

## 东方雨虹 (002271)

# 聚焦高成长的细分市场领袖

### 买入/维持评级

股价: RMB33.07

### 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

- 防水材料, 在房屋建造成本中占比不到 3%, 但具有广阔应用市场, 在房屋建筑、公路、铁路、机场、水利设施、地下工程等基础设施建设中均有应用, 品种门类众多, 目前仍有大量品种国内企业无法生产, 国内外企业主要差距在国内企业产品的门类不全, 研发实力偏弱, 但目前国内有生产的产品市场主要是被国内厂商所占据。
- 公司具备直销+经销商渠道的营销网络, 公司做直销起家, 2010 年预计渠道销售收入占比可达 30%, 是目前最快的增长点, 我们认为, 公司渠道销售仅仅是初具规模, 随着网络的铺开, 渠道收入有望成为主要来源。
- 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 年年底产能增幅 160%, 防水涂料将达到 9.5 万吨, 增幅 171%。锦州项目公司以自有资金先期投入, 预计 2011 年 6 月可投产, 且产品及原料运输半径大幅缩短, 期间费用有进一步降低空间。
- 公司拥有行业内唯一的国家级防水材料研发中心, 我们判断, 公司研发实力领先, 具备推动行业发展或顺势抢占新的应用领域的潜质, 从而维持公司在市场上的领导地位。渠道销售方面, 品牌尤为重要, 公司的品牌认知度和美誉度在行业内尚无明显竞争对手。我们认为, 公司不断增强的专业防水品牌形象令后来者短期内难以赶超。
- 公司于 4 月 1 日进行了产品提价, 主要产品毛利恢复到 28—30% 的历史均值附近, 2 季度直销部分执行的主要为去年及今年 1 季度签订的合同, 价格没有变化, 因此毛利率提升幅度不大。按照 3—4 个月的合同执行周期计算, 新价格将从三季度开始执行, 那么在下半年主要原材料价格不再发生大幅上涨的情况下, 公司将尽享量价齐升带来的业绩大幅增长。
- 上半年营业收入同比增长 202%, 达到 8.84 亿元, 通常年份上下半年收入比为 4: 6, 那么我们判断 2010 年全年收入或将接近 20 亿元。预计未来 3 年将是公司高速发展的阶段, 营收规模初步目标是达到 40—50 亿元/年, 公司由此成为行业内拥有绝对优势的龙头企业。考虑到公司明确的高成长性, 维持“买入”评级。

### 相关研究

《量价齐增的效果在下半年显现》(买入) 20100802;

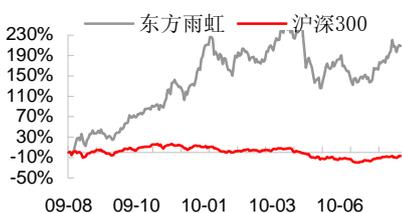
《产能规模将实现翻倍增长—增发方案点评》(买入)

20100603;

### 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)	2294

### 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	829.3	883.7	1959.9	3059.2	4481.8
(+/-%)	16.4	202.9	136.3	56.1	46.5
归属母公司净利润(百万元)	73.2	34.8	118.5	184.0	272.5
(+/-%)	65.9	29.8	61.9	55.3	48.1
EPS(元)	0.46	0.22	0.67	1.04	1.54
P/E(倍)	71.2	149.7	49.4	31.8	21.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 防水材料：广阔的应用市场

防水材料，在房屋建造成本中占比不到 3%，在基建项目上，情况类似，如京沪高铁造价 4000 多亿元，防水材料成本不到 30 亿元（包括施工和材料，其中材料费占八成），功能虽重要但在国内长期未引起足够的重视。

1954 年，哈尔滨飞机制造厂厂房首次采用石油沥青纸胎油毡作为屋面防水材料，此后直到 90 年代初国内仍一直以 50 年代的石油沥青纸胎油毡为主要防水材料，石油沥青低温脆裂，高温流淌，易氧化龟裂，国外在 20 世纪 70 年代开始采用 SBS/APP 高聚物改性沥青防水卷材。1986 年，我国引进了第一条改性沥青生产线，近些年防水市场格局有所改观，但即便如此，近十年新建的建筑，渗漏率依然达到 30%。

