

东方雨虹 (002271)

# 取势宏远、速度制胜

增持/首次评级

股价: RMB65.9

分析师

周煥

SAC 执业证书编号: S1000206090080

zhouhuan@lhqz.com

+755-82492072

联系人

鲍雁辛

baoyx@lhqz.com

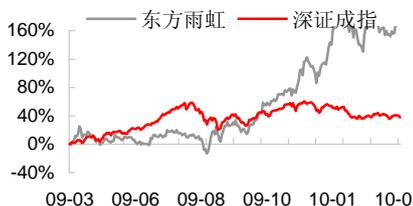
+755-82492810

- 我国新型建筑防水材料行业处于高速成长阶段,就产量而论,年复合增长率达 20%以上。根据我们的测算,新型建筑防水材料的市场空间仍然巨大,08-09 年,防水材料国家标准及规范密集出台,进一步为新型防水材料市场扩容。
- 就建筑防水材料全行业来看,充分竞争,并无太高壁垒,作坊式工厂遍布,但在高端市场,如高铁、奥运场馆等项目上,呈寡头垄断态势,行业内有力参与竞争者寥寥,公司在高端市场有无可争议的竞争优势。
- 销售网络及防水的系统化的解决方案是公司核心竞争力所在,2009 年渠道销售市场取得同比 90%以上的增长速度,未来公司渠道销售量仍将高速增长,
- 根据公司现阶段已经签订的重大销售合同来看,公司 2010 年销售收入将有较大幅度增长,另外,2009 年底及 2010 年初公司上海和岳阳的生产线相继投产,产能翻倍,根据现有的产能来估算,能支持约 15 亿元的收入,考虑到以往公司都是在供不应求的状态下满负荷生产,一些项目因产能不足而被迫放弃,我们认为 2010 年公司实现 15 亿收入的概率较大,增幅约为 80%,2011-2012 年随着未来新建生产线的投产,公司主业收入仍可保持 40%以上的增速。
- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 1.46、2.23 和 3.16 元,公司目前股价 63-66 元股价对应 2010 年动态市盈率 43-45 倍,按 40%的增长率计算,2010 年 PEG 为 1.075-1.125,考虑到目前 A 股市场的 PEG 和中小板 PEG 及可比板块的 PEG,公司估值仍具一定吸引力。

基础数据

总股本(百万股)	79
流通 A 股(百万股)	35
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	2237

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

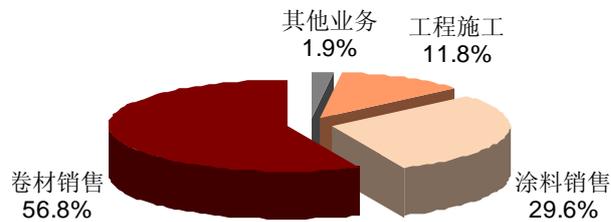
经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	712.3	829.3	1554.9	2313.7	3181.8
(+/-%)	47.0	16.4	80.9	48.8	37.5
归属母公司净利润(百万元)	44.1	73.2	115.3	176.6	250.2
(+/-%)	22.8	65.9	57.6	53.1	41.7
EPS(元)	0.56	0.92	1.46	2.23	3.16
P/E(倍)	117.7	71.6	45.1	29.6	20.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 公司基本情况

公司是一家集防水材料研发、生产、销售、技术咨询和施工服务为一体的专业化建筑防水系统供应商，是行业龙头企业。近些年来公司从北京及周边一带走向全国，高速成长，05-09年，主营收入复合增长率约48%。公司主要产品为新型防水材料，包括SBS/APP改性沥青防水卷材、高分子防水卷材及防水涂料三大类，在民用建筑、高速铁路、高速公路、城市道桥、地铁、机场等领域获得了同行业其他公司难以达到的市场占有率。

图 1、09 年各业务收入占比



数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所

表 1、募投项目达产后销售领域预测（万平米）

	防水卷材	防水涂料	涂料折算卷材数	合计	比例
房屋建筑物	1,500	16,000	533.33	2,033.33	42.99%
高速公路和城市道桥	200		0	200	4.23%
基础 设施	100	2,000	66.67	166.67	3.52%
地铁及城市轨道					
领域	400	5,000	166.67	566.67	11.98%
高速铁路					
机场	100	1,000	33.33	133.33	2.82%
小计	800	8,000	363.64	1,163.64	24.60%
渠道	1,000.00	6,000	200	1,200.00	25.37%
经销商					
分销商		10,000	333.33	333.33	7.05%
小计	1,000.00	16,000	533.33	1,533.33	32.42%
总计	3,300.00	40,000.00	1430.3	4,730.30	100.00%

