

穿越周期之市占率逆势加速提升

投资要点：

- 公司13日公布13年上半年业绩预告修正公告，将上半年实现归属母公司净利润同比增长30%-50%向上修正至60%-80%，对应实现归属母公司净利润9142.05万元-10284.80万元，实现EPS0.267元-0.3元。
- 我们预计公司上半年收入增长超过30%，二季度单季度收入增速超过35%，其中上半年直销收入增速在20%-30%，渠道收入增速约40%；毛利率预计超过30%，费用控制良好。
- 预计公司业绩超预期（上修）主要源自两方面：一、收入增速大幅超出一季度时20%的计划，其中直销增长20%-30%，地产大客户战略实施效果初显，渠道端继续保持高速增长且基本没有压力；二、毛利率超出一季度约29%的预期，产品价格不变的情况下，一方面原材料价格略有下降，另一方面工艺改进有效突破（湖沥青）。
- 我们认为本次业绩预告上修的最大惊喜来自公司上半年收入增速的加速提升（20%增至30%），尤其是在宏观经济疲弱和周期性行业整体需求萎靡的环境下，公司二季度收入增速（35%）逆势提升，如果公司下半年依然能够保持这么高的收入增速，我们认为公司穿越周期的能力将由仅仅依靠成本红利和费用控制，增加为成本红利、费用控制与市占率逆市加速提升并举，而这将显著提升公司估值水平。相应，公司目前也处在黑马向白马的蜕变阶段。
- 公司地产大客户战略效果初显，渠道端收入持续高速增长，成本端（主要是沥青）高位回落趋势以及公司自身管理费用率的持续改善，是公司目前最大的看点。而公司中报业绩预告的上修坚定了我们对公司具有穿越周期能力的判断，预计13年和14年EPS分别为0.85元和1.12元，对应PE分别为25倍和19倍，给予13年35倍估值，目标价30元，维持买入评级。
- 风险提示：宏观经济下行超预期，地产调控大幅加剧导致下游需求锐减，公司费用再次失控。

公司财务数据及预测

| 项目 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2474 | 2979 | 3899 | 5108 |
| 增长率(%) | 24.83% | 20.41% | 30.88% | 31.01% |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 104.53 | 188.66 | 291 | 385 |
| 增长率(%) | 0.66% | 80.49% | 54.25% | 32.30% |
| 毛利率% | 27.58% | 29.44% | 30.55% | 29.89% |
| 净资产收益率(%) | 9.61% | 15.16% | 19.70% | 21.56% |
| EPS(元) | 0.3 | 0.55 | 0.85 | 1.12 |
| P/E(倍) | 71.5 | 39 | 25.2 | 19.1 |
| P/B(倍) | 6.8 | 5.9 | 5 | 4.1 |

□ 数据来源：民族证券

东方雨虹 (002271.SZ)

分析师：俞鹏程

执业证书编号：S0050512100003

Tel：01059355747

Email：yupc@chinans.com.cn

010

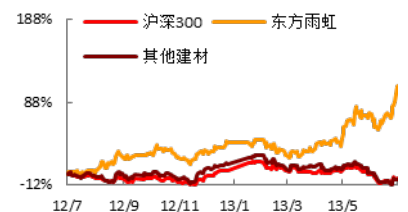
投资评级

| | |
|-------|----|
| 本次评级： | 买入 |
| 跟踪评级： | 维持 |
| 目标价格： | 30 |

市场数据

| | |
|--------------|---------------------|
| 市价(元) | 21.44 |
| 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) | 23.58-11.33 |
| 上证指数/深证成指 | 2059.39/ 8137.77 |
| 2012年股息率 | 0.72% |

