



**谨慎  
买入**

**17% ↑**

目标价格: 人民币30.00

002271.CH

价格: 人民币 25.70

目标价格基础: 市盈率

板块评级: k 中立

**股价表现**

(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对				
相对				

发行股数(百万)	360
流通股(%)	59
流通股市值(人民币 百万)	9,248
3个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%) (E)	37
主要股东(%)	37

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2013年12月23日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业: 基础原材料

**董馨谣**

(8610) 6622 9353  
xinyao.dong@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300513070001

**李攀, CFA**

(8610) 6622 9073  
pan.li@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

# 东方雨虹

## 产能快速扩张, 业绩具有持续增长能力

东方雨虹是建筑防水材料行业的龙头企业, 具有规模优势、品牌优势、技术研发优势。公司的生产基地以及营销网络布局全国。今年9月公告了定增计划用于投资新的生产线, 产能预计三年翻一番, 业绩也保持高速增长。目前防水行业市场发展空间较为广阔, 企业规模偏小, 集中度偏低, 近年来市场快速向行业中优势企业集中, 公司市场份额将逐渐增加。公司自身注重研发创新, 在保持现有产品优势地位的同时不断有新产品推出, 未来非织造布和保温材料都有望成为新的盈利增长点, 预计业绩能够保持快速增长, 股权激励的实施也使公司凝聚力更强。考虑到目前估值偏高, 首次评级为**谨慎买入**, 目标价**30元**。

### 支撑评级的要点

- 东方雨虹主要包括防水卷材销售、防水涂料销售以及工程施工, 13年上半年的收入占比分别为56%、29%、16%。上半年毛利率分别为31.3%、39.5%、26.4%。成本方面原材料成本约占九成, 受国际原油影响较大, 公司通过使用特多湖沥青以及自身规模优势可以降低部分成本, 同时公司具有一定成本转嫁能力, 毛利率一直保持在较高水平。
- 目前防水行业市场空间较大, 但企业规模较小, 公司作为龙头企业, 目前市场占有率仅约3-4%, 相当于第二至第十位的总和。近年来, 防水工程质量越来越受到重视。包括东方雨虹在内的十几家防水企业共同成立产业联盟, 对产品质量做出保证, 因此近两年行业市场快速向这些优势企业集中, 公司的有效市场不断增加。
- 公司构建了全国性多层次营销网络, 主要营销模式包括直销和渠道, 目前渠道占比约35-40%, 未来将逐步提升至60%左右。产能全国布局也不断完善, 继续保持稳定增长, 计划三年翻一番。
- 公司在保持现有防水业务的领先地位的同时, 不断有新产品推出, 非织造布项目和保温业务都有较大市场, 盈利水平较好, 有望成为新的业绩增长点, 保证未来收入规模继续保持较快的增长。

### 评级面临的主要风险

- 原材料价格大幅上涨的风险。

### 估值

- 公司产能仍将保持快速增长, 考虑股权激励摊销费用之后, 我们对公司2013-2015年的每股盈利预测分别为0.964、1.243、1.680元, 考虑到目前公司估值偏高, 首次覆盖给予**谨慎买入**评级, 目标价30元, 对应2014年24倍市盈率。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	2,474	2,979	3,963	5,203	6,790
变动(%)	25	20	33	31	30
净利润(人民币 百万)	105	189	347	447	604
全面摊薄每股收益(人民币)	0.304	0.549	0.964	1.243	1.680
变动(%)	0.7	80.5	75.5	28.9	35.2
市场预期每股收益(人民币)			0.930	1.243	1.816
核心每股收益(人民币)	0.269	0.548	0.971	1.255	1.700
变动(%)	(19.1)	103.5	77.1	29.3	35.4
全面摊薄市盈率(倍)	84.5	46.8	26.7	20.7	15.3
核心市盈率(倍)	95.4	46.9	26.5	20.5	15.1
每股现金流量(人民币)	(0.55)	1.12	0.74	0.70	0.99
价格/每股现金流量(倍)	(47.0)	23.0	34.6	37.0	25.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	50.3	28.8	18.2	14.6	11.2
每股股息(人民币)	0.100	0.200	0.289	0.373	0.504
股息率(%)	0.4	0.8	1.1	1.5	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

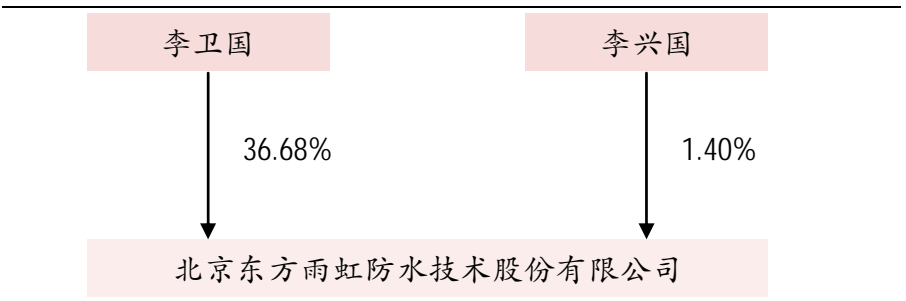
## 目录

东方雨虹 .....	1
公司简介 .....	3
防水材料行业市场空间巨大 .....	5
产品定位中高端客户，盈利能力较强 .....	8
全国性营销网络优势明显 .....	11
产能三年翻一番 .....	13
实施股权激励计划增强公司凝聚力 .....	15
充分利用研发和网络优势，打造新的盈利增长点 .....	17
盈利预测与估值 .....	18

## 公司简介

东方雨虹是中国防水行业龙头企业，主要从事新型建筑防水材料的研发、制造、销售及防水工程施工业务。公司拥有业内首家国家级企业技术中心和博士后科研工作站。主要产品包括防水卷材和防水涂料两大类近百个品种，应用于房屋建筑、高速公路、城市道桥、地铁及城市轨道交通、高速铁路、机场、水利设施等领域。“雨虹”品牌是我国建筑防水材料行业第一个“中国驰名商标”。东方雨虹防水系统应用于鸟巢、水立方等奥运场馆、中国人民大会堂以及大量高铁、地铁等国家重大基础设施建设项目中。公司成立于1998年3月，于2008年9月在深交所上市，是中国防水行业唯一的上市公司，实际控制人是李卫国先生。

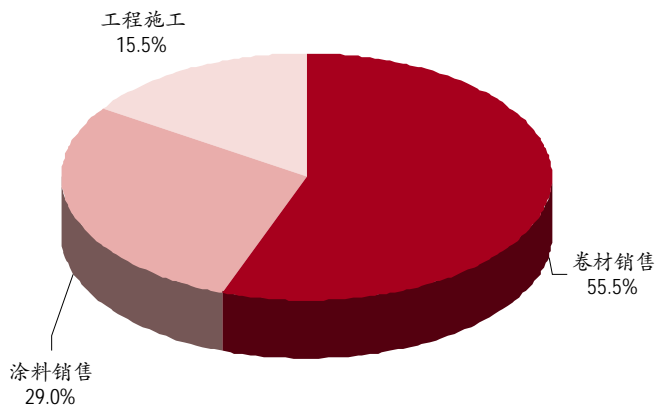
图表 1. 公司实际股权控制情况



资料来源：公司公告

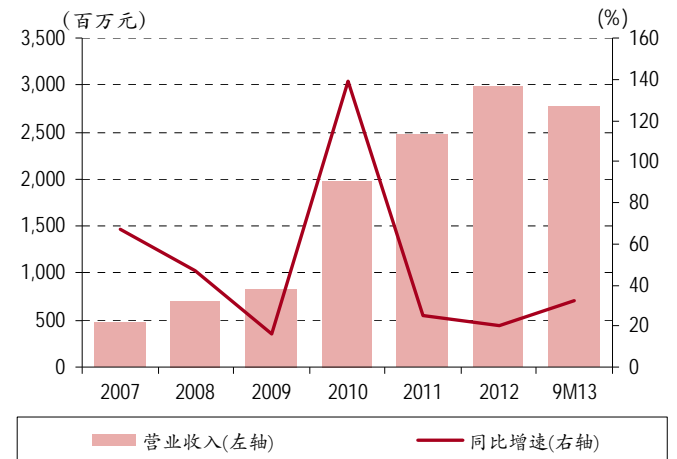
公司产品防水卷材和防水涂料在2013上半年营业收入中占比分别为56%和29%，在毛利中的占比分别是53%和35%。防水卷材销售、防水涂料销售和工程施工的毛利率分别为31.3%、39.5%和26.4%。公司的防水卷材产品主要包括SBS改性沥青防水卷材、APP改性沥青防水卷材、自粘改性沥青防水卷材、特种工程专用防水卷材和分子防水卷材等；防水涂料主要包括丙烯酸酯防水涂料、聚氨脂及聚脲类防水涂料、聚合物水泥防水涂料等。公司的产品种类较为齐全，生产工艺相对完善，具有较强的品牌和产品优势。