数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所

## 建筑防水行业处于高速成长期

我国自 40 年代起就采用沥青油毡（纸胎油毡）作为防水材料，并且在相当长的时间几乎是唯一的建筑防水材料，80-90 年代我国开始引进技术开发改性沥青防水卷材等新型防水材料，防水材料的应用范围也因此而迅速扩大，从传统的房屋建筑，扩展到道路桥梁和地下空间等市政工程、高速铁路、机场、垃圾处理厂等基础设施建设方面。目前新型防水材料逐渐形成沥青基防水卷材、高分子防水卷材和防水涂料三个大类。受益于我国城市化进程，最近几年我国的建筑防水行业处于高速成长阶段，于

此同时国家产业政策扶植新型建材的发展，高能耗、高污染的沥青油毡市场不断萎缩。

**表 2、各防水材料历年产量 (万平方米)**

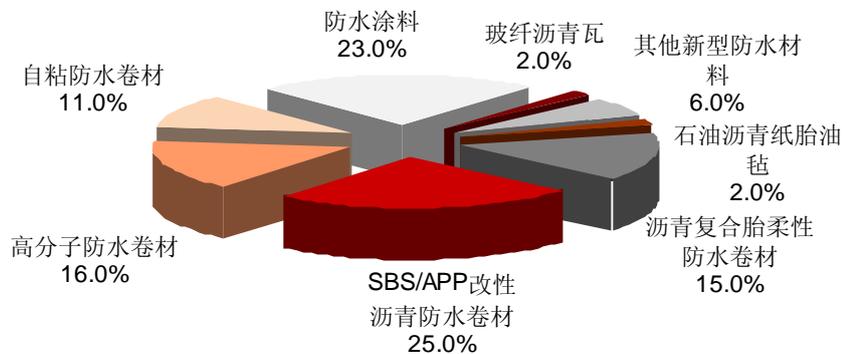
材料名称	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
	产量	产量	产量	产量	产量	产量 E	产量 E
一、新型建筑防水材料	14300	33,700	38,000	47,860	59,900	74,230	91,325
1、SBS 和 APP 改性沥青卷材	5600	13,000	14,000	16,100	18,500	22,270	26,724
2、高分子防水卷材	3700	7,500	8,500	10,000	12,500	14,160	16,001
3、中高档防水涂料	4000	8,300	9,500	11,500	15,000	20,100	26,130
4、玻纤沥青瓦		1,700	2,000	2,060	2,000	2,160	2,268
5、自粘防水卷材		1,600	2,200	4,900	7,600	9,950	12,935
6、其它新型建筑防水材料		1,600	1,800	3,300	4,300	5,590	7,267
二、沥青油毡类防水卷材	26700	28,300	25,500	20,500	17,000	15,000	12,750
1、石油沥青纸胎油毡	16700	4,300	3,500	2,500	2,000	1,800	1,530
2、沥青复合胎柔性卷材	10000	24,000	22,000	18,000	15,000	13,200	11,220
<b>合计</b>	<b>41000</b>	<b>62,000</b>	<b>63,500</b>	<b>68,360</b>	<b>76,900</b>	<b>89,230</b>	<b>104,075</b>

数据来源： 公司年报、华泰联合证券研究所

如上表所示，就产量来看，新型建筑防水材料的增速近三年保持 20%-25%。

公司主要产品防水卷材在各类防水工程中的应用量约占 60%，稳居防水工程主导地位，其中 SBS 改性沥青卷材是应用比例最大的的单品种防水材料，占比在 25-30%。

**图 2、09 年各业务收入占比**



数据来源： 公司年报、华泰联合证券研究所

### 新型防水材料未来市场空间仍巨大

整个行业的市场容量难以准确的统计，但我们根据建筑防水协会的市场调查，并按国家最新规范：房屋的防水施工面积约占建筑施工面积的 30%，假定所有建筑物均按规定进行防水施工，可以粗略估算全国防水材料的需求情况。