52周相对市场改变

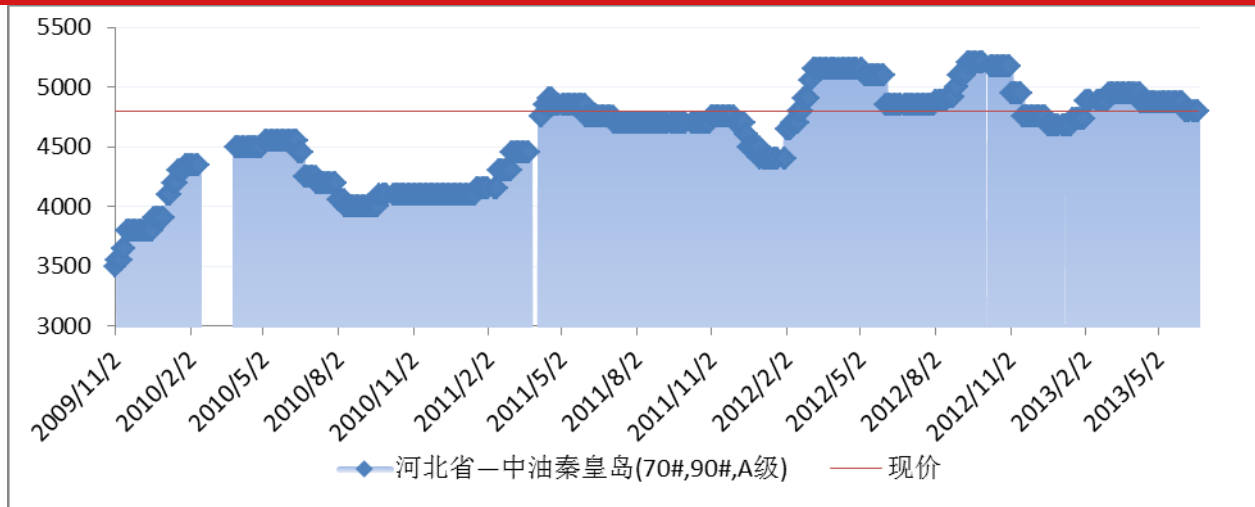


相关研究

东方雨虹(002271)深度报告：穿越周期的成长股——2012.10.26

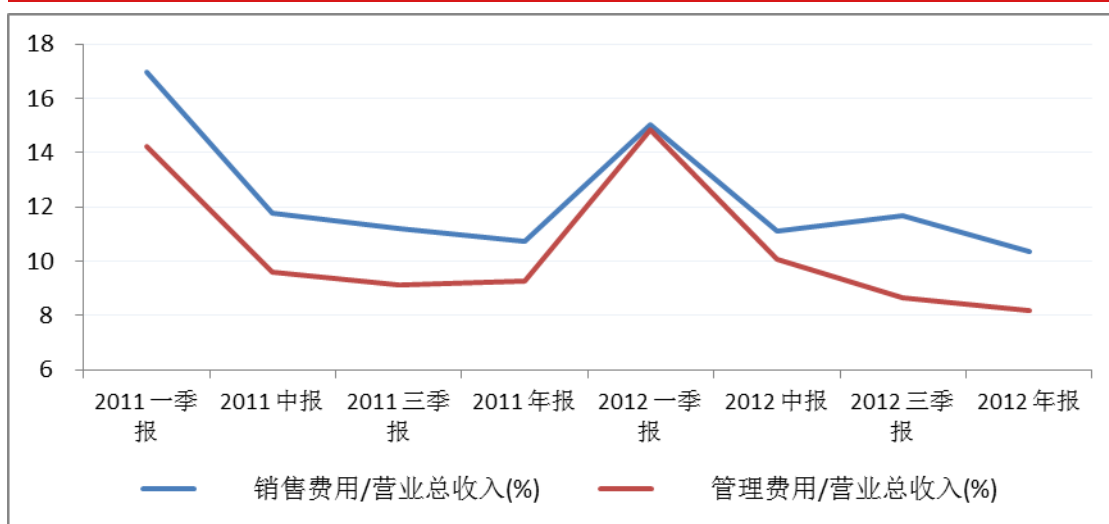
东方雨虹12年年报点评：盈利能力显著提升，经营性现金流大幅改善——2013.4.15

