

建筑建材

报告原因：重大事件公布

2012年10月11日

基础数据：2012年6月30日

每股净资产(元)	3.23
资产负债率%	56.66
总股本/流通A股(百万)	344/204
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究：

《东方雨虹2011年中报：业绩低于预期，快速扩张致费用大幅增加》

《东方雨虹(002271)深度调研报告：提升效率，轻装前进》

《东方雨虹(002271)调研简报：过快费用增长有望被遏制，期待明年增长》

《东方雨虹(002271)调研简报：渠道销售仍是亮点，下半年更好》

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)

增持

股权激励方案点评：内外兼修，成长性可期

维持评级

公司研究/点评报告

事件：公司推出1800万股的股权激励方案，占公司股本总额的5.24%，激励对象为公司董事（不包括独立董事）、高级管理人员、中层管理人员、子公司主要管理人员及核心技术（业务）人员，首次授予价格7.03元/股，2013-2016年净利润分别比2012年增速不低于25%、55%、95%和145%，每年净资产收益率不低于13%。

投资要点：

- **此次股权激励中未来4年的净利润年复合增长率在25%以上，符合公司现在发展状况，增速合理。**公司上市以来在区域布局、产能扩张以及营销网点加快扩张，过去5年里公司收入和净利润复合增长率分别为53.4%和31.74%，增速远远超过行业。公司此次的股权激励方案中2013-2016年净利润分别比2012年增速不低于25%、55%、95%和145%，4年的净利润年复合增长率在25%以上，符合公司现在发展状况，增速比较合理，也显示出公司管理层对未来增长信心。
- **2011年公司业绩下降不改变公司优秀“质地”和增长潜力。**2011年公司业绩下降既有宏观层面原因（高铁事故、基建投资下滑等）也有公司自身原因（人员扩张速度过快，导致费用猛增），我们认为公司具备优秀“质地”有三方面原因，首先是区域上改善，布局由区域变为全国性：公司08年之前市场主要集中在京沪地区，而随着湖南、广东、辽宁等生产线投产和市场培育成熟，京沪以外地区收入复合增长95%，超过北京、上海增速42%和20%，在建生产线投产后区域布局完善到华北、东北、华东、中南、西南五大区域；其次是销售模式的改善：伴随公司生产线布局扩张和品牌知名度提升，渠道销售以每年100%速度增长，同时渠道销售又具备网点多、费用低、规模大的优点，有助于公司提升公司净利率水平；第三，内外兼修：经历2011年短暂下滑，今年公司在内部更注重精细化管理和费用控制，随着经营效率和净利率水平提高，未来将重拾增长轨道。
- **市场集中度低+千亿以上市场规模决定公司未来发展前景。**公司产品包括防水卷材、防水涂料两大类上百个品种，属于新型防水材料。近几年城市化进程加快以及基础设施投资不断增长，新型防水材料行业增速逐渐加快，尤其是近5年，“十五”增速23.9%，“十一五”加快至27.6%，建筑防水材料协会2011年公布行业产值已达到1000亿元以上。但是行业集中度比较低，公司作为行业内最大的防水公司，市场份额不足3%，从另一层面为公司提供了发展机会。
- **公司作为行业领头羊，受益行业政策。**工信部今年9月刚发布了《建筑防水卷材行业准入条件(征求意见稿)》，提高了行业准入门槛，有利于规范市场竞争秩序。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（我们认为非公司莫属），排名前50位的企业市场占有率达到50%。公司作为行业领头羊，受益行业政策支持和竞争秩序改善。
- **盈利预测和投资建议。**由于股权激励对于公司股本摊薄较小，我们暂不考虑，同时保持公司前期盈利预测不变，今年和明年EPS 0.47元和0.72元，动态PE30倍，而PEG只有0.52，成长性突出，维持公司“增持”评级不变。
- **风险提示：**股权激励方案还需证监会和股东大会通过。