表 3、全国防水施工面积需求估算（单位：万平方米）

年份	全国建筑企业房屋施工面积	全国防水施工需求面积	防水材料实际使用面积	缺口
2005	352,745	105,823	62,000	43,823
2006	410,154	123,046	63,500	59,546
2007	482,006	144,601	68,360	76,241
2008	527,796	158,338	76,900	81,438

数据来源：CEIC，中国建筑防水协会，华泰联合证券研究所

如上表所示，如果所有的新建建筑均按现行标准进行施工，则我国防水材料的整体市场需求还存在巨大空间，且不考虑目前我国超过 420 亿平米保有量的各类房屋的维修和改造需求及公路、桥梁、铁路、机场、水利等市政工程需求。

### 集中度提高加速，行业走向规范，市场扩容

自 2000 年起，原国家建材局、国家建设部和国家发改委先后颁布了一系列政策法规，逐步规范了防水领域的建设投资，加大了对行业内大中型企业的扶持力度，尤其是进入“十一五”以来法规日趋完善，我们可以预期在“保增长、调结构”的大背景下，防水材料行业的集中度提高加速是大势所趋。

图 3、防水行业法规日趋完善

2000年10月	建设部 《国家化学建材工业“十五”计划和2010年发展规划纲要》	“在2005年前“新型防水材料在全国防水工程市场的占有率达到50%以上”
2003年11月	建设部 《关于加强建筑防水材料生产与应用管理工作的意见》	”大力发展改性沥青防水卷材，积极推广高分子防水卷材，增强中高档防水材料的市场占有率”
2004年3月	建设部《建设部推广应用和限制禁止使用技术公告》	“推广SBS或APP改性沥青防水卷材，限制石油沥青纸胎油毡、沥青复合胎柔性防水卷材
2004年5月	国家发改委《当前部分行业制止低水平重复建设目录》	“年生产能力在500万平方米以下的改性沥青防水卷材生产线、列入限制建设目录。”
2005年12月	国家发改委《产业结构调整指导目录（2005年本）》	新型节能环保墙体材料、绝热隔音材料、防水材料 and 建筑密封材料、建筑涂料开发生产”列为鼓励类产业目录。
2007年8月	《我国建筑防水行业“十一五”发展规划纲要》	推广改性沥青防水卷材和合成高分子防水卷材等新型防水材料，使新型防水材料的市场占有率达到75%；使前20名企业产品的市场占有率达到50%以上。
2008年6月	国家质监总局《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	防水行业市场准入制度。

数据来源：华泰联合证券研究所

近两年，防水行业国家标准和规范密集出台，我们判断，随着行业规范体系的成熟和监管力度的加强，新型防水材料的市场容量在现有的基础上将会有较大的增长。

**表 4、08-09 年已批准发布和实施的标准及规范**

序号	标准号	标准名称	标准类别
1	GB 18242-2008	弹性体改性沥青防水卷材	强制性国标
2	GB 18243-2008	塑性体改性沥青防水卷材	
3	GB 18967-2009	改性沥青聚乙烯胎防水卷材	
4	GB 23440-2009	无机防水堵漏材料	
5	GB 23441-2009	自粘聚合物改性沥青防水卷材	
6	GB 24266-2009	中空玻璃用硅酮结构密封胶	
7	GB/T 14686-2008	石油沥青玻璃纤维胎防水卷材	推荐性国标
8	GB/T 22083-2008	建筑密封胶分级与要求	
9	GB/T 23260-2009	带自粘层的防水卷材	
10	GB/T 23261-2009	石材用建筑密封胶	
11	GB/T 23445-2009	聚合物水泥防水涂料	
12	GB/T 23446-2009	喷涂聚脲防水涂料	
13	GB/T 23457-2009	预铺/湿铺防水卷材	
14	GB/T 24139-2009	PVC 涂覆织物 防水布规范	
15	GB/T 24267-2009	建筑用阻燃密封胶	
16	GB 50108-2008	地下工程防水技术规范	

