

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

产能大幅扩张, 迎合行业大发展机遇

事件

东方雨虹于9月9日发布定向增发公告, 拟以不低于22.39元/股的价格, 非公开发行不超过5700万股, 募集不超过127338万元, 募集资金主要投向产能建设。

评论

1、行业性机会来临, 公司加快产能建设步伐: 随着消费者的品牌意识提升、企业自主打假和社会监督力量的加强, 防水材料行业向正规化发展的态势在今年体现的较为明显, 行业生态明显改善, 假冒伪劣产品的生存空间被挤压, 主要企业的销售均出现向上的趋势。而作为行业第一品牌的东方雨虹, 产能已经开始吃紧。公司大幅扩张产能, 顺应了有利的长期发展环境, 也侧面说明行业发展的喜人态势。

2、扩张步伐较大, 市场消化不是问题:

本次增发募集不超过12.7亿, 投向唐山(4000万平米卷材和4万吨涂料)、咸阳(2000万平米卷材和4万吨涂料)、徐州(9万吨涂料)、锦州(2000万平米卷材)和德州(1万吨非织造布)5个项目, 共计1亿平米卷材、17万吨涂料和1万吨非织造布, 其中8000万平米卷材和17万吨涂料建设期为1年, 咸阳2000万吨米卷材和德州1万吨非织造布建设期为2年。根据公告资料, 项目完全达产后, 可实现近37亿元收入, 相当于2012年收入的120%左右。

根据协会统计, 2012年防水材料全行业收入达2600多亿, 公司市占率仅1.2%。若以防水卷材单独计算, 2012年公司防水卷材收入17亿, 市占率为2.5%左右。公司的成长空间巨大。

3、品牌强化和渠道变革相互促进, 领头优势更加牢固: 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。

4、股权激励授予完成, 促进员工动力: 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。

5、房地产数据有所改善: 前7月房地产新开工面积同比增长8.4%, 增速环比提高4.6个百分点, 土地购置面积同比下降1.4%, 降幅环比收窄9个百分点。7月M2增速环比提高0.5个百分点, 结合近期房地产再融资的松动迹象, 未来房地产需求或好于预期。

投资建议

1、对于稳定增长的轻资产行业来说, 产能建设资金需求不大, 产能较难达到瓶颈, 但今年以来, 尤其是4月份以后, 公司销售进入加速阶段, 产能瓶颈逐渐显现。这个现象是和从上的逻辑相反, 房地产行业并没有出现大幅的改善。东方雨虹的投资逻辑就是自下而上的行业性加速增长的机会, 即“行业生态改善, 假冒伪劣产品被赶出市场, 龙头企业加速增长”。

2、从公司自身来说, 渠道变革和品牌强化相得益彰, 地产大客户和经销渠道的收入快速提高, 而且整体上获得更高的议价能力和周转速度, ROE从制造企业向品牌企业20%以上的水平靠拢。在特多共和国建立合资公司, 湖沥青原材料自给率增加, 提升销售净利率也将成为公司独特的优势之一。

3、预计公司未来2年的EPS分别为0.85、1.20元, 持续推荐“买入”, 目标价30元。

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%

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%

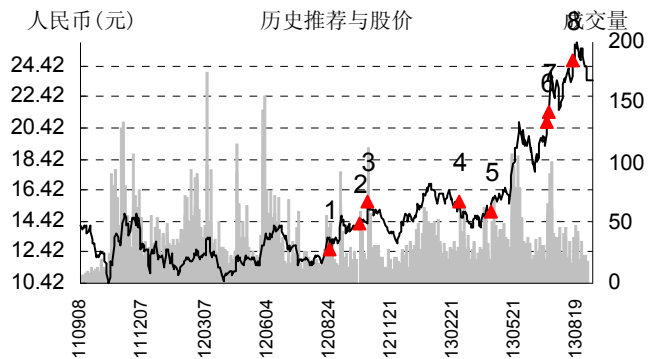
现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	107	104	191	298	420	593
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	40	49	70	71	77	83
非经营收益	25	48	68	72	68	83
营运资金变动	-359	-389	55	-141	-197	-234
经营活动现金净流	-187	-188	384	301	368	524
资本开支	-114	-187	-261	-71	-119	-20
投资	-26	0	-33	-1	0	0
其他	4	4	5	0	0	0
投资活动现金净流	-136	-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

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
7	2013-07-14	买入	21.44	N/A
8	2013-08-13	买入	24.77	30.00 ~ 30.00

来源: 国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

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为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