

## 08 年产品板块分化, 09 年力拼营销

分析师: 彭晞彦 邮箱: [pengxiyan@chinastock.com.cn](mailto:pengxiyan@chinastock.com.cn) 电话: 010-66568689

### 1. 事件

近日彩虹精化公布了 2008 年年报, 报告期内公司实现了营业收入 3.0475 亿, 同比增长 1.52%; 营业利润 3693 万元, 同比下降 16.98%; 利润总额 4298 万元, 同比下降 8.21%; 归属母公司净利润 3633 万元, 同比下降 9.29%; 每股收益 0.48, 同比下降 22.59%。分配预案为每 10 股派发现金红利 3 元(含税); 同时以资本公积金实施每 10 股转增 6 股。

### 2. 我们的分析与判断

(1) 08 年经营情况: 受金融危机影响, 产品板块出现分化

**环保功能涂料与辅料板块受危机影响明显:** 2008 年, 受雪灾、地震和奥运禁运, 以及金融危机影响, 公司的总营业收入增速大幅减缓, 其中受影响最为明显的是占 07 年收入 71.81% 的环保功能涂料与辅料板块, 该类产品营收下降了 12%, 在总收入中的占比缩小到 62.25%。

但该产品均价并未下降, 而是进行了 7.57% 的上调, 导致毛利率也出现了 0.24% 的小幅增长。由此可见, 08 年公司气涂料板块的销量大约下降了 18.2%, 收入的缩减基本上都是由销量下降导致的。销量下降的原因主要在于, 目前该类产品的下游企业主要是华南地区的工业企业, 在金融危机中, 该地区大量企业收入锐减, 新建项目数量下降, 对粉刷涂料需求随着下滑, 导致公司涂料收入出现较大幅度收缩。

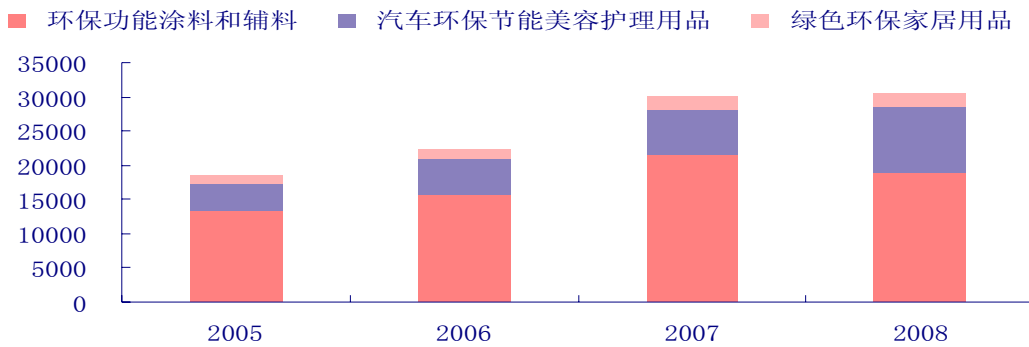
**汽车环保节能美容护理用品板块逆市上扬:** 公司自 2000 进入汽车美容护理用品市场, 06 年以来一直维持 20% 以上的快速发展的势头, 08 年营业收入更是逆市上扬, 实现了 45.63% 的大幅增长。在总收入中的占比从 21.71% 一跃上升至 31.14%, 增长了约 10 个百分点。

08 年该类产品的均价上调了 6.8%, 由此测算销量大约增长了 36.36%。收入上升大部分是由销量上升导致的。销量上升的原因主要是市场需求的快速扩大, 另一方面公司的 OEM 产品凭借过硬的质量低廉的成本在海外市场越来越获得认可, 为 ABRO 等公司生产的贴牌产品收入占比逐年提升, 08 年在日本市场的销售更是实现了 150% 的爆发式增长。但由于成本也相应增长了 48.80%, 故毛利率略降了 1.63 个百分点。

**绿色环保家居用品:** 该板块一直是公司相对薄弱的环节, 但同时也是最具潜力的板块。08 年该类产品实现了销售收入 1015 万元, 较 07 年仅上涨了 3.63%, 与前一年 40.16% 的增速相距甚远。该类产品均价变化很小, 仅上涨了 0.75%, 由此测算出 08 年销量基本持平。

