

彩虹精化 002256.SZ

品牌与渠道建设决定公司的未来

事件：2009 年 1 月 14 日对公司进行调研

研究结论

- 公司是我国精细化工行业中最大的气雾剂制造企业之一，其主要产品涉及环保功能涂料和辅料，环保汽车美容护理和绿色环保家居三大领域，其中环保功能涂料和辅料（汽雾漆）是公司的主要产品，占全国市场的 19%，位居全国第一；汽车和家居市场占有率相对较小，分别在 10%和 2%
- 公司所处行业发展空间较大：目前我国的气雾剂人均消费量远远落后于国际水平，其中家居用品的占比更低，具有广阔的发展空间。公司具有优秀的技术储备和行业知名度，长期来看其发展空间是巨大的。
- 品牌与营销渠道建设非常重要：公司的产品属于类消费品产品，其品牌和销售渠道的建设对于公司的市场拓展非常重要。目前公司的产品主要面向工业领域的客户，其中公司的气雾漆产品在国内外都享有较高的知名度，有一定的品牌溢价，但要进一步的扩大市场份额，必须进行更强有力的品牌推广和营销推广；公司正在加大营销梯队的建设，并将经销商网络由地级市下沉到县一级，通过营销队伍的专业和深度服务挖掘市场。考虑到公司目前的产品仍以工业用户为主，在目前经济增速下滑的背景下，这种深化营销网络的效果如何有待观察。
- 民用领域仍有待发展：目前公司的主打品牌和主要战场仍然在气雾漆领域，这部分产品的下游客户主要是工业用户如五金，建筑装饰的涂料与辅料等企业，需求受宏观经济影响较大，我们认为公司的气雾漆等工业产品业务在 2009 年会受到一定的压力。公司对于未来发展空间巨大的家居板块的投入将逐渐加大，但目前国内这一领域被庄臣等国内外品牌占据，公司的品牌和营销渠道的建设尚不成熟，因此这一领域的爆发性增长仍有待时日。
- 募投项目有待观察：我们预计募投项目将在 2010 年逐渐投产，但其产能要发挥作用有赖于前期销售渠道和品牌建设的铺垫。
- 盈利预测：预计 08-10 年公司 EPS 分别为 0.42 元，0.40 元和 0.59 元。鉴于公司所处行业的发展前景非常广阔，虽然公司短期有一定经营压力，但公司仍然具有较好的成长潜力，我们暂时给予其增持的评级。
- 风险：下游工业需求在 09 年继续恶化；销售渠道与品牌建设无法取得预期效果；募投项目投产时间大幅延后

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

化工行业分析师
8621-63325888 × 6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

杨云

化工行业分析师
8621-63325888 × 6071
zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 × 6072
wangjing@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (09 年 01 月 20 日)

11.95 元

目标价格 (6 个月)

12.5 元

总股本/A 股 (万股)

8700/8700

A 股市值 (百万元)

1044

国家/地区

中国

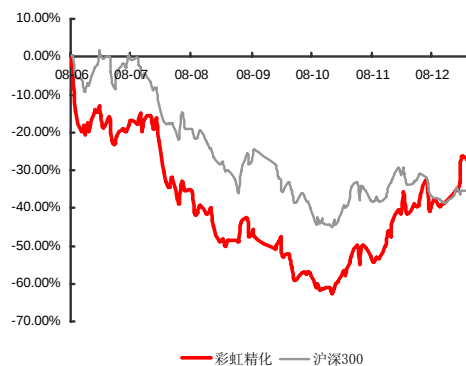
行业

基础化工

报告日期

2009 年 01 月 23 日

股价表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

19.51%

76.53%

-

相对表现 (%)

20.53%

69.18%

-

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	300	311	290	383
同比 (%)	35%	4%	-7%	32%
归属母公司净利润	40	37	35	51
同比 (%)	52%	-9%	-5%	46%
毛利率 (%)	24.0%	20.6%	22.7%	23.5%
ROE (%)	38.1%	9.0%	7.9%	10.4%
每股收益 (元)	0.46	0.42	0.40	0.59
P/E	23.43	25.71	26.96	18.41
P/B	8.93	2.32	2.14	1.92

