部品，长期以来是我国节能建筑普及中重要的卡脖子问题。近期，公司自研的自粘改性沥青隔汽膜（含N60、G60两种类型）获得国家专利认可。作为防水龙头，公司在隔汽膜等高技术产品上具有小企业无法比拟的规模优势和品牌优势，我们预计隔汽膜等低能耗建筑专用气密性产品的放量，将为公司新开辟一个稳定而持续性强的利润增长点。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 341.31、386.29、443.55

亿元，EPS 分别为 1.02、1.83、2.23 元，当前股价对应 PE 分别为 25.29、14.17、11.6 倍，公司业绩在原材料和地产因素影响下短期承压，但其发力 C 端、扩展多品类有望打造第二成长曲线，我们仍看好公司优秀的经营能力和长期成长性，故维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 原材料价格上涨超预期；2) 应收账款回收不及预期；3) 防水行业竞争格局恶化；4) 下游需求不及预期；5) 投产不及预期；6) 新品类不及预期；7) 政策实施效果不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	31,934	34,131	38,629	44,355
增长率（%）	47.0%	6.9%	13.2%	14.8%
归母净利润（百万元）	4,205	2,580	4,605	5,626
增长率（%）	24.1%	-38.6%	78.5%	22.2%
摊薄每股收益（元）	1.67	1.02	1.83	2.23
ROE（%）	15.8%	9.0%	14.2%	15.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	31,934	34,131	38,629	44,355
现金及现金等价物	16,446	16,560	18,623	21,121	营业成本	22,184	25,595	27,303	30,954
应收款	11,300	12,358	13,669	15,695	营业税金及附加	213	227	257	295
存货	1,421	1,724	1,689	1,915	销售费用	2,218	2,492	2,781	3,194
其他流动资产	6,429	6,864	7,754	8,888	管理费用	1,645	1,877	2,086	2,395
流动资产合计	35,595	37,506	41,736	47,619	财务费用	232	191	160	137
非流动资产：					研发费用	559	598	677	777
金融类资产	105	105	105	105	费用合计	4,653	5,157	5,704	6,502
固定资产	5,610	5,864	5,937	5,895	资产减值损失	-251	-500	-251	-251
在建工程	2,094	1,546	1,182	927	公允价值变动	-50	-50	-50	-50
无形资产	1,654	1,571	1,488	1,410	投资收益	21	21	21	21
长期股权投资	187	587	687	787	营业利润	5,098	3,117	5,579	6,817
其他非流动资产	4,594	4,594	4,594	4,594	加：营业外收入	20	30	25	25
非流动资产合计	14,138	14,161	13,888	13,613	减：营业外支出	18	18	18	18
资产总计	49,733	51,667	55,623	61,233	利润总额	5,100	3,129	5,586	6,824
流动负债：					所得税费用	887	544	971	1,187
短期借款	6,128	5,328	4,728	4,328	净利润	4,213	2,585	4,615	5,637
应付账款、票据	5,943	6,918	7,383	8,372	少数股东损益	9	5	9	12
其他流动负债	5,816	5,816	5,816	5,816	归母净利润	4,205	2,580	4,605	5,626
流动负债合计	21,111	21,507	21,827	22,993					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	1,104	604	604	604	成长性				
其他非流动负债	835	835	835	835	营业收入增长率	47.0%	6.9%	13.2%	14.8%
非流动负债合计	1,939	1,439	1,439	1,439	归母净利润增长率	24.1%	-38.6%	78.5%	22.2%
负债合计	23,050	22,946	23,265	24,432	盈利能力				
所有者权益					毛利率	30.5%	25.0%	29.3%	30.2%
股本	2,521	2,521	2,521	2,521	四项费用/营收	14.6%	15.1%	14.8%	14.7%
股东权益	26,684	28,721	32,358	36,801	净利率	13.2%	7.6%	11.9%	12.7%
负债和所有者权益	49,733	51,667	55,623	61,233	ROE	15.8%	9.0%	14.2%	15.3%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	46.3%	44.4%	41.8%	39.9%
净利润	4213	2585	4615	5637	营运能力				
少数股东权益	9	5	9	12	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
折旧摊销	500	457	469	470	应收账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
公允价值变动	-50	-50	-50	-50	存货周转率	15.6	15.0	16.3	16.3
营运资金变动	-558	-600	-1247	-1820	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	4115	2397	3797	4250	EPS	1.67	1.02	1.83	2.23
投资活动现金净流量	-5651	-106	191	196	P/E	15.52	25.29	14.17	11.6
筹资活动现金净流量	1650	-1848	-1578	-1594	P/S	2.0	1.9	1.7	1.5
现金流量净额	114	443	2,410	2,851	P/B	2.5	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。