

证券研究

深耕林化工一体化，全球樟脑龙头

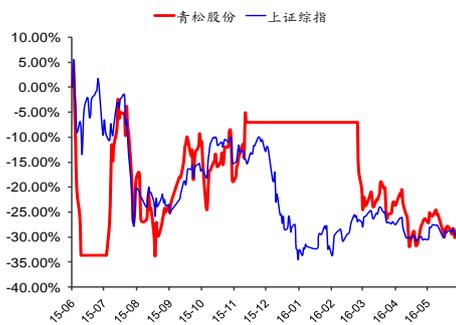
基础化工

2016年7月11日

——青松股份（300132.SZ）深度报告

首次评级：推荐

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：石亮

执业证书编号：S0590515090001

联系人：

马群星 石亮 夏文奇

电话：0510-82833337

Email: maqx@glsc.com.cn

独立性声明：

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，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

投资要点：

- **樟脑产销量全球第一，细分领域的冠军。**公司是国内林产化学工业龙头企业之一，合成樟脑占国内62%，全球43%的市场份额。公司深耕松节油产业链，合成樟脑单品No.1，增加蒎烯、乙酸异龙脑酯、樟脑磺酸、冰片、尿嘧啶、对伞花烃、双戊烯、醋酸钠、无水醋酸钠等深加工产品，应用于医药、香精香料、化妆品、日化、涂料等行业。
- **樟脑行业洗牌近尾声，有望迎来量价比翼双飞的格局。**公司樟脑毛利率低于20%，同行基本维持在盈亏平衡线，二线企业逐步退出，现有厂家畏惧公司竞争优势，无意扩产。作为专用化学品，毛利率合理应在30%。樟脑下游需求呈现刚需特质，除了医药日化等，印度宗教礼拜火葬用品稳健增长，2015年从中国进口首次突破3000吨，随着印度人均收入提高，需求保持3%以上增速；替代对二氯苯作为安全防蛀用品，一旦欧美或者中国政策发力禁止，樟脑将迎来新增万吨级别的需求，预计樟脑价格正进入上涨的景气周期。
- **把控松节油国内资源供应量30%以上，受益于松节油价格上涨。**公司采购松节油占中国30%以上份额，全球20%，和松脂产地资源方建立了长期联盟采购，确保价格和供应的可靠性。2016年松节油正遭遇库存快速减少、松脂成本上涨（人工）、松香需求减产（石油树脂冲击）、天气恶劣影响、出口需求增长等多重刺激，导致三个月内价格已经从8500元/吨，上涨至11800元/吨。松节油趋紧和价格上涨，公司可望受益。
- **松节油及更多香料深加工，整合行业资源做平台型企业。**公司结合自身资源禀赋，除了积极介入松节油及林化工深加工，开发多样性产品外，整合区域性的香料细分企业，做成平台型的应用方案提供商和服务商。
- **盈利预测及估值。**预计公司2016年~2018年EPS为0.12、0.20、0.24元，给予2017年30~40倍PE，公司合理价为6.0~8.0元。由于公司是目前松节油深加工和林化工的稀缺标的，樟脑的全球细分领域冠军，搭建香料产业平台的可能，未来潜力尚待释放，给予推荐评级。

风险提示：松节油价格大跌；印度宗教火葬仪式遭遇禁令。

## 目 录

1. 樟脑隐形冠军：公司位居全球产销第一 .....	3
1.1. 合成樟脑是公司主要经营专项 .....	3
1.2. 合成樟脑生产流程 .....	4
1.3. 樟脑需求潜力大，下游应用丰富 .....	4
1.4. 公司发挥综合优势，做强做大樟脑产业 .....	5
2. 林化工一体化：深耕松节油产业链 .....	7
2.1. 松节油林化工产品产业链 .....	8
2.2. 松节油属于关键战略资源 .....	10
2.3. 松节油全球范围内供给始终偏紧 .....	11
2.3. 松节油衍生一系列紧俏品种 .....	12
2.4. 香精香料撬动大市场 .....	13
3. 产品价格战休亦，静待涨价回归理性 .....	15
3.1. 公司处于营收增长和利润下滑的窘境 .....	15
3.2. 樟脑产品毛利率逐年下降，单价底部徘徊 .....	16
3.3. 公司市场份额逐步扩大，全球产销五成 .....	16
3.4. 公司对松节油把控能力显著提高 .....	18
3.5. 立断张家港亚细亚，培育松节油深加工利基业务 .....	20
4. 纵横香料领域，精耕扩充版图 .....	21
4.1. 研发投入大，香精香料行业门槛高 .....	22
4.2. 中国香料行业分散，并购扩充潜力大 .....	23
4.3. 搭建香精香料的产业平台 .....	24
5. 盈利增长点 .....	25
5.1. 樟脑有望量价齐升，行业回归繁荣 .....	26
5.2. 变现松节油战略采购资源 .....	29
5.3. 药用樟脑产品发展迅速 .....	31
6. 盈利预测及估值 .....	32
7. 风险提示： .....	32

## 1. 樟脑隐形冠军：公司位居全球产销第一

公司是国内林产化学工业龙头企业之一，是国内最大的松节油深加工企业，同时也是全球最大的合成樟脑及其中间产品的供应商。公司位于中国武夷山南麓、闽江源头的福建省南平市建阳区，是一家专业从事芳香化学品、中药饮片、药用辅料、医药中间体以及功能化学品的生产、研发和销售的企业。

公司深耕松节油产业链，合成樟脑为主，逐步增加苜烯、乙酸异龙脑酯、樟脑磺酸、冰片、尿嘧啶、对伞花烃、双戊烯、醋酸钠、无水醋酸钠等深加工产品，广泛应用于医药、香精香料、化妆品、日化、涂料等行业。