彩虹精化：行业龙头 品牌与渠道决定其发展速度

公司是我国精细化工行业中的最大的气雾剂制造企业之一，其主要产品涉及环保功能涂料和辅料，环保汽车美容护理和绿色环保家居三大领域；产品丰富，有上千种之多。其中环保功能涂料和辅料（汽雾漆）是公司的主要产品，占全国市场的 19%，位居全国第一；汽车和家居市场占有率相对较小，分别在 10%和 2%，气雾剂的市场综合占有率在 5.2%左右。

表：公司主要产品种类和市场占有率情况

公司主要产品	产能* 万罐	产量* 万罐	市场占有率	主要用途
环保功能涂料与辅料	3500	4495	19%	具有装饰、防腐、防锈、耐高温、隔热、隔音、夜光等功能的气雾漆
环保汽车美容护理	750	984	10%	家具/家私护理、空气净化、清洁清洗三大系列
绿色环保家居	250	334	2%	漆面养护、内饰养护、底盘养护、发动机养护、季节性养护六大系列

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所 *产能和产量为 2007 年的数据

总体来看，公司具有较强的技术优势，一定的品牌优势和逐渐加强的销售网络优势。

气雾剂行业的主要技术核心在于产品的配方，公司在这一研究领域有着较丰富的经验和较强的研究实力，公司承担了多项国家新产品开发计划，推出了多种新型气雾漆产品，如强力锌等，并且以组长单位的身份参与制定了国家气雾漆行业标准。

公司产品也具有一定的品牌优势，其中 7CF、彩虹(图形)、晶琅、可立美四大品牌商标在气雾剂市场认知度和信誉度均占据了较前的位置，尤其是作为母品牌的“7CF”商标于 2006 年初荣膺“中国驰名商标”成为目前气雾漆行业唯一的中国驰名商标。

公司的销售网络比较完善，目前公司的销售以经销商为主，在全国共有 400 多家的直接授权经销商，并且已经进入百安居，沃尔玛等大型超市，产品销售在全国的市场覆盖率超过 85%；未来随着公司经销商网络的扩大和营销工作向县一级城市的下沉，公司的营销网络将更加完善，渠道优势将逐渐加强。

此外公司未来募投项目的投产将有效的解决公司的产能瓶颈，较大的提升公司的生产能力；但其效益将很大程度上依赖于目前的品牌和渠道建设的效果。

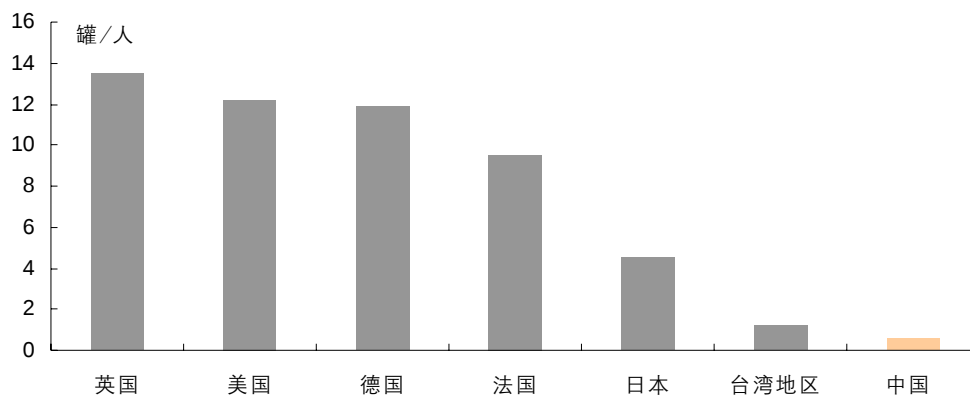
表 2 SWOT 分析

优势	劣势
➤ 技术领先，研发实力较强，产品种类较为丰富，储备配方多 ➤ 品牌具有一定的知名度 ➤ 销售网络较为完善，市场覆盖率较高	➤ 产能有瓶颈 ➤ 目前产品主要面向工业领域，受宏观经济影响仍较大；民用产品进入时间晚，品牌知名度低 ➤ 销售网络的深度和专业化程度不够
机会	威胁
➤ 气雾剂市场发展空间大，民用家居类产品和汽车用品有较强的市场潜力 ➤ 成功上市可以提高企业知名度，募投项目有望解决产能瓶颈和原材料的依赖问题 ➤ 增加销售人员，下沉销售网络至县一级，销售专业化等举措有望加强公司的销售实力	➤ 经济增速放缓将影响公司工业类产品需求 ➤ 市场竞争较为激烈，公司毛利空间可能被压缩 ➤ 民用产品等领域的进入将遇到国内外竞争对手的强大阻力

