

建材行业

报告原因：公司调研

2011年12月22日

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfb@i618.com.cn

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

东方雨虹 (002271)

提升效率，轻装前进

增持

维持评级

公司研究

投资要点：

- **快速增长的首家防水上市公司。**公司 2008 年上市以后，无论是区域布局、产能扩张还是营销网点均增长迅速，上市时仅有 3 家子公司，目前直接和间接控股子公司已有 12 家。公司防水卷材和防水涂料产能达到 5300 万平米（含 500 万高分子卷材）和 4.5 万吨，在建（拟建）产能有 7000 万平米防水卷材和 16 万吨防水涂料以及内外墙涂料、砂浆、橡胶密封材料项目。在建项目投产后，公司由最初仅布局北京、上海扩大至湖南、辽宁、广东、云南、江苏 7 个省市，区域布局覆盖到东北、华东、中南、西南五大区域。
- **新兴市场培育日趋成熟。**随着公司营销布局和产能布局的日趋合理以及品牌知名度提高，最近几年新进入地区销售增长非常快，2009 年中期-2011 年中期，收入 CAGR88%，北京、上海及广东、四川等以外地区收入复合增长率分别为 38%、50.7%和 117.7%，收入占比由 25%:20%:55%变为 13%:12%和 75%。
- **加强费用管理，夯实成长基础。**公司管理层计划采取措施以加强费用控制和现金流管理。首先，公司对今年市场销售偏乐观，年初新进入员工较多，已达到 3300 人，计划减少 800 人左右，按照以往平均工资 4 万计算，明年工资费用降低 3200 万，占到 2010 年净利润的 30%，增厚每股收益近 0.1 元；其次，为加强销售回款，公司以往只依靠销售业绩计提工资，明年改变销售人员的薪酬体系，首次将销售回款和利润计入薪酬体系内。公司正处于成长阶段，低效率支出将使得公司增收不增利，我们认为公司开始注重费用的精细化管理对以后持续成长是有利的，减少不必要费用开支，公司未来增长将更稳健。
- **销售模式定位清晰，渠道销售增长将是看点。**公司销售模式分为直销和渠道销售。直销面向区域是北京、上海及全国性重大工程项目，销售对象包括大型建筑承包商和房地产开发商。近几年渠道销售增长非常高，收入占比 2005 仅不足 7%提高到目前的 30%。渠道销售细分为经销商网络和分销销售，经销商主要面向北京、上海以外的中小型建筑商，分销主要与全国连锁家装、建材超市和建材市场合作。经销商数量增长很快，2006 年经销商仅 300 多家，目前已发展到 700-800 家，以每年 100 家速度增加，每年收入以 100%增长。
- **下游需求多元化，未来成长领域不止一个。**公司下游需求分散，涉及房屋建筑、家庭二次装修、铁路建设、轨道交通、水利设施、高速公路、机场等多领域。如果扣除高铁影响，公司今年前三季度收入仍有 5%左右增长，我们认为正是这种需求结构多元分散了公司销售下滑风险。
- **“十二五”规划政策扶持，行业竞争将逐步优化。**公司的产品属于新型防水材料，属于政府重点支持和发展的防水材料。《建材行业十二五规划》中指出，未来 5 年新型防水材料占比将由 2010 年的 87%提高到 95%。防水材料协会预计“十二五”末销售额超过 10 亿元的企业要在 10 家以上，并出现超过 50 亿企业，排名前 50 位的企业市场占有率达到 50%。公司作为防水材料领军企业，2015 年收入超过 50 亿企业非公司莫属，据我们预测 2013 年有可能提前实现。
- **盈利预测。**我们预计 2011-2013 年每股收益 0.33、0.49 和 0.78 元，未来三年 CAGR55%，明年公司 PEG 为 0.45，综合考虑到公司作为防水材料领军企业，其成长性高于行业，新产品研发能力有助于扩大新市场以及费用控制能力的加强，我们给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**沥青价格大幅波动；在建项目不能按时投产；定向增发解禁期临近；

## 目录

快速增长的首家防水上市公司	3
新兴市场培育日趋成熟	5
加强费用管理，夯实成长基础	6
销售模式定位清晰，渠道销售增长将是看点	8
下游需求多元化，未来成长领域不止一个	9
“十二五”规划政策扶持，行业竞争将逐步优化	12
盈利预测和投资建议	13
风险提示	14
图：公司控股的子公司情况	3
图：公司生产线区域布局	4
图：公司与其他竞争对手防水卷材产能比较	4
图：过去 5 年公司营业收入和净利润维持高增速	5
图：公司区域收入增长变化	6
图：公司销售收入区域占比变化	6
表：母公司和子公司上海东方雨虹对公司利润贡献最大	6
图：公司销售毛利率维持稳定，净利率下滑	7
图：公司期间费用率 2008 年开始增加	7
图：公司经营现金流净额和投资活动净现金流出变化	7
图：公司应收帐款增长快于营业收入	7
图：公司销售模式划分	9
图：渠道销售增长很快	9
表：28 个城市获批轨道交通建设	10
图：住宅建筑防水材料以防水卷材为主	11
图：工业建筑防水材料以防水卷材为主	11
图：公共交通以防水涂料为主	11
图：水利工程防水材料以防水涂料为主	11
表：公司生产线投产时间表	11
图：新型防水材料近 10 年 CAGR 超过 20%	13
图：行业毛利率逐步提升	13
表：核心指标预测	13
表：利润表预测（单位：万元）	14

