

分析师： 俞鹏程
执业证书编号： S0050512100003
Tel： 59355747
Email： yupc@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

建筑建材

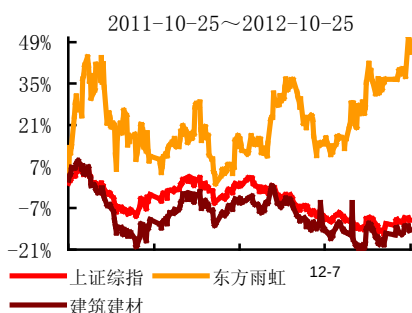
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	未评级
目标价格：	21.25

市场数据

市价(元)	15.12
上市的流通A股(亿股)	2.01
总股本(亿股)	3.44
52周股价最高最低(元)	10.31-15.75
上证指数/深证成指	2115.99/8653.91
2011年股息率	0.65%

52周相对市场表现



相关研究

穿越周期的成长股

——东方雨虹（002271）深度报告：

投资要点

- 1、“十一五”期间，我国新型防水材料产量年复合增速约24%，预计“十二五”期间维持在15%左右是大概率事件。作为建筑防水材料行业绝对龙头，公司11年市场占有率仅3.6%（官方统计数据），实际市场占有率可能不到2.5%，未来成长空间巨大。
- 2、凭借资本市场融资优势和管理层的勤恳经营，公司在收入规模、品牌效应、新品研发和渠道布局上，均远超竞争对手；同时，公司与大客户建立战略合作关系的步伐明显加快。公司正凭借其全方位的优势不断构筑其行业领先地位的护城河。
- 3、今年以来，公司主要原料价格止涨甚至部分转跌，令公司在行业需求放缓的不利环境下，盈利能力出现了逆周期提升；同时，公司主动调整经营策略，从收入规模优先下的激进扩张，调整为重点抓营运能力和收益质量，并取得了明显成效；另外，公司推出了限制性股票激励计划，完善了公司长效激励机制的，而解锁条件凸显了管理层对公司未来成长性的自信，也令投资者对其快速稳健增长充满期待。需求面，全年铁路投资计划如能落实，四季度有望迎来一波铁路基建小高潮，公司充分的在手订单有望充分受益。
- 4、通过对原材料价格走势的回顾与分析，我们预计公司12年至14年EPS分别为0.57元，0.85元和1.12元，对应PE分别为26.5倍，17.9倍和13.5倍。基于对公司解锁条件（13至16年每年25%的扣非净利润增长）充满信心，给予13年25倍PE，目标价21.25元，买入评级。

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2473.65	3023	3899	5108
增长率(%)	24.82	22%	29%	31%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	104.53	197	291	385
增长率(%)	0.66	89%	48%	32%
毛利率(%)	27.57	29%	31%	30%
净资产收益率(%)	9.61	16%	20%	22%
EPS(元)	0.30	0.57	0.85	1.12
P/E(倍)	49.69	26.5	17.9	13.5
P/B(倍)	4.93	4.2	3.5	2.9

来源：公司年报、民族证券

正文目录

1、防水龙头一枝独秀——不断加宽的护城河	4
1.1、品牌与形象的积累——优秀防水材料的代名词	4
1.2、大客户战略合作——构筑防水市场的护城河	5
1.3、专注新品研发——创造防水市场的蓝海	7
1.4、全国性的布局——生产基地与渠道建设并举	9
1.5、产业政策导向——龙头充分受益	11
2、新的成长周期——环境变化与主动调整	12
2.1、逆周期性再现——期盼已久的成本红利	12
2.2、成长中的反思——激进转向稳健	15
2.3、股权激励推出——高成长依旧	18
2.4、期待需求回暖——四季度铁路基建小高潮	19
3、成长性一瞥——大行业，小龙头	20
3.1、广阔的成长空间	20
3.2、新型防水材料市场快速增长	21
4、盈利预测与投资建议	23
4.1、主要原材料价格走势回顾与尝试预测	23
4.2、盈利预测与投资建议	25

图表目录

图 1：公司与万科近几年的合作情况	6
图 2：公司近几年收入增速与对万科销售增速对比情况	6
图 3：公司前五大客户贡献收入占比	6
图 4：高铁收入及其占公司收入比重	8
图 5：高铁收入增速与公司收入增速对比	8
图 6：公司 05 年以来年终产能情况	9
图 7：我国主要防水企业 2011 年收入情况	9
图 8：公司渠道收入及占比情况	10
图 9：公司直销和渠道收入增速情况	10
图 10：公司各区域收入变化情况	11
图 11：公司重点市场外其他区域收入增速及占比情况	11
图 12：公司生产成本中主要原材料占比	12
图 13：2011 年公司生产成本拆分	12
图 14：公司沥青采购均价走势（不含税）	13
图 15：公司聚酯胎基采购均价走势（不含税）	13
图 16：公司乳液采购均价走势（不含税）	13
图 17：公司 SBS 采购均价走势（不含税）	13
图 18：公司 05 年以来综合毛利率走势	14
图 19：公司收入增速和毛利率走势对比	15
图 20：公司收入增速与销售费用率走势对比	15
图 21：公司收入增速和净利率走势对比	15

图 22: 公司收入增速与净利润增速走势对比	15
图 23: 公司 05 年以来员工数变化情况	16
图 24: 公司 10 年销售费用拆分	16
图 25: 公司 10 年管理费用拆分	16
图 26: 公司销售和管理费用率合计变化情况	17
图 27: 公司销售费用率和管理费用率变化情况	17
图 28: 公司经营性现金流净额变化情况	17
图 29: 公司收现率变化情况	17
图 30: 公司 07 年以来扣非后净利润增速变化	19
图 31: 公司 07 年以来扣非后加权 ROE 变化	19
图 32: 铁路运输业固定资产投资累计增速变化	19
图 33: 防水建筑材料制造业累计收入	20
图 34: 纳入国家统计局的防水建筑材料生产企业数	20
图 35: 各国建筑防水造价占比	21
图 36: 各国建筑寿命对比	21
图 37: 我国新型防水材料产量及增速	21
图 38: 我国 SBS 和 APP 改性沥青卷材产量及增速	21
图 39: 我国中高档防水涂料产量及增速	22
图 40: 我国高分子卷材产量及增速	22
图 41: 我国自粘防水卷材产量及增速	22
图 42: 我国淘汰类防水材料产量及增速	22
图 43: 中油秦皇岛沥青报价变化	23
图 44: 我国 1-8 月沥青产量集中度情况	23
图 45: 我国道路交通固定资产投资增速变化	23
图 46: SBS 改性沥青价格走势	24
图 47: 聚醚市场价走势情况	25
图 48: 环氧丙烷近期价格走势	25
表 1: 公司中标的部分代表性工程及使用的产品和用量	4
表 2: 公司 2011 年和 2012 年 H1 前 5 大客户及收入占比情况	7
表 3: 公司现有及在建产能分布情况	9
表 4: 公司销售模式及营销网络情况	10
表 5: 产业政策调整	12
表 5: 限制性股票激励计划解锁条件	18
表 6: 预计 2013-2016 年限制性股票成本摊销情况	18
附录: 财务预测表	27

1、防水龙头一枝独秀——不断加宽的护城河

1.1、品牌与形象的积累——优秀防水材料的代名词

公司历来重视重大标志性工程的参与，并凭借出色的质量和优秀的施工树立了良好口碑和品牌。1997 年公司前身湖南长沙长虹防水工程有限公司通过无偿为毛主席纪念堂做防水维修而声名鹊起，打开了北京防水市场的大门。

1998 年公司针对全国粮库建设项目制定详细的设计方案，一举中标 18 座粮库的防水工程，并凭借过硬的产品质量和专业的施工技术再次赢得口碑，继而承建广西北海、百色、玉林粮库、福建泉州粮库、宁夏中宁粮库、河北三河粮库、四川眉山粮库……

针对 2004 年逐步启动的北京奥运场馆建设，公司 01 年即耗资 3000 万着手引进国际一流生产线用以打造雨虹在防水材料行业的奥运品牌。在 04 年 8 月出色完成水立方防水工程后，又相继中标鸟巢、奥林匹克水上公园、奥运村等 26 个奥运场馆（一共 31 个）的防水材料的供应、安装及配套服务。

05 年，针对高铁发展的需要，公司成立了铁路桥面防水技术攻关小组。经过两年的技术攻关，开发出 RWB-801 高聚物改性沥青防水卷材和 SPU-361 高强聚氨酯防水涂料，成功进入高铁防水市场。由于技术储备上的先发优势，公司在高铁市场占有率一度高达 90%以上。

表 1：公司中标的部分代表性工程及使用的产品和用量

工程类别	项目名称	使用产品	用量
奥运/世博	鸟巢	“雨虹”牌 SBS II 型 4mm 弹性体改性沥青防水卷材 “雨虹”牌 PCC-501 水泥基渗透结晶型防水涂料 “雨虹”牌 JSA-101 聚合物水泥防水涂料	建筑面积：25.8 万 m ² ， 防水材料 13.1 万 m ²
	水立方	“雨虹”牌 SBS II 型 4mm 弹性体改性沥青防水卷材 “雨虹”牌 PCC-501 水泥基渗透结晶型防水涂料	建筑面积：8 万 m ² ，防水 材料 6 万 m ²
	奥林匹克公园地下通道	“雨虹”牌 SBS II 型 4mm 弹性体改性沥青防水卷材	建筑面积：2.56 万 m ² ， 防水材料 33 万 m ²
	上海世博主题馆	“雨虹牌” RWB-801 高聚物改性沥青防水卷材	防水卷材 2 万平米
	上海世博中国馆	“雨虹牌” SPU-301 单组分聚氨酯防水涂料 “雨虹牌” PCC-501 水泥基渗透结晶型防水涂料	防水涂料约 100 吨
	京沪高速铁路	“雨虹牌” RWB-801 高聚物改性沥青防水卷材 “雨虹牌” SPU-361 聚氨酯防水涂料 “雨虹牌” SPUA-351 喷涂纯聚脲防水涂料	防水卷材约 49 万平方米 防水涂料约 7900 吨
高速铁路	沪杭铁路客运线	“雨虹牌” SPU-361 高强聚氨酯防水涂料	防水涂料约 2680 吨
	哈大铁路客运专线	“雨虹牌” RWB-801 高聚物改性沥青防水卷材 “雨虹牌” SPU-361 聚氨酯防水涂料	防水卷材约 41.7 万平 米，防水涂料约 1105 吨
机场地铁	天津滨海国际机场改扩建工程	“雨虹”牌 SBS 弹性体改性沥青防水卷材	防水卷材 110000 m ²
	北京地铁四号线	“雨虹” SBS II PY S 3mm、4mm 砂面弹性体改性沥 青防水卷材	防水材料 15 万平米
	成都地铁一号线	“雨虹”牌 SPU-301 单组分聚氨酯防水涂料	防水材料 212 吨
	南京地铁二号线	“雨虹”牌 SPU-301 单组分聚氨酯防水涂料	防水涂料 260 吨

资料来源：公司网站，民族证券

通过十几年重点工程项目上的出色表现，东方雨虹建立起了在重点工程和大型基建项目市场的绝对优势地位，在国内防水行业积累了良好的口碑，迅速成长为防水材料行业的第一

品牌，甚至是优质防水材料的代名词。

2004 年 8 月和 10 月，“雨虹”牌 SBS、APP 防水卷材即先后被评为北京市名牌产品和国家免检产品；

2006 年 6 月，“雨虹”商标被国家工商总局认定为防水行业首个“中国驰名商标”；

2009 年 7 月，东方雨虹顺利通过了欧盟统一“CE 认证”，为国际化战略的实施打下了坚实的基础；2009 年 10 月，东方雨虹被评为中国环境标志优秀企业；

2010 年 9 月，东方雨虹上榜 2010 年《亚洲品牌 500 强》；

2011 年 6 月，东方雨虹入选首批保障房精品工程首选品牌，并获全国建材行业“靠新出强”优秀企业称号；12 月，东方雨虹获评中国建筑防水协会“中国建筑防水行业知名品牌产品”和新浪家居主办的“中国家居产业最具品牌影响力企业”；

2012 年 3 月，中国地产 500 强峰会上，东方雨虹以高达 25% 的入选率荣登 500 强开发商首选供应商品牌防水材料类排行榜榜首。

2012 年 10 月，公司荣获由中国房地产研究会、中国房地产业协会和中国房地产测评中心等联合颁发的中国房地产优秀供应商综合品牌价值 10 强奖，成为防水行业中唯一获此殊荣的企业。