公司于 1998 年生产第一批 SBS/APP 防水卷材。

图 1、低劣防水产品曾大行其道



数据来源：实地拍摄，华泰联合证券研究所

图 2、日本屋顶防水工程剖面——七层防水及隔热保温层（白色部分）结构



数据来源：实地拍摄，华泰联合证券研究所

### 市场容量

市场容量官方判断是保有量 600 亿元/年(包括各类防水材料),年增速 10%以上,公司经实地调研认为市场容量可开拓至 1000 亿元/年,09 年公司在全国市场占有率约 2%,其中北京地区为 15%,目前全国大概有 3000 余家企业,大部分是作坊式生产(沥青纸胎油毡产品为主),有防水材料生产许可证的约 600 家,低端市场竞争激烈。

### 行业发展现状: 仍有大量高端产品未国产化

防水材料应用广泛,在房屋建筑、公路、铁路、机场、水利设施、地下工程等基础设施建设中均有应用,相应的品种众多,目前仍有大量品种国内企业无法生产,如高铁用的砂浆类防水材料国内尚未掌握生产技术,公司正在研发高铁用 CA 砂浆。

国内外企业主要差距在国内企业的产品门类不全、研发实力偏弱,但目前国内有生产的产品类型的市场主要是被国内厂商所占据。

### 公司行业领袖地位突出

公司 98 年承揽中央储备粮库防水工程建设,04 年中标奥运场馆(27 个场馆独揽 23 个)及首都机场防水项目的包工包料,04 年起公司从同行业中脱颖而出,位居行业龙头,被誉为“重点工程专业户”。

雨虹专业防水系统包括专业设计、材料供应保障、专业安装施工、售后维护服务四个部分,形成了独创的系统优势,在行业内尚无明显的竞争对手。

图 3、雨虹防水系统



数据来源: 公司招股书、华泰联合证券研究所

我们认为,防水系统在设计应用时面对的是个性化的需求环境,存在着市场小而差异性大的特点,以至于大企业一般不太重视,强大如壳牌等拥有上游资源的大公司,选择产品时通常会考虑规模化,规范化,批量化,比如汽油、润滑油产品等,因而公司面对的强有力的潜在竞争者不多。面对现有的竞争对手,公司稳居市场领袖,尤其是在重点工程方面。对比目前行业内营收规模排第二位的深圳卓宝科技 09 年营收约 3.4 亿元,而雨虹 09 年是 8.3 亿元,10 年预计 19—20 亿元。

## 公司竞争优势再探

### 直销+经销商渠道的营销网络

公司至今成立了近 15 年,前 10 年以直销为主,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,但市场局限于北京及周边。近 5 年公司开始针对各地中小型建筑防水工程培育经销商渠道

网络，目前已同家得宝、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，并于7年前进入上海，3年前进驻广州，通过经销商渠道销售模式是公司目前最快的收入增长点。

**直销模式**，一对一，主攻重点客户，如高铁、奥运场馆等。

**渠道销售**：1、零售渠道：分销商，包括建材超市、家装公司等，公司目前拥有一类经销商500余家，二类经销商3000余家

2、工程渠道：代理商，施工企业、工程公司，目前全国有500余家。

渠道销售是目前公司增长最快的板块，举例来说，工程渠道收入，连续5年，平均每年增长60—70%，其中新建项目用料占70%，并且渠道销售是先款后货，不存在尾款问题，2009年全部渠道销售市场取得同比90%以上的增长速度。

我们初步估算，2009年渠道收入占比约25%，2010年上半年渠道收入占比约18%，全年预计可达30%，且渠道销售的毛利略高直销2—3个点。

目前公司在北京市场渠道覆盖率可达90%，我们认为，公司的渠道销售网络仅仅是初具规模，未来随着渠道网络的铺开，渠道销售收入有望成为主要来源。

#### “渗透全国”初现成效，增发项目产能翻番、布局更完善

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，

今年6月公司公布了增发预案，计划募集资金4.5亿元，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%。