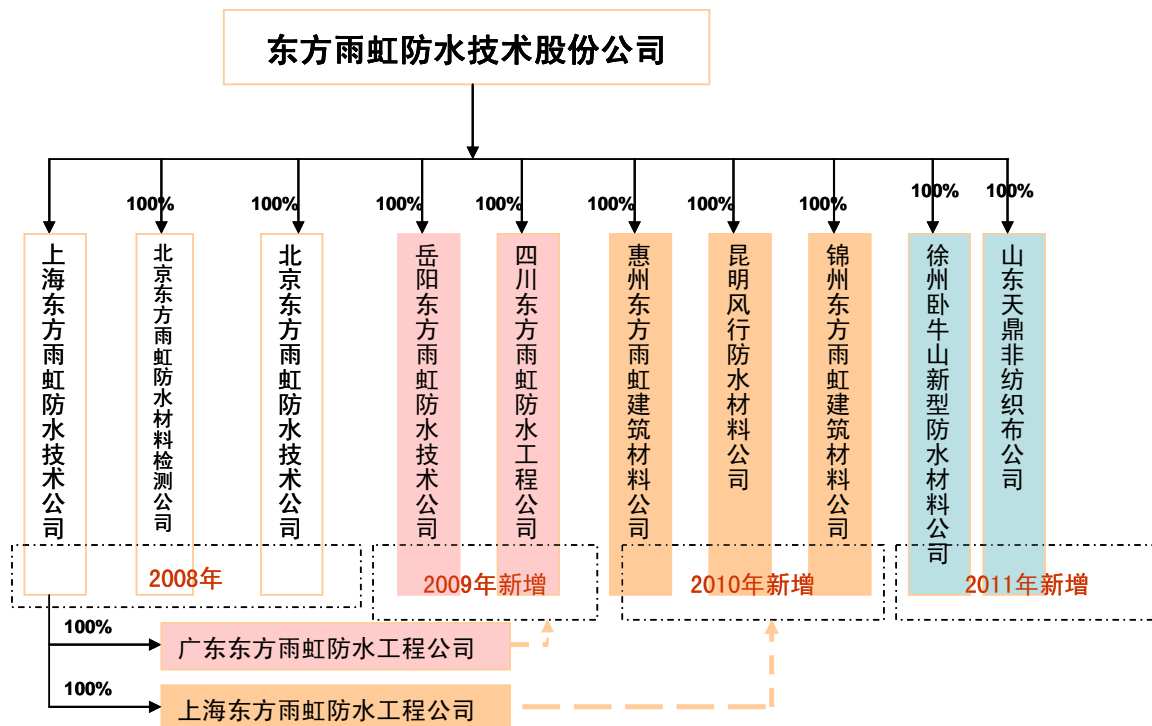
## 快速增长的首家防水上市公司

公司是国内规模最大、品种最全的新型建筑防水材料公司，包括防水卷材、防水涂料两大类上百个品种，是A股唯一一家防水材料上市公司。

公司2008年上市以后，无论是区域布局、产能扩张还是营销网点均增长迅速，上市时仅有3家子公司，目前直接控股子公司已达到10家，间接控股2家子公司。目前公司防水卷材和防水涂料产能达到5300万平米（含500万高分子防水卷材）和4.5万吨，CAGR超过40%，在建（拟建）产能有7000万平米防水卷材和16万吨防水涂料以及3万吨内外墙涂料、40万吨砂浆、1000万件橡胶密封材料。在建项目投产后，公司由最初仅布局北京、上海扩大至湖南、辽宁、广东、云南、江苏7个省市，区域布局覆盖到东北、华东、中南、西南五大区域。

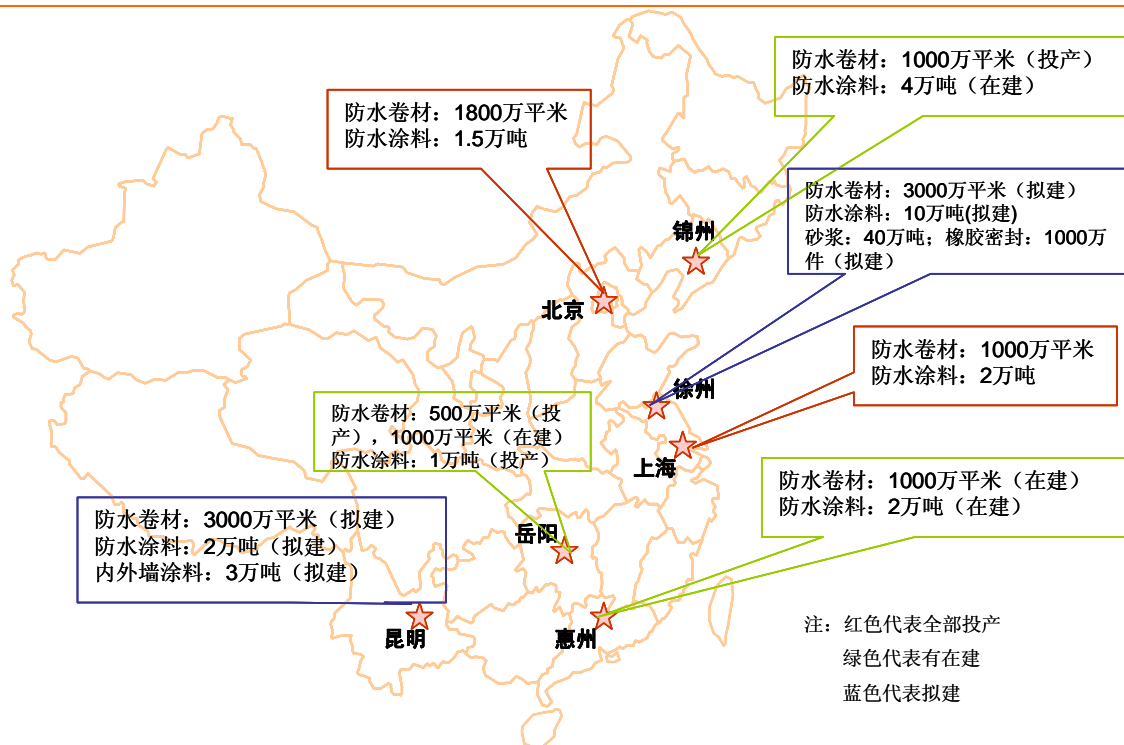
继去年和今年收购行业前20强内的昆明风行防水材料公司和徐州卧牛山新型防水材料公司后，公司的防水品牌已拥有“雨虹”、“卧迪”和“风行”三大品牌，收购的卧牛山防水公司的“卧迪”是全国品牌，“风行”是云南省内历史悠久的地方性品牌，品牌的增多将显著增加公司项目中标概率，进入当地区域防水市场的难度大幅降低。

