



买入（维持）

所属行业：建筑材料/其他建材
当前价格(元)：28.64

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

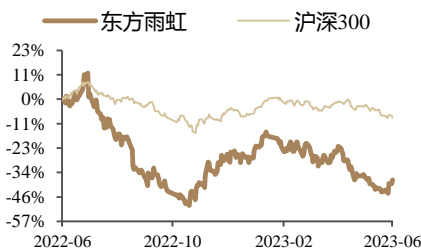
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

杨东瑜

邮箱：yangdy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.01	-17.03	-21.60
相对涨幅(%)	1.18	-9.85	-13.80

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《东方雨虹(002271.SZ)：23Q1业绩超预期，盈利和现金流均改善》，2023.4.25
- 《东方雨虹(002271.SZ)：行业底部已过，消费建材龙头渠道转型加速》，2023.4.13
- 《东方雨虹(002271.SZ)：Q3至暗时刻已过，Q4有望逐步改善》，2022.10.25
- 《东方雨虹(002271.SZ)：地产下行周期，渠道转型加速进行》，2022.8.23

东方雨虹(002271.SZ)：新一期股权激励计划发布，防水龙头坚定信念走出阵痛期

投资要点

- **事件**：公司发布2023年限制性股票激励计划（草案），本次激励计划拟以13.86元/股的价格向共计7266名激励对象授予8,087.7万股限制性股票，占公告时公司股本总额的3.2114%，其中首次授予6,470.2万股，占此次激励计划的80%，预留授予1,617.5万股，占此次授予计划的20%。
- **新一期激励计划覆盖面更广，团结一致雨虹精神**。此次股权激励授予价格依然保持雨虹让利员工的一贯风格，授予价格为公告前一个交易日股票交易均价（27.72元）的50%。本激励计划的股票来源为东方雨虹从二级市场自行回购本公司股票和向激励对象定向发行的A股普通股股票。2023年股权激励面向群体包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、子公司主要管理人员、核心业务（技术）骨干及董事会认为对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工，共计7266人，人数均超出前四次限制性股权激励计划授予人数，覆盖人数与群体更广。此外，本次全部激励对象均未同时参加两个或两个以上上市公司的股权激励计划，意在此前股权激励涉及较少人群，提升对公司员工的有效激励效应。我们认为，21年下游地产下行周期以来，公司作为防水行业龙头依然保持卓越的执行力，通过经营渠道改革、大力发展零售渠道、拓展市政小B渠道、发展全新产品矩阵等方式建构新型发展模式，此次股权激励计划覆盖范围广，覆盖员工人数多，进一步提升公司向心力，助力尽快走出阵痛期。
- **首次解售条件为23年利润同比增长50%，23-26年复合增长率达26.9%**。此计划考核年度为2023-2026年四个会计年度，每个会计年度考核一次，其中解售条件之一为达到业绩考核标准。根据披露的解除限售标准，第一/二/三/四个解除限售期内，以2022年净利润为基数，2023年公司净利润增长率不低于50%/80%/116%/159%，同时2023-2026年应收账款增长率不高于当年营业收入增长率。按照业绩考核标准，2023年公司净利润（扣非归母净利润剔除此次股权激励产生的费用）至少实现同比50%增速（按照22年扣非净利润18.03亿初步估计23年扣非净利润业绩目标至少达27.05亿），23-26年复合增长率为26.9%。在行业下行周期内，公司制定年复合增速超过25%的中期利润增速目标，充分表明公司对于自身发展动力的信心以及行业龙头穿越周期的信念。公司发布公告调整21年股权激励行权价格，受此前股东权益分配影响，2021年股票期权激励计划的行权价格调整为48.29元/份。
- **23年工建着重提升市占率，民建营收高增长可期**。2023年公司将持续深耕渠道转型，目前公司已形成了直销模式与工程渠道经销商模式相结合的多维度工程市场营销网络，以及以零售渠道经销商模式为核心的民用建材市场营销网络。2023年公司在工建集团板块继续全力发展合伙人，打造渠道领先优势，通过发展合伙人、发展非房业务、提升新产品占比等举措，进一步提升市场占有率；在以民建和建筑涂料为代表的零售板块，公司将继续拓展产品结构，以防水防潮系统、铺贴美缝系统及新品类（墙辅、胶类、管业等）为核心，加强对渠道培育与支持，通过产品、系统、导购、会员、服务五个方面打造专卖店零售力。
- **盈利预测**：考虑今年地产链或全面企稳，雨虹渠道转型效果显现，我们预期23年全年利润和营收将有效修复，我们维持2023-2025年公司归母净利润分别为

39.53/57.84/75.12 亿元，对应 EPS 分别为 1.57/2.3/2.98 元，对应 PE 估值分别为 18.25/12.47/9.60 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 防水新规落地情况不及预期，渠道转型速度不及预期，沥青原材料价格高位上涨，下游地产新开工和销售恢复不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
总股本(百万股):	2,518.46						
流通 A 股(百万股):	1,986.20	营业收入(百万元)	31,934	31,214	37,662	46,831	57,308
52 周内股价区间(元):	23.17-51.61	(+/-)YOY(%)	47.0%	-2.3%	20.7%	24.3%	22.4%
总市值(百万元):	72,128.81	净利润(百万元)	4,205	2,120	3,953	5,784	7,512
总资产(百万元):	47,313.31	(+/-)YOY(%)	24.1%	-49.6%	86.4%	46.3%	29.9%
每股净资产(元):	10.79	全面摊薄 EPS(元)	1.67	0.84	1.57	2.30	2.98
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	30.5%	25.8%	30.9%	31.2%	31.6%
		净资产收益率(%)	16.0%	7.9%	13.2%	16.2%	17.3%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.84	1.57	2.30	2.98
每股净资产	10.64	11.91	14.21	17.19
每股经营现金流	0.26	1.73	2.22	2.92
每股股利	0.10	0.30	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	34.02	18.25	12.47	9.60
P/B	2.69	2.40	2.02	1.67
P/S	2.31	1.92	1.54	1.26
EV/EBITDA	19.23	12.13	9.11	6.88
股息率%	0.3%	1.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.8%	30.9%	31.2%	31.6%
净利润率	6.8%	10.5%	12.4%	13.1%
净资产收益率	7.9%	13.2%	16.2%	17.3%
资产回报率	4.2%	7.7%	9.5%	10.3%
投资回报率	6.5%	11.9%	13.8%	15.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-2.3%	20.7%	24.3%	22.4%
EBIT 增长率	-45.6%	85.7%	32.9%	28.4%
净利润增长率	-49.6%	86.4%	46.3%	29.9%
偿债能力指标				
资产负债率	46.2%	41.0%	40.4%	39.9%
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
现金比率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	127.2	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	24.8	24.8	24.8	24.8
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	3.6	3.5	3.5	3.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,120	3,953	5,784	7,512
少数股东损益	-2	-5	-7	-9
非现金支出	1,206	1,169	911	890
非经营收益	-59	256	138	116
营运资金变动	-2,611	-1,023	-1,244	-1,165
经营活动现金流	654	4,351	5,582	7,344
资产	-4,173	-3,737	-3,966	-3,800
投资	1,054	0	0	0
其他	-1,609	-24	23	29
投资活动现金流	-4,729	-3,761	-3,942	-3,771
债权募资	8,873	-2,754	-500	-150
股权募资	7	0	0	0
其他	-9,910	-994	-167	-153
融资活动现金流	-1,029	-3,748	-667	-303
现金净流量	-5,118	-3,158	972	3,270

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 6 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	31,214	37,662	46,831	57,308
营业成本	23,171	26,036	32,205	39,220
毛利率%	25.8%	30.9%	31.2%	31.6%
营业税金及附加	253	305	379	464
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	2,658	3,390	3,981	4,585
营业费用率%	8.5%	9.0%	8.5%	8.0%
管理费用	1,795	2,097	2,571	3,210
管理费用率%	5.8%	5.6%	5.5%	5.6%
研发费用	556	671	835	1,021
研发费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
EBIT	2,781	5,164	6,861	8,808
财务费用	245	238	167	153
财务费用率%	0.8%	0.6%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-78	-600	-300	-300
投资收益	-12	26	23	29
营业利润	2,579	4,849	7,097	9,215
营业外收支	24	5	5	8
利润总额	2,603	4,854	7,102	9,223
EBITDA	3,594	5,733	7,471	9,398
所得税	486	905	1,324	1,720
有效所得税率%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
少数股东损益	-2	-5	-7	-9
归属母公司所有者净利润	2,120	3,953	5,784	7,512

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,539	7,381	8,353	11,623
应收账款及应收票据	11,387	10,932	13,593	16,634
存货	1,575	1,769	2,189	2,665
其它流动资产	8,845	10,021	11,768	13,764
流动资产合计	32,346	30,103	35,903	44,687
长期股权投资	200	200	200	200
固定资产	8,563	10,844	13,336	15,764
在建工程	2,049	2,529	2,944	3,294
无形资产	2,191	2,604	3,058	3,498
非流动资产合计	18,209	21,383	24,744	27,962
资产总计	50,556	51,486	60,647	72,649
短期借款	6,254	3,500	3,000	2,850
应付票据及应付账款	4,489	5,044	6,239	7,598
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	11,218	11,154	13,844	17,133
流动负债合计	21,961	19,699	23,083	27,582
长期借款	544	544	544	544
其它长期负债	862	862	862	862
非流动负债合计	1,406	1,406	1,406	1,406
负债总计	23,367	21,104	24,489	28,987
实收资本	2,518	2,518	2,518	2,518
普通股股东权益	26,807	30,005	35,789	43,300
少数股东权益	381	377	370	361
负债和所有者权益合计	50,556	51,486	60,647	72,649

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

杨东谕 建筑建材行业研究助理，帝国理工学院硕士，主要负责消费建材板块，2021年加入德邦证券。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况

下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。