

动态报告/公司快评

基础化工

化学制品

彩虹精化 (002256)

谨慎推荐

彩虹精化投资彩虹绿世界快评

(维持评级)

2010年12月01日

多领域发展战略将带来公司快速发展的机遇

分析师: 陈爱华 0755-82133397

chenah@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209020301

分析师: 张栋梁 0755-82130532

zhangdl@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210060047

事项:

深圳市彩虹精细化工股份有限公司(以下简称“公司”)与深圳绿世界生物降解材料有限公司(作为合作方)和苏笑海(作为技术发明人及保证方)于2010年11月23日在深圳签订了《合作经营协议书》,公司与深圳绿世界生物降解材料有限公司(以下简称“绿世界”)共同设立并合作经营深圳市彩虹绿世界生物降解材料有限公司(以下简称“彩虹绿世界”),注册资本为10,000万元,其中公司以现金出资5,500万元,占总股本的55%,绿世界以现金出资4,500万元,占总股本的45%。

评论:

■ 彩虹绿世界的建立显示公司布局多领域的发展战略。

彩虹绿世界的建立表明公司准备进军生物降解材料领域。生物降解材料主要以各种植物纤维为原料,采用先进的技术和工艺生产合成,替代难以降解的石油产品为原料生产的塑料制品,具有资源综合利用、循环经济、环保节能等社会和经济效益,是国家重点鼓励发展的行业。绿世界在生物降解领域具有较大的技术优势,发明专利10多项,同时还具有相对的成本优势,比石化塑料制品节约成本约30%。从彩虹绿世界设定的经营目标来看,半年达到年产能35万吨,一年半达到70万吨,三年达到100万吨,增长速度是非常可观的。

■ 格瑞卫康为室内空气污染治理龙头,收购将提高公司11年的EPS为0.06元。

格瑞卫康主业是室内空气污染治理的国内龙头企业,格瑞卫康从01年开始发展,10年时间形成了一系列经过市场考验的成熟技术和产品,并储备一批持续发展的高、新、尖技术优势、具有前瞻性的创新商业模式及经验丰富的管理团队。随着人们对空气污染导致大量疾病、影响人们的健康的认识加深,行业已开始进入市场高需求并进入高速发展阶段。预计市场总量约为400—500亿元,假设格瑞卫康的市场占有率为5%,销售额也可达到20-25亿元,相对目前4000万元的销售收入来说,格瑞卫康的市场潜力巨大,提升空间广阔。

从格瑞卫康的盈利能力来看,近三年格瑞卫康产品的综合毛利率为80%,净利率为20%,高于公司目前的盈利水平。10年前三季度,格瑞卫康的营业收入规模仅为公司的12%,营业利润占公司的比重为32%,净利润占公司的比重为40%。因此,公司对格瑞卫康的收购,不仅仅增加产品系列,也将提高公司的盈利能力。

格瑞卫康在室内污染防治系列产品占公司总销售额的比重为70%左右,家居环保护理用品系列占总销售额的20%,空气净化器系列占10%(新产品)。从产能利用率来看,前两大系列产品的产能利用率仅为50%,空气净化器的产能利用率为20%。随着经营的扩大,具有较大的提升空间。

格瑞卫康10年前三季度的报表显示,主营收入0.31亿元,净利润约0.06亿元。初步预计,格瑞卫康10、11年的

净利润约 850 万元、2400 万元，按照 51% 的股权计算，收购对公司 11 年的 EPS 增厚 0.06 元。

■ **前三季度公司主业净利润增长 18%，惠州彩虹基地的建成投产将成为公司未来主业的主要增长点。**

公司前三季度的母公司报表显示，主营收入 2.62 亿元，同比增长 16%，净利润 0.38 亿元，增长 18%，EPS 为 0.18 元。从气雾剂市场的增长情况来看，公司业绩的增长速度与行业相当。考虑到公司在气雾剂行业属于龙头之一，没有分享更多的行业增长空间主要原因是产能限制；公司目前的产能利用率已经达到 130% 以上。预计公司 IPO 项目惠州彩虹将在 11 年底建成投产。新建产能必将大大缓解公司的产能瓶颈，带来公司业绩的快速提升。同时，新产能的总规模为 1.1 亿罐，是现有产能的 2.44 倍，提升空间较大。惠州彩虹基地的建成投产是公司未来业绩的主要增长点。

