

公司深度研究报告

基础化工

化学制品

彩虹精化(002256)

中性

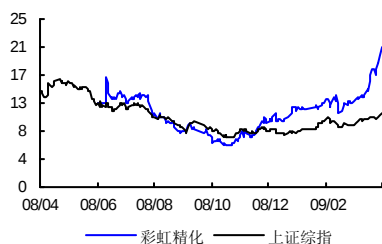
目标价: 19.5 元 前收盘: 19.8 元

2009年05月06日

本报告的独到之处

- 提炼出彩虹化工的三大核心竞争力。
- 深入分析气雾剂行业在经济发展、收入水平提升、市场集中度提高背景下的发展空间特征，同时对气雾漆、汽车用品、家庭用品三大细分领域进行了探讨。
- 运用绝对、相对估值两种方法估算出公司的价值。

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	87/22
流通 B 股/H 股(百万股)	0
总市值/流通市值(百万元)	1722/435.6
流通股比例	25.2%
12 个月最高/最低	6.12/22

相关研究报告:

分析师: 陈爱华
电话: 0755-82133397

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资价值分析

品牌+市场机遇成就公司发展

● 公司具有品牌、研发、销售、和规模化四大优势

公司是我国最大的气雾剂企业之一，核心产品包括气雾漆、汽车用品、家居用品三大领域。公司主导产品商标“7CF”是我国气雾剂行业内唯一的“中国驰名商标”品牌。公司始终坚持自主研发、创新，获得 20 多项专利，并主持和参与制定四项国家和行业标准。公司建立了完善的销售网络。在全国有 400 多家的直接授权经销商，已进入 400 家销售终端。

● 收入水平、消费观念决定气雾剂行业的发展，中国处于起步阶段

从气雾剂行业的市场来看，随着收入水平的提升、消费观念的转变，市场容量将逐步扩大。02-06 年我国气雾剂产量年均增速 14.7%，预计到 2015 年，我国气雾剂产量保守估计将超过 25 亿罐，年均增速达到 25% 以上。中国的气雾剂行业正处于刚刚起步的阶段，未来具有较大的发展空间。

● 行业集中度依托品牌不断提高是气雾剂公司发展的关键

从气雾剂公司的发展来看，品牌是决定公司在这个行业发展的关键，行业集中度的提升都是围绕品牌来形成的。公司在气雾漆、汽车用品领域均具有较好的品牌优势，市场占有率分别为 19%、10%，行业内排列第一、第三位。依托行业的快速发展，公司在品牌优势的带动下将进一步提高市场占有率。

● 风险提示

公司主要原材料为马口铁罐及石化产品，占比达到 75%，因此原材料价格的波动对公司的产品毛利率有一定的影响。

● 合理价值在 18.5~20.5 元/股之间，给予“中性”评级

合理价值为 18.5~20.5 元/股，目前价格合理，基本上反映了公司的基本面和行业的需求状况，我们给予“中性”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	305	313	341	491
(+/-%)	1.5%	2.8%	9.0%	44.0%
净利润(百万元)	36	42	45	67
(+/-%)	-9.3%	15.3%	7.2%	49.8%
每股收益(元)	0.42	0.48	0.52	0.77
EBIT Margin	13.0%	13.0%	12.9%	14.2%
净资产收益率(ROE)	9.3%	9.7%	9.5%	12.6%
市盈率(PE)	45.6	38.1	34.6	22.6
EV/EBITDA	35.5	38.1	34.6	22.6
市净率(PB)	4.2	3.9	3.5	3.1

内容目录

内容目录.....	2
估值与投资评级.....	4
绝对估值法：18.5~21.0 元/股.....	4
相对估值法：16.0~21.0 元/股.....	5
维持“中性”的投资评级.....	5
公司背景：国内气雾剂龙头之一.....	6
公司：国内气雾剂龙头之一.....	6
产品：三大细分领域.....	6
主业：气雾漆为主导，汽车产品快速扩张，毛利率水平稳定.....	6
中国气雾剂行业——市场扩容、结构调整和产业集中带来发展机遇.....	7
气雾剂产品结构、技术特征简介.....	7
世界气雾剂行业情况简介.....	7
中国是世界第四大气雾剂生产国.....	8
经济持续增长——推动气雾剂市场扩容的源动力.....	9
产品结构调整——气雾剂市场的新机遇.....	10
市场集中度提高——推动优势企业快速发展.....	10
公司三大细分市场的需求预测.....	11
气雾漆市场将快速增长——受益于城市化和居民收入提高.....	11
汽车用品气雾剂——汽车工业的发展带来巨大发展空间.....	13
家庭用品气雾剂——居住条件改善和生活节奏加快的必然选择.....	14
彩虹化工的竞争优势：知名品牌、先进技术、完善销售网络.....	15
品牌优势.....	15
技术优势.....	15
销售网络优势——四种方式相结合成为迅速开拓市场的主要动力.....	16
公司发展战略：产能拓展+商业模式拓展.....	17
公司战略之一：做大做强气雾剂产品，2011 年产能 1.55 亿罐.....	17
公司战略之二：全方位的商业营销模式.....	17
财务分析：盈利能力高的行业龙头企业.....	18
盈利能力较高的龙头企业之一.....	18
偿债能力：具备较好长短期债务偿付能力.....	18
运营能力：规模扩张的同时运营能力稳步提升.....	18
风险提示.....	19
盈利预测及估值.....	19
附表 1：财务预测表.....	20
免责声明.....	21

图表目录

表 1: 绝对估值结果	4
表 2: 三阶段模型估值的主要假设	4
表 3: FCFF 估值结果对永续增长率和贴现率的敏感性分析	4
表 4: AVE 估值结果对永续增长率和贴现率的敏感性分析	4
表 5: 行业的市盈率、市净率	5
表 6: PE、PB 估值结果	5
表 7: 彩虹化工气雾剂三大领域主要产品情况	7
图 1: 05-08 年公司主营业务收入构成	7
图 2: 05-08 年公司主营业务利润构成	7
图 3: 04-08 年世界气雾剂产量及预测	8
图 4: 04-08 年中国气雾剂产量及预测	8
表 8: 06 年主要国家人均气雾剂消费数据统计	8
图 5: 90-09 年中国 GDP 及其增长	9
图 6: 06-15 年中国气雾剂市场规模预测	9
图 7: 中国气雾剂城乡消费结构	9
图 8: 中国气雾剂地区消费结构	9
图 9: 06 年中国气雾剂产品消费产品结构比重	10
图 10: 08 年中国气雾剂行业产品消费结构比重	10
表 9: 06 年中国、美国气雾剂产品分类数据统计	10
图 11: 中国气雾剂行业前五大企业的市场份额	11
图 12: 中国气雾剂行业主要厂商市场份额统计	11
图 13: 94-09 年中国城镇居民可支配收入	12
图 14: 06-15 年中国气雾漆市场需求预测	12
表 10: 06 年中国气雾漆市场前五大企业	12
图 15: 05-10 年中国汽车后市场规模、养护规模预测	14
图 16: 06 年中国汽车后市场的结构比重	14
图 17: 国内外汽车市场销售额中各环节的比重对照	14
图 18: 06-15 年中国汽车用品气雾剂的市场预测	14
表 11: 06 年中国汽车用品气雾剂市场前五大企业	14
表 12: 06-15 年中国气雾剂及三大细分领域市场预测 / 亿罐	15
图 19: 05-07 年彩虹化工四种销售方式的收入比重	17
图 20: 07 年彩虹化工四种销售模式的收入比重	17
图 21: 05-07 年公司经营业绩及其增长率 万元, %	18
图 22: 05-07 年公司产品价格和成本	18
表 13: 公司主要产品的毛利率、净利率数据和其他各项指标	19
国信证券投资评级:	21

估值与投资评级

绝对估值法：18.5~21.0 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。主要的估值假设见表 1。我们认为受金融危机的影响，公司在 2011 年才能获得快速发展。

根据不同方法得到的估值结果及其相应的敏感性分析，我们认为公司绝对估值的价值区间应该为：18.5 - 21.0 元。

使用 FCFF、EVA、FCFE 和 APV 四种方法对公司价值进行估计，得到公司的每股价值分别为 18.95 元、18.61 元、17.30 元和 24.36 元。

