

## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

#### 东方雨虹 (002271.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2013.08.15

#### 关键鑫 行业分析师

执业编号: S1500512050001

联系电话: +86 10 63081092

邮箱: guanjianxin@cindasc.com

#### 徐林锋 研究助理

联系电话: +86 10 63080935

邮箱: xulinfeng@cindasc.com

#### 相关研究

《首次覆盖: 防水龙头演绎新景气周期》2013.3

《战略调整初见成效, 未来成长可期》2013.4

《防水龙头渐入佳境》2013.5

《业绩超预期, 防水龙头继续发力》2013.7

《渠道发力+毛利率提升, 业绩靓丽》2013.8

《进军天然气领域, 海外市场开拓加快》2013.8

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院

1号楼6层研究开发中心

邮编: 100031

## 产能扩张+产业链延伸, 强者恒强

### 公司公告非公开 A 股股票预案

2013 年 9 月 9 日

**事件:** 9月8日晚间, 东方雨虹公布非公开发行 A 股股票预案, 公司拟以不低于 22.39 元/股的价格, 向不超过十名的特定对象发行不超过 5700 万股股票。根据预案, 此次非公开发行股票预计募集资金总额不超过 127338 万元, 扣除发行费用后, 将用于实施唐山年产 4000 万平方米防水卷材及 4 万吨防水涂料项目、咸阳年产 2000 万平方米防水卷材及 4 万吨防水涂料项目、徐州年产 9 万吨防水涂料项目、锦州年产 2000 万平方米防水卷材项目、德州年产 1 万吨非织造布项目以及偿还银行贷款。

#### 点评:

- **产能扩张加速, 推进全国市场布局战略。**在“渗透全国”战略的指引下, 公司以北京为中心, 生产销售逐步拓展到全国, 公司已在北京顺义、上海金山、湖南岳阳、辽宁锦州、云南昆明、广东惠州、江苏徐州和山东德州建有八大生产基地。目前, 华北地区、华东地区仍为公司最重要的市场区域, 且当地产能利用已达到上限。在此次预案中, 公司将在唐山丰南经济开发区建设防水卷材和防水涂料生产基地, 以及在徐州新沂经济开发区建设防水涂料生产基地, 这将有效增加公司在华北地区、华东地区的产能, 突破当前产能限制的瓶颈。而东北地区则是公司未来重点拓展的目标市场。锦州生产基地目前在防水卷材领域仅建成 1000 万平方米防水卷材的生产线, 通过新建 2 条 1000 万平方米防水卷材生产线, 有利于公司把握在东北市场的发展机遇。此外, 公司在咸阳地区建立新的生产基地是对西北地区的开拓。西北地区经过近几年的高速发展, 防水材料市场需求不断提升, 有望成为公司未来新的增长点。
- **向上游产业链延伸, 提升盈利能力。**公司已经开始在山东德州投资建设 5 万吨非织造布生产项目, 而根据预案, 公司将再增加 1 万吨非织造布项目。非织造布是公司改性沥青防水卷材的重要原材料, 同时也可以被运用于汽车、医疗、土工等领域。非织造布项目的建设不仅可满足公司防水卷材的生产需要, 也可以向市场对外销售, 有利于培育公司新的利润增长点。另外, 公司近期与特立尼达和多巴哥湖沥青有限公司签订了《谅解备忘录》, 双方拟在特立尼达和多巴哥共和国共同出资成立公司, 主要从事制造沥青防水涂料产品和沥青瓦、沥青卷材。通过与特多的合作, 除了有利于降低公司的原材料成本和提升产品性能外, 还有利于打开国际市场。
- **优化财务结构, 提升经营质量。**截至 2013 年 6 月 30 日, 东方雨虹的整体资产负债率为 61.07%, 高于同期 A 股建筑材料行业上市公司 46.37% 的平均水平。而根据预案, 其中 2.5 亿元将用来偿还银行贷款, 这将直接降低公司利息费用支出, 提升公司的盈利能力。整体来看, 公司资产负债率会有所下降, 偿债能力得到提升, 财务结构得到进一步优化。

