

东方雨虹 (002271.SZ) 建筑施工行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

黄诗涛

分析师 SAC 执业编号: S1130512080004
(8621)61357457
huangst@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

EPS 和估值正循环反馈，再次上调盈利预测

事件

东方雨虹于 7 月 13 日发布半年度业绩预告的修正公告，预计上半年业绩同比增长 60~80%，为 9142.05~10284.8 万元。1 季报中原本预计上半年业绩同比增长 30~50%。

评论

喜闻乐见，多方力量促进行业生态逐渐改善：2 季度我们欣喜地看到业内主要企业的销售出现加速向上迹象。究其原因，我们认为重要原因之一是行业生态逐渐改善：消费者的品牌消费理念落到订单层面。其次，新版防水行业准入条件提高进入门槛，行业协会和企业努力推动正规产品代替假冒伪劣产品。再次，7 月 9 日、10 日 CCTV-2 《经济信息联播》针对建筑渗漏问题和防水材料行业做了连续专题报道，强调假冒伪劣防水材料是渗漏问题的主要原因，此报道将大大加强社会监督的力量，促进行业生态改善速度。

无限遐想，类金螳螂逻辑，空间巨大：根据协会统计，2012 年全行业收入达 2600 多亿，公司市占率仅 1.2%，成长空间巨大。在暴利和监管缺失之下，假冒伪劣产品大行其道，占据了绝大部分市场份额。因此，目前行业主要矛盾不在于品牌企业之间的竞争，而在于正规产品和假冒伪劣产品的竞争。

厚积薄发，渠道变革逐渐发酵：公司经过数年的准备，渠道变革进入收获季节，体现在：一，绑定地产大客户的销售策略使得其市占率快速提高，我们预计，凭借公司的品牌和供应能力，未来类似万科的独家供应协议将更多出现。二，经过数年的经销渠道建设，网络下沉至市县甚至乡镇，经销收入比例将持续提升，从 2012 年的 40% 左右最终或提升至 70% 以上。经销比例上升将持续提升资产周转和经营性现金流。我们认为，ROE 未来提升至 20% 以上是比较确定的。

穿越周期的能力得到强化：房地产投资周期固然有波动，但公司凭借自身努力（渠道变革）在 2012 年已表现出穿越周期的能力。在行业生态有利于品牌企业的趋势下，公司的成长空间和能力得到进一步强化。

人心集聚，股权激励促进员工动力：公司近期公布了限制性股票激励计划修订方案。作为轻资产公司，人力资源是公司主要生产动力之一，我们认为该激励计划的广泛覆盖面将有利于公司充分调动管理层尤其是中层管理/技术/业务人员的积极性。

投资建议

公司的投资逻辑中最重要的一点就是“行业生态改善，假冒伪劣产品被赶出市场”，消费者的品牌意识、企业自主打假、社会监督是推动这一进程的 3 大力量，上周央视的连续专题报道将大大增强社会监督的作用，促进行业生态改善速度。

从企业自身来看，东方雨虹的渠道变革逐步发酵：作为行业第一品牌，依靠经销渠道下沉和绑定地产大客户，市占率将持续提升。而且，在这个过程中，公司将由一个偏制造的企业，逐渐转型成为一个“制造+品牌销售的企业”，公司的 ROE 将逐渐上升到 20% 以上。在特多共和国建立合资公司，湖沥青原材料自给率将增加，提升销售净利率也将成为公司独特的优势之一。

再次上调盈利预测，预计公司未来 2 年的 EPS 分别为 0.85、1.20 元，“买入”，目标价 30 元。我们认为东方雨虹是一个 EPS 和估值正向反馈的一家公司，且目前反馈才刚刚开始。