图表 2. 2013 年上半年主营业务收入分布

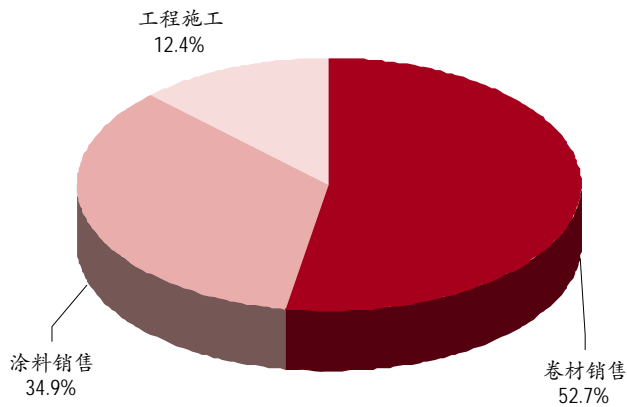


资料来源：公司公告

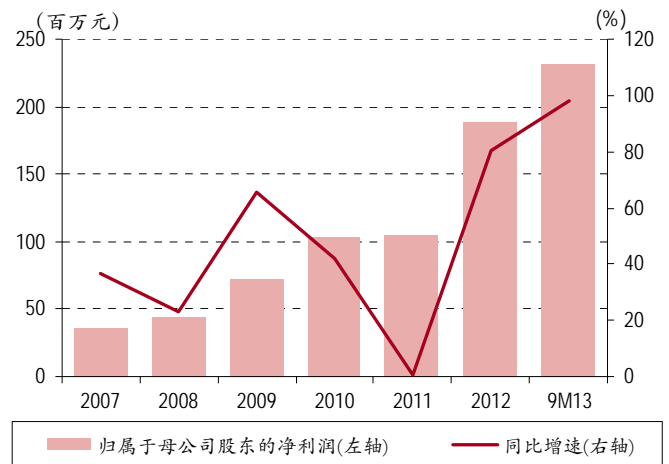
图表 3. 公司历年收入情况



资料来源：公司公告

**图表 4. 2013 年上半年主营业务毛利分布**


资料来源：公司公告

**图表 5. 公司历年净利润情况**


资料来源：公司公告

**图表 6. 防水材料特性比较**

分类	代表产品	性能特点
防水卷材	沥青纸胎油毡、沥青玻纤胎油毡、铝箔面油毡	其抗拉、抗震强度、温度适应性已渐不能满足现代建筑的需要，属于低档防水材料，已渐被淘汰。
防水卷材	高聚物改性沥青防水卷材	弹性体系的代表产品是 SBS 改性沥青防水卷材，塑性体系的代表产品是 APP 改性沥青防水卷材
防水卷材	合成高分子防水卷材	三元乙丙卷材、氯化聚乙烯卷材、橡塑共混卷材
防水涂料	沥青基防水涂料	乳化沥青
防水涂料	高聚物改性沥青防水涂料	氯丁胶
防水涂料	合成高分子防水涂料	聚氨酯防水涂料、丙烯酸酯防水涂料

与沥青防水卷材相比，改性沥青防水卷材的拉力强度、耐热度及低温柔性均有很大的提高，并有较高的不透水性和抗腐蚀性，加上价格适中，现已成为新型防水卷材的主导产品，也是我国目前大力推广应用的中高档防水材料。

具有拉伸强度高、断裂伸长率大、抗撕裂强度高、耐高低温及耐老化性能好等优越性，属新型高档防水卷材，但由于其是冷粘法施工，工艺不成熟，因而造成的渗漏水现象时有发生，另由于其造价昂贵，在某些有特殊要求的工程中有所应用。

柔韧性、抗裂性、强度及温度适应性都较低，使用寿命短，属低档防水涂料，用量较少。

与沥青基防水涂料相比，无论在柔韧性、抗裂性、强度，还是耐高低温性能及使用寿命等方面都有很大的改善。属中低档防水涂料。

合成高分子材料由于本身的优异性能，因而以它为原料制成的合成高分子涂料，有高弹性、防水性、耐久性及优良的耐高低温性能。属高档防水涂料。聚氨酯防水涂料是目前国内应用较多的一种高档防水涂料。

资料来源：中银国际研究

## 防水材料行业市场空间巨大

### 行业市场较为分散，公司有效市场逐渐增加

建筑防水材料应用于整个建筑市场，适用范围较为广泛，主要领域包括房屋建筑的屋面、地下、外墙和室内；城市道路桥梁和地下空间等市政工程；高速公路和高速铁路的桥梁、隧道；地下铁道等交通工程以及水利水电工程等。随着人们对建筑质量要求越来越高，建筑防水也将受到越来越多的重视。

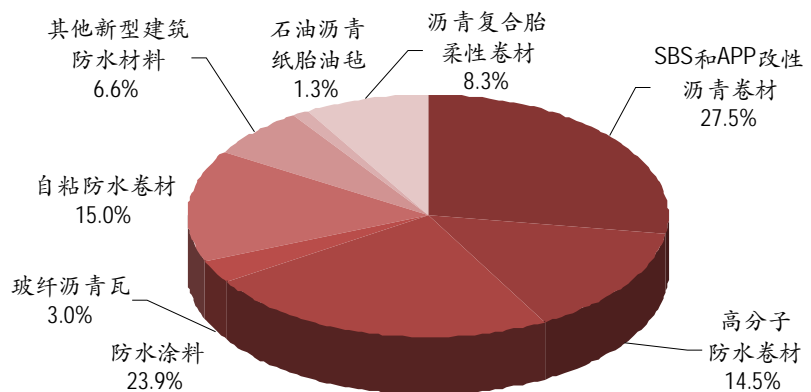
目前，我国建筑防水材料生产企业数量大约在 3,000 家，其中有防水卷材生产企业许可证的企业约 1,500 家，规模以上企业有 400 多家。2012 年规模以上企业总收入约 678 亿元，行业协会推算市场规模约为 1,000 亿，考虑到行业的现实情况，实际规模可能远大于 1,000 亿。按照 1,000 亿市场规模，公司 2012 年市场份额约为 3%，今年预计大概 4%。公司份额相当于行业内第二至第十名份额的加总，整个防水材料行业市场较为分散。

建筑防水行业是一个充分竞争性行业，经过了多年的竞争淘汰，行业集中度仍然很低，市场内恶性竞争严重，很多小公司的产品达不到国标，假冒伪劣产品泛滥。近年来行业内的优势企业更加关注自身增长，推动了政府主管部门陆续出台一些文件，利用各种媒体进行宣传报导，唤起老百姓对防水的关注，建筑开发商也对防水工程质量越来越重视。包括东方雨虹在内的十几家防水企业共同成立了一个建筑防水行业健康发展产业联盟，并向公众发布了质量诚信宣言，对产品质量做出保证，因此近两年行业市场快速向这些优势企业集中，公司的有效市场不断增加。