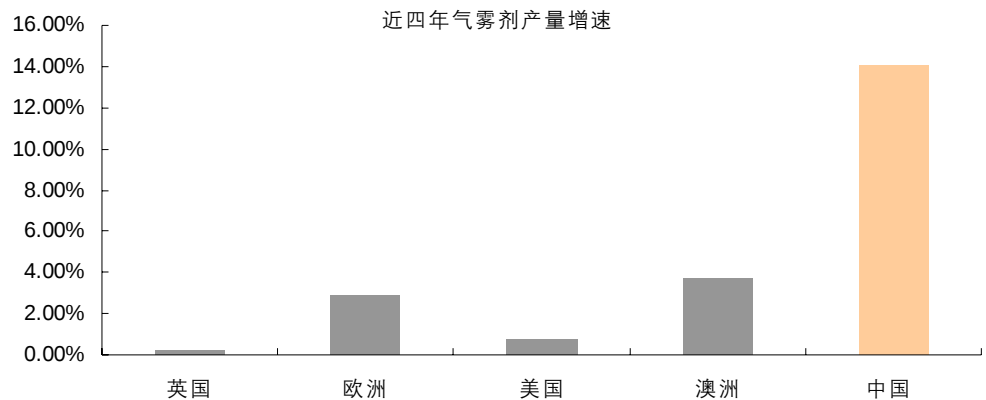
资料来源：东方证券研究所

行业发展空间广阔

我国气雾剂行业起步较晚，80 年代中期我国的气雾剂产量只有 3000 多万罐，但随着我国的经济的迅速增长，人民生活水平的提高，我国气雾剂产量迅速增长，目前产量在 8 亿罐以上，近几年的产量增速明显高于世界其他主要气雾剂生产国的增速；而且目前我国人均气雾剂的消费量远低于世界发达国家的水平，相信随着我国城市化进程的不断深化，我国气雾剂市场的发展空间将非常广阔。

图 1.我国气雾剂消费量低于世界水平


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

图 2. 我国气雾剂产量增速高于世界其他国家


资料来源：公司招股说明书，英国、欧洲、澳洲、美国气雾剂协会，东方证券研究所

工业用产品短期承压 民用产品有待开拓

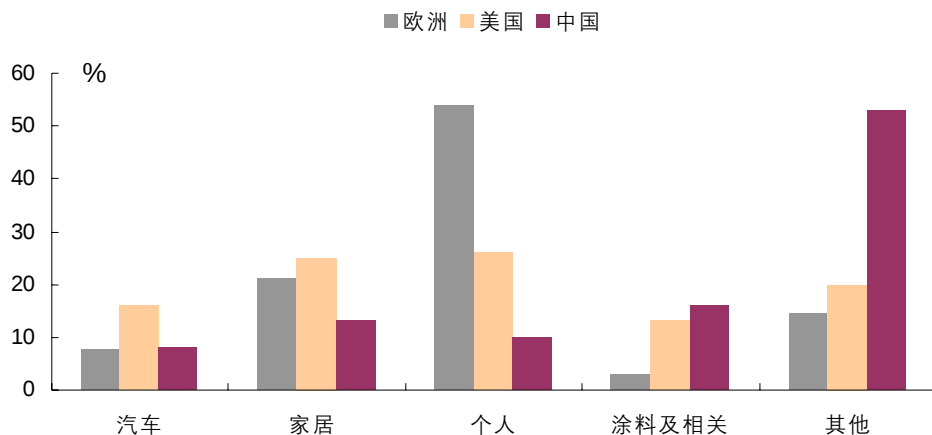
目前公司的产品主要集中在气雾漆产品，其产品毛利额占公司 2007 年毛利的 67% 左右。这部分产品的下游客户主要是工业用户如五金，建筑装饰的涂料与辅料等企业，需求受宏观经济影响较大；虽然一罐气雾剂的价格仅仅是 5 元钱左右，但如果 09 年下游企业的开工率大幅下降，产品的需求量仍然会出现下滑。

此外，虽然公司的马口铁和化工产品等原材料价格均将在 2009 年出现明显的回落，但是由于市场竞争比较充分，即使有一定的品牌溢价也很难使公司充分的享受成本下跌所带来的毛利空间；在整体宏观经济不景气的条件下，公司会采取一定的手段降低产品的价格以维持市场分额。