数据来源：华泰联合证券研究所

**表 5、2009 年已完成审定待批的标准及规范**

序号	标准号	标准名称	标准类别
1	GB 50207	屋面工程质量验收规范	工程建设国标
2	GB 50208	地下防水工程质量验收规范	工程建设国标
3		坡屋面工程技术规范	工程建设国标
4		城市桥梁桥面防水技术规程	工程建设行标
5		喷涂聚脲防水工程技术规程	工程建设行标
6		建筑堵漏技术规程	工程建设行标

数据来源：华泰联合证券研究所

**全行业集中度低，充分竞争，但高端市场垄断竞争，公司拥有绝对优势**

如上文所述，我国在相当长的一段时间内不甚重视建筑防水工程质量，法规标准混乱，行业管理力度较弱，并因此导致我国的建筑防水材料和防水技术发展缓慢，反映在全行业竞争上则表现为低水平的无序竞争，粗略统计，我国建筑防水生产企业和作坊有 2、3 千家，在农村及城镇不难见到从解放初期沿用至今的纸胎油毡做为防水材料。

近些年随着新型防水材料的大规模应用，高端市场的需求逐步显现，比如高铁项目，对企业的资金和技术都提出了相对较高的要求，招标时还通常要求投标方有大型项目的施工经历，行业内有力参与竞争者寥寥。公司针对国家重点工程专门成立项

目组全程跟踪，如高铁项目组、轨道交通组、机场建设组、公路桥梁组、电能业务组、教育系统组、水利项目组等等，奥运防水工程一共 31 个包，公司拿下 26 个，京沪高铁 16 个包，公司独揽 5 个，在现有铁路防水工程市场上占 5 成以上份额。

## 渠道网络及系统化的解决方案是公司核心竞争力所在

独创的系统服务供应商模式短期内尚无明显的竞争对手

实现防水系统的低渗透率需要设计、材料、施工、售后维护每个环节都有保障，尤其是在国家重点工程项目上，公司设立专人跟进每个环节。公司运用系统工程的理念，把建筑防水视为一个系统工程，独创了雨虹防水系统，该系统包括专业设计、材料供应保障、专业安装施工、售后维护服务四个部分。

图 4、雨虹防水系统



数据来源：公司招股书、华泰联合证券研究所

另一方面，防水系统在设计时面对的是个性化的需求环境，传统的建筑商及设计院很难完全满足客户需求，公司设立“总工办”承担起“二次设计”工作，目前公司已经建立了 1000 余个项目案例库，公司下属安装公司也累积了大量实践经验，形成了独创的系统优势，在行业内尚无明显的竞争对手。

### “渗透全国”的渠道网络建设初现成效

公司成立之初，主要是通过直销方式进行产品销售，与万科、金地、华润，上海大华及中建总公司、中铁建等建立了长期合作关系，部分还签订了排他性供货协议。2002 年以来，公司针对各地中小型建筑防水工程开始建立经销商、分销商体系，目前公司已经拥有覆盖 20 多个省市的 500 多家经销商，与建材超市家得宝，东方家园、居然之家等国内知名建材超市和建材市场，以及龙发、业之峰、元洲等全国著名家装连锁公司建立了稳定的供货关系。

随着公司今年来培育的多层次的营销网络逐步成熟，全国范围内市场销售布局战略取得明显成效，渠道销售量高速增长，2009 年渠道销售市场取得同比 90% 以上的增长速度。

### 西南、华南市场渡过培育期，未来将成为新的利润增长点

2009 年初公司公告成立广东和四川子公司，负责公司产品销售和提供配套的施工服务。根据公司经验，经过 1-2 年的市场培育期，在 2010-2011 年华南及西南市场将会高速增长，预计 2010 年这两个区域市场将贡献约 3 个亿的销售收入。

**表 6、公司按区域收入来源**

销售区域	2009 年度			2008 年度	
	收入 (元)	比率	同比增减	收入 (元)	比率
北京地区	17,584.34	21.61%	0.33%	17,526.32	25.13%
上海地区	14,749.62	18.13%	1.58%	14,520.30	20.82%
其他地区	49,034.44	60.26%	30.03%	37,708.68	54.06%
合计数	81,368.40	100.00%	16.65%	69,755.30	100.00%

数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所

## 公司全国市场占有率仍较低，产能瓶颈缓解，发力扩张

公司从北京市场起步，拓展天津市场、占领上海市场、进而渗透全国市场，从总量上来看，从 2005 年的全国市场占比 1.15% 成长到现在，公司在北京市场占有率在 15% 左右，全国仍然仅仅将近 3%。

