

东方雨虹 (002271)

买入/维持评级

股价: RMB15.33

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlsc.com.cn

联系人

鲍雁辛

(0755)8249 2810

baoyx@mail.htlsc.com.cn

相关研究

《提价效果显现 (买入)》20101025;

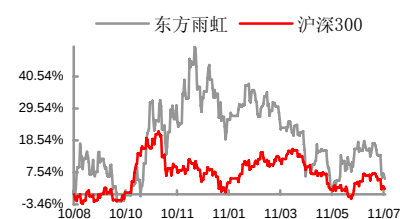
《聚焦高成长的细分市场领袖 (买入)》

20100818;

基础数据

总股本 (百万股)	344
流通 A 股 (百万股)	344
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,266

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

仍处在发展的快车道

- 公司发布对外投资公告, 拟投资 7.96 亿元, 建设非织造布生产研发基地, 项目实施主体为新设全资子公司山东天鼎丰非织造布有限公司。另外, 公司披露了 2011 年上半年业绩预测修正公告, 预计 1-6 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 30 - 50% (此前业绩预测为 50 - 70%)。
- 非织造布项目主要产品为聚酯胎基, 做为防水卷材的基材, 包括 1.5 万吨/年的聚酯短纤维针刺油毡基布生产线, 2.4 万吨/年聚酯长丝油毡基布生产线以及 8000 吨/年聚丙烯长丝土工布 (生态袋) 生产线。一期为 2011 年 6 月至 2012 年 12 月, 计划投资 1.5 亿元, 二期为 2013 年 1 月至 2014 年 12 月项目达产后预计以自用为主, 公司可实现年净利润为 1.16 亿元。
- 我们认为, 由于产品主要自供, 市场风险较小, 并且产业链的延伸为公司长期的业绩增长打开了空间, 资金方面, 考虑到公司目前的资产结构和现金流状况, 我们认为未来不排除通过增发方式进行融资。
- 上半年受高铁建设减速影响, 收入增速有所减缓, 但高铁项目毛利率较低 (我们估计较公司整体毛利率低 3-4 个百分点), 我们认为, 高铁订单减少对利润实际的影响并不十分显著, 预计今年上半年可实现销售收入 10 - 11 亿元左右, 剔除高铁项目其他业务上半年保持了 50% 以上的增长。由于销售网络扩大、人员的增加, 公司期间费用率的大幅增长导致中期业绩低于年初市场预期。
- 2011 - 2012 年公司仍处于产能高速扩张期, 今年预测可实现收入 30 亿元左右, 同比增长约 51.5%, 综合毛利预计有所提升, 但费用率的增长侵蚀了利润。预计 2011 - 2012 年可实现归属与母公司净利润 1.79、2.73 亿元, 同比增长 72.14%、52.52%, 对应 EPS 为 0.52 元、0.79 元。目前股价对应 2011 - 12 年 PE 为 28.33、19.41 倍, 考虑到公司未来仍处于高速增长期, 将成为行业内拥有绝对优势的龙头企业, 且 PEG < 0.8, 我们仍维持对公司的“买入”评级。
- 风险提示:** 紧缩政策对房地产和基建的影响或许会导致防水材料的需求超预期下挫, 令公司业绩低于我们的预测。

经营预测与估值	2009A	2010	2011E	2012E
营业收入(百万元)	829.3	1981.7	3059.2	4481.8
(+/-%)	16.4	138.9	54.4	46.5
归属母公司净利润(百万元)	73.2	103.8	178.7	272.6
(+/-%)	65.9	41.8	72.1	52.5
EPS(元)	0.46	0.60	0.52	0.79
P/E(倍)	71.6	50.52	29.35	19.24