表 1：绝对估值结果

	FCFF	EVA	FCFE	APV
每股价值（元）	18.95	18.61	17.30	24.36
股权资本成本	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
永续增长率	2%	2%	2%	2%

资料来源：国信证券经济研究所

三阶段模型的主要假设如下表：

表 2：三阶段模型估值的主要假设

	2007	2008	2009	2010	2011
销售收入增长率	34.7%	1.5%	2.8%	4.2%	48.5%
销货成本 / 销售收入	74.7%	74.3%	74.8%	74.7%	74.7%
管理费用 / 销售收入	2.8%	3.8%	4.3%	4.3%	3.9%
销售费用 / 销售收入	4.3%	6.0%	6.5%	6.4%	5.6%
所得税税率	14.5%	15.5%	15.1%	15.1%	15.1%

资料来源：国信证券经济研究所

绝对估值的敏感性分析（TV&FCFF）：

表 3：FCFF 估值结果对永续增长率和贴现率的敏感性分析

		贴现率				
永续增长率	18.95	10.5%	11.0%	11.48%	12.0%	12.5%
	3.5%	24.51	22.66	21.04	19.63	18.38
	3.0%	23.42	21.74	20.26	18.96	17.81
	2.5%	22.46	20.92	19.57	18.37	17.29
	2.0%	21.62	20.20	18.95	17.83	16.83
	1.5%	20.87	19.56	18.39	17.35	16.40
	1.0%	20.19	18.98	17.89	16.91	16.02
	0.5%	19.59	18.45	17.43	16.51	15.67

资料来源：国信证券经济研究所

绝对估值的敏感性分析（TV&FCFE）

表 4：AVE 估值结果对永续增长率和贴现率的敏感性分析

		贴现率				
永续增长率	24.36	10.5%	11.0%	11.48%	12.0%	12.5%
	3.5%	28.37	26.71	25.29	24.06	22.99
	3.0%	27.64	26.16	24.88	23.77	22.79
	2.5%	27.07	25.74	24.58	23.56	22.67
	2.0%	26.64	25.42	24.36	23.43	22.61
	1.5%	26.31	25.20	24.23	23.37	22.61

1.0%	26.08	25.07	24.17	23.38	22.67
0.5%	25.94	25.01	24.18	23.44	22.78

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：16.0-21.0 元/股

使用PE和PB两种方法对公司价值进行估计,得到公司的相对价值的合理区间为16.0—21.0元。

考虑到气雾剂行业国内目前没有上市公司,我们采用A股市场上WIND行业划分里精细化工行业、化工行业的平均市盈率、市净率来对彩虹化工进行相对估值。

09年,精细化工行业平均PE为27倍、化工行业的平均PE为28倍;精细化工行业平均PB为4.8倍、化工行业的平均PB为4.0倍;根据我们对彩虹化工的盈利分析,我们认为公司09-11年对应的EPS分别为0.48元、0.52元、0.77元。09-11年的NAVPS为4.94元、5.42元、6.13元。我们认为公司相对估值的合理区间为:16.0-21.0元。

表 5: 行业的市盈率、市净率

代码	09PE	10PE	11PE	PB	09PEG	10PEG
精细化工行业平均	26.8	23.1	19.7	4.8	0.7	0.6
化工行业平均	28.1	20.3	16.9	4.0	0.7	0.7
平均值	27.4	21.7	18.3	4.4	0.7	0.7

数据来源: Bloomberg资讯, 国信证券经济研究所

表 6: PE、PB 估值结果

	每股收益	精细化工行业PE法股价	化工行业PE法股价	每股净资产	PB法股价
09年	0.48	12.8	13.5	4.94	21.9
10年	0.52	13.9	14.6	5.42	24.0
合理价位区间		13.0-15.0			22.0-24.0

资料来源: 国信证券经济研究所

给予“中性”的投资评级

综合绝对估值和相对估值的结果,公司合理价值为18.5-20.5元/股,价值中枢为19.5元/股。我们认为公司目前的股价合理,未来股价的主要风险在于业绩的低预期,我们给予公司“中性”的投资评级。

公司背景：国内气雾剂龙头之一

公司：国内气雾剂龙头之一

公司是国内最大的气雾剂生产企业之一，08 年产能为 4500 万罐。公司在技术研发、品牌培育、销售网络方面具有较大优势。

深圳市彩虹精细化工股份有限公司主要从事气雾剂产品的生产和销售。主要产品包括环保功能涂料与辅料（以下简称气雾漆）、环保节能汽车美容护理用品（以下简称汽车用品）、绿色环保家居用品（以下简称家居用品）三大领域。2008 年，公司气雾剂产能 4500 万罐，其中气雾漆 3500 万罐、汽车用品 750 万罐、家居用品 250 万罐。是国内前五大气雾剂生产企业之一。

公司始终坚持自主研发、自主创新，在气雾漆等很多领域的研发上处于行业领先地位。公司在行业内具有较高的知名度和较强的品牌优势。商标“7CF”是目前我国气雾漆行业内唯一的“中国驰名商标”；“可立美”为“广东省著名商标”。同时公司建立了完善的销售网络，在全国有 400 多家直接授权经销商，进入了 400 家销售终端，建立了 20 多家专营店。

产品：三大细分领域

公司在气雾漆、汽车用品、家居用品三大领域的市场占有率分别为 19%、10%、2%。气雾漆细分市场居国内第一，汽车用品细分市场居国内第三。

公司设立后主要生产气雾漆，是国内最早进行气雾漆产品研发生产的企业之一，经过十多年的发展，市场占有率超过 19%，居国内同行第一，已成为气雾漆细分市场规模最大的企业。

2000 年后，公司利用人才技术、品牌、销售网络优势，发展同心多元化细分市场战略，在巩固和强化气雾漆市场领导地位的同时，向汽车用品气雾剂、家庭用品气雾剂拓展，走气雾剂领域专业化、产品技术差异化、生产制造规模化道路。

虽然进入较晚，在汽车用品细分市场，市场占有率接近 10%，已经成长为该领域的领先者，行业排名第三位；在家居用品市场，市场占有率目前约为 2%。

主业：气雾漆为主导，汽车产品快速扩张，毛利率水平稳定

公司气雾剂收入、利润增长较快，05-08 年，年均复合增长分别为 18%、26%；其中汽车产品业务快速增长为公司发展的亮点。毛利率水平逐年提升，08 年达到 24%。

公司主要经营气雾剂产品。近几年主营业务收入、主营业务利润快速增长。05-08 年，公司主营业务收入从 1.85 亿元提高到 3.0 亿元，年均增长为 18.2%。主营业务利润从 0.36 亿元提高到 0.72 亿元，年均增长为 25.7%。

公司拥有三大主要产品系列。其中气雾漆为主导产品，占主营业务收入的比重较大，约 70%，占主营业务利润的比重较大，约 65%。

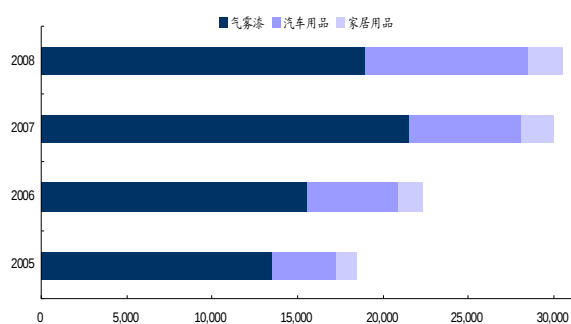
其中汽车产品为快速发展的业务，08 年汽车产品业务收入同比增长 46%，占主营业务收入的比重上升 10 个百分点，主营业务利润同比增长 36%，占主营业务利润的比重上升 8 个百分点。汽车产品业务的快速发展，推动公司业绩更加稳定的增长。

公司气雾剂综合毛利率保持在 20%以上，受益于新投产的汽车用品、家庭用品生产线的高毛利率，综合毛利率水平逐年上升。05-08 年，综合毛利率从 20%提高到 24%。

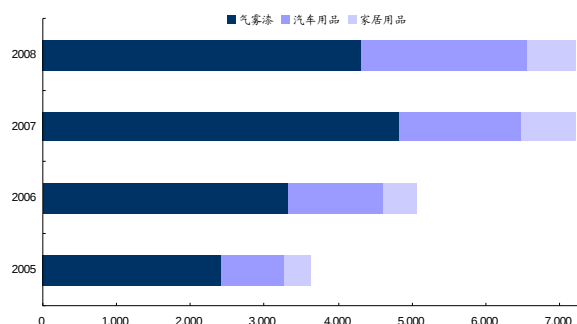
表 7: 彩虹化工气雾剂三大领域主要产品情况

	产品类别	市场占有率	主要产品系列
1	环保功能涂料及辅料	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
2	环保节能汽车美容护理用品	10%	漆面养护、内饰养护、底盘养护、发动机养护、轮胎养护、季节性养护六大系列
3	绿色环保家居用品	2%	家具/家私护理、空气净化、清洁清洗三大系列

资料来源: 国信证券经济研究所

图 1: 05-08 年公司主营业务收入构成


资料来源: 国信证券经济研究所

图 2: 05-08 年公司主营业务利润构成


资料来源: 国信证券经济研究所

中国气雾剂行业——市场扩容、结构调整和产业集群带来发展机遇

我国经济的高速发展将带动气雾剂行业的市场扩容;同时产业集中度提高将带给优质企业更多的发展空间。

气雾剂产品结构、技术特征简介

气雾剂产品是由气雾罐、气雾阀、内容物、抛射剂四部分组成,不同的内容物形成不同的气雾剂产品。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,广泛应用于国民经济各个行业。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;目前共有 2,000 多个品种。

气雾剂行业属于精细化工行业。由于气雾剂产品种类多,生产工艺复杂多变,生产工艺的控制水平直接决定产品的质量。对原材料的投放的时机、顺序、混合调配时间、温度、速度、原材料的预处理及每一工艺达到的效果等技术参数要求严格。从某种程度上讲,生产工艺本身已经成了技术的一部分。另外环保性、高科技、更新换代等要求技术不断更新。于是研发能力成为公司行业地位的关键因素。

世界气雾剂行业情况简介

根据铝气雾剂罐制造商国际组织(AEROBAL)公布的数据,2006 年,全球各种气雾剂总产量约 120 亿罐,比 2005 年增长 25%;其中铝制气雾剂罐比重约 40%,达到 48 亿罐,比 2005 年增长 6.3%。

2006 年全球气雾剂人均消费量为 1.86 罐, 主要的气雾剂消费国有美国、英国、法国、德国、澳大利亚等, 人均消费量达到 10 罐以上。其中英国人均消费 13.5 罐、美国人均消费 12.2 罐, 德国人均消费 11.9 罐, 远高于世界平均水平。

随着全球经济的发展, 以及人们对于方便性、科技性、环保性要求的提高, 气雾剂行业具有较大的市场容量和发展空间。预计气雾剂的生产量和消费量每年都保持 8% 以上的增长速度。

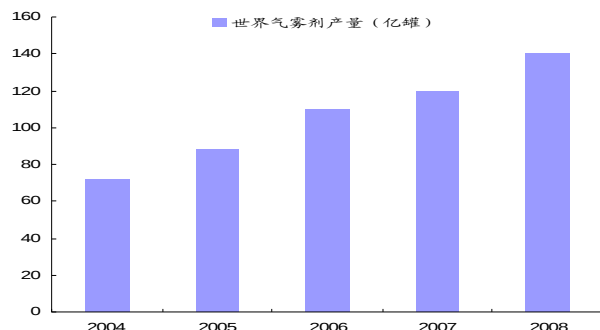
中国是世界第四大气雾剂生产国

中国经济的高速运行促进了气雾剂行业的蓬勃发展。通过 20 年的学习、引进、吸收、消化以及国际合作, 中国已初步形成了从制罐、制阀到配方开发、灌装、质量保证等配套齐全的气雾剂工业。气雾剂产量从 80 年代中期的约 3000 万罐增加到 2000 年的约 5.6 亿罐, 15 年间增长了 18 倍多。2006 年总产量到达 8 亿罐, 占世界总产量的 5%, 居世界第四位。

从中国气雾剂人均消费量来看, 2006 年仅为 0.57 罐, 居世界倒数第二位。仅为英国、美国人均消费量的 1/25, 远低于世界平均水平 1.86 罐, 与国际消费水平具有较大的差距。

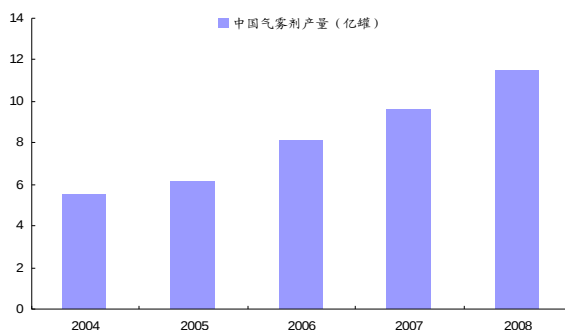
中国气雾剂的人均消费数据表明气雾剂产品在中国有着巨大的市场潜力, 对国内外气雾剂企业都是极好的机遇。许多著名的国外企业、国内大小 1000 家气雾剂企业 (较具规模的 40 多家), 都参与到这个行业的竞争中。

图 3: 04-08 年世界气雾剂产量及预测



资料来源: 中国行业研究网, 国信证券经济研究所

图 4: 04-08 年中国气雾剂产量及预测



资料来源: 中国行业研究网, 国信证券经济研究所

表 8: 06 年主要国家人均气雾剂消费数据统计

	国家	年人均消耗量(罐)
1	英国	13.5
2	美国	12.2
3	德国	11.9
4	澳大利亚	10.8
5	法国	9.5
6	日本	4.5
7	马来西亚	2.5
8	韩国	2.3
9	泰国	1.7
10	台湾地区	1.2
11	中国	0.57
12	全球人均消费	1.86

资料来源: 中国行业研究网, 国信证券经济研究所

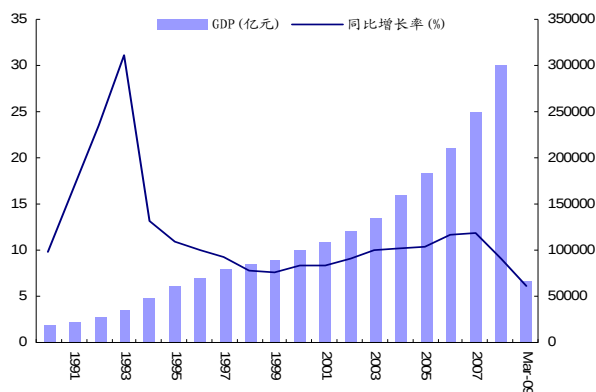
经济持续增长——推动气雾剂市场扩容的源动力

从国外气雾剂行业的发展历程来看，经济增长对行业的发展起到重要的支撑左右。95-08年，我国GDP年均增速保持在10%左右。经济的快速增长使得居民收入、消费水平、消费结构都得到提升。气雾剂产品作为一种环保、便捷、健康的消费产品，在消费水平、消费结构提升的过程中，将直接受到更多的关注和消费。

中国的气雾剂产量从80年代中期的大约3,000万罐增加到2006年的约8亿罐，20年间增长了26倍多，增长速度非常快。随着对气雾剂认识的加深，未来气雾剂市场的增长速度将加快。预计到2015年，我国气雾剂产量估计将超过25亿罐，这一预测数据表明气雾剂产品在中国有着巨大的市场潜力。

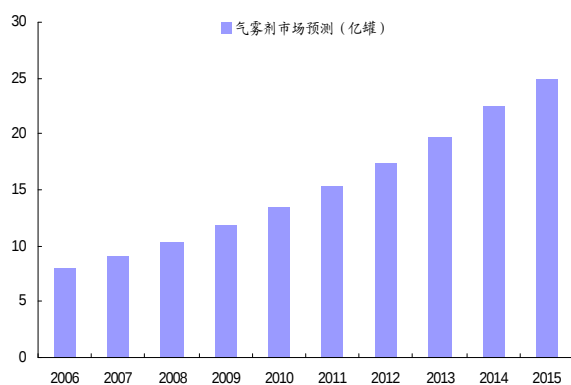
从气雾剂人均消费量来看，2006年全球人均消费量为1.86罐/年，中国人均消费量仅约0.57罐/年。预计未来10年，我国GDP年均增速仍将保持7%左右的水平。较高的经济增长预期、居民收入水平的提高、消费结构的提升都将进一步促进气雾剂产品的消费。我们预计，2015年中国气雾剂年人均消费水平能够达到现在的全球平均水平1.86罐/年，那么中国气雾剂市场增长的空间为18亿罐，相当于中国现有消费量的2.25倍，市场空间是巨大的。

图 5: 90-09 年中国 GDP 及其增长



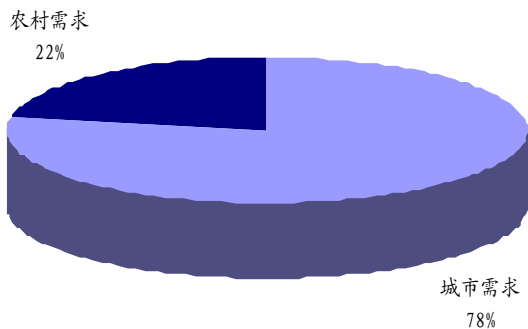
资料来源：中国行业研究网，国信证券经济研究所

图 6: 06-15 年中国气雾剂市场规模预测



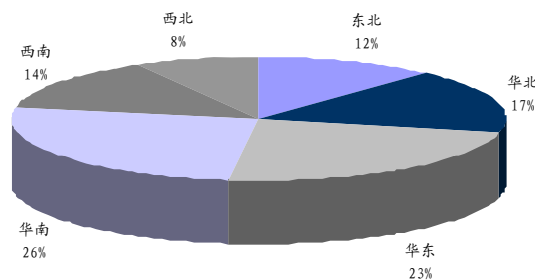
资料来源：中国行业研究网，国信证券经济研究所

图 7: 中国气雾剂城乡消费结构



资料来源：中国行业研究网，国信证券经济研究所

图 8: 中国气雾剂地区消费结构



资料来源：中国行业研究网，国信证券经济研究所

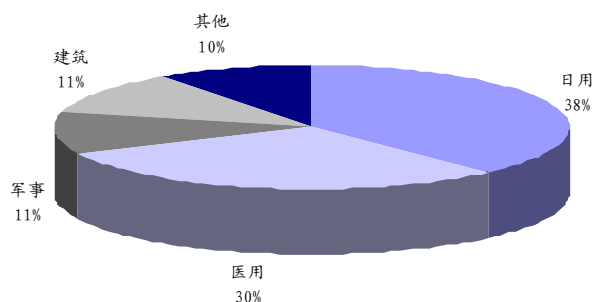
产品结构调整——气雾剂市场的新机遇。

我国气雾剂市场上杀虫剂的占比较高。2000 年时我国气雾剂中杀虫剂占 44%，2007 年这一比例下降到 34%。比较来看，国外发达国家杀虫剂的比例一般为 20%，国内外的气雾剂市场结构存在较大差异。随着中国经济发展、收入水平提高，家居用品、汽车用品等气雾剂领域的占比将会提高，替代杀虫剂的比例。

按气雾剂的产品分类，我国接近 34%的气雾剂产品为杀虫剂，个人用品、家庭用品、食品三项合计 29%，汽车用品、油漆及其它占到 37%。而在美国，个人与家庭用品上超过一半，汽车用品占比达到 16%。如果我们的产品结构调整能够顺利实现，汽车用品、家庭用品气雾剂的市场将十分巨大。

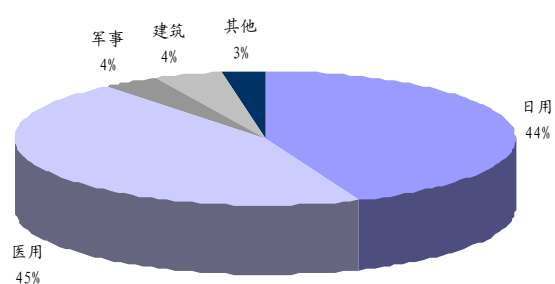
从我国气雾剂产品的进出口结构来看，国内市场的汽车用品、家庭用品气雾剂的市场空间也是很广阔的。进口气雾剂的产品中：医药占比 46%、汽车家庭用品及其他占比 34%。出口气雾剂产品中：气雾漆产品占比 41%，杀虫剂占 15%。随着国内气雾剂企业技术水平的提升，这种进口替代得市场也是很巨大的。

图 9：06 年中国气雾剂产品消费产品结构比重



资料来源：中国行业研究网，国信证券经济研究所

图 10：08 年中国气雾剂行业产品消费结构比重



资料来源：中国行业研究网，国信证券经济研究所

表 9：06 年中国、美国气雾剂产品分类数据统计

种类		所占百分比(%)	
		美国	中国
1	个人用品	26	10.06
2	家庭用品	25	13.16
3	汽车用品	16	7.93
4	涂料	13	16.00
5	食品	11	5.56
6	杀虫剂	7	33.81
7	其它	2	13.48

资料来源：中国行业研究网，国信证券经济研究所

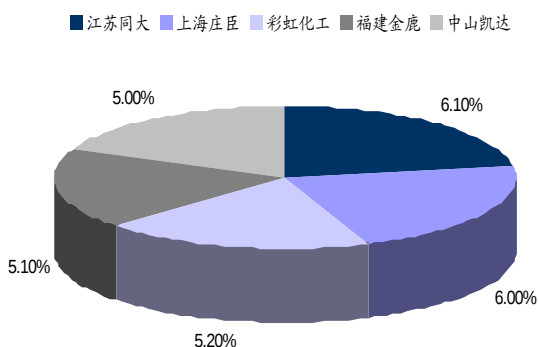
市场集中度提高——推动优势企业快速发展

目前我国大小气雾剂企业近 1,000 家，规模较大的生产厂家极少，产业集中度不高。2006 年，我国前五大气雾剂生产企业总的市场份额仅为 27.4%，而排名第一的江苏同大市场份额仅为 6.1%，行业集中度很低。在出台《“十一五”化学工业科技发展纲要》产业政策、加入《蒙特利尔协议》等因素的推动下，规模小、技术落后、污染严重、高耗能的气雾剂企业将迅速被淘汰，市场集中度提高将成为一种必然。

技术优势将支撑优势公司在行业集中度不断提高中获益更多。中国气雾剂行业在行业集中度低的前提下，存在研发投入不足、创新能力弱、技术含量低等现象。如果仅仅采用跟随国外发展进程的策略，必将制约中国气雾剂行业的发展。气雾剂行业是完全市场化的行业，行业技术水平的提高主要依靠行业内龙头企业对研发和设备的投入。龙头企业凭借技术先发优势，将在竞争中将获得更多的现有、新兴市场份额，既推动了行业集中度的提高，又提升了自己的行业地位。

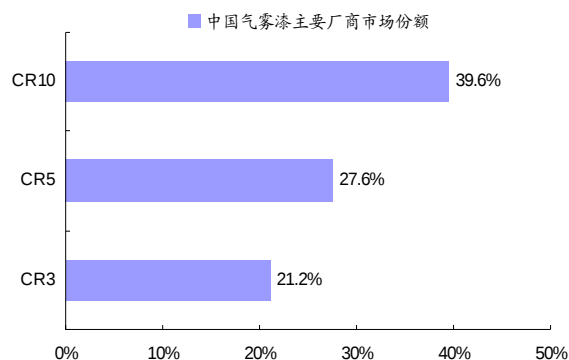
品牌优势支撑优势公司在行业集中度不断提高中获益更多。气雾剂产品种类众多，每个国家气雾剂生产商都很多。美国、英国、日本等主要气雾剂消费国都有接近 1,000 家生产商。但是作为一种消费品，在主要领域的产业集中度仍非常高，品牌是消费者选择的主要依据。例如：美国阿波罗气雾漆在美国市场占有率超过 50%，是全球气雾漆市场的第一品牌；日本大造气雾剂公司生产的大造牌杀虫剂始终是该领域的国际第一品牌；美国庄臣生产的碧丽珠气雾蜡、美国吉列牌剃须膏、美国 NI 防锈润剂、美国 3M 生产的气雾胶等都为国际第一品牌。在气雾剂行业集中度提高的过程中，品牌引导消费在国内也将成为一种必然。优势企业将依托品牌优势获得更多的现有、新兴市场份额。

图 11：中国气雾剂行业前五大企业的市场份额



资料来源：中国行业研究网，国信证券经济研究所

图 12：中国气雾剂行业主要厂商市场份额统计



资料来源：国信证券经济研究所

公司三大细分市场的需求预测

气雾剂行业在经济快速发展、居民收入水平提升、消费结构调整的背景下，具有较大的市场拓展空间。预测 2015 年，气雾剂行业的市场总规模将达 25 亿罐。公司气雾剂产品包括气雾漆、汽车用品和家庭用品三大领域，我们将从市场细分的角度来对三大产品的市场需求做出分析和预测。

气雾漆市场将快速增长——受益于城市化和居民收入提高

随着我国城市化进程的不断推进，城市居住面积增长，涂料市场需求将快速增长。据统计，2006 年我国涂料需求同比增长 24.9%，气雾漆的增速约 20%。近两年我国固定资产投资始终保持 30% 左右的增长速度，固定资产投资的加大，机械设备、装备等固定资产的维护、保养费用将加大，也将促进气雾漆养护用品的需求增加。

受益于城市化、居民收入提高，我国气雾漆市场将快速增长。预计 2015 年，气雾漆细分市场的容量达到 4 亿罐，年均增长约 22%。

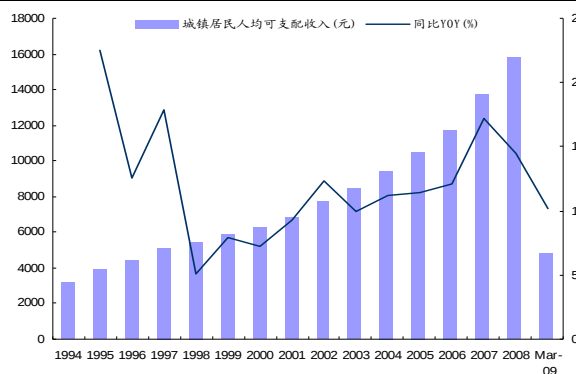
气雾漆主要产品超过 100 种，市场规模呈逐年扩大。2006 年，全球各种气雾漆总产量约 17 亿罐，预计到 2010 年，全球气雾漆的需求量将超过 26 亿罐，市场前景广阔。2006 年气雾漆市场规模约 1.3 亿罐，占气雾剂市场的比例为 16%。2007 年中国气雾漆需求量为 1.45 亿罐，同比增长 12%。预计，2010 年中国气雾漆需求量约为 2.3 亿罐，年均增长约 20%；2015 年气雾漆需求量约 4 亿罐，年均增长约 22%。

气雾漆市场的竞争情况

国内气雾漆市场经过多年的发展，基本形成了“国内品牌为主、国外品牌为辅”的市场格局。国外品牌主要集中在高端市场，如汽车漆面修补等方面。国内气雾漆企业以抢占周边局部区域市场为主。国内气雾漆市场占有率达到 5% 以上的企业有彩虹化工、广州保赐利、中山大田、中山三和、广东莱雅等生产厂家，区域性品牌，如迈克、映山红、车道、仕家宝等主要以局部市场发展为主。

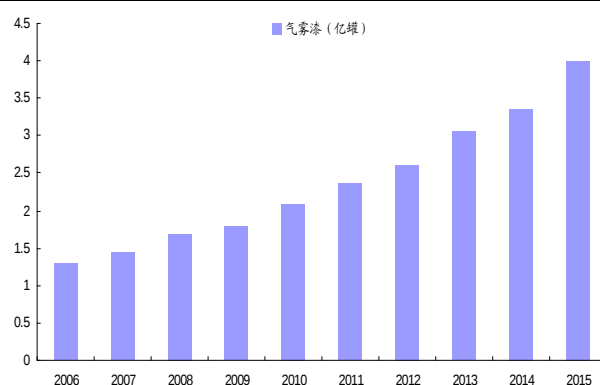
公司是我国最早进行气雾漆生产的企业之一，是《气雾漆》行业标准制定的组长单位，拥有气雾漆行业唯一的“中国驰名商标”。公司在气雾漆行业目前市场占有率为 19%，行业排名第一，在气雾漆市场具有较高的知名度和影响力。公司主营业务收入 72%、主营业务利润 67% 来源于气雾漆细分市场。

图 13: 94-09 年中国城镇居民可支配收入



资料来源: WIND 资讯, 国信证券经济研究所

图 14: 06-15 年中国气雾漆市场需求预测



资料来源: 国信证券经济研究所

表 10: 06 年中国气雾漆市场前五大企业

公司名称	市场占有率	业务特点
深圳市彩虹精细化工股份有限公司	19%	实行高、中、低端产品配合发展的策略，各档次产品均实现和谐发展，具有较高的行业品牌知名度，“7CF”为气雾漆市场唯一的“中国驰名商标”。
广州保赐利化工有限公司	11%	主要以低端产品为主，运用价格手段竞争，行业知名度相对较高。
中山市大田实业有限公司	8%	行业知名度相对较高，主要以低端产品为主，低端产品低价格策略，采取低价跟随策略或灵活的铺货结款策略抢占市场份额。
中山市三和气雾剂有限公司	6%	产品高中低端相结合发展，主要侧重于追求中低产品的发展，市场网络广、客户忠诚度较高。近年经营重心逐步在向涂料转型，气雾漆产品主要以巩固与维护现有市场为主。
广东莱雅化工股份有限公司	5%	产品主要以“为国内外厂家加工为主，国内自身网络销售为辅”。
合计	49%	--

资料来源: 国信证券经济研究所

汽车用品气雾剂——汽车工业的发展带来巨大发展空间

汽车工业的快速发展——汽车用品气雾剂市场扩大的源动力

中国汽车行业的发展将带动汽车养护市场的扩大,从而给汽车用品气雾剂市场带来巨大的发展空间。预计到2015年,汽车用品的市场容量约3.55亿罐,年均增长达到47%。

按照“十一五”规划,中国汽车市场体系的建设将进一步加快,汽车产量、需求量和保有量将继续增长。2007年,我国汽车产量为888万辆,同比增长22%,产量居世界第三位。预计2010年,汽车总产量将达到1200万辆,年均增长12%。2007年,我国汽车销量为879万辆,同比增长22%。2007年,汽车保有量为4465万辆,同比增长25%。预计2010年,汽车保有量可能达到6,650-8,431万辆之间,年均增长20%左右。

随着我国汽车工业的发展、汽车保有量的上升,汽车美容开始被广大有车族所接受。目前,在国外成熟的汽车市场销售额中,汽车服务占比33%,国内汽车服务的比重仅为12%,我国汽车美容服务市场还有很大的上升空间。据国务院发展研究中心分析统计,2005年中国汽车后市场约800亿元规模,2006年达到950亿元,其中汽车养护用品占14%,约133亿元,预计10年汽车后市场的养护市场可分别达到150亿元、200亿元,年均增长约12.5%。

汽车用品气雾剂市场容量预测

根据《气雾剂行业研究报告》数据,2006年我国汽车美容护理气雾剂占气雾剂产品的比例约7.93%,而在美国这一比例达到了16%。以16%的水平测算,到2015年,汽车用气雾剂将达到4亿罐,市场潜力巨大。从另一角度测算,以汽车清洁上光护理用品为例,每辆车每年护理大约用3-5罐,那么到2010年,仅此产品每年的用量就将超过2亿罐。因此,汽车护理用品气雾剂的市场容量巨大。

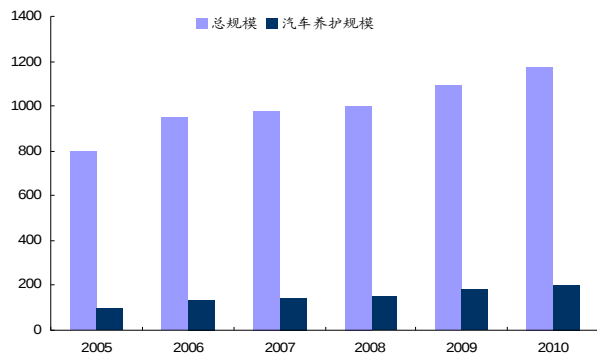
2007年中国汽车用品气雾剂需求量为0.75亿罐,同比增长25%。预计2010年中国汽车用品气雾剂需求量约为1.4亿罐,年均增长约29%;2015年汽车用品气雾剂需求量将达到3.55亿罐,年均增长约47%。

汽车用品气雾剂市场的竞争情况

我国汽车用品气雾剂市场处于发展的初级阶段,生产厂家众多。目前,国外品牌凭借技术研发优势、品牌知名度及资金实力占据了主要的高端市场,以“3M”、“威臣”品牌为主要代表;国内企业依靠成本低、市场网络广的优势,主要集中在中低端市场竞争。近几年,以彩虹化工、广州保赐利为代表的国内龙头企业在研发能力提高、产品线丰富及生产规模扩大的带动下,逐步进入高端市场。中国汽车用品气雾剂市场前景广阔,市场将逐步形成以服务先行、产品在后的营销模式,市场竞争格局将逐步进入几家国内外企业为主的寡头竞争阶段。

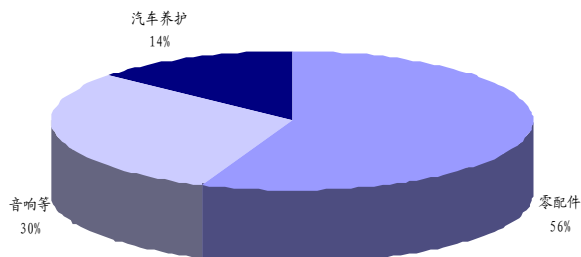
公司2000年抓住我国汽车工业发展的大趋势,依托气雾剂制造行业成熟经验优势,进入汽车美容护理用品细分市场,公司在国内竞争厂家中率先采用“卖产品”与“卖服务”并行的商业模式,2007年开始探索在全国建立“捷美健康汽车美容养护中心”。由于公司具备技术、品牌、商业模式等行业内的竞争优势,2006年,公司在国内汽车气雾剂市场的占有率已经超过10%,处于行业第三,逐步形成并稳固了公司在汽车气雾剂市场的领导地位。

图 15: 05-10 年中国汽车后市场规模、养护规模预测



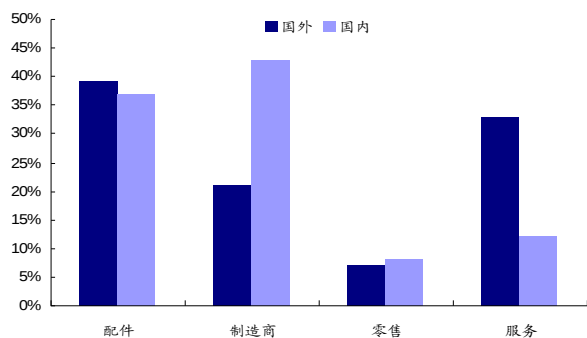
资料来源: 国信证券经济研究所

图 16: 06 年中国汽车后市场的结构比重



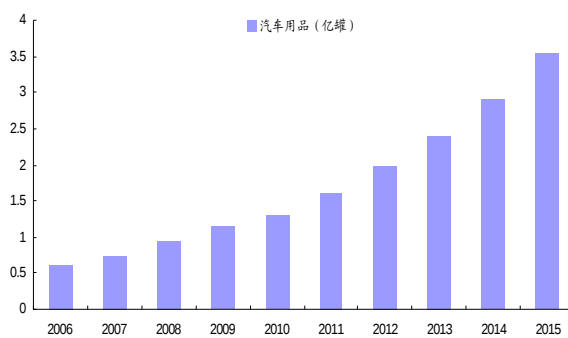
资料来源: 国信证券经济研究所

图 17: 国内外汽车市场销售额中各环节的比重对照



资料来源: 国信证券经济研究所

图 18: 06-15 年中国汽车用品气雾剂的市场预测



资料来源: 国信证券经济研究所

表 11: 06 年中国汽车用品气雾剂市场前五大企业

公司名称	市场占有率	业务特点
3M(中国)有限公司	15%	拥有国际知名品牌“3M”，产品线丰富，主要以漆面养护为主，产品定位高端，技术优势明显，引领行业潮流。
广州保赐利化工有限公司	12%	产品线较为丰富，渠道网络在局部区域较为完善。
深圳市彩虹精细化工股份有限公司	10%	产品线丰富，共七大类100多个品种，具有一定的知名度，产品主要定位中高端市场，生产制造优势明显，销售渠道网络完善。
日本威臣株式会社	6%	拥有日本汽车养护知名品牌“威臣”，主要以漆面养护为主，产品定位高端，其产品主要为日本原厂生产，部分由中国企业OEM，产品成本较高，渠道网络布局较弱。
深圳市三九精细化工有限公司	5%	国内较早进入汽车养护市场，具有一定品牌知名度。
合计	48%	--

资料来源: 国信证券经济研究所

家庭用品气雾剂——居住条件改善和生活节奏加快的必然选择

中国家庭居住条件改善、生活节奏加快、消费观念提升带动家庭用品气雾剂市场的快速发展。预计到2015年，家庭用品气雾剂的市场容量约5.1亿罐，年均增长37%。

对居住条件得到改善、生活节奏日益加快的家庭来说，不仅需要杀虫气雾剂、空气清新剂，还需要降低家务劳动强度、提高效率的产品，因此污渍去除剂、地板蜡、家具蜡、炉灶清洁剂和玻璃清洁剂等家用气雾剂产品越来越受到市场的欢迎。家庭用品市场直接面向终端消费者，品牌的敏感度高，属于成长性较高的市场。

目前我国家庭用品占气雾剂总量的比例为13%，而在主要发达国家则高达25%。以20%测算，2015年我国该细分市场容量将超过5亿罐。世界许多著名的业内企业美国瞄准中国市场，纷纷参加竞争，或在中国设独资或合资公司，或将产品直接进入中国市场，就已充分证明了这一潜在市场的客观存在。

2007年中国家庭用品气雾剂需求量为1.3亿罐，同比增长30%。预计2010年中国家庭用品气雾剂需求量约为2亿罐，年均增长约18%；2015年家庭用品气雾剂需求量将达到5.1亿罐，年均增长约37%。

表 12：06-15 年中国气雾剂及三大细分领域市场预测 /亿罐

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
气雾漆	1.30	1.45	1.70	1.80	2.10	2.35	2.60	3.05	3.35	4.00
汽车用品	0.60	0.75	0.95	1.15	1.30	1.60	2.00	2.40	2.90	3.55
家庭用品	1.00	1.30	1.50	1.70	2.10	2.50	3.00	3.55	4.25	5.10
三大领域合计	2.90	3.50	4.15	4.65	5.50	6.45	7.60	9.00	10.50	12.65
气雾剂市场预测	8.00	9.10	10.36	11.79	13.42	15.27	17.38	19.77	22.50	25.00

资料来源：国信证券经济研究所

彩虹化工的竞争优势：知名品牌、先进技术、完善销售网络

彩虹化工的三大竞争优势：知名品牌、先进技术、完善销售网络。

公司作为国内起步较早的气雾剂企业，同行业的竞争对手主要是国内其他大型生产企业及外资企业。比如3M、日本、广州保赐利、江苏同大、上海庄臣、中山凯达、福建金鹿等。与这些企业相比，彩虹化工的竞争优势主要在于：知名品牌优势、先进技术优势、完善销售网络优势、生产规模优势。

品牌优势

从国际经验来看，优势气雾剂公司的先进技术水平、优异产品质量最终体现在品牌的竞争力上，是企业和产品在激烈的市场竞争中取胜的关键。中国气雾剂行业有1000多家企业，品牌更是繁多；因此培育优秀品牌，将成为气雾剂公司提高企业、产品竞争力的重要方式之一。

公司目前拥有7CF、彩虹、晶琅、可立美四大品牌商标在气雾剂市场认知度和信誉度较高。主导品牌“7CF”同时为“中国驰名商标”、“广东省著名商标”和“深圳市知名品牌”；为目前气雾漆行业唯一的“中国驰名商标”。另一商标“可立美”为“广东省著名商标”。

由于出色的产品质量，公司不仅在国内具有较高的知名度，在国际市场同样具有一定的影响力。目前“7CF”是中东气雾剂市场的第一品牌，在对质量要求较高的欧盟、日本、美国等市场具有较高的知名度和美誉度，得到市场的广泛认可。

技术优势

公司坚持走自主创新道路。公司共获得各项专利 20 多项，主持和参与制定四项国家和行业标准，其中以公司为组长单位的《气雾漆》行业标准于 2007 年 9 月 1 日正式颁布并实施。

公司坚持“智力资本是企业发展的第一战略要素”的原则，公司每年近 80% 的销售收入由新产品和现有产品的改良取得。公司近两年强化基础研究工作，研发的水性聚氨酯、水性丙烯酸、除醛助剂等均达到了国内领先水平。研发能力已经成为公司的核心竞争力之一。

从公司的研发费用的上升可以看出公司对技术研发的重视，也显示了技术优势对公司发展的影响重大。06-08 年，公司研发费用逐年上升，占销售收入的比重从 3.9% 上升到 4.0%，研发费用支出只要主要包括研发设备仪器购置、原材料支出以及实验费用三方面，近三年设备仪器购置的费用比重上升较快。

销售网络优势——四种方式相结合成为迅速开拓市场的主要动力

公司目前有四种销售模式：经销商模式、直销模式、大卖场销售模式、专营店模式。四种销售模式相结合使得公司的销售网络相对完善，成为迅速开拓市场的主要支撑力量。

第一，经销商模式。本公司从成立之初便着手搭建营销网络，现公司分为国内营销部和国际营销部两个销售部门。国内市场总体上实行“大区销售管理”制，主要划分为华中、华南、西南、东北、华北、华东、西北等七大区域，依据国内地区间经济容量与经济发达水平和公司对渠道和商业模式的划分细分为近 50 个细分市场，实行区域经理、销售主管负责制。目前，公司已有直接授权经销商 400 多家，合同执行率 100%。此种销售模式占到公司销售收入的第一位，约 60% 的比重。

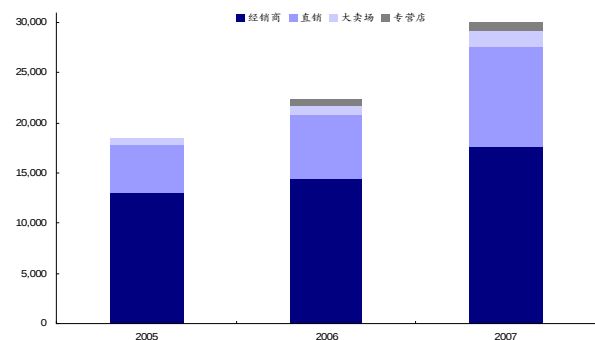
第二，直销模式。公司通过工程直接销售、网络电子商务平台等模式来销售产品。目前此种销售模式占到公司销售收入的第二位，约 25% 的比重。公司计划在 2008 年与当当网、卓越网、淘宝网等网络电子商务平台展开合作，进一步提高直销模式的销售额度。

第三，大卖场销售模式。近几年，公司加大与百安居、沃尔玛、家乐福、华润万家等连锁零售企业的合作。目前公司产品已进入 400 多家大型零售店，此种销售模式占到公司销售收入的第三位，约 5% 的比重。随着各大连锁企业在全国的迅速扩张，我们预计 2008 年公司的零售店将达到 500 家以上，销售额度也将进一步提高。

第四，专营店模式。公司从 2006 年起开始重点推广虹彩丽家专卖店，提出全面家居解决方案的营销思路，行业内率先引入了服务营销。目前，已完成重点区域 20 多家专卖店，此种销售模式占到公司销售收入的第四位，约 3% 的比重。作为一种以服务为引导的全新销售模式，我们预计专卖店的发展速度会很快，到 2008 年将达到 50 多家，销售比重将进一步上升。

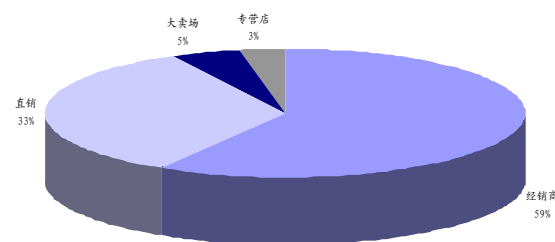
通过四种销售模式的有效结合，公司的营销网络不断的发展和完善，目前国内市场覆盖率已经超过 85%，国际市场已出口到美国、日本、欧盟等多个国家和地区。具备了强大的扩张潜力。

图 19: 05-07 年彩虹化工四种销售方式的收入比重



资料来源: 国信证券经济研究所

图 20: 07 年彩虹化工四种销售模式的收入比重



资料来源: 国信证券经济研究所

公司发展战略: 产能拓展+商业模式拓展

公司战略之一: 做大做强气雾剂产品, 2011 年产能 1.55 亿罐

公司 IPO 的募集资金项目主要有: 新建年产 6,000 万罐气雾漆生产线、新建年产 5,000 万罐绿色家居、汽车及工业环保气雾用品、新建年产 8,000 万只气雾罐、生产营销网络建设。新建项目产能是原有总产能的 2.44 倍, 总产能达到 1.55 亿罐, 拓展规模非常巨大。公司借助 IPO、市场扩容来大力发展气雾剂主业, 有助于充分发挥公司的技术优势、品牌优势、销售网络优势, 提高市场占有率及市场竞争力, 做大做强企业。

受此次金融、经济危机的影响, 公司 IPO 产能的扩张推后, 预计在 2011 年才能建成投产。但我们认为这种推迟只是公司根据市场变化而产生的灵活应对, 有利于公司更加稳健的发展, 同时这种推迟只是把产能扩张的时间推迟而已, 但一定会实现。

公司战略之二: 全方位的商业营销模式

产能的扩张的同时必然伴随着销售市场的拓展。公司凭借在气雾剂行业内建立的高端市场品牌“7CF”和中低端市场品牌“可立美”, 巩固和扩大业已形成的国内市场, 抓住国内气雾剂需求量大增的有利时机, 使新增产能迅速对业绩增长作出贡献。

公司将公司注重市场网络布局的合理性, 建立一个富有竞争力的营销服务网络。公司将继续以华中、华南、西南、东北、华北、华东、西北等七个区域为重点, 实行区域经理负责制, 巩固现有客户及市场份额, 在全国建立超过 1000 多家企业直接授权经销商, 形成了一个庞大的授权经销体系, 并通过对现有市场网络的改造和扩建, 使市场网络的服务能力进一步提高。

针对这次影响较大的经济危机, 公司营销方面采取了向二线城市拓展市场的做法, 尤其是在气雾漆产品系列方面, 综合考虑 08 年的销售不良的状态, 扩大了销售队伍, 向二、三线城市大力拓展。

财务分析：盈利能力高的行业龙头企业

公司属于气雾剂行业的龙头企业之一。公司在规模扩张的同时形成了较好的营运能力，业绩稳步增长。

盈利能力较高的龙头企业之一

在我国，气雾剂行业属于竞争激烈的行业，产业集中度较低。彩虹化工集科研、开发、生产、营销和增值服务于一体，具有较高的市场竞争优势。公司在行业内具有较高的毛利率和净利率水平。

近三年，公司气雾剂综合毛利率保持在 20% 左右，受益于新投产的汽车用品、家庭用品生产线的高毛利率，综合毛利率水平逐年上升。06-08 年，综合毛利率分别为 23%、24%、24%。受毛利率水平逐年提升的带动，净利率水平也逐年上升。06-08 年，净利率分别为 11.8%、13.3%、11.9%。

偿债能力：具备较好长短期债务偿付能力

总的来看，彩虹化工负债水平合理，资产流动性较高，经营性现金流量充足，银行资信状况良好，具有较强的偿债能力。数据显示公司近三年的流动比率和速动比率均大于 1，短期偿债能力较强。06-08 年，公司资产负债率分别为 60.12%、47.42%、13.27%，偿债能力逐年提高。