图：公司控股的子公司情况



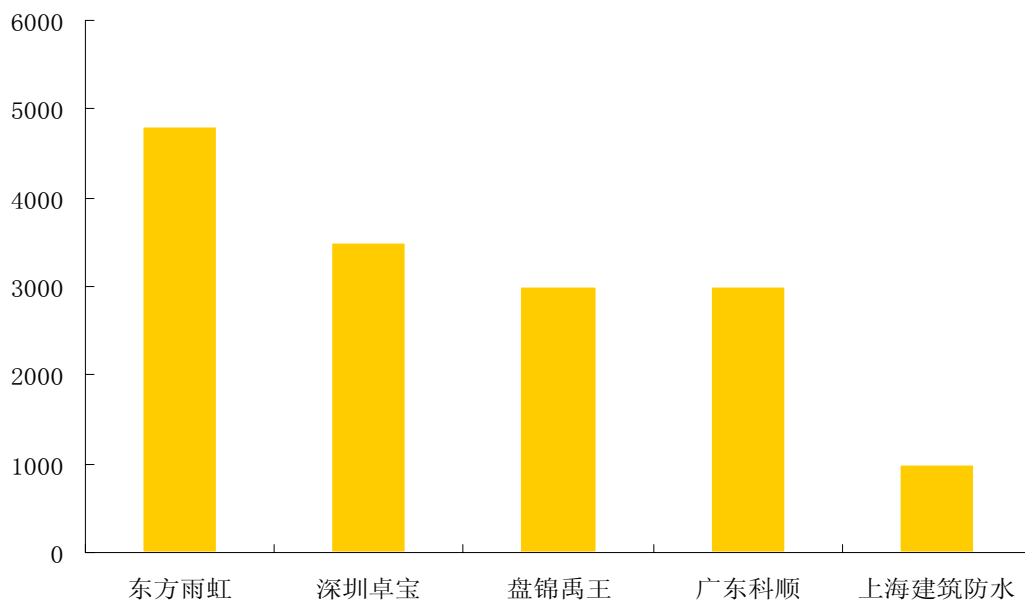
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司生产线区域布局



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司与其他竞争对手防水卷材产能比较

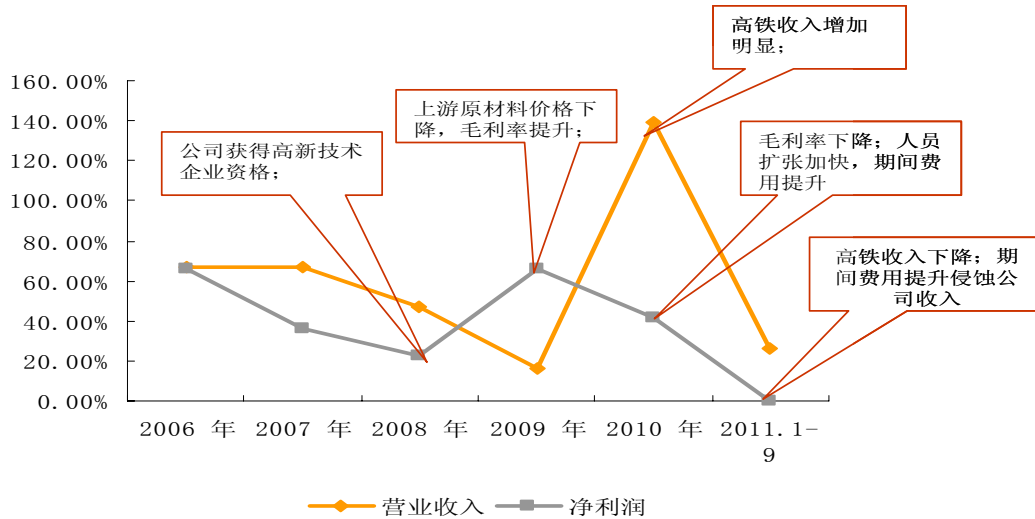


资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 新兴市场培育日趋成熟

过去5年公司毛利率稳定，业绩高增长。毛利率稳定维持在28%上下，2009年因金融危机影响原油价格降至低位当年毛利率超过35%，收入和净利润平均增幅67%和47%。