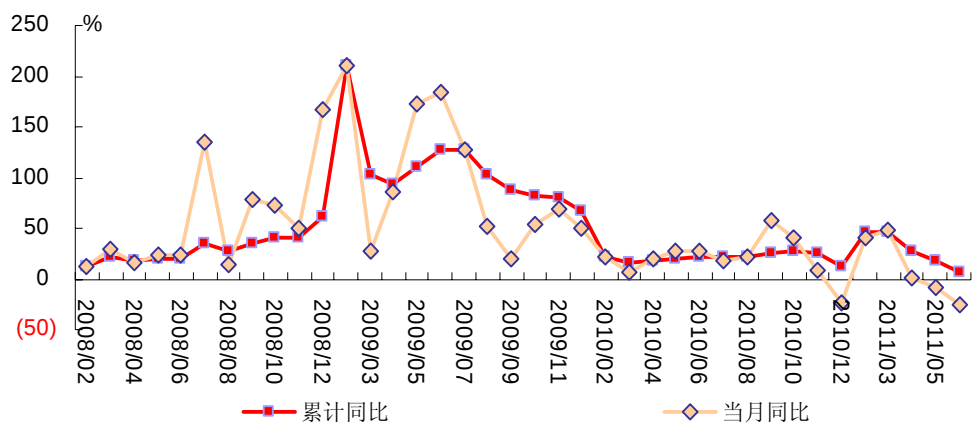
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测,

高铁减速，人员扩容令上半年业绩增速放缓

高铁项目订单同比大幅回落

我们测算，上半年公司高铁项目销售完成额约 1 亿元，去年同期约 2.5 亿元，目前在手高铁订单约 2-3 亿元，全部于 2010 年签订（我们测算 2010 年高铁项目订单 7-8 亿元，实际完成 4-5 亿元，以防水涂料为主）。受高铁项目进度减缓的影响，我们判断，公司今年新签高铁订单量将大幅回落。

图 1： 固定资产投资完成额同比增速—铁路运输业



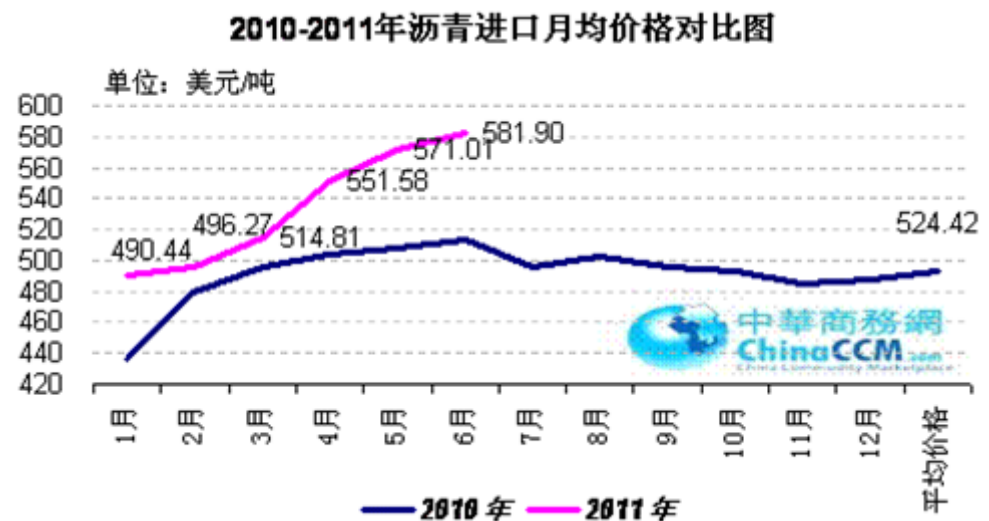
资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

