

东方雨虹(002271)调研报告

规模化的前夜，2012 年盈利弹性将提升

原材料/其他建材

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 12 月 7 日

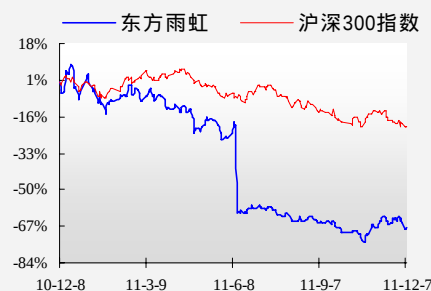
投资要点：

- 据我们了解，建筑防水材料行业“十二五”期间依然会保持 15%左右的增长速度，而公司作为行业龙头增速会高于行业平均水平。
- 我们认为公司今年业绩不甚理想的原因在于以下几个方面：1、今年高铁建设进度和结算进度延迟；2、新建和并购产生的成本需要时间来平缓；3、人员激增，为适应公司大规模铺点所匹配的销售团队，公司年初开始大规模招聘人员，但是效果并不是很理想，预计人员调整随后也会展开。
- 规模化的前夜，今年或为业绩的低点，明年的业绩弹性预计会大幅提升，原因：1、产能扩张会保持 30%以上的增长，预计明年收入还是会保持平稳较快的增长速度；2、毛利率有望保持稳定；3、目前网络铺垫和渠道建设基本完成，规模效应将逐步显现；4、内部整合和规模化带来的期间费用率水平会有所下降。
- “大防水企业+大地产公司”的合作模式使得公司应对房地产调控的能力得到加强，水利防水市场日益受到重视且市场容量巨大，会逐步成为公司未来新的盈利增长点。
- 我们预计公司 2011 年、2012 年、2013 年 EPS 为 0.36 元、0.61 元、0.99 元，目前股价对应 PE 为 36.4x、21.4x、13.2x，我们认为随着渠道销售网络的逐步完善，公司的规模化效应将逐步体现，明年盈利业绩弹性将大幅提升，维持“推荐”评级。
- 风险提示：项目建设低于预期；原材料价格上涨超预期。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	198,166	139.0	10,384	41.9	0.30	10	43.7	
2011E	258,406	30.4	12,363	19.0	0.36	11	36.4	
2012E	340,307	31.7	20,793	68.2	0.61	15	21.4	
2013E	443,676	30.4	34,165	64.3	0.99	20	13.2	

走势图



市场数据

2011-12-7

收盘价：	13.10 元
52 周最高价：	44.08 元
52 周最低价：	10.18 元
平均持仓成本：	14.40 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	34,352
流通 A 股（万股）：	34,352
每股收益（元）：	0.21
每股净资产（元）：	3.05
每股经营现金流（元）：	-0.49
市净率：	4.30

分析师：解文杰

执业证书编号：S0550511020012

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: xiewj@nescn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

事项：近期我们对公司进行了跟踪调研，并就最新的经营情况和公司的管理人员进行了沟通交流，形成此报告。

一、建筑防水材料行业“十二五”期间依然会保持较快的速度增长，行业集中度有望进一步提升，公司收入规模有望继续保持快速增长

据我们了解，建筑防水材料行业“十二五”期间依然会保持 15%左右的增长速度，而公司作为行业龙头增速会高于行业平均水平。行业增长主要基于以下因素：1、整体来看，由于目前国内城市化率还不高，我们预计固定资产投资和基建还是会保持较快的增速，高铁、机场、地铁、水利等投资规模依然庞大；2、相对于发达国家较为成熟的发展阶段，国内防水市场主要集中在初次安装上，二次维修市场规模还是很小，但未来这块市场会逐步发展起来，存量市场的维修规模会很大而且具有持续性；3、社会对于防水功能的认识随着消费升级意识的提高和防水材料性能的推广得到加强，很多建筑物的防水部位和防水等级都会提升。而且，目前建筑防水材料行业集中度偏低，竞争过于激烈，不利于行业健康发展，协会方面表示未来将主要依靠市场竞争等手段扶持大型优质防水材料企业做大做强，“十二五”期间前 50 大防水材料企业市场占有率希望能够达到 50% 左右。