不断积累的品牌效应吸引大到国家重点工程，全国性地产开发商和建筑承包商，小到普通消费者加入到公司的客户群中来，成为公司未来发展中不断加宽的一条护城河。

1.2、大客户战略合作——构筑防水市场的护城河

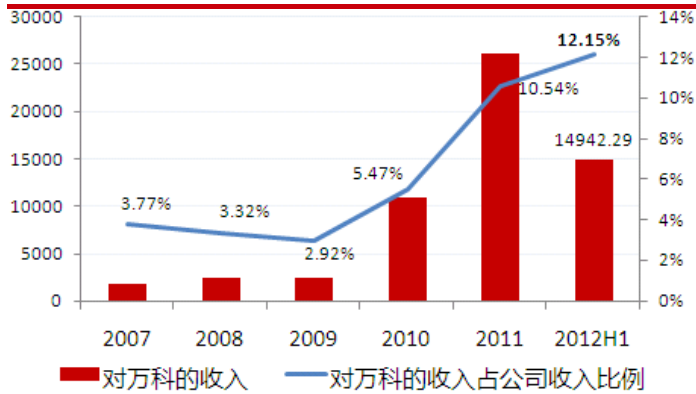
公司一直十分重视对地产大客户的营销，并先后与万科、远洋地产、华润置地（北京）、金地、上海大华等签订了战略合作协议或长期供货协议。与地产大客户的战略合作关系日趋紧密和广泛，为公司带来了持续快速的收入增长。

案例：公司与万科最近 5 年的合作发展，显示了公司与大客户关系的持续深化对公司收入增长的巨大贡献。万科集团与东方雨虹的合作始于 2006 年，随着万科对公司的深入了解以及品牌信任度的加强，双方的合作范围逐渐从局部地区拓展至全国。

06 年公司对万科的销售收入不到 500 万，在公司前五大客户之外；09 年 8 月公司与万科签订了全国范围内的防水材料集中采购协议，短短 3 年间，公司对万科的销售收入迅速增长到 11 年的 2.6 亿，占公司收入 10.54%，稳据公司最大客户位置。12 年上半年公司对万科的销售收入近 1.5 亿，同比增长约 42%，预计全年超过 3 亿。

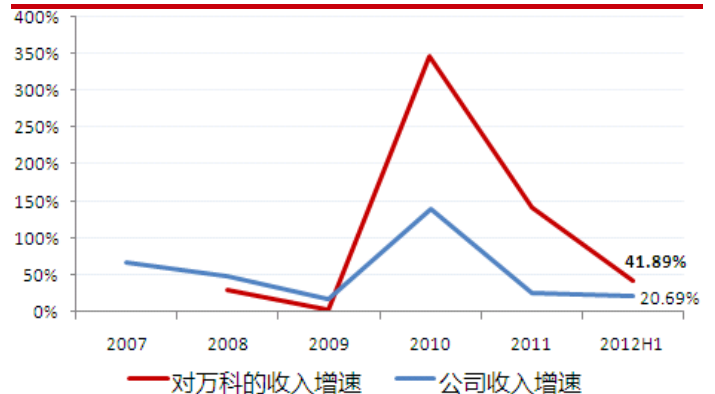
从对万科销售收入的增速看，09 年签署全国范围内的采购协议后，对万科的销售收入从 09 年的 2423 万猛增至 10 年的 1.08 亿；10 年至 12 年上半年，公司对万科的收入增速分别高达 346.93%，140.68% 和 41.89%，均大幅超越公司同期 138.95%，24.83% 和 20.69% 的收入增速，成为公司收入快速增长的重要推动力。

图 1：公司与万科近几年的合作情况



资料来源：公司公告，民族证券

图 2：公司近几年收入增速与对万科销售增速对比情况



资料来源：公司公告，民族证券

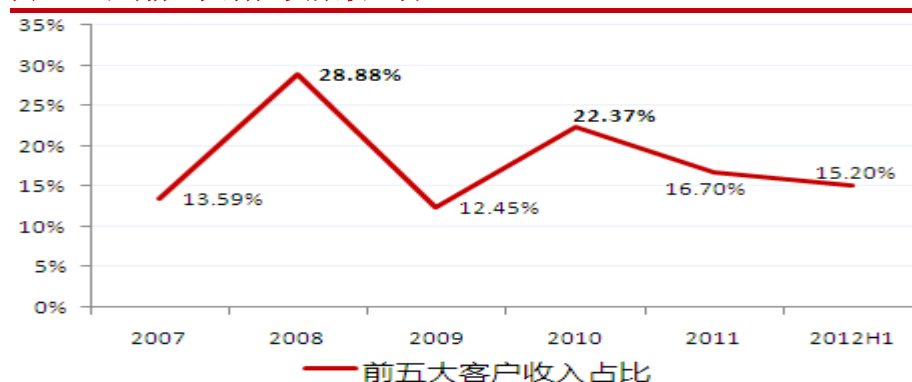
通过与地产龙头在全国范围内建立排他性合作，公司构筑了一条其他竞争对手难以逾越的护城河，而这条护城河随着公司与更多大客户合作的建立和深入，正变的更宽。

今年以来，公司先后与深圳世纪名典装饰（2 月），中航地产（3 月），广东鸿艺集团（5 月），星河湾（5 月），沱牌舍得（8 月），亚厦股份（8 月）和鸿坤地产（10 月）建立了战略合作关系，并且公司未来三年将成为鸿坤地产防水产品方面的唯一合作伙伴，公司与大客户建立战略合作关系的步伐明显提速。

◆ 与市场观点不同的观点：我们认为，地产调控的持续和深化，对于东方雨虹这种防水行业龙头，中长期看是一个明显利好。首先，地产调控的持续会增加房地产行业的集中度，大地产商所占份额随着调控的深化会持续提升，而相比中小型地产商而言，大地产商整体对于产品口碑的重视程度显然要超过中小型地产商，因而也更愿意使用东方雨虹这种价格相对略高但质量更有保障的产品（大地产商由于其大体量的采购，也更有议价能力）。其次，房地产市场的相对低迷，也使得地产商更有动力以产品质量和建材品牌作为卖点来吸引客户，而漏水问题是房屋质量中最常困扰消费者的一环。因此，从中长期看，房地产调控的深入，有助于东方雨虹与地产大客户建立更广泛和深入的合作关系，进而对提升东方雨虹在防水行业的市场份额是有明显益处的。

从公司前 5 大客户结构和收入占比看，公司与地产大客户的合作仍很大的提升空间。12 年上半年公司第五大客户京沈铁路客运线辽宁有限责任公司贡献收入不到 650 万，占公司总收入仅 0.53%，且前五大客户除万科外尚没有其他大型地产商出现；11 年的情况也类似，公司第五大客户贡献收入约 2800 万，占公司收入比重 1.14%，且前五大客户除万科外也还没有大型地产商的身影，公司对于地产大客户的合作空间依然非常广阔。

图 3：公司前五大客户贡献收入占比



数据来源：民族证券

表 2：公司 2011 年和 2012 年 H1 前 5 大客户及收入占比情况

2011 年 TOP5	收入	占公司收入比例	2012 上半年 TOP5	收入	占公司收入比例
万科	26071.3	10.54%	万科	14942.3	12.15%
杭甬铁路客运专线	5402.8	2.18%	北京市轨道交通建设管理有限公司	1272.1	1.03%
京石铁路客运专线	3838.8	1.55%	重庆金牛衣防水工程有限公司	1023.9	0.83%
京广铁路客运专线河南公司	3181.4	1.29%	河南万家晴防水技术有限公司	800	0.65%
鄂尔多斯市东胜区华一商贸有限公司	2810.2	1.14%	京沈铁路客运专线辽宁公司	649.6	0.53%
合计	41304.6	16.70%	合计	18688.9	15.20%

资料来源：公司公告，民族证券

1.3、专注新品研发——创造防水市场的蓝海

公司业务定位于“开发高品质产品，面向中高端市场”，公司对于新品研发一直高度重视，研发力量和科研能力均处于国内同行业领先水平。

公司成立第二年（2000 年）即设立东方雨虹防水技术研究所；2002 年 12 月，雨虹被北京市科委认定为北京市高新技术企业；06 年该所被北京市工业促进局认定为北京市企业技术中心；09 年被评定为国家火炬计划重点高新技术企业和国家级高新技术企业，公司的防水材料检测中心通过中国实验室国家认可委员会认证，**公司技术中心被国家发改委等五部门认定为“国家认定企业技术中心”，为中国建筑防水行业首次获此殊荣的企业。**目前公司的研发中心由公司董事长李卫国亲自分管。

截至 12 年一季末，公司已申请专利 98 项，其中授权专利 26 项，包括 7 项发明，13 项实用新型专利，5 项外观专利，另有 20 项专利进入实质审查阶段。

目前公司已建立起沥青基防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料、密封材料、刚性防水和止水堵漏材料、系统配套及特种工程专用材料在内的六大类百余品种的产品体系。

此外公司还积极参与国内新型防水材料标准的修制定工作，参加了 6 项国家标准（建筑防水涂料试验方法、弹性体改性沥青防水卷材、塑性体改性沥青防水卷材、喷涂聚脲防水涂料、预铺湿铺防水卷材、自粘聚合物改性沥青防水卷材）以及等 6 项行业标准（道桥改性沥青防水卷材、道桥改性沥青防水涂料、建筑防水涂料中有害物质限量、种植屋面用耐根穿刺防水卷材、坡屋面用防水材料自粘聚合物改性沥青防水垫层、坡屋面用防水材料聚合物改性沥青防水垫层）的制定工作。

- ◆ 强大的技术研发实力已成为公司的核心竞争优势。公司通过技术创新不断开发出新产品，进而开拓出防水市场的蓝海，其中高铁防水市场的开拓是比较典型的案例。

2004 年 1 月，国务院常务会议讨论通过了《中长期铁路网规划》，促成了我国铁路第六次大面积提速和铁路建设迎来大跨步发展。由于客运专线速度从原来的 100 公里/小时提高到了现在的 300-380 公里/小时，70%以上为桥梁和隧道。动荷载研究试验表明，速度提高 1-3 倍后，高速度带来的动荷载对防水层形成的剪切力将裂变式增长，普通的防水层将很快就会被强大的剪切力剥离，从而丧失防水功能，导致外界水长期积累到基层与防水层之间，造成对桥梁主体及钢筋、混凝土的腐蚀破坏，最终使桥梁寿命降低，达不到最终设计防水系统的目的。以往在铁路领域普遍使用的防水材料不能适应高速铁路建设的需要，东方雨虹迎来了

高铁市场的重大机遇。

2005 年，公司与铁道科学研究院合作，组织了一支 10 余人的铁路桥面防水技术攻关小组，开发专业的铁路道桥防水系统。2007 年，公司成功开发出适用高铁的防水产品：RWB-801 高聚物改性沥青防水卷材和 SPU-361 高强聚氨酯防水涂料。经中国建筑科学研究院鉴定，上述产品达到国际先进水平；产品同时被建设部评为 2007 年全国建设行业建筑防水专项科技成果推广项目。另外，公司还研制出了适用于高铁施工的国内首款机械卷材展铺机。

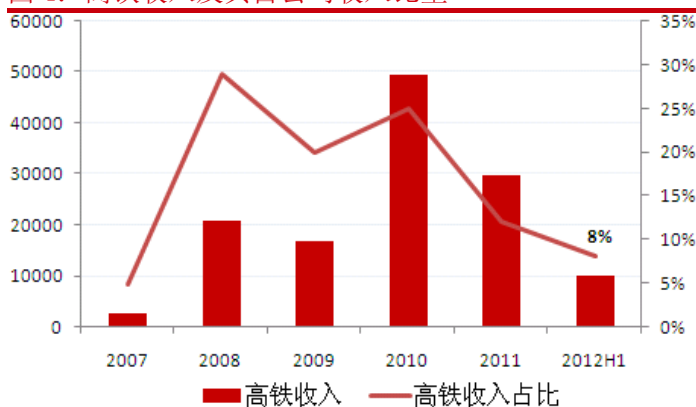
从应用技术研究到材料研发，从施工到服务，公司为进军高铁防水领域做好了全方位的准备。07 年起，公司先后中标沪汉蓉通道，京津城际预制梁工程，合武铁路以及武广、郑西客运专线，温福、福厦和太中银等多条客运专线。09 年 10 月，公司在京沪高铁防水项目招标中，中标 16 个桥面防水层材料包中的 5 个，中标金额约 1.9 亿元，开始迎来高铁防水市场的巅峰。

