

东方雨虹 (002271)

买入/上调评级

股价: RMB13.38

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

# 2012, 重归成长之路

- 铁路复工使公司自去年下半年开始几乎停滞的高铁用防水卷材和涂料的生产和销售重新启动,将大大减轻市场之前对公司今年收入增速放缓的担忧。该业务收入对公司影响较大,在2010年达到5亿元,占全年的25%左右。
- “减员增效”举措的正面影响将开始显现。为了加强经销商渠道建设,公司2011年员工人数增加较快,中期达3300—3400人,而2010年底为2800人。由于去年整体销售形势不太理想,人员过多导致费用率高企,影响了净利润水平。有鉴于此,公司自去年年底开始裁减销售人员,计划将员工总数逐步调整至约2500人。目前人员调整已近尾声,我们认为今年中报即可观察到费用率的积极变化,预计2012年销售和管理费用率合计比2011年下降约1.2个百分点。需要指出的是,本轮人员裁减并不影响未来2—3年内公司的成长性:我们按照行业普遍的100名人员约可对应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,调整后的人员规模则对应35—40亿元销售收入,和目前相比依然有较广阔的成长空间。
- 近期国际油价的快速下跌有利于降低公司原材料沥青的采购成本。根据历史上的相关性判断,纽交所原油期货(1个月交割)价格在80美元/桶附近时,对应国内沥青的市场平均价格在4100元/吨左右,比目前低500—600元/吨(见下图1)。如果今年下半年原油价格维持在80美元/桶左右,则国内全年平均沥青市场价格可能在4300元/吨,公司防水卷材和涂料的毛利率将因此比目前提升1.5个百分点左右(如果产品售价不变的话)。
- 综合考虑销量增长、产品售价变化、成本降低(见下表1)以及费用率下降,我们认为今年开始公司将重归成长之路,上调2012—2013年公司EPS预测分别至0.55和0.74元。从历史上看,当年30倍PE(基于当时的盈利预测)是公司一个较低的估值水平(见下图2),只有在08年9月到09年3月,以及11年下半年至今两个时间段内PE跌破过30倍,前者是市场系统性风险导致,后者源自对公司成长性的担忧。如果公司今年重新开始较快的增长,我们认为合理PE应该在30—35倍左右,对应合理股价区间在16.5—19.25元左右,上调公司评级至“买入”。

相关研究

《转型时期,期待底部复苏(增持)》

2012/04/15

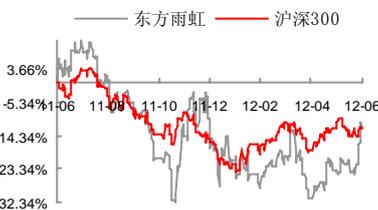
《减员增效的战略转型(增持)》

2011/11/28

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)	4,596

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	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1981.7	2473.7	3648.6	4967.5
(+/-%)	139.0	24.8	47.5	36.1
归属母公司净利润(百万元)	103.8	104.5	188.2	254.6
(+/-%)	41.9	0.7	80.0	35.3
EPS(元)	0.61	0.30	0.55	0.74
P/E(倍)	21.9	44.0	24.4	18.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 图表目录

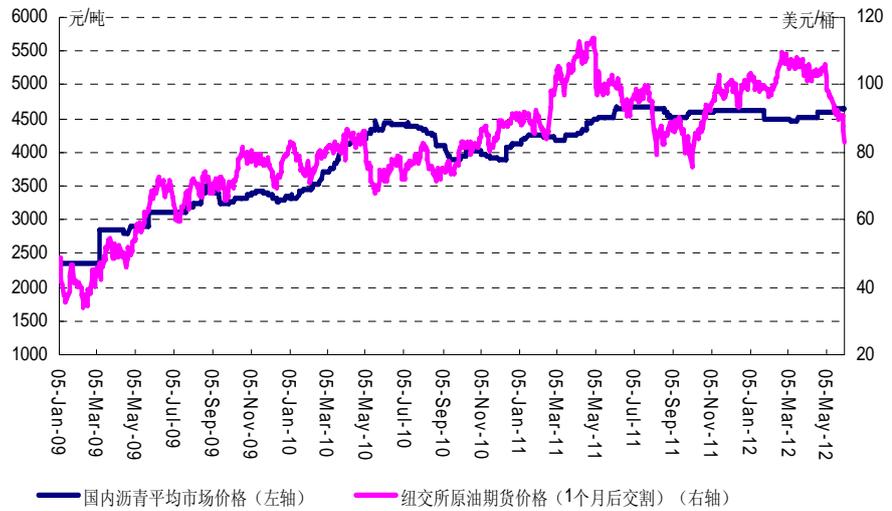
图 1、纽交所原油期货和国内沥青价格走势对比 .....	4
图 2、公司历史 PE 变化 .....	4
表 1、公司各项业务预测 .....	3

**表 1、公司各项业务预测**

	2011A	2012E	2013E
<b>改性沥青防水卷材</b>			
销量 (万平米)	4500	6000	8000
销售价格 (元/平米)	27.98	29.50	30.00
销售收入 (万元)	125930.52	177000	240000
毛利率	21.97%	26.80%	28.00%
<b>高分子防水卷材</b>			
销量 (万平米)	120.00	250.00	300
销售价格 (元/平米)	90.00	95.00	97.00
销售收入 (万元)	10800	23750	29100
毛利率	21.97%	26.80%	28.00%
<b>防水涂料</b>			
销量 (吨)	80000	110000	150000
销售价格 (元/吨)	9444	11000	11500
销售收入 (万元)	75550.25	121000	172500
毛利率	28.02%	26.50%	26.50%
<b>工程施工</b>			
销售收入 (万元)	30857.19	40731.49	53765.57
毛利率	49.53%	32.00%	32.00%
<b>其他</b>			
销售收入 (万元)	4227.38	3000.00	3000.00
毛利率	40.86%	10.00%	10.00%
<b>合计</b>			
销售收入 (万元)	247365.34	365481.49	498365.57
毛利率	27.58%	27.14%	27.80%

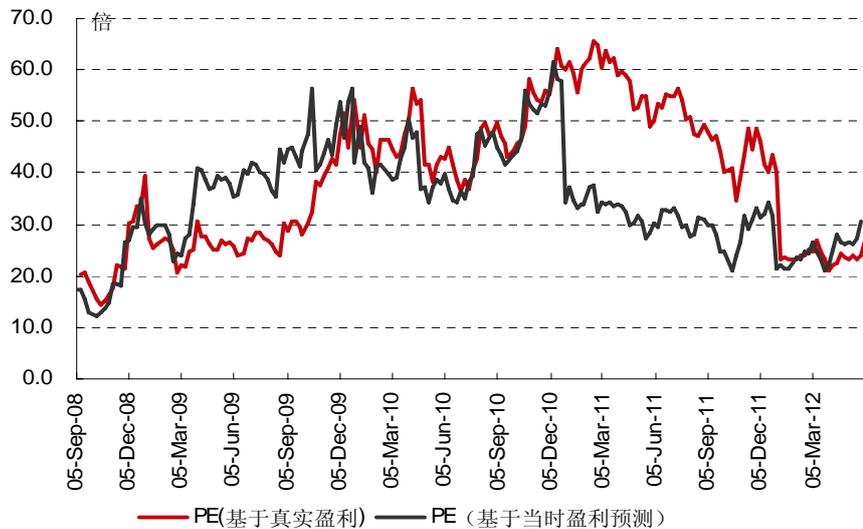
数据来源：华泰联合证券研究所整理。

图 1、纽交所原油期货和国内沥青价格走势对比



数据来源: Wind, 同花顺, 华泰联合证券研究所整理。

图 2、公司历史 PE 变化



数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所整理。

## 风险提示

费用率和成本下行低于预期。

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	2011	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1922	1858	3348	4352	<b>营业收入</b>	1982	2474	3649	4967
现金	779	359	887	1293	营业成本	1411	1791	2659	3587
应收账款	537	722	1122	1442	营业税金及附加	15	28	37	42
其他应收款	50	46	117	126	营业费用	206	265	365	497
预付账款	136	167	302	362	管理费用	187	230	321	437
存货	412	549	920	1129	财务费用	30	56	63	104
其他流动资产	8	16	0	0	资产减值损失	17	20	13	14
<b>非流动资产</b>	276	468	604	744	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	315	505	662	<b>营业利润</b>	116	84	191	287
无形资产	25	70	70	70	营业外收入	7	34	29	10
其他非流动资产	44	84	29	12	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	2198	2326	3951	5096	<b>利润总额</b>	121	117	218	295
<b>流动负债</b>	1164	1228	2659	3541	所得税	14	13	24	33
短期借款	814	860	2030	2810	净利润	107	104	194	263
应付账款	58	109	157	193	少数股东损益	3	-0	6	8
其他流动负债	291	259	472	538	归属母公司净利	104	105	188	255
<b>非流动负债</b>	1	0	0	0	EBITDA	169	169	288	442
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.30	0.55	0.74
其他非流动负	1	0	0	0					
<b>负债合计</b>	1165	1228	2659	3541	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	14	10	16	24	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	172	344	344	344	<b>成长能力</b>				
资本公积	579	416	416	416	营业收入	139.0	24.8%	47.5%	36.1%
留存收益	267	329	517	772	营业利润	41.9%	-27.2%	127.0	50.1%
归属母公司股	1018	1088	1276	1531	归属母公司净利	41.9%	0.7%	80.0%	35.3%
<b>负债和股东权</b>	2198	2326	3951	5096	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	28.8%	27.6%	27.1%	27.8%
					净利率(%)	5.2%	6.5%	6.3%	6.9%
					ROE(%)	10.2%	9.6%	14.7%	16.6%
					ROIC(%)	12.1%	7.8%	9.2%	11.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	53.0%	52.8%	67.3%	69.5%
					净负债比率(%)	70.0%	70.1%	76.4%	79.4%
					流动比率	1.65	1.51	1.26	1.23
					速动比率	1.30	1.07	0.91	0.91
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.24	1.09	1.16	1.10
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	28.77	21.38	20.00	20.52
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.60	0.30	0.55	0.74
					每股经营现金流	-0.54	-0.55	-1.14	-0.22
					每股净资产(最	2.96	3.17	3.72	4.46
					<b>估值比率</b>				
					P/E	49.66	43.97	24.42	18.05
					P/B	5.06	4.22	3.60	3.00
					EV/EBITDA	31	30	18	12

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 2012年 华泰联合证券有限责任公司