

东方雨虹 (002271)

产能规模将实现翻倍增长

—东方雨虹增发预案点评

买入/维持评级

股价: RMB28.35

分析师

周煥

SAC 执业证书编号: S1000206090080

zhouhuan@lhq.com

+755-82492072

联系人

鲍雁辛

baoyx@lhq.com

+755-82492810

- 公司董事会通过了《关于非公开发行股票方案的议案》，将以不低于 23.84 元/股发行不超过 3000 万股（含 3000 万股），计划募集资金 45,141.05 万元（扣除发行费用），用于“锦州市开发区年产 2000 万平方米防水卷材及 4 万吨防水涂料项目”及“惠州市大亚湾工业开发区年产 2000 万平方米防水卷材及 2 万吨防水涂料项目”。
- 此次增发项目全部完工后，公司改性沥青防水卷材产能将达到 6500 万平米，较 09 年年底产能（2500 万平米）增幅 160%，防水涂料将达到 9.5 万吨，增幅 171%，发行完成后，公司实际控制人不会变化。
- 公司从北京起家，按照公司“稳固北京、占领上海、拓展天津、渗透全国、谋求海外”的市场发展战略，近年来成效显著，市场领域已经从局部市场逐渐走向全国市场，从目前公司的北京、上海、岳阳三地的生产基地布上来看，重点覆盖华北、华东和华中市场，而此番大举布局惠州及锦州，顺势完全打开华南和东北市场，根据公司预测，惠州和锦州项目完全投产后，可分别实现销售收入 6.5 亿元、10.9 亿元，税后利润 0.7 亿元、0.9 亿元，从收入规模上看，相当于再造了一个东方雨虹。
- 从全国的总量上来看，公司自 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，截止 09 年年底全国仍然仅仅将近 3%，即使产量翻倍增长，在全国市场的占有率仍较小，成长空间巨大。
- 受沥青等原材料价格暴涨超预期的影响，一季报业绩不尽人意，但公司 3 月末已经上调了产品价格，毛利回到 28—30% 的历史平均水平，并且上半年从出货量来看，创了历史新高。公司在期间费用控制上有所增强，将对利润增长带来正面影响。
- 按增发 3000 万股计算，2010—2012 年按增发全面摊薄后 EPS 为 0.61、0.94 和 1.33 元，对应 2010—2012 年 PE 为 46.2、30.2 和 21.3 倍，由于公司 2010—2012 年收入复合增长率为 51%，那么 2010 年 PEG 为 0.9，小于 1，考虑到公司的高成长性，目前估值仍有上升空间，维持“买入”评级，同时建议投资者积极参与非公开增发。

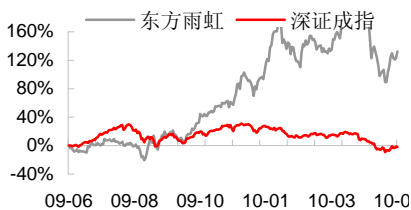
相关研究

公司研究——东方雨虹（002271）《取势宏远，速度制胜》20100405

基础数据

总股本（百万股）	158
流通 A 股（百万股）	70
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）	1993

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

	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	829.3	253.3	1554.9	2313.7	3181.8
(+/-%)	16.4	179.2	87.5	48.8	37.5
归属母公司净利润(百万元)	73.2	1.2	115.5	176.8	250.5
(+/-%)	65.9	-46.5	57.8	53.2	41.7
EPS(元)	0.46	0.01	0.61	0.94	1.33
P/E(倍)	61.3	3634.1	46.2	30.2	21.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 增发方案概述

公司董事会通过了《关于非公开发行股票方案的议案》，将以不低于 23.84 元/股发行不超过 3000 万股（含 3000 万股），计划募集资金 45,141.05 万元（扣除发行费用），用于“锦州市开发区年产 2000 万平方米防水卷材及 4 万吨防水涂料项目”及“惠州市大亚湾工业开发区年产 2000 万平方米防水卷材及 2 万吨防水涂料项目”发行面向符合中国证监会规定的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者（含上述投资者的自营账户或管理的投资产品账户）、其他境内法人投资者和自然人等不超过 10 名的特定对象。认购方均以人民币现金方式认购公司本次发行的股票。公司控股股东暨实际控制人李卫国先生不参与本次认购。

另外，项目建设期约 1 年，公司为及时把握市场机遇，在募集资金到位前，将根据项目进度暂时以自有资金进行前期建设，待募集资金到位后予以置换。

## 渗透全国势不可挡，产能扩张斗志昂扬

此次增发项目全部完工后，公司改性沥青防水卷材产能将达到 6500 万平米，较 09 年年底产能（2500 万平米）增幅 160%，防水涂料将达到 9.5 万吨，增幅 171%。

表 1、公司已建、在建及规划中生产线产能明细

地址	改性沥青防水卷材（万平米）	高分子防水卷材	防水涂料	备注
		（万平米）	（万吨）	
北京	1500		1.5	
上海	1000		1	09 年底投产
岳阳		500	1	10 年初投产
锦州	2000		4	增发项目
惠州	2000		2	增发项目

数据来源：公司资料、华泰联合证券研究所

### 旺盛需求催生落子华南、东北

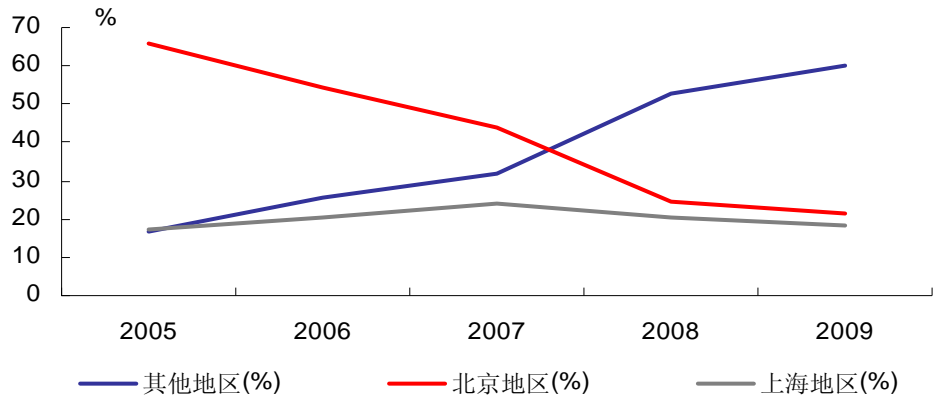
锦州市处于辽宁“五点一线”经济发展带，其发展规划已上升为国家级发展战略，区位优势明显，园区企业可享受辽宁省、开发区和国家振兴东北老工业基地多重优惠政策。在此设立生产基地对于公司在整个东北的发展及布局具有十分重要的影响。

惠州大亚湾地区具有发展成为超大规模经济体和区域经济中心的优良条件。自去年设立广东东方雨虹防水工程公司以来，公司开始加大对华南市场的开发。在此建设生产基地，公司将有效缩短产品及服务半径，促进区域销售快速增长。

### 渗透全国战略布局初现成效，未来空间仍巨大

公司从北京起家，按照公司“稳固北京、占领上海、拓展天津、渗透全国、谋求海外”的市场发展战略，近年来成效显著，市场领域已经从局部市场逐渐走向全国市场，2009 年公司除了北京、上海外的其他地区收入占比已经达到 60%，比 07 年提升了近 30 个百分点。

图 1、公司各区域收入占比



数据来源：公司资料、华泰联合证券研究所

公司主要产品的经济运输半径大概为 500 公里，而从现有的北京、上海、岳阳三地的生产基地布上来看，重点覆盖华北、华东和华中市场，2009 年初公司成立了广东和四川子公司，负责公司产品销售和提供配套的施工服务。根据经验，经过 1-2 年的市场培育期，将会迎来需求的高速增长，而此番大举布局惠州及锦州，顺势完全打开华南和东北市场，根据公司预测，惠州和锦州项目完全投产后，可分别实现销售收入 6.5 亿元、10.9 亿元，税后利润 0.7 亿元、0.9 亿元，从收入规模上看，相当于再造了一个东方雨虹。

总量上看，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，截止 09 年底全国仍然仅仅将近 3%，即使产量翻倍增长，在全国市场的占有率仍较小。另据了解，国家相关部委还将进一步加大市场规范力度、扶优汰劣、提高防水材料行业集中度，行业前 20 名企业的市场占有率将达 50% 以上。

### 产能和资金瓶颈一直制约公司发展

产能问题一直是制约公司持续快速发展的瓶颈，据悉，公司北京生产线早已负荷运转，产品供不应求。从上半年公司出货量来看，创历史新高，可见公司在“渗透全国”的战略指引下，产销势头正旺，我们判断，即使考虑非公开增发后的产能，也仅仅能缓解暂时的产能瓶颈，可以预期未来三至五年内年公司的销量增势不减。

资金方面，由于公司业务模式兼具建筑防水材料生产和工程施工的特征，其中直销和工程施工两种方式在公司营业收入中的比例合计超过了 60%。而直销主要面对的客户是国家重点工程，通常信用期较长，同时工程施工业务通常根据施工进度进行工程结算，虽然信用风险较小，但导致公司的应收账款和存货较大，占用了较多的流动资金。公司首次公开发行股票募集资金目前已基本使用完毕，而且随着公司产能的持续增长，流动资金规模偏小的问题越发突出。近三年公司负债规模持续扩大，短期借款规模由 2007 年末的 3900 万元增至 2010 年 3 月 31 日的 43150 万元，为抓住建筑防水材料市场目前快速发展的机遇，努力实现公司战略发展目标，公司需要通过非公开发行股票募集资金实施本次拟投资项目。

## 发行后公司控制权不会变化

本次非公开增发前董事长李卫国先生持有公司 41.70% 的股权，为公司的实际控制人。若按发行上限计算，本次发行后李卫国先生持有公司股权比例将下降至 35.05%，仍是公司的第一大股东，因此本次发行不会导致公司控制权发生变化。

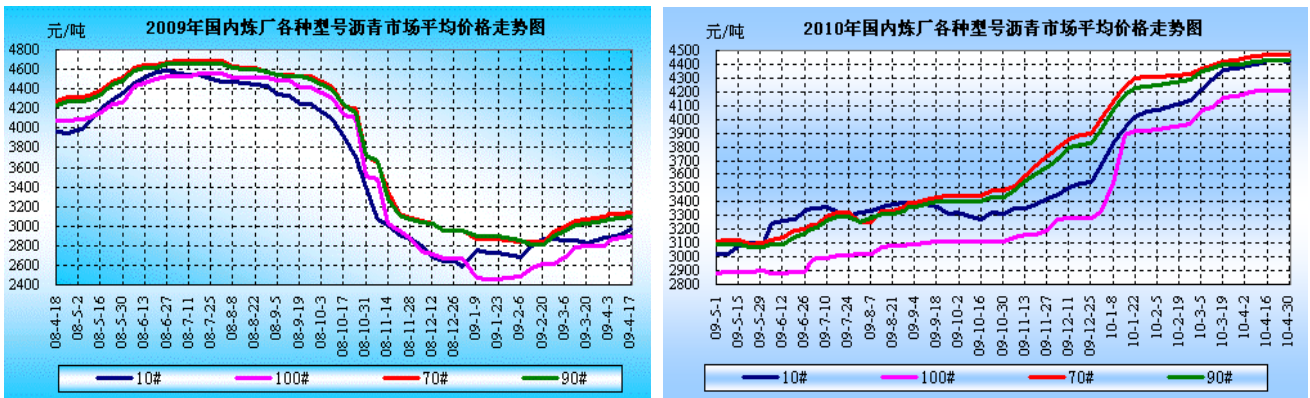
按照此次增发募集 4.5 亿元初步估算，发行后公司资产负债率将由一季度末期的 59.6% 降至 42.9%。

## 风雨之后见彩虹，全年业绩或无忧

### 一季度销量倍增，怎奈原材料涨幅超预期

公司一季度营业收入 2.53 亿，同比增长 179.2%，公司各项销售订单均有所增长，尤其是高速铁路发货量大幅增加，但主要原材料——沥青的价格涨幅远超公司预期，一季度沥青平均价格环比涨幅三成有余，导致营业成本同比增长 249.3%，销售成本率达到了 75.4% 的历史新高，一季度销售毛利率 24.6%，同比降低 15.1%，环比降低 4.6%。

图 2、国内炼厂各种型号沥青市场价格走势-2009-2010 年



数据来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

### 产品价格已经上调，毛利或将回升

公司 3 月底已上调了主要产品的出厂价格，目前出货恢复到 28-30% 的历史平均毛利水平，从公司与主要客户签订的供货合同来看，均含有随原材料价格进行调整的机制，但价格的调整会存在一定的滞后期，由此也导致了 09 年上半年毛利超过 40%。

基质沥青及改性剂均由原油提炼，其价格一方面受国际原油市场的影响较大，另一方面受国内基础设施建设需求的拉动，沥青 4-5 月份已经接近 08 年 7 月时的历史高位，而彼时 OPEC 一揽子原油价格站上 140 美元/桶，未来沥青价格是否还会大幅超预期增长尚难以预计，但公司在期间费用控制上，会较 09 年有所改进。

### 期间费用率降低有助于利润增长

一季度是公司传统的各项费用较为集中的时段，进入二、三季度后会逐渐降低，而公司 2010 年一季度期间费用率仅为 24.9%，同比降低了 12.2 个百分点，与 09 年全年平均持平（09 年初公司设立广东和四川销售子公司，销售费用和管理费用较高）。

我们有理由相信，既然公司一季度期间费用率能够控制在 24%左右，那么 2010 年全年，随着销量的增长，新投产生产线规模效应将逐步显现（09 年底—10 年初上海、岳阳生产线投产）和广东、四川子公司运营逐步走向正轨，以及公司通过渠道经销商销售所占比例的逐渐提高（2009 年渠道销售同比 90%以上增速，预计今年渠道销售占比达 3 成），公司期间费用率有望回落到 08 年的 17—20%的水平。

## 高管人事变动或引发市场担忧过度

公司 4 月 28 日公告副总经理郭正慧先生、生产总监陈永初先生和人力资源总监罗玉双女士同时辞职。其中郭正慧先生和罗玉双女士因身体原因、陈永初先生因个人原因，同时，陈永初先生仍就职于本公司生产运营部门。5 月 31 日公告董事钟佳富先生因个人时间不能满足工作需要，提出辞去公司董事职务。

从我们查阅的信息来看，人力资源总监罗玉双女士任职起始日期是 09 年 10 月 23 日，且非公司股东，辞职对公司影响不大。生产总监陈永初先生（截止 09 年底持有 13.67 万股）任职起始日期是 09 年 10 月 23 日，目前虽辞去生产总监职务但实际分管内容不变，我们判断辞职或许是公司从规范管理角度出发（此前 09 年 10 月 29 日陈永初先生有过短线买卖本公司股票而受到深交所公开批评处分）。郭正慧先生（截止 09 年底持有 6.42 万股）任职起始日期是 07 年 8 月 25 日，今年 8 月 24 日便任职期满，报告期内因身体原因辞职，亦属正常。

市场担忧皆因对高管减持的猜测而至，但即便从极端的角度考虑，三位高管持有的股份数量的对流通盘的实际影响也甚微。另据《公司法》规定，“公司董事、监事、高级管理人员离职后半年内，不得转让其所持有的本公司股票”，那么短期之内，此次辞职事件构不成实质的影响。

## 维持“买入”评级

在今年公司主要产品相对于 09 年均价涨价 17.2%的假设下，今年全年满产则预计可实现约 15.5 亿元的销售收入，我们假设未来两年沥青价格不会出现类似今年一季度的超预期剧烈上涨、公司 2010—2012 年全年平均毛利率达到 28%—30%的历史均值区间、期间费用率控制在 20%左右，则 2010—2012 年全年可实现归属母公司净利润可达 1.16、1.77 和 2.51 亿元，按增发 3000 万股计算，2010—2012 年按增发全面摊薄后 EPS 为 0.61、0.94 和 1.33 元，对应动态 PE 分别为 46.2、30.2 和 21.3 倍，由于公司 2010—2012 年收入复合增长率为 51%，那么 2010 年 PEG 为 0.9，小于 1，考虑到公司的高成长性，目前估值具有向上空间，维持“买入”评级，同时建议投资者积极参与非公开增发。



#### 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  $\pm 10\%$  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

#### 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 2010 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@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