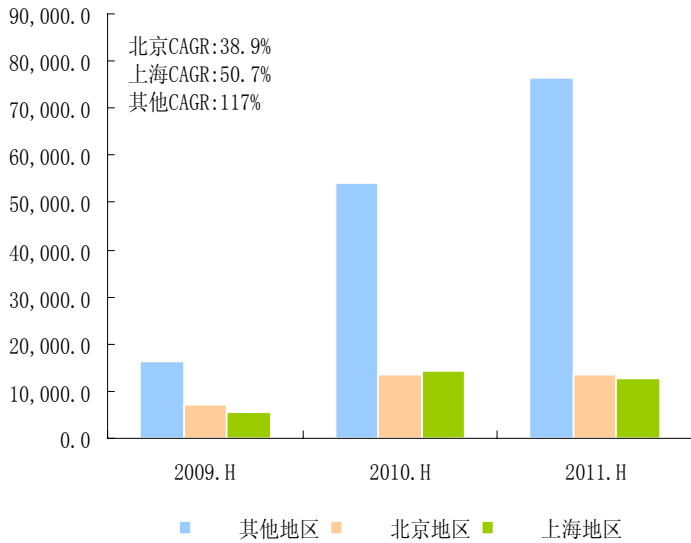
图：过去5年公司营业收入和净利润维持高增速



资料来源：公司公告，山西证券研究所

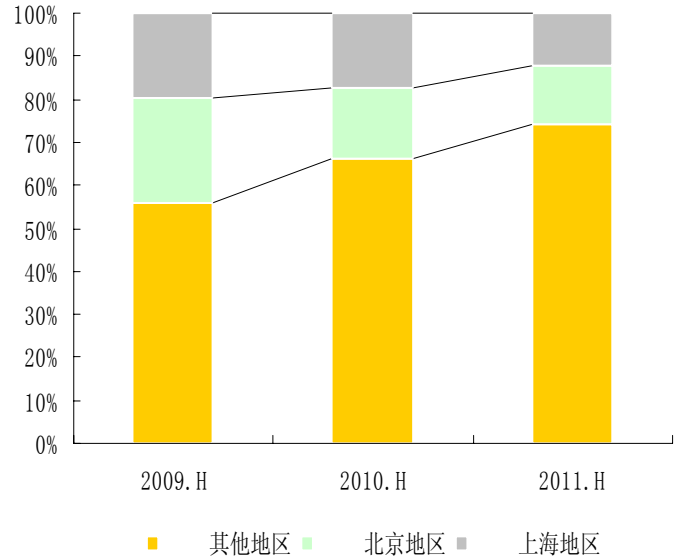
区域布局上看，新进入地区市场培育逐步成熟，增长明显快于传统区域。随着公司营销布局和产能布局的日趋合理以及品牌知名度提高，最近几年新进入地区销售规模增长非常快，2009年中期-2011年中期，收入总体复合增长88%，北京、上海及以外地区收入复合增长率分别为38%、50.7%和117.7%，可看出北京、上海传统区域保持较高增速外，其他地区每年保持翻倍增长，占比由25%:20%:55%变为13%:12%和75%。

图：公司区域收入增长变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司销售收入区域占比变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

利润贡献上看，近几年新设的公司尚处开拓市场阶段，贡献收入而利润不大，公司利润仍来自北京（母公司）、上海地区（上海东方雨虹），见下表，其中，上海东方雨虹增长最快，2008-2010年净利润CAGR近200%，尤其是1000万平米防水卷材和1万吨防水涂料IPO项目投产后，2010年净利润占到公司净利润总额的50%。今年前三季度母公司净利润1.14亿，比去年全年的1.75倍，上海东方雨虹销售未达到计划，今年业绩不理想，对公司影响较大，但广东、四川等子公司已开始盈利，预计未来随着区域认知度提高和市场推广，持续盈利是可以预期的。

表：母公司和子公司上海东方雨虹对公司利润贡献最大

	2007年	2008年	2009年	2010年
母公司	2,640.60	4,142.20	5,819.97	6,473.59
上海东方雨虹防水技术公司	-59.35	620.59	1278.3	5455.82
北京东方雨虹防水工程公司	1705.29	-60.19	486.7	574.07
四川东方雨虹防水工程公司			-270.66	-871.4
锦州东方雨虹建筑材料公司				-37.6
惠州东方雨虹建筑材料公司				-5.38
岳阳东方雨虹防水技术公司			-183.49	-732.35
昆明风行防水材料公司				33.09

资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 加强费用管理，夯实成长基础

公司区域布局的逐步扩大，员工数量、人员工资、营销、管理等费用也在大幅增长。2007年期间费用率12.8%，2008年提高7个百分点上升到19%，2009年



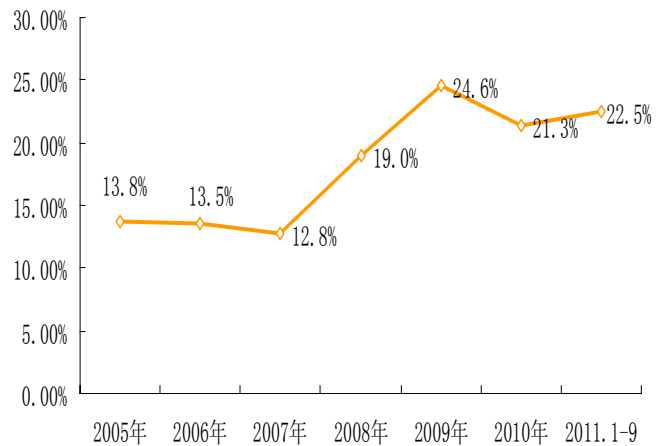
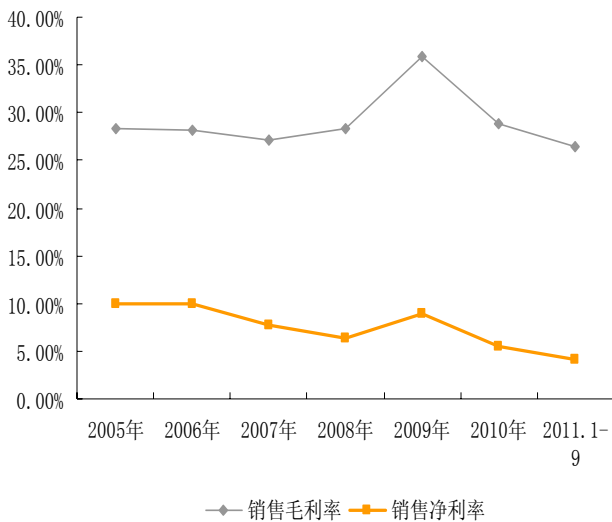


达到最高点 24.6%，2010 年费用率小幅回落至 21.3%，今年前三季度为 22.5%。费用增长过快，使得公司净利率逐年下降，2008 年为 6.36%，2009 年因毛利率上升净利率达到 8.93%，2010 年降至 5.4%，今年前三季度收入增长 26.4%，营业利润同比下降 45.8%，净利率仅 4.1%。

