

2022年09月22日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

短期承压不改增长趋势，多品类零售点燃发展新引擎

—东方雨虹（002271.SZ）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

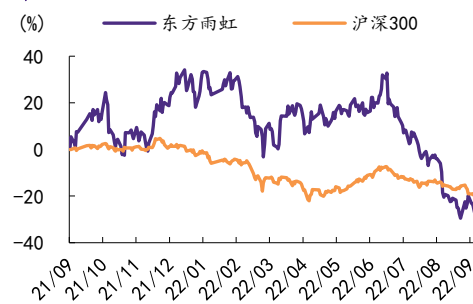
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn

基本数据

2022-09-22

当前股价（元）	27.57
总市值（亿元）	695
总股本（百万股）	2520
流通股本（百万股）	1987
52周价格范围（元）	27.5-52.68
日均成交额（百万元）	1245.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 防水龙头地位稳固，核心优势傲视行业

东方雨虹为国内防水行业龙头和最早的防水上市公司，2021年防水市占率15%；近年拓展民用建材、建筑涂料、特种砂浆、建筑粉料、节能保温、建筑修缮等业务，向综合建材商转型，2021年非防水业务收入占比已达20%。2008年上市至今，公司业绩高速增长，营业收入从7亿增至319亿，CAGR为34%；净利润从0.44亿增至42亿，CAGR为41%。

公司凭四大核心优势傲视行业：1) 产能扩张迅猛，渗透程度高。凭借强大的信誉和融资能力，公司上市14年以来4次大规模定增/发债以在全国各地扩张产能，目前已在全国六大地区布局47个生产基地，基本实现“渗透全国”。2021年公司定增80亿用于进一步扩产，资金规模达历史新高；年底在建工程约40项。随该轮扩张产能逐步释放，公司有望开启新一轮成长。2) 上游供应链安全高效。公司关键原材料包括沥青、聚酯胎基、乳液。公司已与中石油、中石化等上游企业形成紧密的战略合作关系，维持长期沥青低价稳定供应；聚酯胎基已实现自产并可外售获得利润；乳液正在建设产线，最晚于2025年10月1日前完成全部建设。3) 多渠道营销精准发力。公司销售模式分直销、工程渠道经销、零售渠道经销。直销模式中，公司与万科、华润等知名地产商保持长期战略合作伙伴关系，在地产集采领域构建护城河。工程渠道经销模式中，公司与经销商形成合伙人，设立合资子公司绑定双方利益，经销商销售动力充足。零售渠道经销模式中，公司持续推进渠道下沉，开拓网点和扩大覆盖率，对空白市场和薄弱市场进行一城一议的高推政策；截至2022H1，民建集团经销商已近4000家，分销网点15万余家，分销门头3万余家；德爱威涂料零售则与约100个头部家装公司及区域3000多个家装公司开展合作，并在全国重点市场建立了1000余家专卖店、15000余家分销网点。4) 多元化品类空间巨大。2021年，公司非防水业务贡献收入达20%，且非防水品类品牌力日益凸显，公司旗下德爱威、华砂、卧牛山均进入2021年房地产TOP500首选供应商品牌榜单。此外，公司新一轮募投项目基本涵盖所有新品类，随着产能释放，新品类与防水产品的协同效应将进一步显现，从而打造强劲的第二增长曲线。

■ 中报业绩短期承压，C端多品类零售将成增长新引擎

2022H1，原材料价格持续上行，叠加疫情反复导致地产需求

下滑、基建市政需求未充分回暖，多重压力下，防水行业受较大冲击。**公司业绩短期承压：**2022H1营收/归母净利153.07/9.66亿元，同比+7.57%/-37.13%；其中2022Q2营收/归母净利89.98/6.49亿元，同比+1.65%/-47.68%。**毛利率、净利率下探至近五年最低：**2022H1毛利率26.91%，同比-4.70pct，主要系沥青等大宗材料价格上涨所致；归母净利率6.31%，同比-4.49pct，主要系毛利率降低及期间费用率上升所致。其中2022Q2毛利率/归母净利率分别为25.94%/7.21%，同比-4.91%/-6.80pct。**期间费用率小幅上升：**2022H1期间费用率16.4%，同比小幅+1.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.67/+0.45/+0.22/-0.21pct。销售费用/管理费用同比增17.14%/18.41%，主因人工费用、广告宣传招待费及股权激励费等增加所致；财务费用同比减24.88%，系本年偿还借款导致利息费用减少所致。**营收质量有所下降：**经营性现金流为-70亿元，较上年同期减少99.98%，主要系原材料价格上涨导致当期采购支出增加较多；收现比/净现比相应大幅降低至-45.6%/-7.2。