目前，国内防水材料行业产值将近 600 亿元左右，我们预计到 2015 年将达到 800-1000 亿元左右。同时，公司的市场占有率将不断得到提升，从 2005 年的 1.15% 上升到目前的大概 4% 左右，根据公司中长期规划，5 年后公司年收入将达到 64-100 亿元左右，作为国内防水材料行业龙头企业，市场占有率有望提升至 8%-10%。

表 1：2005-2010 年主要防水材料产量情况（万平米）

项目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
防水材料合计	60711	63504	68362	76900	89230	101100
	4.60%	2.42%	7.65%	12.49%	16.00%	13.30%
其中：新型防水材料小计	32202	37998	47859	59900	74230	87900
	18.00%	12.76%	25.95%	25.16%	23.90%	18.41%
SBS/APP 改性沥青防水卷材	13000	14000	16099	18500	22270	26200
	28.50%	7.69%	15.00%	14.91%	20.40%	17.64%
高分子防水卷材	7500	8500	10000	12500	14160	15600
	1.40%	13.33%	17.65%	25.00%	13.28%	10.17%
中高档防水涂料	8300	9500	11500	15000	20100	24300
	8.60%	14.46%	21.05%	30.43%	34.00%	20.89%
玻纤沥青瓦	1700	2000	2060	2000	2160	3748
	40.00%	17.65%	3.00%	-2.91%	8.00%	73.51%
自粘防水卷材	1600	2200	4900	7600	9950	12500
	50.00%	37.50%	122.73%	55.10%	31.00%	25.62%
其他新型防水材料	1600	1800	3300	4300	5590	7000
	30.00%	12.50%	83.33%	30.30%	30.30%	25.22%
其中：沥青油毡类防水卷材小计	28298	25500	20499	17000	15000	13200
	-8.30%	-9.89%	-19.61%	-17.07%	-13.03%	-12.00%
石油沥青纸胎油毡	4300	3500	2500	2000	1800	1600
	-8.00%	-18.60%	-28.57%	-20.00%	-12.00%	-11.11%
沥青复合胎柔性防水卷材	23998	21999	18000	15000	13200	11600
	-8.70%	-8.33%	-18.18%	-16.67%	-12.00%	-12.12%

资料来源：中国建筑防水协会、东北证券整理

二、目前需求和销售都较好，但今年业绩远低于市场预期原因在于过快的扩张所带来的期间费用的大幅攀升

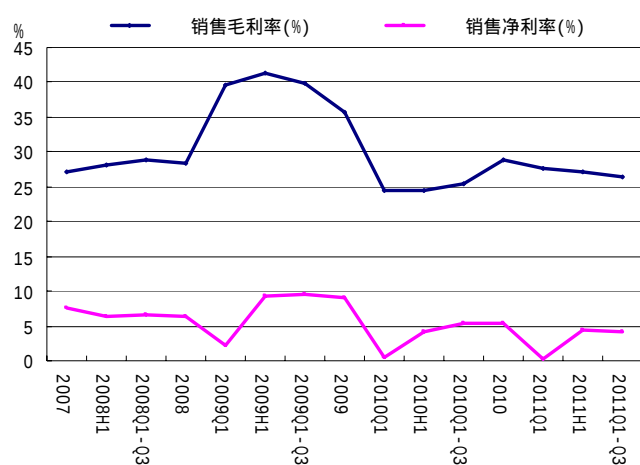
公司 2011 年前三季度实现营业收入 17.45 亿元，同比增长 26.36%，其中三季度实现营业收入 7.13 亿元，同比增长 43.43%，我们判断全年销售收入有望达到 24 亿元，但是前三季度归属于母公司所有者的净利润情况非常不理想，仅实现 7207.95 万，同比仅增长 0.24%，其中三季度为 2567.91 万元，同比下降 30.83%。如果扣除营业外收入 2951.63 万元，基本上前三季度业绩呈现负增长，这为公司上市多年来罕见。