今年整个宏观环境货币政策紧缩，应收账款占营业收入比重由 2008 年的 31.7% 上升到今年前三季度的 43%，收入增长并没有带来经营现金流增加，2008 年至今经营活动现金流一直为负。同时，公司处于产能快速扩张阶段，除自建生产线外，去年和今年收购了昆明风行和徐州卧牛山 2 家公司，投资支出也在增加，为公司以后更好成长，我们认为加强现金流管理是公司急待解决问题。

图：公司销售毛利率维持稳定，净利率下滑

图：公司期间费用率 2008 年开始增加

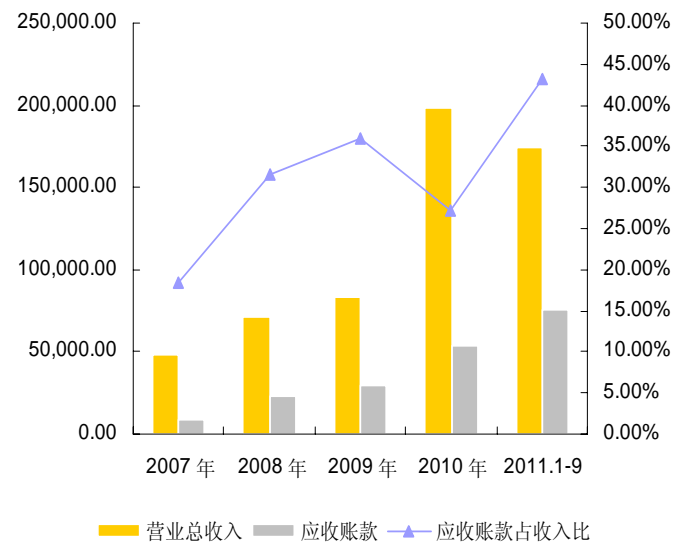
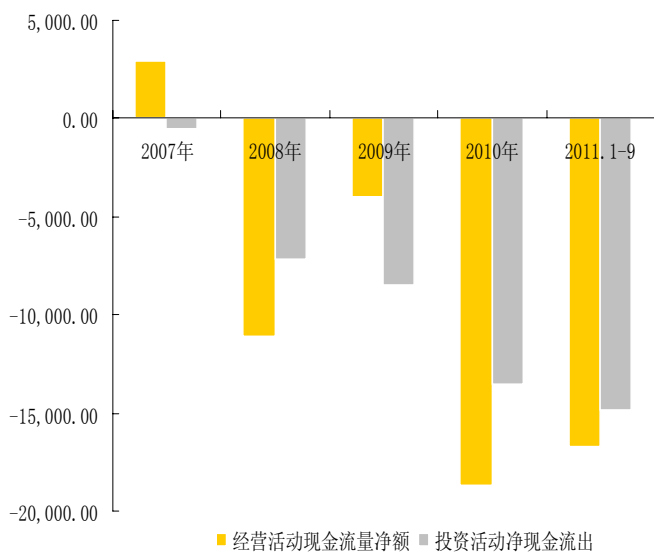


资料来源：公司公告，山西证券研究所

资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司经营现金流净额和投资活动净现金流出变化

图：公司应收账款增长快于营业收入



资料来源：公司公告，山西证券研究所

资料来源：公司公告，山西证券研究所

公司管理层计划采取措施以加强费用控制和现金流管理。首先，公司对今年市场销售偏乐观，年初新进入员工较多，已达到 3300 人，计划减少 800 人左右，按照平均工资 4 万计算，明年工资费用降低 3200 万，占到 2010 年净利润的 30%，增厚每股收益近 0.1 元；其次，为加强销售回款，公司以往只依靠销售业绩计提工资，明年改变销售人员的薪酬体系，首次将销售回款和利润计入薪酬体系内。公司正处于成长阶段，低效率支出将使得公司增收不增利，我们认为公司开始注重费用的精细管理对以后持续成长是有利的，减轻不必要包袱公司未来增长将变得更快、更稳健。

## 销售模式定位清晰，渠道销售增长将是看点

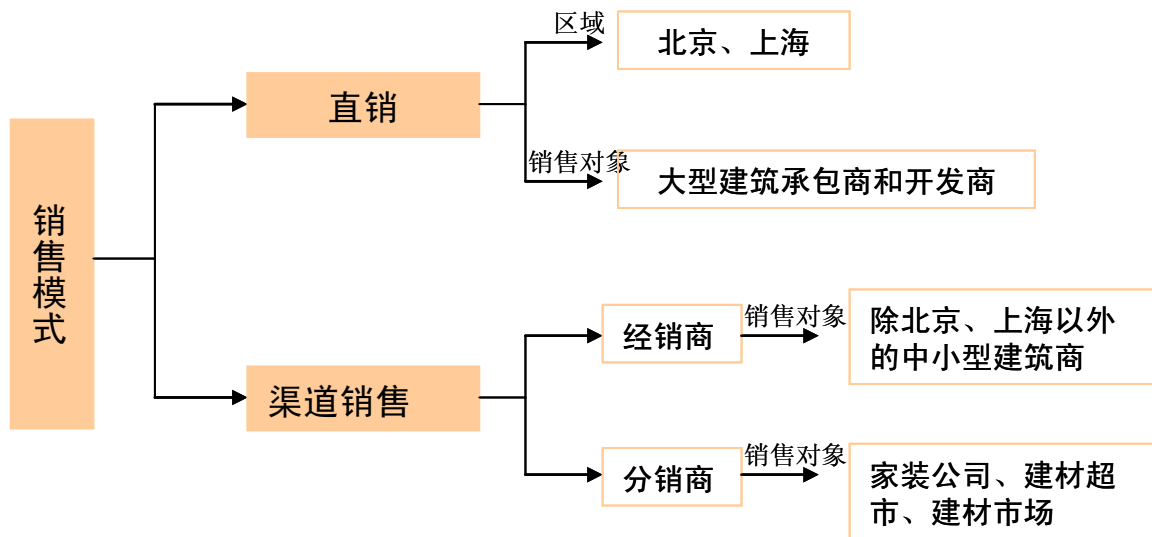
公司的销售模式、面向的销售区域以及定位非常清晰，见下图。公司销售模式分为直销和渠道销售。公司直销面向区域是北京、上海及全国性重大工程项目，销售对象包括大型建筑承包商（中国建筑总公司、中铁建、北京城建、北京建工等）和房地产开发商（万科、远洋地产、华润置地、金地集团等）。公司与这些客户签订长期供货协议，比如第一大客户万科所有房地产项目 95% 以上防水材料由公司提供，有些高铁项目公司提供现场施工服务，这种模式不仅能保证公司销量持续增长，还能使客户获得更好的服务。

