

东方雨虹 (002271.SZ)

零售工渠继续快速增长，毛利率见底

核心观点:

- 公司发布 2022 年三季报，前三季度实现收入 233.79 亿元，同比+3.07%，归母净利润 16.55 亿元，同比-38.20%。其中 Q3 实现收入 80.72 亿元，同比-4.51%，归母净利润 6.88 亿元，同比-39.65%。
- 行业需求仍处于底部区域，单三季度收入负增长，零售和非防水业务贡献增长。公司 Q1-Q3 收入分别同比+17.31%、+1.65%、-4.51%，地产需求大幅下行，公司单三季度收入负增长，行业仍处于周期底部区域。分产品来看，预计前三季度公司防水主业小幅个位数下滑，砂浆粉料、涂料和保温等非防水业务贡献增长。分渠道来看，预计民建和德爱威零售增速均超 50%，工渠和直营小幅增长，集采继续下滑。
- Q3 毛利率底部确认，费用率下降，净利率环比改善。公司单三季度毛利率 23.81%，同比下滑 5.14pct，环比下滑 2.13pct，沥青价格仍维持高位，部分原材料价格虽有所回落，但由于公司成本采用移动平均法，22Q3 库存平均成本仍较高，预计四季度毛利率将迎来改善。单三季度期间费用率 14.18%，同比+0.33pct，环比-0.27pct，在收入规模环比下降情况下，单三季度费用率仍然实现环比下降，主要系公司减员增效。单三季度净利率 8.52%，同比下滑 5.11pct，环比上升 1.45pct。
- 现金流同比环比均改善，应收压力仍较大。22Q3 经营性净现金-9.82 亿元，21Q3 为-27.93 亿元，22Q2 为-21.96 亿元，同比环比均改善。
- 盈利预测与投资建议。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 27.6/45.6/65.4 亿元，按最新收盘市值对应 PE 分别为 22.4、13.6、9.5 倍，参考可比公司估值和公司增长预期，给予公司 2023 年 PE 合理估值 20 倍的判断，对应公司合理价值 36.21 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。上游原材料价格持续上涨，下游需求大幅下滑，市场竞争风险，应收账款风险等。

盈利预测:

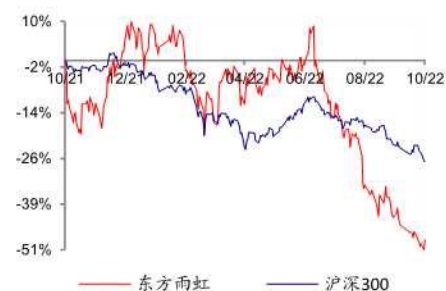
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	21,730	31,934	33,232	41,291	52,532
增长率 (%)	19.7	47.0	4.1	24.3	27.2
EBITDA (百万元)	4,903	5,931	4,403	6,699	9,314
归母净利润 (百万元)	3,389	4,205	2,764	4,561	6,541
增长率 (%)	64.0	24.1	-34.3	65.0	43.4
EPS (元/股)	1.44	1.67	1.10	1.81	2.60
市盈率 (x)	26.90	31.59	22.37	13.56	9.45
ROE (%)	23.2	16.0	9.9	14.7	18.3
EV/EBITDA (x)	18.05	20.89	11.57	7.46	5.08

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	24.54 元
合理价值	36.21 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-26

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592

021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师:

张乾



SAC 执证号: S0260522080003



021-38003687



gzhangqian@gf.com.cn

请注意, 邹戈, 张乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

东方雨虹 (002271.SZ): 业绩短期承压, 零售和非防水业务表现亮眼	2022-09-05
东方雨虹 (002271.SZ): 新一轮成长的转折点	2022-06-27
东方雨虹 (002271.SZ): 收入继续高增, 成本压力下业绩逆势增长	2022-04-28

请务必阅读末页的免责声明

一、零售工渠继续快速增长，毛利率见底

公司发布2022年三季报，前三季度实现收入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Q3实现收入80.72亿元，同比-4.51%，归母净利润6.88亿元，同比-39.65%，扣非净利润6.32亿元，同比-38.15%。