由于该产品与快速消费品非常相似, 主要依靠口碑和品牌知名度以扩大市场, 但公司在终端市场投入的广告宣传等市场推广费用较少, 所以, 虽然公司依靠较强的研发力量开发了“除菌消味剂”、“柠檬百丽珠”和“家私蜡”等一系列新产品, 但产品知名度太低, 在金融危机的背景下, 作为可选消费品, 销量增长就表现得比较乏力。而公司为刺激需求进行了一系列促销活动, 使得产品均价上涨较小, 年初的成本上涨导致该产品毛利下降了 4.25%。

图 1: 各板块收入增长趋势



资料来源: 中国银河证券研究所

## (2) 09 年工作重点: 营销与研发

**销售发力:** 目前公司涂料、汽车用品和家居用品的产能分别为 3500 万罐、750 万罐和 250 万罐。面对金融危机对需求的负面影响,公司并不急于扩张产能,而是将 09 年的工作重点放在涂料和汽车用品的渠道开拓和营销网络建设上,打算在现有产能基础上将公司的市场做大做强。公司新招募了 100 名业务人员,奔赴各县市,在过去地市级营销网络上,力图将渠道下沉到县,在县级单位层面上发展经销商,并帮助原有经销商发展营销网络,填补市场空白,着力发展产品的民用市场,实现从销售商到服务商的转变。由此,预计 09 年公司的销售费用将增长 1000 万左右。

08 年公司海外市场增长了 31.02%, 占总收入 29.84%, 发展十分迅猛, 09 年初仍然维持了快速增长的势头, 有望成为今年的增长极。09 年 1、2 月公司总收入略增约 5%, 预计今年毛利将维持 24%左右的水平, 市场开拓成效尚需观望。

**研发支持:** 公司计划加大水性化产品的研发, 另外公司也将加大非气雾剂产品的开发, 如除醛、杀菌、杀虫等特种功能墙面漆, 并与虹彩丽家专卖店配合销售, 从适应市场需求向引领市场需求转变。

## 3. 投资建议

我们预计公司 09-11 年的每股收益为 0.52 元, 0.58 元和 0.65 元, 市盈率为 27.86, 24.98 和 22.64 倍, 三年的复合增长率为 15.33%。目前价格相对于 WIND 可选消费品行业 35.37 倍的平均 PE 仍有一定的增长空间。考虑到公司渠道建设需要一定的时间周期, 并存在较大的不确定性, 拓展效果仍然有待观望, 故暂时不予评级。