公司渠道销售细分为经销商网络和分销销售，经销商主要面向北京、上海以外的中小型建筑商，分销主要与全国连锁家装、建材超市和建材市场合作。经销商数量增长很快，2006 年经销商仅 300 多家，目前已发展到 700-800 家，以每年 100 家速度增加，每年收入以 100% 增长。公司近几年渠道销售增长非常高，收入占比 2005 仅不足 7% 提高到目前的 30%。

公司发展到一定程度和有一定知名度后，销售模式将由原先的主动找市场（直销）转变为被主动。渠道销售具备网点多、费用低、规模大的优点，其增长取决于公司的产品质量、区域布局及服务能力。公司近几年生产线布局、品牌知名度、销售网络均有很大提高，渠道销售将是未来收入增长的最快方式。

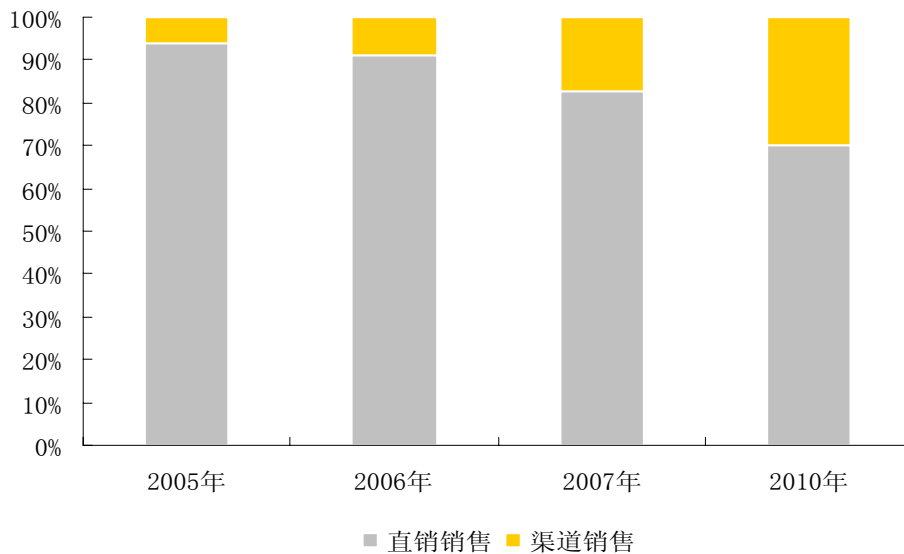


图：公司销售模式划分



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：渠道销售增长很快



资料来源：公司公告，山西证券研究所

资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 下游需求多元化，未来成长领域不止一个

防水领域涉及方方面面，包括房屋建筑、家庭二次装修、铁路建设、轨道交通、水利设施、高速公路、机场等多领域，下游需求多元化降低单个领域投资降低对防水需求下降风险。

今年因高铁事故、铁道部资金压力以及基数较高，高铁首次出现近3年负增长，公司铁路收入由去年的7亿降至3亿。公司高铁在手订单4-5亿，高铁



的平稳运行以及铁道资金有所缓解，未来铁路投资不可能出现 09 年和 10 年高速增长，将会平稳增长。

如果扣除高铁影响，公司今年前三季度收入仍有 50% 左右增长，增长主要来自房地产和市政，我们认为正是这种需求结构多元分散了公司销售下滑风险。

明年增长面临的不确定主要来自于房地产，房地产调控政策效应显现，领先指标国房经济指数降至 100 以下，房地产投资增速持续下降。我们认为明年经济存在多种不确定，房地产调控政策是否出现微调尚难预测，加之公司客户为万科、金地、华润、大华等一线开发商，资金实力雄厚，相对中小开发商调控对其影响较小，即使短期有影响长远看也是利大于弊。

今年是水利的政策年，水利投资 9 月以来开始加快，9 月和 10 月的增速在 60% 以上，明年将是投资的爆发年。公司专门成立水利水电部，研发应用水利的新产品，目前新产品正在试验阶段。水利设施是一项长期工程，对建筑材料要求极为严格，高铁和水利工程所需防水材料类似均以防水涂料为主（产品种类有差别），公司作为防水材料行业里领军企业，并有在高铁项目施工经验，必将受益水利投资盛宴。

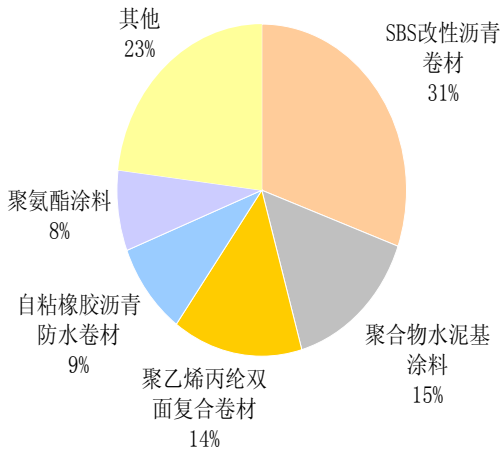
公司目前在城市轨道交通收入不高，预计将来是增长较快领域之一。2010 年北京、上海、广州、南京等 12 个城市的轨道交通里程 1395 公里，“十二五”国内城市轨道交通将进入黄金发展期，目前有 28 个城市得到国家审批，未来 5 年新增 96 条轨道交通线路，新增 2500 多公里，按照每公里建设成本 5 亿计算，平均每年 2000 亿。28 个城市分布分散，公司以覆盖东北、华东、中南、西南五大区域优势，分得最大一杯羹。

