

东方雨虹 002271.SZ

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

东方雨虹：市场空间依然广阔

事件：

公司公布 2010 年半年报，报告显示上半年实现营业收入 **8.84 亿元**，同比增长 **202.94%**；归属于母公司所有者的净利润 **3477.94 万元**，同比增长 **29.76%**；每股收益 **0.22 元**，同比增长 **29.41%**；加权净资产收益率 **7.08%**，比去年增加 **0.86 个百分点**；每股经营活动产生的现金流量净额为 **0.10 元**，同比上升 **13.21%**；

点评：

I 上半年营收表现好于预期。应该说，公司前期的努力在逐步产生效果，上半年在北京、上海的传统市场份额得到巩固的基础上，外地市场受益工程渠道和零售渠道的经销网络建设效果也逐步体现，传统市场和新进市场的比例进一步向后者倾斜，这是很好的表现；另外，随着大型基础设施建设工程项目的逐步开工建设，来自重点项目的供货比例也逐步释放。

I 分产品来看，公司各项业务和产品都实现大幅增长，其中防水卷材实现营业收入 **3.60 亿元**，同比增长 **117.49%**，防水涂料营收 **3.60 亿元**，同比增长 **226.33%**，工程施工业务营收 **0.97 亿元**，同比增长 **675.99%**；分区域来看，公司传统市场北京地区实现营收 **1.34 亿元**，同比增长 **89.80%**，上海地区 **1.42 亿元**，同比增长 **152.30%**，传统外区域市场的营收 **5.42 亿元**，同比增长 **235.18%**，增幅比例远高于传统区域市场，其占整体营收的比例较去年同期的 **56.00%** 上升到 **66.22%**。

I 受到原材料价格上涨拖累，公司毛利率同比下降明显。受到原油价格上涨影响，公司主要原材料沥青、SBS 改性剂等价格均有不同程度的上涨，如沥青价格比去年同期上涨 **50%**。受原料价格上涨挤压，产品毛利率出现下降，如防水卷材毛利率 **23.71%**，同比下降 **19.19 个百分点**，防水涂料毛利率 **28.74%**，同比下降 **12.57 个百分点**，工程施工毛利率 **27.58%**，同比下降 **3.33 个百分点**；整体毛利率 **26.39%**，同比下降 **15.38 个百分点**，达到近三年来低点。目前公司方面已就原材料上涨对产品价格作出一定调整，预期下半年毛利率会有所改善。

I 报告期内期间费用加上所得税费用为 **16021.81 万元**，同比增长 **72.75%**，由于整体收入基数大幅上升，期间费用率反而整体下降 **12.21%**，规模效应逐步显现；分项来看，销售费用 **8252.23 万元**，同比增长 **80.67%**，销售费用率下降 **5.57 个百分点**，管理费用 **5993.30 万元**，同比增长 **59.90%**，管理费用率下降 **5.53 个百分点**，财务费用 **1056.07 万元**，同比增长 **277.90%**，财务费用率上升 **0.33 个百分点**。主要原因：**1、**加大销售网络建设和市场推广力度；**2、**增加研发投入费用；**3、**管理人员工资和福利费用增加；**4、**子公司尚处于建设期或业务开拓初期，前期费用投入较大而营业收入贡献较小。

