

彩虹精化 (002256) 2010-2-1

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

主营做大做强，建筑节能是未来亮点

投资要点:

- **主营稳步增长。**公司主营产品分环保功能涂料和辅料、汽车养护用品、绿色环保家居用品三大块，其中前两块占主营的95%以上。近几年公司主营产品销售状况良好，毛利率维持在25%左右，并呈现逐年提高的态势。珠海项目已经动工，未来产能将有大幅扩张。
- **销售模式改进有望增加产品客户认知度。**汽车养护产品目前60%的销售采用经销商模式，虽然可以保证销量，但毛利和市场认知度一直难以提升。公司正着手大力改进销售模式，将现有经销商改为服务商，销售网络下沉，同时通过物流公司保证及时供货。随着私家汽车保有量的增长及养护理念的深入，销售模式的改进有望为公司带来持续的高利润。
- **进军建筑节能领域。**公司09年9月收购北京纳尔特保温材料公司52%的股权，未来将择机收购剩余48%。收购完成后，公司通过纳而特公司进军建筑保温行业，成为建筑领域里集防水、保温、涂漆一体化的方案提供商。
- **给予“推荐”评级。**未来两年公司产能扩张恰逢经济复苏，销售模式的改进也将有效提升公司产品口碑和毛利，保温材料公司将从2010年开始为公司贡献收益，预计公司09、10、11年EPS分别为0.35、0.62、0.99元，给予公司“推荐”评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	305	342	699	1207
归属母公司净利润	36	49	86	138
ROE(%)	9.3%	11.8%	17.2%	21.6%
每股收益(元)	0.26	0.35	0.62	0.99
P/E	52.06	38.68	21.91	13.74
P/B	4.83	4.57	3.78	2.96

评级: 推荐(首次)

当前价格: 13.59 元

2010.2.1

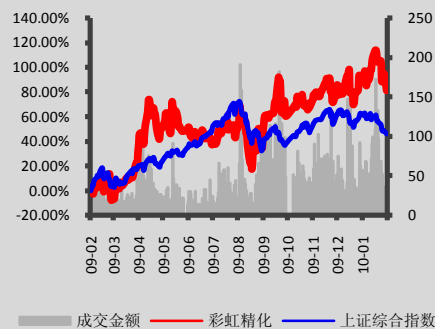
基础数据

总市值(亿元)	18.92
每股净资产(元)	2.98
总股本/流通A股(百万股)	139/85
净资产收益率(%)	11.8
流通市值(亿元)	11.51

交易数据

52周内股价区间(元)	8.7-22.00
静态市盈率(倍)	52.06
动态市盈率(倍)	38.68
市净率(倍)	4.56

52周内股价走势图



行业研究员 杜志强 张欣

电话 021-32229888*3502

邮箱 duzhiqiang@ajzq.com

相关研究报告:

《华昌化工: 主营稳定提升业绩, 区位优势保证销量》;

《澳洋科技: 产品价格上涨利好有限, 业绩增长还看下游需求》;

分析点评:

➤ 主营产品产销稳定，利润稳步增长

公司主营产品分环保功能涂料和辅料、汽车养护用品、绿色环保家居用品三大块，其中前两块占主营的94%左右。近几年公司主营产品销售状况良好，毛利率维持在25%左右，并呈现逐年提高的态势。09年受金融危机影响，出口有所减缓，多数厂商将目标转向国内，导致国内产品价格降低，但同期原料价格下降幅度更大，毛利率依然维持高位。预计09年产量较08年增长10%，达到6000万罐左右，10年产量达到7000—8000万罐，已处于目前生产能力的极限。

