

彩虹精化 (002256): 经营稳健的气雾剂龙头企业

行业分类: 化工

2010. 09. 06

研究员: 卢全治

(执业证书编号: S0640207100071)

电话: 0755-83689065

Email: luquanzhi@hotmail.com

联系人: 刁志学、毛艳琼

电话: 0755-83520492

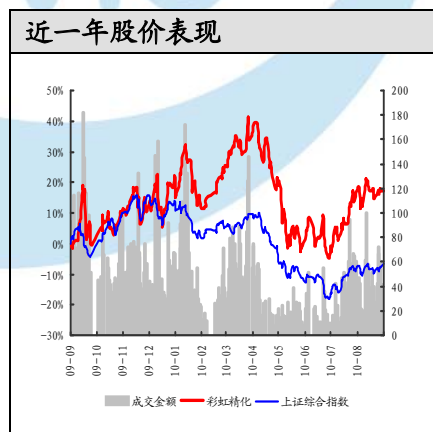
Email: diaozhixue@163.com

投资要点:

- **公司概况。**彩虹精化是我国精细化工行业中的最大的气雾剂制造企业之一, 集科研、开发、生产制造、市场营销和增值服务于一体, 核心产品涉及环保功能涂料与辅料、绿色环保家居用品、环保节能汽车美容护理用品等三大领域。
- **公司产能市场增速平稳, 竞争激烈。**目前公司的主营产品市场的发展与基础设施建设, 房地产等行业紧密相关, 现阶段我国处于转型时期, 固定资产投资增速可能会出现下滑, 而国家对房地产行业的调控也抑制了地产投资的快速增长, 受制于此, 公司产品市场未来将保持平稳增长, 而出现快速增长的可能性不大。公司目前所处行业发展成熟, 国际国内厂家众多, 不乏国际知名品牌, 市场竞争十分激烈, 为公司的发展带来了较大的压力。
- **多种销售模式并举促进产品销售。**公司采用了四种销售, 即经销商销售, 专营店销售, 大卖场销售, 参股连锁销售企业, 公司全方位, 多层次的销售策略对公司产品的销售起到了至关重要的作用, 促进了公司产品的销售。
- **惠州项目是公司新的增长点。**公司目前正在惠州实施建设新的生产线, 项目预计于 2011 年 9 月底建成, 2012 年正式投产, 项目建成后公司产能大幅提升, 为公司的增长奠定了基础。但新项目建成后, 公司也面临了较大的市场开拓的压力。
- **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 10-12 年的每股收益分别为 0.198 元, 0.204 元和 0.240 元, 对应的市盈率分别为 47.62 倍, 46.33 倍和 39.29 倍, 目前公司估值合理, 给予“持有”的投资评级。
- **财务数据与估值**

6-12 个月目标价	/
当前股价	9.44 元
投资评级	持有

基础数据	
上证指数	2696.25
总股本(百万)	208.80
流通 A 股(百万股)	127.06
流通 B 股(百万股)	0
流通 A 股市值(百万)	1199.41
总市值(百万)	1971.07
每股净资产(元)	2.01
ROE(TTM)	9.48
资产负债率	16.43%
动态市盈率	47.62
动态市净率	4.52



主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	323.08	355.38	390.92	547.29
收入同比(%)	6.01%	10.00%	10.00%	40.00%
归属母公司净利润	38.91	41.39	42.55	50.16
净利润同比(%)	7.29%	6.36%	2.80%	17.89%
毛利率(%)	26.24%	26.00%	25.00%	22.00%
ROE(%)	9.62%	9.48%	9.06%	9.87%
每股收益(元)	0.186	0.198	0.204	0.240
P/E	50.65	47.62	46.33	39.29
P/B	4.87	4.52	4.20	3.88
EV/EBITDA	22.48	14.13	12.32	12.96

一、公司概况

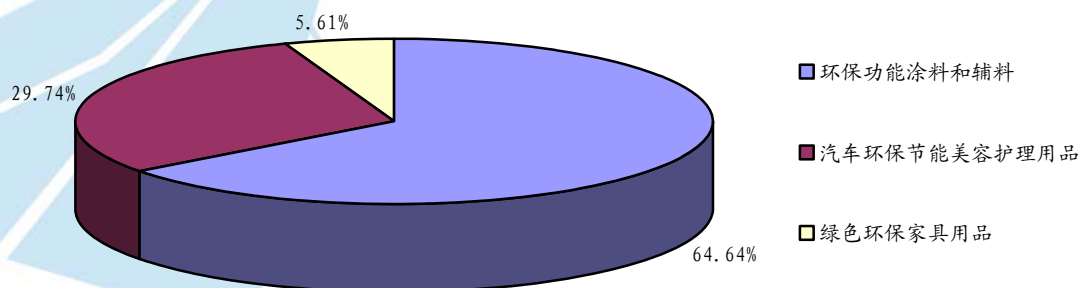
彩虹精化前身是彩虹集团的控股子公司彩虹环保建材科技有限公司，于2007年1月整体变更设立为股份公司，并于2008年6月完成了IPO，在中小企业板成功登陆。上市完成后，公司的实际控制人仍为陈永弟先生，其间接持有公司39.15%的股权。彩虹精化是我国精细化工行业最大的气雾剂制造企业之一，集科研、开发、生产制造、市场营销和增值服务于一体，核心产品涉及环保功能涂料与辅料、绿色环保家居用品、环保节能汽车美容护理用品等三大领域。目前公司总产能约6500万罐，由于公司产品生产在同一生产线上完成，具有柔性生产功能，各产品的生产可以根据市场情况灵活调整，细分产品的产能和产量具有一定的变动性。但从收入构成中看，环保功能涂料与辅料产能是公司的主要收入来源。

图表 1：彩虹精化产品类别和系列

序列	产品类别	主要产品系列
1	环保功能涂料及辅料	具有装饰，防腐，防锈，耐高温，隔热，隔音，夜光等功能的气雾漆
2	绿色环保家居用品	家具/家私护理，空气净化，清洁清洗三大系列
3	环保节能汽车美容护理用品	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

资料来源：彩虹精化招股书

图表 2：彩虹精化收入构成



资料来源：Wind

二、公司产品市场增速平稳，竞争激烈

彩虹精化的功能性环保涂料与辅料主要包括气雾漆和涂料产品，主要用于广告路牌，工程机械，道路桥梁以及家庭装修。该产品市场的发展与我国基础设施建设，房地产等的发展紧密相关。目前我国处于经济转型的时期，未来固定资产投资对宏观经济的拉动作用会逐步下滑，而近期国家对房地产行业的调控，也对房地产投资造成了一定的抑制作用。受下游行业发展的影响，公司该产品市场难有快速增长，未来的增速会比较平稳。

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。因此国内气雾漆市场竞争主要集中在国内品牌之间。国内气雾漆生产企业规模以上为数不多，主要由于企业技术研发投入不足，产品单一，无法大规模扩大销售网络，大部分企业以抢占

周边局部区域市场为主，寻求发展，国内气雾漆市场占有率达到5%以上的企业，除彩虹精化外，还有广州保赐利、中山大田、中山三和、广东莱雅等生产厂家，此外还有众多的区域性品牌，如迈克、映山红、车道、仕家宝等主要以局部市场发展为主。

目前全国 8000 多家涂料企业主要集中在长三角、珠三角和环渤海地区。其中，“洋品牌”和国内较大规模的生产厂家，市场定位在中高档产品，处于市场领导地位，引导涂料消费趋势。其它国内众多中小涂料企业，则以生产中低档涂料产品为主，处于市场追随地位。全国性的强势品牌仅限立邦、多乐士、华润三家，嘉宝莉、大宝、美涂士、紫荆花、古象、中华制漆、展辰、鳄鱼、长春藤、鸿昌、神洲、巴德士、秀珀等 10 多个品牌小有影响；地域品牌则相当普遍。涂料的竞争在不断加剧，早期进入中国的立邦、多乐士在全国影响较大，位居涂料行业前列，在市场投入、营销策划、经营管理和技术创新上都对国内厂商构成威胁。而彩虹精化的涂料业务尚处于起步发展阶段，面对如此成熟以及竞争十分激烈的市场，给公司涂料业务未来的发展带来了一定的压力。

我国汽车用气雾剂市场处于发展的初级阶段，生产厂家众多，竞争十分激烈。目前，国外品牌凭借技术研发优势、品牌知名度以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，但在生产成本和市场网络方面具有明显的劣势；而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，产品附加值低。国内企业面对国际公司的竞争，只能不断提升产品质量，发展销售网络，以期逐步提升市场占有率和进入高端市场。虽然我国汽车行业处于快速发展阶段，汽车产销量以每年20%的速度在增长，但汽车护理美容用产品并非汽车使用的必须品，国内车主对使用这些产品的意识并不强，因此，汽车行业的快速增长对这些产品需求增长的拉动作用会大打折扣。

绿色环保家居用品主要包括杀虫气雾剂、空气清新剂、污渍去除剂、地板蜡、家具蜡、炉灶清洁剂和玻璃清洁剂等产品。彩虹精化目前的家居产品系列比较单一，尚不能提供全面的家居用气雾剂产品，产品品牌知名度一般，市场占有率较低，面对当前品牌众多的产品，公司要想在这块业务上突出重围，崭露头角上有较大的难度。未来公司对这一块业务的发展思路是维持现状，不作为重点发展的方向。

三、多种模式并举促进产品销售

目前，公司的产品销售采取了多种模式，主要包括授权经销商销售，大卖场销售，建立专营店，参股建立连锁经销公司等。第一，经销商模式，公司从成立之初便着手搭建营销网络，公司分将国内市场，划分为华中、华南、西南、东北、华北、华东、西北等七大区域，总体上实行“大区销售管理”制。目前，公司已有直接授权经销商400 多家，区域销售授权采用品牌搭档策略“7CF+可立美或彩虹、晶琅+彩虹或可立美”保护区域市场，有效的避免了经销商之间的竞争，保障了客户在区域市场内的独家销售利益。第二，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，公司产品已进入了超过400 家大型零售店，有效的促进了公司产品的销售。第三，专营店模式。虹彩丽家专卖店是公司在经销商的基础上，通过双方自愿合作发展成的加盟店，采取自愿加盟的形式进行合作，公司配合推广营销方案，合作双方签订排他性协议，合作方只能经营本公司产品。目前，公司已经建立了虹彩丽家专营店20家。第四，参股连锁公司，公司近期拟与东方家园共同成立北京家缤纷装饰用品有限公司，彩虹精化出资比例为45%，公司与东方家园合资设立家缤纷，目的是建设家缤纷社区生活馆连锁经营项目，主要经营家居用品、纺织用品、饰品园艺、油漆涂料、五金工具、电工电料、小家具等，为客户提供体验式、一站式、一体化社区连锁服务，彩虹精化的产品将会进驻家缤纷连锁店。公司全方位，多层次的销售模式为公司产品的销售起到了至关重要的作用，促进了公司产品的销售。

四、惠州项目是公司新的增长点

2008 年公司募投资金用于新增产能的项目，由于受到当时金融危机的影响，公司暂停了项目的建设。之后，随着金融危机的逐渐缓解，国内经济逐步好转，公司又重新启动了该项目，即新建年产 6000 万罐气雾漆生产线和年产 5000 万罐绿色家居，汽车及工业环保气雾用品，预计 2011 年 9 月底建成，2012 年正式投产。项目完成后，公司的产能大幅扩张，为公司的成长奠定了基础。但在目前市场产品品牌林立，竞争十分激烈的情况，公司新增产能能否被市场消化吸收，还要看公司销售推广的力度，如果公司市场能够得到有效拓展，新增产能的销售没有问题，那么公司业绩将会在 2012 年出现大幅增长。

五、盈利预测与投资评级

根据公司目前的生产经营情况，公司的产能在 2011 年底之前不会有大幅的波动，产品的产生和销售基本保持平稳，销售收入的增长有可能维持在 10%，在 2012 年新项目完成投产后，公司的产能大幅增长，但产品的销量很难跟的上产能的增长，我们预测 2012 年的销售收入增长约 40%。在目前市场竞争激烈的情况下，公司产品的毛利率可能会出现小幅下滑，而公司 2012 年产能的大幅提升，公司为了刺激产品销售，可能会采取让利的策略，产品毛利率可能会出现一定程度的下滑，我们预测公司 2010-2012 年综合毛利率为别为 26%，25%和 22%。

我们预测公司 10-12 年的每股收益分别为 0.198 元，0.204 元和 0.240 元，对应的市盈率分别为 47.62 倍，46.33 倍和 39.29 倍，目前公司的估值已经处于合理水平，我们给予“持有”的投资评级。

报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	300.18	304.75	323.08	355.38	390.92	547.29
减: 营业成本	228.07	232.55	238.29	262.98	293.19	426.89
营业税金及附加	0.84	0.57	0.57	0.68	0.74	1.04
营业费用	12.88	18.38	29.00	31.98	29.32	38.31
管理费用	10.59	13.62	20.79	35.54	31.27	38.31
财务费用	3.54	1.67	-4.94	-4.40	-5.27	-6.25
资产减值损失	0.22	1.09	0.35	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-0.02	0.00	0.00	15.00	5.00	6.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	44.01	36.87	39.02	43.60	46.66	54.99
加: 其他非经营损益	2.82	6.05	4.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	46.83	42.92	43.35	43.60	46.66	54.99
减: 所得税	6.77	6.65	6.39	4.29	6.25	7.35
净利润	40.06	36.27	36.96	39.31	40.41	47.65
减: 少数股东损益	0.00	0.00	-1.95	-2.08	-2.13	-2.52
归属母公司股东净利润	40.06	36.27	38.91	41.39	42.55	50.16
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	73.77	292.91	189.70	201.61	266.71	288.95
应收和预付款项	49.53	46.39	29.83	61.92	39.18	103.10
存货	16.48	22.10	25.37	21.09	30.71	44.72
其他流动资产	0.00	0.00	0.12	0.12	0.12	0.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	15.00	20.00	26.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	34.31	34.46	162.79	149.77	171.75	143.73
无形资产和开发支出	19.04	52.62	132.40	122.65	112.90	103.15
其他非流动资产	2.09	1.58	27.42	13.71	0.00	0.00
资产总计	195.22	450.06	567.62	585.87	641.37	709.77
短期借款	45.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	45.05	58.53	66.29	54.48	79.07	111.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	90.05	58.53	66.29	54.48	79.07	111.04
股本	65.00	87.00	139.20	139.20	139.20	139.20
资本公积	0.00	228.09	175.89	175.89	175.89	175.89
留存收益	40.18	76.44	89.26	121.39	154.43	193.38
归属母公司股东权益	105.18	391.54	404.35	436.49	469.52	508.47
少数股东权益	0.00	0.00	96.99	94.91	92.78	90.26
股东权益合计	105.18	391.54	501.34	531.40	562.30	598.73
负债和股东权益合计	195.22	450.06	567.62	585.87	641.37	709.77
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	51.27	42.61	66.40	26.76	119.35	27.20
投资性现金净流量	-13.32	-32.00	-107.40	-10.00	-50.00	0.00
筹资性现金净流量	-8.96	205.89	-51.45	-4.85	-4.24	-4.96
现金流量净额	28.99	216.49	-92.45	11.91	65.11	22.24

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

卢全治，SAC 执业证书号：S0640208090089，中国科学技术大学经济学硕士，2007 年 8 月加入中航证券金融研究所，从事化工行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址： www.avicsec.com

联系电话：0755-83689524

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。