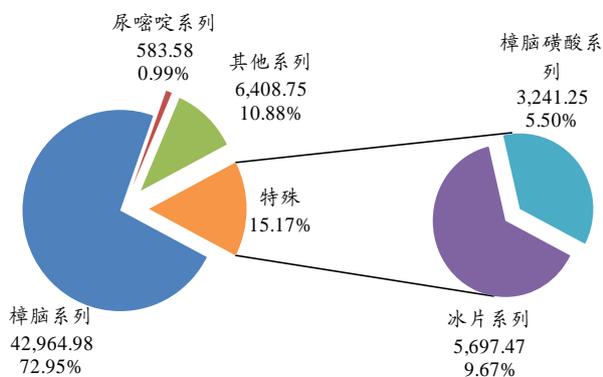
公司具备良好的松节油资源掌控能力、充足的原料储存能力、完善的物流体系。公司利用区位优势，大力发展以天然可再生、绿色环保的植物为原料的医药、香料、日化产品项目。

### 1.1. 合成樟脑是公司主要经营专项

公司前身建阳化工厂自上世纪 70 年代涉足樟脑生产，截止 2015 年，樟脑已发展为主打产品，占公司销售额 72.95%，毛利 66.27%，一直是公司主要利润来源。

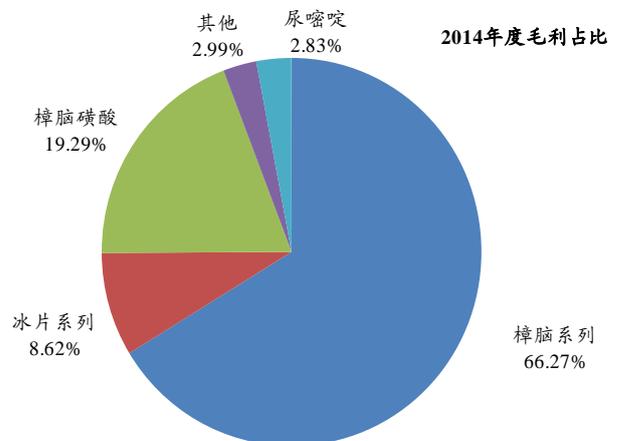
公司也生产樟脑下游衍生物樟脑磺酸，作为深加工补充，2011 年收购张家港亚细亚，扩充对该产品应用整合，因整合不达预期，连年亏损，2015 年末实际控制人给予溢价回购。

图 1：2015 年樟脑销售占比超 70%



数据来源：公司年报；国联证券研究所

图 2：樟脑占公司毛利 66%



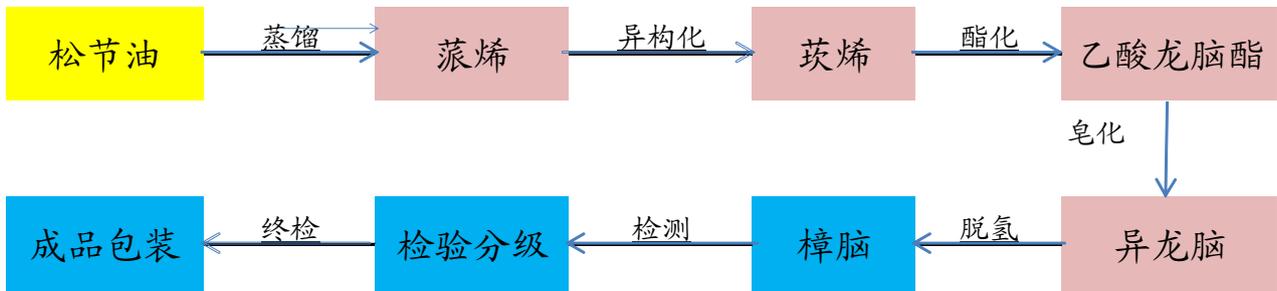
数据来源：公司年报；国联证券研究所

## 1.2、合成樟脑生产流程

樟脑分合成和天然级，天然来源的樟脑由于资源匮乏及作物保护、成本高昂等原因，无法满足日益扩大的市场需求，而合成与天然樟脑在化学性质及应用性能等方面没有本质区别，合成樟脑完全可以替代天然樟脑使用，松节油合成樟脑工业得到了快速的发展，相应地樟脑也成了松节油的主要应用下游。

松节油生产合成樟脑的成熟方法主要有两种：酯化法和水合法，两者区别在于从蒎烯制备异龙脑的过程。酯化皂化法特点是工艺技术非常成熟，产品质量稳定，生产能力大，虽然工艺中多一步化学反应，但总的工艺过程并不冗长，松节油单耗低，所以国内大部分企业使用酯化皂化法。

图 3：酯化皂化法生产合成樟脑流程



数据来源：公司招股书；国联证券研究所

从公开技术资料查阅，松节油减压分馏所得  $\alpha$ -蒎烯，用偏钛酸催化剂异构成茨烯。经分馏所得的纯茨烯(凝固点在  $44^{\circ}\text{C}$  以上)，用冰乙酸酯化成乙酸异龙脑酯，分馏提纯至含酯量达 95% 以上，用约 45% 浓度的氢氧化钠水溶液和适量二甲苯加压皂化，反应完毕再加入适量二甲苯作溶剂，静置分层，分离去乙酸钠后，水洗至中性，得异龙脑二甲苯溶液。以碱式碳酸铜  $[\text{CuCO}_3 \cdot \text{Cu}(\text{OH})_2]$  为催化剂， $180^{\circ}\text{C}$  异龙脑脱氢并蒸去二甲苯，于  $212^{\circ}\text{C}$  进行吹风升华制得合成樟脑。工艺流程并不复杂，主要从松节油历经蒸馏、异构化、酯化、皂化和脱氢，产品技术门槛不高。

技术要求不高的情况下，我们认为合成樟脑因下游客户多数为香精香料、医药、日化和化妆品，客户对成本并不敏感，但对品牌和供应原产地有认证要求，相应给公司树立了一定的壁垒。