行业承压下，公司C端零售业务逆势高增：民建集团/德爱威建筑涂料零售分别实现营收32.55/3.52亿元，同比增83%/47%。其中民建集团防水涂料产品线同比增50%，瓷砖胶产品线同比增110%，美缝剂等其他品类产品线亦均实现翻倍增长。我们认为随房建端防水需求由增量向存量切换，以旧房修缮为主的防水零售市场潜在规模巨大，公司提前布局，优势突出且收效已显，未来C端多品类零售业务有望成为其业绩增长新引擎。

■ 外部回暖+内部变革，全年直销销量企稳、渠道销量预增

直销销量预计保持稳定，客户结构由大地产转向央国企。直销模式以客户集采为主，2021年民营地产信用风险爆发致地产集采下滑，而公司年底开始发力的央国企总包集采大幅提升。央国企资金实力较强，且作为技术标客户对价格敏感性低，其比重上升，短期内将使公司充分受益“稳增长”基调下基建投资景气修复带来的非房防水需求回暖，填补地产集采下滑造成的缺口，保持2022年直销业务规模稳定；长期则有利于提高直销订单的稳定性和公司抗风险能力，在改善现金流的同时，规避房地产行业波动对公司的不利影响。

工程渠道/零售渠道经销商分别由省区一体化公司/民建集团和德爱威涂料零售板块负责，下半年均有望高增。

基建、地产政策利好提振需求+一体化公司改革提高市占率，工程销量渠道增长逻辑顺畅。一方面，今年以来地产放松政策持续加码，6月全国商品房销售面积和销售金额环比增长66%/68%，7、8月虽有所回落，但“保交房”和刺激住房消费政策强度加大，预计下半年地产竣工端和销售端有望持续改

善，竣工端防水需求有保障；基建端，疫情和高温等不利因素边际缓和，施工条件好转，叠加今年基建投资提前放量后，7、8月加快其转化为实物工作量的政策频繁出台，基建发力将带动开工端防水需求。另一方面，2020年底一体化公司聚焦本地市场和属地专营的改革完成，随公司进一步下沉本地县市级市场，今年市占率提升空间充足，销量可期。此外，今年一体化公司重点发力区域非房市场，上半年已承接大量基建、市政项目订单，相比往年明显增加。行业需求与公司市占率双重提升下，公司工程渠道销量增长逻辑顺畅，且非房占比预增。

旧房翻修大年已至+绿建下乡开启农村市场，零售渠道销量增长动能强劲。2012-2016年为房屋竣工大年，按10年翻修周期则从今年开始旧房翻修有望进入大年；叠加6月绿色建材下乡政策打开农村旧房潜在需求空间，房建存量需求或将从下半年起开启新一轮释放。公司能提供较完善的建筑修缮服务，可有力吸引C端消费者进而带动产品销售，且2022H1亮眼的零售业绩已对其C端布局成效形成有力验证，我们认为公司在本轮需求释放中优势明显，零售渠道销量增长动能强劲。

■ 提价落地+成本回落，下半年毛利率进入修复通道

价格端，3月、6月公司两次提价，幅度在10%-25%，但3月提价后出台锁价政策，提价并未落地；预计随经销商锁价额度在6月前后消耗完毕，下半年提价可真正落地并顺利传导。**成本端**，下半年以来沥青价格持续大幅下行，截至9月20日沥青期货收盘价距6月最高点已跌25.1%，四季度沥青大概率将随原油价格震荡波动；公司拥有专业的沥青采购团队，有能力抓住价格波动窗口期择机采购以缓解成本压力。提价已确认+降本有机会，下半年公司毛利率修复确定性强。

■ 至暗时刻已去，下半年将迎反弹

回望2021，防水行业整体承压背景下，公司盈利能力和质量均能经受住市场考验，业绩韧性佳。盈利能力上，公司营收增速达46.96%，为近三年最高；盈利质量上，公司对行业现金流普遍较差的痼疾高度重视，通过发行应收账款支持票据ABN、将应收账款纳入股权激励考核指标等举措积极改善回款，成效初现：2021年民营房企大量暴雷背景下，公司收现比/净现比仅由0.18/1.17降至0.13/0.98，成功经受住了地产端信用风险的考验。

展望2022，行业至暗时刻已去，下半年业绩具备高确定性+高弹性。上半年，疫情拖累订单执行节奏，原料价格上涨挤压利润空间，多重压力影响公司业绩。结合前述分析，对下半年形势，我们认为：1) 盈利能力上，量价预计齐升，成本有望压缩，公司毛利率将迎修复；2) 客户结构上，集采客户央