高铁市场的开发为公司收入规模的快速增长起到了突出的带动作用。08 年随着高铁建设步伐的加快，高铁防水市场迎来爆发期。08 年公司高铁收入增长超 7 倍，高铁收入占公司营业收入比重从 07 年的不到 5% 猛增至近 30%，受此影响，公司在 08 年经济低迷的环境下仍实现了 47.02% 的收入增长；2010 年公司高铁收入已高达 5.1 亿，环比增长近 2 倍，占收入比重约 26%，带动公司当年收入猛增 1.39 倍，高铁业务的迅猛发展为公司收入规模迅速突破 10 亿，20 亿起到了重大作用。

11 年以来，高铁建设速度因动车事故影响明显趋缓，公司的高铁收入下降幅度较大：11 年高铁收入下降超过 40%，12 年上半年同比继续下降近 17%，预计 12 年全年高铁项目贡献收入约 2 亿，同比下降约 32%。但公司在 11 年和 12 年上半年仍分别实现了 24.83% 和 20.69% 的收入增长，高铁收入占比已降至约 8%。可见，公司通过其他市场的开拓，已迅速摆脱高铁收入放缓的不利影响。

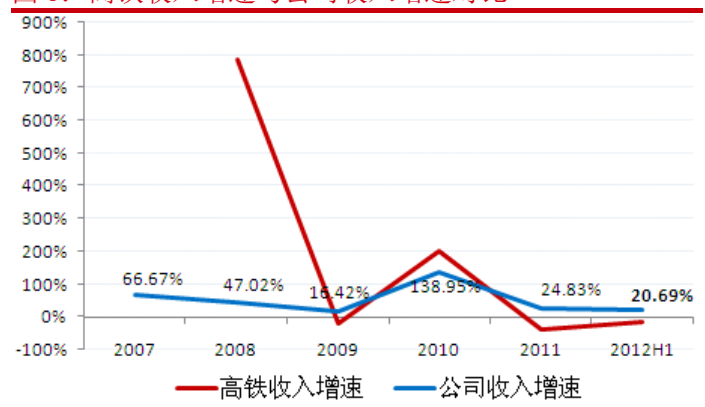
目前公司仍有已经签署的来自于高铁但放缓执行的订单约 4 亿元，主要是兰新线等，随着三季度政府稳增长相关政策的出台，高铁项目进展有望重新加快。

图 4：高铁收入及其占公司收入比重



资料来源：公司公告，民族证券

图 5：高铁收入增速与公司收入增速对比



资料来源：公司公告，民族证券

此外，公司近几年还成功开发出了 ARC 耐根穿刺改性沥青防水卷材和 RSA-821 耐盐碱改性沥青防水卷材，可分别用于种植屋面及盐碱地的防水使用，未来需求空间巨大；

公司 10 年开发的 RFA 阻燃型聚合物改性沥青防水卷材其燃烧性能达到了国家《建筑材料燃烧性能分级方法》（GB8624-1997）铺地材料 B1 级和 B2 级标准的要求，适用于对防火要求较高的建筑防水工程，满足公安部消防局组织修订的新版《建筑设计防火规范》对于屋面防水层的防火要求，具有广阔的市场应用前景。

09 年研制的热塑性聚烯烃（TP0）防水卷材代表了全球商业屋面的发展趋势，不仅可以保持长期的防水功能，且具有节能环保效果。该产品 11 年获北京建筑材料科学技术科研成果类一等奖，并已在 40 余个大型钢结构屋面工程中成功应用，总施工面积已达到百余万平方米。持续的新品研发将不断为公司开拓出防水市场的蓝海，成为公司新的增长点。

1.4、全国性的布局——生产基地与渠道建设并举

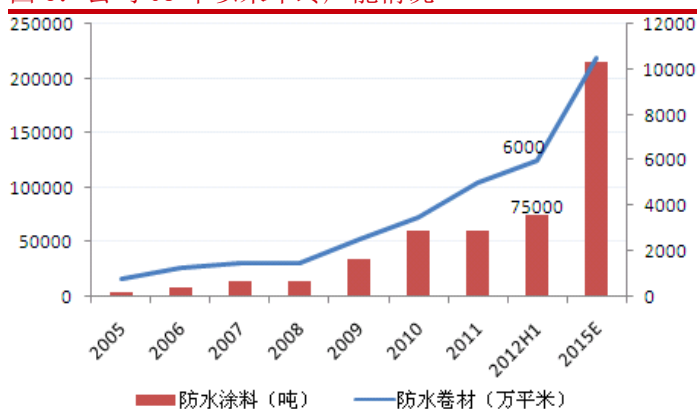
公司上市以来，利用募集资金通过收购和新建生产基地不断扩充产能，逐步形成全国性的布局。目前公司已在北京顺义，上海金山，湖南岳阳，广东惠州（在建）、辽宁锦州，云南昆明（在建），江苏徐州（在建）和山东德州（在建）建有八大生产基地。公司现有防水卷材产能 6000 万平米/年（含 500 万平米/年的 TP0），防水涂料产能 75000 吨/年。预计 2015 年公司产能有望超过 1.05 亿平米/年和 21.5 万吨/年。相比国内其他防水企业，公司在产能布局、收入规模方面已经遥遥领先。

表 3：公司现有及在建产能分布情况

状态	地点	改性沥青防水卷材（万平米）	高分子防水卷材（万平米）	防水涂料（万吨）	内外墙涂料	砂浆	橡胶密封材料	非织造布（万吨）
建成	北京	1500	-	1.5				
	上海	1000	-	1				
	岳阳	1000	500	1				
	锦州	1000	-	4				
在建	惠州	1000	-	2				
	昆明	2000		2	3			
	徐州	3000		10		40	1000	
	临邑							5
合计		10500	500	21.5				
现有产能		5500	500	7.5				

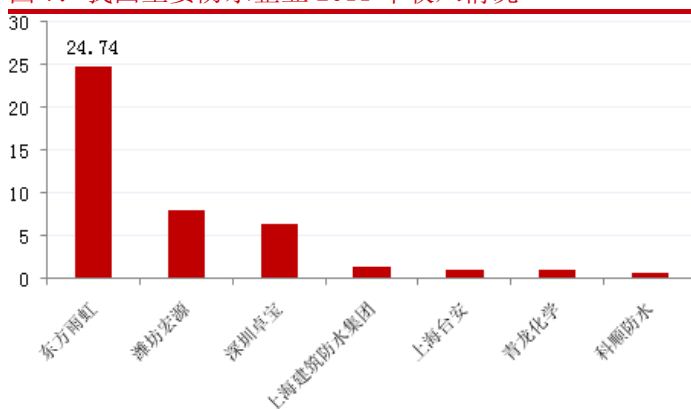
资料来源：民族证券

图 6：公司 05 年以来年终产能情况



资料来源：公司公告，民族证券

图 7：我国主要防水企业 2011 年收入情况



资料来源：公司公告，民族证券

公司不断扩大产能以适应市场需求的同时，配套建立了包括直销和渠道两大类下多层次的营销网络体系。

公司以直销起家，旗下设普通业务部（主要针对北京和上海市场），大客户部，高铁部，

轨道交通部和战略合作部，主要针对国内各种类型的大型基建项目和重点客户（主要是大型地产商）实时跟踪服务，较好的把握了终端市场尤其是大型基建项目的市场动向，为公司早期迅速做大规模，建立市场口碑和品牌起到了决定性作用。目前，直销依然是公司最重要的产品销售模式，11 年直销收入占公司总收入比重仍接近 65%。

表 4：公司销售模式及营销网络情况

模式	部门设置	职能	主要客户、项目或营销安排
直销	普通业务部	在北京、上海等重要市场不设立经销商，由该部门直接负责这些市场除大客户和轨道交通项目外的其他项目	主要客户：华润、金隅、亿城等 防水工程：奥运工程、首都机场、世博工程、虹桥机场等
	大客户部	负责与公司进行战略合作的重点客户进行专门维护	万科、万达
	高铁部	负责公司全国高铁项目的投标，并在中标后组织产品供应和施工	京津城际、武广、京沪等客运专线
	轨道交通部	负责公司全国轨道交通项目的投标，并在中标后组织产品供应和施工	北京地铁、轻轨绝大部分线路；天津、南京、深圳、武汉等城市地铁
	战略合作部	负责航空航天系统、汽车经销商网络、机场、电力系统、核电工程、水利工程等行业的防水、防潮、防渗的项目开拓	针对不同的新市场，均设置专门的项目组负责
渠道	经销商部	负责全国经销商的开发和管理	工渠经销商 964 家，零渠经销商 482 家，总计 1446 家
	分销渠道部	负责全国建材超市、建材市场和家装连锁公司等零售渠道的建设和管理	家得宝，东方家园，居然之家，龙发，业之峰等

资料来源：公司公告，民族证券

公司 05 年开始，在“渗透全国”的战略下，向重点市场（北京和上海）以外的地区，通过经销商进行项目开发和产品销售。公司 07 年上市前，只有 300 余家工程渠道经销商；截至 12 年一季度，公司已有包括工程渠道经销商 964 家和零售渠道经销商 482 家在内的总计 1446 家经销商；此外，公司与北京业之峰装饰有限公司、北京龙发装饰工程有限公司、亚厦集团等十几家知名装修装饰集团、建材超市建立了合作关系，公司产品在除港澳台之外所有省市均有销售。

与渠道建设步伐相对应的，是公司渠道收入自 06 年以来的高速增长。截至 2011 年末，公司渠道收入已达 8.59 亿，较 05 年增长超过 78 倍，**年复合增速高达 107.6%**；渠道收入占公司收入比重由 05 年的 6.24% 增至 11 年 35.32%。

值得关注的是，在 11 年经济疲软经济相对低迷的情况下，渠道收入依然保持了 1.17 倍的增速，展示了公司渠道收入强劲的增长动力。我们认为，未来几年随着公司渠道下沉步伐的加快，渠道收入仍将是公司收入增长的最重要引擎，未来占比有望提升至 50%。

图 8：公司渠道收入及占比情况

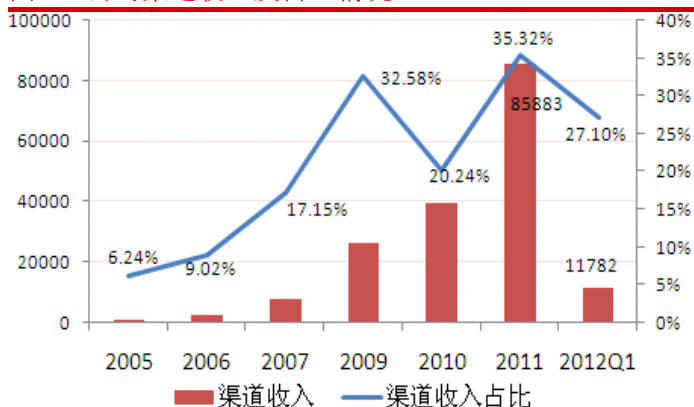
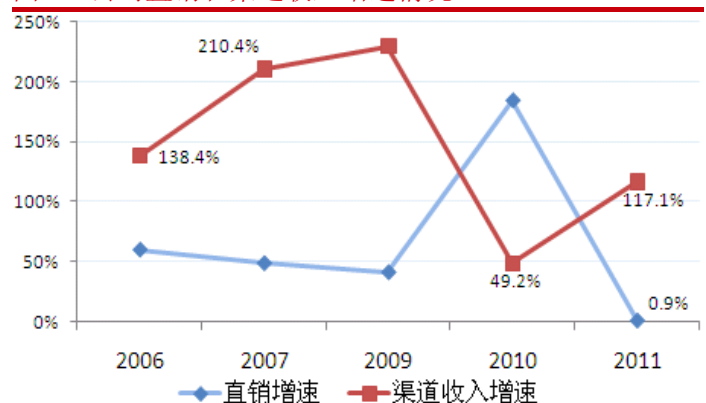


