

他年我若为“青帝”，报与“桃花”一处开 买入 首次评级

事件:

公司发布 2012 年中报，报告期内实现营业收入 12.45 亿元，同比上升 20.69%，营业利润为 4905 万元，同比上升 112.71%，上市公司股东的净利润为 5713 万元，同比上升 23.14%，对应每股收益 0.17 元。

点评:

多层次营销网络，开拓全国市场。公司原来主要依靠北京市场为主，现正以北京为核心，向全国渗透。公司现有 1000 多家经销商，目前已经形成以北京、上海、成都、广州为中心分别辐射华北、华中、华西和华南的市场格局，其中北京和其他地区的主营业务收入分别增加 19.76% 和 23.01%。同时公司具有强大竞争优势的直销市场和持续发展的全国建材超市、建材市场和家装连锁公司分销系统。直销模式能够掌握终端市场和及时反映市场变化，并且占收入的比比重最大，本次盈利（“桃花”）较好主要由于与房地产商的直接合作。

行业集中度提升，龙头企业（“青帝”）受益。目前国内防水建材行业仍然处于行业集中度较低的阶段，行业龙头东方雨虹是国内首次防水建材行业收入超过 10 亿的公司。在公布的建筑防水材料“十二五”规划中，其将提高行业集中度作为结构调整战略的核心。在行业集中度提升过程中，龙头企业东方雨虹将凭借其品牌优势从中受益。

城镇化进程为需求提供支撑。从经济发展规律上说，现在我国农村将进入第三个自住房建设高峰，同时我国当前的城镇化率仅为 50%，离发达国家的城镇化率还有较大差距。随着城镇化进程的推进以及三四线城市的大力发展将为未来几年建筑以及防水材料需求提供支撑。

携手塞拉尼斯进军煤制乙醇，未来盈利可期。2012 年公司 5 月东方雨虹与塞拉尼斯公司正式合作，在内蒙古东部的锡林郭勒盟建设一家 100 万吨/年煤制燃料乙醇企业。该项目由塞拉尼斯（中国）投资有限公司与北京东方雨虹防水技术股份有限公司共同投资建设，项目总投资 97.4 亿元，占地 1500 亩。该项目技术是以基础碳氢化合物为原料，其核心技术应用已达 17 年，并具有多项专利，转化率较高并且环保经济效益很好。东方雨虹本次与塞拉尼斯合作，并借助塞拉尼斯先进的技术强大的市场运作能力，未来将会给公司带来新的增长点。

我们预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 0.67、0.86，对应当前股价 PE 分别为 19.93 和 15.52，给予“买入”评级。

建材行业研究组

分析师:

邓海清 (S1180512070001)

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话: 010-88085901

Email: shenrong@hysec.com

市场表现



数据来源: WIND

股东户数

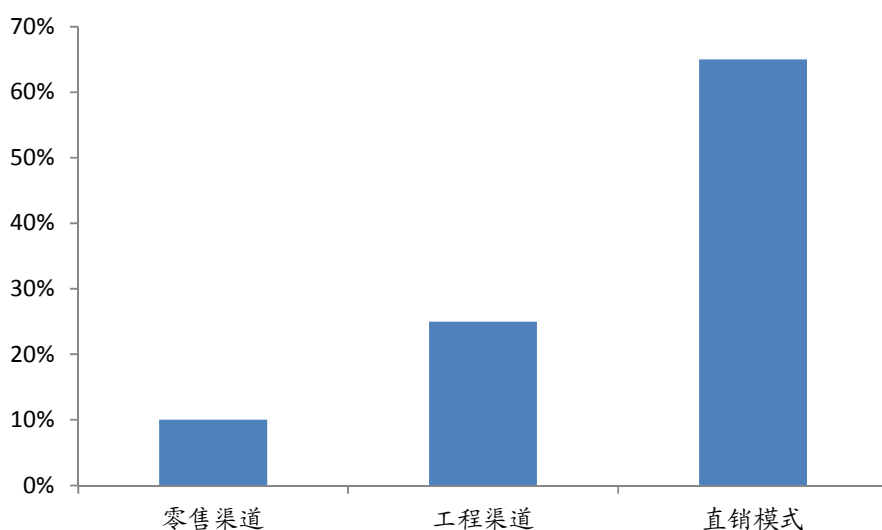
报告日期	股东人数	户均持股数
20120331	35071	9794 股
20111231	33563	10235 股
20110930	27891	12317 股

数据来源: 港澳资讯

一、多层次营销网络,开拓全国市场

公司原来主要依靠北京市场为主,现正以北京为核心,向全国渗透。公司现有 1000 多家经销商,目前已经形成以北京、上海、成都、广州为中心分别辐射华北、华中、华西和华南的市场格局。同时公司具有强大竞争优势的直销市场和持续发展的全国建材超市、建材市场和家装连锁公司分销系统。直销模式主要针对建筑承包商、建设项目业主和工程项目开发商等,其具有能够掌握终端市场和及时反映市场变化,并且直销占收入的比比重最大。

图 1: 公司各渠道对销售收入的贡献



资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

根据上图可以看出渠道占比较大,另外渠道销售具有占款少、回款快等特点,同时为抢占市场占有率,公司将会加大渠道市场的建设,推广到三四线城市,未来渠道市场空间依然很大。

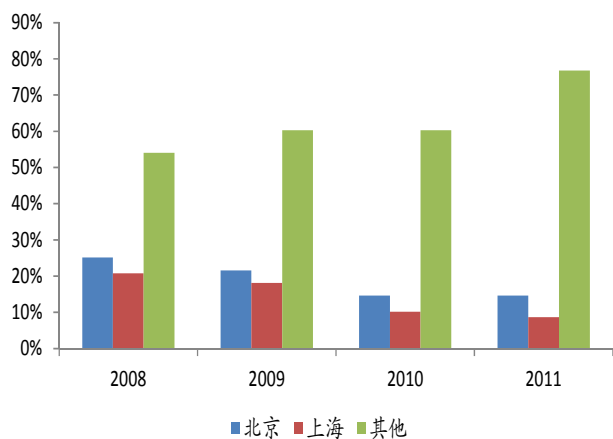
图 2: 公司全国营销网络及相应覆盖范围



资料来源: 公司资料, 宏源证券研究所

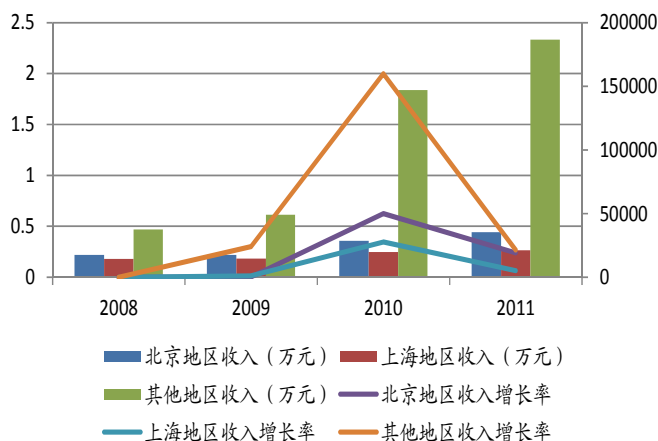
公司原来以北京为中心进行市场的拓展, 随着多层次营销网络的展开, 近几年北京上海地区的销售占比逐渐降低, 而其他地区的销售份额在逐渐增加, 全国的销售网络已初步形成。

图 3: 2008-2011 年主营业务收入区域分布



资料来源: 2009-2011 年年度报表

图 4: 2008-2011 年区域收入增长率对比



资料来源: 2009-2011 年年度报表

通过上图可以看出公司 08 年在北京的销售额为 175.26 万元, 占公司营业收入的 24.6%, 上海的销售额为 145 万元, 占营业收入的 20.8%, 随着公司销售网络在全国范围的拓展, 2011 年北京和上海在营业收入的占比分别为 24.32% 和 8.56%, 整体呈现出下滑趋势, 而其他地区的销售营业收入占比从 08 年的 52.94% 上升到 2011 年的 75.4%, 呈现出明显的上升趋势。可见公司营销战略是比较成功的, 随着销售网络的继续深化扩展, 公司的销售收入将会有较大提升空间。

二、集中度提升，龙头企业受益

防水建材行业目前国内发展情况来看，仍然处于行业集中度较低的阶段，行业龙头东方雨虹是国内首次防水建材行业收入超过 10 亿的公司，2005 年-2007 年东方雨虹的市场占有率分别为 1.15%、1.76%、2.49%，2009-2011 年间东方雨虹的市场占有率在 3%-4% 之间，行业集中度较低，对于行业快速发展的过程中，龙头企业有望利用品牌优势扩大集中度，获得规模效益。

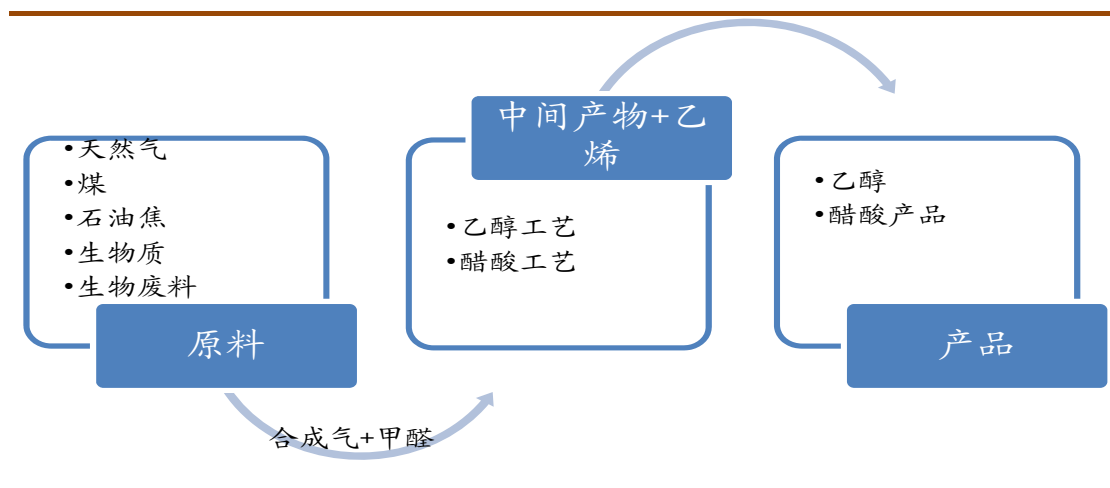
建筑防水材料“十二五”规划将提高行业集中度作为结构调整战略的核心。“十二五”期末，行业中涌现出年销售收入超过 50 亿元的企业，年销售收入超过 10 亿元的企业达到 10 家以上；行业前 50 位的企业，主要产品的市场占有率达到 50%；组建 4-5 个大型企业集团；建立 2-3 个建筑防水材料产业基地，发挥产业集群优势。作为龙头企业的东方雨虹凭借其多元化产品、品牌以及强大的营销网络将在未来收益很多。

三、携手塞拉尼斯进军煤制乙醇，带来新增长点

2012 年公司 5 月东方雨虹与塞拉尼斯公司正式合作，在内蒙古东部的锡林郭勒盟建设一家 100 万吨/年煤制燃料乙醇企业。该项目由塞拉尼斯(中国)投资有限公司与北京东方雨虹防水技术股份有限公司共同投资建设，项目总投资 97.4 亿元，占地 1500 亩，建设规模为 100 万吨/年燃料乙醇（环保汽油），中间产品和副产品有煤焦油、中油、粗酚、液氮、二氧化碳、氢气、硫黄、石脑油等。该项目技术是以基础碳氢化合物为原料，其核心技术应用已达 17 年，并具有多项专利，转化率较高并且环保经济效益很好。

乙醇是重要的基本化工原料，可用来制造醋酸、饮料、香精、染料等，在医疗上用作消毒剂，同时它也是优良的燃料添加剂，可增加辛烷值，降低尾气排放。未来几年燃料乙醇的需求将快速增长，保守估计 2020 年有望较现在需求翻倍，仅亚洲地区可能就会有 2000 万吨的缺口，全球将会有 6000 万吨的缺口，如果政府给予燃料乙醇足够的政策支持，需求将以更快的速度提升。加上工业用乙醇的需求稳步增长，未来乙醇的需求缺口将继续加大。

图 5：塞拉尼斯 TCX 技术流程



资料来源：Celanese 公司网站

塞拉尼斯是全球领先的乙酰基产品制造商，生产醋酸、醋酸乙烯单体（VAM）、共聚甲醛产品（POM）；同时也是全球领先的高性能工程塑料生产商，公司产品广泛用于消费者及工业应用领域，生产设施位于北美洲、欧洲和亚洲。塞拉尼斯凭借其规模效应、高效的运营能力和精湛的生产技术，其生产的乙酰基产品链中的基础化学品如醋酸和 VAM 的成本最低的。塞拉尼斯在煤制乙醇的技术上已经完全成熟，其发明了利用碳氢化合物为原料制乙醇的 TCX 技术，基于成熟乙酰基技术，原料以天然气、煤和石油焦等为主。Celanese 在乙酰技术上拥有愈 3000 个专利，高效运行了 30 多年，积累了丰富的经验，将为 TCX 技术的成功运行打下坚实的基础，并且其在生产成本上具有明显的领先优势。

综上分析东方雨虹本次与塞拉尼斯合作，并借助塞拉尼斯先进的技术和强大的市场运作能力，未来将会给公司带来新的增长点。

附录 1: 公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2474	3216	4180	5435	流动资产	1858	2290	2871	3625
营业成本	1791	2251	2926	3804	现金	359	359	359	359
营业税金及附加	28	37	48	62	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	265	325	423	550	应收票据	16	21	27	36
管理费用	230	297	386	502	应收款项	722	986	1284	1669
财务费用	56	60	77	97	其它应收款	46	60	78	101
资产减值损失	20	0	0	0	存货	549	690	896	1165
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	167	175	227	295
投资收益	0	0	0	0	非流动资产	468	620	724	827
营业利润	84	245	320	419	长期股权投资	0	0	0	0
营业外收入	34	16	16	16	固定资产	315	537	649	757
营业外支出	1	1	1	1	无形资产	70	63	56	51
利润总额	117	261	336	435	其他	84	20	20	19
所得税	13	29	37	48	资产总计	2326	2910	3596	4452
净利润	104	232	299	387	流动负债	1228	1602	2019	2526
少数股东损益	(0)	3	4	5	短期借款	860	1258	1597	2003
归属于母公司净利润	105	229	295	382	应付账款	109	137	178	232
EPS (元)	0.30	0.67	0.86	1.11	预收账款	116	68	88	114
年成长率					其他	142	139	156	177
营业收入	25%	30%	30%	30%	长期负债	0	0	0	0
营业利润	-27%	192%	31%	31%	长期借款	0	0	0	0
净利润	1%	119%	29%	30%	其他	0	0	0	0
获利能力					负债合计	1228	1602	2019	2526
毛利率	27.6%	30.0%	30.0%	30.0%	股本	344	344	344	344
净利率	4.2%	7.1%	7.1%	7.0%	资本公积金	416	416	416	416
ROE	9.6%	17.7%	18.9%	20.1%	留存收益	329	535	801	1145
偿债能力					少数股东权益	10	13	17	22
资产负债率	52.8%	55.1%	56.1%	56.7%	归属于母公司所有者权益	1088	1295	1560	1904
净负债比率	37.0%	43.2%	44.4%	45.0%	负债及权益合计	2326	2910	3596	4452

流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.1	1.0	1.0	1.0
营运能力				
资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2
存货周转率	3.7	3.6	3.7	3.7
应收帐款周转率	3.9	3.8	3.7	3.7
应付帐款周转率	21.4	18.3	18.6	18.6
每股资料 (元)				
每股收益	0.30	0.67	0.86	1.11
每股经营现金	-0.54	-0.45	-0.17	-0.28
每股净资产	3.17	3.77	4.54	5.54
每股股利	0.00	0.07	0.09	0.11

现金流量表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	(187)	(153)	(58)	(97)
投资活动现金流量	(136)	(161)	(174)	(174)
筹资活动现金流量	918	314	233	271
现金及等价物净增加	596	0	0	0

分析师简介:

邓海清: 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

注: 宏源证券建材行业实习生刘精山对报告亦有贡献。

机构销售团队

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
华东	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	021-51782236
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18682185141	0755-82934785
区域	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。