### 新型建筑防水材料快速发展

根据中国建筑防水协会测算，2012 年主要建筑防水材料的总产量预计约 13.6 亿平方米，同比增长 12.7%；其中 SBS/APP 改性沥青防水卷材的占比最大，为 27.5%，防水涂料和自粘防水卷材分居第二和第三位，分别为 23.9% 和 15.0%。新型防水材料在建筑防水材料总产量中的占比由 2006 年的 60% 增长至 2012 年的 90.5%，市场空间不断提高，而沥青油毡类落后产品产量则持续负增长，未来将逐步淘汰。

图表 7. 2012 年防水材料各类产品产量占比



资料来源：中国建筑防水协会

**图表 8. 各防水材料历年产量 (万平方米)**

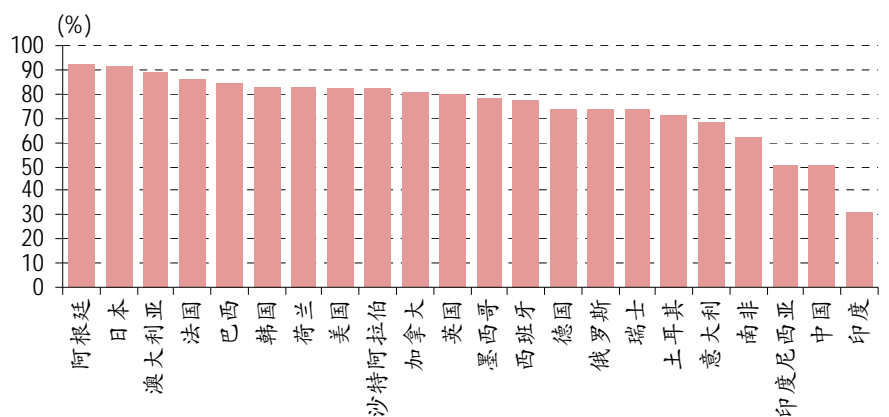
材料名称	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>一、新型建筑防水材料</b>	<b>38,000</b>	<b>47,860</b>	<b>59,900</b>	<b>74,230</b>	<b>89,710</b>	<b>106,812</b>	<b>122,677</b>
变动%	12.76	25.95	25.16	23.90	20.85	19.06	14.85
1.SBS 和 APP 改性沥青卷材	14,000	16,100	18,500	22,270	27,100	31,731	37,252
变动%	7.69	15.00	14.91	20.40	21.69	17.09	17.40
2.高分子防水卷材	8,500	10,000	12,500	14,160	15,600	18,742	19,698
变动%	13.33	17.65	25.00	13.30	10.17	20.14	5.10
3.中高档防水涂料	9,500	11,500	15,000	20,100	23,840	27,392	32,432
变动%	14.46	21.05	30.43	34.00	18.61	14.90	18.40
4.玻纤沥青瓦	2,000	2,060	2,000	2,160	3,750	3,975	4,055
变动%	17.65	3.00	(2.91)	8.00	73.61	6.00	2.01
5.自粘防水卷材	2,200	4,900	7,600	9,950	12,820	16,871	20,330
变动%	37.50	122.73	55.10	31.00	28.84	31.60	20.50
6.其他新型建筑防水材料	1,800	3,300	4,300	5,590	6,600	8,101	8,911
变动%	12.50	83.33	30.30	30.30	18.07	22.74	10.00
<b>二、沥青油毡类防水卷材</b>	<b>25,500</b>	<b>20,500</b>	<b>17,000</b>	<b>15,000</b>	<b>13,420</b>	<b>13,502</b>	<b>12,912</b>
变动%	(9.89)	(19.61)	(17.07)	(13.30)	(10.53)	0.61	(4.37)
1.石油沥青纸胎油毡	3,500	2,500	2,000	1,800	1,800	1,701	1,701
变动%	(18.60)	(28.57)	(20.00)	(10.00)	0.00	(5.50)	0.00
2.沥青复合胎柔性卷材	22,000	18,000	15,000	13,200	11,620	11,801	11,211
变动%	(8.33)	(18.18)	(16.67)	(12.00)	(11.97)	1.56	(5.00)
<b>合计</b>	<b>63,500</b>	<b>68,360</b>	<b>76,900</b>	<b>89,230</b>	<b>103,130</b>	<b>120,315</b>	<b>135,589</b>
变动%	2.42	7.65	12.49	16.00	15.58	16.66	12.70

资料来源：中国建筑防水协会

注：每 30 吨防水涂料约折算为 1 万平方米防水卷材

### 城镇化建设促进行业需求增长

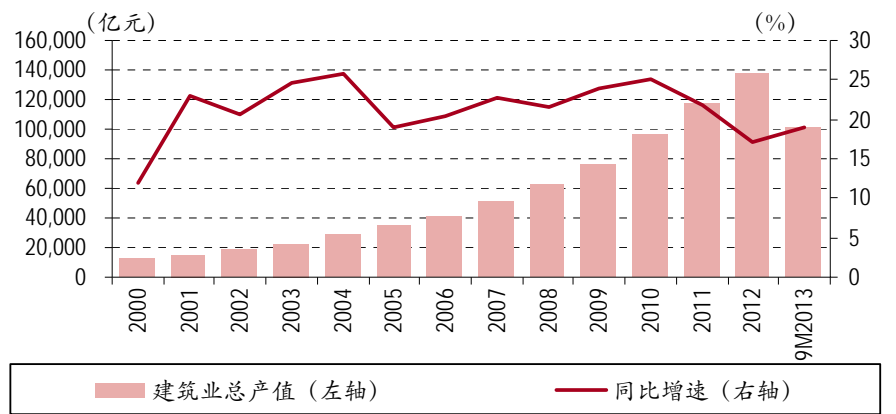
截至 2012 年末，我国城镇人口比重达到 52.6%，相较于 2000 年的 36.2%，十二年间共提升了 16.4 个百分点，平均每年增长 1.37 个百分点，我国的城镇化发展较为迅速，但与其他发达国家平均在 80-85% 的城镇化率相比差距仍然较大。而且如果按照户籍人口来计算，我国 2012 年底真实的城镇化率仅有 35.3%，城镇化的提升空间非常大，未来城镇化和新农村建设等将能够继续促进防水材料行业的需求增长。

**图表 9. 各国 2011 年末城市化率比较**


资料来源：万得

在行业应用方面，建筑防水材料主要用于房屋建筑、高速公路和城市道桥、地铁及城市轨道交通、高速铁路、机场和水利设施等领域，下游对应整个建筑行业。近年来，建筑业总产值保持较快增长，2013 年前 9 个月建筑业总产值约为 10.1 万亿，同比增长 19.1%。

图表 10. 建筑业总产值及增速



资料来源: 万得资讯

## 产品定位中高端客户，盈利能力较强

### 注重产品质量，具有较强品牌优势

防水行业集中度不高，生产企业规模较小、数量众多，行业竞争较为激烈，很多低质量、低技术、低标准的产品充斥市场，许多小公司的产品无法达到国家标准。从2008年到2013年，质检总局连续6年对建筑防水卷材产品组织开展了产品质量国家监督抽查。今年3月至7月，共抽查了8个省、直辖市200家企业生产的200批次建筑防水卷材产品。经检验，166家企业生产的166批次产品合格，34家企业生产的34批次产品不合格，产品抽样合格率为83%。

东方雨虹通过上市提高了品牌知名度，而且公司对产品质量要求严格，树立了良好的品牌形象，产品定位于中高端客户，客户的忠诚度相对较高。公司“雨虹”牌商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”，是我国建筑防水材料行业第一个“中国驰名商标”。