图 1：主营收入占比

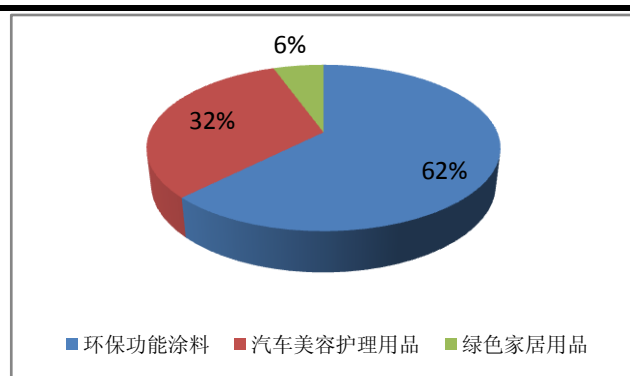
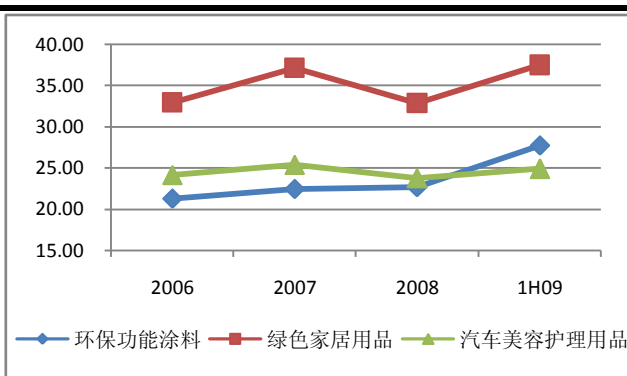


图 2：近年毛利率变化



数据来源：爱建证券研究部

➤ 受益国家政策扶持，汽车护理产品产销两旺

2009年受国家政策刺激，国内汽车产销量达到了历史新高，公司汽车护理产品呈现了产销两旺的局面，收入达到4498万，较08年同期增长15%左右，受危机极小影响。随着收入的逐步提高以及城镇化的推进，国内私人汽车保有量将继续保持增长势头，对汽车护理产品的拉动无疑是一大利好。

图 3：国内汽车总产量

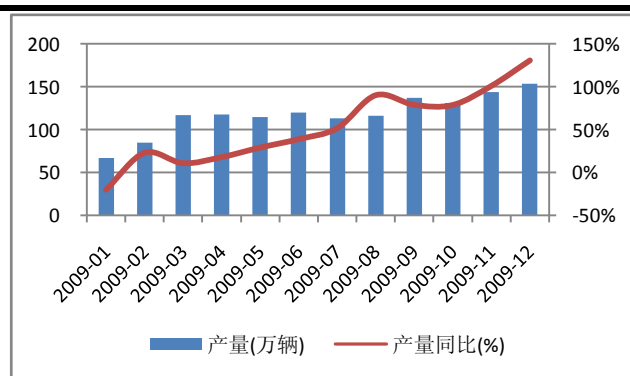
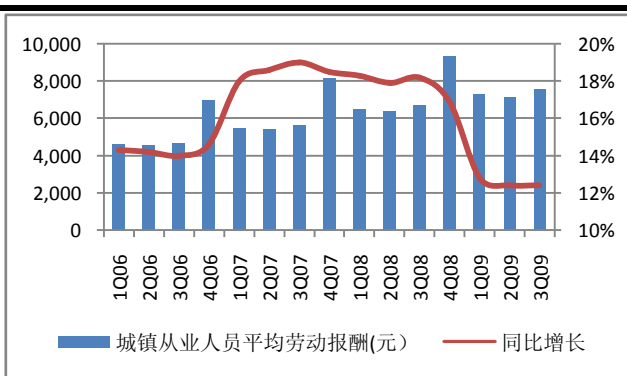
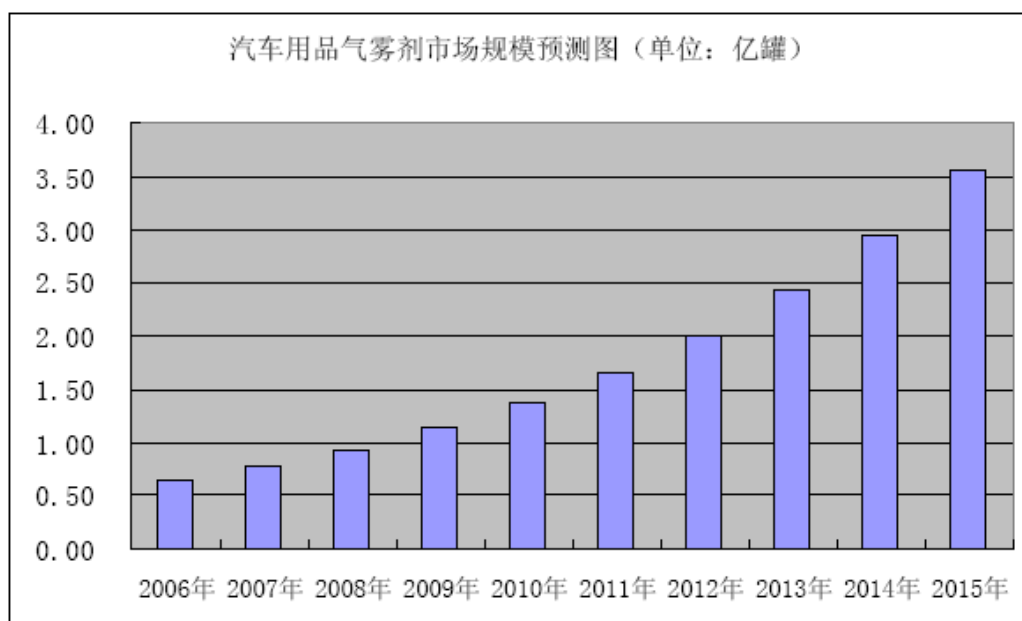