行业需求仍处于底部区域，Q3收入负增长，零售工渠和非防水业务贡献增长。房地产新开工面积Q1-Q3分别-17%、-44%、-45%，公司Q1-Q3收入分别同比+17.31%、+1.65%、-4.51%，地产需求大幅下行，公司单三季度收入负增长，2010年以来仅有三个季度收入同比下滑（分别为2015年Q1和Q2，2020年Q1），受房地产（新开工）周期影响，防水行业仍处于周期底部区域。分产品来看，我们预计前三季度公司防水主业小幅个位数下滑，砂浆粉料、涂料和保温等非防水业务贡献增长。分渠道来看，通过一体化公司（工渠）和零售大力拓展非房市场和渠道下沉，预计前三季度民建和德爱威零售增速均超50%，零售占比显著提升，零售高增来自渠道扩充和品类扩张，工渠和直营小幅增长，集采继续下滑。

Q3毛利率底部确认，费用率下降，净利率环比改善。公司单三季度毛利率23.81%，同比下滑5.14pct，环比下滑2.13pct，沥青价格仍维持高位（据wind，22Q3建筑沥青均价同比+36%，环比22Q2+6%），部分原材料价格虽有所回落，但由于公司成本采用移动平均法，22Q3库存平均成本仍较高，9月份公司库存成本开始下降，预计四季度毛利率将迎来改善。单三季度期间费用率14.18%，同比+0.33pct，环比-0.27pct，销售/管理/研发/财务费用率分别环比-0.13/-0.52/-0.1/+0.47pct，在收入规模环比下降情况下，单三季度费用率仍然实现环比下降，主要系公司减员增效。单三季度净利率8.52%，同比下滑5.11pct，但环比上升1.45pct，一是减员增效带来费用率环比下降，二是其他收益环比多增0.76亿元、资产和信用减值损失环比减少2.65亿元，风险房企敞口有工抵房，22Q3未作大额计提。

现金流同比环比均改善，应收压力仍较大。22Q3经营性净现金-9.82亿元，21Q3为-27.93亿元，22Q2为-21.96亿元，依然净流出，但加大了回款催收力度，同比环比均改善。截至9月30日，公司应收账款+应收票据+应收款项融资+其他应收款+合同资产为239亿元，同比+19%，其中其他应收款（主要为履约保证金）同比持平；应付账款+应付票据+合同负债95亿元，同比+50%，应付增速高于应收增速。

防水新规落地，公司作为行业龙头显著受益。2022年10月24日，住房和城乡建设部发布国家标准《建筑与市政工程防水通用规范》的公告，批准《建筑与市政工程防水通用规范》为国家标准，编号为GB55030-2022，自2023年4月1日起实施，规范为强制性工程建设规范，全部条文必须严格执行。防水新规对于各类工程的防水设计工作年限和防水工程质量提出了高要求高标准，一是直接带来防水需求扩容，我们测算新规落地后将带来行业空间扩容约40-50%，二是加速非标产品的退出。公司作为龙头企业拥有更大的增长空间，将显著受益于防水提标。

二、盈利预测和投资建议

我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为27.6/45.6/65.4亿元，按最新收盘市值对应PE分别为22.4、13.6、9.5倍，考虑到防水新规出台后行业需求扩容、毛利率均值回归的弹性、公司调结构成效显著，未来几年业绩具备超预期基础，参考可比公司估值和公司增长预期，我们给予公司2023年PE合理估值20倍的判断，对应公司合理价值36.21元/股，维持“买入”评级。

三、风险提示

上游原材料价格持续上涨。公司生产所需的原材料主要包括沥青、聚醚、聚酯胎基、扩链剂、乳液、MDI和SBS改性剂等，其中石油化工产品占较大比重，受国际原油价格变化以及石油化工产品供给和需求的影响也较大，若上述原材料市场价格出现较大幅度波动，将可能对公司的盈利水平产生一定影响。