## 1.3、樟脑需求潜力大，下游应用丰富

合成樟脑用途较广泛，多数应用医药、日用、香料等弱周期应用，几乎不受经济衰退影响，因樟脑的天然独特结构，更多应用还在持续开发中。

我们认为未来需求的重点增量在于三大方面，驱虫替代对二氯苯、人民币预期贬值下出口增长和东南亚地区特别是印度经济回暖带来对宗教迷信熏香增长。对二氯苯替代在于法律法规和消费者对安全健康需求提升后，防虫剂厂家迎合内在需求变化，自觉将其替代；人民币贬值下中国对印度和巴西樟脑厂家竞争力提高，抢占更大的份额；印度和巴基斯坦宗教信用用品潜力巨大，但受制于经济消费水平，处于较为压抑状态，随着该区域经济增长回暖和人均收入提升，对樟脑需求中长期看好。

图 4：合成樟脑全球需求及增速预判

### 合成樟脑全球需求及增速预计

主用途	功能和作用	需求总量吨/2015年	未来五年增速%
直接药用	跌打、活血外用膏和药用油水制剂，也可入解暑醒脑健胃作用的口服或外服中成药制剂	4500	6.00%
药用中间体	生产中枢神经兴奋剂的医药中间体樟脑磺酸和苯甘氨酸	2600	6.00%
工业原料	可用作如赛璐珞、增塑剂、无烟火药、硝化纤维和防腐剂	3800	2.00%
防虫蛀剂	用于衣物、服装毛料、书籍、文件档案等驱虫	7500	6.00%
香精香料	香料，应用于日化香精配料、日用化学品和工业品的加香	1300	4.50%
熏香宗教	宗教礼拜用，主要在南亚印度、巴基斯坦应用	12200	3.00%

数据来源：国联证券研究所

#### 1.4、公司发挥综合优势，做强做大樟脑产业

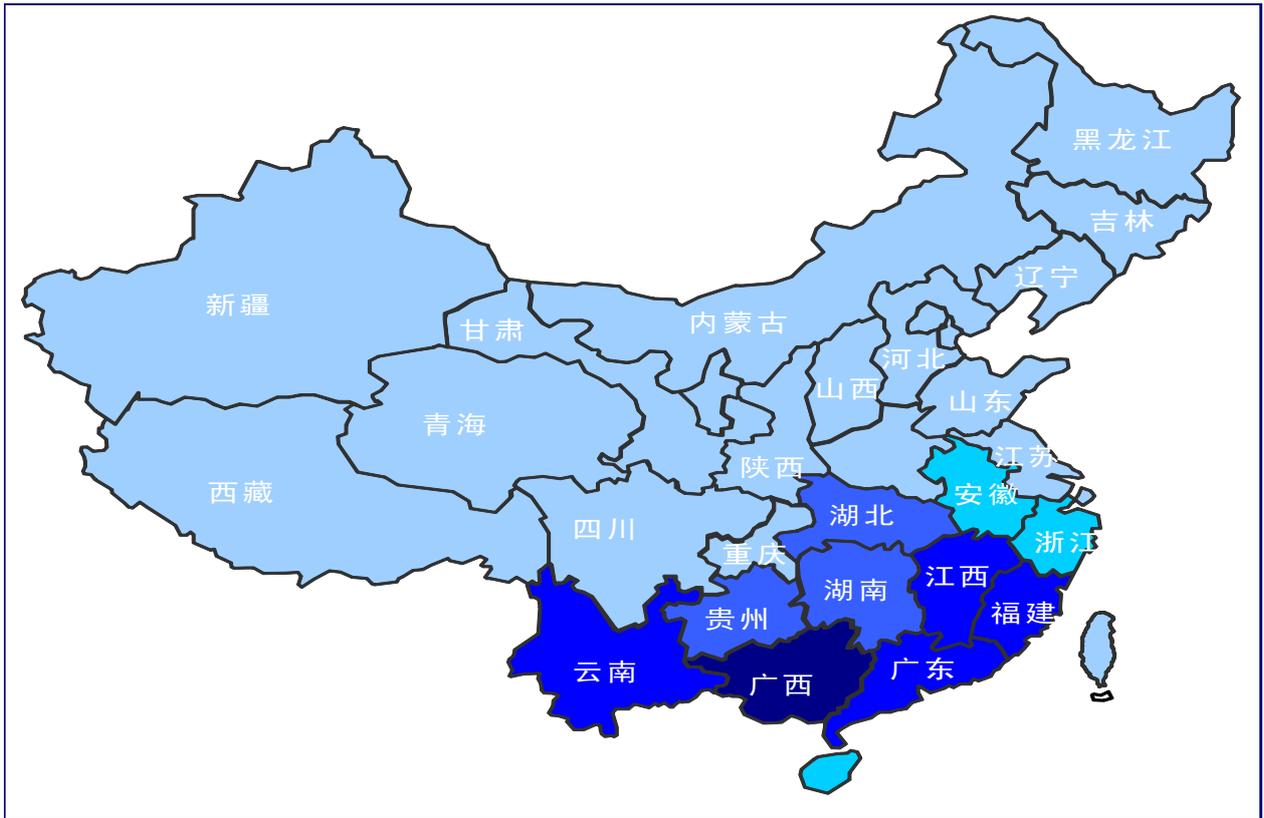
公司属于化学原料及化学制品制造业的林产化学品深加工行业，专业生产樟脑并发展成为全球最大的产销企业，综合优势明显。

##### 一、原料松节油掌控优势

松节油是一种天然可再生的绿色原料，其生产的产品可替代部分石化产品，从而减少对不可再生石化资源的依赖和消耗。作为樟脑的主要原料，其难以由化学合成大规模经济批量提供，只能靠松树的松脂分离获取，长期来看，松节油资源已成为行业稀缺资源。

公司地处福建，毗邻松脂资源产地广西、云南、贵州、广东、江西、湖南、湖北、安徽等松节油大省。公司经过多年摸索，良好的松节油资源掌控能力、充足的原料储存能力、完善的物流体系，形成了一套行之有效的采购体系，有力保障了松节油的供给数量和价格的稳定。