图 1: 公司沥青主要供应商中有秦皇岛沥青价格走势情况



数据来源: 百川资讯, 民族证券

图 2、公司销售费用和管理费用率走势情况



数据来源: 公司公告, 民族证券

表 1: 公司签约战略合作客户一览

| 客户 | 战略合作协议 签署日期 | 备注 |
|--------------|----------------|---|
| 华夏幸福基业股份有限公司 | 2013.5 | 根据协议规定, 未来两年多的时间里, 东方雨虹将在华夏幸福基业北京、天津、河北、沈阳、无锡、镇江、山东文登等城市开发建设的房地产项目大范围提供防水系统化服务。 |

| | | |
|------------------------|------------|---|
| 国务院机关事务管理局中央国家机关政府采购中心 | 2013.5 | 在 2013 年度中央国家机关限额内工程项目定点施工企业招标中,东方雨虹成功入选定点施工供应商。 |
| 富华置地有限公司 | 2013.5 | 在未来的一年内,东方雨虹将成为富华置地开发项目中防水材料独家供应商 |
| 华润置地(唐山)有限公司 | 2013.5.21 | 根据协议内容,东方雨虹将继续为唐山华润橡树湾二期、三期项目供应防水材料。 |
| 广州市明和实业有限公司(简称 GTL) | 2013.5 | 东方雨虹将为 GTL 提供优质产品、专业的防水技术培训及服务。 |
| 北京市军工保密资格认证委 | 2013.2 | 根据国家保密局、国防科工委、总装备部关于《武器装备科研生产单位保密资格审查认证管理办法》的规定,经北京市军工保密资格认证办审查,北京市军工保密资格认证委第三十三次会议审批通过,批准北京东方雨虹防水技术股份有限公司为三级军工保密资格单位,并报国家军工保密资格认证委列入三级军工保密资格名录。这意味着公司将可正式申请和承担秘密级军工科研生产任务,进一步拓展了公司的科研平台,为东方雨虹的科研工作特别是军工科研工作奠定了坚实的基础。 |
| 海峡建设 | 2013.1.17 | 东方雨虹将为海峡建设提供高品质防水系统,双方更一致达成“打造安全、舒适的居住环境”的合作理念。 |
| 龙光地产股份有限公司 | 2013.1.5 | 根据协议内容,接下来的一年里,龙光地产就旗下项目防水工程与东方雨虹全面展开合作关系。 |
| 恒大地产 | 2012.11 | 根据协议,未来一年里,东方雨虹将用优质的防水产品、系统化的防水技术、一流的施工服务为恒大地产天津系列项目保驾护航。 |
| 中国房地产采购平台 | 2012.11.22 | 以推进中国房地产产业链的共同繁荣为目的,中国房地产采购平台在会上正式上线,东方雨虹、北新建材等十家企业成为平台首批战略合作供应商。 |
| 美的地产发展集团 | 2012.10月 | 美的地产发展集团在全国范围内各开发项目及其控股的各项目公司将在 2012 至 2014 年全面采用东方雨虹防水材料。 |
| 鸿坤地产 | 2012.10.11 | 在未来三年内,东方雨虹将成为鸿坤地产在防水产品方面唯一合作伙伴。 |
| 四川沱牌舍得酒业集团 | 2012.8 | 四川东方雨虹与四川沱牌舍得酒业集团成功签订首批防水材料采购合同,并就后期材料供应达成战略合作意向。 |
| 浙江亚厦装饰股份有限公司 | 2012.8.24 | 东方雨虹民用建材分公司与浙江亚厦装饰股份有限公司正式签署战略合作协议,民用建材分公司将针对亚厦装饰下属所有建筑装饰项目提供防水材料供应。 |
| 星河湾集团 | 2012.5 | 公司将就星河湾集团及其下属项目公司在建和新建项目进行防水材料供应。 早在战略合作协议签订之前,东方雨虹与星河湾集团已就多个项目展开合作。达成战略合作伙伴关系,双方扩大合作范围、强化合作内容,初步估计,2012 年的防水面积合作量达数十万平方米。 |
| 广东鸿艺集团有限公司 | 2012.5 | 自合同签订,鸿艺集团与东方雨虹将展开全方位合作 |
| 中航地产 | 2012.3 | 根据协议规定,协议期内,东方雨虹将负责中航地产或中航地产控股、参股的各房地产公司、建筑公司或受托代管的项目公司在建工程防水材料的供货,并在需要时负责防水材料的施工。双方合作范围基本涵盖中航地产在全国各城市投资开发、新开发的项目。 |
| 深圳世纪名典装饰公司 | 2012.2.13 | 东方雨虹与深圳世纪名典装饰公司于广东雨虹公司视频会议中心举行家装防水全面合作签约仪式。 |
| 深圳市政府采购中心 | 2011.10月 | 近日,东方雨虹收到“深圳市政府采购中标通知书”(以下简称“通知”),东方雨虹将成为深圳市政府工程防水材料采购服务战略合作伙伴。 |

| | | |
|--------------|------------|---|
| 盛高置地（控股）有限公司 | 2011.5 | 根据协议条款，在接下来的两年里，东方雨虹将成为盛高置地东部地区、南部地区新开发项目中防水材料及施工唯一供应商。 |
| 龙湖地产 | 2011.1 | 根据协议条款，接下来的两年里，东方雨虹将为龙湖地产全国各地的开发项目提供约 480 万平方米的防水产品。这一合作协议的达成，成为东方雨虹 2011 年大客户销售的“开门红”。 |
| 大华集团 | 2009.12.23 | 东方雨虹正式成为大华集团 2010 年在建筑防水材料及施工服务方面唯一一家战略合作企业。 |
| 重庆龙湖地产 | 2009.9 | 9 月初，北京东方雨虹防水技术股份有限公司与重庆龙湖地产签订了战略合作协议，正式成为龙湖地产的战略合作伙伴。 |
| 万科 | 2009.8.17 | 公司成为万科集团指定的唯一防水材料供应商和施工合作单位。 |
| 当代集团 | 2009.5.16 | 继万科、金地、大华、华润、华远、远洋、亿城等知名地产商结成持续稳固的战略合作关系后，5 月 16 日，我公司与当代集团达成共识，签订了战略合作协议。 |
| 中建一局 | 2009.8 | 出于对品质的重视，该公司在防水材料的战略合作伙伴选择上十分谨慎，中建一局集团建设发展有限公司经过多轮筛选和严格审查，东方雨虹以品质为先的企业实力力挫群雄，与中建一局发展正式签订了防水材料战略合作协议，成为其防水材料唯一供应商。 |

资料来源：公司网站，民族证券

财务预测

| 利润表(百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 2474 | 3023 | 3899 | 5108 |
| 营业成本 | 1791 | 2113 | 2673 | 3535 |
| 营业税金及附加 | 28 | 27 | 35 | 46 |
| 销售费用 | 265 | 339 | 445 | 552 |
| 管理费用 | 230 | 265 | 340 | 442 |
| 财务费用 | 56 | 53 | 72 | 88 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值 | (20) | (20) | (20) | (20) |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 84 | 205 | 316 | 426 |
| 营业外净收支 | 33 | 26 | 26 | 26 |
| 利润总额 | 117 | 231 | 342 | 452 |
| 所得税费用 | 13 | 35 | 51 | 68 |
| 少数股东损益 | (0) | (1) | (1) | (1) |
| 归属母公司净利润 | 105 | 197 | 291 | 385 |

| 现金流量表(百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 105 | 197 | 291 | 385 |
| 资产减值准备 | 2 | (20) | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 28 | 35 | 47 | 58 |
| 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 |

| 资产负债表(百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 现金及等价物 | 359 | 499 | 585 | 766 |
| 应收款项 | 785 | 994 | 1229 | 1539 |
| 存货净额 | 549 | 664 | 817 | 1043 |
| 其他流动资产 | 167 | 203 | 312 | 358 |
| 流动资产合计 | 1858 | 2360 | 2943 | 3706 |
| 固定资产 | 364 | 498 | 586 | 627 |
| 无形资产及其他 | 70 | 67 | 65 | 63 |
| 投资性房地产 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2326 | 2960 | 3628 | 4430 |
| 短期借款 | 861 | 1271 | 1591 | 1912 |
| 应付款项 | 153 | 180 | 227 | 301 |
| 其他流动负债 | 214 | 254 | 322 | 423 |
| 流动负债合计 | 1228 | 1704 | 2140 | 2635 |
| 长期借款及应付 | | | | |
| 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) |
| 负债合计 | 1228 | 1704 | 2139 | 2633 |
| 少数股东权益 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 股东权益 | 1088 | 1246 | 1479 | 1788 |
| 负债和股东权益 | | | | |
| 总计 | 2326 | 2960 | 3628 | 4430 |

| 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 |

数据来源: 民族证券

分析师简介

俞鹏程，厦门大学统计系本硕，证券从业四年，从事建材行业研究三年。

俞鹏程，俞鹏程，厦门大学统计系本硕，证券从业四年，从事建材行业研究三年。

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，本报告的任一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。
地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)