表：28 个城市获批轨道交通建设

	城市名称
已有轨道交通的 12 个城市	北京、上海、广州、天津、重庆、南京、武汉、长春、深圳、大连、成都、沈阳
获批的 28 个城市	北京、天津、上海、广州、广佛、武汉、重庆、长沙、宁波、贵阳、成都、合肥、大连、南京、昆明、东莞、苏州、无锡、沈阳、长春、西安、杭州、郑州、南昌、青岛、福州、厦门、哈尔滨

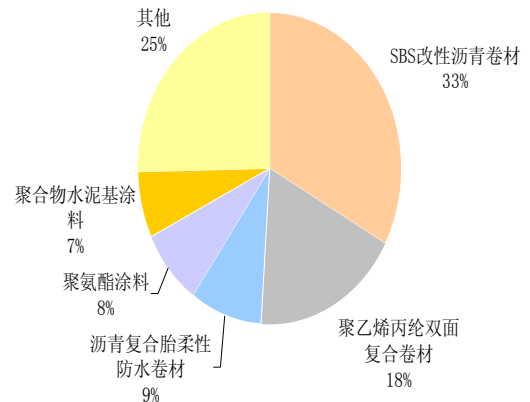
资料来源：山西证券研究所

图：住宅建筑防水材料以防水卷材为主



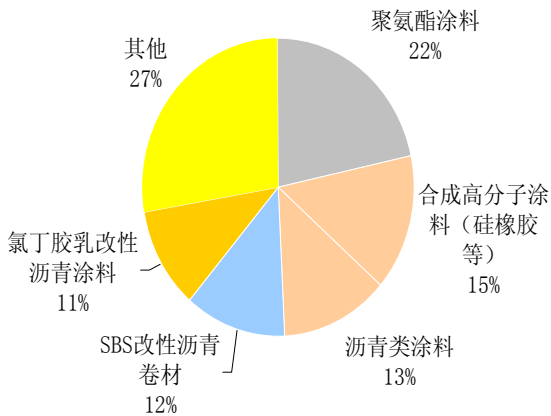
资料来源：山西证券研究所

图：工业建筑防水材料以防水卷材为主



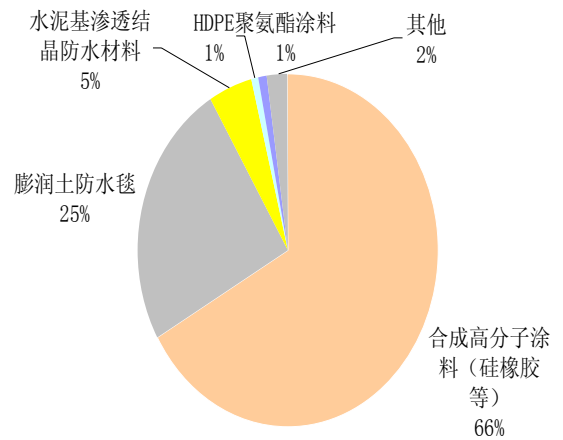
资料来源：山西证券研究所

图：公共交通以防水涂料为主



资料来源：山西证券研究所

图：水利工程防水材料以防水涂料为主



资料来源：山西证券研究所

明年三个项目投产将是公司增长的看点之一。公司投产项目有：惠州项目 1000 万防水卷材和 2 万吨防水涂料、锦州项目 4 万吨防水涂料、徐州 1000 万防水卷材。明年年底公司防水卷材和防水涂料产能将达到 7300 万平米和 10.5 万吨。

表：公司生产线投产时间表

	持有比例	防水卷材 (万平米)	防水涂料 (万吨)	投产时间	备注:

请务必阅读正文之后的特别声明部分

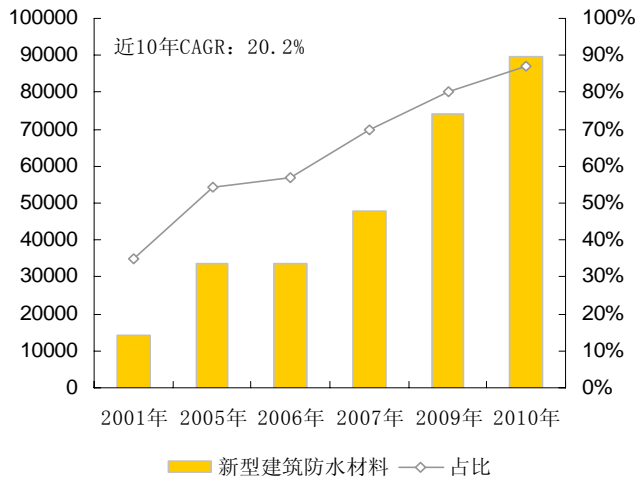
北京东方雨虹	本部	1800	1.5	—	
上海东方雨虹	93.97%	1000	2	09年底	
岳阳东方雨虹	100%	500（高分子）	1	2010年11月	
		1000		2011年10月	
锦州东方雨虹	100%	1000		2011年4月	
			4	2012年下半年	
惠州东方雨虹	96.38%	1000	2	2012年下半年	
昆明风行	100%	1000		2013年	内墙涂料1万吨， 外墙涂料2万吨
		1000	2		
徐州卧牛山	100%	1000		2012年	
		2*1000	10	2013年	砂浆40万吨，橡胶密封1000万件
<b>非织造布</b>		<b>产能（万吨）</b>		<b>投产时间</b>	
山东非织造布	100%	5		2011-2012.12； 2013.1-2014.12	