国企比例上升+工渠一体化公司发力本地非房项目，非房业务占比将大幅提高，而该部分收入回款较快；3) 需求上，防水需求旺季本就在三四季度，且上半年疫情压抑施工，下半年下游为满足工程进度节点性要求或掀赶工潮，接货速度和工程签证发放速度爆发式提高，公司收入确认节奏随之加快。综上，在上半年低基数基础上，下半年公司收入利润有望回升，回款加快下盈利质量亦有保障，公司业绩确定性和弹性双高。

■ 盈利预测

预计2022/2023/2024年营业收入分别为376.99、471.13、561.98亿元，EPS分别为1.63、2.27、2.83元，当前股价对应PE分别为16.9、12.1、9.7倍。给予“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) 新品类不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	31,934	37,699	47,113	56,198
增长率（%）	47.0%	18.1%	25.0%	19.3%
归母净利润（百万元）	4,205	4,113	5,733	7,144
增长率（%）	24.1%	-2.2%	39.4%	24.6%
摊薄每股收益（元）	1.67	1.63	2.27	2.83
ROE（%）	15.8%	13.7%	16.6%	17.8%

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
流动资产：				
现金及现金等价物	16,446	16,372	18,117	20,796
应收款	11,300	13,649	16,671	19,885
存货	1,421	1,804	2,051	2,424
其他流动资产	6,429	7,570	9,435	11,234
流动资产合计	35,595	39,395	46,274	54,339
非流动资产：				
金融类资产	105	105	105	105
固定资产	5,610	5,864	5,937	5,895
在建工程	2,094	1,546	1,182	927
无形资产	1,654	1,571	1,488	1,410
长期股权投资	187	587	687	787
其他非流动资产	4,594	4,594	4,594	4,594
非流动资产合计	14,138	14,161	13,888	13,613
资产总计	49,733	53,556	60,161	67,953
流动负债：				
短期借款	6,128	5,328	4,728	4,328
应付账款、票据	5,943	7,236	8,963	10,595
其他流动负债	5,816	5,816	5,816	5,816
流动负债合计	21,111	22,186	24,263	26,412
非流动负债：				
长期借款	1,104	604	604	604
其他非流动负债	835	835	835	835
非流动负债合计	1,939	1,439	1,439	1,439
负债合计	23,050	23,624	25,702	27,851
所有者权益				
股本	2,521	2,521	2,521	2,521
股东权益	26,684	29,932	34,460	40,102
负债和所有者权益	49,733	53,556	60,161	67,953

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4213	4121	5745	7159
少数股东权益	9	8	12	15
折旧摊销	500	457	469	470
公允价值变动	-50	-50	-50	-50
营运资金变动	-558	-1999	-2456	-2838
经营活动现金净流量	4115	2537	3721	4756
投资活动现金净流量	-5651	-106	191	196
筹资活动现金净流量	1461	-2173	-1817	-1917
现金流量净额	-75	258	2,095	3,035

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31,934	37,699	47,113	56,198
营业成本	22,184	26,760	33,143	39,177
营业税金及附加	213	251	314	374
销售费用	2,218	2,752	3,392	4,046
管理费用	1,645	2,073	2,544	3,035
财务费用	232	191	162	138
研发费用	559	660	825	984
费用合计	4,653	5,677	6,923	8,203
资产减值损失	-251	-500	-251	-251
公允价值变动	-50	-50	-50	-50
投资收益	21	21	21	21
营业利润	5,098	4,977	6,948	8,659
加：营业外收入	20	30	25	25
减：营业外支出	18	18	18	18
利润总额	5,100	4,989	6,954	8,665
所得税费用	887	867	1,209	1,507
净利润	4,213	4,121	5,745	7,159
少数股东损益	9	8	12	15
归母净利润	4,205	4,113	5,733	7,144

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	47.0%	18.1%	25.0%	19.3%
归母净利润增长率	24.1%	-2.2%	39.4%	24.6%
盈利能力				
毛利率	30.5%	29.0%	29.7%	30.3%
四项费用/营收	14.6%	15.1%	14.7%	14.6%
净利率	13.2%	10.9%	12.2%	12.7%
ROE	15.8%	13.7%	16.6%	17.8%
偿债能力				
资产负债率	46.3%	44.1%	42.7%	41.0%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
存货周转率	15.6	15.0	16.3	16.3
每股数据(元/股)				
EPS	1.67	1.63	2.27	2.83
P/E	16.5	16.9	12.1	9.7
P/S	2.2	1.8	1.5	1.2
P/B	2.6	2.4	2.0	1.8

■ 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。