

证券研究报告—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

彩虹绿世界重大合同事件点评

(维持评级)

2011年3月4日

生物降解产品签大单机遇与风险并行

证券分析师: 陈爱华 0755-82133397 chenah@guosen.com.cn

证券分析师: 张栋梁 0755-82130532 zhangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书

编码: S0980510120060

证券投资咨询执业资格证书

编码: S0980510120013

事项:

3月2日,深圳市彩虹精细化工股份有限公司(以下简称“公司”)公告其控股55%的子公司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”)签约四个大的销售协议,总金额为美元27,407万元,人民币24,238万元。此四项协议共需可降解材料16.5万吨。

评论:

■ 生物降解产品签大单,显示公司在此领域具有巨大的发展潜力。

彩虹绿世界是公司的控股子公司,成立于2010年12月,控股比例为55%。成立之初,考虑到生物降解产品生产规模过大,加之没有核心技术,原材料、客户都依赖于合作方,对于这项投资能获得成功的认可很少。此次彩虹绿世界签约四项协议,金额巨大,显示公司在生物降解材料领域获得较多的认可,具有巨大的发展潜力。

如果协议能正常履行,预计给彩虹绿世界带来20.0亿元的收入,贡献净利润约人民币2.0亿万元,给公司贡献1.1亿元左右的净利润。考虑到如果2011年协议执行不少于65%,2012年1至2月执行协议的剩余部分。预计11年母公司贡献利润在7,160万元左右,2012年1到2月份为公司贡献利润在3,855万元左右。增加2011年EPS为0.34元,增加2012年EPS为0.18元。

彩虹绿世界的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,成立后三个月内,生产销售生物质降解材料产品应达到日产500吨,半年内达到日产1000吨;十八个月内,达到年产70万吨;成立后三年内,达到年产100万吨,增长速度是非常可观的。如果能够实现,具有很大的发展空间。

■ 首次签约以及两家客户成立时间较短,涉及金额较大,具有的风险因素不可忽略。

此次签订协议的交易对方均为首次与公司发生经营业务往来,公司没有其交易信用记录,且其中两家客户成立时间较短,所签订的协议涉及的金额较大,协议的执行存在重大的不确定性风险。具体来看,签约客户2 Degrees是一家国际化公司,成立于2010年7月28日,主营环保和对社会无害产品贸易。2 Degrees向彩虹绿世界采购全降解餐盒,协议金额总计1.91亿美元。签约客户浙江乘苏达生物降解材料有限公司,成立于2010年11月15日,主营

生物降解材料。乘苏达向彩虹绿世界采购 PBM-BF 可降解纤维材料和 PBM-PP 全降解注塑材料，协议金额总计 0.21 亿元。由于这两大客户成立的时间很短，且合同金额很大，因此合同执行的不确定性很大。

从产能和原材料来看同样具有较大风险。公司规划的产能半年内年产能达到 30 万吨，一年半达到年产能 70 万吨。从国内国外的行业产能来看，美国最大的淀粉类生物降解材料公司 Warner-Lambert 公司的年产能仅 4.5 万吨，国内最大淀粉基可降解塑料天津丹海股份有限公司产能仅 3 万吨。彩虹绿世界能否实现规模上的巨大突破，具有较大的不确定性。生产过程所需的原材料深圳并不具有优势，需要从外地购买，因此原材料采购、价格、运输等方面的成本，在农产品价格不断上升的过程中，都具有较大的不确定性。

■ **公司主业净利润增长 6%，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。**

公司业绩快报显示，公司主营业收入 3.63 亿元，净利润 0.41 亿元，增长 6%，EPS 为 0.2 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。

■ **北京纳尔特保温 10 年亏损 0.20 亿元，影响公司 EPS-0.05 元，11 年大幅减亏的可能性较大。**

北京纳尔特保温 10 年的报表显示，纳尔特主营业收入 0.31 亿元，净利润亏损约 0.20 亿元。按照 53% 的股权计算拖累公司净利润约 0.11 亿元，EPS 约 -0.05 元。公司收购北京纳尔特保温已经一年多时间，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，从北京纳尔特保温第四季度的销售情况来看，盈利约 0.02 亿元，较前三季度有较大的改善。我们预计公司 11 年实现亏损大幅减亏的可能较大。

■ **格瑞卫康为室内污染治理龙头，将提高公司 11 年的 EPS 为 0.06 元。**

格瑞卫康是公司 2010 年 11 月收购的控股子公司。其主业是室内污染治理的国内龙头企业，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，主营业收入 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。

■ **预计 10、11、12 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、彩虹绿世界的巨额销售协议顺利执行、以及公司现有主业的稳定经营，我们认为，11 年是公司关键性的一年，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 0.15 元、0.6 元、0.80 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，考虑到公司控股子公司的不确定性，给与 35-40 倍的 PE，目标价格约 21-24 元。维持“谨慎推荐”评级。

表 1: 公司生物降解材料产品签约的具体情况

签约客户	产品类别	产品数量	产品价格	金额
2 Degrees	产品名称	数量 (个)	单价 (美元/个)	金额 (美元)
(成立于2010年7月)	全降解餐盒1#	30000000	0.182	5460000
	全降解餐盒2#	30000000	0.212	6360000
	全降解餐盒3#	30000000	0.242	7260000
	总计			USD190,800,000.00
嘉兴国际	产品名称	数量 (个)	单价 (美元/个)	金额 (美元)
(成立于2001年10月)	塑胶卡板 (含纤维)	3000000	21.2	6360000
	塑胶卡板	1000000	19.67	19670000
	总计			USD83,270,000.00
乘苏达	产品名称	数量 (吨)	单价 (元/吨)	金额 (人民币:万元)
(成立于2010年11月)	PBM-BF可降解纤维材料	13000	8200	10660
	PBM-PP全降解注塑材料	12000	8600	10320
	总计			20980
中芯国际	产品名称	数量 (个)	单价 (元/个)	金额 (人民币:万元)
(成立于2000年)	纤维托盘 (双面)	27000	140	378
	电子产品托盘	8000000	3.6	2880
	总计			3258

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

表 2: 公司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: 公司公告, 国信证券经济研究所

表 3: 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: WIND资讯, 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。

风险提示:

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。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。