**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（万平米）	防水涂料（万吨）	备注
北京	1500		1.5	
上海	1000		1	09年底投产
岳阳		1000	1	10年初投产
锦州	2000		4	增发项目，11年6月投产
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

此番大举布局惠州及锦州，将有效缩短华南、东北区域的产品销售及半径，促进区域销售快速增长并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。

锦州项目公司以自有资金先期投入，我们预计锦州生产线 2011 年 6 月可投产，锦州距离北京约 500 公里，未来也可缓解北京生产线早已满负荷运转的压力。

#### 研发实力行业居前

公司 08 年 IPO 后建成国家级防水材料研发中心，并且是行业内唯一一家，公司认为未来的发展要靠创新，向国外同行学习，不断完善产品线，并扩大现有产品的使用范围。

如高铁用聚脲防水材料为公司首先研发出并推广使用，未来公司认为在水利、军工市场有广阔的处女地尚待开发，市场空间犹胜高铁。

结合公司开发高铁客户的成功经验，我们判断，防水材料不断受重视是经济发展水平提高带动的趋势，而公司研发实力业内领先，具备推动行业发展或顺势抢占新的应用领域的潜质，从而维持公司在市场上的领导地位。

#### 品牌形象优势

渠道销售方面，品牌尤为重要，尤其是渠道销售，公司目前除了东方雨虹牌防水卷材外还有“好仕涂”、“嘉仕涂”、“优仕涂”等子品牌防水涂料，公司的品牌认知度和美誉度在行业内尚无明显竞争对手。

图 4、公司防水卷材及防水涂料的品牌知名度业内无竞争对手



数据来源：实地拍摄，华泰联合证券研究所

我们认为，公司具备专业防水的品牌形象，并且越做越专业，后来者很难在技术与形象方面赶超。另外，品牌背后是消费者群体对公司产品长期所形成的看法，由于防水材料本身不同于一般快速消费品，其功能性只能通过时间来检验，据我们了解，市场上诸多“杂牌”产品在销售时各方面检测指标均可达标，并且在安装的头一两年也可以做到良好的防水效果，但经不起时间的考验，而后期一旦发生漏水，维修施工成本远远高出防水材料本身，公司产品历经十余年的市场考验，所具备的可靠品质成为消费者选择的主要考虑因素。

#### 下半年或将超预期

公司上半年实现营业收入 88369.9 万元，同比增长 202.9%；实现归属于上市公司股东的净利润 3477.9 万元，同比增长 29.8%，净利润增幅低于收入增幅主要是受原材料价格上涨的影响，然而公司已经上调产品价格，对比一季度公司在营业收入同比增长 179.2%的情况下，净利润同比下滑幅度为 46.6%，那么我们可以看到，调价

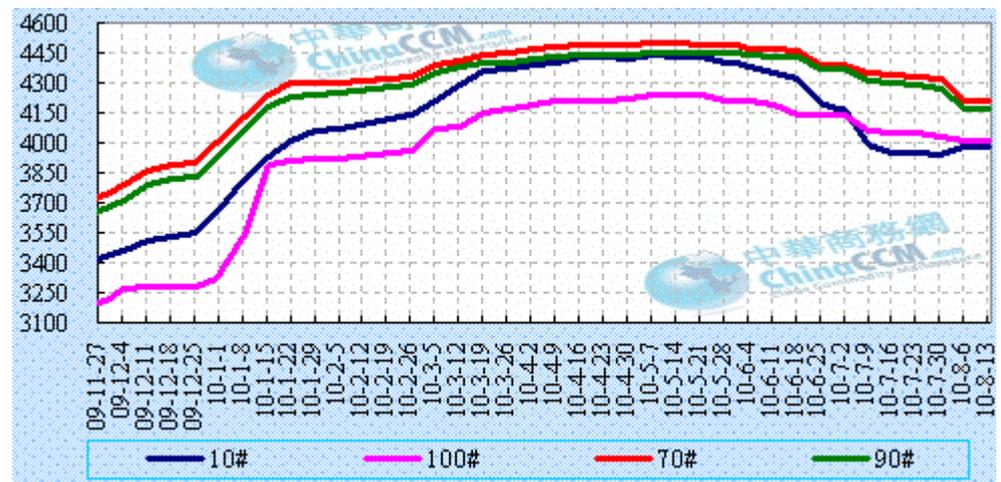
的效果在二季度已经有所表现，且公司产品价格一旦上调，较难降价，这意味着，在下半年主要原材料价格不再发生大幅上涨的情况下，公司将尽享量价齐升带来的业绩大幅增长，或将带来今年全年的业绩超越市场预期。

