

锚定修复目标，防水龙头重整旗鼓

华泰研究

2023年6月06日 | 中国内地

公告点评

其他建材

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

36.15

研究员

SAC No. S0570517080007
SFC No. BPW811

方晏荷

fangyanhe@htsc.com
+(86) 755 2266 0892

研究员

SAC No. S0570520070002

张艺露

zhangyilu@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570522030002
SFC No. BSH293

黄颖

huangying018854@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

激励彰显业绩修复信心，维持“买入”评级

6月6日公司发布股票期权激励计划草案，23-26/24-27年扣非归母净利润CAGR指引为27%/25%，拟实施大规模员工持股计划。回溯公司历史，21年前股权激励业绩兑现程度均超指引，扰动因素消除后该趋势有望回归。在地产需求承压背景下，公司收入及利润同比保持较高增长，防水龙头经营韧性凸显，渠道变革带来增长动力，市占率或加速提升，我们维持公司23-25年归母净利润预测为35/44/55亿元。可比公司23年Wind一致预期均值24.8xPE，多元化优势下公司龙头地位稳固且市占率有望加速提升，给予23年26xPE，目标价36.15元，维持“买入”评级。

拟实施限制性股票激励计划，兼顾利润增速与质量

公司此次限制性股票激励拟向7266名员工授予8087.7万股限制性股票，占总股本3.21%，行权价格13.86元/股。其中首次授予6470.2万股，占总股本的2.57%，占本次授予权益总额的80%；预留授予1617.5万股，占总股本的0.64%，占本次授予权益总额的20%。行权条件为，首次授予部分及23年9月30日前授予预留部分，以22年扣非归母净利润为基数，23-26年增长率不低于50%/80%/116%/159% (CAGR27%)，9月30日之后授予部分，以22年扣非归母净利润为基数，24-27年增长率不低于80%/116%/159%/211% (CAGR25%)。

业绩逆势高增，成本压力改善

根据2023年第一季度业绩报告，23Q1实现收入74.9亿元，同比+18.8%；归母净利润3.9亿元，同比+21.5%；扣非归母净利润3.2亿元，同比+9.3%；一季度毛利率28.7%，同/环比+0.4/+2.9pct。随着以民建集团、德爱威涂料零售为代表的业务占比进一步提升，公司C端零售业务有望不断提升市占率，实现业绩稳步增长。成本端，主要原材料沥青五月均价为3956元/吨，环比/同比分别-0.55%/-6.70%，目前仍呈下降趋势，且相比去年同期下降明显，成本压力大幅减缓。

未来展望：民建业务稳步增长，公司市占率持续提升

C端民建集团收入保持高速增长，据公司2022年年报，22年实现收入60.78亿元，同比+58%。2023年，公司零售渠道持续发力，民建集团收入有望稳步增长，公司零售业务占比有望进一步提升。此外，《建筑与市政工程防水通用规范》强制性工程建设规范自4月1日起实施，对室内防水设计年限、耐久性、卷材搭缝不透水性等要求更为严格，该新规将有效推动建筑防水市场扩容，供给格局优胜劣汰，公司有望实现市占率持续提升。

风险提示：地产和基建投资下行导致需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

经营预测指标与估值

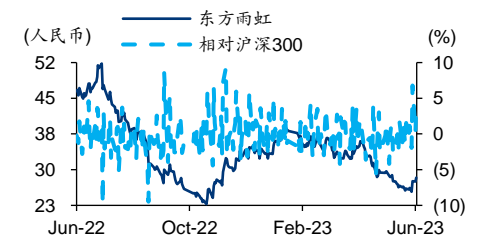
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	31,934	31,214	36,108	43,442	52,359
+/-%	46.96	(2.26)	15.68	20.31	20.52
归属母公司净利润(人民币百万)	4,205	2,120	3,502	4,379	5,481
+/-%	24.07	(49.57)	65.15	25.05	25.16
EPS(人民币,最新摊薄)	1.67	0.84	1.39	1.74	2.18
ROE(%)	15.79	7.79	11.54	12.77	13.96
PE(倍)	17.15	34.02	20.60	16.47	13.16
PB(倍)	2.74	2.69	2.40	2.12	1.85
EV EBITDA(倍)	11.25	19.59	12.78	10.15	8.11

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	36.15
收盘价(人民币 截至6月6日)	28.64
市值(人民币百万)	72,129
6个月平均日成交额(人民币百万)	802.61
52周价格范围(人民币)	23.25-51.80
BVPS(人民币)	10.79