但我们同时注意到，高铁项目议价能力较弱导致的毛利率较低（我们估计较公司整体毛利率低 3-4 个百分点），因此高铁订单减少对利润实际的影响并不十分显著。

上半年毛利率同比有所提升，但费用增长较快

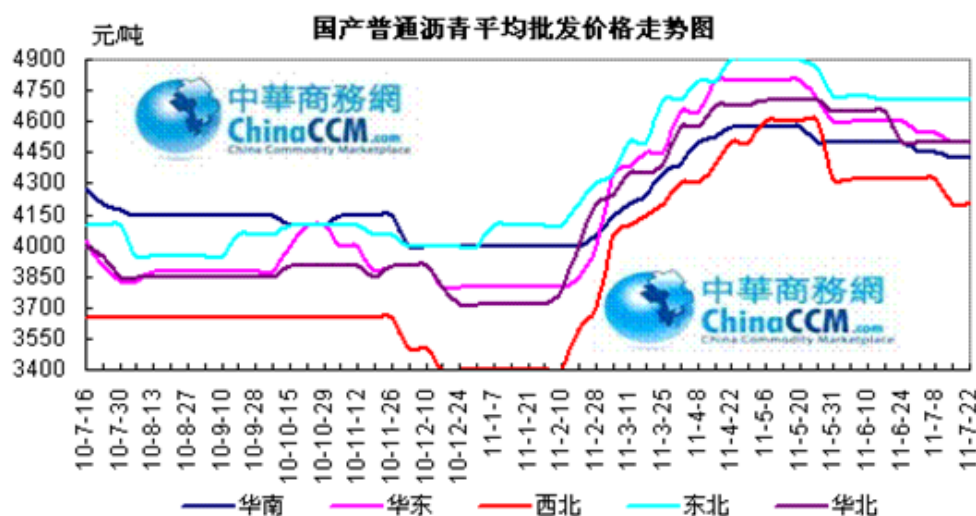
目前沥青大宗采购价格在 4500 元/吨以上，沥青市场价格去年底为 4000-4100 元/吨，今年 2 月底开始迅速上涨，4 月初最高达到 4700-4900 元/吨，但根据过往惯例，公司 1 季度进行沥青储备（3 万吨的沥青库），成本压力得到一定缓解。

图 2： 2010-2011 年沥青进口月均价格对比图



资料来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

图 3： 国产普通沥青平均批发价格走势



资料来源：中华商务网、华泰联合证券研究所

2010 年公司于 4 月和 9 月份陆续进行了 2 次产品提价，零售渠道产品毛利率提至 30% 左右（对应主要原材料沥青的价格在 4200—4500 元/吨左右，高铁等大客户直销项目未提价），我们估算，防水卷材类产品均价目前达到 27—28 元/平方米左右（2010 年我们测算防水卷材销售均价为 24—25 元/平方米左右）。

一季度公司销售毛利率 27.64%，同比提升了约 3 个百分点，我们预计中期毛利率仍可维持。我们判断，在国际原油价格不出现再度飙升时，国内沥青价格主要受基建需求影响，全年来看，由于固定资产投资增速的回落，下半年沥青价格未必会再度大幅上涨。出于谨慎考虑，我们预期 2011—2012 年公司综合毛利率在 27.07%、27.46%。

我们了解到，由于销售网络的扩大，公司上半年员工数目由 2800 人扩充到 3300 人，令期间费用率大幅上升，一季度期间费用率达到 34.5%，同比上升了将近 10 个百分点。期间费用率的大幅增长导致中期业绩低于年初市场预期（7 月 14 日发布业绩预告，同比增幅由 50—70% 向下修正为 30—50%）。但我们了解到，目前的人员规模可以支撑约 40—50 亿元的销售收入，短期内人员规模可能不会再大幅增长。

新建+并购，今明两年防水材料产能维持高速扩张

公司去年 6 月份增发项目锦州及惠州生产基地（产能合计增长 160%），目前锦州项目 2000 万平米/年防水卷材生产线已于 5 月份投产，4 万吨防水涂料生产线将于 3 季度投产，截至今年年底，卷材产能预计同比增长 80%，涂料预计同比增长 114%。惠州项目（2000 万平米防水卷材、2 万吨防水涂料）预计明年上半年投产（原计划今年年底投产），明年产能仍可大幅增长，可缓解困扰公司发展的产能不足问题。

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			增发项目，11 年 5 月投产
			4	增发项目，11 年 3 季度投产
惠州	2000		2	增发项目，明年中期投产

数据来源：公司资料，华泰联合证券研究所

2010 年 8 月公司公告以 2600 万元收购云南昆明“风行”防水材料有限公司，我们测算，今年上半年“风行”防水材料公司实现收入约 3000 万元，全年预计可实现 7000-8000 万元。另外，2011 年上半年收购了位于江苏徐州的“卧牛山”防水材料有限公司（涉及资金 1000 万元，未达到公告标准），据我们了解该企业营收规模与昆明“风行”防水相当，按照正常进度估算，目前该企业已经完成产权过户手续，下半年可并表。

我们认为，锦州及惠州基地竣工后，全国的生产基地布局将基本完成，未来发展将主要通过并购的方式开辟新的市场。

延伸产业链，非织造布（聚酯胎基布）项目打开成长空间

公司非织造布（主要是聚酯胎基布，用于防水卷材的基材）生产研发基地拟投资 7.96 亿元，项目实施主体为全资子公司山东天鼎丰非织造布有限公司，达产后形成约 5 万吨非织造布生产能力。具体生产线建设规划分为如下：

- ✓ 拟投资 3 条聚酯短纤维针刺油毡基布生产线，主要生产聚酯短丝油毡基布供东方雨虹作为生产改性沥青 SBS/APP 防水卷材，总产量约为 1.5 万吨/年。
- ✓ 拟投资 4 条聚酯纺粘法针刺油毡基布生产线，主要生产聚酯长丝油毡基布供东方雨虹作为生产改性沥青 SBS/APP 防水卷材，总产量约为 2.4 万吨/年。
- ✓ 拟投资 1 条全套进口生产线或者部分配套国产设备生产线，主要生产聚丙烯长丝土工布（生态袋），产品主要用于垃圾填埋场、水力工程等土木工程项目，总产量约为 8000 吨/年。

项目建设分为两期：

- ✓ 第一期建设时间为 2011 年 6 月至 2012 年 12 月，计划投资 1.5 亿元，主要用于购买工业用地、厂区土建及配套，建成 1 条聚酯短丝油毡胎基布生产线和 1 条聚酯长丝油毡胎基布生产线；

- ✓ 第二期建设时间为 2013 年 1 月至 2014 年 12 月，二期计划投资 5.4579 亿元，陆续完成所有规划建设规模，通过努力，力争完成年产 5 万吨非织造布建设任务，并投入试运行，工程建设内容包括土建工程、公用工程、设备安装调试、生产组织等。

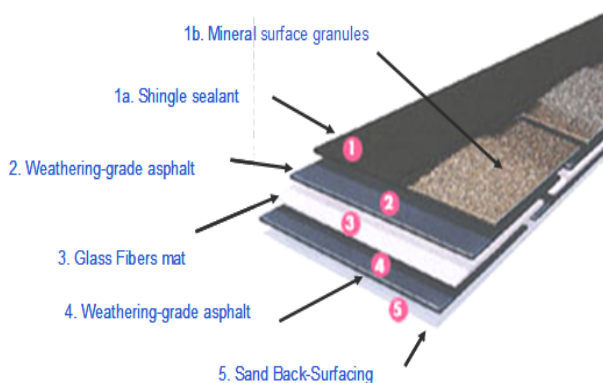
根据规划，项目完全达产在 2015 年，5 万吨/年产能折合约 2.5 亿平米/年，按照公司防水卷材的远期产能规划，我们判断项目全部达产后非织造布基本可以实现自产自销。

延伸产业链，打开长期成长空间

公司此次投资向非织造布（主要是聚酯胎基布）项目建设，旨在降低对上游的依赖，减少原材料采购中间环节，保障原材料的供应和质量。

据我们了解，新型防水卷材的基材主要有聚酯胎基布和玻纤胎基布两类，大量用于改性沥青卷材、沥青瓦和自粘卷材。

图 4： 沥青瓦结构示意图：胎基上下涂沥青，表面覆盖矿物粒料



资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

图 5： 防水卷材（玻纤胎）



资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

表 2：欧、美、日防水材料各种胎基增强材料的市场占有率（%）

胎体材料	玻纤胎	聚酯胎	其它
欧洲	45~50	30~35	25~15
美国	80	15	5
日本	5~10	50~55	35~45

资料来源：中国建筑防水协会，华泰联合证券研究所

按照公司规划，项目达到产销平衡后，预计年销售收入达到 12.5 亿元，按 25% 的税率计算税后净利润为 1.16 亿元，对比 2010 年归属于母公司所有者净利润 1.04 亿元，由于该项目远期达产后主要自供，市场风险较小。

我们认为，公司未来两到三年的增长仍主要依靠防水材料产能的高速扩张，而在 2013—2015 年，主业防水材料将逐渐进入平稳发展期，届时产业链延伸的非织造布项目的逐渐达产将为公司长期的业绩增长打开空间。

项目资金短期尚可，长期仍有缺口

截至 2011 年 1 季度末公司资产负债率为 53.94%，资产总计 22.44 亿元，流动比率 1.61，但由于处于高速发展期，项目备料及垫款较多，公司现金经营现金流自 2008 年至今仍为负，我们判断非织造布项目未来不排除通过增发方式进行融资。

盈利预测及估值

我们测算今年上半年公司可实现销售收入 10 - 11 亿元左右。我们观察到，剔除高铁项目，其他业务上半年保持了 50%以上的增长。

今年全年我们预测可实现收入 30 亿元左右，同比增长约 51.5%，综合毛利预计有所提升，但费用率的增长侵蚀了利润。我们预计公司 2011 - 2012 年可实现归属与母公司净利润 1.79 亿元、2.73 亿元，同比增长 72.14%、52.52%，对应 EPS 为 0.52 元、0.79 元。目前股价 15.33 元对应 2011-12 年 PE 为 28.33、19.41 倍，考虑到公司未来仍处于高速增长期，年均复合增长率超过 50%，将成为行业内拥有绝对优势的龙头企业，且 PEG<0.8，我们仍维持对公司的“买入”评级。

风险提示

紧缩政策对房地产和基建的影响或许会导致防水材料的需求超预期下挫，令公司业绩低于我们的预测。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	816	1922	2804	4359	营业收入	829	1982	3059	4482
现金	159	779	758	1243	营业成本	532	1411	2231	3251
应收账款	298	537	966	1414	营业税金及附加	7	15	24	38
其他应	44	50	140	185	营业费用	106	206	315	453
预付账	80	136	259	394	管理费用	86	187	236	332
存货	234	412	682	1124	财务费用	11	30	42	87
其他流	1	8	0	0	资产减值损失	5	17	10	11
非流动	196	276	331	583	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资	166	207	293	554	营业利润	81	116	202	311
无形资	18	25	25	25	营业外收入	9	7	7	7
其他非	11	44	13	4	营业外支出	0	1	1	1
资产总	1011	2198	3135	4942	利润总额	90	121	208	317
流动负	516	1164	1961	3487	所得税	16	14	24	36
短期借	293	815	1428	2683	净利润	74	107	184	281
应付账	40	58	132	190	少数股东损益	1	3	6	9
其他流	184	291	401	614	归属母公司净利	73	104	179	273
非流动	3	1	0	0	EBITDA	105	169	266	437
长期借	0	0	0	0	EPS (元)	0.92	0.60	0.52	0.79
其他非	3	1	0	0	主要财务比率				
负债合	519	1165	1961	3487	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
少数股	11	14	20	29	成长能力				
股本	79	172	344	344	营业收入	16.4%	139.0%	54.4%	46.5%
资本公	215	579	407	407	营业利润	66.3%	41.9%	74.8%	53.9%
留存收	187	267	403	676	归属母公司净利	65.9%	41.9%	72.1%	52.5%
归属母	482	1018	1154	1427	获利能力				
负债和	1011	2198	3135	4942	毛利率(%)	35.8%	28.8%	27.1%	27.5%
现金流					净利率(%)	5.2%	5.7%	5.8%	8.8%
单位:百万元					ROE(%)	15.2%	10.2%	15.5%	19.1%
会计年	2009	2010	2011E	2012E	ROIC(%)	12.1%	12.1%	11.7%	12.1%
经营活	-40	-187	-466	-390	偿债能力				
净利润	74	107	184	281	资产负债率(%)	51.3%	53.0%	62.5%	70.6%
折旧摊	12	23	22	39	净负债比率(%)	56.38%	69.99%	73.02	77.00%
财务费	11	30	42	87	流动比率	1.58	1.65	1.43	1.25
投资损	0	0	0	0	速动比率	1.13	1.30	1.08	0.93
营运资	-142	-334	-762	-832	营运能力				
其他经	5	-13	47	34	总资产周转率	0.99	1.24	1.15	1.11
投资活	-85	-136	-87	-292	应收账款周转率	3	4	4	4
资本支	83	115	101	292	应付账款周转率	15.03	28.77	23.47	20.24
长期投	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投	-2	-20	13	0	每股收益(最新摊	0.41	0.30	0.52	0.79
筹资活	143	918	531	1166	每股经营现金流	-0.22	-0.54	-1.36	-1.13
短期借	200	522	613	1255	每股净资产(最新	2.72	2.96	3.36	4.15
长期借	0	0	0	0	估值比率				
普通股	26	93	172	0	P/E	77.04	50.52	29.35	19.24
资本公	-22	364	-172	0	P/B	11.71	5.15	4.55	3.68
其他筹	-60	-60	-82	-89	EV/EBITDA	49	31	20	12
现金净	19	596	-21	485					

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

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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。