附录：三张报表预测摘要

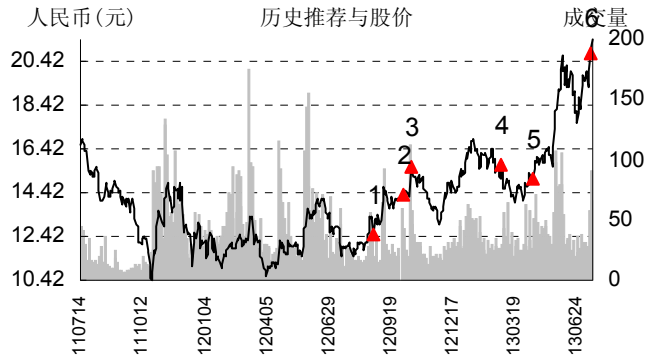
损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,982	2,474	2,979	3,722	4,671	5,874
增长率		24.8%	20.4%	25.0%	25.5%	25.8%
主营业务成本	-1,411	-1,791	-2,102	-2,594	-3,247	-4,065
%销售收入	71.2%	72.4%	70.6%	69.7%	69.5%	69.2%
毛利	570	682	877	1,128	1,423	1,809
%销售收入	28.8%	27.6%	29.4%	30.3%	30.5%	30.8%
营业税金及附加	-15	-28	-36	-37	-47	-59
%销售收入	0.8%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-206	-265	-308	-372	-444	-529
%销售收入	10.4%	10.7%	10.3%	10.0%	9.5%	9.0%
管理费用	-187	-230	-244	-298	-364	-441
%销售收入	9.4%	9.3%	8.2%	8.0%	7.8%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	163	159	289	420	569	781
%销售收入	8.2%	6.4%	9.7%	11.3%	12.2%	13.3%
财务费用	-30	-56	-67	-80	-91	-105
%销售收入	1.5%	2.2%	2.2%	2.2%	2.0%	1.8%
资产减值损失	-17	-20	-31	-23	-18	-17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	116	84	192	317	459	659
营业利润率	5.8%	3.4%	6.4%	8.5%	9.8%	11.2%
营业外收支	5	33	31	30	30	30
税前利润	121	117	223	347	489	689
利润率	6.1%	4.7%	7.5%	9.3%	10.5%	11.7%
所得税	-14	-13	-31	-49	-68	-96
所得税率	11.4%	11.1%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	107	104	191	298	420	593
少数股东损益	3	0	3	8	10	15
归属于母公司的净利润	104	105	189	290	410	578
净利率	5.2%	4.2%	6.3%	7.8%	8.8%	9.8%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	107	104	191	298	420	593
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	40	49	70	71	77	83
非经营收益	25	48	68	72	68	83
营运资金变动	-359	-389	55	-141	-197	-234
经营活动现金净流	-187	-188	384	301	368	524
资本开支	-114	-187	-261	-71	-119	-20
投资	-26	0	-33	-1	0	0
其他	4	4	5	0	0	0
投资活动现金净流	-136	-183	-289	-72	-119	-20
股权募资	456	0	0	0	-44	0
债权募资	522	46	47	-60	27	-223
其他	-59	-102	-114	-86	-132	-182
筹资活动现金净流	918	-56	-67	-146	-149	-404
现金净流量	596	-427	28	83	100	100
资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	779	359	417	500	600	700
应收款项	595	785	971	1,001	1,201	1,446
存货	412	549	517	603	755	945
其他流动资产	136	167	108	106	132	165
流动资产	1,922	1,858	2,014	2,210	2,688	3,255
%总资产	87.5%	79.9%	71.6%	72.6%	74.4%	78.2%
长期投资	0	0	33	34	33	33
固定资产	223	364	540	695	790	777
%总资产	10.2%	15.6%	19.2%	22.8%	21.9%	18.7%
无形资产	43	87	102	103	100	97
非流动资产	276	468	798	834	925	909
%总资产	12.5%	20.1%	28.4%	27.4%	25.6%	21.8%
资产总计	2,198	2,326	2,811	3,044	3,612	4,164
短期借款	815	861	758	698	725	501
应付款项	289	321	552	666	833	1,044
其他流动负债	59	46	245	159	225	334
流动负债	1,164	1,228	1,554	1,523	1,783	1,879
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	0	0	0	0	0
负债	1,165	1,228	1,554	1,523	1,783	1,880
普通股股东权益	1,018	1,088	1,245	1,501	1,798	2,239
少数股东权益	14	10	13	21	31	46
负债股东权益合计	2,198	2,326	2,811	3,044	3,612	4,164
比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.656	0.304	0.549	0.846	1.195	1.682
每股净资产	5.928	3.168	3.623	4.369	5.235	6.517
每股经营现金净流	-1.090	-0.547	1.117	0.876	1.073	1.527
每股股利	0.300	0.250	0.100	0.100	0.200	0.400
回报率						
净资产收益率	10.20%	9.61%	15.16%	19.36%	22.82%	25.80%
总资产收益率	4.73%	4.49%	6.71%	9.54%	11.36%	13.87%
投入资本收益率	7.82%	7.22%	12.33%	16.29%	19.15%	24.11%
增长率						
主营业务收入增长率	138.95%	24.83%	20.41%	24.95%	25.49%	25.77%
EBIT增长率	66.32%	-2.32%	81.61%	45.43%	35.28%	37.34%
净利润增长率	41.89%	0.66%	80.49%	53.96%	41.32%	40.73%
总资产增长率	117.28%	5.86%	20.85%	8.27%	18.67%	15.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.2	100.0	108.1	100.0	95.0	90.0
存货周转天数	83.6	97.9	92.6	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	12.7	17.1	24.3	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	38.1	46.4	55.2	54.4	50.7	39.6
偿债能力						
净负债/股东权益	3.53%	45.74%	27.09%	12.99%	6.82%	-8.68%
EBIT利息保障倍数	5.4	2.9	4.3	5.2	6.2	7.5
资产负债率	53.01%	52.78%	55.28%	50.02%	49.36%	45.14%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-08-27	买入	12.54	15.00 ~ 18.00
2	2012-10-11	买入	14.31	N/A
3	2012-10-22	买入	15.63	N/A
4	2013-02-28	买入	15.68	N/A
5	2013-04-15	买入	15.09	N/A
6	2013-07-10	买入	20.80	25.00 ~ 25.00

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net