图 5: 松节油产地集中在华南地区

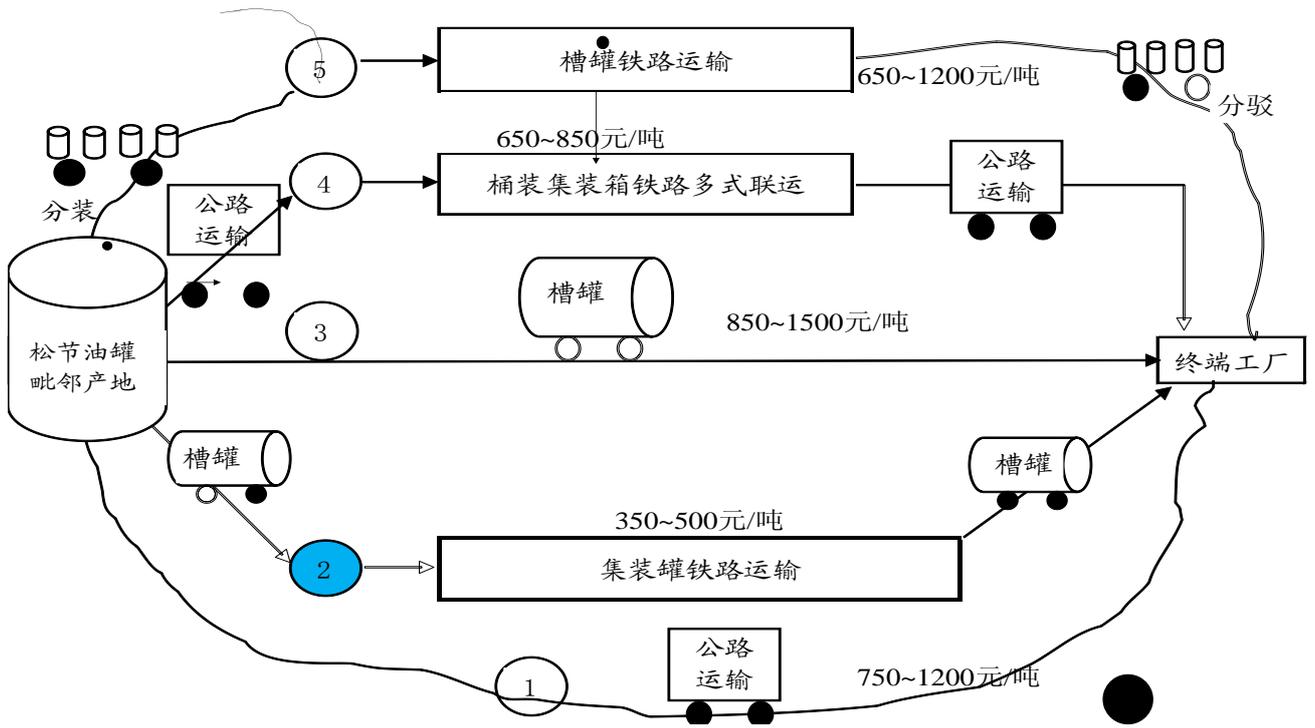


数据来源：松香网；国联证券研究所

## 二、樟脑成本优势

公司应用连续精密分馏、高选择性催化剂等各项先进技术，使得产品单耗等各项技术指标达到了国内领先水平。以合成樟脑为例，根据公司招股书披露，生产每吨合成樟脑的松节油单耗约为 1.38 吨，而同行业平均水平约为 1.42~1.45 吨。公司装卸松节油的铁路专用线距厂区约 8 公里，而国内同行业主要竞争对手的铁路专用线距离厂区都在 100 公里以上，松节油物流综合运费比业内同行平均低 300 元/吨；公司生产所需的燃料煤主要从周边城市采购，使得公司原材料和燃料的成本均低于同行业。

图 6: 公司模式 2 物流费用远比同行低



数据来源: 国联证券研究所

### 三、樟脑产品一定定价权

公司是全球樟脑龙头企业, 市场份额逐年提升, 截止 2015 年已经占据国内约 60%, 全球约 45% 市场份额, 产生显著的规模效应。樟脑作为日化医药香料添加剂, 下游客户更换供应商动力不强, 一般对价格接受度较高, 公司对产品具有较强的议价能力, 即使行业多年价格战的情况下, 公司樟脑系列产品的毛利率能维持在 20% 以上;

## 2、林化工一体化: 深耕松节油产业链

松节油深加工是林产化工产业链中重要的一环, 一方面我国脂松节油的产量占全球 75% 以上, 主要出产于广西、云南、福建、广东、湖南和江西, 这些地区占据显著的原料资源优势。另一方面松节油衍生物国内技术和规模领先, 产量最大的是樟脑和蒎烯, 约占所有衍生物产量的 26%, 其次是松油醇和松油(约占 23%)、蒎烯(约占 19%)、各类合成香料约占 14%、萜烯树脂约占 11%、冰片约占 5%, 因出口零退税政策的实施, 我国出产的松节油少量供出口, 不超过 2%。

国内松节油深加工系列产品相当丰富, 已经成熟的产品包括  $\alpha$ -蒎烯、 $\beta$ -蒎

烯、松油、松油醇、异松油烯、二氢松油醇、乙酸松油酯、乙酸芳樟酯、二氢月桂烯醇、芳樟醇、香茅醇、蒎烷、蒎烯、长叶烯、双戊烯、松焦油、合成樟脑、合成功脑(冰片)、萜烯树脂、萜烯树脂、萜烯酚醛树脂、萜烯苯乙烯树脂、双萜烯、松油精、塔尔油、精制浮油、无臭味松焦油、古马隆、对孟烷、松香基耐候性环氧树脂、异长叶烯等。