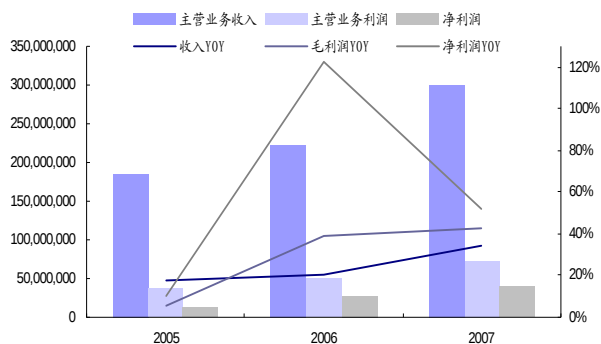
近三年公司利息保障倍数逐年提高，08 年达到 25 倍，显示出公司较好的债务偿付能力。另外公司成立以来未发生贷款逾期不还的情况，在各家贷款银行中的信誉度较高，被中国人民银行指定的评估机构鹏元资信评估有限公司评为 AAA 级客户。信用状况较好也反映了公司较好的银行融资能力。

运营能力：规模扩张的同时运营能力稳步提升

总体来看，近三年公司的应收帐款周转率和存货周转率均保持较高水平，表明公司资产运营能力较高且逐年增强。

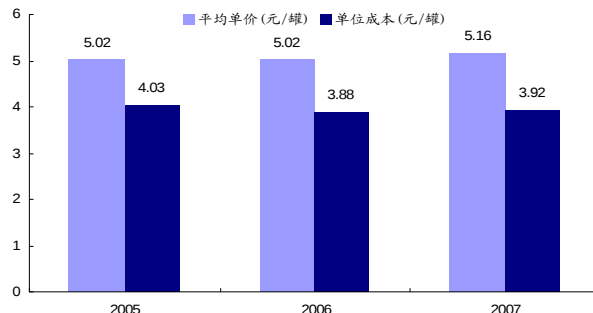
公司在不断发展的过程中，严格控制赊销规模，制定了一系列严谨的应收帐款跟踪制度，使得应收帐款占销售收入的比例始终维持在比较低的水平，应收账款周转率逐步提升。2008 年公司应收账款净额 3514 万元，1 年以内的款项占比为 80.49%，应收帐款周转率为 7.2。公司近三年存货周转率始终保持在 10 以上，资金使用效率高。

图 21: 05-07 年公司经营业绩及其增长率 万元，%



资料来源：国信证券经济研究所

图 22: 05-07 年公司产品价格和成本



资料来源：国信证券经济研究所

表 13: 公司主要产品的毛利率、净利率数据和其他各项指标

财务指标	2005	2006	2007	2008
综合毛利率	19.69%	22.69%	24.02%	23.69%
气雾漆毛利率	17.88%	21.29%	22.42%	22.66%
汽车用品毛利率	22.90%	24.16%	25.42%	23.79%
家居用品毛利率	30.22%	32.95%	37.13%	32.88%
净利率	6.42%	11.85%	13.34%	11.92%
应收账款周转率	6.49	6.80	7.85	7.20
存货周转率	12.09	7.85	13.84	10.52
资产负债率	61.26%	60.12%	47.42%	13.27%
流动比率	1.12	1.60	1.52	6.05
速动比率	1.01	1.28	1.35	5.68
利息保障倍数	4.33	11.4	14.1	25.0

资料来源: 国信证券经济研究所

风险提示

风险之一: 原材料价格上涨的风险

公司主要原材料为各种石化产品及马口铁罐, 06-08 年各种石化产品占原材料成本的比重分别为 38.92%、37.11%、43.84%, 马口铁罐占比分别为 30.63%、30.20%、27.99%, 这两类原材料价格的波动对公司生产成本及经营业绩影响较大。

风险之二: 人力资源风险

作为高新技术企业, 高素质的人才对公司的未来发展举足轻重。伴随着气雾剂配方技术的不断更新和市场竞争的不断加剧, 气雾剂领域相关技术人才和管理人才的竞争也日趋激烈, 虽然公司在人力资源机制建设方面比较完善, 但公司仍面临有效保留和吸引人才的风险。如果在对科技人员和管理人才激励机制建立、科研经费落实、科研环境营造等方面措施不够完善, 将会影响到科技人员和管理人才积极性、创造性的发挥, 造成人才流失, 从而给公司的生产经营造成不利影响。

盈利预测及估值

考虑到公司气雾剂产能的扩张, 我们预测公司未来经营情况时, 基于如下假设:

假设一: 气雾剂新产能的建设周期大约一年左右, 达产周期大约两年左右。受金融危机影响, 新产能扩建要推迟到 10 年, 09 年的产量增长主要来源于公司现有产能的利用率进一步提升及外包产能的拓展。10、11 年的产能增长主要来源于新产能的建成投产。

假设二: 考虑到公司作为行业龙头, 依托技术、品牌、销售网络等优势具有一定的定价能力, 可以通过价格上涨来消化原材料上涨带来的影响, 维持公司毛利率水平在 24%左右。

假设三: 产能扩张, 产销量的上升, 将带来期间费用的一定上涨, 考虑到公司

销售收入的增长，三项期间费用占收入的比重维持在 9%-9.5%左右的水平。

假设四：公司税收优惠政策继续有效，08-10 年公司的所得税税率为 15%水平。

附表 1：财务预测表

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	294	317	334	371	营业收入	305	313	341	491
应收款项	42	43	47	68	营业成本	233	236	258	372
存货净额	22	23	25	36	营业税金及附加	1	1	1	1
其他流动资产	4	4	5	7	销售费用	18	20	22	28
流动资产合计	363	388	411	481	管理费用	14	15	16	21
固定资产	34	52	77	99	财务费用	2	(4)	(4)	(4)
无形资产及其他	53	51	49	47	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	451	492	539	630	营业利润	37	43	47	73
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	6	6	6	6
应付款项	53	55	60	86	利润总额	43	49	53	79
其他流动负债	7	7	8	11	所得税费用	7	7	8	12
流动负债合计	60	62	67	97	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	36	42	45	67
其他长期负债	0	(0)	(0)	(0)					
长期负债合计	0	(0)	(0)	(0)					
负债合计	60	62	67	97					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	392	430	471	533					
负债和股东权益总计	451	492	539	630					

现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	36	42	45	67
资产减值准备	1	(1)	0	0
折旧摊销	9	4	6	8
公允价值变动损失	1	1	1	1
财务费用	2	(4)	(4)	(4)
营运资本变动	9	(1)	(1)	(4)
其它	(1)	1	0	0
经营活动现金流	55	46	51	72
资本开支	(7)	(20)	(30)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(7)	(20)	(30)	(30)
权益性融资	260	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(2)	(3)	(4)	(6)
其它融资现金流	(88)	0	0	0
融资活动现金流	167	(3)	(4)	(6)
现金净变动	216	23	17	36
货币资金的期初余额	78	294	317	334
货币资金的期末余额	294	317	334	371
企业自由现金流	51	18	12	33
权益自由现金流	(37)	21	16	37

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔嵘	021-68866202		高健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵谦	021-68866295				
银行			房地产			信息技术		
邱志承	021-68864597		方焱	0755-82130648		肖利娟	010-82252322	
黄飙	0755-82133476		陈林	0755-82133343		王俊峰	010-82254205	
谈煊	010-82254212		区瑞明	0755-82130678		凌晨	021-68866233	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭波	0755-82133909		李君	021-68866235		郑东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左涛	021-68866253		秦波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
石油与石化			电力设备			传媒		
李晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁丹	0755-82130678	
通信			造纸			家电		
严平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨昕	021-68864596		陈财茂	021-68866236	
						廖绪发	021-68866237	
中小股票			食品饮料					
高芳敏	021-68864586		黄茂	0755-82133476				
陈爱华			谢鸿鹤	0755-82130646				
农业			煤炭			建筑		
张如	021-68866233		李然	0755-82130681		邱波	0755-82133390	
固定收益与基金			金融工程			金融工程		
皮敏	021-68864011		葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297	
张旭	010-82254210		董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532	
杨涛	0755-82133339		戴军	021-68864585		林晓明		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦戡	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		刘塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				