公司为了进一步的巩固和扩大市场份额，将积极的进行销售网络广度、深度和专业化的建设，但网络的建设和发挥作用预计需要一定的时间。因此我们认为公司的气雾漆等工业产品业务在 2009 年会受到不小的压力，但随着经济的逐渐转暖，公司营销网络的逐渐完善，预计这部分业务将在 2009 年下半年到 2010 年开始好转。

从国际的气雾剂格局来看，家居和汽车用品的市场空间约占全部气雾剂市场的 30-40%，个人用品占 30-50%，而涂料等气雾漆产品一般只占 10% 左右，可见民用（包括个人汽车保养用品）气雾剂的市场空间要大于气雾漆的市场空间。而在我国，家居、汽车和个人用品的市场分额合计不到 30%，市场潜力巨大。

公司的汽车用气雾剂种类较多，有 7 个大类 100 多个品种，具有一定的知名度，近几年销售量快速增长，2007 年销量接近 1000 万罐，是公司的第二大类产品。随着我国汽车保有量的逐渐增大，以及以养代修的习惯的逐渐形成，公司这部分业务的发展前景看好，

图 3. 民用领域发展空间较大


资料来源: 招股说明书, 欧洲气雾剂协会, 东方证券研究所

公司的家居产品的毛利率较高, 但品牌较少, 销售渠道也尚未完全铺开, 在市场上的知名度较小。公司未来将加大在民用领域生产投入和产品宣传,

总体来看, 公司民用品牌 (包括汽车) 的产品种类、品牌知名度都无法与 3M, 上海庄臣等民用品牌相比, 公司的市场分额很难迅速扩大, 但考虑到民用市场发展潜力大, 即使分到一小杯羹, 公司的发展空间也会很大。

表 3. 近三年公司主营产品毛利率情况

占比	2005	2006	2007	2008 中期
环保功能涂料辅料	73.27%	70.04%	71.73%	67.06%
环保汽车美容护理	20.36%	23.68%	21.70%	25.39%
绿色环保家居	6.39%	6.25%	6.48%	7.54%
毛利率	2005	2006	2007	2008 中期
环保功能涂料辅料	17.71%	21.17%	22.34%	22.19%
环保汽车美容护理	23.01%	24.17%	25.38%	25.30%
绿色环保家居	30.27%	33.33%	37.11%	35.64%

资料来源: 招股说明说

品牌与销售渠道的建设是公司发展的关键

公司的产品属于类消费品, 品牌效应对于公司销售的影响较大。目前公司的气雾漆品牌国内知名度较高, 其中 7CF 品牌是全国气雾漆行业唯一的“中国驰名商标”, 该系列产品约占公司总销售额的 20%左右, 是巩固公司气雾漆市场分额的有力保证。

但在民用市场，公司还缺乏可以与 3M 和庄臣等著名品牌相抗衡的实力。这些公司往往在品牌宣传上进行很大的投入，除了母品牌的宣传外，母品牌下还设立了一系列的子品牌系列如庄臣的雷达，威猛先生等等。

未来公司除了在加大品牌宣传的投入、选择适合民用品牌的宣传方式外，还将采用双品牌策略，将知名度高的 7CF 品牌作为母品牌进行宣传，并将其他品牌与之结合，以提高宣传的效果。根据目前公司的产品系列和品牌系列来看，公司的汽车用产品有望较早获得突破，而家居类用品的市场开拓有待时日。

在渠道建设方面，公司力图通过增加销售人员和下沉销售网络的方式来增强销售实力。公司原有 30 人左右的销售队伍，平均每人覆盖不到一个省；2009 年公司将加大营销队伍的建设，增加营销人员，争取覆盖到地级市，并将在县一级的水平精选经销商，扩大经销商的数量。

总体来看，未来公司还将以经销商为主要销售渠道，通过加大销售团队的覆盖力度来加强销售渠道的控制和渗透，逐步扩大市场分额。但营销队伍和网络的建设还需要一定的时间，我们预计在 2010 年才能看到效果。

表 4：公司主要营销渠道

模式	销售金额占比	附注
经销商	58.61%	主要的销售模式；目前是地级市，公司未来将向县级发展
直销	33.49%	主要是出口产品和部分定制的产品
大卖场	4.83%	目前在百安居、沃尔玛等超市，未来将加大销售力度
专营店	3.07%	刚刚开展，公司也在试验该模式的可行性

