

**东方雨虹 (002271)**  
**增持/调低评级**  
 股价: RMB14.78

## 减员增效的战略转型

### 分析师

周煥  
 SAC 执业证书编号:S1000510120036  
 (0755)8249 2072  
 zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

### 鲍雁辛

SAC 执业证书编号:S1000511090001  
 (0755)8249 2810  
 baoyx@mail.htlhsc.com.cn

- 剔除高铁项目 (去年占收入的 30%多) 我们测算今年公司收入增速仍有约 50%。原因是高铁项目以防水涂料为主, 而防水卷材的收入增速仍可达到 50%以上, 体现出近年来“渗透全国”战略下产能及销售网络扩张的成效。
- 主要原材料沥青的市场价格今年 2 月底开始迅速上涨, 之后维持高位。三季度时年初储存的低价沥青基本消耗完毕, 因此季报毛利率环比下降了约 1.5 个百分点。2010 年底公司员工共约 2800 人, 今年中期达到 3300 余人, 因此今年期间费用率大幅提升 (三季末同比提升了约 5 个百分点)。
- 去年 6 月份投建的增发项目 (实施地点有所调整): 锦州项目已经投产, 惠州项目原计划今年年底投产, 我们预计可能延至明年下半年至后年投产。目前防水卷材产能约 4500 万平米/年, 防水涂料 7.5 万吨, 高分子防水材料 500 万平米, 若在建及拟建项目完全达产, 产能仍将翻倍增长。
- 公司计划减员增效, 未来 1 年左右时间逐步调整至 2500 人左右。对此, 我们理解为公司对之前“速度制胜”的发展模式的思索: 目前公司年收入规模 25 亿元左右 (市场容量官方判断是保有量近 700 亿元/年), 类似去年由高铁等拉动的收入翻倍式增长较难再现, 尤其是房地产调控和高铁项目建设高峰已过的背景下。而公司产品议价能力并不强, 在高投入、快扩张的模式下, 各项费用很容易侵蚀利润造成增收不增利。减员增效可能令未来公司可能在收入和利润的增长上更加稳健。
- 由于高铁项目停工、地产调控及成本、费用上升等的影响, 我们下调对公司 2011-2012 年归属与母公司净利润的预测至 1.20、1.71 亿元, 对应 EPS 为 0.35、0.51 元, 目前股价对应 2011-2012 年 PE 为 42.23、28.98 倍。公司自 2005 年至今经历了近 5 年的高速的成长期, 就市场占有率而言, 未来仍可有较大的提升空间, 但就目前的收入规模和公司“减员增效”的战略转型而言, 我们认为, 未来公司可能会走出更加稳健的成长之路, 力求提升利润率水平。我们看好公司长期的成长, 短期而言, 目前估值基本合理, 我们下调公司的评级至“增持”。风险提示: 紧缩政策对房地产和基建的影响可令防水材料的需求超预期下挫。

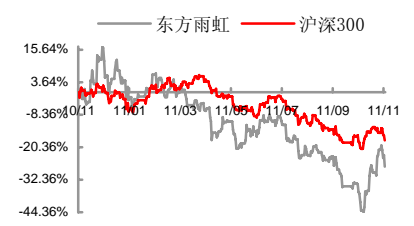
### 相关研究

- 《中报符合预期, 积极全国扩张 (买入)》20110829;
- 《仍在发展的快车道 (买入)》20110802;
- 《提价效果显现 (买入)》20101025;

### 基础数据

总股本 (百万股)	344
流通 A 股 (百万股)	344
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	4,679

### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1981.7	2641.4	3901.5	5137.0
(+/-%)	139.0	33.3	47.7	31.7
归属母公司净利润(百万元)	103.8	160.1	240.3	350.0
(+/-%)	41.9	15.1	43.5	107.2
EPS(元)	0.30	0.35	0.50	1.03
P/E(倍)	48.9	42.5	29.6	14.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 今年销量增速仍可观，但成本及费用挤压利润空间