请务必阅读正文之后的重要声明

建筑建材

评级：推荐

上次评级：

目标价格：

上次预测：

当前价格：¥27.94

2010.7.31

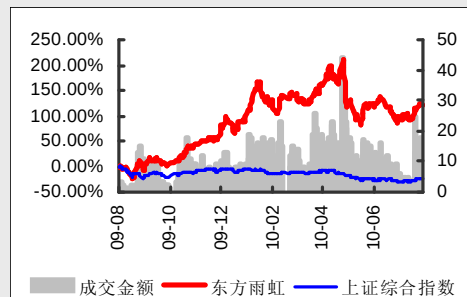
基础数据

总市值（百万元）	4414
总股本/流通 A 股（百万股）	158/55
流通市值（百万元）	1536
每股净资产（元）	3.11
净资产收益率（%）	7.08

交易数据

52 周内股价区间（元）（前复权）	9.50~38.20
静态市盈率（倍）	60.73
动态市盈率（倍）	47.35
市净率（倍）	8.98

52 周内股价走势图



解文杰

行业研究员

执业证书编号

S0820208110015

电话

021-32229888*3506

邮箱

xiewenjie@ajzq.com

相关报告

图 1：出厂价：石油沥青：建筑沥青 周

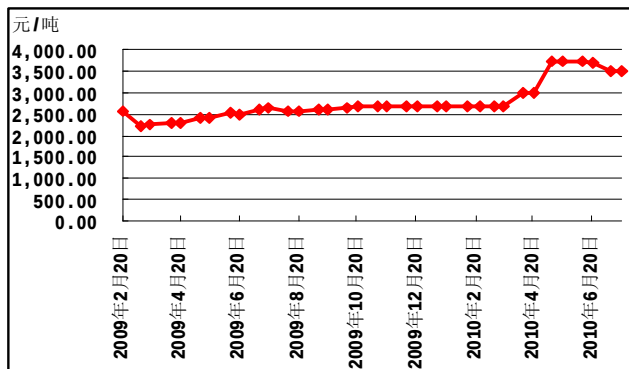
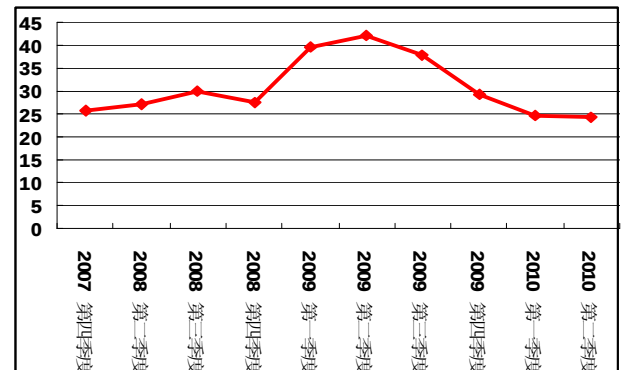
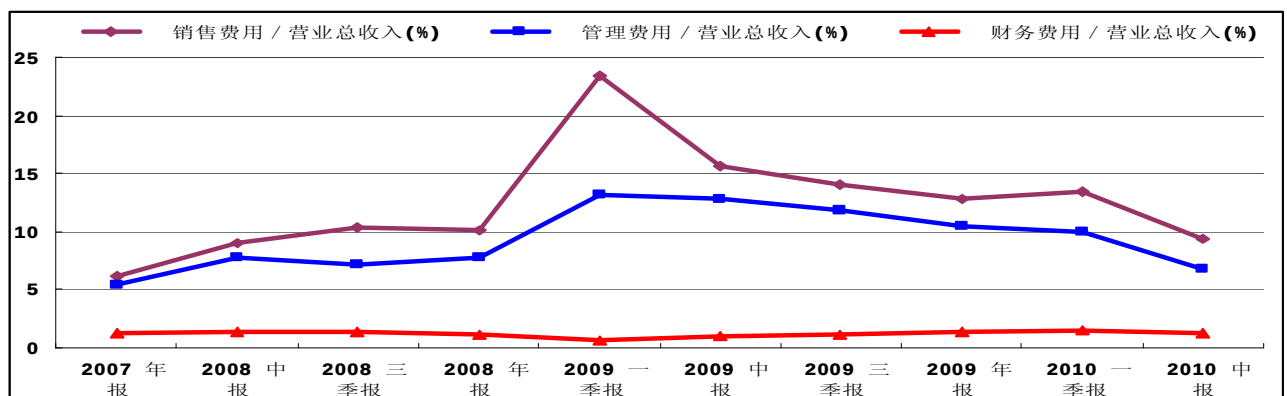


图 2：公司毛利率图



资料来源：wind

图 3：公司期间费用率



资料来源：爱建证券研究总部整理

募投项目逐步投产，产能瓶颈进一步突破，未来高增长可期，下半年或将启动融资计划。公司的募投项目上海生产基地（1000 万平方米防水卷材+1 万吨防水涂料）及企业技术中心项目于 09 年底建成投产；岳阳生产基地（500 万平方米高分子防水卷材+1 万吨防水涂料）主体工程已于 09 年 12 月建成，目前处于调试及试车阶段。随着公司上海生产基地和岳阳生产基地的逐步建成投产，一方面，公司的产能瓶颈问题得到进一步解决，公司原先生产基本集中在北京、上海、岳阳生产基地投产后将增加 1500 万平方米防水卷材、增加 2 万吨防水涂料；另一方面，通过在华东和华中地区的新建生产基地，公司的产能布局进一步完善。由于公司目前正处于高速成长的阶段，产品需求增长明显，公司下半年或将启动新的融资计划，上半年公司已公布非公开增发预案，计划募资建设锦州生产基地（2000 万平方米防水卷材+4 万吨防水涂料）、惠州生产基地（2000 万平方米防水卷材+2 万吨防水涂料），进一步完善公司在东北地区和华南地区的产业布局，分享区域经济建设带来的需求，我们预计公司下半年将根据资本市场情况择机启动融资项目。