### 2.1、松节油林化工产品产业链

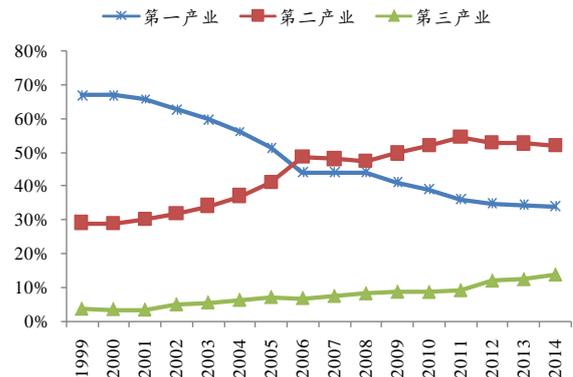
中国森林资源丰富，品种繁多，给发展林化工提供了重要的保障。我们按原料来源的不同，将林产化工产品细分为：1. 松香及其深加工产品；2. 松节油及其深加工产品；3. 栲胶类产品；4. 紫胶类产品；5. 木质活性炭产品；6. 天然林产香料产品。除上述主要产品外，还包括以白蜡、红豆杉、印楝等为原料的其他林化产品。另外，林产化工产品按加工程度不同可分为初级产品和深加工产品。

图 7：林产业 GDP 保持两位数增速



数据来源：国家林业局；国联证券研究所

图 8：林产第二、三产业占比逐年提升



数据来源：国家林业局；国联证券研究所

2013 年我国松节油及深加工产品的产值达 23.8 亿元人民币，出口创汇 1 亿美元，约占我国林产化工行业总产值的 12%。

图 9: 中国松节油产业从松林开启

数据来源: 国联证券研究所

松节油深加工产品多为化学中间体, 用途非常广泛, 一种中间体往往是合成下一步反应的多个化学中间体的原材料, 从一种关键中间体往往能够衍生出几种甚至几十种不同用途的系列衍生产品, 如医药、香料、农药和合成材料等。以蒎烯为例, 除用于合成乙酸异龙脑酯、樟脑等产品外, 还用于合成檀香、合成丙酰基蒎烯、合成冰片烯、合成蒎烯衍生物醛、酮、硫酯类化合物。从精细化工行业发展过程来看, 一种新的化合物的合成, 其功能特性的发现和实际应用, 往往可导致一个新科技领域的产生和一种大规模产业的兴起。

图 10: 中国松节油越贴近下游, 附加值越高

	上游资源材料	通用化学品	精细化学品	专用化学品
数量级别	亿吨	百万吨	十万吨	千吨
产品差异化	产地来源, 略有差异, 可以忽略	略有差异, 客户并不计较	指标成分有差异, 市场	成分较少公开
生产厂家数量	少量, 大型寡头	较多, 大型企业	多而广	多而精
市场信息透明	极高	高	一般	低
成本敏感性	极其敏感	敏感	一般	几乎无影响
定价模式	行业市场趋势定价	成本传递定价	部分成本参与定价	较少挂钩成本
产品举例	石油、煤炭、棕榈油、天然气、生物质	烯烃、苯、丙酮、乙二醇、PTA、乙醇、醋酸、碱、化肥、化	颜料、染料、水处理剂、日用化学产品、原药、表面活性剂、	各类功能助剂、新材料、催化剂、油墨、涂



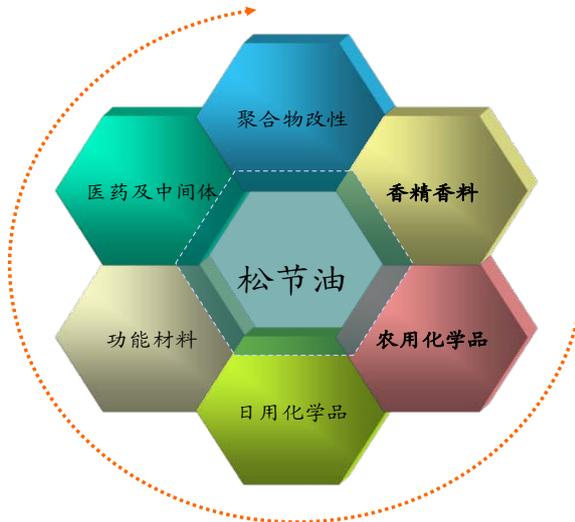
产品附加值递增

数据来源: 国联证券研究所

## 2.2、松节油属于关键战略资源

松节油是松科松属植物分泌的松脂经过蒸馏得到的挥发油，是由萜烯类化合物组成的液体混合物，主要成分是 $\alpha$ -蒎烯和 $\beta$ -蒎烯。松节油组分分子可以提供C10或C15分子骨架，并同时提供多元环及桥环、环外或环内双键等，具有活泼的化学反应性能和独特的芳香气味，因此成为重要的天然化工原料，特别是在合成樟脑、冰片等化学中间体和合成香料原料的生产过程中发挥着不可替代的作用。松节油化学结构独特，属于大自然恩赐，难以利用石油化工合成手段来批量制造，深加工衍生品附加值高，因此我们将这类产品定义为精细或者专用化学品。

图 11：松节油高附加值下游



数据来源：国联证券研究所

图 12：松节油成分复杂，结构独特

数据来源：国联证券研究所

本质上而言，松节油均来自松树的松脂，按照获取不同方式，松节油可划分为脂松节油、硫酸盐松节油、木松节油和干馏松节油。这四种松节油中，脂松节油和硫酸盐松节油能够应用于大规模工业化生产。

全球松节油年产量约 25~30 万吨，其中硫酸盐松节油 14~16 万吨，脂松节油 11~14 万吨。硫酸盐松节油的主要生产国为美国、加拿大、瑞典、芬兰、法国、西班牙，其中美国与加拿大两国产量约为 10~12 万吨。随着上游造纸工业的环保要求不断提高，对造纸含酸量的要求越来越严格，硫酸盐松节油的供应量呈逐年下降趋势，估计近年总量低于 16 万吨。中国为脂松节油主产国，年产脂松节油 9~11 万吨，而硫酸盐松节油产量仅为 0.6~0.8 万吨。