### 产能瓶颈有所缓解，产品线进一步完善

随着公司生产线的陆续投产，过去一直制约发展的产能瓶颈得以部分解决，高分子卷材的生产线投产也弥补了公司产品线上的不足，系统集成优势更加明显。

**表 7、公司已建和在建生产线产能明细**

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)	备注
北京	1500		1.5	
上海	1000		1	09 年底投产
岳阳		500	1	10 年初投产

数据来源：公司资料、华泰联合证券研究所

### 新投产产能仍然不足以满足需求，马不停蹄上新线

公司 08 年 9 月 IPO 上市正值 A 股市场风雨如晦之时，故未能募集到新建生产线项目所需的全部资金，考虑到华中片区市场的需求，原计划在北京本部新建的年产 500 万平方米高分子防水卷材及年产 1 万吨防水涂料项目改为由公司和上海子公司共同出资成立的岳阳子公司来承担。然而公司在北京的生产线早已满负荷运转，产品供不应求，未来公司会尽快提升华北地区产能，可能 2010 年下半年就投资建设新的卷材生产线。

另外，公司主要产品的经济运输半径大概为 500 公里，从公司生产线分布的区域上来看，重点覆盖华北、华东和华中市场，随着公司在西南、华南市场的逐渐打开，10-11 年可能在广州、四川建设新生产线。

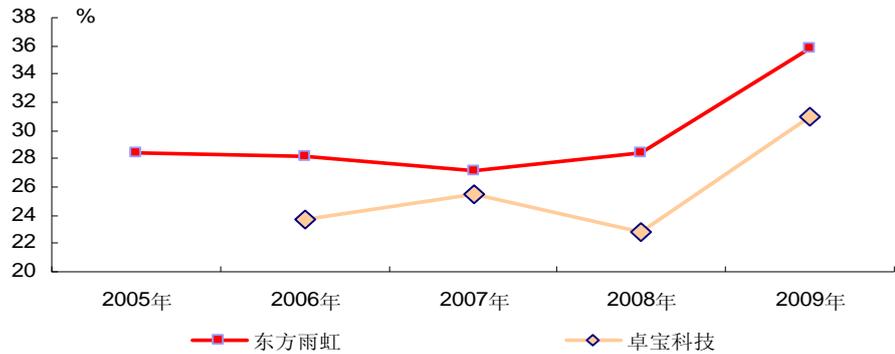
2009 年末，公司确定了 2010-2015 年的发展战略：“取势宏远、做事精微；成本领先、速度制胜；享誉中华、蜚声海外”。公司已进入安哥拉、利比亚、阿尔及利亚等非洲市场，并打算以此为切入点，打开国际市场。

我们认为未来无论是新建线还是收购兼并，公司会“速度制胜”尽快做大产能，覆盖全国市场。

成本转嫁能力较强，未来毛利保持较高水平

防水材料在房屋整体造价中仅占 2-3 个百分点，对价格不敏感，一般公司在签订合同时会考虑原材料价格上涨的因素，成本转嫁能力较强，另外，公司在淡季价格低位时增加沥青等原材料储备量，且具有一定规模优势，公司历年毛利率都稳定在相对高位。

