

东方雨虹 (002271. SZ)

短期受困于成本上涨，增发项目保障成长空间

— 东方雨虹 2010 年中报点评

评级:

买入

目标价格:

¥ 35

当前价格:

¥ 27.94

2010.08.02



马静如



渤海建材组



86-22-28451665



86-10-58362787

SAC执业证书编号

S1150200010069



uibe101@yahoo.com.cn



majingru@vip.sina.com

投资要点:

- 2010 年上半年，东方雨虹实现收入 8.84 亿元，同比增长 202.9%；实现利润总额 4355 万元，同比增长 29.5%；实现归属母公司净利润 3478 万元，同比增长 29.8%；每股收益为 0.22 元。
- 非主力市场销售份额增长，产品销售结构完善。报告期内，公司加大工程渠道和零售渠道的经销网络建设，借助广东、岳阳、四川等子公司的运营，主力市场京沪地区以外的收入和份额逐渐提升，1-6 月收入达 5.42 亿元，同比增长 235.2%；收入占比为 66.2%，同比提升 6.2 个百分点。北京和上海地区收入增幅分别为 89.8%和 152.3%。报告期内，公司防水卷材、防水涂料和工程施工收入分别增长 117.5%、226.3%和 676.0%，收入占比分别为 44.0%、44.1%和 11.9%，毛利占比分别为 39.6%、48.0%和 12.4%。其中高毛利率的防水涂料收入和毛利占比分别较 2009 中期提升 9.0 和 12.2 个百分点，产品结构进一步优化。
- 原材料价格上涨，毛利率有所下滑。公司主要原材料沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂和乳液属于石油冶炼下游产品，在公司产品成本构成中占比达 63%，其中沥青为 27%，占比最大。报告期内，全球原油价格大幅上涨，布伦特原油期货均价同比上涨 48.2%达 78.4 美元/桶；沥青价格也同比上涨 50%。原材料价格大幅上涨吞噬了公司盈利能力，营业成本同比增长 290.8%，远高于营业收入 202.9%的增幅，产品综合毛利率同比下滑 17.0 个百分点至 24.4%。其中防水卷材、防水涂料和工程施工毛利率分别同比下滑 19.2、12.6 和 3.3 个百分点至 23.7%、28.7%和 27.6%。
- 非公开发行打开产能增长空间。公司非公开发行预案已通过股东大会审议，公司拟以不低于 23.84 元/股增发不超过 3000 万股，募资 4.5 亿元，投资建设锦州 2000 万平米防水卷材和 4 万吨防水涂料项目及惠州 2000 万平米防水卷材和 2 万吨防水涂料项目，建设期均为一年。增发项目达产后，防水卷材和防水涂料产能分别提升 160%和 171%，打开东北和华南市场，解决产能瓶颈并完善产业布局。
- 给予“买入”评级。预计公司 2010 年至 2012 年摊薄每股收益为 0.63 元、0.97 元和 1.39 元，目前股价对应市盈率为 44 倍、29 倍和 20 倍。考虑到公司的高成长性和 44%的复合增长率，给予公司“买入”评级。目标价 35 元，较目前股价仍有 25%的上涨空间。



公司简介

公司属于建筑防水材料行业，是一家集研发、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。公司的产品主要包括防水卷材和防水涂料两大类近百个品种。公司为防水材料行业龙头，北京和全国的市场份额分别为 15%和 3%。

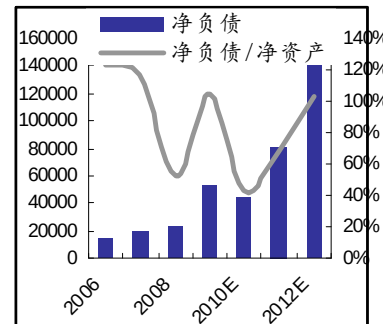
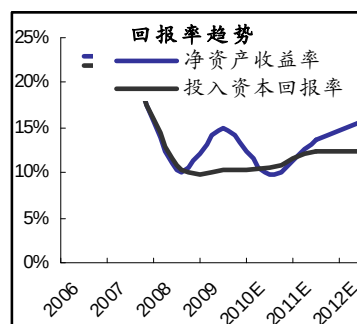
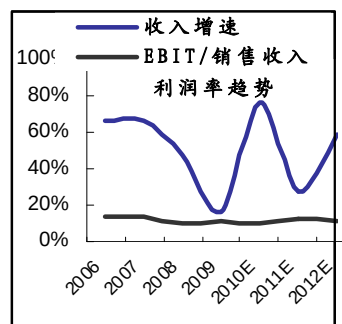
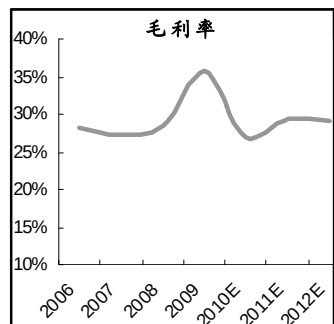
公司更新报告