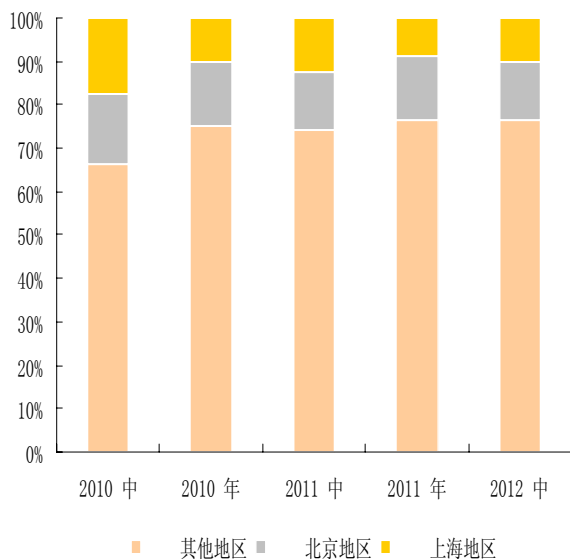
请务必阅读正文之后的特别声明部分

表：公司生产线明细

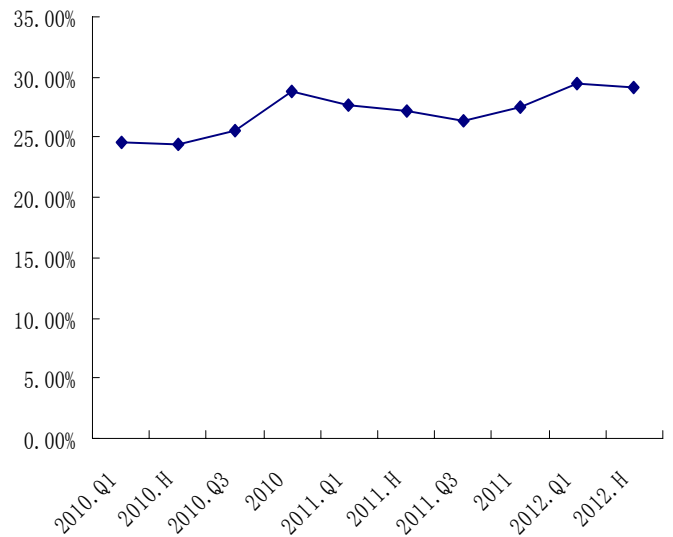
地址	持有比例	改性沥青防水卷材 (万平米)	防水涂料(万吨)	其他	投产时间
北京	本部	1800	1.5		
上海金山	93.97%	1000	2		09年底
湖南岳阳	100%	500(TPO)	1		2010年11月
		1000			2011年10月
辽宁锦州	100%	1000			2011年4月产
			4		2012年下半年
广东惠州	96.38%	1000	2		2012年下半年
云南昆明	100%	1000			昆明市退二进三政策， 进度缓慢
		1000	2	内墙涂料1万吨， 外墙涂料2万吨	
江苏徐州	100%	1000			2012年下半年
		1000	10	砂浆40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

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



图：公司毛利率变化

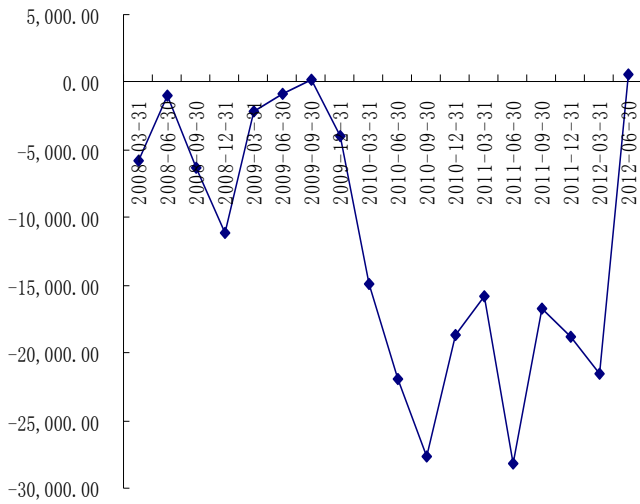




资料来源：公司公告，山西证券研究所

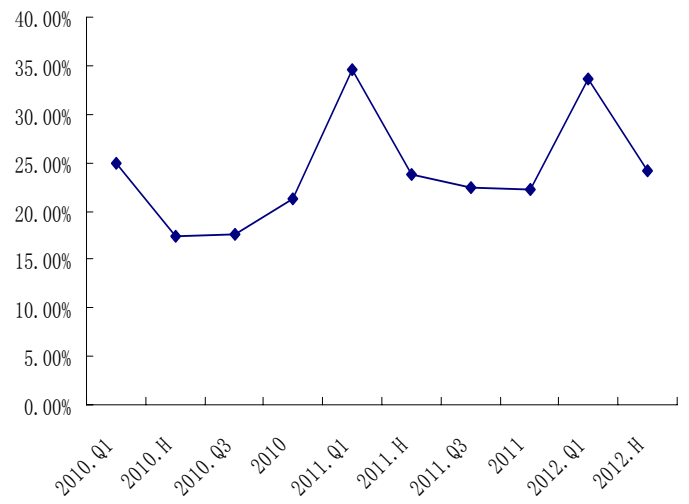
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司经营活动净现金流变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

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(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司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。入市有风险，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。