

建筑建材

报告原因：公司调研

2012年6月1日

市场数据：2012年6月1日

收盘价（元）	13.58
一年内最高/最低（元）	16.95/10.18
市净率	4.26
市盈率	229
流通A股市值（百万元）	2680

基础数据：2012年3月31日

每股净资产（元）	3.15
资产负债率%	57.64
总股本/流通A股（百万）	344/204
流通B股/H股（百万）	-/-

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：

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)

渠道销售仍是亮点，下半年更好

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
2010A	19.8	138.9	1.03	41.89	0.3	5.83	10.2	44
2011A	24.7	24.83	1.04	0.66	0.3	3.4	10.36	44
2012E	33	33.4	1.6	53.07	0.47	5.77	13.69	29
2013E	48.1	45.7	2.46	54.3	0.72	6.11	17.4	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

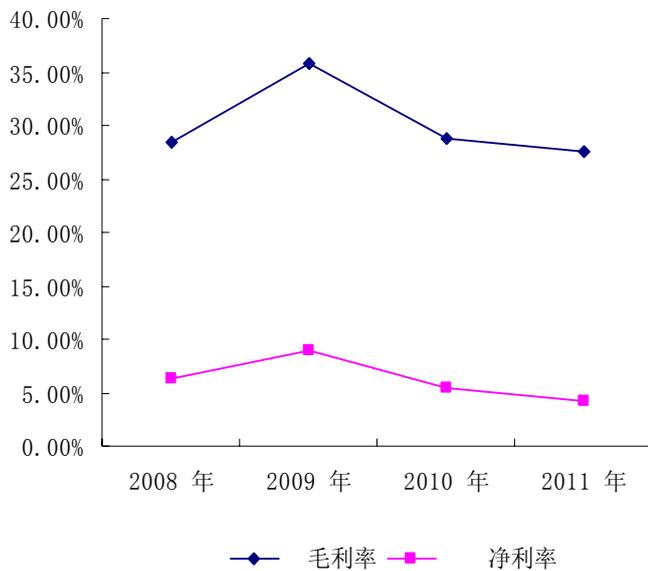
- 步入旺季，公司卷材生产线产能利用率超过 100%。4 月以后逐步进入行业消费旺季，4 月公司卷材销量 670 万平米，5 月份增加至 700 万平米，产能利用率超过 100%。
- 公司目前沥青库存够用 2 个月，预计沥青价格下降对二季度影响较小。公司所有成本中沥青占比接近一半，沥青价格变化对公司毛利影响较大。沥青作为原油的附属产品，其价格变化跟原油价格有关外也会受到下游需求影响，年初以来沥青需求较旺，其沥青价格处于高位。WTI 原油价格已从今年 3 月最高价 108 降至目前的 83.23 美元/桶，降幅达到 23%，且还存在下降趋势，给沥青价格造成下行压力。公司采购沥青周期一般在 3-6 个月，年底至下年初相对较低沥青采购量较多，其余时间采购价格跟随市场走，沥青库存够用 2 个月，综合考虑二季度卷材毛利率有小幅下降，三季度有上升空间。
- 渠道销售继续快速增长，预计今年渠道收入占比 40% 以上。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。公司是国内防水行业中规模最大、布局合理、产品质量稳定和口碑较高的公司，其规模和影响力发展到一定程度后非常有利于渠道销售的开展。我们看好未来公司在渠道销售上的增长。2006 年经销商仅 300 多家，以每年 100 家速度增加，去年增加到 700-800 家，今年预计再增加 100 家到 800-900 家，收入以 100% 增长，去年渠道收入占比 35%，增速快于直销，预计今年占比将提高到 40% 以上。
- 受调控影响较小，房地产防水收入仍保持增长：目前跟公司合作的战略客户有 30-40 家，一线地产商基本都有合作。今年公司在房地产领域销售收入保持一定增速，其增长体现在各地产商份额增加。目前万科防水全部由公司提供，金地集团占到一半以上，招商、保利占比较少，如果其他厂商采取万科模式还有比较可观的提升空间。公司地产商合作成功经验在于公司规模大，产品质量稳定，供货及时，竞争对手一般很难做到。
- 基建工程复苏对公司下半年收入增长有利。目前基建领域收入占比在 40% 左右，由于总体利润率较低，利润占比低于收入占比。去年在手高铁订单还有 4-5 亿，前 5 个月执行情况一般，随着高铁工程配套资金逐步落实预计下半年会有起色；公司专门成立水利水电部，目前水利订单不多，未来水利工程招投标陆续开始预计订单会好转。