**图 13: 松节油受天然资源约束, 产量无法扩张**

名称	生产方法	应用领域	产量
脂松节油	脂松节油与松香是松脂加工的两个产品, 通过水蒸气蒸馏出挥发性松节油, 经过油水分离得到脂松节油	产量受采脂成本等因素影响, 是中国松节油的主要来源。生产多种专用化学品, 广泛应用于医药、香精香料、合成材料、农药等领域, 天然资源受限, 产量较难提升	15万吨
硫酸盐松节油	制浆造纸厂将松木片蒸煮过程产生的蒸汽经冷凝和油水分离得到粗硫酸盐松节油, 脱臭和分离制备	产量受造纸工业影响, 产量趋降。欧美主要用于生产以香精、农药为主的终端产品。国内脱臭除硫技术水平落后, 成本较高, 少量生产松油醇、萜烯树脂或汽油添加剂等低端产品。	16万吨
木松节油	松木明子或松根的溶剂浸提液经过加工而得	由于受明子或松根资源限制, 生产量很少	几乎没有
干馏松节油	从松树或松根干馏焦油中分离而得	干馏松节油的成分与其他方法得到的松节油差别很大, 难于作为工业原料使用	几乎没有

数据来源: 国联证券研究所

### 2.3、松节油全球范围内供给始终偏紧

脂松节油的生产应用以亚洲和中南美洲为主, 主要包括中国、印度尼西亚、印度、俄罗斯、巴西、墨西哥等国。硫酸盐松节油的生产应用则以北美为主, 主要由国际大型香精香料企业、精细化工企业作为原料进行深加工, 直接用于生产以香精、农药、特殊聚合物单体为主的终端产品, 其加工环节较长, 产品内在品质与国内松节油深加工产品存在明显差异, 因此目前与国内松节油深加工企业并不存在直接竞争。国内造纸行业硫酸盐松节油产量很少, 而且国内脱臭除硫技术水平相对落后, 成本较高, 硫酸盐松节油目前仅在国内主要作为溶剂、燃料油和萜烯树脂的低附加值使用, 并不用于合成樟脑、冰片、香料等系列产品的生产。木松节油和干馏松节油不用于工业化生产, 几乎不供应市场, 我们对这三类松节油不作为分析研究对象, 主要探讨脂松节油。

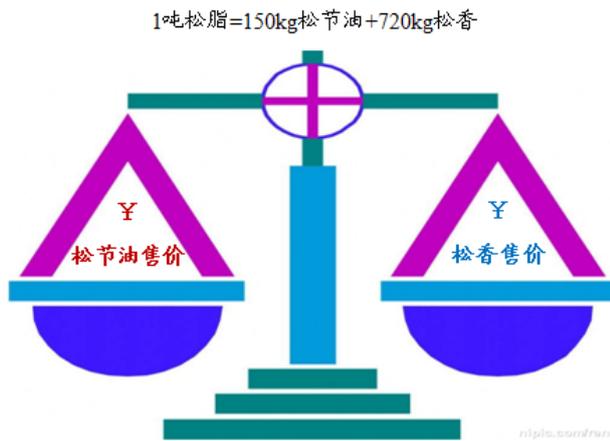
我国松树资源主要集中于广西、云南、广东、江西和福建等几个省区, 上述地区依托丰富的松树资源以及雄厚的林化产业基础, 逐步发展形成了一条从松树种植、采脂、松脂加工到松节油深加工的完整产业链。我国目前的松节油类企业近 100 家, 多为生产规模较小的初级加工企业, 具有核心技术的大规模企业较少, 松节油深加工能力在 5,000 吨以上的约 10 家, 深加工领域市场趋向集中。松节油供应偏紧的主要因素有产量受制于松脂采集高成本、松香需求低迷。

松节油产量与松香产量变化同步, 相对产出比例约为 1:5, 松节油价格与松香价格水平密切相关, 经常呈反相关关系, 也就是当松香需求旺盛价格高企时, 松节油产量就大价格比较低。当松香价格下降产量降低时松节油的供应量也随之减少, 价格弹升空间大。松节油的需求主要受产品品类和经济环境制约,

由于中国的松节油及深加工产品广泛应用于国内香料、日化等行业，大约 50% 松节油深加工品出口至国外，中国松节油的需求市场同时受到国内与国外经济环境的影响。社会经济环境好发展快时松节油需求上升，反之松节油需求下降。近年来由于我国各年的松香产量变化波动较大，造成松节油产量的忽高忽低，而松节油的市场需求量变化幅度较小，需求比较刚性且稳健 因此常常造成松节油的供需关系严重失衡，从而导致松节油价格的急剧变化。近五年来，我国松节油价格最高达到 2.7 万元/吨，最低至 8000 元/吨，松节油价格大起大落对下游用户造成了很不利的影响。

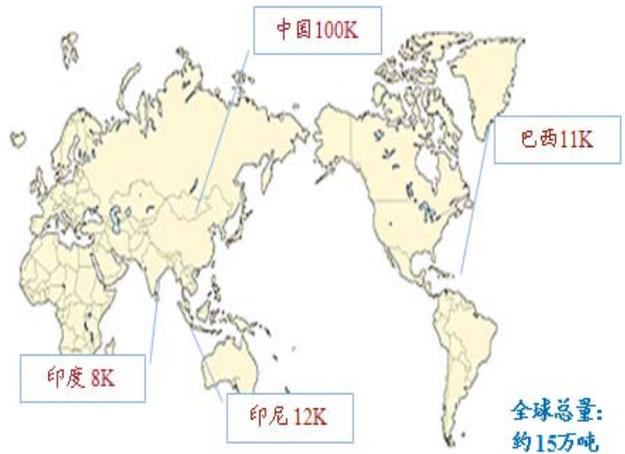
松节油生产是天然资源型惠农型产业，受劳动力、资源、加工成本不断上升的影响，中国的松脂和松节油价格近年来一直处于较高的水平，随着社会经济的发展获取资源的成本只会越来越高，同时劳力和生产消耗成本也在不断推高。