下游需求大幅下滑。公司可能存在国内经济下行压力加大、房地产市场宏观调控及行业景气度影响，导致经营受到不利影响的风险。

市场竞争风险，应收账款风险。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	19,387	35,595	37,555	45,932	55,052
货币资金	6,016	16,446	18,500	22,500	25,800
应收及预付	8,100	11,518	11,172	14,085	17,898
存货	1,199	1,421	1,467	1,770	2,227
其他流动资产	4,072	6,210	6,416	7,576	9,127
非流动资产	8,459	14,138	15,129	16,020	16,814
长期股权投资	166	187	207	227	247
固定资产	4,755	5,610	6,659	7,563	8,332
在建工程	712	2,094	1,835	1,628	1,463
无形资产	1,491	1,654	1,814	1,969	2,119
其他长期资产	1,335	4,594	4,614	4,634	4,654
资产总计	27,847	49,733	52,684	61,952	71,866
流动负债	12,132	21,111	22,260	28,216	33,224
短期借款	2,525	6,128	5,998	8,837	9,257
应付及预收	3,643	5,943	6,336	7,645	9,616
其他流动负债	5,964	9,040	9,926	11,734	14,351
非流动负债	883	1,939	2,139	2,339	2,539
长期借款	422	1,104	1,304	1,504	1,704
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	461	835	835	835	835
负债合计	13,016	23,050	24,398	30,555	35,763
股本	2,349	2,521	2,520	2,520	2,520
资本公积	2,792	10,795	10,796	10,796	10,796
留存收益	9,849	13,297	14,895	17,997	22,690
归属母公司股东权益	14,614	26,294	27,891	30,993	35,686
少数股东权益	217	389	395	404	417
负债和股东权益	27,847	49,733	52,684	61,952	71,866

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,730	31,934	33,232	41,291	52,532
营业成本	13,681	22,184	24,343	29,374	36,946
营业税金及附加	186	213	249	310	394
销售费用	1,788	2,218	2,492	2,890	3,415
管理费用	1,261	1,645	1,861	2,147	2,574
研发费用	464	559	532	619	735
财务费用	380	232	199	413	527
资产减值损失	-46	-14	-33	-41	-53
公允价值变动收益	1	-50	0	0	0
投资净收益	208	21	33	41	53
营业利润	4,204	5,098	3,355	5,537	7,941
营业外收支	-48	2	2	2	3
利润总额	4,155	5,100	3,357	5,540	7,944
所得税	769	887	588	969	1,390
净利润	3,387	4,213	2,770	4,570	6,554
少数股东损益	-2	9	6	9	13
归属母公司净利润	3,389	4,205	2,764	4,561	6,541
EBITDA	4,903	5,931	4,403	6,699	9,314
EPS (元)	1.44	1.67	1.10	1.81	2.60

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,952	4,115	5,190	4,540	6,741
净利润	3,387	4,213	2,770	4,570	6,554
折旧摊销	486	559	649	749	846
营运资金变动	-211	-813	675	-1,878	-2,021
其它	290	156	1,096	1,099	1,362
投资活动现金流	-1,744	-5,651	-1,605	-1,596	-1,584
资本支出	-1,520	-4,502	-1,618	-1,618	-1,617
投资变动	-263	-1,183	-20	-20	-20
其他	39	34	33	41	53
筹资活动现金流	-818	10,799	-1,532	1,057	-1,857
银行借款	3,549	8,271	70	3,039	620
股权融资	8	7,996	0	0	0
其他	-4,375	-5,468	-1,602	-1,982	-2,478
现金净增加额	1,360	9,287	2,054	4,000	3,300
期初现金余额	4,212	5,572	16,446	18,500	22,500
期末现金余额	5,572	14,858	18,500	22,500	25,800

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	19.7%	47.0%	4.1%	24.3%	27.2%
营业利润增长	60.3%	21.3%	-34.2%	65.0%	43.4%
归母净利润增长	64.0%	24.1%	-34.3%	65.0%	43.4%
获利能力					
毛利率	37.0%	30.5%	26.7%	28.9%	29.7%
净利率	15.6%	13.2%	8.3%	11.1%	12.5%
ROE	23.2%	16.0%	9.9%	14.7%	18.3%
ROIC	19.8%	13.0%	8.6%	11.7%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	46.7%	46.3%	46.3%	49.3%	49.8%
净负债比率	87.8%	86.4%	86.3%	97.3%	99.1%
流动比率	1.60	1.69	1.69	1.63	1.66
速动比率	1.31	1.44	1.44	1.40	1.42
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.64	0.63	0.67	0.73
应收账款周转率	3.56	3.64	3.95	3.86	3.86
存货周转率	18.12	22.48	22.65	23.32	23.59
每股指标 (元)					
每股收益	1.44	1.67	1.10	1.81	2.60
每股经营现金流	2	2	2	2	3
每股净资产	6.22	10.43	11.07	12.30	14.16
估值比率					
P/E	26.90	31.59	22.37	13.56	9.45
P/B	6.24	5.05	2.22	2.00	1.73
EV/EBITDA	18.05	20.89	11.57	7.46	5.08

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：联席首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：资深分析师，南京大学材料工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：高级分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。