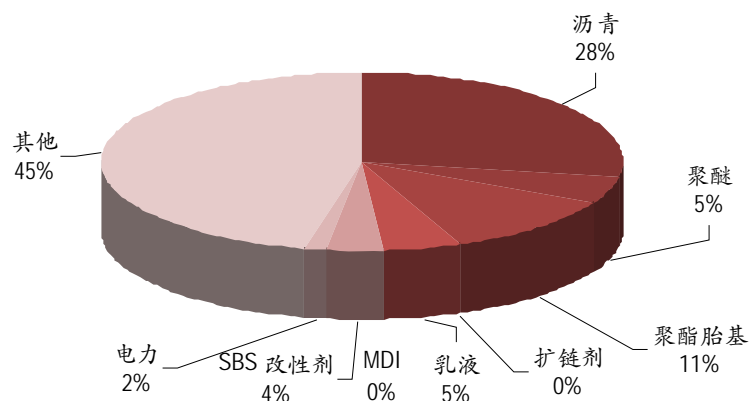
### 价格在建安成本中占比很小，高品质产品使用率逐渐提升

建筑防水材料是工程建设重要功能材料，防水材料的质量和使用效果对建筑的结构和安全起到非常重要的作用，近年来消费者对防水要求也在日益提高。防水在建安成本中所占的比例很小，以万科为例，全部采购雨虹的防水材料，每年采购约4亿元防水材料，加上施工部分大概占总成本比例在1%左右。由于防水质量至关重要，为了避免造成隐患，建筑商也越来越注重对防水材料的选择，产品的价格敏感性就相对较低，公司能够得到的品牌溢价较为明显。

### 原材料成本受原油价格影响较大

公司防水材料产品成本中原材料成本占生产成本的近九成，主要原材料包括沥青、聚醚、聚酯胎基、扩链剂、乳液、MDI和SBS改性剂等，主要能源为电能。主要原材料属于石油化工产品，受国际原油价格影响较大。公司通过集中采购、长期合作等方式减少原材料价格波动对利润率的影响，但从行业整体来说，对于上游议价能力不强。公司原材料主要是以产定购，并且适当进行战略储备，由于公司产能规模明显领先于行业内其他对手，与各主要原材料供应商建立了长期稳定合作关系，因此采购成本能够低于行业平均水平。

图表 11. 成本结构图



资料来源：万得

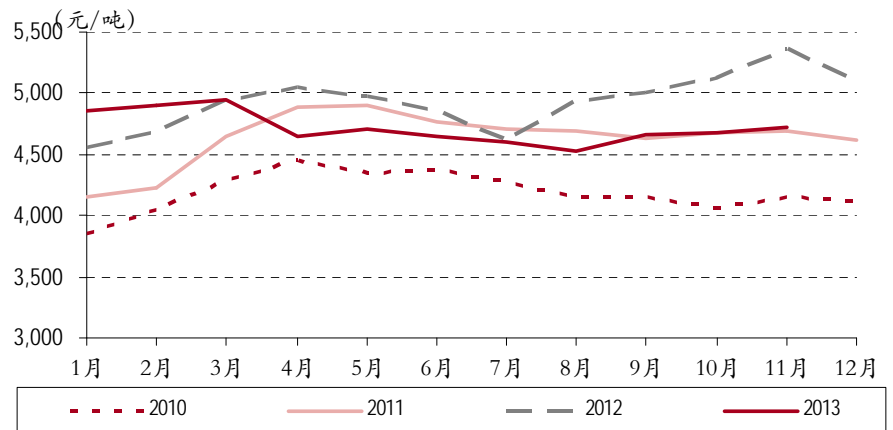


图表 12.布伦特原油期货价格走势



资料来源: 万得

图表 13.沥青 (90#) 价格走势



资料来源: 万得

### 采用天然湖沥青, 降低生产成本、提升产品性能

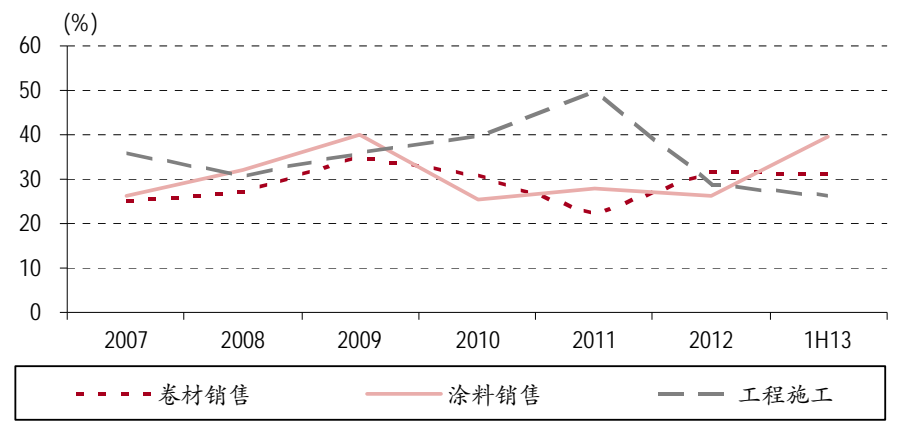
从各产品成本结构来看, 在防水卷材中沥青的成本占比约为 70%, 胎基布约占 10%, 改性剂和其他辅助材料约 10%, 沥青价格对改性沥青卷材影响比较大。而防水涂料因为多为室内使用, 所以很少含沥青, 涂料成本中乳液等成本占比较多。

公司采用特多天然湖沥青作为沥青的部分替代品, 能够降低生产成本以及提高产品性能。特多湖沥青在价格上低于普通沥青, 而且柔性很好, 能够减少改性剂的使用, 同时提升产品的性能。在生产中作用类似于添加剂, 能够替代 5-10% 的沥青, 使改性沥青卷材的成本下降 2-3%。目前公司全部生产线使用添加湖沥青, 每年的用量约为 2-3 万吨。

### 具有一定成本转嫁能力, 盈利能力较强

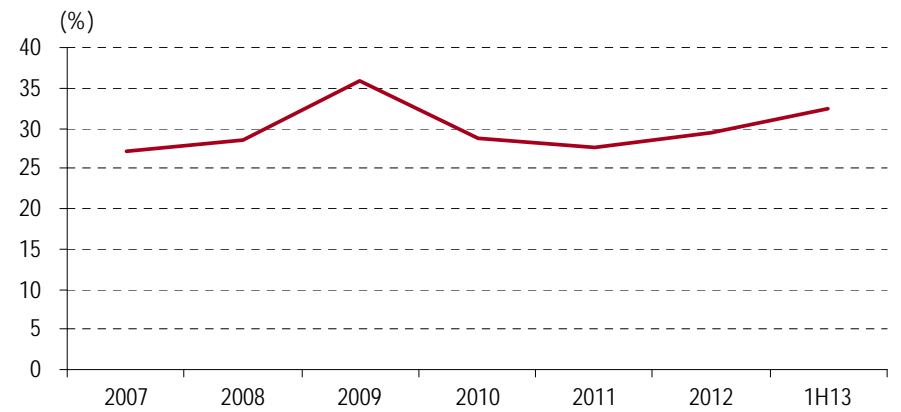
从原材料方面看, 由于受国际原油价格影响较大, 公司议价能力不强, 但由于公司是防水行业的龙头企业, 具有相对较高的市场占有率和品牌影响力, 因此具有一定的成本转嫁能力, 使得毛利率整体稳定在较高水平, 近年来公司主导产品毛利率基本都保持在 25% 以上。公司通常在年初制定价格, 每半年考虑是否作出调整, 如果原材料波动不大通常会自己消化。2013 年上半年公司综合毛利率达到 32.5%, 较前两年继续提升, 其中卷材销售、涂料销售和工程施工毛利率分别为 31.3%、39.5% 和 26.4%。

图表 14. 公司分产品毛利率走势



资料来源：公司公告

图表 15. 公司整体毛利率走势



资料来源：公司公告

## 全国性营销网络优势明显

### 渠道销售将有较快增长

公司的营销模式主要是采用直销与渠道销售相结合的方式。直销主要针对建筑承包商、建设项目开发商等。渠道销售主要包括经销商、家装连锁公司、建材超市和建材市场。从客户群类型来看，主要销售市场有地产、地铁、高铁、大型工业厂房等。