- **内外兼修，期间费用率下降已成定局。**公司正处于成长阶段，低效率支出使得公司这两年利润增速远小于收入增速。公司开始注重精细化管理，减少不必要人员和费用支出，我们认为今年费用率降低成定局主要来自两个方面：第一，减员增效：目前公司员工总人数降至 2500 人，比去年年底减少 700 人；第二，渠道占比提升：渠道销售今年增长的很快，预计今年年底能和直销平分秋色，而渠道所需费用远小于直销，加上随着渠道架构建成后费用率呈下降趋势，因此对费用率下降有很大推动作用。
- **在建项目进度。**昆明项目由于昆明市政府执行退二进三政策，相关补贴未到位，该项目进度较慢，年底前惠州、锦州和徐州项目一期将投产，新增卷材 2000 万平米，新增涂料 6 万吨，预计年底卷材和涂料产能达到 7300 万平米和 10.5 万吨，产能分别增长 37.7%和 133%。山东非纺织布项目今年年底投产一期（4 条线 2 万吨）中的 2 条线 1 万吨，即 4000 万平米，满足公司一半需求。公司目前非纺织布用的是中高端产品，从合资公司采购，且价格较高，该项目全部投产后一能降低上游原材料成本，二能形成新的利润点。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计今年和明年 EPS 0.47 元和 0.72 元，2012 年 PE29 倍，沥青价格下以及基建工程复苏对下半年影响较大，下半年业绩增长高于上半年，维持公司“增持”评级不变。
- **风险提示：**房地产投资下降过快；基建复苏进度慢；沥青价格维持高位。

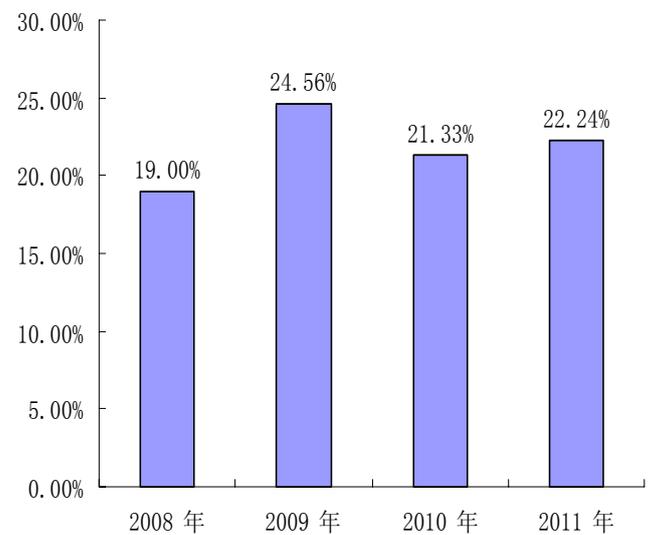
表：公司生产线明细

地址	持有比例	改性沥青防水卷材 (万平米)	防水涂料(万吨)	其他	投产时间
北京	本部	1800	1.5		
上海金山	93.97%	1000	2		09 年底
湖南岳阳	100%	500 (TPO)	1		2010 年 11 月
		1000			2011 年 10 月
辽宁锦州	100%	1000			2011 年 4 月产
广东惠州	96.38%		4		2012 年下半年
云南昆明	100%	1000	2	内墙涂料 1 万吨，外墙涂料 2 万吨	昆明市退二进三政策，进度缓慢
		1000			
江苏徐州	100%				2012 年下半年
		1000	10	砂浆 40 万吨，橡胶密封 1000 万件	2013 年
非纺织布		年产能			投产时间
山东德州临邑县	100%	一期 2 万吨			2012 年底
		二期 3 万吨			2014 年底