事实上，公司的收入依然保持较快增长，成本也并没异常变动，前三季度的毛利率达到 26.4%，同比上升 0.88 个百分点，但是净利率只有 4.09%，同比降低 1.3 个百分点。如果剔除非经常性损益，事实上，公司的业绩低于预期从第一、第二季度都已开始反应，综合起来看，我们认为业绩不甚理想的原因在于以下几个方面：1、高铁进度受到铁道部“刘志军”事件及“7.23 动车事件”影响，一方面建设进度受到影响，另一方面结算进度也被推迟，使得公司的高铁项目收入确认和资金占用都受到影响；2、新建和并购产生的成本需要时间来平缓。公司从去年下半年开始扩张速度大幅加快，建设锦州、惠州生产基地（锦州已投产，惠州项目有所推迟），收购徐州卧牛山和昆明风行（两者目前基本处于整合期），一系列的并购使得公司的成本和费用水平大幅增加，而收益在当年或难以体现；3、人员激增，为适应公司大规模铺点所匹配的销售团队，公司年初开始大规模招聘人员，使得全公司人数从去年的 2800 多人增加到 3300 多人，但是效果并不是很理想，预计人员调整随后也会展开。

以上使得公司的期间费用大幅加，其中销售费用达到 1.95 亿元，同比增长 57.25%；管理费用达到 1.59 亿元，同比增长 62.24% 财务费用达到 3755.46 万元，同比达到 86.50%。前三季度毛利为 4.61 亿元，但期间费用就高达 3.91 亿元。

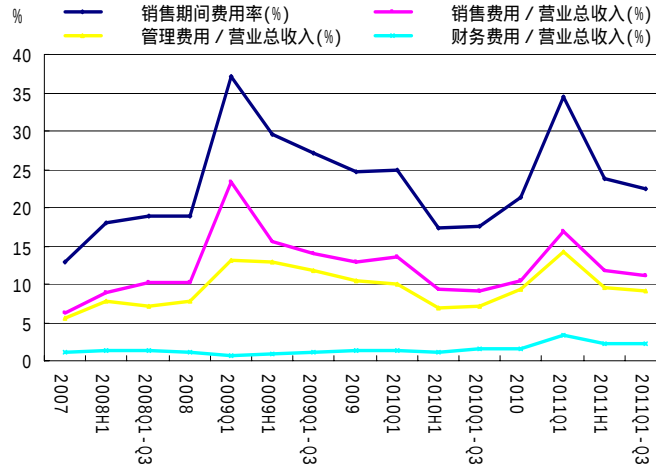
但是我们认为，这是在公司业务扩张和做大做强中必须要经历的，我们称之为“规模化的前夜”，随着公司收购和铺点的陆续完成，未来将逐步享受规模化效应所带来的收益，尽管短期对公司业绩的影响也比较大。

图 1：公司毛利率和净利率变动图



资料来源：东北证券

图 2：公司期间费用率变动



资料来源：东北证券

三、规模化的前夜，今年或成为业绩的低点，明年的业绩弹性预计会大幅提升

今年我们的判断基于如下几点理由：

第一、产能扩张会保持 30% 以上的增长，预计明年收入还是会保持平稳较快的增长速度。

经过以往几年的快速扩张，公司目前投产的生产线包括：1、北京生产基地：1800 万平方米防水卷材+1.5 万吨防水涂料；2、上海生产基地：1000 万平方米防水卷材+2 万吨防水涂料；3、锦州生产基地：1000 万平方米防水卷材+4 万吨防水涂料（之前定增计划是 2000 万平方米产能，中间公告有 1000 万平方米移到昆明基地），其中锦州基地防水卷材产能已经公告在 2011 年 4 月份投产；4、岳阳生产基地：1000 万平方米防水卷材+500 万平米 TPO 高分子卷材+1 万吨防水涂料，这个是 2011 年中报中公告投产。