### 剔除高铁的影响，收入增速仍可观

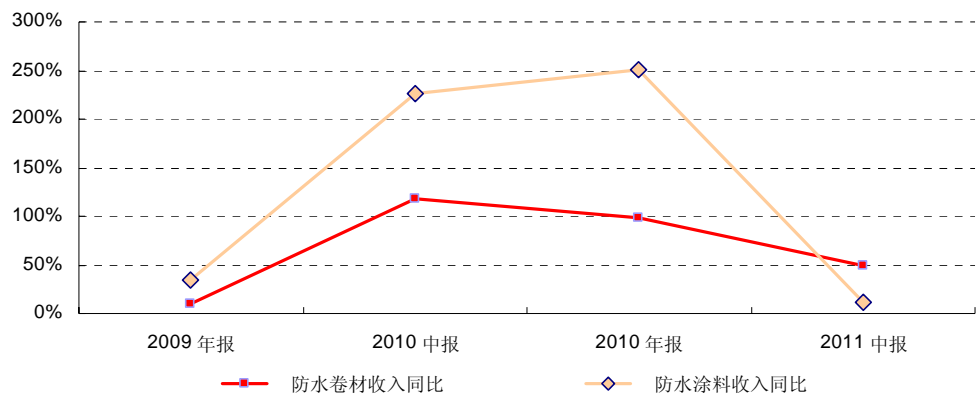
我们测算，2010年公司收入中近30%来自高铁项目（以防水涂料为主），今年受高铁项目进度减缓的影响，高铁贡献收入大幅回落。上半年公司高铁项目销售完成额约1亿元，去年同期约2.5亿元，预计今年全年可贡献约2亿余元。

剔除高铁项目，我们测算得今年公司收入增速仍有约50%，体现出公司“渗透全国”战略下产能及销售网络扩张的成效。

### 防水卷材收入增速有所下滑但仍有50%以上

防水卷材及防水涂料两类产品贡献收入占比超过90%。我们测算，今年1—10月底，公司防水卷材销量约4000万平米，预计全年完成4500万平米左右，去年销量约3300万平米，卷材均价目前约32—33元/平米，去年约27—28元/平米，综合考虑量和价的因素，预计今年防水卷材的收入增速仍可达到50%以上。

图1：受高铁影响，防水涂料收入同比增速下滑较快



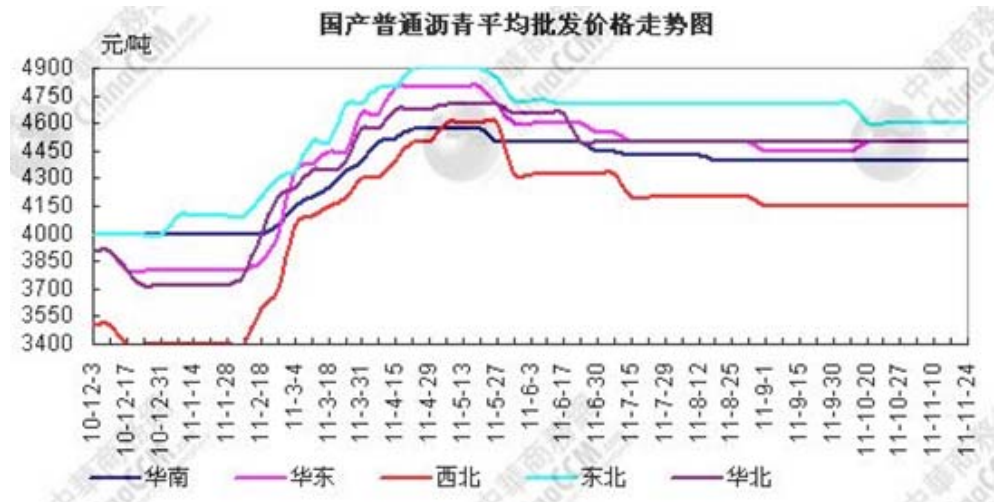
资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

防水涂料截至三季度末销量约6.2万吨，同比提升近1万吨，预计全年可实现7-8万吨，但去年防水涂料大量供应高铁，而高铁使用的聚脲型涂料价格远高于普通防水涂料（3万元/吨左右，约是普通防水涂料的3倍），因此我们预计今年防水涂料销售贡献收入与去年基本持平。

### 成本、费用挤压利润空间

我们观察到，主要原材料沥青的市场价格去年底约为4000元/吨左右，今年2月底开始迅速上涨，4月初最高达到4700—4900元/吨，之后略有回落。而公司沥青储备库容约6.5万吨（北京2.5万吨、上海2万吨、岳阳2万吨），储满时可使用约半年，按照往年惯例，公司一般在12月至次年1月的沥青低位时进行储备，今年三季度时年初储存的低价沥青基本消耗完毕，而市价采购成本较高，因此三季度毛利率环比下降了约1.5个百分点。