#### 价格提升效果下半年体现

今年1季度沥青价格大幅上涨，导致公司一季度净利润同比下滑了46.5%。公司于4月1日进行了产品提价（当时沥青价格4500元/吨），主要产品毛利恢复到28-30%的历史均值附近。

我们判断，此次主要是对经销商渠道产品的提价。2季度直销部分，如高铁供货，合同基本于去年或今年一季度签订，按照3-4个月的合同执行周期计算，新价格将从三季度开始执行，那么提价作用在下半年将集中体现。

图5、2010年国内炼厂各种型号沥青市场平均价格走势图（元/吨）



数据来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

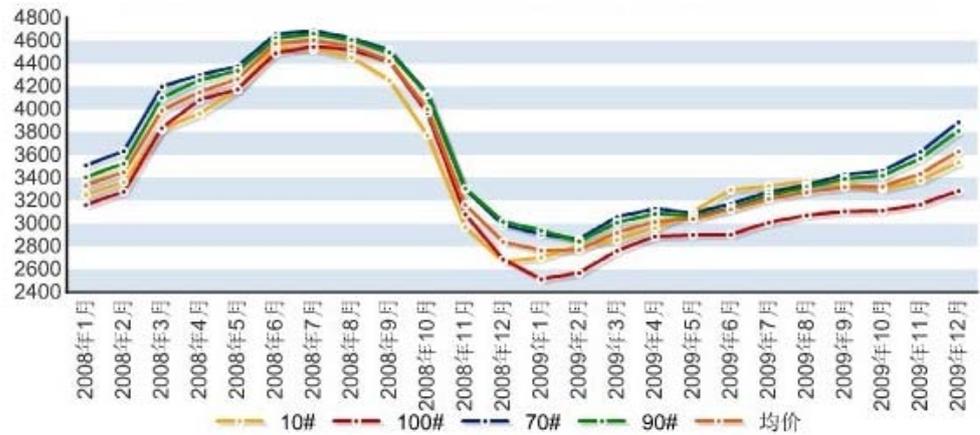
#### 成本控制，化险为夷

公司生产成本中原材料成本占90%，包括基质沥青（主要）、改性剂、乳化剂等，均为石油的下游工品，其中沥青为主要原料。

#### 沥青价格难创新高

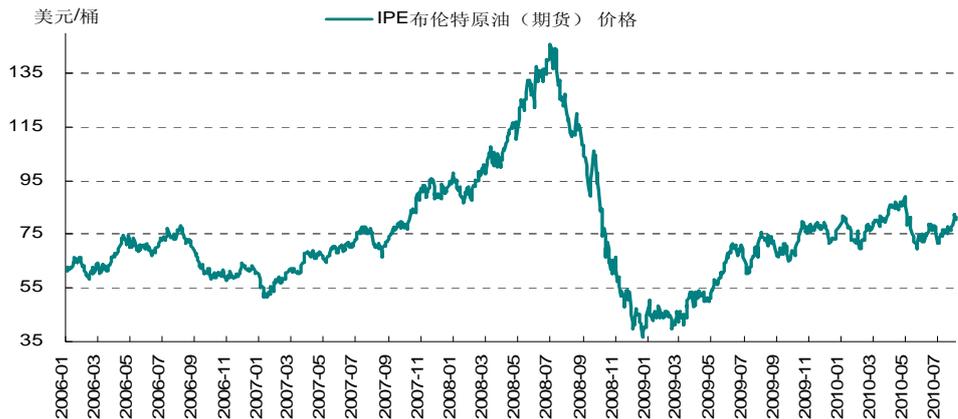
沥青作为石油的下游产品，主要从渣油中提取，因此，沥青价格与石油价格有高度相关性，另一方面，国内沥青需求主要在基建、房地产等方面，故价格也受下游需求的影响，今年3-4月份沥青价格达到了08年6-7月的历史高位，而彼时原油价格在120-140美元/桶，所以我们推测今年国内沥青价格高涨可能主要受下游基建需求的拉动。