明、后年来看，徐州卧牛山生产基地和昆明生产基地的产能释放是重要看点。徐州卧牛山是老牌国企，品牌非常不错，但由于经营机制的原因使得盈利能力较弱，公司上半年进行通过收购来扩大规模和加强华东、华中市场辐射力。目前公司在徐州那边重建生产线，规划扩建 3000 万平方米防水卷材、10 万吨防水涂料，根据建设进度，1 条 1000 万平方米防水卷材生产线明年有望投产。昆明生产基地规划建设 2000 万平方米防水卷材、5 万吨防水涂料，明年 1 条 1000 万平方米生产线有望投产。惠州的情况目前处于前期工作中。

目前公司已投产防水卷材生产线规模达到 5300 万平米，防水涂料 4.5 万吨，明年有望投产 2 条 1000 万平米，防水卷材产能有望增长 30% 以上，涂料产能也有望大幅提升。

表 2：公司各主要生产基地产能表一览

序号		防水卷材	防水涂料	投产日期	
1	北京基地	1800 万平米	1.5 万吨	2009	主要辐射华北地区
2	上海基地	1000 万平米	2 万吨	2009	主要辐射华东地区
3	锦州基地	1000 万平米	4 万吨	卷材 2011、涂料预计明年投产	主要辐射东北地区
4	岳阳基地	1000 万平米+500 万平米 TPO 高分子卷材	1 万吨涂料	2011 中期	主要辐射华中地区
5	惠州基地	1000 万平米	2 万吨涂料	待定	主要辐射华南地区
6	徐州卧牛山	规划 3000 万平米	1+9=10 万吨	1000 万平米和涂料预计 2012 年投产，其他 2 条待定	主要辐射华东、华中地区
7	昆明风行	规划 2000 万平米	2+3=5 万吨	1000 万平米和涂料预计 2012 年投产，其他 1 条待定	主要辐射西南地区
8	山东临邑非织造布	山东天鼎丰年产 5 万吨非织造布生产线建设项目			

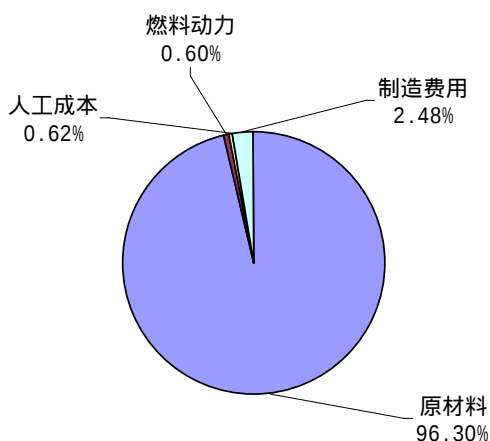
资料来源：东北证券

成本方面有望保持稳定，毛利率方面有望稳定

根据招股说明书数据，公司的成本构成如下：公司的成本包括原材料（96.30%）、燃料动力（0.60%）、人工成本（0.62%）和制造费用（2.48%），而原材料主要包括沥青（27.54%）、

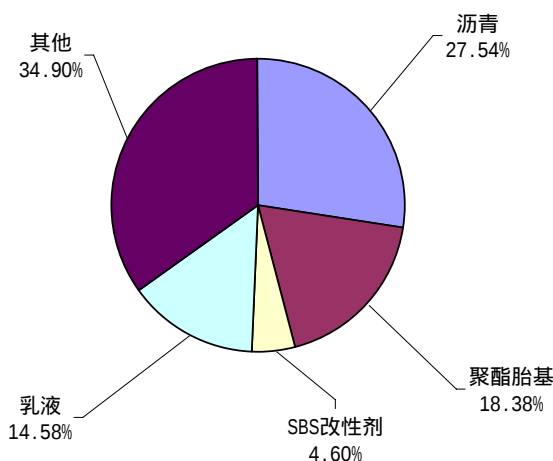
聚酯胎基（18.38%）、SBS 改性剂（4.60%）、乳液（14.58%）、其他（34.90%）等，整体来看，沥青占成本的比例占到 30%左右，因此，沥青的价格对于公司成本的变动影响非常明显。

图 3：公司成本结构图



资料来源：东北证券

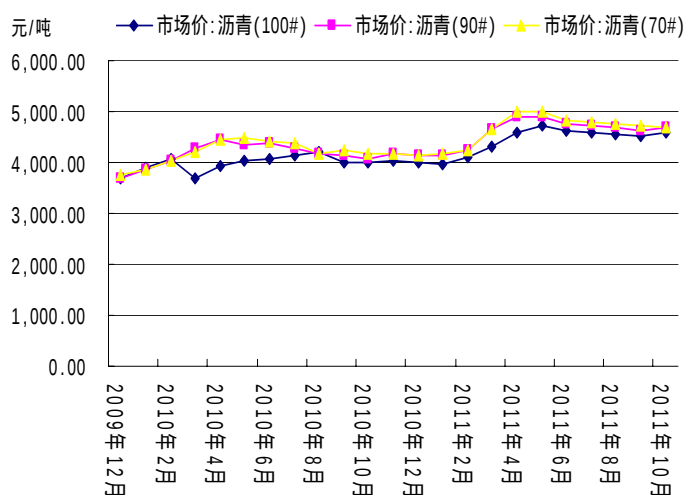
图 4：公司原材料构成图



资料来源：东北证券

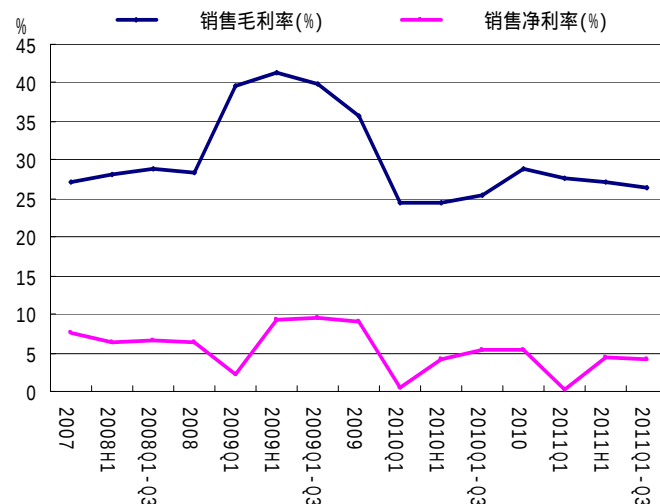
从公司的历史毛利率变化来看，毛利率的变化基本和沥青价格的变化呈现反向变动关系。

图 5：各种型号沥青价格走势



资料来源：东北证券

图 6：公司毛利率变化

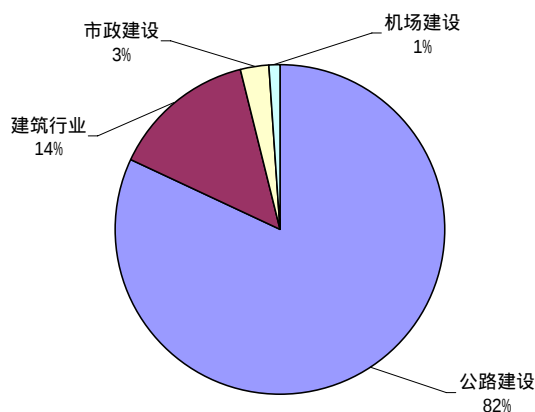


资料来源：东北证券

因此，判断沥青价格变化情况对于预测公司的毛利率有比较重要的影响。从国内的沥青需求结构来看，公路建设占市场份额最大（约 82%），其次分别为建筑行业（约 14%）、市政建设（约 3%）和机场建设（约 1%），所以，下游需求的变动，特别是增速的变化对于沥青价格的波动情况影响较大，事实上，2009 年以来由于国内实施“四万亿”投资刺激，公路建设投资规模和增速出现大幅上升，由于需求端的大幅提升推动国内沥青价格也出现较大的上涨。

