



国海证券
SEALAND SECURITIES CO., LTD.

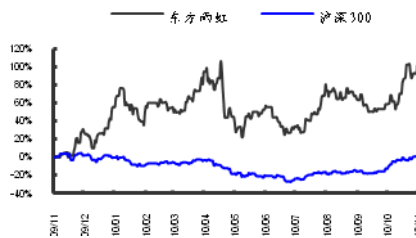
东方雨虹 (002271) 研究报告:

合理布局 强势扩张

轨道交通—防水材料

评级: 增持

相对沪深 300 表现



表现(%)	1m	3m	12m
东方雨虹	-27.2	16.0	101.5
沪深 300	-15.8	23.6	0.8

市场数据 2010.11.9

当前价格 (元)	38.14
52 周价格区间 (元)	21.5-75.82
总市值 (百万)	6036.80
流通市值 (百万)	2193.40
总股本 (万股)	15828.00
流通股 (万股)	5750.91
日均成交额 (百万)	109.86
近一月换手 (%)	181.15

相关报告

分析师

卜忠东 (执业证书编号 S0350207100527)

电话: 0755-83716694

邮件: buzhd@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司是一家集研发、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,主要从事建筑防水材料的研发、生产、销售和防水工程施工业务,在研发实力、企业品牌、管理水平和市场网络建设等方面均居同行业前列,行业地位较突出。
- 公司业务模式领先,以专业的雨虹防水系统和多层次的营销网络著称,主营业务突出,销售毛利率较高,但一定程度面临原材料价格波动的压力。
- 公司将直接受益于中国轨道交通的快速发展。公司在自建生产基地、拓展市场的同时,又通过收购昆明风行,获得了进入云南及川黔桂市场的机会。
- 公司拟实施非公开增发,拟募集资金净额(扣除发行费用后)不超过 45,141.05 万元,用于锦州生产基地和惠州生产基地的建设。该项目若可顺利实施,公司在产能扩张的同时,将拥有合理的市场布局。
- 在不考虑定向增发对公司股本的影响的情况下,公司 2010-2012 年的每股受益分别为 0.66 元, 0.94 元和 1.42 元。
- 结合公司的行业地位及持续成长性,公司的合理估值可定在 35--40 倍市盈率。据此分析,给予增持的投资评级。
- 公司一定程度存在着原材料价格波动风险,其项目的实施也存在一定的不确定性。

预测指标	2008	2009	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	712.32	829.31	1767.40	2531.50
营业利润 (百万元)	48.92	81.38	119.23	175.67
净利润 (百万元)	44.12	73.19	104.15	148.64
摊薄每股收益 (元)	1.03	0.93	0.66	0.94
摊薄每股净资产 (元)	8.01	6.09	3.56	4.50
摊薄 ROE (%)	10.44	15.2	18.54	20.88

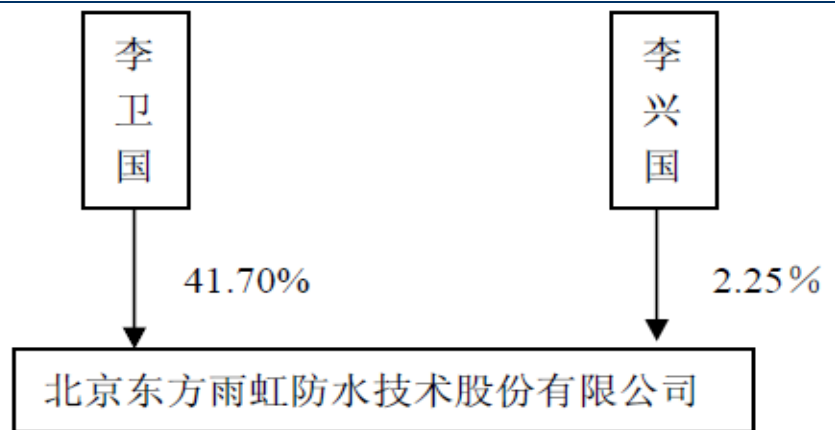
公司概况

公司前身为成立于 1998 年的北京东方雨虹防水技术有限责任公司，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，主要从事建筑防水材料的研发、生产、销售和防水工程施工业务。公司主要产品包括防水卷材和防水涂料两大类近百个品种。公司产品和服务广泛应用于房屋建筑、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。

自成立以来，公司一直坚持“开发高品质产品、面向中高端市场”的发展战略，从承揽国家重点项目的防水工程入手，抢占高端目标市场，从而逐步确立了公司在行业内的领先地位。

公司的实际控制人为李卫国先生，具体见下图：

图 1 公司股权结构图



资料来源 公司公告

新型建筑防水材料：增长空间广阔 行业集中度低

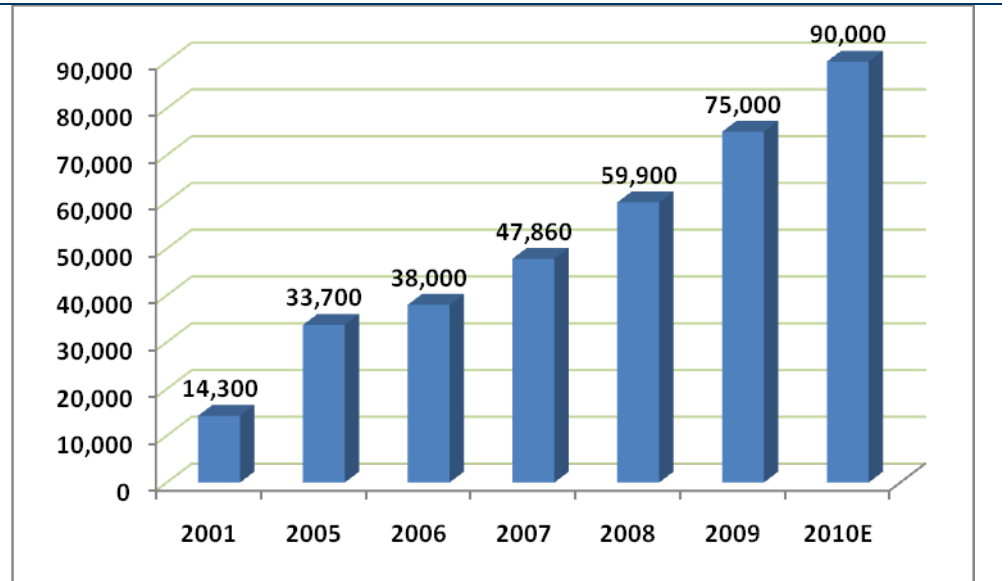
1、新型防水材料市场增长空间巨大

公司属于建筑防水材料行业。建筑防水材料是建筑功能材料的组成部分，其质量和应用效果对建筑工程的结构安全和寿命起着十分重要的作用。

我国新型建筑防水材料的发展始于 20 世纪 80 年代，并随着国民经济和建筑业的持续增长而迅速发展，新材料、新工艺不断增加，生产能力显著提高，部分骨干企业的产品质量已接近或达到国际同类产品先进水平，其应用也日益广泛。

2000 年以来，我国建筑防水材料行业保持平稳增长态势，但随着产品结构调整的加快，新型建筑防水材料呈增长迅速，2008 年的生产总量已占建筑防水材料的 77.90%。根据《我国建筑防水行业“十一五”发展规划纲要》，到 2010 年，新型建筑防水材料将主导建筑防水材料的市场，市场占有率将达到 90%以上。

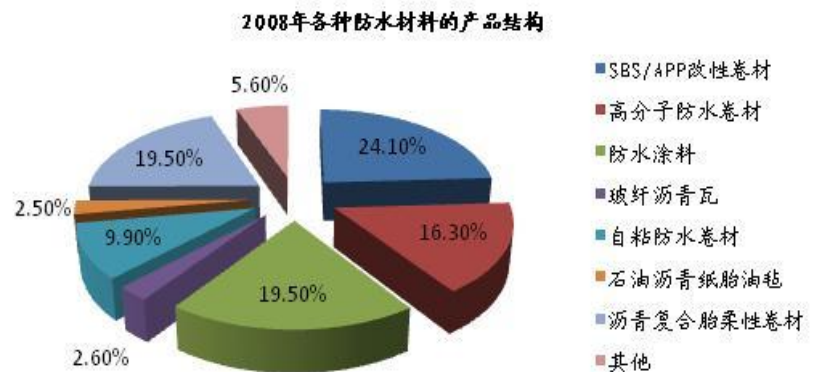
图 2 2001 年以来中国新型建筑防水材料的增长情况（单位：万平方米）



资料来源 公司公告，国海证券研究所

国家相关产业政策将在加强市场规范力度、扶优汰劣的同时，进一步鼓励企业提高自主创新和研发能力，全面提升建筑防水材料工业技术与装备水平，淘汰落后生产能力，促进行业结构调整和产业升级，使建筑防水材料品种、质量能够充分满足房屋建筑和基础设施工程发展的需要。

图 3 我国主要防水材料的产品结构（2008 年）

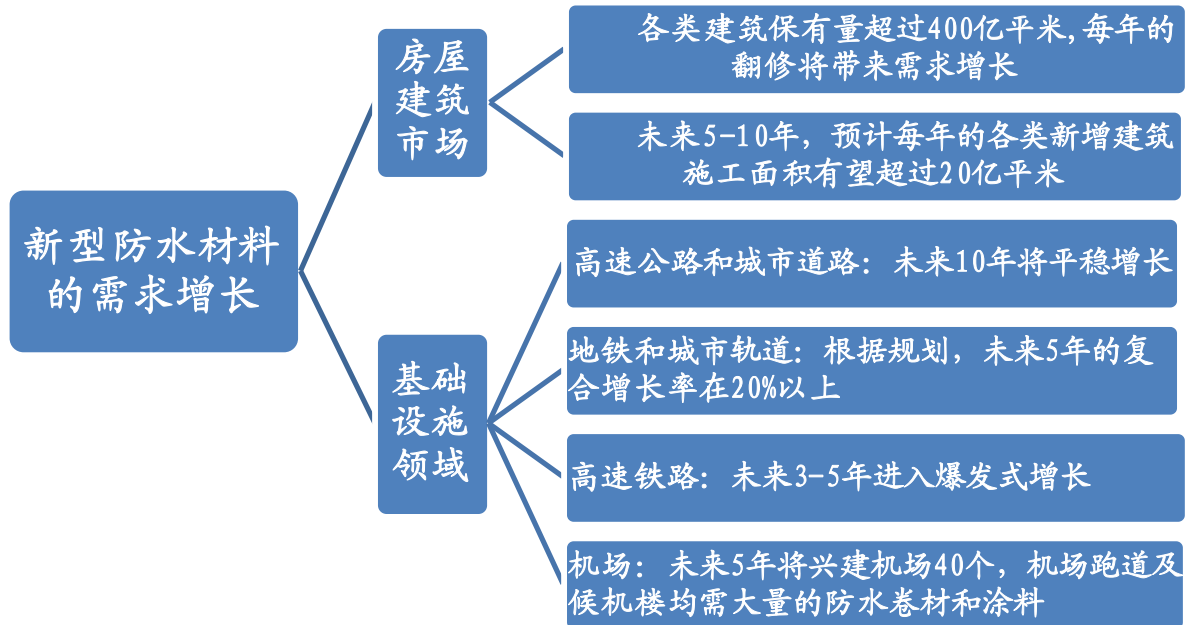


资料来源 中国建材信息总网，国海证券研究所

随着防水新材料、新工艺的不断增长，以及建筑防水材料应用技术的不断提高，建筑防水材料应用领域已由房屋建筑领域为主逐步扩大到高速公路和城市道桥、地铁及城市轨道交通、高速铁路、机场和水利设施等基础设施工程；建筑防水部位也从传统的屋面和地下为主逐步延伸到室内、外墙等部位。应用领域的扩大进一步增强了新型建筑防水材料的市场需求，有望继续促进防水材料行业稳定、快速的增长。

预计未来几年新型建筑防水材料有望保持较快增长，其需求主要来自以下领域，具体见下图 4：

图 4 未来几年中国新型防水材料的需求有望保持快速增长



资料来源 wind, 国海证券研究所

2、建筑防水材料行业集中度低 市场有待进一步规范

建筑防水材料的进入壁垒主要是政策壁垒和技术壁垒。成熟的生产技术和施工工艺，以及独特的产品配方是建筑防水材料生产企业生存和发展的根本。目前，我国有建筑防水材料生产企业二、三千家，其中大量中小企业因为生产工艺不成熟、成品率低、产品品质不稳定、施工质量不过关等技术瓶颈而无法形成规模生产。少部分拥有雄厚研发实力、技术装备先进、品牌较好的企业盈利稳定，利润水平较高。近年来，不少外资优势企业也进入中国建筑防水材料市场，如美国欧文斯科宁有限公司、德国威达有限公司、瑞士渗耐（集团）有限公司等。

建筑防水材料市场中小企业和小作坊生产企业众多，排名前 10 位企业的营业收入不到全行业的 10%。行业低端产品的过度竞争及少数优势企业的快速成长同时存在。目前的主要优势企业如下表：

表 1 建筑防水材料行业主要优势企业

北京东方雨虹防水技术股份有限公司
深圳市卓宝科技股份有限公司
盘锦禹王防水建材集团有限公司
广东科顺化工实业有限公司
中国化学建筑材料公司苏州材料研究设计所
潍坊市宏源防水材料有限公司
潍坊市宇虹防水材料（集团）有限公司
胜利油田大明新型建筑防水材料有限责任公司
上海台安工程实业有限公司
欧文斯科宁（中国）投资有限公司
唐山德生防水材料有限公司

资料来源 公司公告，国海证券研究所

公司已发展成为中国建筑防水材料的行业龙头企业，在研发实力、企业品牌、管理水平和市场网络建设等方面均居同行业前列，行业地位较突出。其竞争对手的主要情况如下表 2：

表 2 公司主要竞争对手分析

区域	企业名称	情况与特点
跨国品牌企业	美国欧文斯科宁有限公司	1、这类企业拥有强大的品牌、领先技术与产品；2、产品价格较高；3、其产品在中国市场尚在培育，目前市场份额较小。
	德国威达有限公司	
	瑞士渗耐有限公司	
国内竞争对手	徐州卧牛山新型防水材料有限公司	1、老牌国有企业；2、产品品牌有一定的市场知名度和影响力。
	上海建筑防水材料（集团）公司	
	盘锦禹王防水建材集团有限公司	
	深圳市卓宝科技股份有限公司	1、近几年快速成长的企业；2、在单一产品和区域市场有一定的竞争力。
	广东科顺化工实业有限公司	
	北京圣洁防水材料有限公司	
	北京中建友建筑材料有限公司	

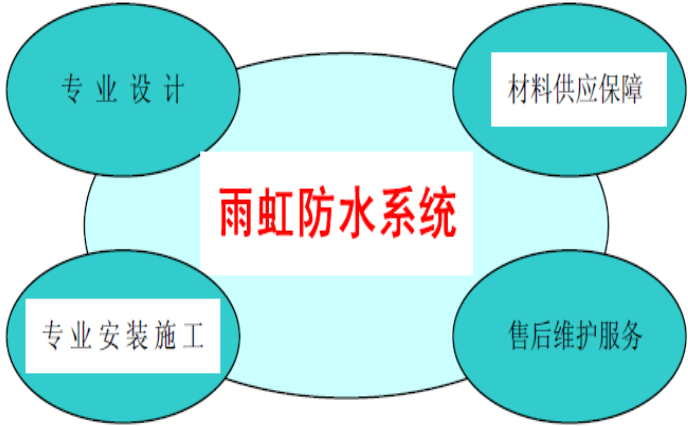
资料来源 公司公告

公司未来几年有望快速增长

1、公司业务模式领先、主营业务突出

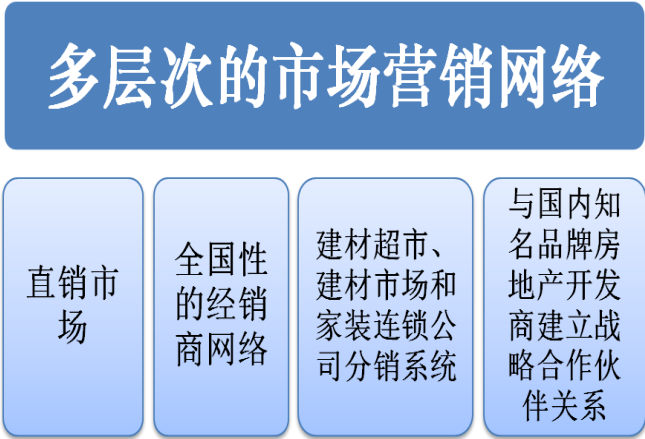
与其他同类企业相比，公司以专业的雨虹防水系统和多层次的营销网络著称。公司运用系统工程的理念，把建筑物防水工程视为一个系统工程，独创了先进的雨虹防水系统（见图 5），在相当大程度上解决了建筑物和构筑物渗漏的难题。目前，公司仍以直销为主（约占 60%），但已建立起多层次的营销网络（见图 6），奠定了未来持续发展的基础。

图 5 雨虹防水系统的说明



资料来源：公司公告

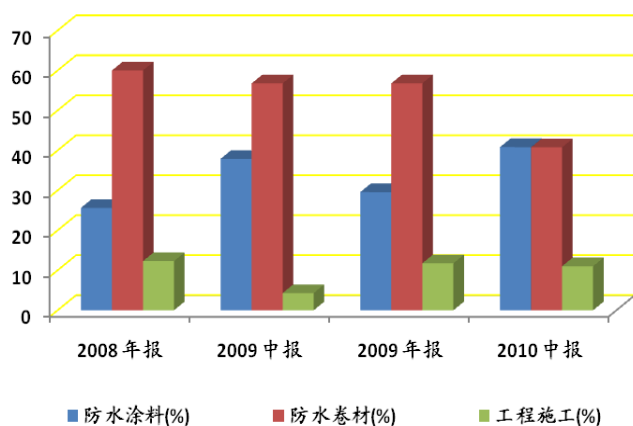
图 6 公司多层次营销网络的构成



资料来源：公司公告

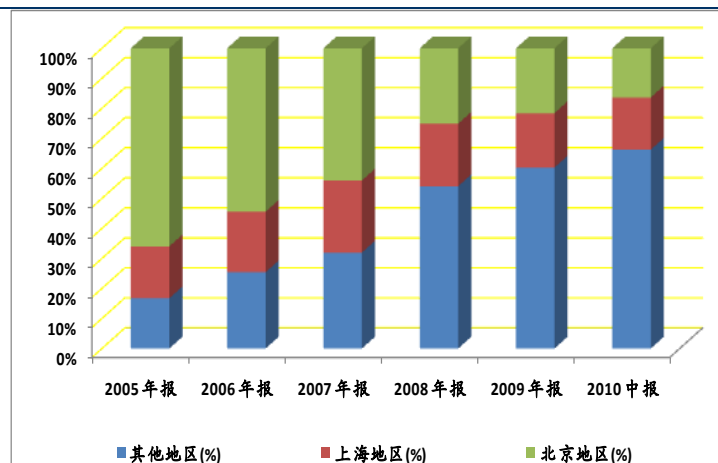
基于公司的业务发展模式，公司的主营业务主要为防水卷材、防水涂料的销售，以及防水工程施工业务，具体的收入构成见下图 7。从图 7 可看到：近几年随着公司分销渠道的建立和扩展，家庭装修大量使用的防水涂料所占的比重逐渐上升。

图 7 公司营业收入的业务构成



资料来源：wind

图 8 公司营业收入的市场分布

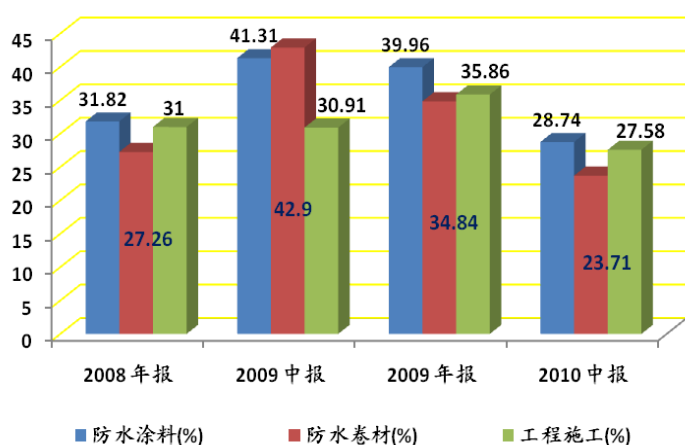


资料来源：wind

从图 8 可看到：近年来随着公司业务的不拓展，除北京、上海两地区之外的其他地区的销售占比在不断提升：2005 年北京、上海地区的销售收入占比高达 83.26%；2010 年中报，该比例降至 31.27%。公司借助上市的机遇，扩大生产，增强优势，实现了市场的不断扩大。

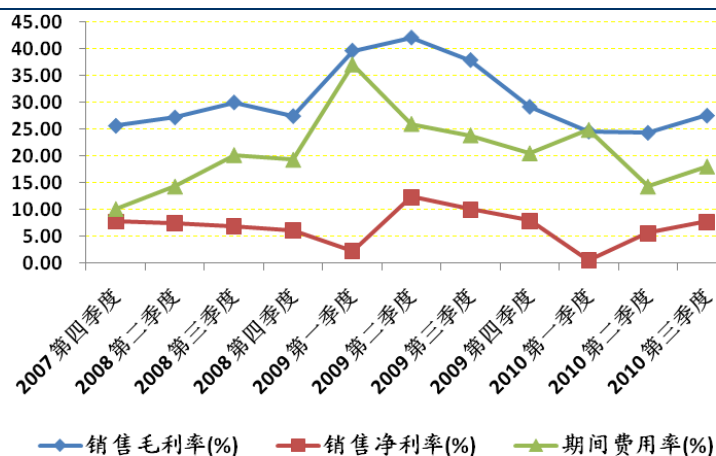
值得关注的是，公司各主要业务的毛利率近几年有所波动，具体见下图 9、图 10。公司盈利能力的波动与原材料的价格波动及其客户结构的变化有关，同时也与金融危机的影响有关。公司主要原材料为沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂和乳液等石油化工产品，国际油价的波动（见图 11）将一定程度影响原料价格。由于铁道部的议价能力较强，公司承接高铁等项目的增多，一定程度影响了其盈利能力，当然这个影响很有限。

图 9 公司各主要业务的毛利率 (%)



资料来源：wind

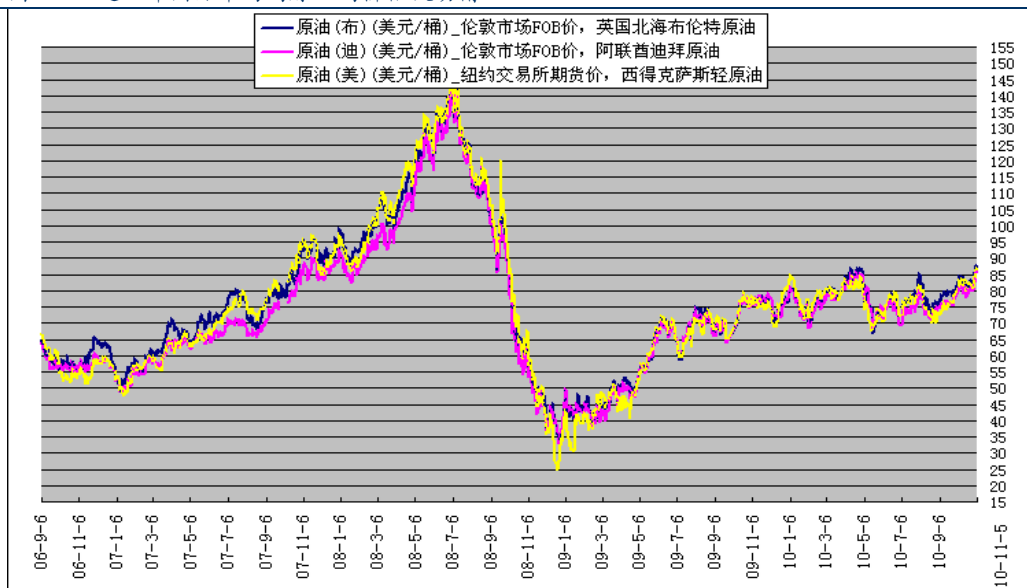
图 10 公司 2008 年以来的盈利能力变化



资料来源：wind

进一步分析图 10 可发现：由于生产的季节性因素、原材料波动及客户结构变化等因素，公司各季度盈利能力呈现一定的波动，毛利率的波动范围在 24%--40%之间波动，显现较强的弹性。考虑到公司较强的技术优势及扩张能力，公司的销售毛利率下降空间有限，未来的盈利能力值得期待。

图 11 近几年国际市场的原油的价格波动情况

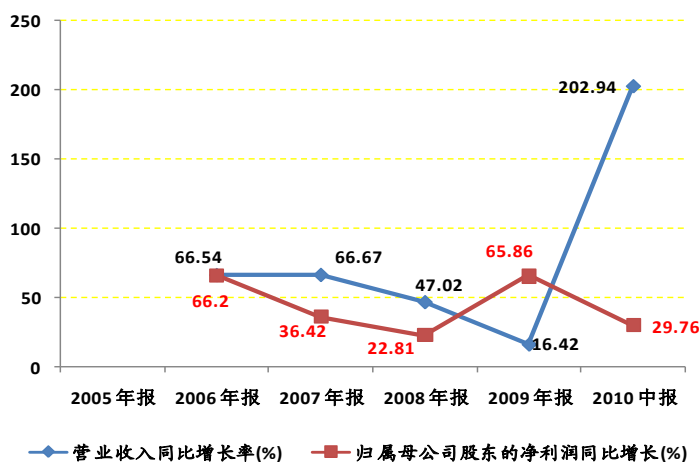


资料来源 银翰投资服务网，国海证券研究所

2、公司将直接受益于轨道交通的快速发展

公司上市以来，表现出相对好的成长性，但 2010 年的原材料价格上涨一定程度影响了盈利能力，其净利润的增幅明显低于收入增幅。具体见下图 12。

图 12 公司历年成长性



资料来源 wind

作为中国领先的建筑防水材料供应商，公司先后承建了北京、天津、

成都、南京、沈阳等多项地铁防水工程，并陆续承揽了郑西、武广、合武、太中银客运专线等防水工程。2009 年，公司中标京沪高铁项目，合同金额 1.92 亿元。目前公司在高速铁路、地铁等领域有较高的市场占有率。