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	712	829	1428	1824	2945
EBITDA(百万元)	76	110	159	238	370
净利润	44	73	100	154	220
摊薄 EPS(元)	0.28	0.46	0.63	0.97	1.39
PE(X)	100.2	60.4	44.2	28.8	20.1
EV/EBITDA(X)	19.3	21.4	30.5	21.2	14.2
PB(X)	3.41	4.49	4.88	4.30	3.63
ROIC	10.84%	10.27%	10.70%	11.87%	12.42%
总资产周转率	1.40	0.99	1.16	1.07	1.23

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1 of 4

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	113	159	259	336	543	营业收入	712	829	1428	1824	2945
应收票据	0	1	1	1	1	营业成本	510	532	1041	1293	2091
应收账款	226	298	469	600	968	营业税金及附加	7	7	11	15	24
预付款项	51	80	81	82	83	销售费用	72	106	136	173	280
其他应收款	42	44	75	96	155	管理费用	55	86	97	128	206
存货	94	234	325	404	653	财务费用	8	11	8	8	23
其他流动资产	10	0	0	0	0	资产减值损失	11	5	7	7	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	77	166	183	292	333	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	19	2	31	130	65	营业利润	49	81	128	200	321
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	5	9	7	8	8
无形资产	19	18	19	20	18	税前利润	54	90	135	208	329
长期待摊费用	6	5	5	4	4	减：所得税	8	16	24	37	82
资产总计	660	1011	1448	1965	2824	净利润	45	74	111	170	247
短期借款						归属于母公司的净					
	93	293	33	254	600	利润	44	73	100	154	220
应付票据	12	45	88	109	176	少数股东损益	1	1	11	17	26
应付账款	31	40	53	69	124	基本每股收益	0.84	0.92	0.55	0.85	1.22
预收款项	37	77	144	230	368	稀释每股收益	0.84	0.92	0.55	0.85	1.22
应付职工薪酬	2	3	3	3	3	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
应交税费	30	38	40	40	40	成长性					
其他应付款	15	20	20	20	20	营收增长率	47.0%	16.4%	72.1%	27.8%	61.4%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-1.2%	44.9%	45.8%	50.6%	59.9%
长期借款	0	0	30	60	90	净利润增长率	22.8%	65.9%	36.6%	53.8%	43.2%
负债合计	228	519	416	793	1436	盈利性					
股东权益合计	433	493	1032	1172	1388	销售毛利率	28.4%	35.8%	27.1%	29.1%	29.0%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	6.2%	8.8%	7.0%	8.4%	7.5%
净利润	45	74	111	170	247	ROE	10.2%	14.9%	9.7%	13.1%	15.9%
折旧与摊销销	8	12	16	23	26	ROIC	10.84%	10.27%	10.70%	11.87%	12.42%
经营活动现金流	-111	-40	-28	97	-115	估值倍数					
投资活动现金流	-72	-85	-62	-232	0	PE	33.4	30.2	50.4	32.7	22.9
融资活动现金流	234	143	191	213	322	P/S	2.1	2.7	3.5	2.8	1.7
现金净变动	50	19	101	77	207	P/B	3.41	4.49	4.88	4.30	3.63
期初现金余额	53	113	159	259	336	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.6%	0.6%
期末现金余额	103	132	259	336	543	EV/EBITDA	19.3	21.4	30.5	21.2	14.2



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 看好：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
 13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn
huangfeng@bhq.com

谢晓冬 022-28451849
 13820872805
actionfish@live.cn
xiexd@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn