

东方雨虹(002271)深度调研报告

依然在高成长的路上

原材料/建材

推荐

维持评级

发布时间: 2010 年 12 月 21 日

投资要点:

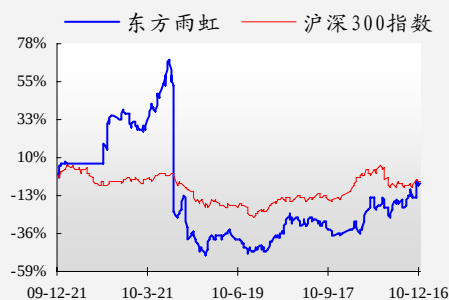
- 公司是国内防水材料龙头企业和首家上市企业,利用率先上市先发优势,过去三年持续进行产能扩张和销售网络铺设,实现利润快速增长。
- 目前国内防水材料行业产值约为 500 亿元,我们认为未来在房屋建筑、基建投资、节能环保和地下空间防水工程的推动下,加上存量市场的开发,行业规模有望继续保持较快的增长速度。我们认为到 2015 年左右,防水材料行业市场规模可能达到 800-1000 亿元。
- 公司市场占有率快速上升,从 2005 年的 1.15% 预计上升到今年的 3.5% 左右;公司筹划定向增发,募资用于建设锦州生产基地和惠州生产基地,规模相当于再造一个“东方雨虹”。我们预计公司 2010-2012 年利润复合增长率将超过 60%;而根据公司中长期规划,我们认为 5 年后公司年收入规模将达到 64-100 亿元,相比现在有 3-5 倍的提升空间。
- 我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益为 0.69 元,1.13 元,1.80 元,如果明年完成 3000 万股定向增发,则每股收益摊薄为 0.69 元、0.95 元和 1.51 元。对应市盈率为 61.01 倍、37.25 倍、23.38 倍。我们未来 5-10 年内,国内的建筑防水材料行业规模整体会有非常大的发展。同时考虑到公司未来清晰的成长路径和较高的复合成长率,并给予公司防水材料龙头企业一定的估值溢价,我们认为可以给予公司 2011 年每股收益 50 倍 PE,6-12 个月目标价 56.5 元,基于目前股价还有将近 35% 左右的空间,我们给予公司“推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	82,931	16.4	7,319	65.9	0.93	15	95.0	-
2010E	180,592	117.8	10,937	49.4	0.69	19	63.3	-
2011E	263,319	45.8	17,812	62.9	1.13	23	38.7	-
2012E	378,696	43.8	28,420	59.6	1.80	27	24.3	-

注:每股收益按目前股本摊薄后计算

走势图



市场数据

2010-12-21

收盘价:	43.70 元
52 周最高价:	75.82 元
52 周最低价:	21.50 元
平均持仓成本:	40.00 元

基本数据

2010Q3

总股本(万股):	15,828
流通 A 股(万股):	15,828
每股收益(元):	0.45
每股净资产(元):	3.35
每股经营现金流(元):	-1.75
市净率:	13.04

分析师: 解文杰

执业证书编号: S0550210100003

TEL: (8621)6336 7000 - 266

FAX: (8621)6337 3209

Email: xiewj@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

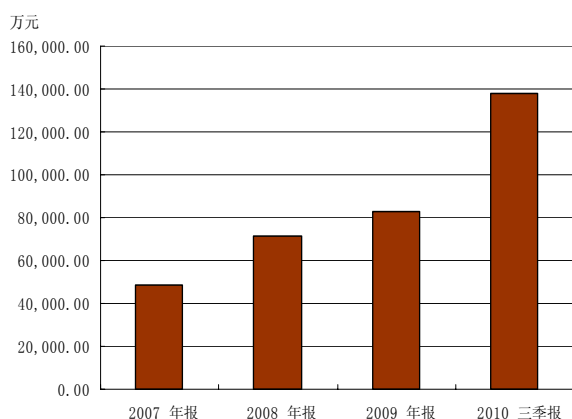
邮编: 200002

一、公司上市后经营状况和市场表现都非常优异

公司作为防水材料领域龙头企业，也是行业首家上市企业，上市日期为 2008 年 9 月 10 日。当时正值 2008 年股市熊市环境最悲观的时候，因此公司的发行价格为 17.33 元，相对于 07 年每股收益发行市盈率为 18.05 倍，应该来说相对于目前的高溢价发行来看，公司虽然资质优秀，但鉴于当时的市场环境，其发行市盈率也不是很高，上市至今，公司共送配两次，一次是 2008 年每 10 股送 5 股，另一次是 2009 年每 10 股送 10 股，目前公司总股本 1.58 亿，股价为 42.10 元，市值为 66.51 亿元。公司自上市以来，股价已经较上市首日开盘价增长 6 倍以上。

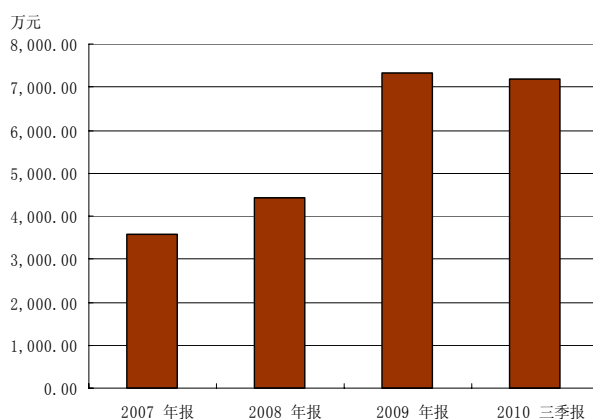
2007 年公司营业收入为 4.84 亿元，2010 年预计为 18.06 亿元，增长 373.76%，年复合增长率超过 50%；2007 年利润 3592 万元，2010 年预计达到 1.09 亿元，增长 303.45%，年复合增长率超过 40%。市场对公司的追捧是基于公司作为细分市场龙头企业近几年进行快速的产能扩张和踏实的市场网络建设，实现了业绩的高成长。

图 1：公司营业收入增长



资料来源：东北证券

图 2：公司净利润增长



资料来源：东北证券

图 3：公司前复权价格



资料来源：wind

图 4：公司后复权价格



资料来源：wind

站在这样的一个时点上，如何看待公司未来的投资价值是大家比较关心的问题。我们觉得很有必要对公司以往的成长路径做一下梳理，并做防水材料行业未来的发展空间和公司未来的发展状况做一些分析和预测，希望能够对未来的公司成长认识有一定的帮助。

二、未来怎么看之一 —— 行业未来 5 年的成长空间探讨

2.1、防水材料简介

※ 概念

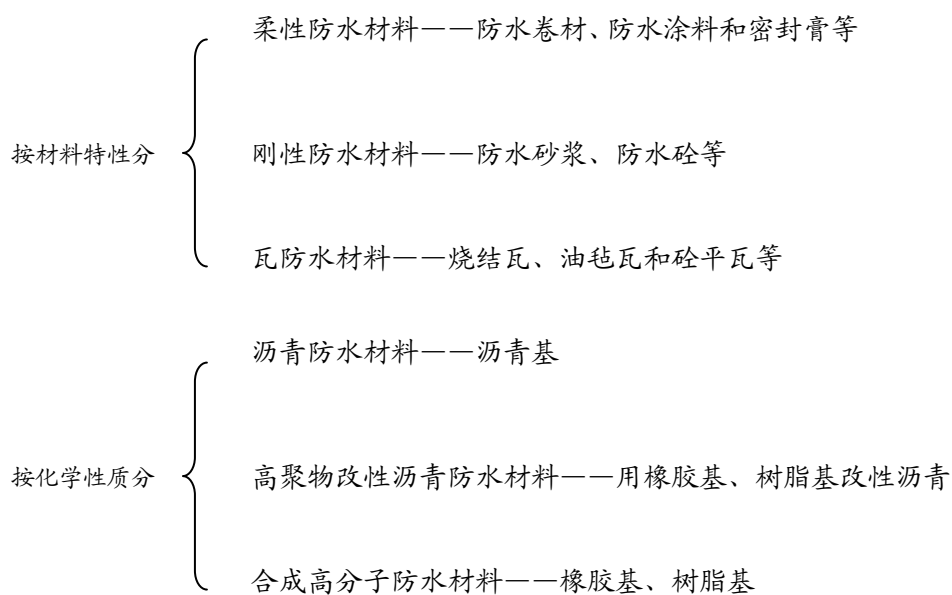
防水材料是防止雨水、地下水、工业和民用的给排水、腐蚀性液体以及空气中的湿气、蒸汽等侵入建筑物的功能性材料。

防水材料经过施工，在建筑物表面形成整体防水层，以达到防水的目的或增强抗渗透水的能力，所以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。

※ 防水材料分类：

防水材料按材料特性分可以分为柔性防水材料、刚性防水材料和瓦防水材料，按化学性质可以分为沥青防水材料、高聚物改性沥青防水材料和合成高分子防水材料。

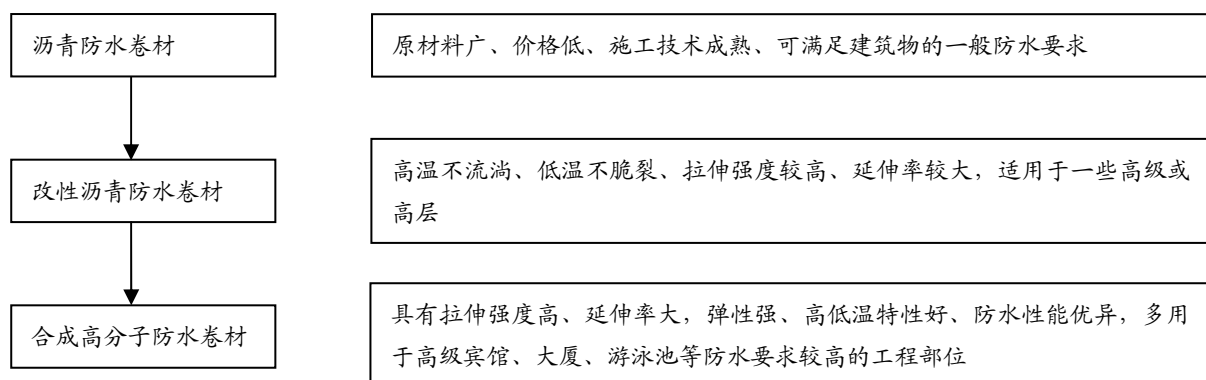
图 5：防水材料分类



资料来源：东北证券整理

其中防水卷材和防水涂料是未来主要发展的两大领域。

图 6: 防水卷材发展历程



资料来源：东北证券整理

表 1: 防水卷材和防水涂料主要产品及用途

产品	主要用途
SBS/APP 改性沥青卷材	主要适用于屋面和地下工程的防水，以及桥梁、停车场、地铁、隧道、地下空间等建筑物和构筑物防水、防潮、隔汽。SBS 改性沥青防水卷材尤其适用于寒冷地区、结构变形频繁的建筑防水工程，APP 改性沥青防水卷材尤其适用于较炎热地区的建筑物防水工程
自粘防水卷材	适用于建筑的屋面、地下室、隧道、人防等防水工程。具有不透水性、低温柔度、抗变形性能及自愈性好等特点，而且易于施工，可以提高铺设速度，加快工程进度
特种工程专用卷材	适用于道路桥梁、铁路桥梁、种植屋面等特殊功能的专项防水工程
改性沥青涂料	适用于地下室、卫生间、浴室、厨房、楼地面、阳台、水池等防水、防潮工程。也可用于非暴露屋面防水工程
丙烯酸酯涂料	适用于卫生间、浴室、厨房、楼地面等室内及阳台的防水工程和木地板的防潮，纯丙烯酸酯为原料的涂料，适用于金属屋面、形状复杂的防水基面和墙面防水

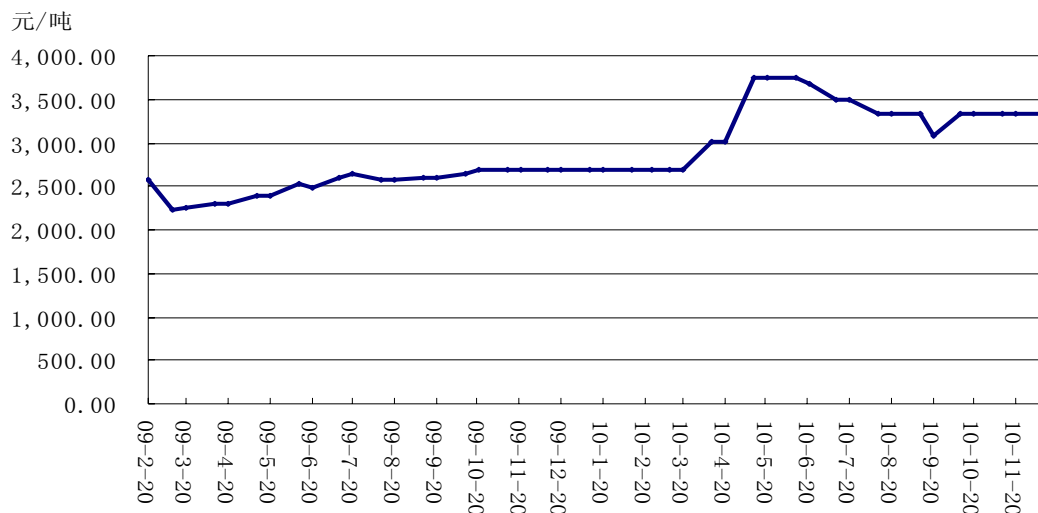
资料来源：东北证券整理

※ 上下游情况简介

上游情况：防水材料行业的上游行业为石油化工行业，主要原材料沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、乳液等均来自于该行业。对于公司来说，影响较大的原材料主要是沥青，约占公司生产成本的 30%左右。从 2009 年开始，随着石油市场的不断复苏回升，沥青价格也不断上升，对公司的毛利率也有较大影响，单季度毛利由 2009 年 Q2 的 42.14%下降到 2010 年 Q2 的 24.32%。不过我们认为沥青价格的高点已过，下半年已开始逐渐回落，公司的采购价格会比市场价格稍微低一些，行业普遍预测明年的沥青价格会稳中有降。所以我们预计今年产品毛利率可能是个低点，未来将逐步复苏向上。另外根据今年成本价格上涨的情况，公司进行两次提价（4 月份一次，12 月份一次），部分覆盖了成本上涨带来的影响。

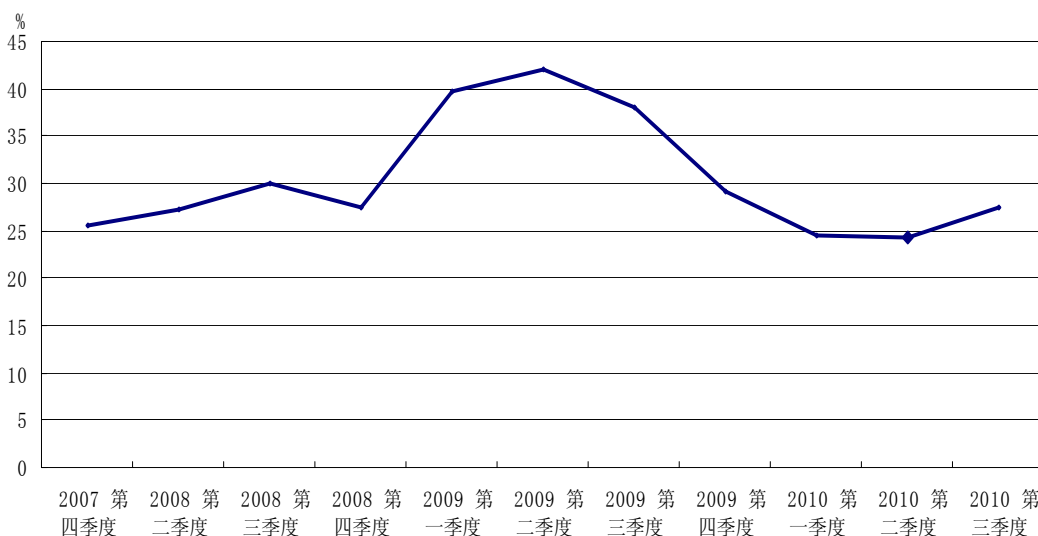
改性沥青市场价格和公司采购价格如下：

图 7：国内部分重点企业出厂价：建筑沥青价格



资料来源：东北证券

图 8：公司季度毛利率变化情况



资料来源：东北证券

下游情况：防水材料的应用领域十分广泛，目前主要应用领域包括房屋建筑的屋面、地下、外墙和室内；城市道路桥梁和地下空间等市政工程；高速公路和高速铁路的桥梁、隧道；地下铁道等交通工程；引水渠、水库、坝体、水利发电站及水处理等水利工程，等等。随着社会的进步和建筑技术的发展，防水材料的应用还会向更多领域延伸，下游应用范围将日益扩大。

2.2、行业概况分析

※ 行业内主要竞争对手概况

建筑防水材料行业目前总有 3000 多家上市公司，其中大多数都是产能规模很小的企业。目前和公司相比有一定竞争实力的主要有以下几类企业：一类是快速成长的民企，如深圳卓宝科技，广东科顺化工等，一类是原来的老牌国企，如盘锦禹王，上海建筑防水材料等，还有就是一些外资在华企业。

整体来看，公司经过近几年的快速扩张和成长，同国内其它竞争对手相比，公司的竞争优势在于：

- 1、技术先进，产品结构全面丰富，而其它公司大多集中在一个或几个产品系列；
- 2、在市场布局上真正称得上“全国性”，而其他公司大多在某一个省份和区域内具有一定得到竞争优势。
- 3、相比于国外厂商，公司的成本优势和价格优势非常明显。

表 2：相关竞争对手一览：

区域	企业名称	情况与特点
国内竞争对手	民营企业：	
	深圳卓宝科技股份有限公司	
	广东科顺化工实业有限公司	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
	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	
	国企企业：	
	徐州卧牛山新型防水材料有限公司	1、老牌国有企业；2、产品品牌具有一定的市场知名度和影响力
跨国品牌企业	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	
	美国欧文斯科宁有限公司	1、这类企业具有强大品牌、领先技术与产品；2、产品价格较高；3、其产品在国内市场尚处培育期，市场份额较小
	德国威达有限公司	
	瑞士渗耐有限公司	

资料来源：公司公告，东北证券整理

国内主要竞争对手简介（以下信息根据互联网资料收集整理）：

- ◆ 卓宝科技：公司是国内最大自粘卷材生产商，目前产能年产自粘卷材 3000 万 m^2 ，五大生产基地——北京、深圳、武汉、苏州、成都（筹建中）、清远（筹建中）。作为防水自粘卷材的代表品牌，持续十余年自粘卷材的市场占有率和销量稳居全国第一。
- ◆ 广东科顺：目前产能为年产防水卷材 3000 万 m^2 ，防水涂料 3 万吨，排水保护板 500 万 m^2 。生产基地——科顺华北（北京）、科顺华东（苏州）、科顺华南（佛山顺德）、科顺高明。主要产品有“粘霸”自粘防水卷材系列（400）、APF 自粘防水卷材（405、500、湿铺/预铺）、SBS/APP 改性沥青防水卷材系列、

聚合物水泥防水涂料 (JS、FJS)、聚氨酯系列防水涂料、丙烯酸类系列防水涂料等；奇封防排水保护板；耐根穿刺防水卷材等。

- ◆ 北京中建友：公司采用意大利先进技术图纸的多功能防水卷材生产线两条和环保涂料生产线两条和环保涂料生产设备三套，年设计生产能力，聚合物（SBS、APP）改性沥青防水卷材、自粘卷材和彩色油毡瓦 1500 万平方米，各种防水涂料 3000 余吨。年完成工程总额 4000 余万元。
- ◆ 北京圣洁：产能为年产 700 万 m^2 的生产能力。专业生产、销售 GFZ 点牌聚乙烯丙纶防水卷材（GFZ 点牌高分子增强复合防水卷材）并从事施工。注册资金 2000 万元，员工 320 人。公司累计承包的防水工程达 400 多项，防水面积 2800 多万 m^2 。
- ◆ 盘锦禹王：产能规模为年产改性沥青卷材 6000 万平米，高分子片材 2400 万平方米，沥青瓦 1000 万平米，5 万吨涂料。生产基地——盘锦、北京、武汉、南京；
- ◆ 徐州卧牛山：产能规模为年产 1000 万 m^2 防水卷材，1 万吨防水涂料。
- ◆ 上海建筑防水材料：产能规模为年产 1000 万 m^2 防水卷材。

※ 目前行业集中度整体不高，“十二五”我们认为会是行业并购高峰期

政策规划+市场驱动：扶优汰劣，行业集中度需要提升

国内目前大概有 3000 多家建筑防水材料生产企业，大多数企业普遍生产规模都较小，取得生产许可证的防水材料企业大概有 500 多家。截止 2009 年 10 月底，防水材料行业规模以上企业数量为 478 家，累计实现产品销售收入 42.3 亿元，较去年同期增长 34%，累计实现利润 17.38 亿元。前 10 位生产企业的市场集中度大概是在 10% 左右。这点和发达国家相比，我们的差距还是非常明显的，在行业发展方面，发达国家建筑防水材料的生产已逐渐从简单的工厂发展为大型跨国公司，产业集中度较高。如美国防水材料市场总量接近 15 亿 m^2 ，但仅有 40 多家公司，100 多个生产工厂。

根据国家“十一五”规划，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，新型防水材料将占主导低位，产品结构会更趋合理。应该说，目前离这个“前 20 名企业市场占有率达到 50%”的目标还存在一定的差距，我们预计在“十二五”期间将通过政策手段和经济手段来进一步落实。

我们认为，未来行业生态环境对中小防水材料企业的生存和经营压力会越来越大。首先，现在地方省份已经有规定对于年产能在 200 万平米以下改性沥青防水卷材的落后产能要逐步淘汰和禁止发展，而且我们相信未来执行的严格力度会加大。而新建的生产线产能规模要求在 500 万平以上，一般配套的新购设备就要 3000-4000 万元左右，这个对于中小企业来说资金压力比较大，未来它们必须考虑如何转型，或退出，或被收购；其次，中小企业应对经济环境变化的能力较差，例如碰到今年原材料价格上涨比较迅猛的年份，很多小企业由于消耗量小，在采购沥青等原材料方面存在诸多困难和不便；另

外未来随着社会环保意识和要求的不断提高,企业自身的环保投入也会有所上升,而这个对众多小企业来说也是一种巨大的压力。所以,我们认为无论从产业政策、环保政策等各方面来考虑,行业的生态环境将逐渐向大型企业倾斜。

所以,我们判断,无论是从行业层面还是从微观企业层面,“十二五”期间行业进行大洗牌的时机渐行渐近,而这个过程对处于行业前列的大型企业实行横向并购和提升市场占有率极为有利。

2.3、未来 5 年市场容量大致测算（保守估计未来 5 年防水材料

行业市场容量可达 800-1000 亿元）

防水材料分为新型防水材料和沥青油毡类防水材料,我们考察 2005 年以来国内建筑防水材料的增长情况,整体来看防水材料的需求增速在上升,从 2005 年的 4.60%、2006 年的 2.42%、2007 年的 7.65%,2008 年的 12.49%,到 2009 年的 16%,而其中新型防水材料的增速要远高于防水材料整体增速,2005 年-2009 年的增速分别为 18%、12.76%、25.95%、25.16%、23.9%,复合增长率超过 21%,快速增长一方面应用领域和应用需求不断扩大,另一方面是对沥青油毡类防水材料传统市场的替代。2009 年建筑防水行业总产值超过 400 亿元,我们预计 2010 年将接近 500 亿元。

表 3: 2005-2009 年主要防水材料产量情况（万平米）

项目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
防水材料合计	60711	63504	68362	76900	89230
	4.60%	2.42%	7.65%	12.49%	16.00%
其中:新型防水材料小计	32202	37998	47859	59900	74230
	18.00%	12.76%	25.95%	25.16%	23.90%
SBS/APP 改性沥青防水卷材	13000	14000	16099	18500	22270
	28.50%	7.69%	15.00%	14.91%	20.40%
高分子防水卷材	7500	8500	10000	12500	14160
	1.40%	13.33%	17.65%	25.00%	13.3
中高档防水涂料	8300	9500	11500	15000	20100
	8.60%	14.46%	21.05%	30.43%	34.00%
玻纤沥青瓦	1700	2000	2060	2000	2160
	40.00%	17.65%	3.00%	-2.91%	8.00%
自粘防水卷材	1600	2200	4900	7600	9950
	50.00%	37.50%	122.73%	55.10%	31.00%
其他新型防水材料	1600	1800	3300	4300	5590
	30.00%	12.50%	83.33%	30.30%	30.30%
其中:沥青油毡类防水卷材小计	28298	25500	20499	17000	15000
	-8.30%	-9.89%	-19.61	-17.07	-13.03
石油沥青纸胎油毡	4300	3500	2500	2000	1800

	-8.00%	-18.60%	-28.57%	-20.00%	-12.00%
沥青复合胎柔性防水卷材	23998	21999	18000	15000	13200
	-8.70%	-8.33%	-18.18%	-16.67%	-12.00%

资料来源：中国建筑防水协会、东北证券整理

◆ 增量规模：未来5年内需求市场继续维持高增长

※ 房屋建筑领域：（传统领域，稳定增长）

房屋建筑（包括普通住宅、商业住宅、工业厂商等）是防水材料应用的传统市场，也是防水材料应用的最主要市场。

2005-2009年，我们新建房屋建筑物施工和竣工面积保持较快增长态势。从2005年到2009年，我国新建屋面施工面积由35.27亿平米增加到58.73亿平米，复合增长率达到13.59%，施工面积由15.94亿平米增加到22.95亿平米，复合增长率达到9.54%。

表4：2005-2009年房屋建筑施工和竣工面积

指标	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
施工面积（万平米）	352745	410154	482006	530519	587278
竣工面积（万平米）	159406	179673	203993	223592	229576

资料来源：东北证券

对于未来房屋建筑方面，我们依然保持较为乐观的态度。根据国家统计局发布的监测报告，按照小康生活标准，到2020年我国人均住房面积将达到30平米，目前我国既有建筑面积大约在400亿平米左右，那么按照这个标准未来10年每年还将新建住房面积5亿平米左右，未来虽然增速会有所下降，但新增绝对量非常可观。

※ 基建投资领域：（新兴领域，高速增长）

近些年来，随着基础设施的大规模建设以及对于基础设施质量的日益重视，防水材料在基础设施中的应用范围和规模也不断扩大，成为这几年继房屋建筑领域后另外一个非常重要的市场。

高速铁路：与传统铁路不同的是，高铁采用无渣轨道，钢轨直接铺设在钢筋混凝土路基上，对防水层不仅要具有防渗、抗裂的基本性能，还要能经受高速、重载、交变冲击等，对防水的材料性能要求要比传统铁路高很多。

“四万亿”投资机会，铁路建设首当其冲。铁道部把“十一五”期间铁路固定资产投资规模由原来的1.25万亿增加值1.75万亿，整体比“十五”期间投资额增加大约4倍左右。而根据《中国铁路中长期发展规划》，未来12年内铁路建设投资总规模将突破5万亿元，铁路路网规模将达到12万公里以上；规划“四纵四横”铁路快速客运通道以及三个城际快速客运系统；从第一条京津城际高铁开始，目前已开工建设的高速铁路和客运专线有7000公里，即将开工建设的还有近4000公里，未来3-5年内建成投入使用，到2020年，我国时速在250公里以上的铁路建设规模将增加为1.6万公里以上，

将占世界高速铁路总里程的一半以上。

轨道交通。轨道交通的形式有地铁、轻轨、磁悬浮等，其中地铁和轻轨是轨道交通的主要形式。

国内第一批得到国家批准建设轨道交通项目的城市为 15 个，分别为：北京、上海、天津、广州、南京、深圳、武汉、西安、重庆、成都、哈尔滨、长春、沈阳、杭州和苏州；目前，我国已有 10 个城市拥有共 29 条城市轨道交通运营路线，运营里程 771 公里；有 14 个城市共 46 条轨交线在开工建设，此外，还有约 40 个城市在筹备轨道交通建设。预计到 2015 年，中国将规划建设 78 条轨道交通线路，总长度约 2500km，按照每公里 4 亿元的造价水平，投资规模近 1 万亿元。

高速公路：到 2020 年，基本建成国家高速公路网，中国高速公路通车里程将达 10 万公里。今后将以“7918”高速公路网规划为指导（由 7 条首都放射线、9 条南北纵线和 18 条东西横线组成，总规模约 8.5 万公里，其中主线 6.8 万公里），“十一五”期间，重点建设“五射两纵七横”共 14 条路线，到 2010 年，建成 5-5.5 万公里，占总里程的 60%左右，其中东部地区约 1.8-2.0 万公里，中部地区约 1.6-1.7 万公里，西部地区约 1.6-1.8 万公里。

航空机场：根据中国民用航空总局公布的《全国民用机场布局规划》，到 2020 年，我国民航运输机场总数将达到 244 个，新增机场 78 个（以 2009 年为基数），形成北方、华东、中南、西南、西北五大区域机场群，据初步计算，完成上述规划，需要投资 4500 亿元。

水利工程：从这几年的发展情况来看，我国水利建设还不能完全满足社会经济发展的需要，根据国家发改委相关负责人士透露，为了达到 2020 年非化石能源在一次能源中占比 15%的目标，水电将承担 9 个百分点，2015 年中国水电装机容量计划达到 3 亿千瓦。目前水电装机容量为 2 亿千瓦，以为这未来 5 年还要建设 1 亿千瓦，投资额将达到 1 万亿元左右。

在水利工程中，防水工程特别重要，它涉及整个水利系统工程，良好的防水性能不仅能够提高节水效率，更关乎水利工程的安全。所以在水利工程防水材料的选取上，对于质量和性能的要求很高。

※ 未来节能环保和地下工程的防水需求将是一个新的亮点：（潜力领域）

地下空间：国外地下空间的开发利用经历漫长的时间跨度，从大型建筑物向地下的自然延伸发展到复杂的地下综合体（地下街）再到地下城（与地下轨道交通系统相结合的地下街系统），欧美发达国家的地下空间利用已经相当成熟，并形成系统化经验。而根据发达国家以往经验来看，当一个城市或地区的人均 GDP 超过 3000 美元时，就具备大规模开发利用地下空间的经济基础。

而在我国，由于人口多，土地资源相对稀缺，城市交通、环境问题已经凸显，未来能否有效利用地下空间将有效改善城市综合运营环境。而且目前国内很多一线城市目前已经达到或超过人均 GDP3000 美元这个标准，未来或将引来地下空间开发建设的高峰期。而一般地下防水面积的比例占全部建筑防水工程面积的 40%-50%，地下空间的大规模开发也将带来防水材料的巨大需求。

环境保护：随着社会环保意识和责任的不断加强，环保投入也在不断增长，近几年来，我国环保产业的年均增速保持在 15%-20%，“十二五”期间投资金额有望继续加大，预计将比“十一五”增加 1 倍以上。

防水材料在应用到污水处理厂、垃圾填埋场的防水、防渗漏和防腐蚀等方面具有良好的效果，发展前景广阔。预计“十二五”期间污水处理设施投资额将达 1500 亿元，

◆ 存量规模：存量市场将发力，成为一个稳定的、可持续开发的金矿

我国各类房屋建筑保有量超过 400 亿平方米，其中城镇房屋建筑保有量约有 150 亿平方米。随着每年房屋建筑物的新建和现有房屋建筑物的翻修，对建筑防水材料的需求将呈现稳步增长的态势，公司目前已全面部署对该类业务的拓展计划，预计未来翻修市场将成为公司新的业务增长点。

而大量基础设施防水工程也存在未来规定年限内不断更新替代以维持正常使用的需求。

我们认为，在存量市场方面，我们可以参考美国市场，美国现在投资增速很低，基本上没有什么新增的建筑投资规模，防水市场的规模主要是靠存量的市场规模来支撑。美国年防水材料应用量达到 15 亿平米。

表 5：建筑屋面防水等级及防水层合理使用年限

防水等级	I	II	III	IV
建筑物类别	特别重要或对防水有特殊要求的建筑	重要建筑或高层建筑	一般的建筑	非永久性建筑
防水层合理使用年限	25 年	15 年	10 年	5 年
设防要求	三道或三道以上防水设防	二道防水设防	一道防水设防	一道防水设防

资料来源：东北证券整理

◆ 我们认为，保守估计 5 年后市场规模将达到 800-1000 亿元！

今年的行业产值大概在 400-500 亿左右，我们认为未来在房屋建筑、基建投资、节能环保和地下防水工程的推动下，加上存量市场的开发，行业规模有望继续保持较快的增长速度。如果假设未来行业每年以 10% - 15% 的复合增速增长，那么未来 5 年后市场规模可能增长 60%（按照 10% 的年复合增长速度）到 100%（按照 15% 的年复合增长速度），我们认为 2015 年左右，建筑防水行业市场规模可能达到 800-1000 亿元。

附：我们简单摘要了部分由中国建筑科学研究院院长、中国建筑防水协会专家委员会主任委员李承刚写的《“十二五”防水行业发展规划研究建议》的内容，我们认为作为行业内的权威人士，其观点具有较高的参考价值。

“发展目标：

1、新型防水材料产量

主要防水材料产量的年增长率达到 10% 以上（2009 年的产量约为 9 亿平方米）；
新型防水材料在全国防水工程中的应用比例达到 70%（2015 年）。

2、发展现代企业，实现规模化生产

实现 20 家行业规模以上企业产品的市场占有率达到 50% 以上，淘汰落后生产能力两亿平方米。”

三、未来怎么看之二 一我们判断公司未来 5 年内收入规模预计能达到 64 -100 亿元，有 3 - 5 倍的增长空间

3.1、公司是国内建筑防水行业龙头，目前占有约 3.5% 的市场占有率

公司是国内建筑防水材料领域首家上市公司，是国内新型建筑防水材料细分领域龙头企业，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。目前已建立防水卷材、防水涂料两大类百余种产品的产品体系，在国内建筑防水材料行业市场占有率稳居第一名。2005 年产品市场占有率为 1.15%，2007 年为 2.49%。

公司是国家火炬计划重点高新技术企业和北京市高新技术企业。公司技术中心于 2009 年 11 月被国家发展改革委员会等五部门认定为“国家认定企业技术中心”，是中国建筑防水行业首家获此殊荣的企业。

2009 年销售收入 8.29 亿元，同比增长 16.42%，2009 年按防水面积计算市场占有率位 3.5%。北京市场占有率达到 15% 左右，今年收入为 18 亿元，国内市场占有率大概在 3.5% 左右。

※ 公司上市以来的扩张路径：

2007 年之前主要集中在北京地区：2007 年设立上海生产基地。公司上市之初（2008 年上市）生产基地和业务主要集中在北京地区，2005 年、2006 年和 2007 年公司营业收入多少亿元，多少亿元，4.68 亿元，来自北京地区的收入分别占总收入的 65.97%、54.45% 和 44.04%，虽然呈逐年下降的趋势，但集中度还是比较高；

2008 年上海基地逐步投产（主要供应上海和华东市场）：随着上海基地的逐步投产，北京基地的收入份额逐步下滑，2008 年北京地区营业收入 1.75 亿元，来自北京地区的收入占比为 25.13%。上海地区 1.45 亿元，收入占比 20.82%，其他地区 3.77 亿元，收入占比 54.06%。

2009 年成立岳阳东方雨虹（2010 年 10 月份开始正式出产品）、四川东方雨虹、广东东方雨虹（四川和广东分公司主要为销售型公司），进军华中市场、西南市场和华南市场：2009 年营业收入 8.13 亿元，北京地区的收入为 1.75 亿元，占比 21.61%，上海地区 1.47 亿元，占比 18.13%，其他地区 4.90 亿元，占比 60.26%。岳阳生产基地主要生

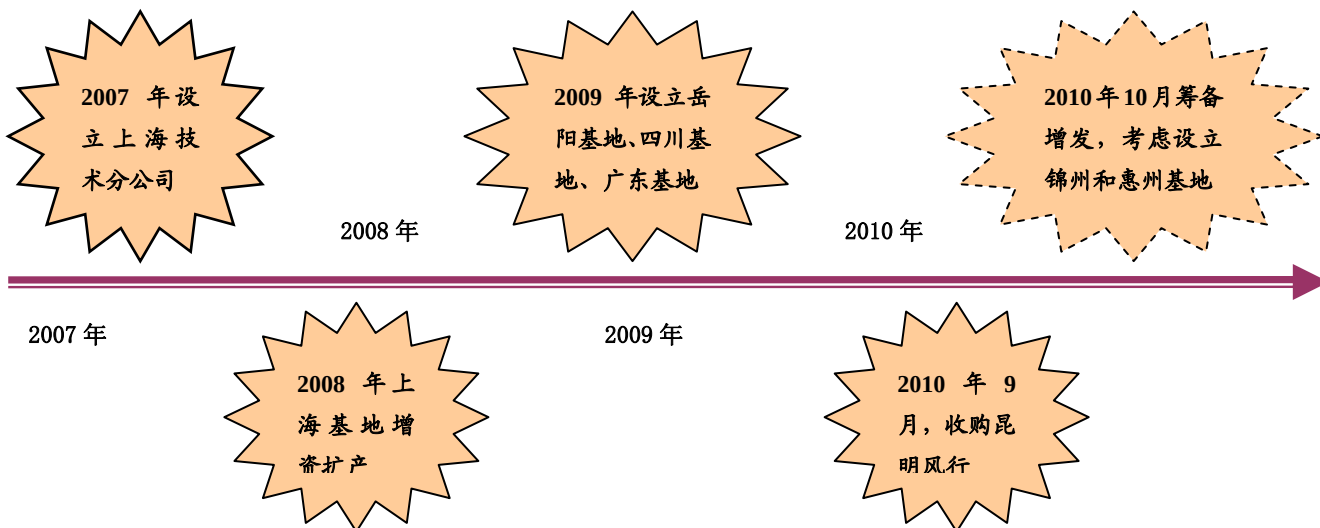
产 TPO 高分子防水卷材，TPO 兼具目前流行的柔性单层防水材料 EPDM 和 PVC 的优点，成为热塑性弹性体中增速最快的一个品种，被认为是新一代的单层防水卷材，未来将作为一种节能环保型新型屋面防水材料，对传统屋面防水材料的替代将越发明显和加快。产能为 500 万平米的产能，每平方米价格高达 40-50 元/平米左右，普通的防水卷材产品普遍在 20-30 元/平米左右，毛利率比较高。（从产品结构来看，欧美发达国家氧化沥青卷材的使用已经大为萎缩，SBS、APP 改性沥青防水卷材的使用已经居于主导地位；在屋面高分子防水卷材中，主要是用三元乙丙、聚氯乙烯、TPO 三种材料，且 TPO 以其优良的防水性能及抗老化和环保特性，近年来得到迅速增长。）

2010 年上半年：2010 年上半年营业收入 8.18 亿元，北京地区收入 1.34 亿元，占比 16.37%，上海地区 1.42 亿元，占比 17.40%，其他地区 5.41 亿元，占比 66.23%。

2010 年 9 月：收购“昆明风行”，进军西南市场。云南的项目 9 月份收购，公司于 2010 年 9 月出资 2650 万元收购昆明风行 100% 股权，昆明风行成立于 2004 年 4 月，主要从事防水材料的生产、销售和施工。在当地区域品牌不错，但规模比较小，目前产能只有 100-200 万平米的防水卷材，4000 吨的防水涂料生产线，营销模式上目前只是依靠门面、等客上门的销售模式，一年收入 3000-4000 万，也就是说只有终端销售，没有工程项目。（2009 年昆明风行总资产 2720.07 万元，净资产 1543.19 万元，营业收入 2555.96 万元，净利润 148.51 万元）

公司入主后，计划把公司做到 500-1000 万平米防水卷材的销售规模，已经开始买地、投资、扩线。

图 9：公司近几年收购扩张路径



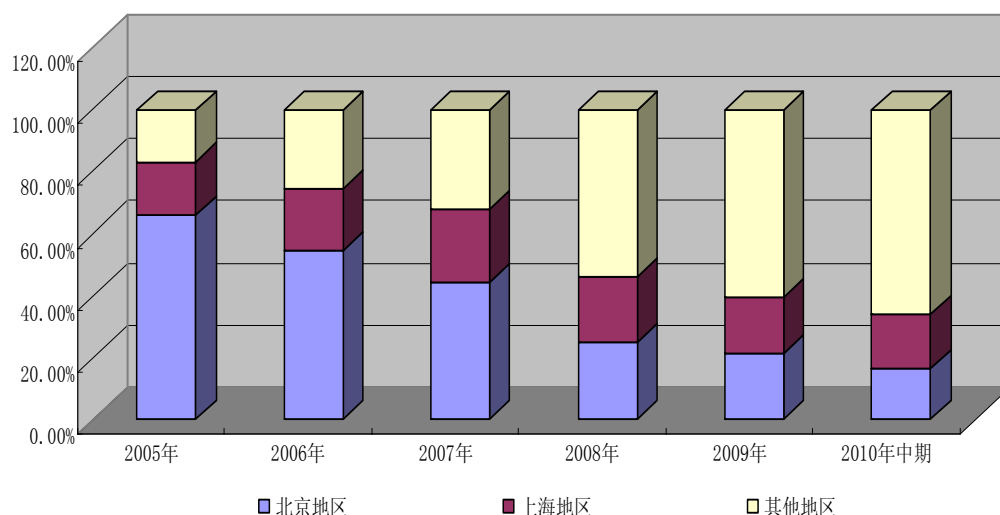
资料来源：东北证券

2010 年筹划非公开增发：设立锦州基地和惠州基地，进军东北市场和华南市场。

目前公司在华北、华东、华中、华南、西南和东北几大主要市场都设立生产基地，并通过相关的销售网络，完成了全国的生产布局。

随着生产布局的逐步完成，公司来自北京和上海的收入占比日益减少，其他地区的收入日益提高，整体上收入的地区来源更加广泛，区域分布更趋合理。

图 10：几大区域收入份额占比变化



资料来源：东北证券

3.2、销售网络建设：渠道+直销，公司逐步完成全国性销售网络布局

公司非常重视渠道的建设，董事长到目前为止还亲自抓的两个部门就是技术研发和渠道建设。

经过多年的经营，公司已逐步建立起多层次的市场营销渠道网络。

目前销售网络主要分为直销和渠道两块：

- ※ 渠道方面：
 - 1、代理商，公司目前已经签约了 500 多家经销商，基本覆盖了全国大部分地级以上城市的经销网络，今年预计能完成销售收入 2.5 亿元左右；
 - 2、分销商，目前近万家网点，家装超市等，完成销售收入 1.5 亿元左右。公司建立了全国建材超市、建材市场和家装连锁公司分销系统，已与全球最大的建材超市家得宝、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。

※ 直销渠道： 直销分为高铁部（今年估计销售收入 5-6 亿元，根据高铁的投资

规模,我们认为未来这块收入规模有保障)、地铁部(今年估计实现销售收入 7000、8000 万元)、另外,公司还与万科、远洋地产、华润置地、金地等国内大型房地产开发商在建筑防水材料的供应方面建立了稳定和长期的战略合作关系。目前成绩斐然,房地产开发商(今年估计来自万科的收入在 1 亿元,金地的收入在 7000、8000 万元左右)。

3.3、如果未来 5 年内公司占到行业 8%-10%的市场份额,那么相对目前至少还有 3-5 倍的收入增长空间

从过去几年的历史发展来看,公司的成长速度远快于行业平均增速,从而使得公司的市场占有率不断提高,2005 年市场份额 1.15%,到 2007 年市场份额 2.49%,今年市场份额估计在 3.5%左右,整体来看,5 年里市场占有率提升将近 3 倍。

按照公司未来 5 年的中长期发展规划,公司在国内防水材料行业市场占有率期望达到 8%-10%左右(我们认为无论是从公司的发展速度还是参考国外行业集中度情况来看,实现的可能性还是挺大的),按照 2015 年如果达到 800-1000 亿元的国内防水材料市场规模来计算,2015 年预期营业收入将达到 64-100 亿元,也就是说,2015 年公司收入将比 2010 年收入 18 亿元还有 3-5 倍左右的空间,发展前景非常广阔。

四、未来怎么看之三 —— 率先上市具备先发优势(IPO+定向增发),成长的路径清晰可靠,可复制性很强

我们曾经在同一起跑线上,但是我们的加速度远不一样!

我们认为公司过去几年的高成长是享受到了公司 IPO 资金募集所带来的先发优势;而公司此次进行非公开增发,将把这种先发优势继续强化下去。未来建筑防水领域的其他公司或许会有公司上市,但是这几年里公司借力资本市场,已经抢先完成产能的扩张和市场的布局,这要比单纯依赖产业资本的收益积累进行投资扩张,其速度要领先很多很多,而正是这种几年的差距将使得日后的扩张差距形成成倍的差异,并形成公司的竞争优势和价值的重要源泉之一。

4.1、非公开增发募投项目——相当于再造一个“东方雨虹”

※ 产能变化:未来产能将扩大 1.5 - 2 倍

一、上市前：北京基地，产能规模：1500 万平米改性沥青防水卷材+15000 吨防水涂料产能

二、2008 年上市，上市募集项目：投资建设北京基地，产能规模：年产 500 万平米高分子防水卷材+年产 10000 吨防水涂料；上海基地，产能规模：年产 1000 万平方米防水卷材+1 万吨防水涂料。目前已全部达产；

三、2009 年，投资建设岳阳基地，产能规模：500 万平方米 TPO 高分子防水卷材，2010 年 10 月份开始正式出产品；四川基地和广东基地，这两个主要是销售型公司。

四、2010 年，收购昆明风行，产能规模：目前 100-200 万平米防水卷材产能，4000 吨涂料生产线；未来有望扩大到 1000 万平米防水卷材

五、公司目前准备非公开增发 3000 万股，募集资金投资以下两个项目：

- ◆ 1、锦州市开发区“年产 2000 万平方米防水卷材及 40000 吨防水涂料项目”
- ◆ 2、惠州市大亚湾工业开发区“年产 2000 万平方米防水卷材及 20000 吨防水涂料项目”

附：

根据公司非公开发行股票预案披露：

锦州项目：项目建设期 1 年，项目建成后第一年达产 50%，第二年和第三年达产 80%，第四年达产 100%。达产后预计年均实现销售收入 109072.94 万元，税后利润 9100.72 万元。

惠州项目：项目建设期 1 年，项目建成投产后第一年达产 50%，第二年和第三年达产 80%，第四年达产 100%。达产后预计年均实现销售收入 65143.26 万元，税后利润 7195.22 万元。

按照公司方面预计，如果锦州项目和惠州项目全部达产后，年均销售收入有望增加 17.42 亿元，税后利润有望增加 1.63 亿元，相对 2010 年的收入来讲，应该来说，相当于再造一个公司。

而对于公司募投项目能否达到预定效果，我们认为这两个区域的市场需求不成问题，另外从公司以往的产能扩张，生产基地建设，渠道建设和销售网络的铺设来看，公司积累了丰富的经营经验，我们对于公司未来实现预期目标还是保持乐观态度的。

4.2、公司经营情况的 SWOT 分析图

表 6: SWOT 分析图

S: 优势

- ◆ 国内防水材料行业龙头企业，具有规模优势
- ◆ 技术具有行业领先优势，技术中心被认定为“国家认定企业技术中心”，为行业内首家；主要生产线在亚太地区属于先进水平，且公司产品品种齐全，分布全面
- ◆ 首家上市企业，品牌优势强。“雨虹”品牌是国内建筑防水材料行业公认的第一品牌
- ◆ 生产基地和销售网络逐步完成全国化布局，分享区域市场高成长
- ◆ 定向增发方案获通过，公司资金实力将大为增强，锦州基地和惠州基地产能相对于再造一个“东方雨虹”

W: 弱点

- ◆ 整体技术水平和国外的先进防水材料生产厂商相比，还是具有一定的差距
- ◆ 资产负债率较高，未来快速发展对资金的需求压力较大

O: 机会

- ◆ 过去几年防水材料行业突飞猛进，行业规模不断扩大
- ◆ 防水材料应用领域不断拓展，从传统的房屋建筑到基础设施建设领域，再到未来发展空间广阔的地下空间和节能环保领域，将给防水材料催生新的巨大的需求领域
- ◆ 行业集中度很低，未来行业整体将面临产业整合和并购，行业集中度有望提升

T: 威胁

- ◆ 国内部分民营防水企业如广东卓宝科技、广东科顺化工等发展速度较快，未来区域竞争激烈程度会加剧

资料来源：东北证券

五、盈利预测及估值

5.1、公司盈利预测

我们根据公司的现有业务情况，以及募投项目的具体内容和进程判断，大体做了公司分业务的盈利预测：

表 7: 公司分业务预测

东方雨虹各项业务预测					
	2008	2009	2010	2011	2012
主营项目销售（万元）					
防水卷材	42,748	47,100	75,360	101,735	142,430
增长率		10.18%	60.00%	35.00%	40.00%
防水涂料	18,244	24,518	88,265	141,224	211,836

增长率		34.39%	260.00%	60.00%	50.00%
工程施工及其他	10,240	11,315	16,973	20,367	24,441
增长率		10.50%	50.00%	20.00%	20.00%
销售合计	71,232	82,933	180,598	263,327	378,707
增长率		16.43%	117.76%	45.81%	43.82%
主营项目毛利					
防水卷材	11,653	16,410	18,840	25,943	36,320
毛利率	27.26%	34.84%	25.00%	25.50%	25.50%
防水涂料	5,805	9,797	26,480	43,073	63,551
毛利率	31.82%	39.96%	30.00%	30.50%	30.00%
工程施工	1,260	1,331	2,037	2,444	2,933
毛利率	12.30%	11.76%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利合计	18,718	27,538	47,356	71,460	102,803
毛利率	26.28%	33.20%	26.22%	27.14%	27.15%

资料来源：东北证券

按照上述的分业务预测,并结合我们的盈利预测模型,我们给予公司的利润预测表:

表 8: 公司利润预测表

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	71232	82931	180592	263319	378696
营业成本	50999	53223	133237	191861	275895
营业税金及附加	695	667	903	1317	1893
销售费用	7225	10594	16795	25015	35976
管理费用	5550	8648	13544	19749	28402
财务费用	761	1126	2602	3687	2219
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	1110	533	(1000)	(1000)	(1000)
其他收入	(2220)	(1066)	(0)	(0)	(0)
营业利润	4892	8138	12510	20690	33310
营业外净收支	458	853	500	500	500
利润总额	5350	8991	13010	21190	33810
所得税费用	821	1588	1952	3178	5071
少数股东损益	117	85	122	199	318
归属于母公司净利润	4412	7319	10937	17812	28420
1、股本(万股)——未摊薄	15828	15828	15828	15828	15828
每股收益(元)——未摊薄	0.28	0.46	0.69	1.13	1.80
2、股本(万股)——摊薄后	18828	18828	18828	18828	18828
每股收益(元)——摊薄后	0.23	0.39	0.58	0.95	1.51

注: 假设明年完成定向增发, 增发股份为 3000 万股

资料来源: 东北证券

5.2、估值

根据前述盈利预测，我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益为 0.69 元，1.13 元，1.80 元，如果明年完成非公开增发 3000 万股，则每股收益为 0.69 元（未摊薄）、0.95 元（摊薄后）和 1.51 元（摊薄后）。未来两年未摊薄每股收益的复合增长率达到 61.51%。目前股价对应未摊薄每股收益 PE 为 61.01 倍、37.25 倍、23.38 倍。我们认为随着防水材料行业技术和工艺的不断进步，以及防水材料应用领域的不断拓展，未来 5-10 年内，国内的建筑防水材料行业规模整体会有非常大的发展。同时考虑到公司未来清晰的成长路径和较高的复合成长率，并给予公司防水材料龙头企业一定的估值溢价，我们认为可以给予公司 2011 年每股收益 50 倍 PE，6-12 个月目标价 56.50 元，基于目前股价还有将约 35%左右的空间，我们给予公司“推荐”评级。

六、风险提示

- 6.1、定向增发募投项目不能按计划进行；
- 6.2、未来原材料价格上涨超预期

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。