上市后公司进行了战略调整，优化客户结构，加大基础设施领域的市场开拓和新产品研发，并将市场从北京上海逐渐拓展至全国。从 2008 年开始，公司已经组建轨道交通业务组。未来 5-10，轨道交通的快速发展，将需要大量高品质的新型建筑防水材料，公司将直接受益于此。

3、收购兼并也是公司未来扩张的可能方式之一

2010 年 8 月 25 日公司公告，将以现金 2,650 万元受让杨焕文等七人持有昆明风行 100% 的股权。据悉，昆明风行防水材料有限公司创建于 1981 年，至今已发展成云南省规模最大、品种最多的防水材料和建筑涂料专业企业。能生产各型防水材料和建筑涂料三十多个品种，年生产规模为防水卷材 200 万平米，其它防水、装饰、粘结材料 5000 吨。预计此次收购将有利于公司在云南及川黔桂市场的拓展。这是公司首次通过并购方式进行市场拓展，考虑到公司 2009 年的市场占有率不足 3%，凭借较强的技术优势和扩张能力，不排除公司未来收购合适的目标企业进行扩张的可能。

定向增发的实施将有利于公司产能的扩大和市场布局的合理

2010 年 6 月公司公告：拟实施非公开增发，拟募集资金净额（扣除发行费用后）不超过 45,141.05 万元，拟投资于以下项目（见表 3）：

表 3 公司定向增发项目情况

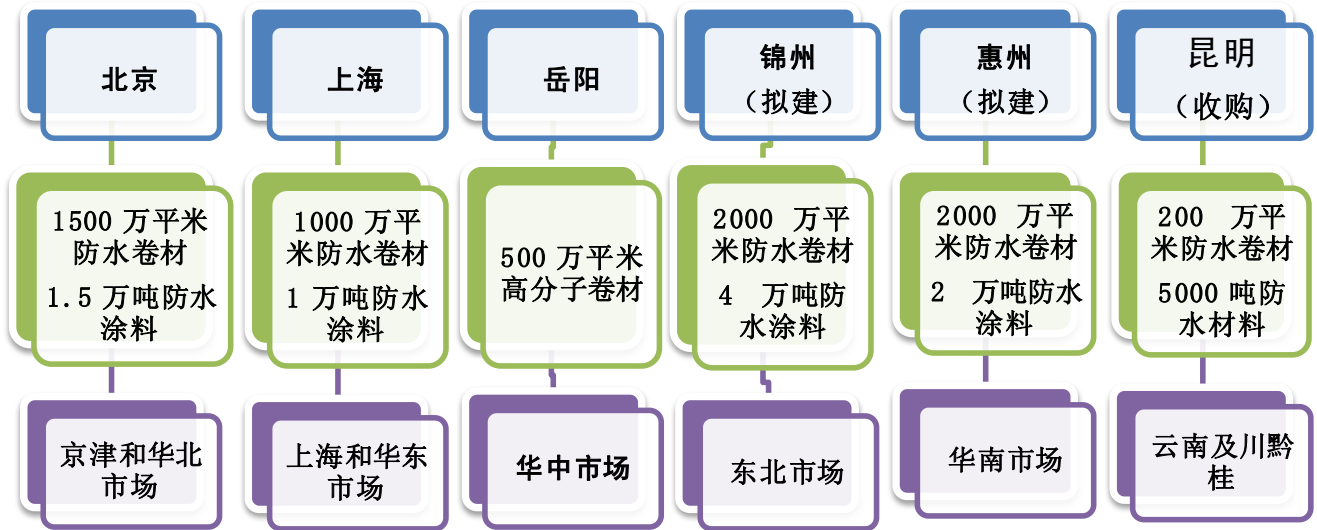
项目名称	总投资：万元	预计达产收入：万元	预计税后利润：万元
锦州市开发区“年产 2,000 万平方米防水卷材及 4 万吨防水涂料项目”	25,394.29	109,072.94	9,100.72
惠州市大亚湾工业开发区“年产 2000 万平方米防水卷材及 2 万吨防水涂料项目”	19,746.76	65,143.26	7,195.22
合 计	45,141.05	174,216.20	16,295.94

资料来源 公司公告，国海证券研究所

上述项目的建设期均为一年。公司拟通过自有资金先行投入。若上述项目可顺利进行，公司将在广东省惠州市和辽宁省锦州市拥有新的生产基地，在扩大其产能的同时，可以进一步优化公司产业布局，缩短公司产品运输半径，提高公司成本控制能力，增强公司产品竞争优势。届时，公司的产能将由上市之初的 1500 万平米防水卷材和 1.5 万吨防水材料增加至 7000 万平米防水卷材和 8 万吨防水涂料，且拥有布局合理

的全国市场。

图 13 公司生产基地和市场布局



资料来源 公司公告，国海证券研究所

盈利预测

基于谨慎性原则，笔者对公司 2010—2012 年的业绩进行了预测。本业绩预测的前提条件如下：

- 1、假定未来三年公司所处行业及经营环境不发生大的变化，公司主要原材料价格基本平稳或微涨；
- 2、假定公司拟定向增发的项目进展顺利，产品毛利率相对平稳；
- 3、假定锦州基地和惠州基地 2011 年第四季度可投产；2012 年可达产 60%；假定上海基地 2010 年达产 80%，2011 年达产 100%；假定岳阳基地 2011 年达产 50%，2012 年达产 80%；谨慎起见，暂不考虑昆明基地对业绩的贡献；
- 4、假定公司未来三年公司的期间费用率保持稳定，且不发生大的应收账款风险；
- 5、假定公司未来三年仍保持高新技术企业资格，享受所得税优惠 10%的政策；
- 6、假定公司未来三年公司的项目实施计划如期实现，毛利率相对平稳。

从下表 4 可看到：在上述假设前提下，按除权后的总股本 73979.1 万股测算，公司 2010 年—2012 年的每股收益分别为 0.66 元，0.94 元，1.42 元，有望保持较好的增长态势。

表4 公司未来3年的业绩预测

	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	71,231.76	82,930.59	176,739.84	253150.29	347958.84
二、营业总成本	66,339.60	74,792.59	164,816.97	235583.77	321409.58
营业成本	50,999.08	53,223.23	131,635.83	182268.21	249138.53
营业税金及附加	694.7	667.47	1,307.87	2134.90	2574.90
销售费用	7,224.84	10,594.39	15,630.87	24118.89	32499.36
管理费用	5,549.88	8,648.35	12,265.74	21365.88	29367.73
财务费用	760.89	1,125.97	2,580.40	3695.99	5080.20
资产减值损失	1,110.21	533.18	1,396.24	1999.89	2748.87
三、其他经营收益					
四、营业利润	4,892.17	8,138.00	11,922.87	17566.52	26549.26
加：营业外收入	527.25	890.67	1,148.81	1118.92	1537.98
减：营业外支出	69.11	38.04	129.61	197.46	271.41
五、利润总额	5,350.30	8,990.63	12,942.07	18487.99	27815.83
减：所得税	820.52	1,587.55	2,200.15	3142.96	4728.69
六、净利润	4,529.79	7,403.08	10,741.92	15345.03	23087.14
减：少数股东损益	117.4	84.53	326.97	480.99	661.12
归属于母公司所有者的净利润	4,412.39	7,318.56	10,414.95	14864.04	22426.02
七、每股收益：元/股	1.029	0.93	0.66	0.94	1.42

来源 wind, 国海证券研究所

估值及投资建议

公司属于新型建材行业，且成长性较强，因此选择了中小企业板及建材行业做参照。比较发现，公司目前的估值水平明显高于建材板块的平均水平，也略高于中小板的总体估值水平。考虑到公司持续的业绩成长性预期和较小的流通盘，公司的估值可享受一定的溢价。

表5 东方雨虹与其他板块的估值比较

板块名称	2009市盈率	2010预测市盈率	2011预测市盈率	2012预测市盈率	市净率	市销率
全部A股	20.57	19.05	15.87	13.15	3.1	2.03
中小企业板	48.35	42.46	31.56	23.87	5.98	4.57
SW建筑材料	29.62	24.7	19.63	14.7	3.8	3.13
低碳经济	42.39	37.97	28.02	22.01	5.26	3.1
东方雨虹	41.01	57.78	40.57	26.86	11.38	7.28

资料来源 wind (数据取 2010.11.9, 整体法统计, 剔除负数)

下图 14 为东方雨虹对应上年年报的市盈率的历史变化。从图中可发现：基于良好的成长性预期，公司上市以来的市盈率呈现逐渐走高的态势，平均市盈率在 50 倍左右。结合公司的行业地位及持续成长性，公司的合理估值可定在 35—40 倍市盈率。

图 14 公司市盈率的历史变化



资料来源 wind

据此分析，公司 2012 年业绩对应的长线合理估值在 44 元左右。综合分析，给予其增持的投资评级。

风险提示

- 公司实际控制人为李卫国，一定程度存在着大股东控制风险。
- 原材料价格波动有可能一定程度影响公司的盈利能力。
- 公司管理层出现一定的波动，在一定程度影响了市场的信心。
- 公司拟实施的各项项目实际进度存在一定的不确定性，有可能影响其未来收益。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国海证券所有。