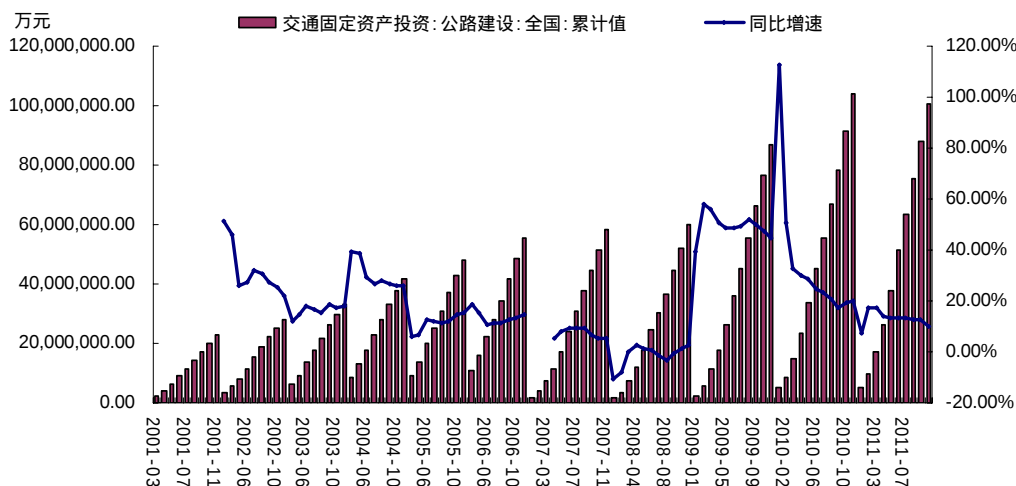
随着“四万亿”投资计划的逐步接近尾声，尽管目前公路建设投资规模依然较大，但投资高峰已过，增速已经逐步下滑，我们认为随着需求端增速的下滑，沥青的价格也有望保持稳定，并有所回落。

图 7：国内沥青的需求结构图



资料来源：宝利沥青招股说明书

图 8：国内公路建设投资累计值及同比增速



资料来源：东北证券

目前网络铺垫基本完成，规模效应将逐步显现。

我们判断整体期间费用率水平未来将稳中有降。公司目前生产基地主要分布在北京（覆盖华北区域）、上海（覆盖华东区域）、锦州（覆盖东北地区）、岳阳（覆盖华中区域）、昆明（覆盖西南区域）和惠州（覆盖华南区域），从大的版图来看，基本上覆盖了全国各主要区域市场（除了西北，未来会适当考虑进入），公司目前拥有工程渠道一级经销商 600 多家，开发了 5000 多个建材分销零售网点达，已在全国 30 个省级区域配置了代理商和经销商。我们认为经过这几年的大规模扩张投资，公司的网络渠道布局已经比较充分，从而大规模扩张所代理的费用激增也将逐步保持平稳回落，因此，随着网络渠道对于公

公司产品销售扩张作用的逐步体现，整体规模效应将逐步体现，从财务上来看，公司的期间费用率水平我们预计将逐步下滑。

四、 房地产调控影响无需过分悲观

我们认为在国家调控房地产行业的大背景下，房地产销售、开发投资和新开工都可能面临压力，但是一方面我们认为市场空间足够大，行业龙头受影响的可能会比较小，这一点我们认为有点类似装饰行业。另一方面，公司在发展模式上也具有较强的稳定性。公司实行和大地产商战略合作的模式。目前终端消费者对建筑整体质量（建筑防水质量是重要一环）日益重视，对建筑防水专业认知能力也不断提高，因而对优质防水材料的需求也在逐年提高，使得品牌开发商和大型优质建筑防水材料商的合作成为可能。

公司目前和万科（2010 年万科业务大概 1 亿元左右，2011 年预计能达到 2.1 亿元左右）、金地（2010 年大概在 7 千万左右，2011 年预计能达到 9 千万左右）、华润、保利、绿地、大华、华远、中体奥园等大型地产企业进行合作，实行“大防水企业+大地产公司”的合作模式。大型地产企业无论是资金实力、抗风险能力、产品开发规划和能力等方面都是中小房地产商难以匹敌的，和大地产公司的合作有助于公司的业务平稳增长。