## 4、收入成本预测: 见表 1

表 1: 各产品收入成本预测

|                     | 2006A         | 2007A         | 2008A         | 2009E         | 2010E         | 2011E         |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>环保功能涂料与辅料</b>    |               |               |               |               |               |               |
| 单价                  | 4.51          | 5.02          | 5.40          | 5.45          | 5.75          | 6.04          |
| 产量                  | 3464.27       | 4294.17       | 3512.86       | 3600.00       | 3800.00       | 4200.00       |
| 营业收入                | 15623.84      | 21556.75      | 18969.45      | 19634.40      | 21865.09      | 25375.01      |
| yoy                 | 15.51%        | 37.97%        | -12.00%       | 3.51%         | 11.36%        | 16.05%        |
| 单位成本                | 3.65          | 3.72          | 4.18          | 4.18          | 4.39          | 4.60          |
| 营业成本                | 12297.52      | 16723.73      | 14670.97      | 15034.90      | 16663.68      | 19338.63      |
| 毛利率                 | 21.29%        | 22.42%        | 22.66%        | 23.43%        | 23.79%        | 23.79%        |
| 占比                  | 70.11%        | 71.81%        | 62.25%        | 56.52%        | 51.58%        | 47.77%        |
| <b>汽车环保节能美容护理用品</b> |               |               |               |               |               |               |
| 单价                  | 5.76          | 6.62          | 7.07          | 7.14          | 7.46          | 7.76          |
| 产量                  | 915.60        | 984.37        | 1342.33       | 1745.03       | 2268.53       | 2949.09       |
| 营业收入                | 5273.87       | 6516.50       | 9490.26       | 12460.71      | 16927.88      | 22886.49      |
| yoy                 | 40.38%        | 23.56%        | 45.63%        | 31.30%        | 35.85%        | 35.20%        |
| 单位成本                | 5.02          | 4.94          | 5.39          | 5.39          | 5.66          | 5.88          |
| 营业成本                | 3999.70       | 4860.01       | 7232.53       | 9402.29       | 12834.12      | 17351.73      |
| 毛利率                 | 24.16%        | 25.42%        | 23.79%        | 24.54%        | 24.18%        | 24.18%        |
| 占比                  | 23.67%        | 21.71%        | 31.14%        | 35.87%        | 39.94%        | 43.08%        |
| <b>绿色环保家居用品</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 单价                  | 5.21          | 5.73          | 5.77          | 5.83          | 6.09          | 6.33          |
| 产量                  | 266.34        | 339.43        | 349.30        | 454.09        | 590.32        | 767.41        |
| 营业收入                | 1387.62       | 1944.95       | 2015.46       | 2646.30       | 3595.00       | 4860.44       |
| yoy                 | 17.63%        | 40.16%        | 3.63%         | 31.30%        | 35.85%        | 35.20%        |
| 单位成本                | 3.48          | 3.66          | 3.87          | 3.87          | 4.07          | 4.23          |
| 营业成本                | 930.40        | 1222.79       | 1352.78       | 1758.61       | 2400.50       | 3245.48       |
| 毛利率                 | 32.95%        | 37.13%        | 32.88%        | 33.54%        | 33.23%        | 33.23%        |
| 占比                  | 6.23%         | 6.48%         | 6.61%         | 7.62%         | 8.48%         | 9.15%         |
| <b>合计收入</b>         | <b>22,285</b> | <b>30,018</b> | <b>30,475</b> | <b>34,741</b> | <b>42,388</b> | <b>53,122</b> |
| <b>合计成本</b>         | <b>17,228</b> | <b>22,807</b> | <b>23,256</b> | <b>26,196</b> | <b>31,898</b> | <b>39,936</b> |
| <b>综合毛利率</b>        | <b>22.70%</b> | <b>24.02%</b> | <b>23.69%</b> | <b>24.60%</b> | <b>24.75%</b> | <b>24.82%</b> |

资料来源: 中国银河证券研究所

## 附：气雾剂市场分析

### 1、气雾剂产品：精细化工品中的消费品

**气雾剂产品：**是利用抛射剂的压力将内容物从气雾阀导管及气雾阀喷出的呈雾状、膏状、粉状或泡沫状的产品。由于具有必要时使用必要的量、不受气候和区域限制、使用简单、携带方便、操作安全、功能突出等特点，气雾剂产品广泛应用于国民经济各个行业，已成为发达国家人们日常生活中必不可少的商品。

**分类：**依国际惯例，气雾剂产品主要分为个人用品、汽车用品、家庭用品、涂料、食品、杀虫剂及其他等七大类。大部分类别的产品都属于日常消费品，与居民生活息息相关。

表 1：主要气雾剂分类

| 分类   | 用途                                     |
|------|----------------------------------------|
| 个人用品 | 化妆品：爽肤水、防晒喷雾、摩丝、护发素、香水等<br>衣物保养：皮革光亮剂等 |
| 汽车用品 | 柏油清洗剂、防锈剂、粘胶去除剂、皮革轮胎保护剂、发动机清洗剂等        |
| 家庭用品 | 空气清新剂、不干胶清洗剂、甲醛去除剂等                    |
| 涂料   | 具有装饰、防腐、防锈、耐高温、隔热、隔音、夜光等功能的气雾漆         |
| 杀虫剂  | 杀虫剂、杀蚊剂、杀蟑剂等                           |

资料来源：中国银河证券研究所

图 1：汽车、五金、生活用气雾剂



资料来源：中国银河证券研究所

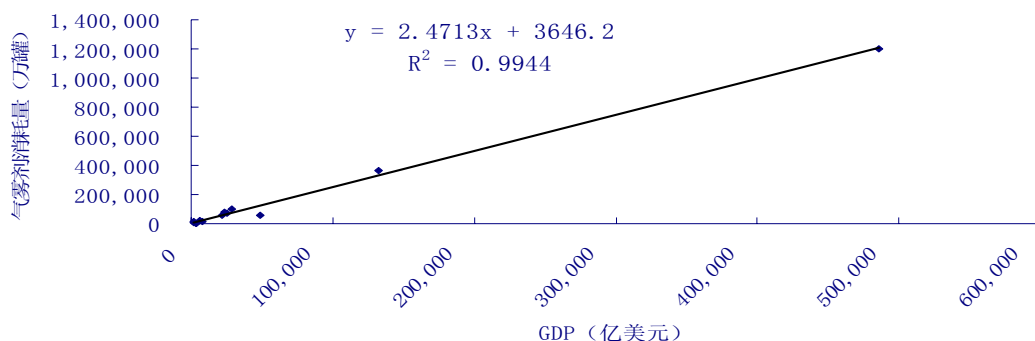
### 2、市场规模决定因素：居民生活水平与生活习惯

气雾剂在 30 年代初起始于挪威。1946 年，美国市场仅有一种杀虫气雾剂，2 年后，增加了室内消毒气雾剂和汽车用气雾剂。随后，国际市场上又不断出现各种医用气雾剂。近年来，由于人们生活品质的提高和需求的不断细分，气雾剂产品的品种越来越多，并进入千家万户，尤其是在欧美国家，气雾剂产品制造业已成为工业与民用的一大产业。

**居民生活水平：**由于气雾剂产品大部分属于消费品类型，主要决定气雾剂市场总体需求的因素是人们的生活水平。从气雾剂的前三大类别来看，个人用品大部分属于化妆品和个人身体护理类，消费主体为市场中收入较高的人群；家庭用品如各种空气清新剂等，是在生活水平达到一定高度后，人们进一步追求健康、舒适生活的产物；而车用气雾剂，更是建立在消费者为有车族的基础上。在美国市场，此三大类别占据了气雾剂市场 69% 的份额，所以该市场需求受居民生活水平影响很大。

图 2 是 2006 年各国气雾剂消耗量和全球总消耗量对各国和全球 GDP 的线性回归图,可以看到二者之间存在着线性正相关关系, GDP 每变动 1 亿美元, 气雾剂消耗量约增长 2.47 万罐。

图 2: 气雾剂消耗量与 GDP 的关系



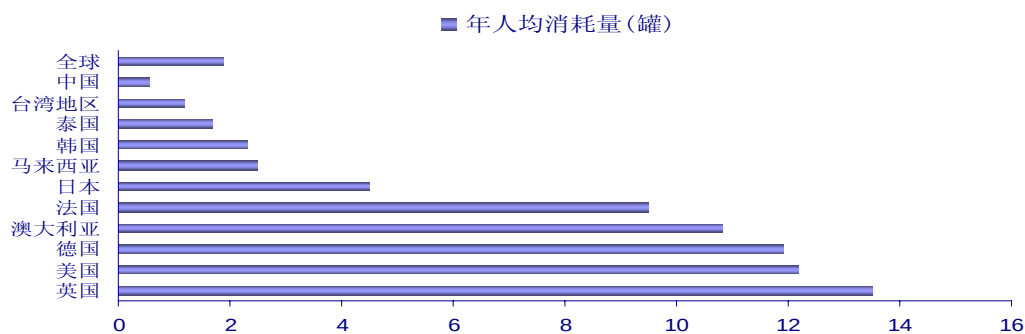
资料来源: 中国银河证券研究所

**居民生活习惯:** 人群的生活习惯也是影响气雾剂需求的重要因素, 相应地解释了生活水平状况难以解释的异常需求部分——如日本的人均 GDP 排名较高, 气雾剂消耗量却不及法德。例如, 欧美人需要大量使用香水去除体味, 亚洲人的需求相应较少; 另外, 由于服务成本太高, 他们热衷于自己动手进行家居装饰、清洗和护理, 以及汽车保养美容, 而在劳动力廉价的中国, 居民还没有形成这种观念与习惯, 所以此方面需求尚未展现。