建筑防水材料行业市场巨大，公司作为行业龙头，未来成长空间仍然是充满想象的。由于建筑防水材料是建筑功能材料的重要组成部分，其质量和应用效果对建筑工程的结构安全和寿命起着十分重要的作用，特别是 08 年以来，随着国家大规模刺激经济政策的推出，一大批高速铁路、高速公路、桥梁隧道等大型基础设施工程相继开展，建筑防水材料特别是其中的高端品种迎来了新的需求增长点。并且从中长期来看，随着社会经济生活对建筑质量要求的逐步提高，建筑防水材料的产品质量和需求也会有很大的提升空间，替代更新和消费升级所带来的需求增量也蔚为可观。根据中国建筑防水材料工业协会统计，2005-2009 年我

国新型建筑防水材料复合增长率超过 **21%**，**2009** 年建筑防水行业产值超过 **400** 亿元，而且根据国家十一五规划，建筑防水材料行业的集中度将进一步提高，行业前 **20** 名企业的市场占有率将达到 **50%** 以上，而公司作为龙头企业，**2009** 年市场占有率不到 **2.07%**（按照 **2009** 年建筑防水行业产值 **400** 多亿，公司收入 **8.29** 亿计算），显然还有较为广阔的提升空间。

I 估值及投资建议。我们预计公司 **2010** 年、**2011** 年每股收益为 **0.59** 元、**0.87** 元，相对目前的股价 **PE** 为 **47.35** 倍、**32.11** 倍，**PB** 为 **8.98** 倍，尽管短期来看，公司的估值水平略微高显，但是考虑到公司作为细分行业的龙头企业，未来具有良好的成长性及行业整合空间，随着行业集中度的不断上升，公司将面临重大的发展机遇，因此我们给予“推荐”评级。

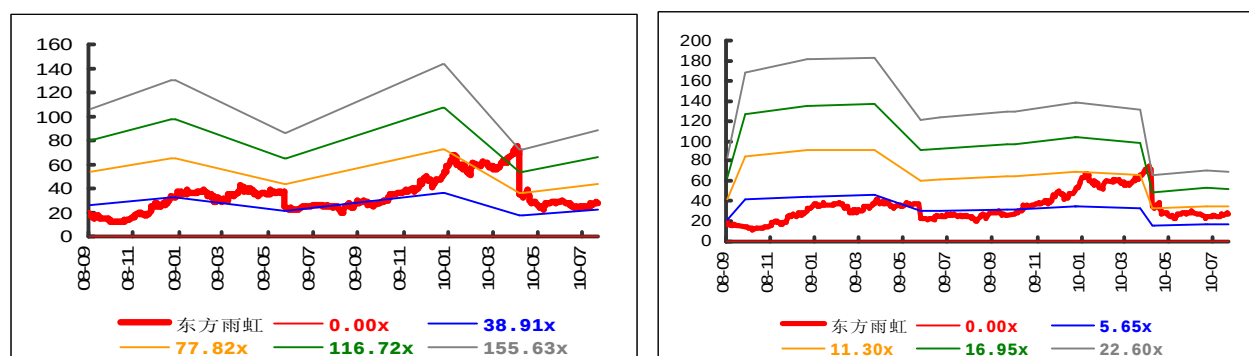
表 1: 东方雨虹盈利预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	484.50	712.32	829.31	1648.33	2307.66
减: 营业成本	352.73	509.99	532.23	1206.25	1665.21
营业税金及附加	6.92	6.95	6.67	13.27	18.57
营业费用	29.94	72.25	105.94	164.83	207.69
管理费用	26.47	55.50	86.48	131.87	196.15
财务费用	5.81	7.61	11.26	19.64	16.60
资产减值损失	4.84	11.10	5.33	5.00	5.00
加: 投资收益	-3.28	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	54.52	48.92	81.38	107.47	198.43
加: 其他非经营损益	1.06	4.58	8.53	0.00	0.00
利润总额	55.58	53.50	89.91	107.47	198.43
减: 所得税	18.27	8.21	15.88	16.12	29.76
净利润	37.31	45.30	74.03	91.35	168.67
减: 少数股东损益	1.38	1.17	0.85	1.15	1.97
归属母公司股东净利润	35.93	44.12	73.19	90.20	166.70

注：我们假设今年下半年公司完成非公开增发 **3000** 万股

资料来源：爱建证券研究总部

图 10: 东方雨虹 PE/PB Bands



资料来源：爱建证券研究总部整理

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

I 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。