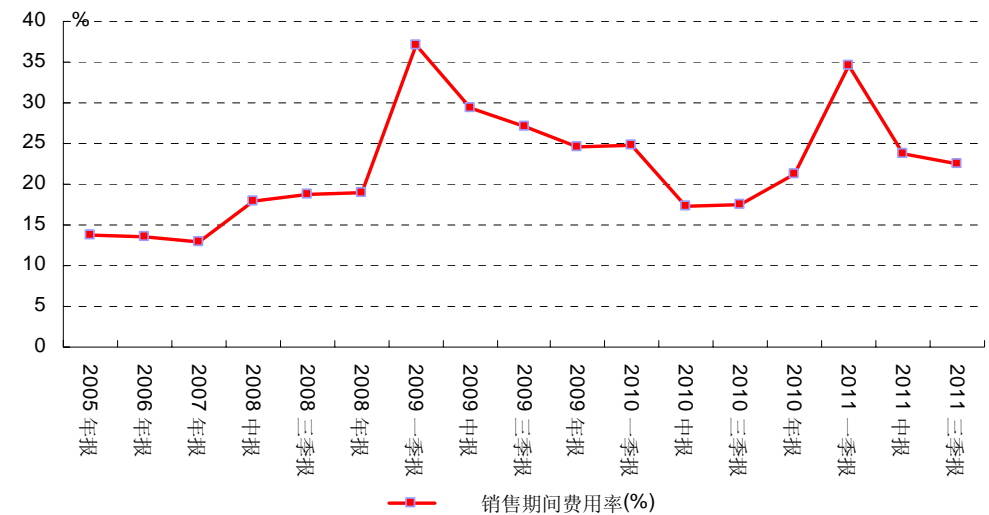
图 2: 国内普通沥青价格走势



资料来源: 中华商务网, 华泰联合证券研究所

2010 年底公司员工共约 2800 人, 今年中期达到 3300-3400 人, 因此今年期间费用率大幅提升 (截至三季末同比提升了约 5 个百分点)。

图 3: 今年期间费用率同比大幅提升



资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

### 产能扩张速度略有放缓, 力图减员增效提升盈利能力

公司于去年 6 月份投建的增发项目锦州及惠州生产基地 (产能合计增长 160%): 锦州项目 (实施地点有所调整, 见下表) 目前已经投产。惠州项目 (实施地点有调整, 见下表) 原计划今年年底投产, 但根据目前建设进度, 我们预计可能延至明年下半年至后年投产。

**表 1、公司已建、在建及规划中生产线产能明细**

类别	地址	改性沥青防水卷材 (万平方米)	高分子防水卷材 (万平方米)	防水涂料 (万吨)	其他	备注
已建	北京	1500		1.5		
	上海	1000		1		09 年底投产
			500	1		10 年初投产
	岳阳	1000				增发锦州项目调整实施地点，11 年 2 季度投产
	锦州	1000		4		增发项目，11 年 2 季度投产 增发项目，11 年 3 季末投产
在建	惠州	1000		2		增发项目，明年下半年后投产
	昆明	1000				增发惠州项目调整实施地点，明年下半年后投产
拟建	昆明	1000		2	内外墙涂料 3 万吨	计划投资 3.16 亿元，其中 0.8 亿元源自募投项目变更
	徐州	3000		10	砂浆 40 万吨，橡胶密封材料 1000 万件	计划投资 5.54 亿元
	山东临邑				5 万吨非织造布	计划投资 7.96 亿元

数据来源：公司资料、华泰联合证券研究所

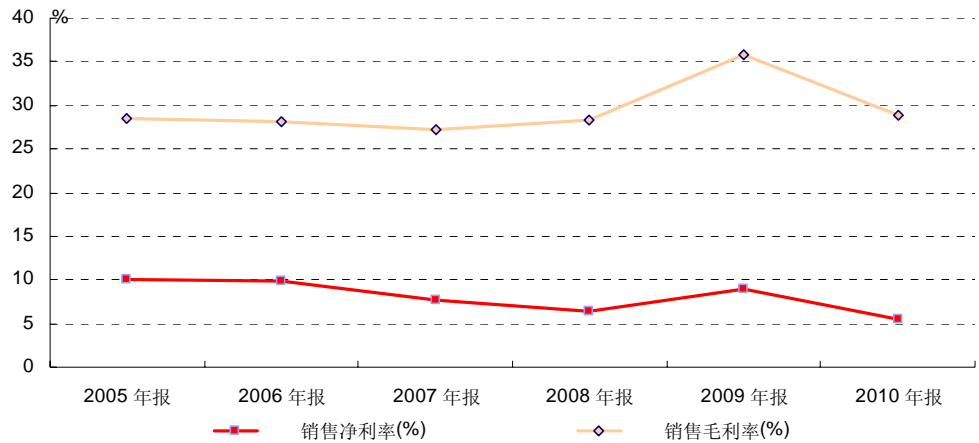
目前公司防水卷材产能约 4500 万平米/年，防水涂料产能 7.5 万吨，高分子防水材料（TPO）产能 500 万平米，若在建及拟建项目完全达产，产能仍将翻倍增长。

### 减员增效提升盈利能力

我们了解到，公司计划减员增效，未来 1 年左右时间逐步调整至 2500 人左右。我们按照行业普遍的 100 名的人员约可对应 10 亿元的营收规模以及公司高于行业平均值的创收能力来测算，之前 3300—3400 的人员配备约可实现 40-50 亿销售规模，而调整后的人员规模则对应 35—40 亿元销售收入。

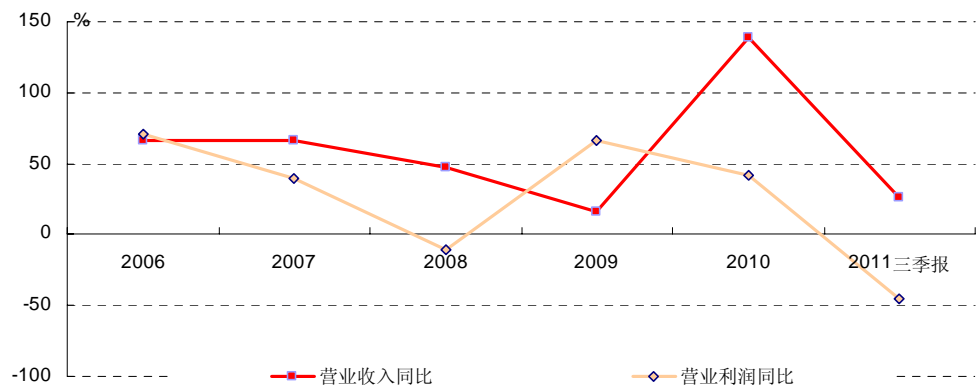
对于减员增效的行为，我们理解为公司对之前“速度制胜”的发展模式的思索：目前公司年收入规模 25 亿元左右（市场容量官方判断是保有量近 700 亿元/年），类似去年由高铁等拉动的收入翻倍式增长较难再现，尤其是房地产调控和高铁项目建设高峰已过的背景下。而在现阶段防水材料行业门槛较低，集中度低的格局下，公司产品议价能力并不强，因此毛利率受上游原料（沥青）的影响较大，销售净利润率目前仅 5—6 个百分点左右，于是在高投入、快扩张的模式下，各项费用很容易侵蚀利润造成增收不增利。减员增效可能令未来公司可能在收入和利润的增长上更加稳健。

图 4: 销售净利润率水平在 5-6 个百分点左右



资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

图 5: 2006 年至今公司营业收入与营业利润同比变化图示



资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

### 拓展防水材料业务领域并相关多元化

公司成立水利水电部, 针对水利项目已有少量销售(我们初步估算今年规模在 2-3 千万元), 主要是泄洪坝上喷涂的防水材料, 但市场尚在开拓阶段, 另外煤矿坑道的防渗材料也有数百万元的收入, 亦处于产品试用阶段。

图 6: 公司地矿灌浆加固材料样品





资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

其他如建筑保温砂浆等项目均处于试点阶段。就目前看，新的业务领域对公司的利润贡献较小，尚处于开拓期。

## 盈利预测及估值：

由于高铁项目停工、地产调控及成本、费用上升等的影响，公司今年利润增速大幅低于预期。我们下调对公司 2011 - 2012 年归属与母公司净利润的预测至 1.20、1.71 亿元，同比增长 15.1%、43.7%，对应 EPS 为 0.35、0.51 元，目前股价对应 2011 - 2012 年 PE 为 42.23、28.98 倍。

公司自 2005 年至今经历了近 5 年的高速的成长期，就市场占有率而言，未来仍可有较大的提升空间，但就目前的收入规模和公司“减员增效”的战略转型而言，我们认为，未来公司可能会走出更加稳健的成长之路，力求提升利润率水平。我们看好公司长期的成长，短期而言，目前估值基本合理，我们下调公司的评级至“增持”。