图 6、2008-2009 年历月各种型号国产沥青市场平均价格走势(元/吨)



数据来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

图 7、2006-2010 年布伦特原油价格



数据来源：化工在线、华泰联合证券研究所

“4 万亿”投资涉及的大量公路项目在 2010 年进入沥青敷设阶段，且加之“十一五”最后一年，国内大部分地区迎来道路建设及养护高峰，年初沥青大量招投标给市场以良好需求的预期，因此推动沥青价格走高。

然而，沥青敷设在雨季无法进行，今年我国汛情发生早、超警多，入汛以来发生的严重洪水灾害，虽然沥青长期后市预期良好，但目前以及未来数月大部分地区道路施工或受到严重抑制，沥青库存得不到有效的消耗，沥青价格难以持稳，目前滑落到 4100 - 4200 元/吨，短期市场看跌氛围较浓。

我们判断“4 万亿”投资涉及的基建项目从 2010 年开始进入建设高峰，沥青需求增速从 2011 年开始可能有所下降，需求拉动价格进一步大幅上涨的可能性较小。假设中期国际油价稳定在目前水平，我们认为未来 1 - 2 年沥青价格可能难以突破 08 年的高位。

### 存在进一步降成本的可能

虽然原料受制于人，然而降低成本仍有看点：

- 1、技术创新，采用同类不同等级的沥青做原料；
- 2、适当的时间做战略采购，公司建有 2.8 万吨的沥青储罐，在淡季采购。
- 3、进口替代，在国内沥青价格暴涨时采用进口沥青。

我们认为，单论制造成本，同行很难比雨虹还低。

### 关于现金流：下半年进入货款回收期

据悉，高铁等大型基建项目要求垫付资金提前备料，并且投标时需提供约 8000 万元保证金，今年高铁发货量大增的情况下，上半年是高铁发货集中期，因而公司上半年有 5.3 亿元的应收帐款，造成经营性现金流表现较差，我们预计下半年回款速度会加快，应收帐款不会再大幅增加。

### 下半年销售收入仍可维持高增幅，房地产调控影响有限

本轮的房地产调控是以抑制商品房价格过快上涨为主要目的，通过加大供给为主要手段，考虑到今年全国共建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套，改造农村危房 120 万户，经我们房地产组测算表明，保障性住房建设力度的增大将有效对冲商品房投资下滑的风险，而对于房屋防水材料，且无论商品房还是保障房，执行的国家标准相同，因此，如果保障性住房建设按政策要求推进，对公司销售的负面影响有限。

上半年营业收入同比增长 202% 的，除了发货量大增外，高铁项目产品单价较高也是因素之一，如聚脲产品单价可达 3 万元/吨。

上半年公司实现营业收入 8.84 亿元，通常年份上下半年收入比 4: 6，那么我们判断 2010 年全年收入或将接近 20 亿元，同比增长约 130%。

## 发展思路明确，业绩高成长可期

“适百里者，宿舂粮，适千里者，三月聚粮”，公司目前进行了人员储备和市场的前期投入。

### 中期目标：营收规模达到 50 亿

我们预计未来 3 年将是公司高速发展的阶段，营收规模初步目标是达到 40—50 亿元/年，由此成为行业内拥有绝对优势的龙头企业。

### 期间费用率仍可降低，业绩高增长再添动力

按照防水材料的行业平均状况，100 名的工人约可对应 10 亿元的营收，则公司约 300 名的工人队伍和 200 余人的研究所显然是为未来的发展做足了储备。

另外，目前运输成本占销售收入的 8-10%，未来随着锦州、惠州生产线的落成，产品运输半径大幅缩短，期间费用有进一步降低的空间，为业绩高增长再添动力。

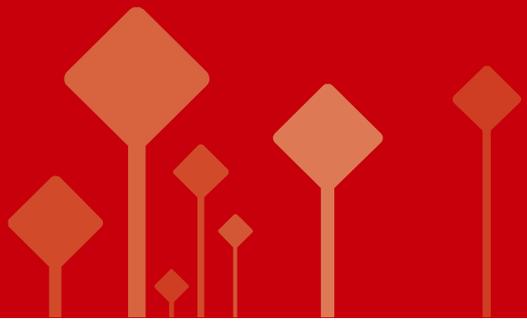
## 维持“买入”评级

按照产能投放的速度和今年上半年的销售状况，我们初步估算 2010—12 年公司或可实现 19.6、30.6、44.8 亿元的收入，按照综合毛利率 27% 的历史最低位、期间费用率控制在 18—19% 左右进行保守估算，则 2010—2012 年全年可实现归属母公司净利润 1.18、1.84、2.73 亿元，同比增幅 61.9%、55.3%、48.1%，按实际增发 1890 万股计算，2010—2012 年全面摊薄后 EPS 为 0.67、1.04、1.54 元，对应 PE 分别为 47.6、30.6、20.7 倍，考虑到公司较明确的高成长前景，维持“买入”评级。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	816	1565	2622	4020	<b>营业收入</b>	829	1960	3059	4482
现金	159	300	513	765	营业成本	532	1431	2223	3269
应收账款	298	561	981	1444	营业税金及附加	7	17	26	38
其他应收款	44	106	169	242	营业费用	106	200	309	435
预付账款	80	152	265	410	管理费用	86	141	217	305
存货	234	446	694	1160	财务费用	11	25	58	99
其他流动资产	1	0	0	0	资产减值损失	5	5	7	7
<b>非流动资产</b>	196	282	406	528	公允价值变动收益	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	166	257	386	508	<b>营业利润</b>	81	141	220	328
无形资产	18	18	18	18	营业外收入	9	5	6	7
其他非流动资产	11	7	2	2	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1011	1847	3029	4548	<b>利润总额</b>	90	146	226	335
<b>流动负债</b>	516	1239	2235	3479	所得税	16	26	40	59
短期借款	293	843	1671	2601	<b>净利润</b>	74	120	186	276
应付账款	40	79	141	211	少数股东损益	1	1	2	3
其他流动负债	184	317	422	667	<b>归属母公司净利润</b>	73	118	184	273
<b>非流动负债</b>	3	0	0	0	EBITDA	105	177	295	452
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.92	0.67	1.04	1.54
其他非流动负债	3	0	0	0					
<b>负债合计</b>	519	1239	2235	3479	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	11	12	15	18	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	79	177	177	177	<b>成长能力</b>				
资本公积	215	136	136	136	营业收入	16.4%	136.3%	56.1%	46.5%
留存收益	187	282	466	739	营业利润	66.3%	73.1%	56.3%	49.2%
归属母公司股东权益	482	595	779	1052	归属于母公司净利润	65.9%	61.9%	55.3%	48.1%
<b>负债和股东权益</b>	1011	1847	3029	4548	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	35.8%	27.0%	27.3%	27.0%
					净利率(%)	8.8%	6.0%	6.0%	6.1%
					ROE(%)	15.2%	19.9%	23.6%	25.9%
					ROIC(%)	12.1%	11.8%	11.6%	12.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	51.3%	67.1%	73.8%	76.5%
					净负债比率(%)	56.38%	68.43%	74.98%	74.85%
					流动比率	1.58	1.26	1.17	1.16
					速动比率	1.13	0.90	0.86	0.82
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.99	1.37	1.25	1.18
					应收账款周转率	3	4	4	3
					应付账款周转率	15.03	24.10	20.16	18.56
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.67	1.04	1.54
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.22	-1.60	-2.35	-2.43
					每股净资产(最新摊薄)	2.72	3.36	4.40	5.94
					<b>估值比率</b>				
					P/E	80.06	49.45	31.85	21.50
					P/B	12.17	9.84	7.52	5.57
					EV/EBITDA	51	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  $\pm 10\%$  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 45 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