股价走势图



资料来源：Wind

图表1：公司历年股权激励/股票期权激励方案比较

	2016 年股权激励		2019 年股权激励	2021 年股票期权激励	2023 限制性股票激励计划 (草案)	
股权激励时间	2016/7/1		2019/9/21	2021/4/26	2023/6/6	
人数/占比	1230/23%		2189/27%	4136/30%	7266/58%	
授予数量 (万股)	6435.5		3296.6	5175.55	8087.73	
首次/预留股数 (万股)	6349.6/85.9		3,296.6	5175.55	6470.18/1617.55	
授予价格/折价	8.24 元 (50%)		10.77 元 (50%)	48.69 元	13.86 (50%)	
解锁比例	4 年各解锁 25%		4 年各解锁 25%	4 年各解锁 25%	4 年各解锁 25%	
解锁条件	首次授予	预留授予			首次授予	预留授予
	以 2015 年净利润的 1.25 倍为基数, 2017-20 年净利润增长率不低于 25%/56%/95%/144%, 期间加权 ROE 不低于 13.5%	以 2015 年净利润的 1.25 倍为基数, 2018-21 年净利润增长率不低于 56%/95%/144%/205%, 期间加权 ROE 不低于 13.5%	2020-21 年净利润不低于 19.13/23.91 亿元, 以 2019 年净利润值为基数, 2022-23 年公司净利润增长率不低于 73%/107%, 期间应收账款余额增速低于当年营业收入增速	以 2020 年净利润为基数, 2021-24 年净利润增长率不低于 25%/56%/95%/144%, 期间应收账款增长率不高于营业收入增长率	以 2022 年净利润为基数, 2023-26 年净利润增长率不低于 50%/80%/116%/159%	以 2022 年净利润为基数, 2024-27 年净利润增长率不低于 80%/116%/159%/211%
实际业绩表现	以 2015 年净利润的 1.25 倍为基数, 2017-20 年净利润增长率为 46%/69%/140%/366% (17-20 年 CAGR 39%), 期间加权 ROE 在 18%-20% 之间		20/21/22 年净利润分别为 33.89/42.1/21.2 亿元, 同比 +63.2%/+24.4%/-49.7%, 期间应收账款余额增速为 +8.3%/+43.6%/+24.1%	21/22 年净利润同比 +24.4%/-49.7%, 期间应收账款余额增速为 +43.6%/+24.1%		

注：此次激励人数占比的计算中使用的是 2022 年的员工总数

资料来源：东方雨虹 20160701 股权激励预案、20190921 股权激励预案、20210326 股票期权激励预案、20230606 限制性股票激励预案，华泰研究

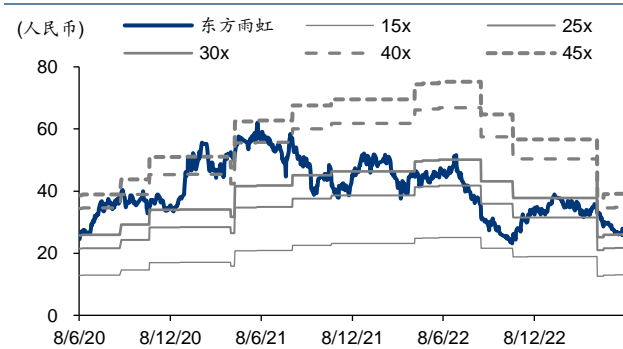
图表2：可比公司估值表 (2023/6/6)

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益 (元/股)				P/E (x)			
				2022A/E	2023E	2024E	2025E	2022A/E	2023E	2024E	2025E
北新建材	000786 CH	414	24.51	1.86	2.20	2.56	2.94	13.21	11.13	9.57	8.35
科顺股份	300737 CH	117	9.88	0.15	0.60	0.81	1.04	65.87	16.44	12.25	9.54
凯伦股份	300715 CH	53	13.79	-0.42	0.39	0.61	0.79	-32.83	35.69	22.79	17.54
坚朗五金	002791 CH	217	67.44	0.20	1.88	2.67	3.48	337.20	35.94	25.29	19.38
平均值								95.86	24.80	17.47	13.70
东方雨虹	002271 CH	721	28.64	0.84	1.39	1.74	2.18	34.02	20.60	16.46	13.16

注：除东方雨虹外，可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期

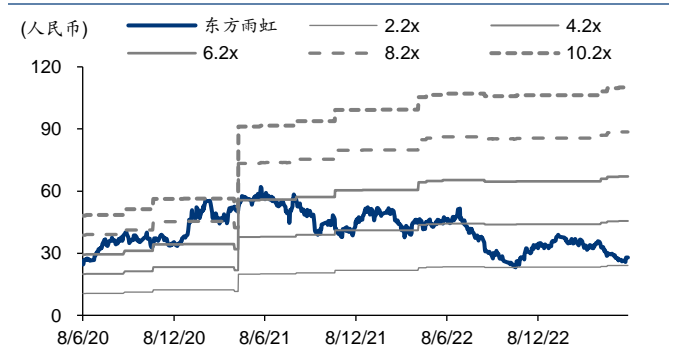
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表3：东方雨虹 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表4：东方雨虹 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	35,595	32,346	36,180	42,338	48,642
现金	16,446	10,539	11,594	13,111	14,222
应收账款	8,764	10,879	11,689	14,640	17,093
其他应收账款	878.35	2,144	1,352	2,854	2,216
预付账款	1,097	844.97	1,401	1,301	1,956
存货	1,421	1,575	1,727	2,209	2,480
其他流动资产	6,989	6,365	8,417	8,223	10,676
非流动资产	14,138	18,209	19,186	20,691	22,508
长期投资	186.65	199.98	249.98	312.47	349.11
固定投资	5,610	8,563	9,444	10,734	12,184
无形资产	1,654	2,191	2,447	2,690	2,984
其他非流动资产	6,688	7,255	7,045	6,954	6,991
资产总计	49,733	50,556	55,367	63,029	71,150
流动负债	21,111	21,961	23,577	27,302	30,485
短期借款	6,128	6,254	6,254	6,254	6,254
应付账款	3,618	3,901	4,386	5,494	6,278
其他流动负债	11,365	11,806	12,936	15,553	17,952
非流动负债	1,939	1,406	1,338	1,294	1,250
长期借款	1,104	543.92	475.66	432.36	388.43
其他非流动负债	835.00	861.97	861.97	861.97	861.97
负债合计	23,050	23,367	24,914	28,596	31,735
少数股东权益	389.27	381.30	395.37	412.95	434.96
股本	2,521	2,518	2,518	2,518	2,518
资本公积	10,795	10,721	10,721	10,721	10,721
留存公积	13,297	14,665	17,763	21,637	26,486
归属母公司股东权益	26,294	26,807	30,057	34,020	38,980
负债和股东权益	49,733	50,556	55,367	63,029	71,150

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	4,115	654.01	3,865	4,665	4,886
净利润	4,213	2,118	3,516	4,396	5,503
折旧摊销	558.80	813.64	816.56	985.48	1,150
财务费用	231.84	245.23	242.74	224.39	272.27
投资损失	(21.32)	11.96	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(1,082)	(2,928)	(339.84)	(497.29)	(1,505)
其他经营现金	213.75	393.60	(359.79)	(433.78)	(523.74)
投资活动现金	(5,651)	(4,729)	(1,788)	(2,484)	(2,962)
资本支出	(4,502)	(4,223)	(1,710)	(2,386)	(2,880)
长期投资	(1,085)	1,137	(50.00)	(62.49)	(36.64)
其他投资现金	(63.54)	(1,643)	(27.64)	(35.44)	(45.44)
筹资活动现金	10,799	(1,029)	(1,022)	(664.70)	(812.84)
短期借款	3,603	126.50	0.00	0.00	0.00
长期借款	682.04	(559.83)	(68.27)	(43.29)	(43.93)
普通股增加	0.00	(1.16)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	8,003	(73.06)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,489)	(521.73)	(954.03)	(621.41)	(768.90)
现金净增加额	9,287	(5,118)	1,055	1,516	1,111

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	31,934	31,214	36,108	43,442	52,359
营业成本	22,184	23,171	25,540	30,450	36,280
营业税金及附加	212.50	252.77	292.40	351.79	424.00
营业费用	2,218	2,658	2,708	3,280	4,005
管理费用	1,645	1,795	1,878	2,346	2,932
财务费用	231.84	245.23	242.74	224.39	272.27
资产减值损失	(13.70)	(77.77)	(89.96)	(108.23)	(130.45)
公允价值变动收益	(49.58)	(4.87)	(4.87)	(4.87)	(4.87)
投资净收益	21.32	(11.96)	10.00	10.00	10.00
营业利润	5,098	2,579	4,395	5,496	6,878
营业外收入	20.27	59.73	10.00	10.00	10.00
营业外支出	18.34	35.34	10.00	10.00	10.00
利润总额	5,100	2,603	4,395	5,496	6,878
所得税	886.85	485.55	878.92	1,099	1,376
净利润	4,213	2,118	3,516	4,396	5,503
少数股东损益	8.61	(2.45)	14.06	17.59	22.01
归属母公司净利润	4,205	2,120	3,502	4,379	5,481
EBITDA	5,681	3,544	5,309	6,532	8,038
EPS (人民币, 基本)	1.74	0.85	1.39	1.74	2.18

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	46.96	(2.26)	15.68	20.31	20.52
营业利润	21.29	(49.41)	70.40	25.05	25.16
归属母公司净利润	24.07	(49.57)	65.15	25.05	25.16
获利能力 (%)					
毛利率	30.53	25.77	29.27	29.91	30.71
净利率	13.19	6.78	9.74	10.12	10.51
ROE	15.79	7.79	11.54	12.77	13.96
ROIC	29.52	10.39	15.63	17.50	18.90
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.35	46.22	45.00	45.37	44.60
净负债比率 (%)	(31.83)	(9.19)	(13.40)	(16.33)	(17.13)
流动比率	1.69	1.47	1.53	1.55	1.60
速动比率	1.55	1.33	1.38	1.40	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.62	0.68	0.73	0.78
应收账款周转率	4.30	3.18	3.20	3.30	3.30
应付账款周转率	6.59	6.16	6.16	6.16	6.16
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.67	0.84	1.39	1.74	2.18
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	0.26	1.53	1.85	1.94
每股净资产(最新摊薄)	10.44	10.64	11.93	13.51	15.48
估值比率					
PE (倍)	17.15	34.02	20.60	16.47	13.16
PB (倍)	2.74	2.69	2.40	2.12	1.85
EV EBITDA (倍)	11.25	19.59	12.78	10.15	8.11

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、张艺露、黄颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、张艺露、黄颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司