- **先发优势凸显，龙头地位不断巩固。**东方雨虹是行业内唯一的上市公司，公司的品牌、技术、渠道等在行业中均处于领先地位：“雨虹”牌商标被认定为“中国驰名商标”；公司是行业内第一家国家级企业技术中心；公司直销与渠道并举，销售网络遍布全国。此外，防水材料产品成本中原材料成本占生产成本的近九成，因此原材料价格对企业利润率的影响尤为突出，公司通过向上游产业链延伸和利用产能规模优势，能获得低于行业平均水平的原料采购价格。
- **盈利预测及评级：**由于该次方案尚待股东大会审议通过，我们暂维持对公司 2013~2015 年每股收益 0.76 元、1.07 元和 1.32 元的盈利预测。考虑到东方雨虹的成长性以及行业龙头地位，我们维持对其“买入”评级。
- **风险因素：**本次预案尚待公司 2013 年第三次临时股东大会审议；宏观经济下行，需求放缓；应收账款增长引致的财务风险；地产调控深入。

表 1：公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	2,473.65	2,978.57	3,828.25	4,961.04	6,316.26
增长率 YoY %	24.83%	20.41%	28.53%	29.59%	27.32%
归属母公司净利润(百万元)	104.53	188.66	262.11	366.31	451.83
增长率 YoY%	0.66%	80.49%	38.93%	39.76%	23.35%
毛利率%	27.58%	29.44%	28.98%	29.83%	29.24%
净资产收益率 ROE%	9.92%	16.17%	19.05%	21.68%	21.53%
每股收益 EPS(元)	0.41	0.55	0.76	1.07	1.32
市盈率 P/E(倍)	77.06	42.70	30.73	21.99	17.83
市净率 P/B(倍)	7.40	6.47	5.35	4.30	3.46

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2013 年 8 月 30 日收盘价

表 2：本次非公开 A 股股票预案具体内容

项目名称	总投资(万元)	拟以募集资金投入金额(万元)
唐山年产 4,000 万平方米防水卷材及 4 万吨防水涂料项目	36,152	36,152
咸阳年产 2,000 万平方米防水卷材及 4 万吨防水涂料项目	25,430	25,430
徐州年产 9 万吨防水涂料项目	15,700	15,700
锦州年产 2,000 万平方米防水卷材项目	14,586	14,586
德州年产 1 万吨非织造布项目	10,470	10,470
偿还银行贷款	25,000	25,000
合计	127,338	127,338

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,858.46	2,013.58	2,515.27	3,221.45	4,070.81
现金	358.64	416.87	473.24	607.03	746.22
应收账款	16.24	34.59	15.31	19.84	25.27
其它应收款	722.17	897.01	1,052.77	1,364.29	1,736.97
预付账款	166.52	87.71	244.68	313.31	402.22
存货	548.77	517.30	669.17	856.87	1,100.03
其他	46.12	60.09	60.09	60.09	60.09
非流动资产	467.90	797.78	959.19	1,112.29	1,252.99
长期投资	0.00	33.00	33.00	33.00	33.00
固定资产	314.71	450.16	479.96	643.87	759.54
无形资产	69.56	85.90	114.98	136.14	160.02
其他	83.63	228.71	331.24	299.28	300.43
资产总计	2,326.36	2,811.36	3,474.45	4,333.74	5,323.80
流动负债	1,227.96	1,554.01	1,951.34	2,439.20	2,971.12
短期借款	860.23	757.53	1,057.53	1,357.53	1,657.53
应付账款	109.12	170.33	192.97	247.09	317.21
其他	258.61	626.16	700.85	834.58	996.38
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	1,227.96	1,554.01	1,951.34	2,439.20	2,971.12
少数股东权益	10.13	12.76	16.42	21.53	27.84
归属母公司股东权益	1,088.27	1,244.58	1,506.69	1,873.01	2,324.84
负债和股东权益	2326.36	2811.36	3474.45	4333.74	5323.80

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,473.65	2,978.57	3,828.25	4,961.04	6,316.26
同比	24.83%	20.41%	28.53%	29.59%	27.32%
归属母公司净利润	104.53	188.66	262.11	366.31	451.83
同比	0.66%	80.49%	38.93%	39.76%	23.35%
毛利率	27.58%	29.44%	28.98%	29.83%	29.24%
ROE	9.92%	16.17%	19.05%	21.68%	21.53%
每股收益(元)	0.41	0.55	0.76	1.07	1.32
P/E	77.06	42.70	30.73	21.99	17.83
P/B	7.40	6.47	5.35	4.30	3.46
EV/EBITDA	44.05	26.84	20.77	15.68	13.05

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,473.65	2,978.57	3,828.25	4,961.04	6,316.26
营业成本	1,791.46	2,101.66	2,718.66	3,481.26	4,469.14
营业税金及附加	28.38	36.30	34.45	44.65	44.21
营业费用	264.98	308.00	382.83	496.10	631.63
管理费用	229.67	243.56	306.26	396.88	505.30
财务费用	55.52	66.75	76.74	102.76	128.26
资产减值损失	19.54	30.55	31.89	41.33	41.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	84.10	191.75	277.42	398.05	496.04
营业外收入	33.87	33.69	36.90	40.57	44.60
营业外支出	0.87	2.80	1.65	1.65	1.65
利润总额	117.10	222.64	312.67	436.97	538.99
所得税	12.94	31.34	46.90	65.55	80.85
净利润	104.16	191.30	265.77	371.43	458.14
少数股东损益	-0.37	2.63	3.66	5.11	6.31
归属母公司净利润	104.53	188.66	262.11	366.31	451.83
EBITDA	202.41	328.39	438.68	600.42	744.04
EPS (摊薄)	0.30	0.55	0.76	1.07	1.32

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-187.91	383.83	39.82	144.97	179.51
净利润	104.16	191.30	265.77	371.43	458.14
折旧摊销	29.79	39.00	48.92	60.88	76.99
财务费用	55.52	66.75	77.09	102.58	128.06
投资损失	3.10	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-377.78	69.56	-379.89	-425.86	-519.94
其它	0.40	17.21	27.93	35.96	36.26
投资活动现金流	-183.39	-288.83	-206.36	-208.60	-212.27
资本支出	-187.27	-260.67	-206.36	-208.60	-212.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.88	-28.16	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-55.87	-67.48	222.91	197.42	171.94
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	45.73	-102.70	300.00	300.00	300.00
支付利息或股息	104.78	97.44	77.09	102.58	128.06
现金净增加额	-427.34	27.51	56.37	133.79	139.19

## 建材小组简介

**关键鑫**, 经济学硕士, 证券从业 5 年, 曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构, 获得过 2010 年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名, 2011 年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前主要负责非金属材料、建筑与工程行业研究, 坚持独立、客观、有针对性的研究风格, 挖掘潜在的投资价值。目前, 主要覆盖公司包括围海股份、中国玻纤等。

**徐林锋**, 浙江大学金融学硕士, 南开大学管理学学士, 2012 年 2 月加盟信达证券研发中心, 现从事建材行业研究。

## 重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
东方雨虹	002271	北新建材	000786	中国玻纤	600176	海螺水泥	600585
纳川股份	300198	扬子新材	002652	开尔新材	300234	冀东水泥	000401
亚泰集团	600881	太空板业	300344	围海股份	002586	东方园林	002310
江河创建	601886	嘉寓股份	300117	中国建筑	601668	中国铁建	601186
亚厦股份	002375	中国海诚	002116	苏文科	300284	广田股份	002482

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示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。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制, 但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。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历史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, 致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此信达证券可不发出特别通知。

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, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下, 信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券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, 信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

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, 信达证券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, 投资者需自行承担风险。