■ **北京纳尔特前三季度亏损 0.22 亿元，拖累公司 EPS 0.06 元，扭亏为 11 年的重点。**

北京纳尔特前三季度的报表显示，纳尔特主营收入 0.14 亿元，净利润亏损约 0.22 亿元。按照 53% 的股权计算拖累公司净利润约 0.12 亿元，EPS 约 -0.06 元。公司收购北京纳尔特已经一年时间，从第一年的经营状况来看，对于这块新业务的整合效果并不乐观。考虑到保温材料销售模式与现有业务具有较大的不同，从北京纳尔特现有的市场环境和销售意向来看，我们预计公司 11 年实现亏损大幅减亏的可能较大。考虑到建造保温材料具有较大的潜在市场需求，而北京纳尔特产品具有一定的竞争优势。如果销售持续向好，将会形成较快的业绩增长。

北京纳尔特原有管理层对北京纳尔特 10 年有 3000 万的净利润保证，据目前的经营情况来看，北京纳尔特直接获得 3000 万净利润补偿的可能性较小，因此，影响公司 10 年的净利润为 -1590 万，影响公司 EPS 为 -0.08 元。

■ **北京家缤纷参股 20%、收购格瑞卫康，能够支撑公司在销售渠道上的大幅开拓。**

公司产品为气雾剂，在装修、家居、汽车运用广泛，具有大众消费品的概念，因此产品销售渠道的顺畅对于公司业务的拓展十分重要。公司目前主要以经销商模式为主导，销售占比达到 70% 左右。考虑到公司新增产能的市场拓展，公司努力开拓家居连锁超市的销售渠道，虽然也在百安居、乐安居、家乐福等连锁超市进行销售，但效果都一般。此次对家缤纷 20% 的参股，主要依托东方家园的销售能力，拓展新的销售渠道，符合公司的发展需要和长远规划。另外，收购格瑞卫康，一定程度也是为了借助上下游的产业链，达到公用销售网络的目的。

■ **预计 10、11 年 EPS 分别为 0.18、0.40 元，维持“谨慎推荐”评级。**

综合考虑深圳格瑞卫康对公司经营业绩的提升效应、北京纳尔特带来的对业绩的拖累、彩虹绿世界的探索经营、以及公司现有主业的经营状况，我们认为，11 年是公司关键性的一年，北京纳尔特经营方面的扭亏、新建惠州彩虹的投产、格瑞卫康的顺利经营，如果一切都按照规划的来完成，12 年一定是公司快速发展的起点。我们预计 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 0.18 元、0.40 元、0.48 元。考虑到国内 A 股市场 PE 为 24 倍，国内精细化工行业平均 PE 约 41 倍，考虑到公司的成长性，给与 30 倍的 PE，目标价格约 12-14.4 元。维持评级为“谨慎推荐”评级。

表 1：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

表 2：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	2009	2010H
综合毛利率 (%)	19.69	22.69	24.02	23.69	26.24	25.94
气雾漆毛利率	17.88%	21.29%	22.42%	22.66%	27.96%	25.29%
汽车用品毛利率	22.90%	24.16%	25.42%	23.79%	22.76%	25.49%
家居用品毛利率	30.22%	32.95%	37.13%	32.88%	35.32%	35.83%
销售净利率 (%)	6.42	11.85	13.34	11.90	11.44	5.08
净资产收益率 (%)	16.33	36.50	44.23	12.56	8.85	3.56
总资产报酬率 (%)	9.65	20.00	27.32	13.42	7.37	3.61
存货周转率 (次)	12.60	10.22	11.87	12.05	10.04	3.42
应收账款周转率 (次)	4.88	7.28	10.32	7.93	9.82	6.26
流动比率 (%)	1.12	1.60	1.52	6.05	3.68	3.55
速动比率 (%)	1.01	1.28	1.35	5.68	3.33	3.01
资产负债率 (%)	61.26	60.12	47.42	13.27	15.20	16.43
每股收益-基本 (元)	0.25	0.55	0.62	0.48	0.28	0.07
每股净资产 (元)	1.37	1.36	1.62	4.50	2.90	2.01

资料来源：国信证券经济研究所

表 3：公司收购格瑞卫康的主要指标计算和比较

	2010年1-9月			2009年度		
	格瑞卫康	彩虹精化	占比	格瑞卫康	彩虹精化	占比
营业收入/万元	3,410.94	27,565.23	12.37%	4,431.04	32307.52	13.72%
营业利润/万元	733.28	2,278.30	32.19%	765.68	3901.76	19.62%
净利润/万元	642.31	1,598.33	40.19%	749.44	3696.06	20.28%
净资产/万元	2,822.55	43,079.616		2,180.24	60552	
收购对价/万元	7,555.8	228,844.80		7555.8	228,844.80	
	51.22%			51.22%		
收购PE	22.97	143.18	-83.96%	19.68	61.92	
收购PB	5.23	5.31	-1.61%	6.77	3.78	
收购PS	4.32	8.30	-47.91%	3.33	7.08	

资料来源：国信证券经济研究所

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

分析师承诺:

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。

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。