表 2、公司收入、净利润、市值变化表

	营业总收入（亿元）	自 2005 年收入累积增长幅度	归属母公司净利润（亿元）	自 2005 年净利润累积增长幅度	公司市值（亿元）
2005A	1.75		0.16		
2006A	2.91	66.54%	0.26	66.20%	
2007A	4.84	177.57%	0.36	126.72%	
2008A	7.12	308.09%	0.44	178.43%	9.49
2009A	8.29	375.12%	0.73	361.82%	39.55
2010A	19.82	1035.31%	1.04	555.26%	62.36
2011E	24.89	1325.98%	1.2	657.23%	50.77

注：2008A 市值采用公司上市发行价格计算，2009A-2010A 市值采集当年 12 月 31 日收盘价，2011E 市值采用 2011 年 11 月 25 日收盘价计算。

资料来源：WIND，公司资料，华泰联合证券研究所

表 3、可比估值

可比公司/板块	对应 2010 年一致预期的	对应 2011 年一致预期的
	动态市盈率	动态市盈率
SW 其他建材	22.76	16.28
中小企业板	25.99	18.91
沪深 300	10.35	8.63
Wind 建材	10.08	8.04
东方雨虹	42.23	28.98

数据来源：WIND、华泰联合证券研究所，注：板块市盈率采用整体法不调整

## 风险提示

紧缩政策对房地产和基建的影响可令防水材料的需求超预期下挫。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1922	2424	3794	4893	<b>营业收入</b>	1982	2641	3902	5137
现金	779	654	1082	1572	营业成本	1411	1935	2827	3722
应收账款	537	834	1231	1545	营业税金及附加	15	20	33	42
其他应收款	50	121	161	192	营业费用	206	275	394	498
预付账款	136	224	342	413	管理费用	187	254	371	349
存货	412	591	978	1171	财务费用	30	37	75	115
其他流动资产	8	0	0	0	资产减值损失	17	10	11	11
<b>非流动资产</b>	276	331	583	670	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	207	293	554	643	<b>营业利润</b>	116	112	191	400
无形资产	25	25	25	25	营业外收入	7	29	10	15
其他非流动资产	44	13	4	3	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	2198	2755	4376	5564	<b>利润总额</b>	121	139	200	414
<b>流动负债</b>	1164	1642	3087	3907	所得税	14	16	23	47
短期借款	815	1171	2377	3071	净利润	107	123	177	367
应付账款	58	114	165	197	少数股东损益	3	4	5	11
其他流动负债	291	357	545	639	归属母公司净利	104	120	171	355
<b>非流动负债</b>	1	0	0	0	EBITDA	169	171	305	573
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.35	0.50	1.03
其他非流动负	1	0	0	0					
<b>负债合计</b>	1165	1642	3087	3907	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	14	18	24	35	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	172	344	344	344	<b>成长能力</b>				
资本公积	579	407	407	407	营业收入	139.0	33.3%	47.7%	31.7%
留存收益	267	344	516	871	营业利润	41.9%	-3.2%	70.8%	109.4
归属母公司股	1018	1095	1266	1622	归属母公司净利	41.9%	15.1%	43.5%	107.2
<b>负债和股东权</b>	2198	2755	4376	5564	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	28.8%	26.8%	27.5%	27.6%
					净利率(%)	5.2%	6.5%	6.3%	5.2%
					ROE(%)	10.2%	10.9%	13.5%	21.9%
					ROIC(%)	12.1%	8.0%	9.1%	14.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	53.0%	59.6%	70.5%	70.2%
					净负债比率(%)	69.99	71.56	77.07	78.64
					流动比率	1.65	1.48	1.23	1.25
					速动比率	1.30	1.12	0.91	0.95
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.24	1.07	1.09	1.03
					应收账款周转率	4	4	4	3
					应付账款周转率	28.77	22.42	20.27	20.57
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊	0.30	0.35	0.50	1.03
					每股经营现金流	-0.54	-0.93	-1.19	0.17
					每股净资产(最新	2.96	3.19	3.69	4.72
					<b>估值比率</b>				
					P/E	48.89	42.48	29.61	14.29
					P/B	4.99	4.64	4.01	3.13
					EV/EBITDA	30	30	17	9

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011年 华泰联合证券有限责任公司