图 9：公司直销和渠道收入增速情况



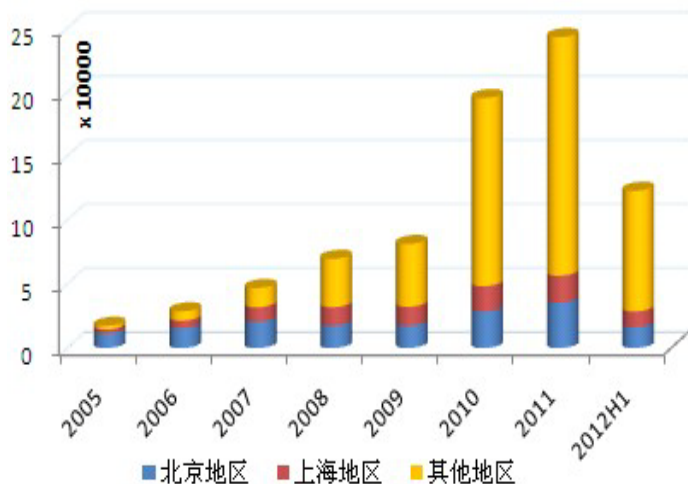
资料来源：公司公告，民族证券

资料来源：公司公告，民族证券

得益于产能布局的全国化和渠道建设的快速发展，公司在重点市场以外区域的收入增速近些年也呈现爆发式增长。重点市场（北京和上海）之外的区域销售额从 05 年的 2916.1 万增至 11 年的 18.65 亿元，增长近 63 倍，复合增速高达 100%。重点市场之外的区域收入占比也从 05 年的 16.74% 增至 12 年年中的 76.66%。

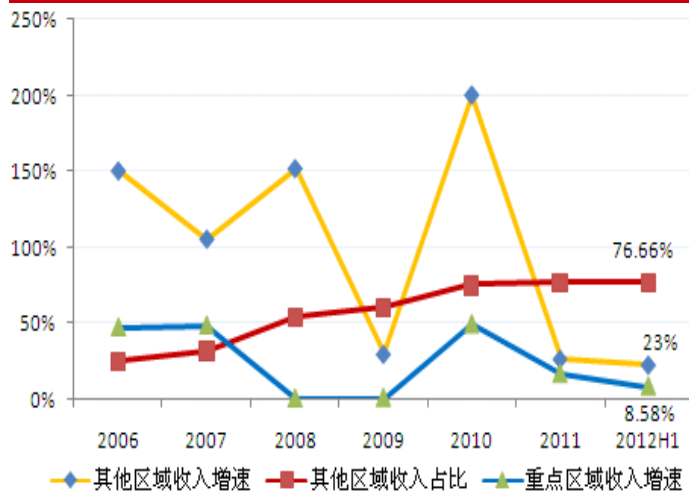
全国性的产能布局和渠道建设效果已经充分体现。未来，其他区域市场的不断开拓和深挖，仍将是公司收入增长的最重要来源。

图 10：公司各区域收入变化情况



资料来源：公司公告，民族证券

图 11：公司重点市场外其他区域收入增速及占比情况



资料来源：公司公告，民族证券

1.5、产业政策导向——龙头充分受益

产业政策方面，今年以来，中国建筑防水协会和工信部相继发布《建筑防水行业“十二五”发展规划》和《建筑防水卷材行业准入公告管理暂行办法（征求意见稿）》，继续加大淘汰落后产能力度，鼓励技术创新，新品研发和品牌建设，鼓励和引导企业开展兼并重组，提升行业集中度。

其中上述两政策均将淘汰类生产线标准由 200 万平米/a 以下改性沥青防水卷材生产线和 100 万卷/a 以下沥青纸胎油毡生产线分别提升为年产 500 万平方米以下的改性沥青类（含沥青基自粘）防水卷材生产线和年产 100 万平方米以下的高分子防水卷材（TPO、PVC）生产线。

将新建项目限制由 500 万平米/年以下改性沥青防水卷材生产线、沥青复合胎柔性防水卷材生产线提升为新建和改扩建改性沥青类（含自粘）防水卷材项目单线产能规模不低于 1000 万平方米/年和新建和改扩建高分子防水卷材（PVC、TPO）项目单线产能规模不低于 300 万平方米/年，新建标准大幅提升。

在推动行业集中度提升方面，鼓励和引导企业积极开展兼并重组，推动企业集团的发展。努力达到“十二五”末期，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。

同时，加强标准引领行业升级作用，贯彻节能、环保、节材、安全、健康、低碳、质量的国家政策。主要防水材料标准与国际标准和国外先进标准接轨，加强产品标准和工程技术规范的实施力度。

在上述产业政策导向下，东方雨虹作为防水行业龙头将充分受益。

表 5：产业政策调整

类型	2005 年产业政策相关标准	2011 年产业政策相关标准
应淘汰的落后生产工艺	1. 200 万平米/a 以下改性沥青防水卷材生产线; 2. 100 万卷/a 以下沥青纸胎油毡生产线	1. 年产 500 万平方米以下的改性沥青类(含沥青基自粘)防水卷材生产线 2. 年产 100 万平方米以下的高分子防水卷材(TPO、PVC)生产线
应淘汰的落后生产产品	采用二次加热复合成型工艺生产的聚乙烯丙纶类复合防水卷材、S 型聚氯乙烯防水卷材	逐步淘汰沥青复合胎柔性防水卷材
新建项目规定	1. 1999 年 9 月 1 日后不得新建沥青纸胎油毡生产线; 2. 2005 年 12 月 2 日后不得新建 500 万平米/年以下改性沥青防水卷材生产线、沥青复合胎柔性防水卷材生产线; 3. 聚乙烯膜厚度在 0.5mm 以下的聚乙烯丙纶复合防水卷材生产线	1. 严禁新建和改扩建聚乙烯丙纶复合防水卷材、氯化聚乙烯防水卷材、石油沥青纸胎油毡、沥青复合胎柔性防水卷材项目; 2. 新建和改扩建改性沥青类(含自粘)防水卷材项目单线产能规模不低于 1000 万平方米/年(以产品标准中厚度最小的产品计,下同); 3. 新建和改扩建高分子防水卷材(PVC、TPO)项目单线产能规模不低于 300 万平方米/年。

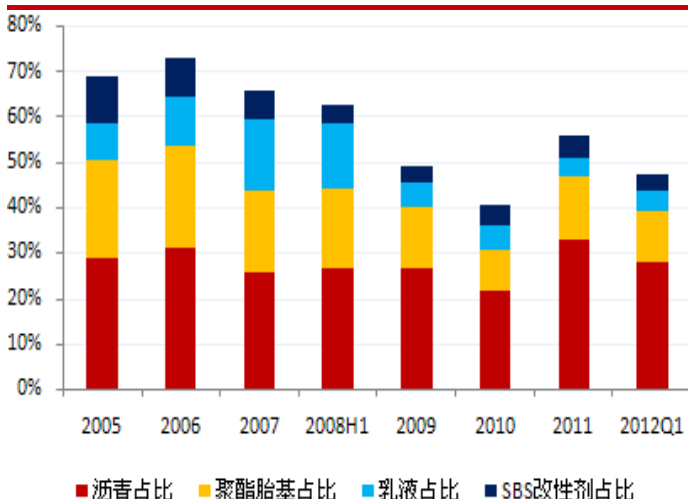
资料来源：《建筑防水行业“十二五”发展规划》，《《建筑防水卷材行业准入公告管理暂行办法（征求意见稿）》》，民族证券

2、新的成长周期——环境变化与主动调整

2.1、逆周期性再现——期盼已久的成本红利

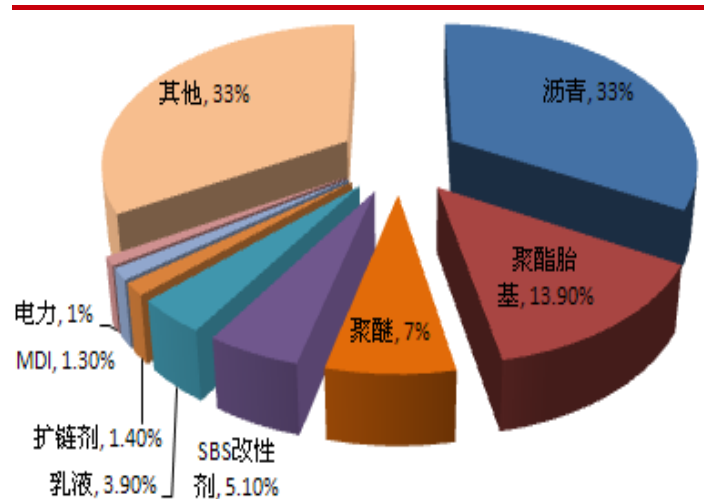
公司主要产品 SBS/APP 改性沥青防水卷材和防水涂料均属于化学建材，90%以上的生产成本来源于原材料，石油化工类原材料占近 60%。不同年份主要原材料占生产成本比重有所变化，但主要原材料仍为沥青，聚酯胎基，乳液，SBS 改性剂等。2011 年，沥青、聚酯胎基、聚醚、SBS 改性剂和乳液分别占生产成本的 33%，13.90%，7%，5.10%和 3.90%。

图 12：公司生产成本中主要原材料占比



资料来源：公司公告，民族证券

图 13：2011 年公司生产成本拆分



资料来源：公司公告，民族证券

05年以来，公司主要生产原料采购成本总体呈现明显上升趋势，个别年份涨幅较大（如10年）。以占公司生产成本近三分之一的沥青为例，05年采购均价仅1913元/吨（不含税），截止12年一季度，沥青采购均价已高达4000元/吨（含税约4680元/吨），涨幅超过一倍；其中08、10年，沥青采购均价涨幅都在30%左右，给公司的盈利能力带来较大压力。

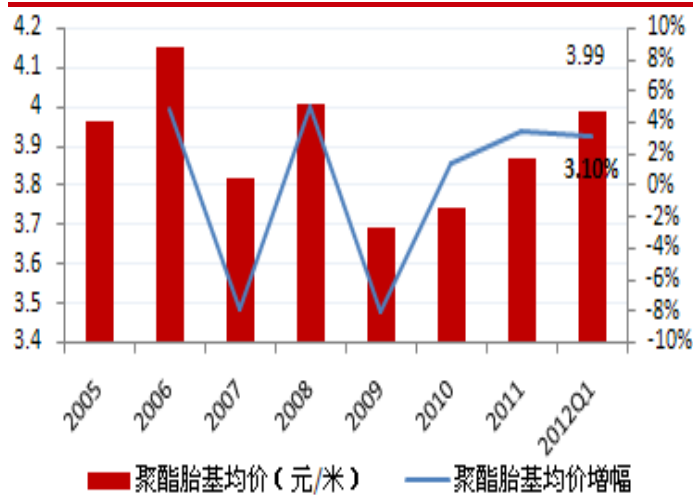
并且，由于“十一五”期间，受益国内基建需求持续旺盛，国内沥青价格已显著脱离国际石油价格走势（07年，国际油价高达140美元/桶时，公司沥青采购均价约2539元/吨；12年一季度国际油价在90美元/桶附近，沥青采购均价却高达4000元/吨）；且必须承认的是，对于公司上游的供应商中石油秦皇岛等具有垄断性质的沥青供应商，公司议价能力较弱。