### 3、国内市场远未发掘, 需求潜力足以抵消经济危机

**国内消费情况:** 国内对化妆品用气雾剂、家庭用气雾剂和车用气雾剂等的消费尚处于起步状态。这是因为, 一方面, 国内人均生活水平与发达国家存在巨大差距; 另一方面, 汽车美容、家私服饰护理、DIY 家居装饰等生活观念尚未在中国普及。从统计数据来看, 2006 年全球人均气雾剂消费量 1.86 罐, 美国人均 12 罐, 英国人均 13.5 罐, 而中国人均消费量仅 0.57 罐, 是美国人均量的 1/25, 居世界主要国家倒数第二位, 具有很大差距。

图 3: 2006 年各国气雾剂年人均消耗量



资料来源: 中国银河证券研究所

**国内需求潜力:** 在目前的金融危机中, 气雾剂产品下游的几大市场成为少数逆市高速成长的市场: 从 07 年开始, 我国化妆品和个人护理品市场维持着 18% 以上扩张, 08 年家具制造业受危机影响下滑了约 6%, 但仍保持了 21.53% 的增速, 而汽车制造业增长即时从高位下滑,

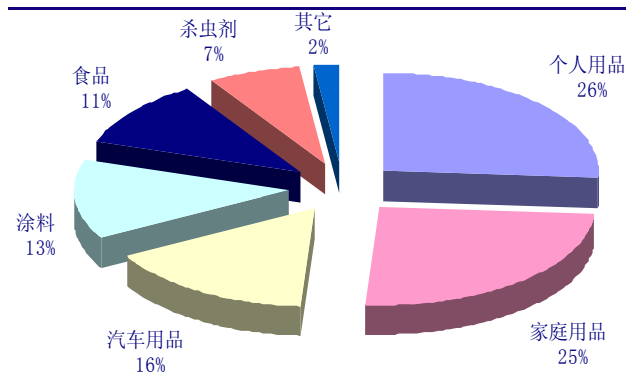


但仍维持了 15.28% 的增长。

随着国内居民的生活水平的提高和生活观念的转变,人们开始追求精致、便捷的生活方式,开始注重家私和汽车的保养,对相关气雾剂的需求也随下游产品的使用而快速增长。根据气雾剂罐制造商国际组织(AEROBAL)公布的数据,2007 年,全球各种气雾剂总产量约 127 亿罐,较 2006 年增长 5.8%,新兴市场及发达国家的生产量和消费量每年都保持 8% 以上的增长速度,2004-2007 年我国气雾剂产量年均增速达 14.7%。

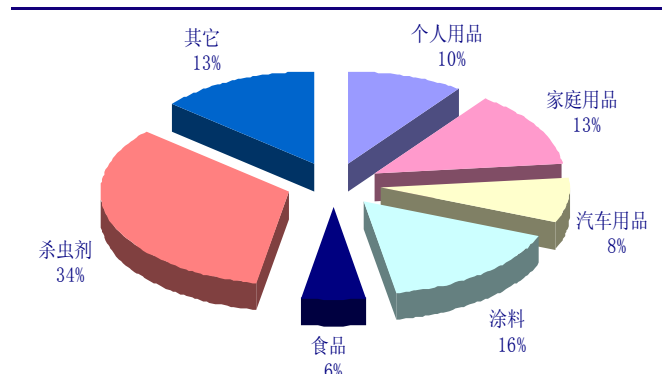
由于我国气雾剂消费市场基数小,人均消费与发达国家差距高达 25 倍,尤其是消费结构尚有巨大的改进空间(图 4、图 5),所以即使处于经济危机时期,需求仍能保持较快速度的增长。目前市场已经处于高速成长期,未来随着居民生活水平的提高和生活观念的进步,市场需求潜力有望迎来爆发时期。

图 4: 美国气雾剂消费构成



资料来源: 公司招股说明书

图 5: 中国气雾剂消费构成



资料来源: 公司招股说明书

## 评级标准

---

**银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**化工行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围（举例）：**

A 股：德美化工（002054.SZ），传化股份（002010.SZ），三友化工（600409.SH），上海家化（600315.SH），沙隆达（000553.SZ），新安股份（600596.SH），红太阳（000525.SZ），中泰化学（002092.SZ）

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究所**

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908