

建材行业

报告原因：公司调研

2011 年 11 月 14 日

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：sxzqyjfb@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)

过快费用增长有望被遏制，期待明年业绩增长

增持

维持评级

公司研究/点评报告

调研信息及评论：

- **渠道销售将是未来公司增长的一大亮点。**渠道销售增长快与否取决于公司的产能布局、销售网络是否完善，相比直销，渠道模式具备网点多、费用低、规模大优点。近几年公司加快扩张，由原来仅覆盖华北地区发展至能覆盖到东北、华东、中南、西南五大区域。随着公司生产线布局扩张和品牌知名度提升，公司的渠道收入增长很快，渠道代理商已发展至 700-800 家，每年收入以 100%幅度增长，零售网点已达到近万个，每年保持了 50%的增长，渠道销售占到总收入比重达到 30%，直销占比 70%。公司未来计划在西北地区在建新生产线，产能布局将更加完善，待生产线投产后，未来渠道收入将是公司增长的一大亮点。
- **今年高铁降幅由房地产和市政弥补。**今年铁路收入因高铁投资下降，高铁收入占比由去年的 35%降至 15%，公司今年房地产和市政收入增长较快，收入分别占到 60%和 25%。
- **费用侵蚀严重，公司调整人员控制费用有望明年见效。**公司近几年扩张很快，公司目前防水卷材产能 4800 万平米，不包括 7000 万平米的在建产能，上市至今的复合增长率 40%，同时费用增加的更快，以员工为例，公司上市时员工人数仅 1100 人现已增加到 3300 人，增速超过产能增速，以今年前三季度为基准，2008 年三季度至今公司营业收入 CAGR54.6%，但销售和管理费用 CAGR 却超过 63%，三项费用率平均每年上升一个点，今年前三季度公司收入增长 26.4%，三项费用率升至历史高点 22.5%，净利润（扣非后）同比下降 28.6%，过多费用增长侵蚀了公司利润。公司已意识到费用增长过快，目前逐步调整人员，加强费用控制，公司利润对费用变化敏感，费用率每下降一个点净利润增长 20%，因此随着公司对费用控制的加强对于明年利润增长将有很好的基础。
- **下游分化降低风险。**防水领域涉及到房屋建筑、家庭二次装修、铁路建设、轨道交通、水利设施、高速公路、机场等多领域，下游需求多元化可以保证单个领域下降对防水需求影响不会太大，今年高铁收入下降由房地产收入弥补，长远看我们认为 7.23 事故发生不会改变发展铁路的政策方向，未来铁路运行将更加安全同时保持投资平稳增长，我们认为作为国内最大的高档防水材料提供商在铁路安全意识提高大环境下将对公司更有利；在地产领域，与公司合作房地产客户主要有万科、保利、金地、大华、碧桂园等国内最大地产商，万科作为公司第一大客户，近几年精装比在不断提高，明年还将提高，防水材料使用贯穿房屋建筑和达到居住条件的全过程，客户精装比提高有利扩大公司销售规模，而目前的房地产调控对房地产大于对公司影响，预计明年房地产收入跟今年持平；今年是水利大规模建设第一年，水利投资高增长还没有完全显现出来，需要有一个过程，因此公司目前水利订单不是很多，公司专门成立水利水电部，同时在研发应用水利的新产品，预计明年随着水利投资规模显现将对公司的增长是一大看点；目前已有 31 个城市轨道交通规划获得批准，“十二五”城市轨道交通投资超过 1 万亿，轨道交通投资规模增加为公司收入新增重要收入来源。

- 盈利预测和投资评级。我们预计 2011-2013 年营业收入 26.6 亿、35.8 亿和 52 亿，EPS0.33 元、0.58 元和 0.91 元，2012 年和 2013 年增速为 78%和 56%，2012PEG 为 0.3，我们认为随着公司对费用控制的加强，将为明年业绩增长有支撑，看好公司明年增长，给予公司股价“增持”评级。
- 风险提示：铁路资金筹资渠道不畅，投资大幅下降；房地产调控期过长。

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
防水卷材（万平米）					
销量	2100	3111.17	5500	7500	10500
价格（元/平米）	22.00	30	30	30	30
毛利率	34.84%	31%	26%	26%	26%
防水涂料（单位：万吨）					
销量	3	5.06	7	9.50	15.00
单价（价格/吨）	13000	17000	13000	13000	13000
毛利率	39.96%	25.39%	27.20%	27.00%	27.00%
防水施工收入	9751.40	10000	10000	10000	10000
毛利率	35.86%	27.58%	27.58%	27.58%	27.58%
综合指标					
毛利率	35.82%	28.78%	26.72%	26.39%	26.41%
销售费用率	12.78%	10.38%	11%	10%	10%
管理费用率	10.43%	9.43%	9.50%	8.50%	8.00%
财务费用率	1.36%	1.53%	2%	1%	1%
收入增长率	16.42%	138.95%	34.23%	34.77%	45.05%
净利润增长率	65.86%	41.89%	8.12%	78.20%	56.34%

利润预测表（单位：万元）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、营业总收入	82,930.59	198,166.02	266000	358500.00	520000
二、营业总成本	74,792.59	186614.93	255445.00	334700.75	482792.00
营业成本	53,223.23	141,125.30	194930.00	263897.00	382692.00
营业税金及附加	667.47	1,499.31	1995	2688.75	3900
销售费用	10,594.39	20,560.05	27930	34057.5	49400
管理费用	8,648.35	18,686.84	25270	30472.5	41600
财务费用	1,125.97	3,022.67	5320	3585	5200
资产减值损失	533.18	1,720.76	0	0	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益					
投资净收益					
四、营业利润	8,138.00	11551.09	10555.00	23799.25	37208.00
加：营业外收入	890.67	663.18	2800	0	0
减：营业外支出	38.04	129.54	0	0	0
五、利润总额	8,990.63	12084.73	13355.00	23799.25	37208.00
减：所得税	1,587.55	1,371.73	2,003.25	3,569.89	5,581.20
六、净利润	7,403.08	10713.00	11351.75	20229.36	31626.80
减：少数股东损益	84.53	328.99	124.87	222.52	347.89
归属于母公司所有者的净利润	7,318.56	10384.01	11226.88	20006.84	31278.91
摊薄基本每股收益	0.21	0.30	0.33	0.58	0.91

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。市场有风险，投资需谨慎。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。