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

募投项目

公司募投项目扩产很大，将带来两倍以上产能增长，将有效的解决产能不足、原材料自给不够的问题，但是由于目前经济比较疲软，公司也充分意识到产能快速扩张将会带来风险，因此项目的建设将会比较谨慎。

此外，如此大的扩张必然会带来较大的销售压力，因此必须先期进行完善的销售渠道建设和品牌推广，这也是公司加大营销网络建设的主要动机之一。

我们预期公司的募投项目将于 2010 年逐渐投产，其能否发挥效益将取决于整体的经济环境和公司前期的渠道和品牌建设效果。

估值和投资建议

我们预测 2008 年公司受到雪灾、奥运、原材料巨幅波动等多重因素影响，净利润减少约 10%左右；而 2009 年受宏观经济拖累，公司可能通过各种营销方式稳定市场份额，预计业绩有望与 08 年相仿，10 年公司的业绩增长将有赖于经济的复苏和渠道建设的完成。预计 08-10 年公司 EPS 分别为 0.42 元，0.40 元和 0.59 元。

鉴于公司所处行业的发展前景非常广阔，虽然公司短期有一定经营压力，但公司仍然具有较好的成长潜力，我们暂时给予其增持的评级。

风险

下游工业需求在 09 年继续恶化；品牌与渠道建设无法取得预期效果；募投项目投产时间大幅延后。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	144	412	331	281	营业收入	300	311	290	383
现金	78	338	264	192	营业成本	228	247	224	293
应收账款	35	35	33	43	营业税金及附加	1	1	1	1
其它应收款	3	7	5	7	营业费用	13	13	15	16
预付账款	11	12	11	15	管理费用	11	11	11	14
存货	16	20	18	23	财务费用	4	1	-2	-2
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	56	58	168	285	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	34	38	33	150	营业利润	44	37	41	60
无形资产	19	17	15	14	营业外收入	3	6	0	0
其他	3	3	120	121	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	200	470	499	566	利润总额	47	43	41	60
流动负债	95	66	60	76	所得税	7	6	6	9
短期借款	45	0	0	0	净利润	40	37	35	51
应付账款	30	37	34	44	少数股东损益	0	0	0	0
其他	20	29	26	32	归属于母公司净利润	40	37	35	51
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	55	45	46	73
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.46	0.42	0.40	0.59
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	95	66	60	76	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	65	87	87	87	营业收入	34.7%	3.5%	-6.6%	32.0%
资本公积	0	241	241	241	营业利润	57.3%	-15.2%	9.7%	46.4%
留存收益	40	77	112	162	归属于母公司净利润	51.7%	-8.8%	-4.7%	46.4%
归属母公司股东权益	105	404	439	490	获利能力				
负债和股东权益	200	470	499	566	毛利率	24.0%	20.6%	22.7%	23.5%
现金流量表					净利率	13.3%	11.8%	12.0%	13.3%
单位:百万元					ROE	38.1%	9.0%	7.9%	10.4%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	偿债能力				
经营活动现金流	51	51	39	57	资产负债率	47.4%	14.0%	11.9%	13.4%
净利润	40	37	35	51	净负债比率				
折旧摊销	7	7	7	14	流动比率	1.52	6.25	5.56	3.70
财务费用	4	1	-2	-2	速动比率	1.35	5.95	5.26	3.39
投资损失	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-0	7	-1	-6	总资产周转率	1.65	0.93	0.60	0.72
其它	-0	0	-0	0	应收账款周转率	10	9	9	10
投资活动现金流	-13	-8	-115	-130	应付账款周转率	7.88	7.34	6.35	7.55
资本支出	13	8	115	130	每股指标 (元)				
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.46	0.42	0.40	0.59
其他	0	-0	-0	-0	每股经营现金流	0.58	0.59	0.45	0.66
筹资活动现金流	-9	216	2	2	每股净资产	1.21	4.65	5.05	5.63
短期借款	26	-45	0	0	估值比率				
长期借款	-31	0	0	0	P/E	23.43	25.71	26.96	18.41
普通股增加	17	22	0	0	P/B	8.93	2.32	2.14	1.92
资本公积增加	-4	241	0	0	EV/EBITDA	17	20	20	12
其他	-17	-1	2	2					
现金净增加额	28	260	-74	-71					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王晶(博士)：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn