

**动态报告/公司快评**

基础化工

**彩虹精化 (002256)**
**谨慎推荐**

化学制品

彩虹精化收购国瑞卫康快评

(上调评级)

2010年11月11日

## 成熟品牌的收购将快速提升公司的盈利能力

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”) 与严义清、熊心磊 (二人作为转让方和保证方)、黄红丽、杨柳青和深圳市格瑞卫康环保科技有限公司 (三方作为保证方) 于 2010 年 11 月 3 日签订了《股权转让及增资协议》, 以人民币 1, 799 万元收购深圳市格瑞卫康环保科技有限公司 (以下简称“格瑞卫康”) 20% 的股权, 同时以人民币 5756.8 万元认购格瑞卫康的增资, 增资后公司持有格瑞卫康 51.22% 的股权。

### 评论:

#### ■ 收购价格总体较低, 收购完成有利于公司价值的提升

从收购对价来看, 根据 09 年的数据来看, 收购资产 PE 为 19.9 倍, 收购资产的 PB 为 6.8 倍, 收购资产的 PS 为 3.3 倍。根据 10 年前三季度的数据来看, 收购资产 PE 为 23.0 倍, 收购资产的 PB 为 5.2 倍, 收购资产的 PS 为 4.3 倍。

参考彩虹精 10 年前三季对应的估值指标 (PE143 倍、PB5.3 倍、PS8.3 倍), 我们认为从收购 PB 来看, 公司的收购价格相对合理; 从收购 PE、PS 来看, 收购价格相对较低。总体来看, 我们认为收购资产存在价值低估, 收购完成之后, 将对公司的价值带来提升。

#### ■ 收购有利于公司向室内环保业务拓展, 提高公司 10、11 年的 EPS 分别为 0.02 元、0.06 元。

公司收购格瑞卫康部分股权并认购其增资, 最终持有其 51.22% 的股权, 实现了公司同心多元化的发展战略, 降低了公司主业相对单一的市场风险。考虑到格瑞卫康在行业内的品牌优势、成熟的营销网络、产品研发技术成熟、管理队伍齐整等因素, 收购有利于公司扩大业务范围, 在原有主业的基础上增加室内环保业务; 同时也将带动公司现有主营业务的发展, 提高现有业务的竞争能力。

初步预计, 格瑞卫康 10、11 年的净利润约 850 万元、2400 万元, 收购对公司 10、11 年的 EPS 分别增厚 0.02 元、0.06 元, 对 11 年的业绩提升幅度在 30% 左右。

#### ■ 从收购标的盈利能力来看, 格瑞卫康产品毛利率为 80%、净利率为 20%, 收购将提升公司的综合盈利能力

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。从投资收益的角度来看, 此项收购也将高于对现有业务的投资收益率, 进一步提高了公司的资产收益率。

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%，空气净化机的产能利用率为 20%。随着经营的扩大，具有较大的提升空间。

■ **利润保证和进一步收购条款显示格瑞卫康具有较大的盈利提升空间。**

收购协议中有 10 年实现 850 万元盈利保证条款，以及 11、12 年实现 2500 万元之后的进一步收购条款，显示格瑞卫康具有较大的盈利提升空间。格瑞卫康主业是从室内空气质量一体化解决方案提供商，是环保领域的朝阳产业，是行业内知名的品牌。格瑞卫康具有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，即使格瑞卫康的市场占有率仅为 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。

■ **向北京家缤纷追加注册资本金人民币 100 万元，持有其 20%的股权**

公司此次对家缤纷进行增资，是为了增强家缤纷的资金实力，以确保项目能够持续、顺利推进，获得战略预期，符合公司的发展需要和长远规划。目前，家缤纷尚处于前期工作中，未来的经营情况存在一定的不确定性，公司将继续监督其进展情况，合理控制投资风险，为股东创造价值。

■ **预计 10、11 年 EPS 分别为 0.30、0.40 元，提高评级为“谨慎推荐”。**

考虑到收购对公司经营业绩的提升效应以及现有业务对业绩带来的不确定性，我们预计 10 年、11 年、12 的 EPS 分别为 0.30 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，目标价格约 12-14.4 元。提高评级为“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	2009H
综合毛利率	19.69%	22.69%	24.02%	23.69%	27.36%
气雾漆毛利率	17.88%	21.29%	22.42%	22.66%	27.73%
汽车用品毛利率	22.90%	24.16%	25.42%	23.79%	24.9%
家居用品毛利率	30.22%	32.95%	37.13%	32.88%	37.5%
净利率	6.42%	11.85%	13.34%	11.92%	14.6%
应收账款周转率	6.49	6.80	7.85	7.20	3.62
存货周转率	12.09	7.85	13.84	10.52	4.43
资产负债率	61.26%	60.12%	47.42%	13.27%	16.55
流动比率	1.12	1.60	1.52	6.05	4.91

速动比率	1.01	1.28	1.35	5.68	4.60
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

■ **中国联通移动电话及宽带用户恢复高增长，本地电话用户继续减少**

9月中国联通移动电话新增126.6万户，环比上升39.3%，同比上升8.6%；较2007年月平均新增110.9万户上升14.1%。9月宽带新增60.7万户，环比上升123.2%，同比上升81.9%；较2007年月平均新增44万户上升37.4%。9月本地电话（含小灵通）减少47.2万户。

■ **中国电信移动电话用户大幅减少，宽带用户保持高增长，本地电话用户继续减少**

9月中国电信移动电话减少62.6万户，考虑到C网正处于交割期，用户大幅减少也在情理之中。9月宽带新增73万户，环比上升5.8%，同比上升32.7%；较2007年月平均新增61万户上升19.5%。9月本地电话（含小灵通）减少63万户。

■ **行业正步入政府意愿决定走向的历史时期，弱者面临结构性提升机遇，维持行业“谨慎推荐”评级**

我们一直认为：预测国内电信运营行业的未来（包括竞争格局），一定要将政府的意愿纳入考虑范围并给予一定的权重，特别是现阶段政府的权重更应上升。虽然行业重组和3G建设可能使得各运营商面临2年的阵痛期；但国内通信运营行业长期发展潜力依旧巨大，弱势运营商在未来五年中面临结构性提升机遇；目前各运营商股价都已回落至较低的估值水平，隐含了利润下行预期。综合各原因，我们维持行业“谨慎推荐”投资评级。

**表1: 重组后动态预测数据 (2008-2010年) 显示中国联通、中国电信处于较低的价格水平**

股票名称	081020	P/B (X)		EPS (人民币)			P/E (X)			投资评级	
	收盘价	2008E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E		2010E
中国联通 A	5.22	1.55	0.307	0.326	0.336	0.355	17.03	16.02	15.52	14.72	推荐
中国联通	10.74	1.04	0.813	0.864	0.892	0.940	11.63	10.94	10.60	10.05	推荐
中国电信	2.86	0.86	0.309	0.312	0.281	0.309	8.14	8.06	8.95	8.16	谨慎推荐
中国移动	71.10	2.86	4.280	5.786	6.684	7.587	14.62	10.81	9.36	8.25	中性
<b>行业平均</b>		1.58					12.85	11.46	11.11	10.29	

资料来源: 国信证券经济研究所, P/B、P/E 都按港币与人民币汇率 1: 0.88 进行了调整

**表2: Sep-08 新增用户: 移动电话用户保持高增长, 固网本地电话用户继续减少, 宽带用户增长提速**

新增用户 (万户)	Jun-07	Jul-07	Aug-07	Sep-07	Oct-07	Nov-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08
中国移动	552.6	559.6	558.6	610.3	660.3	651.7	655.6	704.4	797.1	778.3	741.1	749.1	755.0	710.5	717.5	<b>724.6</b>
中国联通 G 网	113.3	110.9	107.7	116.6	113.2	109.5	103.5	112.5	121.2	132.4	120.9	109.1	107.4	95.2	90.9	<b>126.6</b>
中国电信 C 网	40.4	34.6	34.8	35.4	35.8	30.2	32.7	30.3	27.8	30.1	28.9	5.5	1.6	-41.3	-39.8	<b>-62.6</b>
中国联通本地电话	7.8	-6.0	-26.8	-27.0	-37.0	-76.1	-252.9	-76.4	-45.0	-50.4	-36.2	-38.9	16.0	-30.2	-40.7	<b>-47.2</b>
中国电信本地电话	21.0	6.0	-38.0	-73.0	-88.0	-75.0	-148.0	-122.0	-102.0	-92.0	-88.0	-82.0	-58.0	-60.0	-69.0	<b>-63.0</b>
中国联通宽带	31.9	42.6	48.0	33.4	46.2	48.2	46.1	76.3	51.1	61.4	46.2	52.7	71.0	62.5	27.2	<b>60.7</b>
中国电信宽带	57.0	61.0	54.0	55.0	55.0	61.0	60.0	62.0	71.0	73.0	65.0	70.0	89.0	81.0	69.0	<b>73.0</b>
新增用户市场份额 (%)	Jun-07	Jul-07	Aug-07	Sep-07	Oct-07	Nov-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08
中国移动	78.2%	79.4%	79.7%	80.1%	81.6%	82.3%	82.8%	83.1%	84.3%	82.7%	83.2%	86.7%	87.4%	92.9%	93.4%	<b>91.9%</b>
中国联通 G 网	16.0%	15.7%	15.4%	15.3%	14.0%	13.8%	13.1%	13.3%	12.8%	14.1%	13.6%	12.6%	12.4%	12.5%	11.8%	<b>16.1%</b>
中国电信 C 网	5.7%	4.9%	5.0%	4.6%	4.4%	3.8%	4.1%	3.6%	2.9%	3.2%	3.2%	0.6%	0.2%	-5.4%	-5.2%	<b>-7.9%</b>

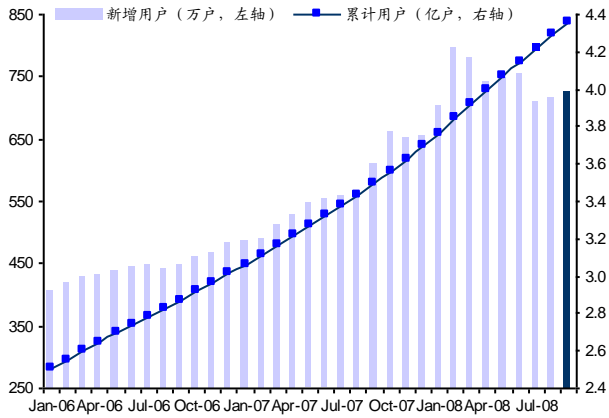
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

**表3: Sep-08 累计用户: 中国移动利用重组间隙, 累计用户市场份额继续上升, 升至 71.7%**

累计用户 (万户)	Jun-07	Jul-07	Aug-07	Sep-07	Oct-07	Nov-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08
中国移动	33238	33797	34356	34966	35627	36278	36934	37638	38435	39214	39955	40704	41459	42169	42887	<b>43612</b>
中国联通 G 网	11257	11368	11476	11592	11705	11815	12056	12169	12290	12423	12543	12653	12760	12855	12946	<b>13073</b>
中国电信 C 网	3906	3941	3976	4011	4047	4077	4193	4223	4251	4281	4310	4315	4317	4276	4236	<b>4173</b>
中国联通本地电话	11508	11502	11475	11448	11411	11335	11082	11006	10961	10910	10874	10835	10851	10821	10780	<b>10733</b>
中国电信本地电话	22449	22455	22417	22344	22256	22181	22033	21911	21809	21717	21629	21547	21489	21429	21360	<b>21297</b>
中国联通宽带	1712	1755	1803	1836	1883	1931	1977	2053	2104	2166	2212	2265	2336	2398	2425	<b>2486</b>
中国电信宽带	3219	3280	3334	3389	3444	3505	3565	3627	3698	3771	3836	3906	3995	4076	4145	<b>4218</b>
累计用户市场份额 (%)	Jun-07	Jul-07	Aug-07	Sep-07	Oct-07	Nov-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08
中国移动	68.7%	68.8%	69.0%	69.1%	69.3%	69.5%	69.7%	69.7%	69.9%	70.1%	70.3%	70.6%	70.8%	71.1%	71.4%	<b>71.7%</b>
中国联通 G 网	23.3%	23.1%	23.0%	22.9%	22.8%	22.6%	22.8%	22.5%	22.4%	22.2%	22.1%	21.9%	21.8%	21.7%	21.6%	<b>21.5%</b>
中国电信 C 网	8.1%	8.0%	8.0%	7.9%	7.9%	7.8%	7.9%	7.8%	7.7%	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%	7.2%	7.1%	<b>6.9%</b>

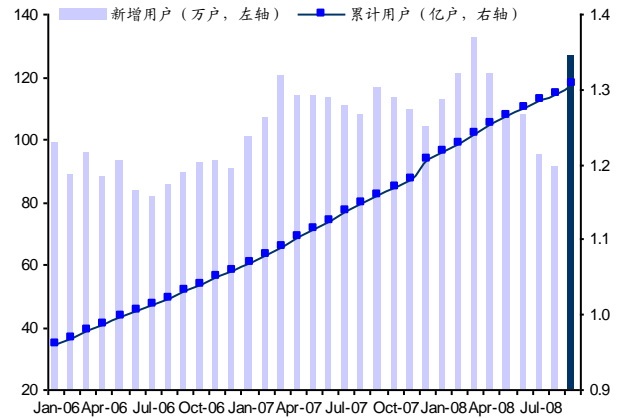
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 1: Sep-08 中国移动新增用户稳定增长, 725 万户



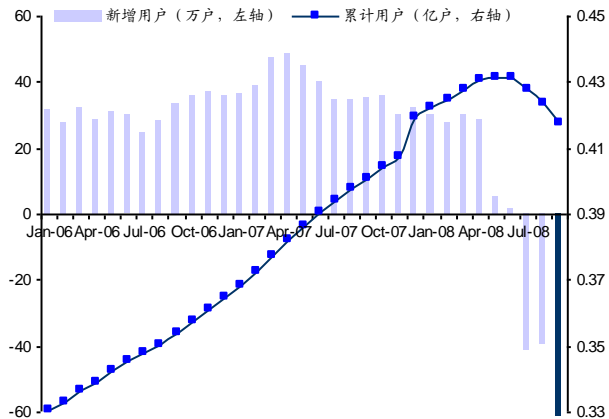
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 2: Sep-08 中国联通新增用户回升, 127 万户



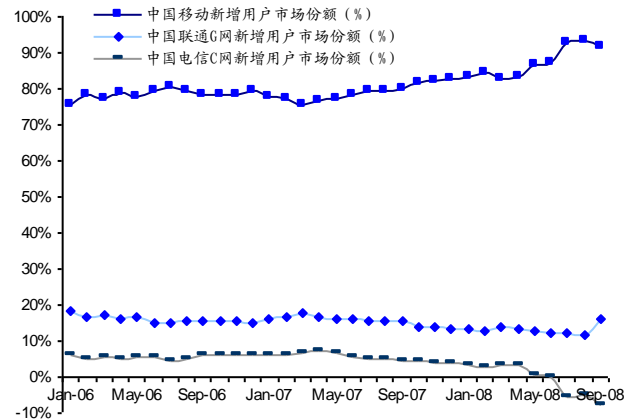
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 3: Sep-08 中国电信新增用户大幅下降, -63 万户



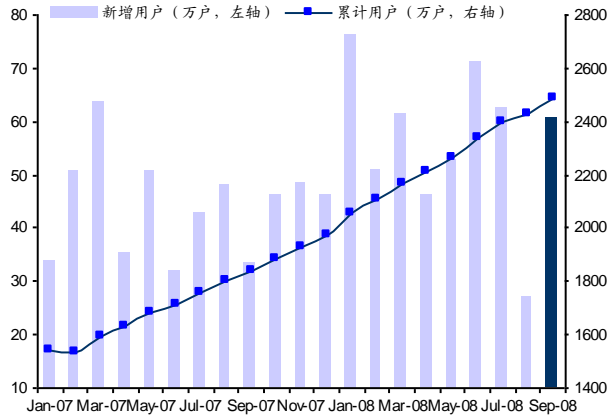
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 4: Sep-08 中国移动新增用户市场份额微降至 91.9%



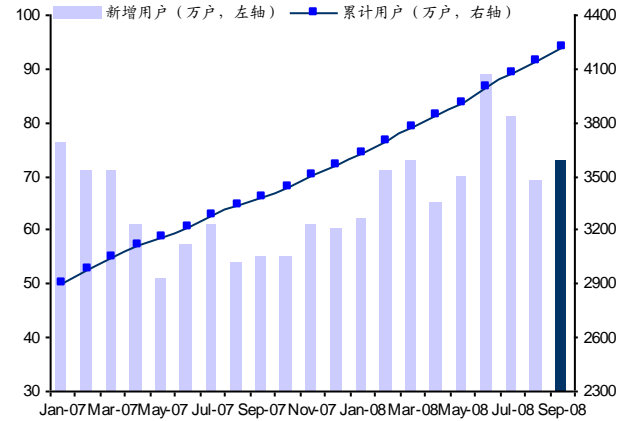
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 5: Sep-08 联通宽带新增用户恢复高增长, 61 万户



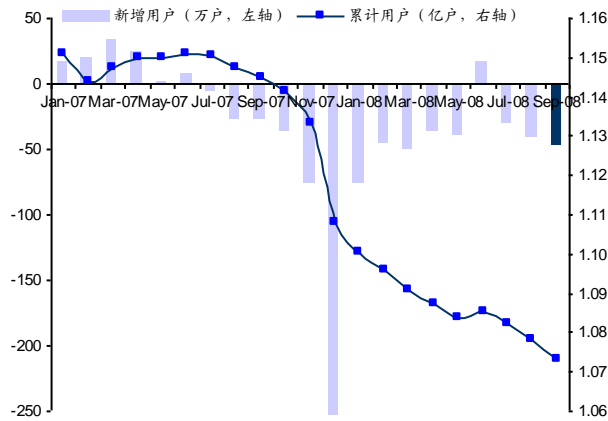
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 6: Sep-08 电信宽带新增用户保持高增增, 73 万户



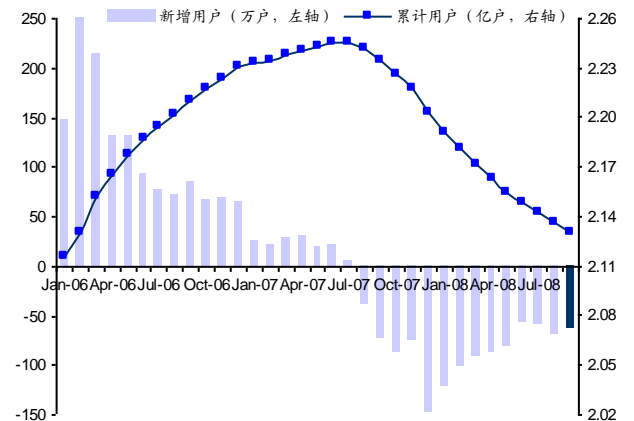
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 7: Sep-08 联通本地电话用户继续减少, -47 万户



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 8: Sep-08 电信本地用户继续减少, -63 万户



资料来源: 公司数据, 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。

#### 免责条款:

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。