图 14: 松节油价格和松香成成相关



数据来源：国联证券研究所

图 15: 松节油中国占 7 成供应



数据来源：国联证券研究所

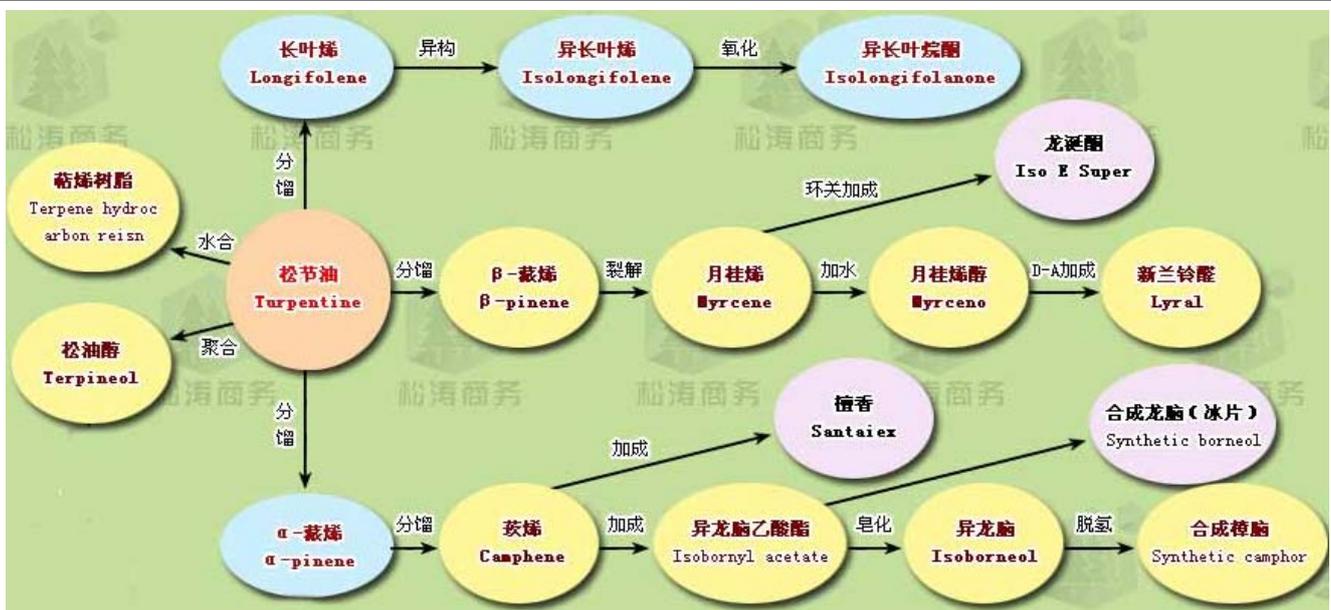
### 2.3、松节油衍生一系列紧俏品种

松节油由于其自身具有的优良性能，被广泛应用于医药、涂料、香料和农药等众多领域。与此同时，作为松节油最主要的成分  $\alpha$ -蒎烯和  $\beta$ -蒎烯在结构上都具有良好的化学反应活性，可以发生加成、异构化、氧化、聚合和热裂等诸多反应，生成大量的衍生化合物。在这些化合物中，不仅有香型理想的香料化合物，而且还有性能优良的功能材料，更重要的是还包括许多具有生物活性的化合物。

国内外在松节油衍生物的合成方面进行了大量研究，反应广泛应用于工业

生产，如松节油与氢气的加成反应和与水的加成反应，如松节油与硼烷加成或与氯化氢加成的反应更多是提供中间体用来合成后续的衍生物。这不仅体现了松节油加成反应现有的工业价值，还预示了这类反应未来巨大的应用潜能。大多数松节油衍生物具有手性中心，而这些具有手性中心的化合物，一方面可能具有一些特殊的药理活性或生物活性，另一方面可以作为一些特殊功能材料的原料。在未来的松节油衍生物合成研究中，合成含有手性中心，具有特殊的药理活性、生物活性或特殊功能的化合物将成为松节油衍生物合成研究及其开发利用的一个重要方向。

