

## 建材行业

报告原因：半年报披露

2011年8月26日

市场数据：2011年8月26日

收盘价(元)	15.14
一年内最高/最低(元)	21/11
市净率	5.09
市盈率(2011)	30
流通A股市值(亿元)	2072

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：sxzqjfbz@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

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)

业绩低于预期，快速扩张致费用大幅增加

增持

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：亿元、元、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2009A	8.29	16.42	0.73	65.86	0.2	9.81	15.2	71
2010A	19.8	138.9	1.03	41.89	0.3	5.83	10.2	50
2011E	25.03	26.3	1.66	58.8	0.48	6.72	13	31
2012E	35.58	42.15	2.64	58.4	0.76	8.74	18	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **上半年业绩低于预期。**公司上半年营业收入10.3亿元，同比增长16.75%，营业利润2306.17万元，同比下降46.1%，归属于母公司净利润4640万，同比增长33.4%，扣非后净利润下降26.9%，每股收益0.14元，低于我们预期。
- **公司主营业务收入稳定增长。**公司上半年防水材料销售收入9421.7万元，同比增长30.7%，防水卷材和防水涂料分别增长49.2%和12.3%，主要来源于去年投产的岳阳项目，防水卷材、防水涂料毛利率26.4%和27.2%，分别上升2.7和下降1.53个百分点。
- **北京、上海以外地区销售继续快速增长。**公司近几年扩张步伐很快，已形成北京、上海、湖南岳阳和辽宁锦州四大生产基地，在建有惠州和昆明项目也将于今年年底和明年投产，投产后公司将达到防水卷材6500万平方米（是2010年的2.6倍）、高分子防水卷材500万平方米、防水涂料10万吨（是2010年的2.2倍）的产能。与此同时，公司不断加强销售网络建设，北京、上海以外的其他地区收效显著，上半年销售收入7.66亿，同比增长41.42%，占总收入比重达到74.35%，比去年同期的66.23%提高8个百分点。
- **扩张带来公司各项费用显著增加。**由于公司正处于快速扩张期，其人员储备、销售网络和品牌推广直接带来各项费用大幅增加。公司销售费用、管理费用、财务费用上半年各增加47%、65.4%和126.77%，费用率为11.8%、9.6%和2.3%，比同期上升2.45、2.83和1.13个百分点。公司上半年支付给员工的各项费用已达到9209万，比去年同期增加61%，经营活动现金净流量-2.81亿元，比去年同期下降28%。
- **防水材料用途较广。**防水材料应用由房屋建筑领域为主逐步扩大到高速铁路、高速公路和城市路桥、地铁及城市轨道交通、机场和水利设施等基础设施施工。我们认为高铁降速会给公司带来一定负面影响，但是其他领域如保障房、水利、地铁建设也会带来需求增长，此外，伴随在建项目陆续投产和公司近年来重点加强的渠道销售日益成熟，公司未来收入和盈利将获得双丰收。
- **盈利预测和投资建议。**上半年业绩低于预期，我们对今年盈利调整，预计2011-2013年EPS为0.48/0.76/0.92元，三年CAGR38.7%，目前股价15.2元，2011PE为30倍，给予公司股价“增持”评级。
- **风险提示：**资金压力继续加大；原材料价格上涨过快；下游需求萎缩。

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	2100	3000	5000	6000	9000
销量	2100	3111.17	4600	6450	9000
价格（元/平米）	22.00	30	30	30	30
毛利率	34.84%	31%	26%	28%	28%
营业收入	46200	93335.2	138000	193500	270000
营业成本	27738.48	64709.29	102120.00	139320.00	194400.00
防水涂料（单位：万吨）-产能	2.5	3.5	9.5	9.5	9.5
销量	1.35	5.73	6.82	10.15	10.15
单价（价格/公斤）	10000	15000	15000	15000	15000
毛利率	39.96%	25.39%	27.00%	28.00%	28.00%
营业收入	13500	85947.26	102300	152300.00	152250.00
营业成本	8105.4	64125.25	74679	109656.00	109620.00
防水施工收入	9751.40	10000	10000	10000	10000
毛利率	35.86%	27.58%	27.58%	27.58%	27.58%
营业成本	6254.55	7242.00	7242.00	7242.00	7242.00

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	250300	355800	432250
二、营业总成本	74,792.59	186614.93	233475.25	324709.50	394470.13
营业成本	53,223.23	141,125.30	184041.00	256218.00	311262.00
营业税金及附加	667.47	1,499.31	1877.25	2668.5	3241.875
销售费用	10,594.39	20,560.05	23778.5	33801	41063.75
管理费用	8,648.35	18,686.84	21275.5	28464	34580
财务费用	1,125.97	3,022.67	2503	3558	4322.5
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	16824.75	31090.50	37779.88
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	19624.75	31090.50	37779.88
减：所得税	1,587.55	1,371.73	2,943.71	4,663.58	5,666.98
六、净利润	7,403.08	10713.00	16681.04	26426.93	32112.89
减：少数股东损益	84.53	328.99	183.49	290.70	353.24
归属于母公司所有者的净利润	7,318.56	10384.01	16497.55	26136.23	31759.65
摊薄基本每股收益(元)	0.21	0.30	0.48	0.76	0.92

**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。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。