图 14：公司沥青采购均价走势（不含税）



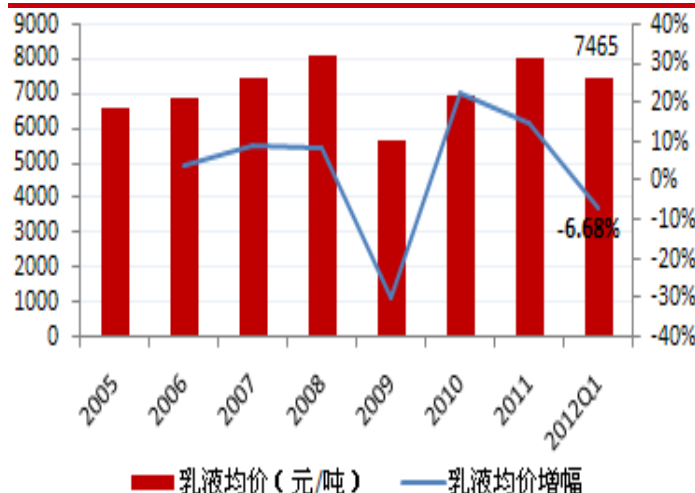
资料来源：公司公告，民族证券

图 15：公司聚酯胎基采购均价走势（不含税）



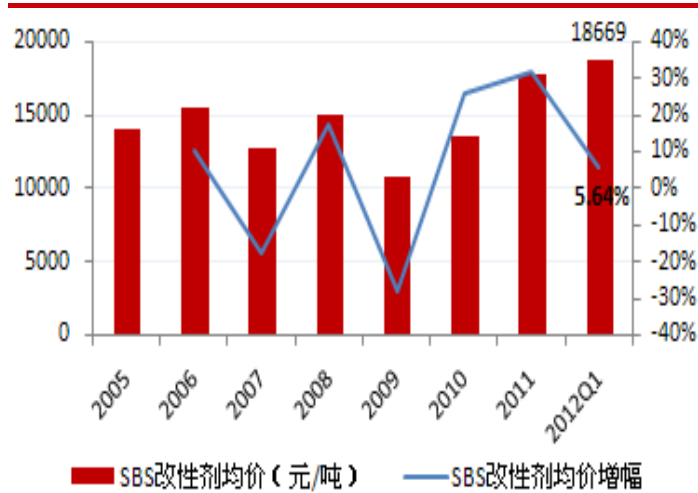
资料来源：公司公告，民族证券

图 16：公司乳液采购均价走势（不含税）



资料来源：公司公告，民族证券

图 17：公司 SBS 采购均价走势（不含税）



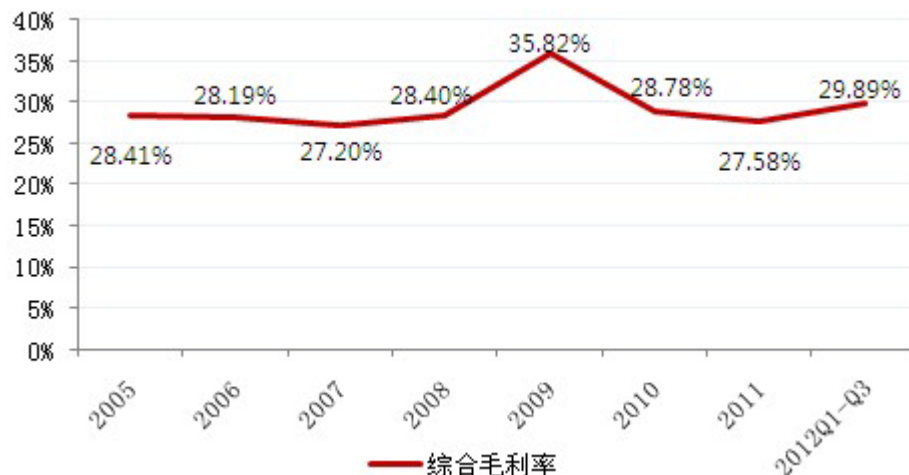
资料来源：公司公告，民族证券

成本转嫁能力和产品价格刚性。尽管面临原材料成本占比较大且价格持续上涨的不利因素，但公司毛利率却表现的较为稳定：05年以来，公司综合毛利率基本保持在27%至29%之间，显示了公司一直以来较好的成本传导能力；而在少数原材料价格大幅下跌的年份（如09年），公司毛利率大幅上升（09年毛利率高达35.82%），显示了原材料成本价格下跌时，公司产品价格具备较好的价格刚性。

这里我们需要注意的是，鉴于目前公司直销业务占比较高，成本转嫁会有一定时滞。当

原料价格快速大幅攀升时，公司毛利率短期内也会出现明显下降，如 09 年末至 10 年上半年发生的情况。

图 18：公司 05 年以来综合毛利率走势



数据来源：公司公告，民族证券

逆周期性的历史表现。回顾 09 年，受益原材料价格大幅下跌，公司在收入增长 16.42% 的基础上，实现了 65.86% 的净利润增长；而 10 年，受制于原材料价格的大幅上涨，公司在收入增长 138.95% 的基础上，仅实现了 41.89% 的净利润增长；12 年前三季度，受益于原材料价格涨幅大幅放缓及部分原材料价格出现同比下降，公司在收入增长 20.40% 的基础上，再次实现了 62.57% 的净利润增长，并且公司预计 12 年全年净利润增长 70%-100%。

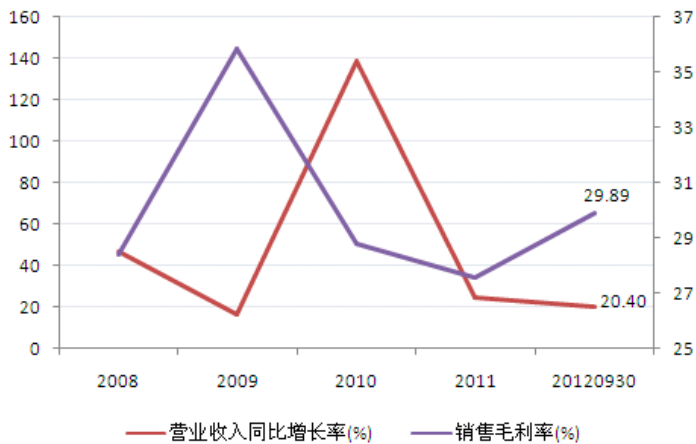
逆周期性再探。实际上，在宏观经济由弱转强时，公司收入增长通常较快且销售费用率环比下降，而化工原材料同样受益于经济向好价格快速上涨，公司毛利率短期同比下降。公司经营情况通常最终表现为收入快速增长，净利率下滑，净利润增速明显弱于收入增速并伴随公司业绩低于市场预期（如 10 年）。

而宏观经济由强转弱时，公司收入增速放缓，公司加大销售力度导致销售费用率同比上升，同时公司原材料价格也受制于经济低迷，价格明显走低，公司短期毛利率大幅上升。公司经营情况通常表现为收入增速显著放缓，毛利率和净利率同比提升，净利润增速明显强于收入增速，并伴随公司业绩经常超出市场预期（如 09 年和 12 年）。

对于下图中的例外情况，我们认为，公司 11 年出现的收入增速，毛利率增速和净利润增速同时放缓的原因主要在于上游原材料价格下行的滞后（宏观经济增速温和放缓以及上游行业垄断等原因），原材料价格增速大幅放缓甚至绝对价格下降延迟出现至 12 年。

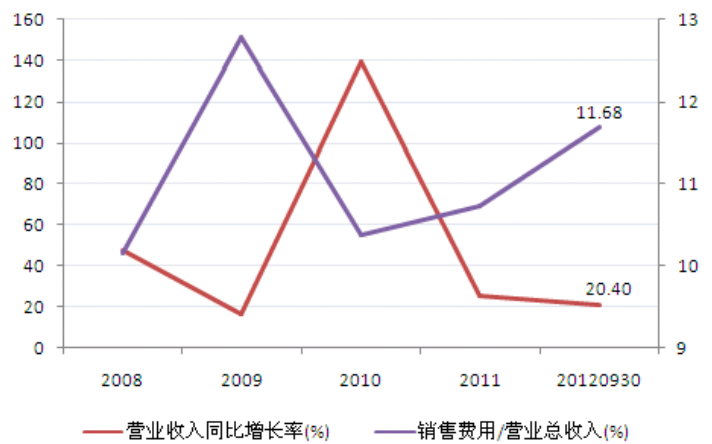
总的来说，与火电公司类似，公司的逆周期性来源于其盈利对原材料价格的高度敏感，即较低的净利率和原料在生产成本中较高的占比。

图 19：公司收入增速和毛利率走势对比



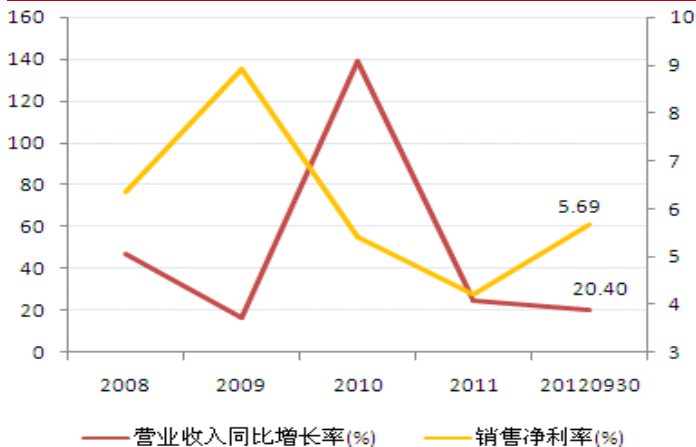
资料来源：公司公告，民族证券

图 20：公司收入增速与销售费用率走势对比



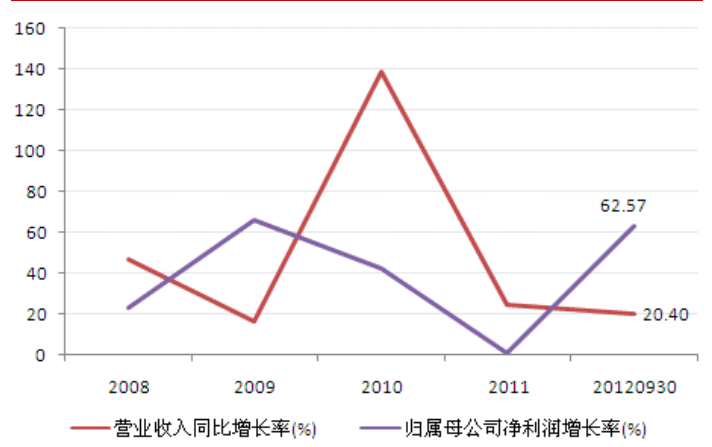
资料来源：公司公告，民族证券

图 21：公司收入增速和净利率走势对比



资料来源：公司公告，民族证券

图 22：公司收入增速与净利润增速走势对比



资料来源：公司公告，民族证券

近两年，伴随着我国经济结构的调整，国内整体经济增速和基建投资增速均出现放缓迹象，公司收入增速不可避免受到一定影响，而同时公司上游原材料价格走势也出现了一些积极变化。11年和12年一季度，公司沥青、聚酯胎基、乳液和SBS改性剂采购均价环比增速均出现大幅下降，部分原材料采购价甚至出现环比下降。我们判断，未来随着经济结构调整的持续，以石油化工产品为主的上游原材料价格走势出现更多积极变化的概率在逐步增加，而公司凭借产品价格刚性有望持续受益（我们通过调研情况得知，12年公司产品价格并未下降）。

2.2、成长中的反思——激进转向稳健

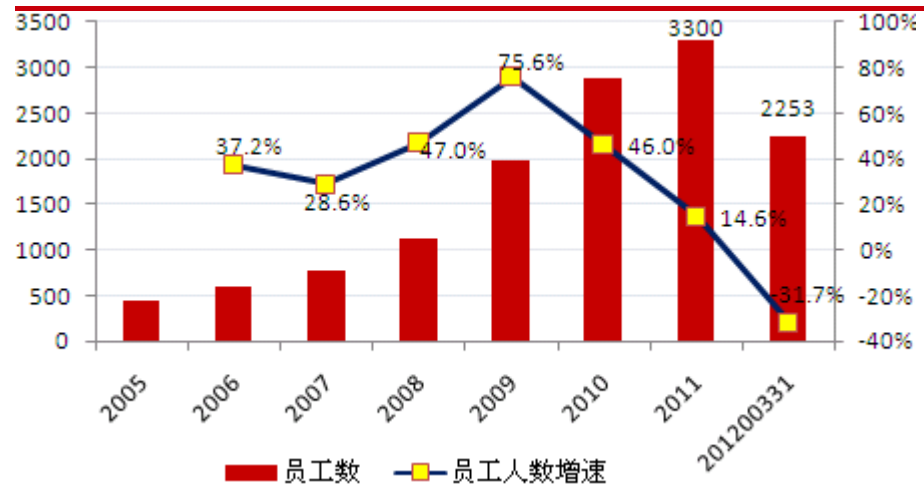
我们判断，在宏观经济结构调整和经济增速显著放缓的大环境下，公司管理层对12年的经营策略进行了调整：从收入规模优先下的激进扩张，调整为放缓扩张步伐，重点抓营运能力和收益质量。

我们的判断源于公司出现的两大变化：1、人员大幅缩编，主动降低费用；2、加强应收款控制，收现率持续改善，应收账款占比明显下降，经营性现金流首次转正。

1、主动精简员工数量，降低费用压力。05年以来，随着公司产销规模的快速扩张，员工数量常年保持高速增长。11年末，公司员工已从08年上市初的1123人增至3300人。虽然

当年公司营业收入增速已大幅放缓（10 年的 138.95% 降至 11 年的 24.83%），公司员工数仍增长了 14.6%。进入 12 年，公司主动缩编员工数量，截至 12 年一季度末，公司员工数大幅精简至 2253 人，环比 11 年底下降 31.7%，预计公司未来将进一步精简人员。

