

建材行业

报告原因：公司调研

2011 年 1 月 18 日

市场数据：2011 年 1 月 18 日

收盘价（元）	36.92
一年内最高/最低（元）	44.08/23.5
市净率	11.7
市盈率(2010)	68
流通 A 股市值（亿元）	28.03

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyfz@i618.com.cn

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

东方雨虹 (002271)

防水领域旗舰店 高成长可持续

增持

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：亿元、元、倍

	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	主营业 利润率	净资产 收益率	市盈率
2008A	7.13	47.02	0.44	22.8	0.23	6.87	10.44	157.3
2009A	8.29	16.42	0.73	65.86	0.394	9.81	15.2	94.8
2010E	20.02	141.3	1.06	37.47	0.54	5.98	17.28	68
2011E	24.58	22.8	1.98	97.5	1.06	8.4	22.9	35

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

事件：我们近期对东方雨虹进行了调研，跟公司高管进行了沟通和交流并参观了公司在北京顺义区的生产基地。

调研信息及评论：

- **建筑离不开防水。**工程建筑和房屋建筑中，防水成本一般占到建设成本的 1%-3%，占比虽然不高，但如果防水出现了问题，维护成本要远高于初始建设成本，因此建筑防水工程的质量好坏将直接影响到房屋和工程建筑的使用功能和寿命。近年来防水材料在工程施工领域应用逐步拓宽，以前防水主要应用于房屋施工中，现在已经扩大到房屋建筑、铁路建设、轨道交通、水利设施、高速公路、机场修建等众多基础设施建设项目上。
- **防水行业空间巨大，未来 5 年内仍高速增长。**防水行业是建筑材料中的细分行业。根据中国建筑防水协会预计，目前我国的防水材料市场规模已超过 500 亿，近 5 年的复合增长率超过了 20%，未来 5~10 年随着城镇化推进、高铁建设的高速增长、保障住房的增加等，我国建筑防水行业将迎来一个发展黄金期。我们估算未来 5 年内仅高铁和保障住房两项每年新增的防水需求接近 100 个亿，不考虑其他领域就已经比目前 500 亿增长 20%，我们认为未来 5 年内防水市场仍会呈现高速增长。
 - **高铁：**我们按照在京沪高铁建设中防水投资近 20 亿，粗略估算未来 5 年仅高铁（2015 年高铁运营里程达到 2.6 万公里）新增的防水市场规模就将达到 190 亿元，平均每年近 40 亿；
 - **保障住房：**一般防水面积占到建筑面积的 30%，谨慎起见，我们按照每年 500 万套的保障住房安居工程（假设每套户型 60 平米和每平方米防水成本 50-60 元）估算，每年所需要的防水市场规模在 40--50 亿。
- **防水材料首家上市公司，公司成长迅速。**作为防水材料第一家上市公司和第一大防水企业，公司 2008 年上市后公司扩张迅速。上市前主要生产基地和市场销售均集中在北京及周边地区，现已建立北京、上海、岳阳三大生产基地，防水卷材、防水涂料产能由上市前 2000 万平米和 1.5 万吨增加到 3000 万平米和 3.5 万吨。公司产品销售旺盛，即使不断扩张产能，生产线一直在满负荷运转，去年 6 月公司决定以定向增发方式在辽宁锦州和广东惠州建立新的生产基地，防水卷材和防水涂料在建产能分别是目前的 1.33 倍和 1.71 倍，将于今年上半年和年底投产，投产后公司收入 and 市场份额进一步提升。



- **直销是公司的传统强项，渠道销售将是未来的重中之重。**公司成立之初主要通过直销方式，定位中高端客户，服务项目包括人民大会堂、毛主席纪念堂、奥运场馆、中铁建、万科、金地集团、华润置地等中高端优质客户，通过大型项目经验积累公司在细分领域具有明显的竞争优势，比如公司在高铁防水领域市场占有率已经超过 30%。公司 2002 年开始着力建设渠道销售上，近几年通过经销商的培育以及与家得宝、东方家园、居然之家等国内知名建材超市和业之峰、洪涛股份等装修公司合作，渠道销售为公司带来的收入增长很快。公司也已成为部分客户的独家供应商，目前渠道销售收入占比在 30%左右，公司未来还将重点加强渠道销售建设，收入占比拟提高到 5 成。
- **技术研发能力先进，产品系列丰富。**公司的技术研究中心 2006 年已被认定为北京市企业技术中心，同时也是行业内首家省级企业技术中心。通过加大研发投入，公司不断改进产品配方提高产品的质量和使用寿命以及加快新产品的推出频率。公司的防水材料产品品种已有上百个，基本覆盖了国内新型建筑防水材料的多数重要品种，可以满足各类消费群体需求。2007 年 5 月，推出 RWB-801 铁路桥涵专用改性沥青防水卷材，其技术与性能达到国际先进水平，延长铁路桥梁的使用寿命，现已广泛我国高铁建设中；2008 年公司开发出的喷涂聚脲防水涂料，具有高强、高延伸、耐磨和耐冲击等优异性能，达到国内领先。
- **高增长还可以持续。**公司过去三年销售收入从 7.1 亿元增加到 20 亿元（预测值），年复合增长率高达 69%，我们认为公司未来这种高增长还可以持续，原因在于：首先，公司目前在建的锦州和惠州项目投产后就可以 100%达产，产能释放快，另外公司去年 8 月收购云南昆明风行 100%股权后，计划将投建 2000 万平米防水卷材，建成后覆盖区域将拓展至云南、川黔桂西部地区和东南亚市场；其次，公司在高铁防水领域的市场占有率超过 30%，高铁已纳入战略性新兴产业，公司以产品质量优势、成本优势和项目经验将充分享受高铁带来的投资盛宴，我们认为市场份额还有提升的空间；再次，经过前几年的市场培育和经销网络逐步成熟，渠道销售有望给公司销售收入带来超预期增长。
- **盈利预测和评级。**我们预计 2011-2013 年营业收入 27.8 亿/46.3 亿/53.4 亿，按照定向增发 3000 万股计算，摊薄后的每股收益 1.06 元/1.85 元/2.24 元，未来 3 年的复合增长率 45%，对应 36.92 元的收盘价，2011PEG 为 0.36，考虑到公司未来 3 年的增长率和防水行业增长前景，我们认为 PEG 值较低，给予“增持”评级。

表：公司主要产品预测明细和核心财务指标

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
防水卷材（万平米）-产能	2000	2100	3000	7000	9000	9000
销量	2000	2100	3500	4600	7600	9000
价格（元/平米）	20.00	22.00	35	35	35	38
毛利率	27.26%	34.84%	25%	27%	27%	27%
防水涂料（单位：万吨）-产能	1.5	2.5	3.5	9.5	9.5	9.5
销量	1.2	1.35	3.35	5.35	9.35	9.35
单价（价格/公斤）	9000	10000	20200	20000	20000	20000
毛利率	31.82%	39.96%	25.00%	25.00%	26.00%	26%
防水施工收入	8763.60	9751.40	10000	10000	10000	10000
毛利率	31.00%	35.86%	27.58%	27.58%	27.58%	27.58%
收入增长率	47.02%	16.42%	141.37%	38.88%	66.55%	16.41%
综合毛利率	28.40%	35.82%	25.13%	26.25%	26.61%	26.66%
销售费用率	10.14%	12.78%	9.10%	9%	9%	9%
管理费用率	7.79%	10.43%	8.00%	7.50%	7.30%	7.00%
财务费用率	1.07%	1.36%	1.30%	1%	1%	1%
净利率	6.19%	8.82%	5.03%	7.15%	7.53%	7.82%

表：利润预测表（单位：万元）

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、营业总收入	71,231.76	82,930.59	200170	278000	463000	539000
二、营业总成本	66,339.60	74,792.59	188202.06	254367.00	421058.50	488259.50
营业成本	50,999.08	53,223.23	149869.50	205022.00	339802.00	395282.00
营业税金及附加	694.7	667.47	1501.275	2085	3472.5	4042.5
销售费用	7,224.84	10,594.39	18215.47	23630	39355	45815
管理费用	5,549.88	8,648.35	16013.6	20850	33799	37730
财务费用	760.89	1,125.97	2602.21	2780	4630	5390
资产减值损失	1,110.21	533.18	1100	0	0	0
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益						
四、营业利润	4,892.17	8,138.00	11967.95	23633.00	41941.50	50740.50
加：营业外收入	527.25	890.67	0	0	0	0
减：营业外支出	69.11	38.04	0	0	0	0
五、利润总额	5,350.30	8,990.63	11967.95	23633.00	41941.50	50740.50
减：所得税	820.52	1,587.55	1,795.19	3,544.95	6,710.64	8,118.48
六、净利润	4,529.79	7,403.08	10172.75	20088.05	35230.86	42622.02
归属于母公司所有者的净利润	4,412.39	7,318.56	10060.85	19867.08	34843.32	42153.18
摊薄基本每股收益(元)	0.23	0.39	0.54	1.06	1.85	2.24

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。