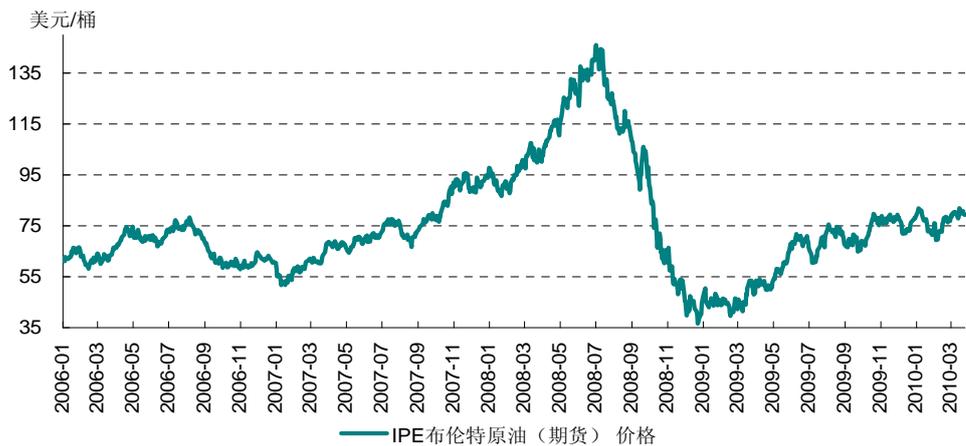
图 5、公司与同业主要竞争对手毛利水平比较



数据来源：公司资料、华泰联合证券研究所 注：深圳卓宝科技为生产自粘防水卷材的非上市公司

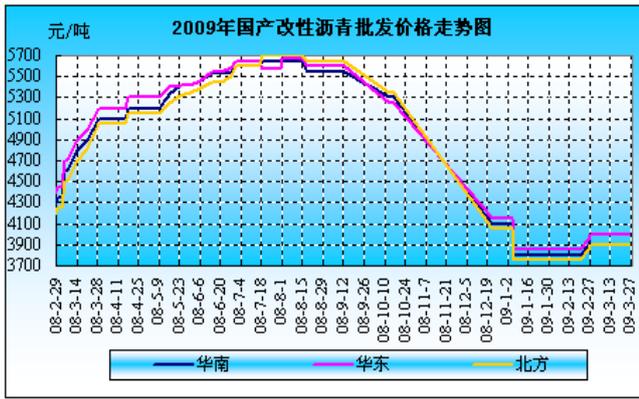
由于公司产品的主要原材料沥青、机油、聚酯胎、SBS 改性剂、乳液等的价格均随着国际原油价格而波动，2009 年随着原油价格大跌原材料成本大幅下降，公司的毛利因而创出历史高位，2010 年国际原油价格已回升至历史均值附近，原材料价格也大幅回升，预计公司 2010 年主要产品改性沥青防水卷材的毛利或将回归到 28-30% 左右的历史平均水平附近。

图 6、国际原油期货价格走势



数据来源：公司资料、华泰联合证券研究所 注：深圳卓宝科技为生产自粘防水卷材的非上市公司

图 7、国产改性沥青批发价格走势-2009-2010 年



数据来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

## 盈利预测

根据公司现阶段已经签订的重大销售合同来看，公司2010年销售收入将有较大幅度增长，另外2009年底及2010年初公司上海和岳阳的生产线相继投产，产能翻倍，根据现有的产能来估算，能支持约15亿元的收入，考虑到以往公司都是在供不应求的状态下满负荷生产，一些项目因产能不足而被迫放弃，我们认为2010年公司实现15亿收入的概率较大，增幅为80.87%，2011-2012年随着未来新建生产线的投产，公司主业收入仍可保持40%以上的增速。我们预测公司2010-2012年EPS为1.46、2.23和3.16元，详见下表：

表 8、公司利润表预测 单位:百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	829	1555	2314	3182
营业成本	532	1082	1608	2210
营业税金及附加	7	13	20	27
营业费用	106	171	245	325
管理费用	86	128	185	248
财务费用	11	19	38	64
资产减值损失	5	5	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	81	137	211	301
营业外收入	9	5	6	7
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	90	142	217	307
所得税	16	25	38	54
净利润	74	117	179	253
少数股东损益	1	1	2	3
归属母公司净利润	73	115	177	250
EBITDA	105	166	266	389
EPS (元)	0.92	1.46	2.23	3.16

数据来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

## 建议“增持”

考虑到公司的高成长型，我们采用 PEG 估值方法，预计公司未来 5 年复合增长率在 40% 以上，考虑到目前 A 股市场的 PEG 和中小板 PEG 及可比板块的 PEG 如下表：

表 9、可比板块 2010 年预测 PEG

板块	2010 年预测 PEG 算术平均值（剔除负值）
全部 A 股	2.59
中小板	1.26
WIND 建材	1.28
新型建材	1.19

数据来源：WIND、华泰联合证券研究所

公司目前股价 63-66 元股价对应 2010 年动态市盈率 43-45 倍，按 40% 的增长率计算，2010 年 PEG 为 1.075-1.125，估值仍具一定吸引力。

#### 华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

#### 华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘  
中 性 行业股票指数基本与大盘持平  
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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，还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com