直销最大的优势就是能够掌握终端市场，对市场的变化反应及时，能较好的把握市场动向。目前，直销仍然是公司最主要的产品销售方式。公司先后与万科企业股份有限公司、远洋地产有限公司、华润置地（北京）股份有限公司、金地（集团）股份有限公司、北京天鸿集团公司、鹏润房地产开发有限公司、亿城集团股份有限公司、上海大华企业发展有限公司等全国性房地产开发企业和中国建筑第八工程局有限公司等建筑承包商签订了战略合作协议或长期供货协议。

渠道销售包括工程渠道和民用建材渠道。渠道销售的优势一方面现金流较好，另外一方面，对于品牌的扩张和渗透也能够有较大帮助。其中，工程渠道主要针对防水工程类公司，采用现款现销以及成本加成定价模式；民用建材渠道主要是进入大型建材超市、建材市场以及装饰公司。渠道销售目前占比 35-40%，未来将逐步提高至 60% 左右。

从下游分布来看，目前直销部分地产约占 70-80%，渠道销售也主要流向地产，整体来说，地产占比约 80% 左右，基础设施建设约占 20%，未来可能会继续保持这个比例。从各种销售模式的利润率来看，零售的毛利率最高，净利率也最高，大客户毛利率偏低，但费用率很低，所以净利率达到中上水平，基建的净利率最低，由于基建项目更多是最低价竞标，所以公司对基建项目的选择较为谨慎，会策略性推出基建项目，更多的是让经销商去做。

图表 16. 公司营销网络概况

销售模式	部门设置	部门职能	主要客户、项目或营销安排
直销	普通业务部	在北京、上海等重要市场不设立经销商，由该部门直接负责这些市场除大客户和轨道交通项目外的其他项目。	主要客户：华润、金隅、亿城等； 防水工程：奥运工程、首都机场、世博工程、上海虹桥机场等。
	大客户部	负责与公司进行战略合作的重点客户进行专门维护	万科、万达。
	高铁部	负责公司全国高铁项目的投标，并在中标后组织产品供应和施工。	京津城际、武广、京沪等客运专线。
	轨道交通部	负责公司全国轨道交通项目的投标，并在中标后组织产品供应和施工。	北京地铁、轻轨绝大部分线路；天津、南京、深圳、武汉等城市地铁。
	战略合作部	负责航空航天系统、汽车经销商网络、机场、电力系统、核电工程、水利工程等行业的防水、防潮、防渗的项目开拓	针对不同的新市场，均设置专门的项目组负责。
渠道	经销商部	负责公司全国经销商的开发、管理。	全国范围内已经签约了 500 多家经销商。
	分销渠道部	负责全国建材超市、建材市场和家装连锁公司等零售渠道的建设和管理。	家得宝，东方家园、居然之家、龙发、业之峰等。

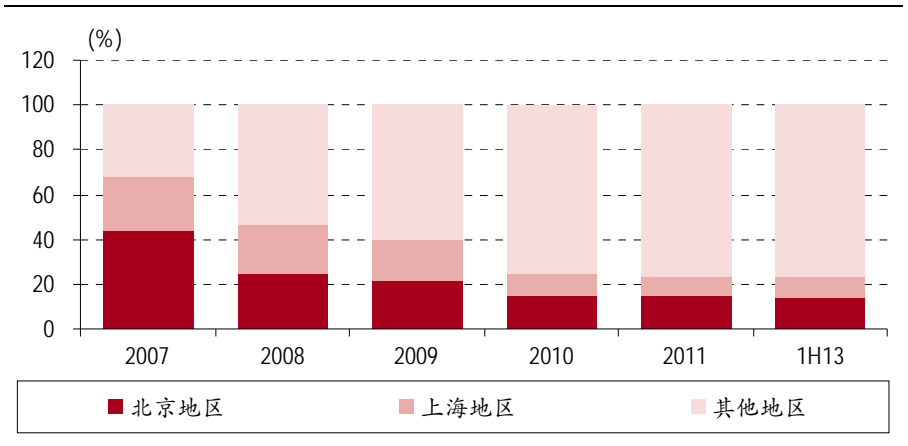
资料来源：公司公告

### 全国布局不断完善，北京、上海以外地区收入占比持续提升

东方雨虹最早的生产基地在北京，上市后募集资金投资了上海生产基地，随后公司实施全国布局战略，大力拓展北京和上海以外的新市场，分别在湖南岳阳、广东惠州、辽宁锦州、江苏徐州和云南昆明建立了生产基地，同时不断建设完善全国的营销网络，未来目标是营销网络能够覆盖到全国范围内所有的县级地区。

从 2013 年上半年数据来看，北京地区、上海地区和其他地区的收入占比分别为 14.3%、8.5%和 77.2%。随着公司全国布局的逐渐完善，异地收入占比也不断提升，其他地区占比从 2007 年的 32%提升至 77.2%。

图表 17.公司各地区收入占比



资料来源：公司公告

## 产能三年翻一番

### 生产基地布局全国

防水材料产品运输半径通常为 500 公里，因此，东方雨虹需要通过全国性生产基地布局来拓展市场。从公司的生产布局来看，现有的北京、锦州生产基地主要针对京津地区及其他华北和东北市场；上海、徐州基地产品主要供应华东市场；岳阳基地供应中部市场；惠州基地供应广东和周边以及部分供应海外市场；西南地区的昆明基地和西北地区的咸阳基地也在建设中，公司的全国性战略布局不断完善。

公司 2008 年上市以来，利用募集资金不断扩充产能，目前我们统计的公司防水卷材年产能约为 8,000 万平方米，防水涂料年产能约为 12 万吨。防水卷材的实际产能可以达到设计产能的 120%-130%，防水涂料由于各品种之间的生产反应时间差距较大，公司根据订单生产产品，实际产能跟设计产能可能会有 1-2 倍的差距。公司目前的产能目标是 3 年翻一番。

图表 18. 东方雨虹现有产能列表

地区	改性沥青防水卷材 (万平方米)	防水高分子防水卷材 (万平方米)	防水涂料 (万吨)	其他	备注
北京	1,500		2		2007 年投产
上海	1,000		2		2009 年投产
岳阳		500			2010 年投产
岳阳	1,000		2		2011 年投产
岳阳	1,000				2012 年投产
锦州	1,000		4		2011 年投产
惠州	1,000		2		2013 年投产
徐州	1,000				2013 年投产
德州				1.8 万吨非织造布	2013 年投产
<b>合计</b>	<b>7,500</b>	<b>500</b>	<b>12</b>		

资料来源：公司公告

### 非公开增发助力产能翻番

公司 9 月 9 号公告非公开发行 A 股股票预案，拟以不低于 22.39 元/股的价格发行不超过 5,700 万股，计划募集资金不超过 127,338 万元，用于唐山、咸阳、徐州、锦州、德州的产能建设以及偿还银行贷款。募投项目产能共计年产 8,000 万平方米防水卷材、17 万吨防水涂料以及 1 万吨非织造布，建成后公司产能增加超过 1 倍。公司对于未来产能建设的目标是三年翻一番，继续保持快速增长的步伐，巩固行业内的龙头地位，也能进一步与对手拉开距离。

图表 19. 东方雨虹现有产能列表

序号	项目名称	总投资 (万元)	拟以募集资金投入金额 (万元)
1	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
2	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
3	徐州年产 9 万吨防水涂料项目	15,700	15,700
4	锦州年产 2,000 万平方米防水卷材项目	14,586	14,586
5	德州年产 1 万吨非织造布项目	10,470	10,470
6	偿还银行贷款	25,000	25,000
	<b>合计</b>	<b>127,338</b>	<b>127,338</b>

资料来源：公司公告

图表 20. 东方雨虹拟建生产线列表

地区	改性沥青防水卷材 (万平方米)	高分子防水卷材 (万平方米)	防水涂料其他 (万吨)	备注
徐州	2,000		5	砂浆 40 万吨、年产橡胶密封材料 1000 万件
昆明	1,000		2	内外墙涂料 3 万吨
唐山	4,000		4	募投项目，分两期建设，总建设期拟定为 2 年
咸阳	2,000		4	募投项目，建设期约为 1 年
徐州			9	募投项目，建设期约为 1 年
锦州	2,000			募投项目，建设期约为 1 年
德州			3.2 万吨非织造布	总规划建设年产 5 万吨非织造布（其中 1 万吨为募投项目，建设期拟定 2 年）
<b>合计</b>	<b>11,000</b>		<b>24</b>	