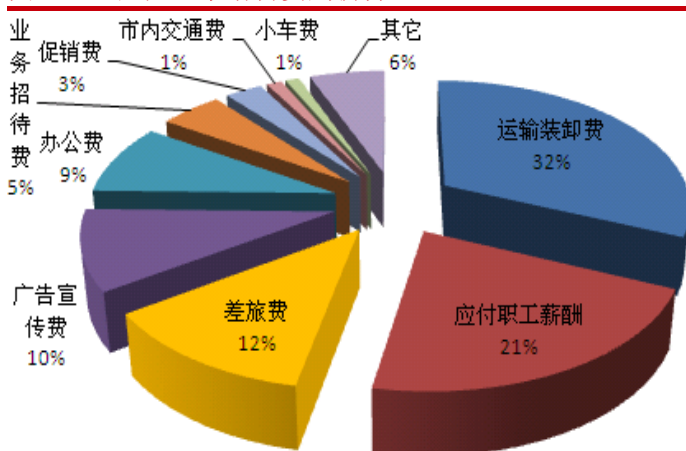
图 23：公司 05 年以来员工数变化情况



数据来源：公司公告，民族证券

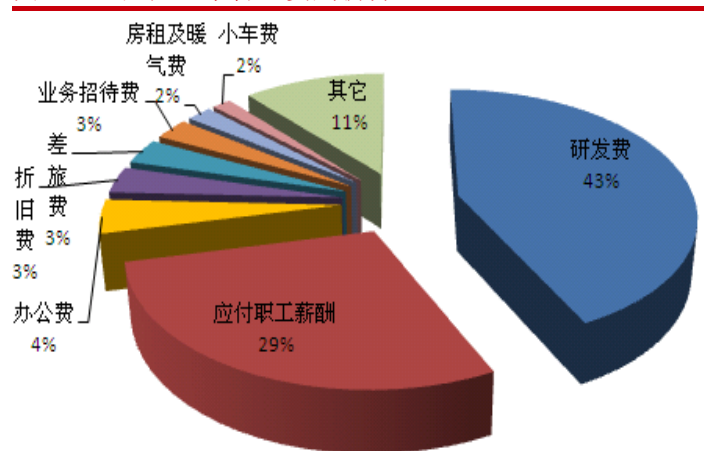
通过 2010 年公司公告的销售费用和管理费用的细分结构看，应付职工薪酬分别占 21% 和 29%，仅次于运输装卸费（32%）和研发费（43%）。员工数量的大幅精简，对于降低期间费用率应有明显的促进作用。

图 24：公司 10 年销售费用拆分



资料来源：公司公告，民族证券

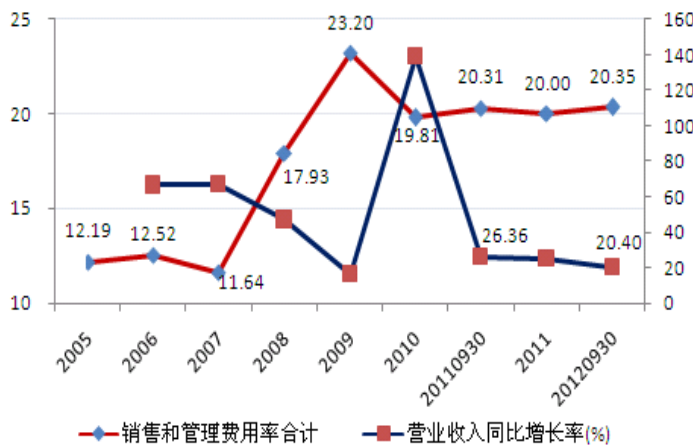
图 25：公司 10 年管理费用拆分



资料来源：公司公告，民族证券

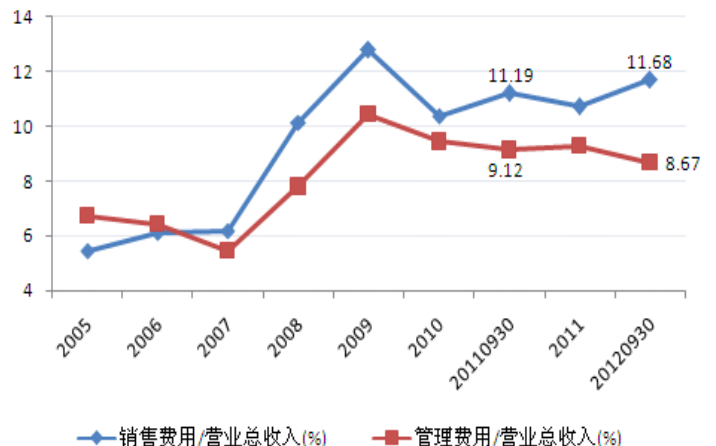
但我们发现，公司 12 年前三季度，管理费用率和销售费用率合计同比仍有小幅增长（11 年前三季度 20.31% 增至 12 年同期的 20.35%）。其中管理费用率由 11 年三季报的 9.12% 小幅下降至 12 年同期的 8.67%，销售费用率由 11 年三季报的 11.19% 增至 12 年同期的 11.68%。

图 26：公司销售和管理费用率合计变化情况



资料来源：公司公告，民族证券

图 27：公司销售费用率和管理费用率变化情况



资料来源：公司公告，民族证券

- ◆ 我们判断，公司仍处高成长阶段（产能大量投放，渠道建设持续）的情况下，很难通过缩编人员等措施降低费用率，尤其是在行业需求整体放缓的大环境下，公司需要增加营销费用来刺激销售，且收入放缓也导致费用率降低无法通过规模效应实现；长期来看，公司的费用率凭借不断增长的收入规模逐步降低，是更为现实的预期。

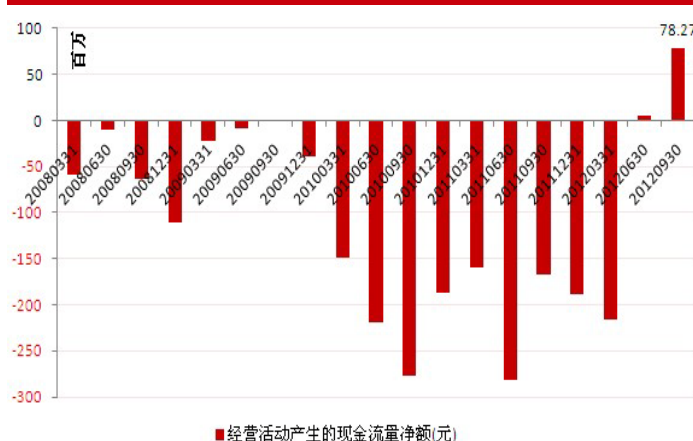
但我们必须承认，公司今年以来主动精简员工，避免了费用率的进一步上升，客观上提升了公司的盈利能力。

2. 加强应收款控制，收现率持续改善，应收账款占比明显下降，经营性现金流首次转正。

公司上市以来，一直保持高速的扩张步伐，经营活动产生的现金流净额一直为负。10 年前三季度和 11 年上半年，公司经营产生的现金流量净额高达-2.8 亿元附近。12 年二季度以来，该项指标出现了明显变化，上半年首次转正；12 年三季末，公司经营产生的现金流量净额已达 7827 万元。

与此对应的，是公司收现率已连续两年超过 100%，且 12 年前三季度收现率 1.07，比 11 年同期提升 7%，收现率持续改善，已达上市前水平。

图 28：公司经营性现金流净额变化情况



资料来源：公司公告，民族证券

图 29：公司收现率变化情况



资料来源：公司公告，民族证券

- ◆ 公司经营性现金流明显改善，得益于公司控制应收款的意识不断增强，及持续推进相关的管理及考核措施。我们认为，公司加强应收款控制的同时，随着渠道收入占比的提升，公司的经营

性现金流改善有望持续。（注：公司直销业务的账款信用期一般为 2-4 个月；渠道业务中，对于经销商，公司主要采用现销的方式，向分销商销售中，建材市场销售为现款或款到发货，建材超市为代销月结，家装和公装公司销售账款信用期一般为 45-60 天。可见，渠道业务具有更好的应收账款周转率和现金流表现。）

2.3、股权激励推出——高成长依旧

近期，公司公告拟实施限制性股票激励计划草案。该计划涉及限制性股票 1800 万股，占计划签署前公司股本的 5.24%。其中，首次授予时，拟以 7.03 元/股的价格（计划公告前 20 个交易日东方雨虹股票的交易均价 14.06 元的 50%）向公司董事、高管、核心技术人员在内的 287 人授予限制性股票 1684 万股，占总限制性股票的 93.556%。

该计划锁定期 1 年，解锁期分 4 年（2013 年-2016 年），期间每年完成当年的业绩考核条件时，解锁限制性股票总量的 25%。限制性股票全部达到解锁条件的业绩表现为：以 12 年业绩为基数，13 年至 16 年每年扣除非经常性损益后归属母公司净利润增长不低于 25%，且每年加权平均 ROE 不低于 13%。

表 5：限制性股票激励计划解锁条件

解锁安排	绩效考核目标
第一次解锁	2013 年净利润相比 2012 年度增长不低于 25%，2013 年加权平均净资产收益率不低于 13%，等待期内，归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负；
第二次解锁	2014 年净利润相比 2012 年度增长不低于 55%，2014 年加权平均净资产收益率不低于 13%；
第三次解锁	2015 年净利润相比 2012 年度增长不低于 95%，2015 年加权平均净资产收益率不低于 13%；
第四次解锁	2016 年净利润相比 2012 年度增长不低于 145%，2016 年加权平均净资产收益率不低于 13%。

资料来源：公司公告，民族证券

由于首次授予的限制性股票价格（7.03 元/股）与其授予日公允价值（按授予日股价计算）之差，即公司向激励对象授予的权益工具公允价值（约 5521.94 万元），将作为公司本次股权激励计划的总成本在后续实施过程中按解锁比例进行分期确认（摊销），预计 13 至 16 年分别产生摊销费用 3625.24 万元，1148.34 万元，599.38 万元和 148.97 万元。但由于该费用作为经营成本（并非非经常性损益）已包含在考核指标中（扣非后净利润增长率），同时考虑到该激励计划对经营团队产生的激励作用，该费用对公司未来业绩影响很小。

表 6：预计 2013-2016 年限制性股票成本摊销情况

模式	限制性股票总价值	摊销费用			
		2013	2014	2015	2016
限制性股票	5521.94	3625.24	1148.34	599.38	148.97

资料来源：公司公告，民族证券

回顾公司 2007 年至 2011 年的业绩表现，公司扣非净利润实现了 27.3% 的年复合增长，但不同年份之间业绩波动较为剧烈（-20.12% 至 63.85%）。未来 4 年（2013 年-2016 年），公司仍将考核要求定在了 25% 的年复合增长（且没有将业绩大幅改善的 12 年作为考核年份，而是作为考核基准），显示了管理层对公司未来成长性的强烈信心；同时，该激励计划对管理层在经营稳健性上提出了更高的要求，即未来 4 年每年的净利润增长都不能低于 25%，才有可能使全部限

制性股票达到解锁条件。因此，该激励计划对于公司未来的高速和稳健成长均起到了较好的激励和导向作用。

图 30：公司 07 年以来扣非后净利润增速变化



资料来源：公司公告，民族证券

图 31：公司 07 年以来扣非后加权 ROE 变化



资料来源：公司公告，民族证券

2.4、期待需求回暖——四季度铁路基建小高潮

固定资产投资持续了一年多的低迷，公司以高铁业务为代表的直销业务增长明显放缓（见图 9），其中高铁业务收入在 11 年和 12 年上半年分别经历了约 40% 和 12% 的下跌，高铁业务收入比重已降至约 8% 的低值（08 年曾高达近 30%）。

今年下半年以来，积极因素在逐步显现。先是各地政府纷纷出台大量的固定资产投资计划，但基于对资金来源的担忧，市场反馈相对冷淡。9 月 5 日和 6 日发改委网站连续两天公布 57 个基建投资项目批复公告，投资总额接近万亿，中央层面也释放了强烈的稳增长信号。

同时，宏观数据上也获得了相应的支持。下半年以来，固定资产投资增速稳步回升，铁路投资增速进入三季度以来回升趋势尤为明显。

图 32：铁路运输业固定资产投资累计增速变化



数据来源：国家统计局，民族证券

另一方面，12 年全国铁路新开工项目由年初的 9 个增至目前的 22 个；铁路基建投资计划相应经历四次上调，由年初计划的 4060 亿元追加到 5160 亿元；全国铁路固定资产投资计划也由年初的 5160 亿元增加至 6300 亿元。

截至9月底，全国铁路基建完成投资2920.5亿，仅占全年计划的56.6%，这意味着四季度要完成余下的2239.5亿，投资额环比三季度将增长56.2%，同比将增长96%以上。稳增长预期若能实现，则意味着四季度将迎来一波铁路基建小高潮。目前公司仍有已经签署的来自于高铁但放缓执行的订单约4亿元，四季度有望充分受益高铁项目建设加速。

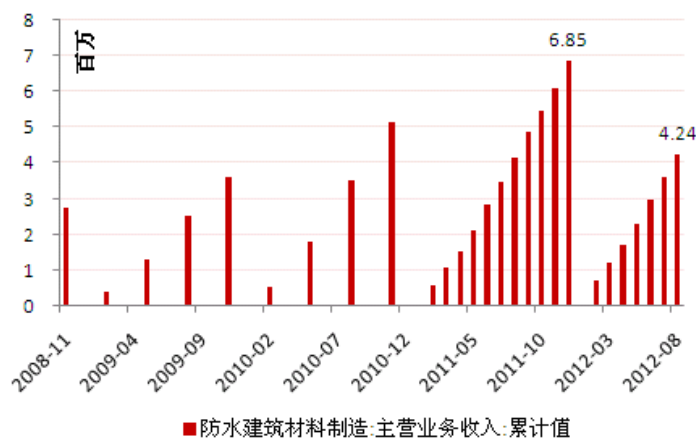
3、成长性一瞥——大行业，小龙头

3.1、广阔的成长空间

防水市场容量严重低估。我国防水行业，尤其是中低端市场，尚处于无序竞争的混乱状态，假冒伪劣商品横行，房屋漏水情况比比皆是。据防水协会估计，目前我国实际防水生产企业可能多达2000家以上，拥有防水生产许可证的企业仅一千多家，纳入国家统计局统计范围的仅443家（12年8月数据），且统计口径经常调整，因此很难对我国防水行业的市场容量做比较准确的预计。11年国家统计局统计我国规模以上防水建筑材料企业主营业务收入总额684.9亿，实际行业总量预计超过1000亿。

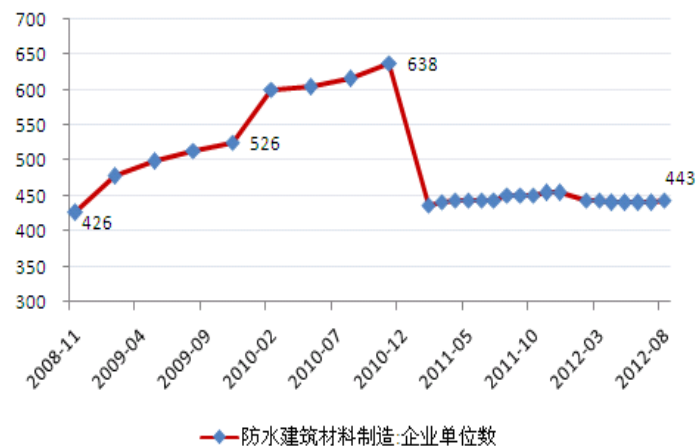
按照官方统计数据，公司11年市场占有率为3.6%，实际市占率可能低于2.5%。可见，虽然相比其他防水企业，公司收入规模已是真正的“巨无霸”，但相对整个防水市场而言，即使按照官方统计数据，公司也属于名副其实的“小龙头”。

图 33：防水建筑材料制造业累计收入（单位：万元）



资料来源：国家统计局，民族证券

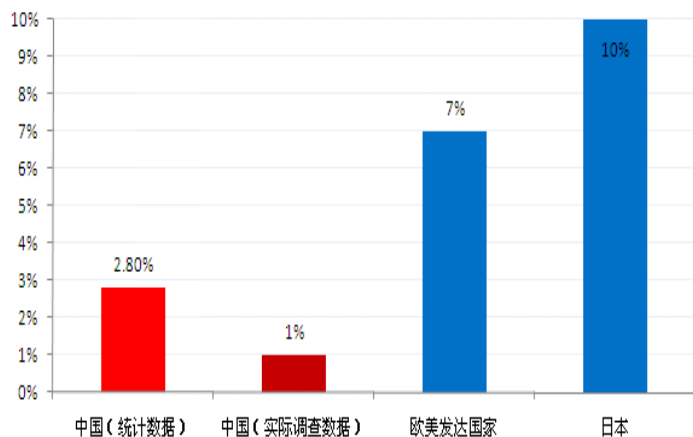
图 34：纳入国家统计局的防水建筑材料生产企业数



资料来源：国家统计局，民族证券

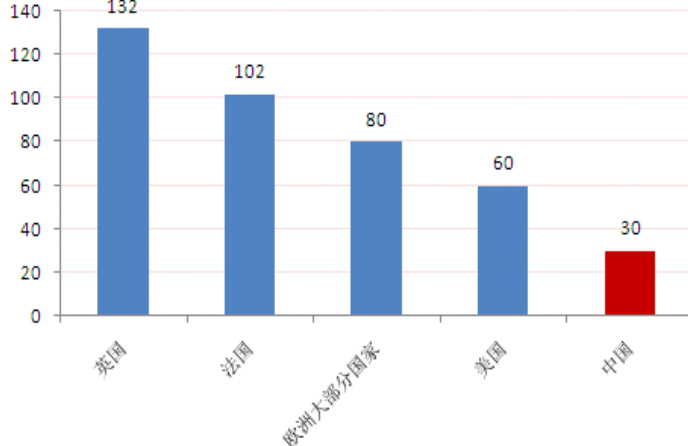
国内防水造价占比提升空间巨大。建筑防水虽然具有隐蔽性，造价低等特点，却是关系到建筑物寿命的重要因素，并对居住品质影响巨大。但由于防水效果具有后验性的特点，导致质量不过关的伪劣产品被部分开发商和装修队滥用，中低端市场不重质量拼价格的现象泛滥，甚至出现劣币驱逐良币的现象。基于以上种种建筑防水市场有待完善的情况，我国实际建筑防水造价占比不到3%（官方统计），远低于发达国家7%-10%的水平，也构成我国建筑平均寿命远低于发达国家以及房屋漏水现象层出不穷的重要原因，可见我国建筑防水造价具有较大的上升空间。

图 35：各国建筑防水造价占比



资料来源：《我国防水行业发展研究》，民族证券

图 36：各国建筑寿命对比



资料来源：互联网，民族证券

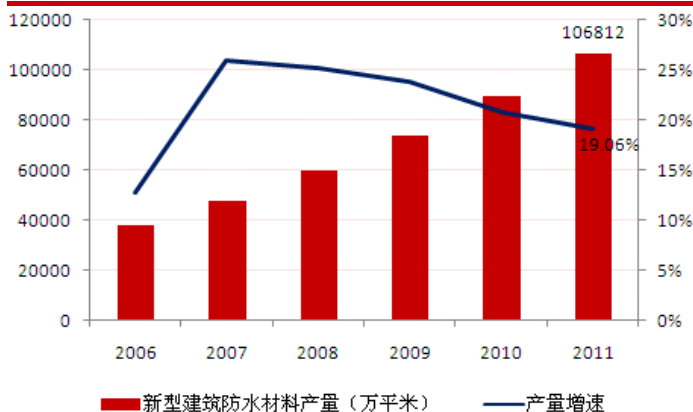
3.2、新型防水材料市场快速增长

我们认为，建筑业的发展，建筑防水逐步受到重视，防水新领域的不断开拓及淘汰类防水材料的逐步退出这四大因素构成了我国新型防水材料的快速增长。截至 2011 年末，我国新型防水材料总产量已达 10.68 亿平米，其中 SBS 和 APP 改性沥青卷材和防水涂料产量合计占比近 50%（分别为 26%和 23%），自粘防水卷材和高分子防水卷材占比均在 15%左右（分别为 14%和 16%）。沥青油毡类防水材料产量则逐步萎缩至 1.35 亿平米左右。

产量增速方面，近几年新型防水材料保持了 20%以上的较快增速，2011 年略有放缓（19.06%），增速依然相对较快。新型防水材料中，占比最大的 SBS 和 APP 改性沥青卷材产量增速由前几年的 20%以上回落至 11 年的 17.09%；占比其次的中高档防水涂料受高铁建设放缓影响，产量增速放缓最为明显，由十一五期间的 30%以上降至 11 年的 14.90%；产量增速最快的是自粘防水卷材，09 至 11 年产量增速均保持在 30%左右。

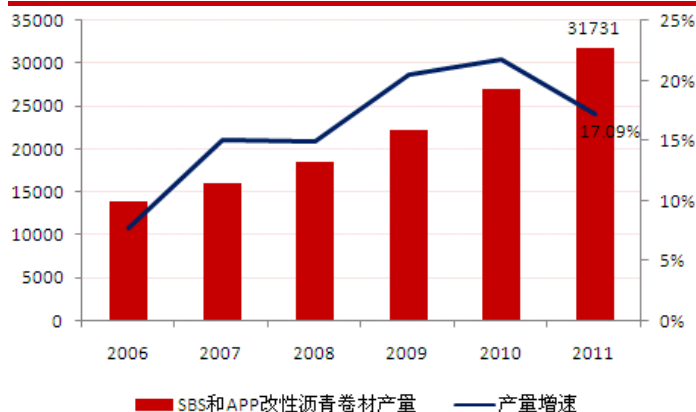
我们认为，十二五期间，上述构成我国新型防水材料快速增长的因素并未改变，我国新型防水材料产量增速保持在 15%以上是大概率事件。

图 37：我国新型防水材料产量及增速



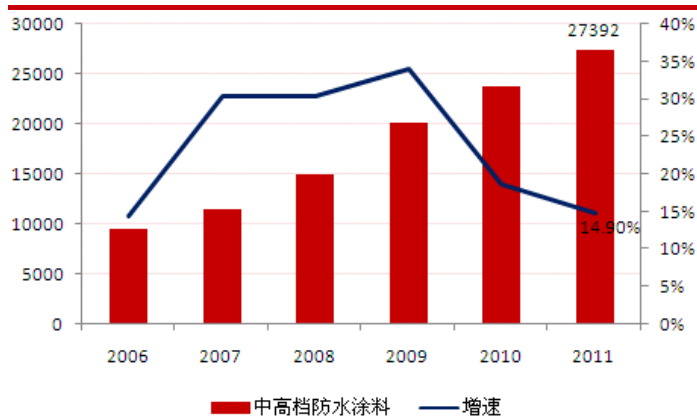
资料来源：公司公告，民族证券

图 38：我国 SBS 和 APP 改性沥青卷材产量及增速



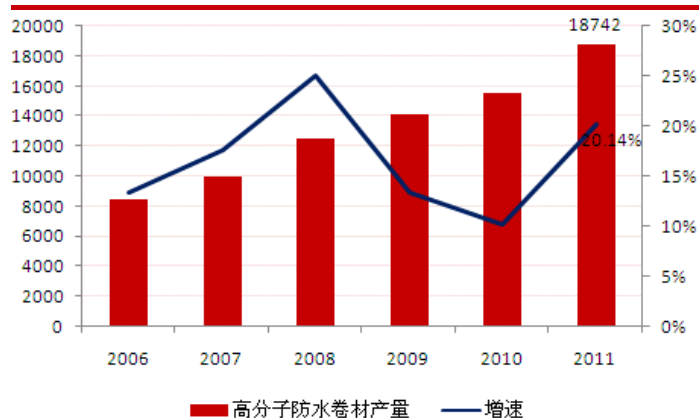
资料来源：公司公告，民族证券

图 39：我国中高档防水涂料产量及增速



资料来源：公司公告，民族证券

图 40：我国高分子卷材产量及增速



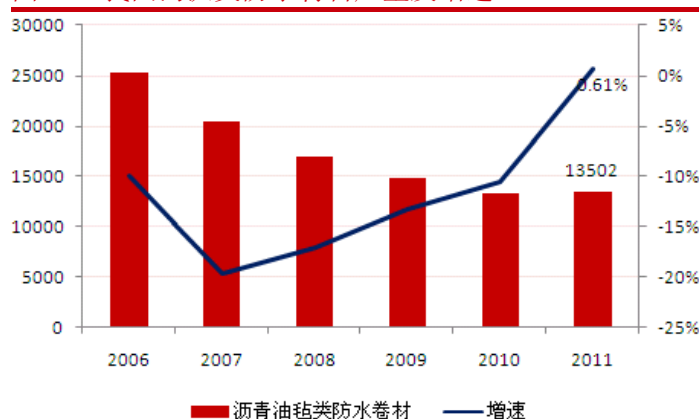
资料来源：公司公告，民族证券

图 41：我国自粘防水卷材产量及增速



资料来源：公司公告，民族证券

图 42：我国淘汰类防水材料产量及增速



资料来源：公司公告，民族证券

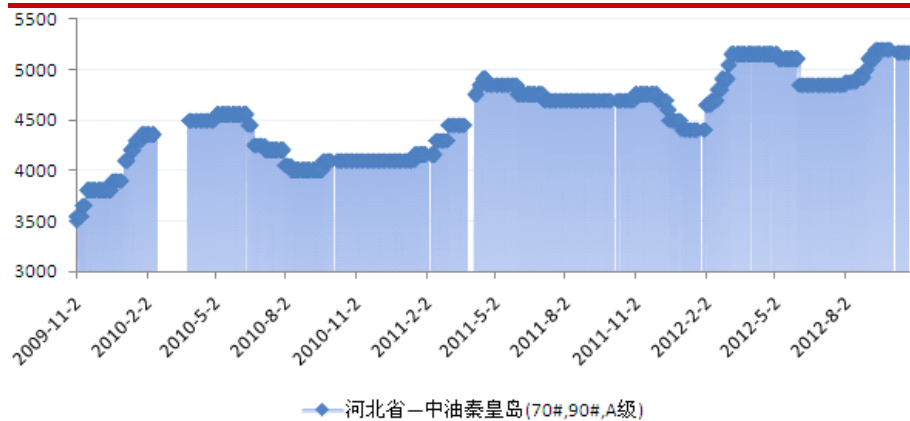
4、盈利预测与投资建议

4.1、主要原材料价格走势回顾与尝试预测

由于公司盈利能力对生产成本变动具有较高的敏感性，因此回顾和判断公司上游主要原材料价格走势对预测公司未来盈利能力十分重要。

沥青价格短期有望进入下行通道，但长期看难有较大跌幅。公司生产成本中（见图 12 和 13），沥青占生产成本比重一直在 30%左右上下波动，其中 11 年高达 33%。从逻辑上分析，沥青价格走势与国际原油市场价格具有较高的相关性，但国内沥青实际价格走势远强于国际原油价格走势，主要原因在于：1、国内炼油巨头对沥青市场的高度垄断；2、焦化市场（焦化料调和需求）对沥青需求的意外增加。

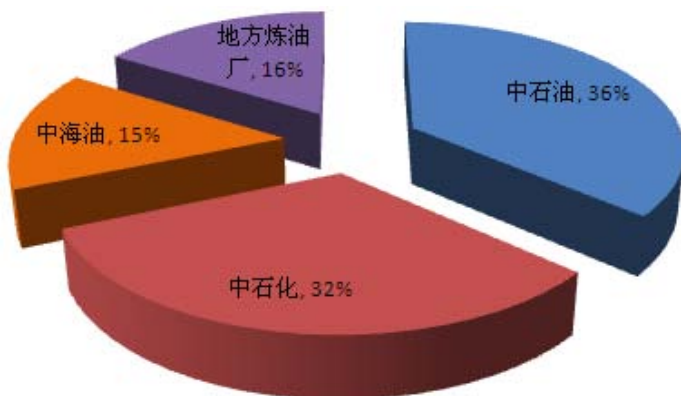
图 43. 中油秦皇岛沥青报价变化



数据来源：百川资讯，民族证券

我们从公司沥青主要供应商中石油秦皇岛公司 09 年底至今沥青报价跟踪情况看，沥青价格持续走高，且 11 年一季度和 12 年一季度反季节走高（焦化市场对沥青需求的支撑），但受制于道路交通固定资产投资的持续大幅下降，以及我国沥青产量增速明显大于沥青表观消费量增速，沥青价格涨幅已明显放缓。

图 44：我国 1-8 月沥青产量集中度情况



资料来源：百川咨询，民族证券

图 45：我国道路交通固定资产投资增速变化



资料来源：公司公告，民族证券

表 7：我国 12 年沥青产量和表观消费量情况

(单位：万吨)	8 月				1-8 月		
	2012 年	2011 年	同比%	环比%	2012 年	2011 年	同比%
产量	173.21	139.79	24	7	1140.74	1062.63	7
其中：中石油	53.83	53.3	1	1	412.54	387.67	6
其中：中石化	52.88	45.7	16	4	367.88	363.6	1
其中：中海油	28	22.11	27	0	174.54	143.1	22
其中：地炼	38.5	18.68	106	29	185.78	168.26	10
进口量	32.82	31.48	4	2	159.92	245.64	-35
出口量	0.82	1.84	-55	47	6.27	15.68	-60
表观消费量	205.21	169.43	21	6	1293.99	1292.6	0

资料来源：百川资讯，民族证券

短期内，随着后期气温下降，北方施工项目陆续停工，沥青市场逐渐进入消费淡季，且焦化市场支撑有限，本周华东主力炼厂低硫重焦沥青价格破位下行至 4900-5000 元/吨，国产沥青价格的高位转跌实现突破，有望带动国产沥青价格整体进入下降通道。此外，9 月以来国际原油价格的下跌也对沥青价格形成抑制作用。

但鉴于沥青市场目前的寡头垄断和特许经营的现状（国内普通企业不能擅自生产沥青，进口也有较多限制），长期来看沥青价格难有较大跌幅。

SBS 改性沥青价格二季度以来跌幅明显。我们从 SBS 改性沥青价格的走势可以发现，SBS 改性剂价格的走势应远远弱于沥青价格，今年以来价格同比下降近 9%。由于 SBS 改性剂占公司生产成本约 7%，其价格走入对公司毛利率影响较积极。

图 46. SBS 改性沥青价格走势



数据来源：wind，民族证券

聚酯胎基走势趋稳。11 年公司生产成本 13.9% 的聚酯胎基，近几年采购均价稳中有降，且波动幅度较窄（见图 15），对公司生产成本影响有限。

聚酯价格持续大幅下跌，未来有进一步下降可能。占公司 11 年生产成本 7% 的聚酯从 11

年四季度以来价格大幅下挫，截至8月底，聚醚价格同比已下跌近35%。近期聚醚价格以盘整为主，随着上游环氧丙烷市场看空气氛的加重，选择观望的终端下游客户比例逐渐增多，成交清淡。目前聚醚生产商库存压力不大，价格有望获支持；但如果上游环氧丙烷价格真正松动或者有聚醚生产商库存压力提前显现，聚醚价格下滑将成定局。

图 47：聚醚市场价走势情况



资料来源：wind

图 48：环氧丙烷近期价格走势



资料来源：百川咨询，民族证券

总体而言，今年以来公司主要原料价格走势整体呈现明显下降趋势，未来随着公司原料采购均价重心的不断下移，预计公司毛利率仍有提升空间。

4.2、盈利预测与估值

我们判断明年宏观经济整体依然难言乐观，公司在收入增速方面难有大幅改善，但毛利率受益原材料价格低迷，或仍将有小幅提升空间。基于以上假设，我们预计公司12年至14年，收入分别增长22%，29%和31%，对应毛利率分别为29.19%，30.55%和29.89%。

受益收入规模的扩大和员工数量的减少，管理费用率有望继续小幅下降；销售费用率方面，由于行业需求放缓，渠道建设持续以及新增产能仍在继续投放，预计销售费用率12年和13年将小幅上升。预计公司12年至14年销售费用率分别为11.20%，11.40%和10.80%，管理费用率分别为8.70%，8.65%和8.60%。

表 8：公司未来收入分项预测

品种	项目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
防水卷材	销量（万平米）	1970	2306	3768	5120	6707.2	8384.0	10563.8
	%	52.24%	17.06%	63.40%	35.88%	31%	25%	26%
	均价（元/平米）	26.4	20.4	24.8	26.7	27.0	27.5	28.3
	%		-5.88%	21.28%	7.81%	1.00%	2.00%	3.00%
	收入（万元）	52062.8	47098.9	93335.3	136730.5	180908.2	230657.9	299347.8
	%	105.42%	-9.53%	98.17%	46.49%	32.31%	27.50%	29.78%
	毛利率	27.26%	34.84%	30.67%	21.97%	26.00%	27.00%	26.50%
防水涂料	销量（吨）	19600	30728	65586	73502	76442.1	91730.5	114663.1
	%	58.90%	56.78%	113.44%	12.07%	4.00%	20.00%	25.00%
	均价（元/吨）	11119.1	7979.1	13104.5	10278.7	9900	10395	10914.75
	%		-28.24%	64.24%	-21.56%	-3.68%	5.00%	5.00%
	收入（万元）	21793.5	24518.1	85947.3	75550.3	75677.7	95353.9	125151.9
	%	112.99%	12.50%	250.55%	-12.10%	0.17%	26.00%	31.25%

	毛利率	31.82%	39.96%	25.39%	28.02%	35.00%	33.00%	31.00%
	收入 (万元)	13633.1	9751.4	16149.8	30857.2	45668.6	63936.1	86313.7
工程施工	%	-18.56%	-28.47%	65.62%	91.07%	48.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	31.00%	35.86%	39.78%	49.53%	32%	40%	40%
	总收入 (万元)	71231.8	82930.6	198166.0	247365.4	302254.5	389947.8	510813.5
	%	47.02%	16.42%	138.95%	24.83%	22.19%	29.01%	31.00%
	综合毛利率	28.40%	35.82%	28.78%	27.58%	29.16%	30.60%	29.88%

资料来源：公司公告，民族证券

基于以上假设，预计公司 12 年至 14 年 EPS 分别为 0.57 元，0.85 元和 1.12 元，对应 PE 分别为 26.5 倍，17.9 倍和 13.5 倍。

我们对公司 13 至 16 年每年 25%的扣非后净利润增长率充满信心，给予 13 年 25 倍 PE，目标价 21.25 元，仍有 40%的提升空间，给予买入评级。

附录：财务预测表

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2474	3023	3899	5108	现金及等价物	359	499	585	766
营业成本	1791	2113	2673	3535	应收款项	785	994	1229	1539
营业税金及附加	28	27	35	46	存货净额	549	664	817	1043
销售费用	265	339	445	552	其他流动资产	167	203	312	358
管理费用	230	265	340	442	流动资产合计	1858	2360	2943	3706
财务费用	56	53	72	88	固定资产	364	498	586	627
投资收益	0	0	0	0	无形资产及其他	70	67	65	63
资产减值	(20)	(20)	(20)	(20)	投资性房地产	34	34	34	34
其他收入	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0
营业利润	84	205	316	426	资产总计	2326	2960	3628	4430
营业外净收支	33	26	26	26	短期借款	861	1271	1591	1912
利润总额	117	231	342	452	应付款项	153	180	227	301
所得税费用	13	35	51	68	其他流动负债	214	254	322	423
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	流动负债合计	1228	1704	2140	2635
					长期借款及应付				
归属母公司净利润	105	197	291	385	债券	0	0	0	0
					其他长期负债	0	(1)	(2)	(3)
					长期负债合计	0	(1)	(2)	(3)
现金流量表(百万元)					负债合计	1228	1704	2139	2633
	2011	2012E	2013E	2014E	少数股东权益	10	10	10	10
净利润	105	197	291	385	股东权益	1088	1246	1479	1788
资产减值准备	2	(20)	0	0	负债和股东权益				
折旧摊销	28	35	47	58	总计	2326	2960	3628	4430
公允价值变动损失	20	20	20	20					
财务费用	56	53	72	88					
营运资本变动	(344)	(316)	(381)	(409)					
其它	2	20	0	0					
经营活动现金流	(188)	(64)	(23)	54					
资本开支	(150)	(167)	(152)	(116)					
其它投资现金流	0	0	0	0					
投资活动现金流	(150)	(167)	(152)	(116)					
权益性融资	0	0	0	0					
负债净变化	0	0	0	0					
支付股利、利息	(105)	(39)	(58)	(77)					
其它融资现金流	127	410	320	321					
融资活动现金流	(82)	371	261	244					
现金净变动	(420)	140	86	181					
货币资金的期初余额	779	359	499	585					
货币资金的期末余额	359	499	585	766					
企业自由现金流	(309)	(211)	(140)	(14)					
权益自由现金流	(181)	154	118	232					

关键财务与估值指标				
	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.30	0.57	0.85	1.12
每股红利	0.31	0.11	0.17	0.22
每股净资产	3.17	3.63	4.31	5.20
ROS	4%	7%	7%	8%
ROE	10%	15.84%	19.70%	21.56%
毛利率	26%	29.19%	30.55%	29.89%
EBIT Margin	6%	9%	10%	10%
EBITDA Margin	8%	10%	12%	12%
收入增长	25%	22%	29%	31%
净利润增长率	1%	89%	48%	32%
资产负债率	53%	58%	59%	60%
息率	2.0%	0.8%	1.1%	1.5%
P/E	50.0	26.5	17.9	13.5
P/B	4.8	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	34.5	22.1	16.2	13.3

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。