资料来源：山西证券研究所

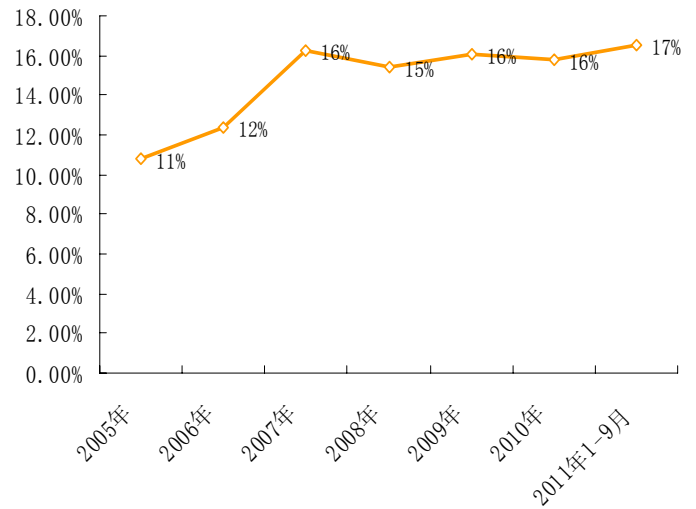
## “十二五”规划政策扶持，行业竞争将逐步优化

公司的产品属于新型防水材料，属于政府重点支持和发展的防水材料。新型防水材料作为一个新兴领域，随着城市化进程加快，应用领域已由传统的房屋建筑扩展到铁路、公路、桥梁、水利、地铁、机场、公共建筑、工业建筑等众多领域。2001年-2010年新型防水材料产量CAGR超过20%，相比“十五”，“十一五”年产量CAGR加快至27.6%，收入CAGR超过利润，分别达到26.5%和42.3%。行业利润提升跟集中度提高有关，2007年前10大企业收入市场集中度不足10%，行业较为分散。按照产量估算，2010年行业前五大企业的市场集中度超过18%。伴随行业集中度提高，毛利率从2005年的10.8%提高今年前9月的16.5%，行业盈利能力有明显改善。刚公布的《建材行业十二五规划》中指出，未来5年新型防水材料占比将由2010年的87%提高到95%。防水材料协会预计“十二五”末销售额超过10亿元的企业要在10家以上，并出现超过50亿企业，排名前50位的企业市场占有率达到50%。公司作为防水材料领军企业，肯定超过行业增速，2015年收入超过50亿企业非公司莫属，据我们预测2013年有可能提前实现。

图：新型防水材料近 10 年 CAGR 超过 20%



图：行业毛利率逐步提升



资料来源：山西证券研究所

资料来源：山西证券研究所

## 盈利预测和投资建议

假设一：公司在建项目如预期投产；

假设二：防水卷材毛利率维持稳定，防水涂料 2011 年毛利率恢复至 27%；

假设三：公司费用控制有效，费用率有所降低

表：核心指标预测

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
防水卷材（万平米）-产能	2000	2800	4800	5800	10800
销量	2100	3111.17	5500	7500	10500
价格（元/平米）	22.00	30	30	30	30
毛利率	34.84%	31%	26%	26%	26%
防水涂料（单位：万吨）-产能	2.5	3.5	4.5	10.5	12
销量	3	5.06	7	9.50	15.00
单价（价格/吨）	10000	17000	13000	13000	13000
综合指标					
毛利率	39.96%	25.39%	27.20%	27.00%	27.00%
收入增长率	16.42%	138.95%	34.23%	34.77%	45.05%
净利润增长率	65.86%	41.89%	8.12%	51.36%	58.34%
销售费用率	12.78%	10.38%	11%	10%	10%
管理费用率	10.43%	9.43%	9.50%	8.50%	8.00%
财务费用率	1.36%	1.53%	2%	2%	2%

注：产能数未加权计算

表：利润表预测（单位：万元）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、营业总收入	82,930.59	198,166.02	266000	358500.00	520000
二、营业总成本	74,792.59	186614.93	255445.00	338285.75	487992.00
营业成本	53,223.23	141,125.30	194930.00	263897.00	382692.00
营业税金及附加	667.47	1,499.31	1995	2688.75	3900
销售费用	10,594.39	20,560.05	27930	34057.5	49400
管理费用	8,648.35	18,686.84	25270	30472.5	41600
财务费用	1,125.97	3,022.67	5320	7170	10400
资产减值损失	533.18	1,720.76	0	0	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益					
投资净收益					
四、营业利润	8,138.00	11551.09	10555.00	20214.25	32008.00
加：营业外收入	890.67	663.18	2800	0	0
减：营业外支出	38.04	129.54	0	0	0
五、利润总额	8,990.63	12084.73	13355.00	20214.25	32008.00
减：所得税	1,587.55	1,371.73	2,003.25	3,032.14	4,801.20
六、净利润	7,403.08	10713.00	11351.75	17182.11	27206.80
减：少数股东损益	84.53	328.99	124.87	189.00	299.27
归属于母公司所有者的净利润	7,318.56	10384.01	11226.88	16993.11	26907.53
摊薄基本每股收益(元)	0.21	0.30	0.33	0.49	0.78

我们预计 2011-2013 年 公司营业收入 26.6、35.8 和 52 亿，归属于母公司净利润 1.12 亿、1.69 亿和 2.7 亿，每股收益 0.33、0.49 和 0.78 元，未来三年 CAGR55%，明年公司 PEG 为 0.45，综合考虑到公司作为防水材料领军企业，其成长性高于行业，新产品研发能力有助于扩大新市场以及费用控制能力的加强，我们给予公司“增持”评级。

## 风险提示

- 沥青价格大幅波动；
- 公司资金紧张，在建项目不能按时投产；
- 定向增发股本解禁期临近；
- 其他未预期因素



**投资评级的说明：**

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

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

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

**免责声明：**

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。