资料来源：公司资料

## 实施股权激励计划增强公司凝聚力

东方雨虹于2013年8月19日董事会审议通过了《北京东方雨虹防水技术股份有限公司关于向激励对象授予限制性股票的议案》，确定以2013年8月19日为授予日，向311名激励对象授予共1,701.4万股东方雨虹限制性股票，其中首次授予1,631.6万股，预留69.8万股。首次授予价格为6.83元。股权激励摊销费用总额约为1.28亿元。

获授限制性股票股权之日起1年内为锁定期，锁定期后的4年为解锁期。解锁条件是13-16年的净利润较2012年分别有不低于25%、55%、95%和145%的增长，相当于年复合增长率在25%以上，同时要求每年加权平均净资产收益率不低于13%。公司三季报公告2013年全年净利润预计同比增长80%-100%，而且公司业务仍处于扩张期，达到股权激励解锁条件的压力不大。

股权激励对象覆盖范围较广，其中公司董事(不含独立董事)、总经理、副总经理、董事会秘书、总工程师、市场总监共9人，获授限制性股票230万股，占授予总量的13.5%；中层管理人员以及核心业务(技术)人员共302人，获授限制性股票1,401.6万股，占授予总量的82.4%。更有利于增强员工归属感、提升公司的凝聚力，以及吸引优秀的管理和技术人才。

图表 21. 东方雨虹股权激励的解锁条件

解锁安排	绩效考核目标
第一次解锁	2013年净利润相比2012年度增长不低于25%，2013年加权平均净资产收益率不低于13%；
第二次解锁	2014年净利润相比2012年度增长不低于55%，2014年加权平均净资产收益率不低于13%；
第三次解锁	2015年净利润相比2012年度增长不低于95%，2015年加权平均净资产收益率不低于13%；
第四次解锁	2016年净利润相比2012年度增长不低于145%，2016年加权平均净资产收益率不低于13%。
	锁定期内，归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。

资料来源：公司公告

图表 22. 预留部份解锁条件

解锁安排	绩效考核目标
第一次解锁	2014年净利润相比2012年度增长不低于55%，2014年加权平均净资产收益率不低于13%；
第二次解锁	2015年净利润相比2012年度增长不低于95%，2015年加权平均净资产收益率不低于13%；
第三次解锁	2016年净利润相比2012年度增长不低于145%，2016年加权平均净资产收益率不低于13%；
第四次解锁	2017年净利润相比2012年度增长不低于205%，2017年加权平均净资产收益率不低于13%。

资料来源：公司公告

**图表 23. 东方雨虹股权激励解锁期安排**

解锁安排	解锁时间	可解锁数量占限制性股票数量比例(%)
第一次解锁	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	25
第二次解锁	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	25
第三次解锁	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	25
第四次解锁	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	25

资料来源：公司公告

**图表 24. 东方雨虹股权激励对象**

姓名	职务	授予限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例(%)	占授予时公司总股本比例(%)
向锦明	董事	40	2.351	0.116
何绍军	董事	25	1.469	0.073
刘斌	董事 总经理	30	1.763	0.087
张颖	董事 财务总监 副总经理	30	1.763	0.087
文敬芳	副总经理	25	1.469	0.073
张洪涛	副总经理兼董事会秘书	20	1.176	0.058
王新	总工程师	20	1.176	0.058
王文萍	副总经理	20	1.176	0.058
蒋凌宏	市场总监	20	1.176	0.058
中层管理人员、核心业务(技术)人员 (共计 302 人)		1401.6	82.379	4.08
预留		69.8	4.103	0.203
合计		1,701.4	100	4.953

资料来源：公司公告

**图表 25. 东方雨虹股权激励摊销费用**

授予的限制性股票(万股)	摊销费用 总计(万元)	2013 年(万元)	2014 年(万元)	2015 年(万元)	2016 年(万元)	2017 年(万元)
1,631.6	12,762.6	3,038.89	6,968.03	2,002.49	547.05	206.13

资料来源：公司公告



## 充分利用研发和网络优势，打造新的盈利增长点

东方雨虹作为防水材料的龙头企业，自身具有较强的品牌优势、技术研发优势以及营销网络优势。公司在保持现有防水业务的领先地位的同时，利用技术研发能力不断开发相关领域的新产品，配合零售渠道销售，丰富产品种类。目前比较值得关注的非织造布和保温材料业务有望成为新的盈利增长点。

### 非织造布项目拓展公司产业链

公司的非织造布生产基地在山东德州，整体规划建设5万吨非织造布生产线。非织造布是公司的主要产品沥青卷材的主要原材料，有助于公司延长产业链。目前建成并开始正式生产的有4条生产线，年产1.8万吨，约合1亿平米非织造布。非织造布的主要下游应用领域包括建筑、医疗、环保、服装、汽车、航空航天等行业。公司主要发展聚酯胎基布、医疗卫生用非织造布及汽车用非织造布等高附加值非织造布系列产品，产品定位高端，预计大部分产品能够保持30%以上的毛利率。

目前的非织造布产能规模正好相当于能够满足东方雨虹原料需求的水平，但是公司对于销售结构的分配是三分之一供应东方雨虹，三分之一国内销售，另外是出口销售。一方面相当于公司向上游拓展，增强了企业自身对上游原材料的抗风险能力，另一方面，这部分市场国内外需求较好，市场增长潜力较大，市场较分散，公司具备较强竞争优势。

### 保温业务市场较大，未来有望高速发展

公司今年年初制定了保温业务的发展策略，把原有的卧迪品牌变为节能保温公司，提出了“打造国内保温防水行业最受尊敬的诚信企业”的发展理念，主推石墨聚苯板薄抹灰外墙保温系统。工厂设立在徐州，已经从韩国引进了生产线，明年能够安装完成，预计产能为32万立方米石墨改性膨胀聚苯板。目前是贴牌生产，主要是工程服务，由于保温行业比防水更加注重施工，基本上是两成材料八成施工，公司有约500人的专业施工队伍，竞争优势强劲。

保温与防水相辅相成，对于建筑节能有重要作用。目前保温市场空间较大，预计有5,000亿市场，保温项目毛利率水平也较高，公司未来可能会采取EPC总承包等模式，明年生产线投产后预计会开始快速发展。

## 盈利预测与估值

我们选择的可比公司包括伟星新材和北新建材，均属于新型建筑材料细分行业的龙头企业，客户群也较为一致。伟星新材是国内最早、规模最大的塑料管道生产企业，北新建材是石膏板行业的龙头企业。

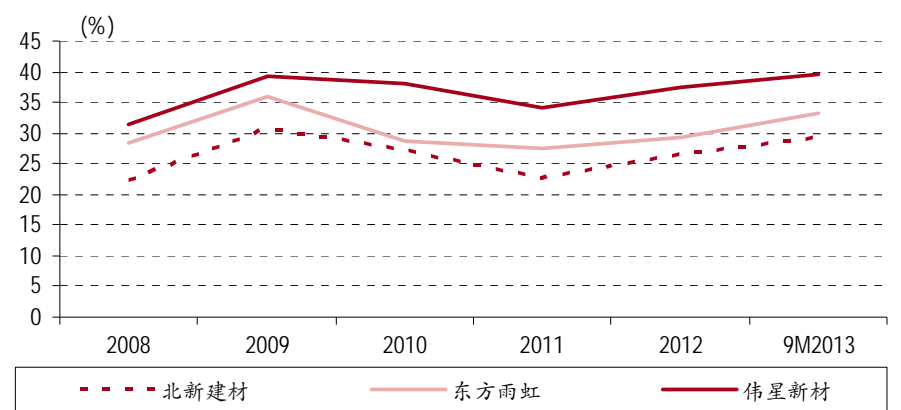
与可比公司的具体情况相比较，从产品定位来看，三家公司都是各自行业内龙头企业，注重品牌建设。雨虹和伟星的产品都是定位于中高端客户，产品盈利能力较强；北新建材因为收购了泰山品牌，所以定位更为全面，覆盖了高端和中低端市场。