图 4：城镇人员季度劳动报酬



数据来源：爱建证券研究部

图 5：国内汽车用品市场规模预测



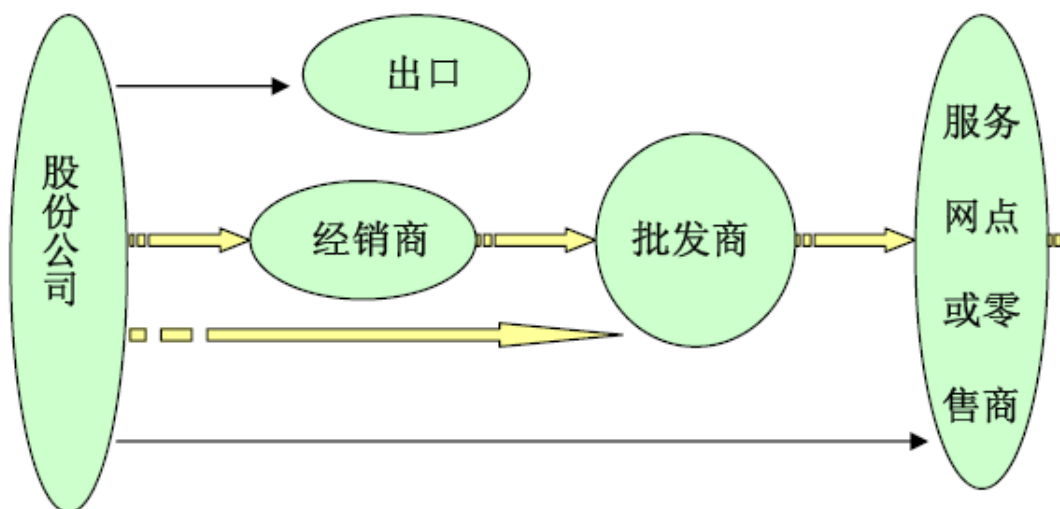
数据来源：爱建证券研究部

➤ 募投项目即将投产，产能瓶颈得到缓解

公司现有气雾漆产能3500万罐/年，绿色家居及汽车用气雾用品产能1000万罐/年。近几年产能利用率维持在100%以上，生产一直处于超负荷状态。珠海生产基地是公司在08年上市之初的募投项目，由于金融危机爆发，公司将珠海基地的动工时期延后至09年，目前项目进展正常，乐观预计在2010年底达产，最晚在2011年中期投产。珠海基地规划产能1.1亿罐的气雾剂，其中气雾漆6000万罐/年，绿色家居及汽车用气雾用品5000万罐/年，项目达产后公司的产能不足将得到有效缓减，未来业绩有望大幅增长。

➤ 改进销售模式，卖产品变为卖服务

图 6：公司现有销售模式



数据来源：公司招股说明书

公司有稳定的经销商和完善的营销网络，现拥有经销商超过400家，对国内市场的覆盖率超过85%。现有的销售模式包括经销商模式、直销模式、大卖场模式及专营店4种模式，主要产品中，60%通过经销商来销售，这种模式虽然可以保证公司的产品销量，但有很大一块利润被中间商拿走，公司在品牌建设、毛利提升等方面难有进一步的发展。为了打破这一局面，公司正加大投入对经销模式进行逐步改造，将现有经销商转化为一站式服务商，同时通过网络扁平化、信息化以及第三方物流公司的快捷运送等方面提升产品服务价值，加强品牌战略，走高端路线。

➤ 收购保温材料公司，完成一体化战略

公司在09年9月以12916.8万元（其中2880万是增资认购）收购了纳尔特保温材料公司52%股权，根据协议，纳尔特集团对纳尔特保温在10年的业绩做出承诺：最低实现净利润3000万元，如有不足，则以现金补足差额。未来公司将打算以定向增发股份的方式向纳尔特集团收购其持有的另外48%的股权。

纳尔特保温公司主营产品包括胶粘剂、ESP保温板、工程项目承接、建筑涂料及油漆的批发等。收购完成后，公司利用纳尔特现有优势，将成为一家集防水、保温及涂漆一体化的服务提供商。随着低碳节能概念的深入以及国家在建筑保温领域政策的不断出台，公司将会有前所未有的机遇和巨大的商机。

➤ 盈利预测与估值

我们预计公司在09、10、11年的EPS分别为0.35、0.62、0.99元，考虑到公司大力对营销网络的改造、10年开始纳尔特将贡献利润以及产能逐步扩张等方面，首次给予公司“推荐”评级。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	363	311	343	463	营业收入	305	342	699	1207
现金	294	241	240	310	营业成本	233	240	493	863
应收账款	42	33	37	37	营业税金及附加	1	1	1	1
其他应收款	0	6	7	12	营业费用	18	32	65	102
预付账款	4	7	15	22	管理费用	14	19	37	68
存货	22	24	44	82	财务费用	2	-8	2	11
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	89	250	476	750	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	31	120	216	304	营业利润	37	57	101	162
无形资产	53	66	83	103	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	5	63	177	342	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	451	561	819	1212	利润总额	43	57	101	162
流动负债	60	56	169	364	所得税	7	9	15	24
短期借款	0	0	57	163	净利润	36	49	86	138
应付账款	30	34	66	116	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	30	23	46	86	归属母公司净利润	36	49	86	138
非流动负债	0	90	150	210	EBITDA	48	64	135	225
长期借款	0	90	150	210	EPS (元)	0.42	0.35	0.62	0.99
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	60	146	319	574	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	87	139	139	139	营业收入	1.5%	12.3%	104.2%	72.8%
资本公积	228	176	176	176	营业利润	-16.1%	55.6%	76.6%	59.8%
留存收益	77	99	186	323	归属于母公司净利润	-9.3%	34.6%	76.5%	59.5%
归属母公司股东权益	392	414	501	638	获利能力				
负债和股东权益	451	561	819	1212	毛利率(%)	23.7%	29.8%	29.5%	28.5%
					净利率(%)	11.9%	14.3%	12.4%	11.4%
现金流量表				单位: 百万元	ROE(%)	9.3%	11.8%	17.2%	21.6%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	33.0%	16.7%	23.7%	32.7%
经营活动现金流	42	41	52	88	偿债能力				
净利润	36	49	86	138	资产负债率(%)	13.3%	26.1%	38.9%	47.4%
折旧摊销	9	14	32	52	净负债比率(%)	0.00%	61.49%	64.96%	64.92%
财务费用	2	-8	2	11	流动比率	6.05	5.52	2.03	1.27
投资损失	0	0	0	0	速动比率	5.68	5.10	1.77	1.05
营运资金变动	-7	-5	22	40	营运能力				
其他经营现金流	2	-10	-90	-153	总资产周转率	0.94	0.68	1.01	1.19
投资活动现金流	-32	-165	-168	-172	应收账款周转率	8	9	19	32
资本支出	32	150	150	150	应付账款周转率	7.75	7.58	9.90	9.52
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-15	-18	-22					

筹资活动现金流	206	71	115	155	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.35	0.62	0.99
短期借款	-45	0	57	106	每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.29	0.37	0.63
长期借款	0	90	60	60	每股净资产(最新摊薄)	2.81	2.98	3.60	4.59
普通股增加	22	52	0	0	估值比率				
资本公积增加	228	-52	0	0	P/E	52.06	38.68	21.91	13.74
其他筹资现金流	1	-19	-2	-11	P/B	4.83	4.57	3.78	2.96
现金净增加额	216	-53	-1	70	EV/EBITDA	33	25	12	7

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 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;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。