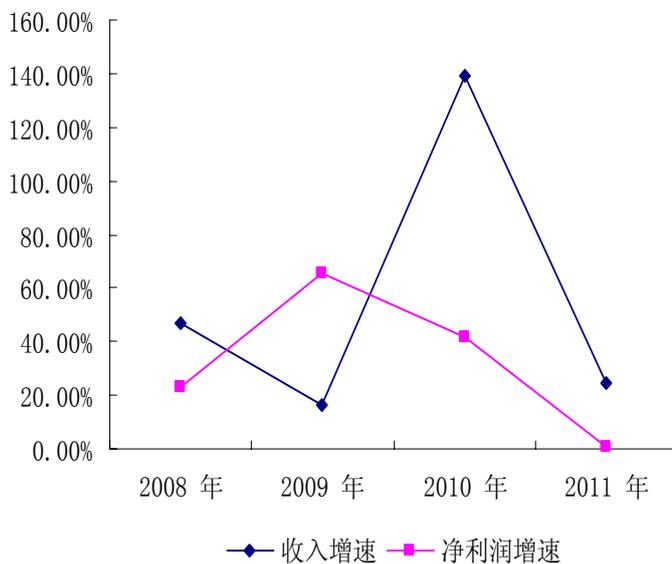
图：公司毛利率和净利率变化



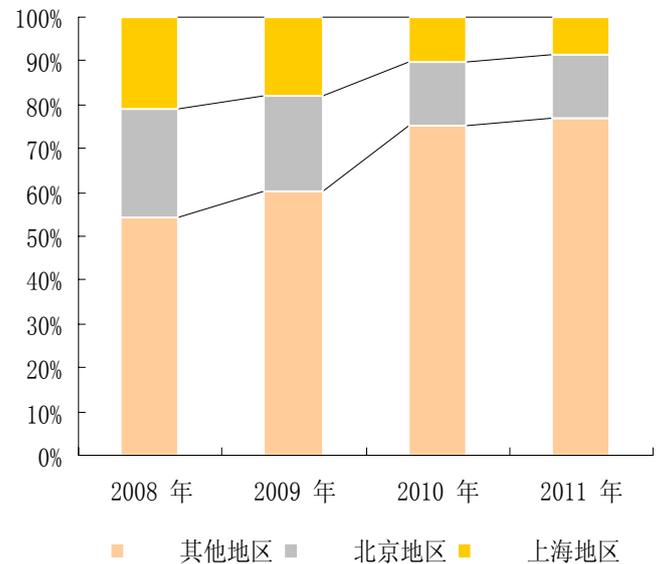
图：公司期间费用率变化



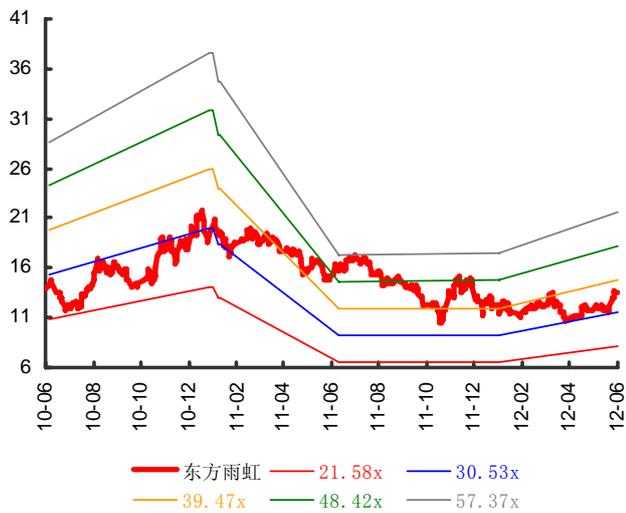
图：公司收入和净利润增速变化



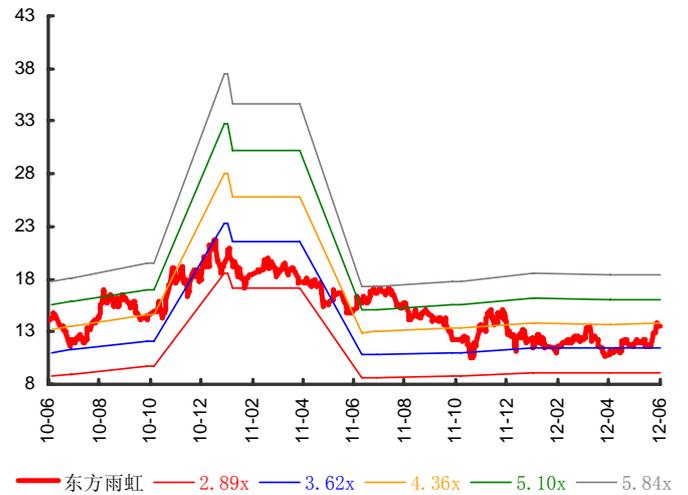
图：公司销售收入区域占比变化



图：公司 PE-BAND 图



图：公司 PB-BAND 图



表：利润预测表（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	247,365.35	330000.00	481000
二、营业总成本	74,792.59	186614.93	238954.91	310967.00	451624.50
营业成本	53,223.23	141,125.30	179,146.17	242492.00	354222.00
营业税金及附加	667.47	1,499.31	2,838.43	2475	3607.5
销售费用	10,594.39	20,560.05	26,498.16	31350	45695
管理费用	8,648.35	18,686.84	22,966.53	28050	38480
财务费用	1,125.97	3,022.67	5,551.72	6600	9620
资产减值损失	533.18	1,720.76	1,953.90	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	8410.44	19033.00	29375.50
加：营业外收入	890.67	663.18	3,386.63	0	0
减：营业外支出	38.04	129.54	86.72	0	0
五、利润总额	8,990.63	12084.73	11710.35	19033.00	29375.50
减：所得税	1,587.55	1,371.73	1,294.45	2,854.95	4,406.33
六、净利润	7,403.08	10713.00	10415.90	16178.05	24969.18
减：少数股东损益	84.53	328.99	-37.12	177.96	274.66
归属于母公司所有者的净利润	7,318.56	10384.01	10453.02	16000.09	24694.51
EPS	0.21	0.30	0.30	0.47	0.72

### 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。