从营销模式来看，三家公司的营销网络和生产基地都在全国进行布局，北新建材的销售体系主要是采用经销商模式，约90%以上是由各地的经销商来完成销售，很少采用大客户模式；伟星新材采取“零售与工程并举，零售为先”的营销思路，公司的全国性布局不断向纵深发展，目前经销占比60-70%，工程直销仅占30-40%；东方雨虹目前仍以直销为主，渠道销售占比约为35-40%，未来公司将重点发展渠道，目标是渠道达到60%占比。

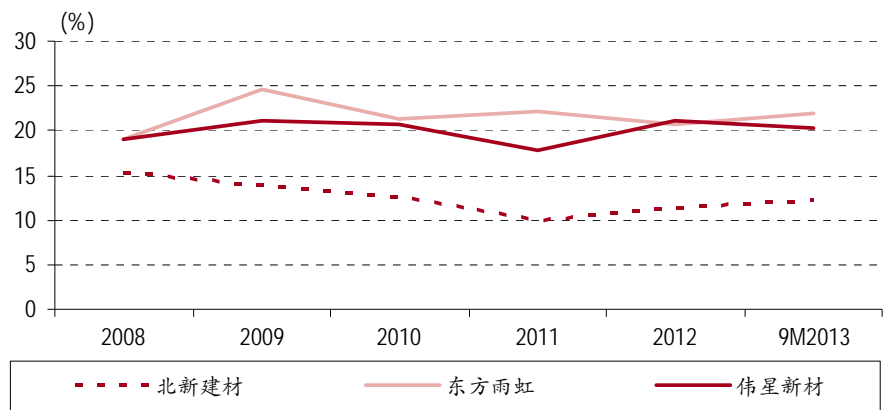
从市场占有率来看，三家公司中北新建材市占率最高，2012年在石膏板市场占有率已达到50%左右；伟星新材和东方雨虹所处行业市场较为分散，伟星新材在塑料管道市场的份额预计约为5%，东方雨虹在防水市场中份额为3-4%左右，未来成长空间较大。

从各项财务指标情况来看，东方雨虹的毛利率在可比公司中处于中等水平，而且近两年稳步上升，但期间费用率偏高，在22%左右，一方面是公司的营销模式比较复杂，销售费用相对固定，另一方面是由于公司研发、管理人员配置较高，未来随着公司规模快速扩张，管理费用率有望逐步下降。公司的销售净利率近两年也不断提升，但由于费用率较高，因此净利率明显低于可比公司的水平。

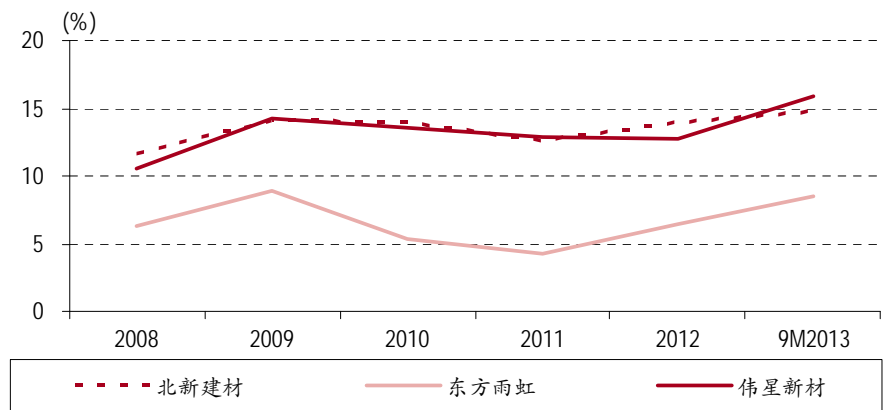
图表 26. 东方雨虹与可比公司的毛利率比较



资料来源：公司公告

**图表 27. 东方雨虹与可比公司的销售期间费用率比较**


资料来源：公司公告

**图表 28. 东方雨虹与可比公司的销售净利率比较**


资料来源：公司公告

长期来看，随着人们对防水的重视度提升，作为细分行业龙头企业，公司具有较强的品牌优势和网络优势，未来有望获得更高的市场份额，同时随着规模效应的发挥，盈利能力也有望逐步提升，公司具备较好的成长性。考虑到公司快速产能扩张计划，我们预计公司未来三年收入和净利润将继续保持较快增长，预计公司 2013-2015 年收入 39.6、52.0 和 67.9 亿元，同比增长分别为 33%、31%、30%，归属上市公司股东净利润为 3.47、4.47 和 6.04 亿元，同比增长 84%、29%和 35%。

从公司估值来看，北新建材由于市场份额已经较高，未来发展空间相对有限，因此存在一定的估值折扣，2014 年市盈率约 10 倍；伟星新材与东方雨虹目前市场份额均较低，未来发展空间较大，但从业绩增速来看，伟星新材 2013-2015 的业绩复合增长率在 20%左右，明显低于东方雨虹 45%左右的复合增长，因此估值方面也相对较低，2014 年市盈率约 14 倍。我们认为东方雨虹未来持续增长能力较强，可以基于 2014 年 24 倍市盈率，给予目标价 30 元，首次覆盖给予**谨慎买入**评级。

**图表 29. 东方雨虹与可比公司估值**

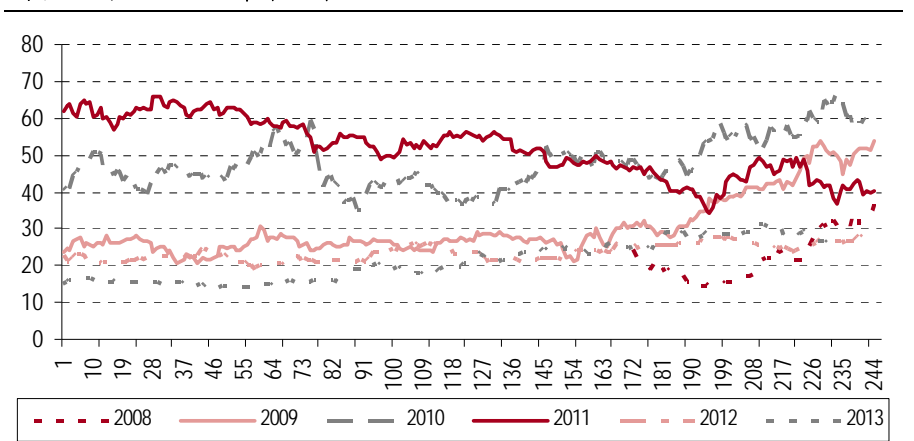
公司名称	股票代码	股价	每股收益			市盈率			市净率			净资产收益率%		
			2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
伟星新材	002372.CH	14.51	0.72	0.89	1.07	20	16	14	2.1	2.5	2.3	13.5	16.0	17.9
北新建材	000786.CH	17.72	1.18	1.52	1.79	15	12	10	2.9	2.4	2.0	20.7	22.5	22.4
<b>可比公司平均</b>						<b>18</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>17.1</b>	<b>19.3</b>	<b>20.2</b>
东方雨虹	002271.CH	25.70	0.55	0.96	1.24	47	27	21	7.1	5.7	4.7	16.2	24.1	24.8

资料来源：公司公告、中银国际研究

**图表 30. 盈利预测假设**

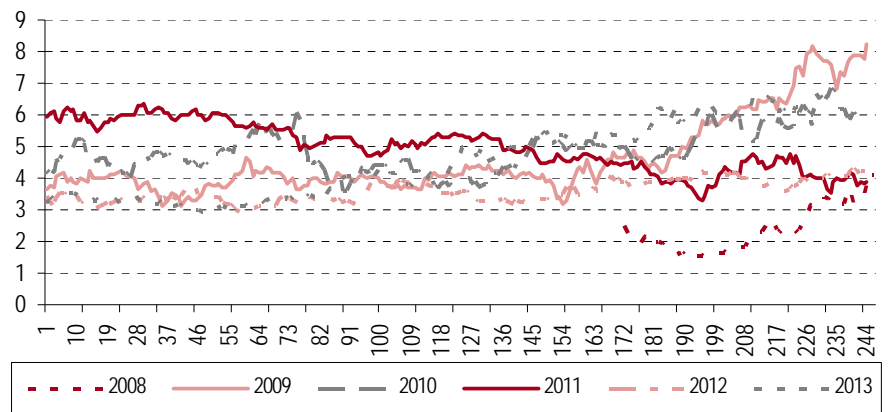
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
卷材销量 (百万平方米)	37.68	51.20	67.00	85.76	110.63	142.71
增速(%)	63.4	35.9	30.9	28.0	29.0	29.0
卷材产能 (百万平方米)	35.00	50.00	60.00	80.00	100.00	130.00
增速(%)	40.0	42.9	20.0	33.3	25.0	30.0
卷材均价 (元/平方米)	24.77	26.71	25.40	26.04	26.56	26.82
增速(%)	21.3	7.8	(4.9)	2.5	2.0	1.0
卷材成本 (元/平方米)	17.17	20.84	17.41	17.24	17.67	18.11
增速(%)	29.0	21.3	(16.4)	(1.0)	2.5	2.5
涂料销量 (万吨)	6.56	7.35	9.60	12.10	15.60	20.28
增速(%)	113.4	12.1	30.6	26.0	29.0	30.0
涂料产能 (万吨)	6.00	6.00	8.00	12.00	15.00	20.00
增速(%)	71.4	0.0	33.3	50.0	25.0	33.3
涂料均价 (元/吨)	13,105	10279	8710	9,581	9,773	9871
增速(%)	64.2	(21.6)	(15.3)	10.0	2.0	1.0
涂料成本 (元/吨)	9,777	7399	6409	6,409	6,601	6,766
增速(%)	104.1	(24.3)	(13.4)	0.0	3.0	2.5
卷材销售收入 (百万元)	933	1,367	1,702	2,233	2,938	3,828
卷材销售毛利率 (%)	30.7	22.0	31.5	33.8	33.5	32.5
涂料销售收入 (百万元)	859	756	836	1,159	1,525	2,002
涂料销售毛利率 (%)	25.4	28.0	26.4	33.1	32.5	31.5
工程施工收入 (百万元)	161	309	407	529	688	894
工程施工毛利率 (%)	39.8	49.5	28.6	29.0	30.0	31.0
其他收入 (百万元)	27	42	33	42	52	65
其他毛利率 (%)	6.8	40.9	12.6	12.0	12.0	12.0
总体收入 (百万元)	1,982	2,474	2,979	3,963	5,203	6,790
总体毛利率 (%)	28.8	27.6	29.4	32.7	32.5	31.8

资料来源：公司公告、中银国际研究

**图表 31. 东方雨虹当年市盈率对比**


资料来源：公司公告

图表 32. 东方雨虹当年 PB 对比



资料来源：公司公告

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	2,474	2,979	3,963	5,203	6,790
销售成本	(1,791)	(2,102)	(2,666)	(3,512)	(4,631)
经营费用	(495)	(551)	(758)	(1,005)	(1,255)
息税折旧前利润	187	326	539	686	904
折旧及摊销	(28)	(37)	(51)	(65)	(81)
经营利润(息税前利润)	159	289	489	620	822
净利息收入/(费用)	(56)	(67)	(75)	(86)	(98)
其他收益/(损失)	13	0	0	(1)	(3)
税前利润	117	223	414	533	720
所得税	(13)	(31)	(62)	(80)	(108)
少数股东权益	0	(3)	(5)	(6)	(8)
净利润	105	189	347	447	604
核心净利润	93	188	349	452	612
每股收益(人民币)	0.304	0.549	0.964	1.243	1.680
核心每股收益(人民币)	0.269	0.548	0.971	1.255	1.700
每股股息(人民币)	0.100	0.200	0.289	0.373	0.504
收入增长(%)	25	20	33	31	30
息税前利润增长(%)	(2)	82	69	27	33
息税折旧前利润增长(%)	1	74	65	27	32
每股收益增长(%)	1	80	75	29	35
核心每股收益增长(%)	(19)	104	77	29	35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	117	223	414	533	720
折旧与摊销	28	37	51	65	81
净利息费用	56	67	75	86	98
运营资本变动	(383)	71	(207)	(350)	(429)
税金	(13)	(31)	(62)	(80)	(108)
其他经营现金流	8	17	(3)	(4)	(5)
经营活动产生的现金流	(188)	384	267	250	358
购买固定资产净值	(189)	(261)	(251)	(237)	(248)
投资减少/增加	2	0	0	0	0
其他投资现金流	4	(28)	0	1	2
投资活动产生的现金流	(183)	(289)	(251)	(236)	(246)
净增权益	0	0	111	0	0
净增债务	46	47	160	250	250
支付股息	(43)	(34)	(69)	(104)	(134)
其他融资现金流	(59)	(80)	(74)	(85)	(97)
融资活动产生的现金流	(56)	(67)	129	61	19
现金变动	(427)	28	145	76	131
期初现金	714	287	315	460	535
公司自由现金流	(369)	97	18	19	118
权益自由现金流	(381)	75	101	178	263

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	287	315	460	535	666
应收帐款	1,023	1,161	1,504	1,931	2,468
库存	549	517	619	794	1,012
其他流动资产	0	21	21	22	22
流动资产总计	1,858	2,014	2,604	3,282	4,168
固定资产	364	540	692	836	981
无形资产	83	99	148	175	197
其他长期资产	21	159	162	165	168
长期资产总计	468	798	1,001	1,176	1,346
总资产	2,326	2,811	3,605	4,458	5,514
应付帐款	321	552	777	1,015	1,324
短期债务	861	908	1,068	1,318	1,568
其他流动负债	46	95	108	125	143
流动负债总计	1,228	1,554	1,953	2,457	3,034
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	344	344	360	360	360
储备	745	901	1,274	1,617	2,088
股东权益	1,088	1,245	1,634	1,977	2,448
少数股东权益	10	13	18	24	32
总负债及权益	2,326	2,811	3,605	4,458	5,514
每股帐面价值(人民币)	3.17	3.62	4.54	5.49	6.80
每股有形资产(人民币)	2.93	3.33	4.13	5.01	6.25
每股净负债/(现金)(人民币)	1.67	1.73	1.69	2.17	2.51

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	7.6	10.9	13.6	13.2	13.3
息税前利润率(%)	6.4	9.7	12.3	11.9	12.1
税前利润率(%)	4.7	7.5	10.4	10.2	10.6
净利率(%)	4.2	6.3	8.8	8.6	8.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.5	1.3	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	2.7	4.0	6.1	6.6	7.6
净权益负债率(%)	52.3	47.2	36.8	39.1	36.4
速动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	84.5	46.8	26.7	20.7	15.3
核心业务市盈率(倍)	95.4	46.9	26.5	20.5	15.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	111.3	54.7	30.9	23.9	17.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	8.1	7.1	5.7	4.7	3.8
价格/现金流(倍)	(47.0)	23.0	34.6	37.0	25.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	50.3	28.8	18.2	14.6	11.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	97.9	92.6	77.8	73.4	71.2
应收帐款周转天数	134.1	133.8	122.7	120.5	118.2
应付帐款周转天数	45.0	53.5	61.2	62.9	62.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	32.9	36.4	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	9.9	16.2	24.1	24.8	27.3
资产收益率(%)	6.3	9.7	12.9	13.1	14.0
已运用资本收益率(%)	8.6	14.3	20.2	20.8	22.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371