

建材行业

报告原因：季报披露

东方雨虹 (002271)

毛利率继续提升，上调盈利预测

增持

维持评级

2012年10月23日

市场数据：2012年10月23日

收盘价(元)	15.4
一年内最高/最低(元)	16.95/10.18
市净率	4.52
市盈率	20
流通A股市值(百万元)	3094

基础数据：2012年9月30日

每股净资产(元)	3.41
资产负债率%	55.36
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(002271)推出股权激励点评：内外兼修，成长性可期》

《东方雨虹2012年中报点评：主营利润大幅好转，区域子公司功不可没》

《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

请务必阅读正文之后的特别声明部分

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	50
2011A	24.7	24.83	1.04	0.66	0.3	3.4	10.36	50
2012E	35.4	43.09	1.85	77.9	0.54	6.25	15.57	28
2013E	53.1	50.23	2.63	41.7	0.77	5.9	18.08	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

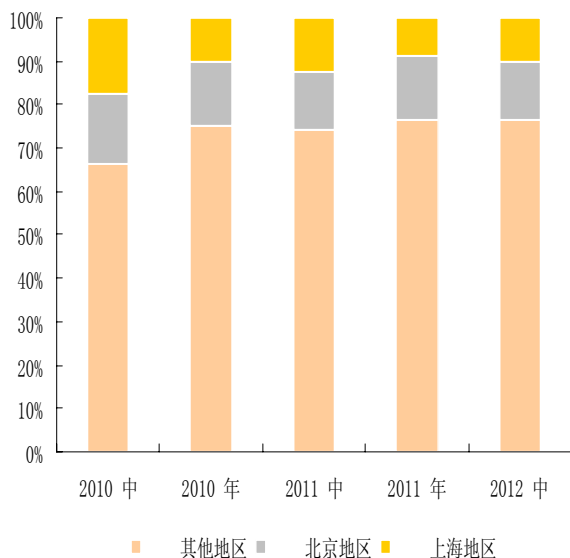
投资要点：

- **三季度业绩略超预期。**前三季度公司实现营业收入21.01亿，同比增长20.4%，实现营业利润1.11亿，同比增长132.86%，归属于母公司股东净利润1.17亿，同比增长62.57%，每股收益0.35元，略超预期。
- **涂料成本下降提升公司整体毛利率。**今年以来公司防水涂料的原材料丙烯酸价格下降较多，涂料毛利率提升整体公司整体毛利率，前三季度毛利率29.89%，同比提高3.4个百分点，第三季度毛利率31.02%，同比大幅提高5.8个百分点，环比提高2.1个百分点。
- **现金流逐步改善得益于销售结构变化和账款管理。**公司以往的经营活动现金流经常为负，一定程度上给公司带来了资金压力。今年公司在现金流管理上有很好的改善，来自于两个方面，第一：公司销售模式分为直销和渠道销售，直销由于自身特点直接面向工程，存在垫资问题，而渠道销售不存在，前三季度公司在渠道销售的增长使得现金流好转；第二，公司应收账款管理见到效果，收入同比增长20.4%，应收账款增加15.9%低于收入增速。
- **股权激励推出体现公司未来增长信心。**经过近几年发展，公司经历过高峰和低谷，在经营和管理模式上愈加清晰，重新迈入增长轨道中，我们认为公司具备成长性两个条件：第一是行业属性：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%，行业产值已达到1000亿元以上，而行业集中度低，为像雨虹这种龙头公司提供了机会；第二是竞争优势，公司目前是唯一一家防水上市公司，在品牌影响力、区域布局、产能扩张、供货能力以及营销网点扩张速度上远超过竞争对手，渠道和直销均具备很强的竞争优势。
- **盈利预测和投资建议。**由于毛利率提升超过预期，我们调高今年盈利预测，预计2012-2014年EPS为0.54、0.77和1.13元，三年复合增长44.3%，PEG仅0.37，看好公司未来增长前景，维持公司“增持”评级不变。
- **风险提示：**原材料价格大幅涨价。

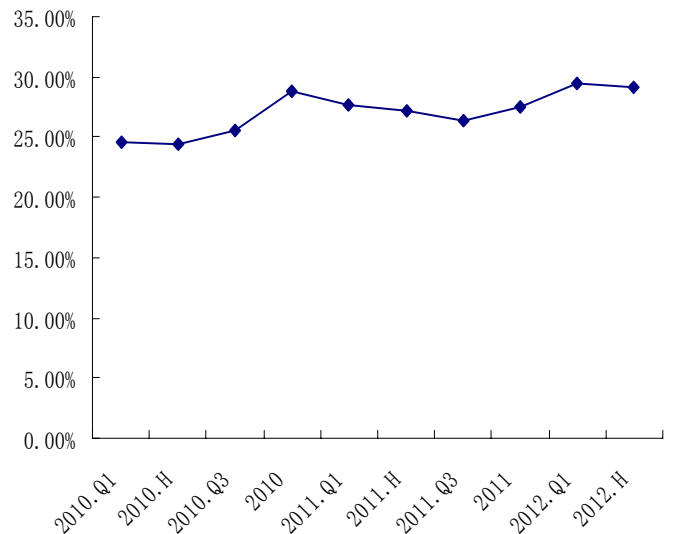
表：公司生产线明细

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

图：公司销售收入区域占比变化

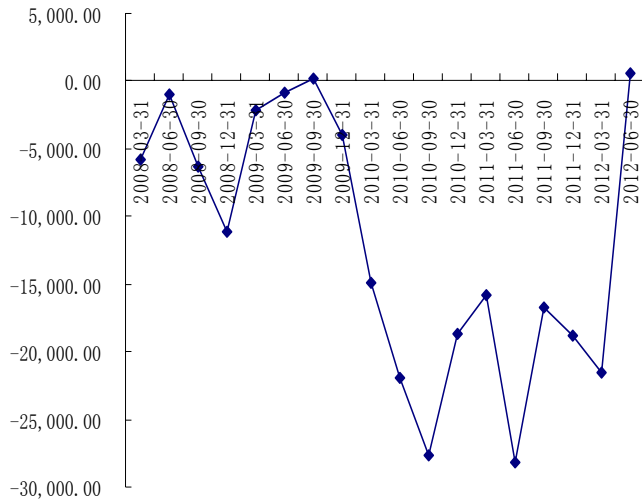


图：公司毛利率变化

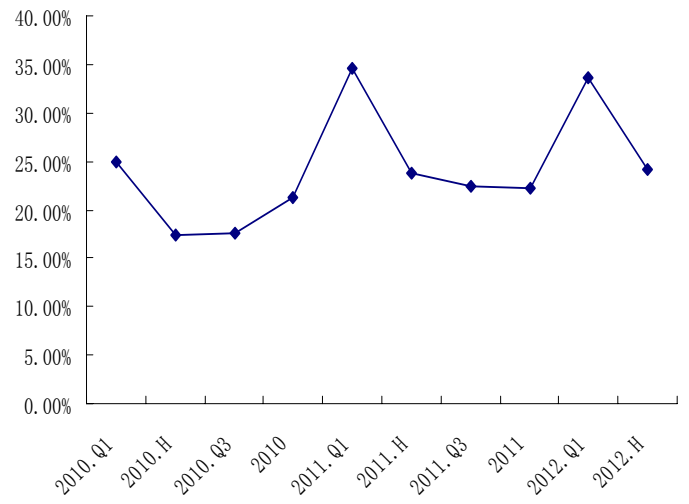




图：公司经营活动净现金流变化



图：公司期间费用率变化



表：利润预测表（单位：万元）

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
一、营业总收入	198,166.02	247,365.35	353942.92	531737.21	747870.93
二、营业总成本	186614.93	238954.91	331820.59	500373.61	701721.26
营业成本	141,125.30	179,146.17	252006.46	391101.61	548781.65
营业税金及附加	1,499.31	2,838.43	2654.57	3988.03	5609.03
销售费用	20,560.05	26,498.16	38933.72	50515.04	71047.74
管理费用	18,686.84	22,966.53	30085.15	44134.19	59829.67
财务费用	3,022.67	5,551.72	8140.69	10634.74	16453.16
资产减值损失	1,720.76	1,953.90	2000	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	11551.09	8410.44	22122.33	31363.61	46149.67
加：营业外收入	663.18	3,386.63	0	0	0
减：营业外支出	129.54	86.72	0	0	0
五、利润总额	12084.73	11710.35	22122.33	31363.61	46149.67
减：所得税	1,371.73	1,294.45	3,318.35	4,704.54	6,922.45
六、净利润	10713.00	10415.90	18803.98	26659.07	39227.22
减：少数股东损益	328.99	-37.12	206.84	293.25	431.50
归属于母公司所有者的净利润	10384.01	10453.02	18597.14	26365.82	38795.72
增长率	41.89%	0.66%	77.91%	41.77%	47.14%
股本	34400	34400	34400	34400	34400
摊薄基本每股收益(元)	0.30	0.30	0.54	0.77	1.13

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。