五、 高铁有望逐步恢复，水利会成为未来的新需求端

随着“7.23”动车事件的发生，国内对于高铁的质疑声纷起，而刘志军事件则对高铁建设中存在的不规范行为以及投资浪费行为产生反思。高铁建设及高铁经费的预算和划拨也受到严格管理。市场对于高铁投资的预期打到冰点。但是我们认为高铁本身作为先进生产力的代表，自身应该受到肯定，在严格管理投资体制后，还是会回到投资恢复的轨道上来。近期铁道部拨付的资金也逐步发放到公司手中，项目也逐步开始恢复建设。去年年底公司高铁相关业务订单大概有 6 亿左右，今年新签 2 亿左右，完成 3 个亿，还有待完成订单 5 亿左右。我们预计随着高铁建设的逐步恢复正轨，订单有望逐步结转。

水利这块业务市场空间更为广阔。“一号文件”提出的未来十年水利建设重点领域，包括农田水利、中小河流治理和病险水库加固、防汛抗旱、农村饮水工程等薄弱环节，以及大江大河治理、水资源配置、水土保持等基础设施建设。据水利部发展研究中心测算，未来十年累计 4 万亿元的投资中，资金需求最大的是病险水库加固和江河治理等防洪工程，共需投资 1.64 万亿元；其次为包括农田水利、农村饮水安全和新增千亿斤粮食生产等农村水利工程，累计需投资 1.28 万亿元；此外，水源工程、水土保持和生态建设分别需要 8000 亿元和 4500 亿元。公司之前已经积极在研发和试验水利方面的防水产品，并取得了较好的进展。今年这块业务预计能够取得 2000 多万的收入，未来业务发展有望提速。

六、 估值及投资建议

我们预计公司 2011 年、2012 年、2013 年每股收益为 0.36 元、0.61 元、0.99 元，对应目前的动态市盈率约为 36.4x、21.4x、13.2x，我们认为公司目前处于规模化的前夜，随着渠道销售网络的逐步完善，公司的规模化效应将逐步体现，明年盈利业绩弹性将大幅

提升，维持“推荐”评级。

表 3：公司分业务预测

东方雨虹各项业务预测					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营项目销售（万元）					
防水卷材	47,313	93,396	123,750	165,824	220,546
增长率	37.43%	97.40%	32.50%	34.00%	33.00%
防水涂料	24,518	85,813	110,012	137,515	178,770
增长率	19.84%	250.00%	28.20%	25.00%	30.00%
工程施工及其他	11,100	18,959	24,646	36,970	44,364
增长率	-0.99%	70.80%	30.00%	50.00%	20.00%
销售合计	82,931	198,168	258,408	340,309	443,680
增长率		138.95%	30.40%	31.69%	30.38%
主营项目毛利					
防水卷材	16,403	28,645	33,548	46,729	62,150
毛利率	34.67%	30.67%	27.11%	28.18%	28.18%
防水涂料	9,785	21,762	30,000	37,500	48,751
毛利率	39.91%	25.36%	27.27%	27.27%	27.27%
工程施工及其他	3,552	6,636	7,887	11,830	14,196
毛利率	32.00%	35.00%	32.00%	32.00%	32.00%
毛利合计	29,741	57,042	71,436	96,060	125,097
毛利率	35.86%	28.78%	27.64%	28.23%	28.20%

资料来源：东北证券

表 4：公司盈利预测表

利润表(万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	82931	198166	258406	340307	443676
营业成本	53223	141125	186971	244247	318580
营业税金及附加	667	1499	2326	3063	3993
销售费用	10594	20560	28941	34031	39931
管理费用	8648	18687	23257	28926	35494
财务费用	1126	3023	5023	6338	6411
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	533	1721	(500)	(500)	(500)
其他收入	(1066)	(3442)	0	0	0
营业利润	8138	11551	11389	23202	38766
营业外净收支	853	534	3000	1000	1000
利润总额	8991	12085	14389	24202	39766
所得税费用	1588	1372	1727	2904	4772
少数股东损益	85	329	300	505	829
归属于母公司净利润	7319	10384	12362	20793	34165
当前股本（万股）	34352	34352	34352	34352	34352
摊薄后每股收益（元）	0.21	0.30	0.36	0.61	0.99

资料来源：东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。