

未来仍将受益于区域扩张的防水材料行业龙头

东方雨虹 (002271)

股价: 58.50 元

年报点评

2010 年 1 月 30 日 星期六

建筑、建材小组

刘 革

010-59707112

liuge@longone.com.cn

非金属建材/水泥制造

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

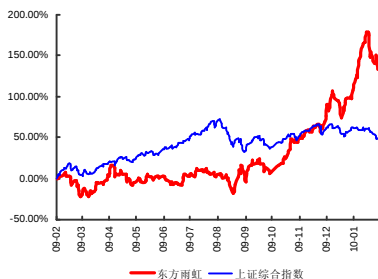
重要数据

总股本(亿股)	0.7914
流通股本(亿股)	0.2772
总市值(亿元)	46.30
流通市值(亿元)	16.22

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	22.38	28.64
3 个月	65.07	66.46
6 个月	127.54	140.6

个股相对上证综指走势图



投资要点

- q 防水材料龙头企业, 2009 年整体经营状况表现优秀。** 2009 年公司实现主营业务收入 8.29 亿元, 同比增长 16.42%, 实现营业利润 8138 万元, 同比增长 66.35%, 实现净利润 7403 万元, 同比增长 63.43%, 实现基本每股收益 0.93 元。公司分配预案为 10 转增 10, 加每 10 股派现金 3 元 (含税)。
- q 防水卷材及防水涂料两大系列产品毛利率的大幅提高是公司净利润大幅上升的主要驱动力。** 报告期公司防水卷材产品毛利率同比提升了 7.58 个百分点, 达到 34.84%, 防水涂料产品毛利率达到 39.96%, 同比提高 8.14 个百分点。两大系列产品毛利率的大幅提高主要得益于, 一方面, 公司对产品成本控制得力, 公司在原材料价格相对较低的冬季, 对主要原材料包括沥青、机油、聚酯胎、改性剂、乳液等进行批量储备, 使产出产品保持了较好的成本优势; 另一方面, 铁路桥涵专用改性沥青防水卷材等高性能产品的推出, 并且在高铁市场等高端领域的成功销售获得了良好的利润率回报, 也提高了公司的综合毛利率; 再者, 公司产品在北京、上海等主力市场认知度较高, 成本转嫁能力较强, 对毛利率的推升也作用不小。
- q 未来销售版图扩张是公司营业收入高速增长的主要方式。** 目前公司在北京、上海两大市场销售基本稳定, 2009 年北京地区销售收入 1.76 亿元, 同比略增 0.33%, 上海 1.47 亿元, 同比增 1.58%, 两大市场收入占总收入的 39.74%, 其他市场 09 年同比增长了 30%, 公司 09 年收入增量主要来自其他市场, 未来公司营业收入的增加仍主要依靠广东、四川、湖南、湖北等区域市场以及大型基建项目。
- q 期间费用率上升, 未来有改善空间。** 报告期公司销售费用、管理费用以及财务费用同比分别增加 46.64%、55.83%、47.98%, 三项费用的增幅都大于销售收入的增长幅度, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为

12.78%、10.43%、1.36%，同比分别增加 2.64、2.64、0.29 个百分点。费用的上升主要是由于公司实施全国战略相应增加了广告、促销、销售人员加薪等因素使销售费用增加 3369.55 万元，以及增加研发经费投入、管理人员工资及福利费、新设子公司等因素使管理费用增加 3083.47 万元。随着公司在新区域市场开拓的逐步到位，销售放量将使得公司的期间费用率有所下降。

q 预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 1.43 元及 2.16 元。公司作为国内第一家上市的防水材料龙头企业，随着资本实力、品牌知名度的提升，全国性扩张战略的实施将使得公司的市场占有率进一步提升。公司二级市场股价近三个月涨幅达 65%，目前股价对应 09、10、11 年 PE 分别为 62.9、40.9 以及 27.1 倍，股价一定程度上包含高送配预期。中长期看，2011 年公司将基本完成全国布局，之后的销售增速会有一定幅度的回落，总体来说，公司的品牌、研发能力都是国内同类企业中的佼佼者，公司经营布局的进展值得我们关注。

利润表预测

单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	484.50	712.32	829.31	1285.26	1866.83
减：营业成本	352.73	509.99	532.23	878.37	1280.65
营业税金及附加	6.92	6.95	6.67	10.34	14.93
销售费用	29.94	72.25	105.94	138.55	189.30
管理费用	26.47	55.50	86.48	108.35	156.81
财务费用	5.81	7.61	11.26	15.42	21.84
资产减值损失	4.84	11.10	5.33	7.72	12.13
加：其他经营收益	-3.28	0.0	0.0	0.0	0.0
其中：公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-3.28	0.0	0.0	0.0	0.0
二、营业利润	54.52	48.92	81.38	126.51	191.17
加：营业外收入	1.17	5.27	8.91	11.69	16.98
减：营业外支出	0.10	0.69	0.38	0.72	0.72
三、利润总额	55.58	53.50	89.91	137.47	207.43
减：所得税	18.27	8.21	15.88	22.68	34.22
四、净利润	37.31	45.30	74.03	114.79	173.21
减：少数股东损益	1.38	1.17	0.85	1.72	2.58
归属于母公司所有者的净利润	35.93	44.12	73.19	113.07	170.63
五、EPS（对应 7914 万总股本）：	0.45	0.56	0.93	1.43	2.16

附注:**一、行业评级**

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122