图 16: 中国松节油衍生大量紧俏产品

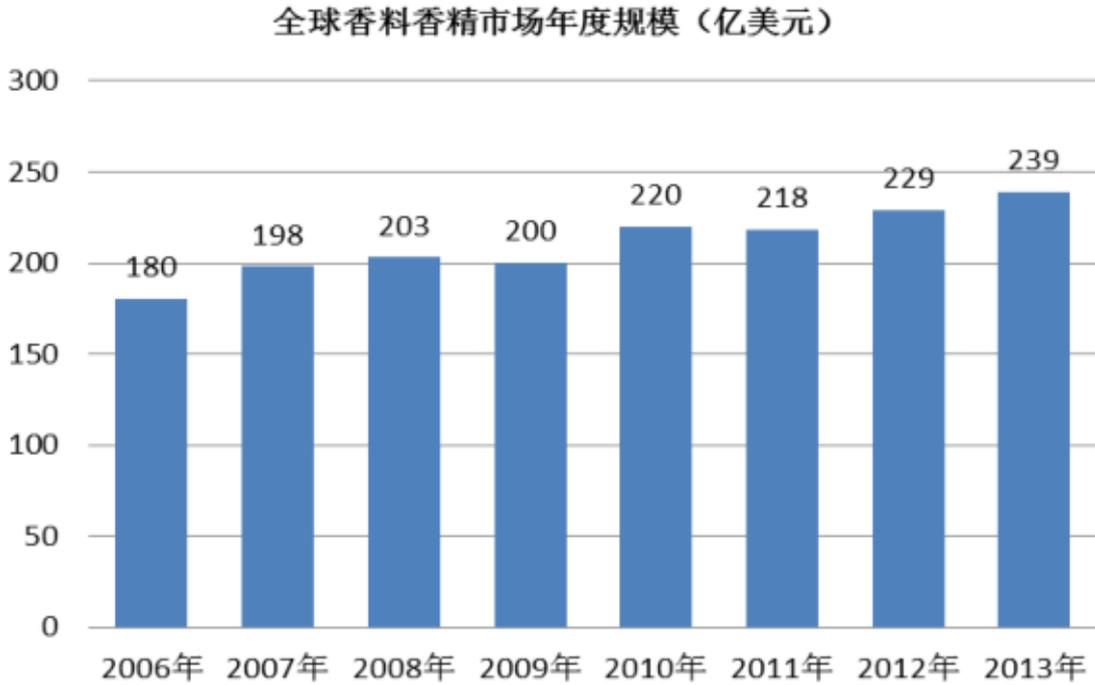


数据来源：松涛商务；国联证券研究所

## 2.4、香精香料撬动大市场

松节油深加工主要服务于香料、香精和化妆品工业，世界香料行业总的生产情况逐年增长，2013 年的全球香精香料市场总额达到 239 亿美元，2016 年市场总额有望将达 265 亿美元。

图 17: 香精香料规模持续增长

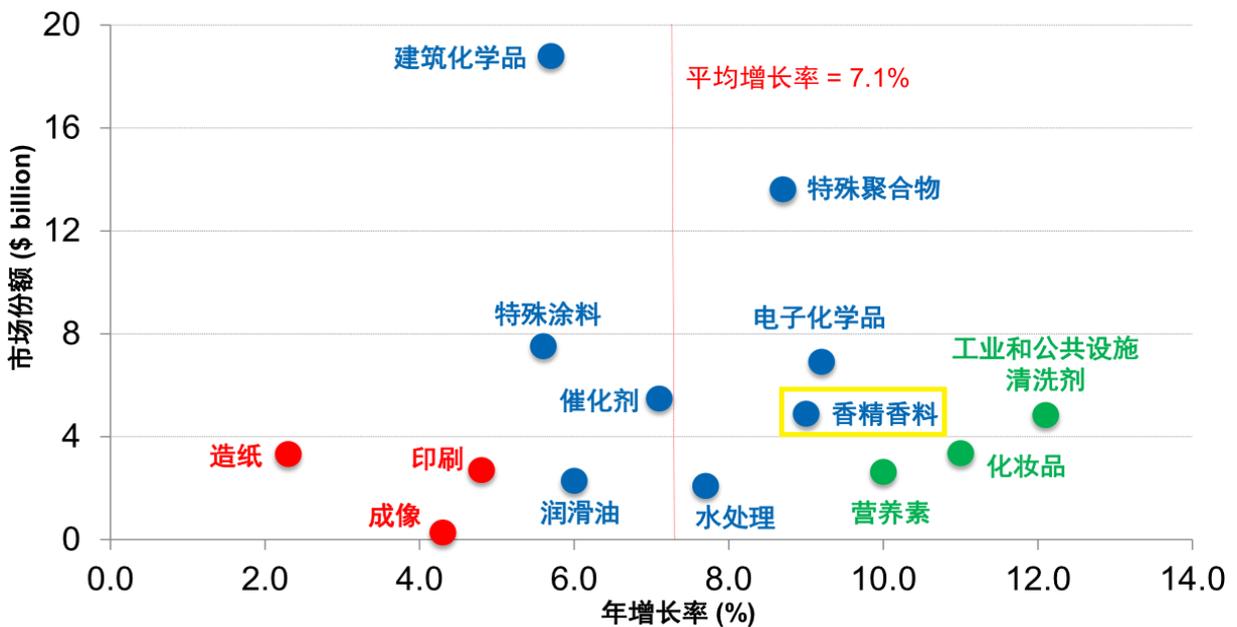


数据来源: Leffingwell & Associates; 国联证券研究所

全球香精香料需求市场的增长由发展中国家需求增长推动, 在新兴发展中国家食品和饮料加工业需求增长和消费者支出增加等因素刺激下, 全球香精香料市场以年均 3.0~5.0% 的速度增长。

图 18: 香精香料属于蓝海

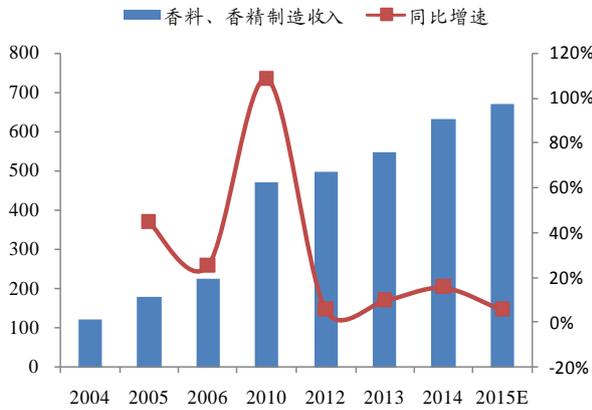
部分特殊化学品市场份额 - 增长率 (2014 - 2019)



数据来源: IHS; 国联证券研究所

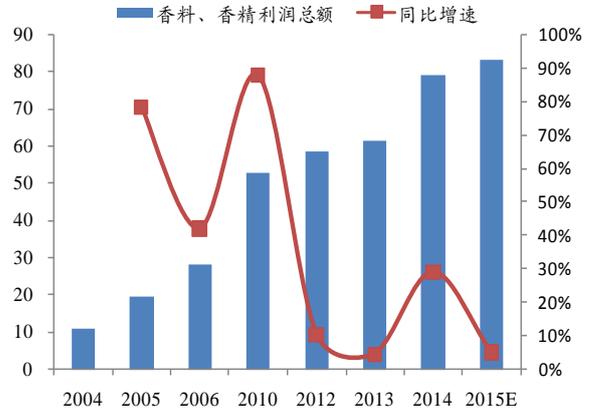
中国香精香料工业保持健康增长，近年增速下滑至个位数，但整体营收和利润保持稳健增长，相应支持了香料原料需求。

图 19: 中国香精香料主营稳健增长



数据来源: Wind; 国联证券研究所

图 20: 中国香精香料盈利仍有增长



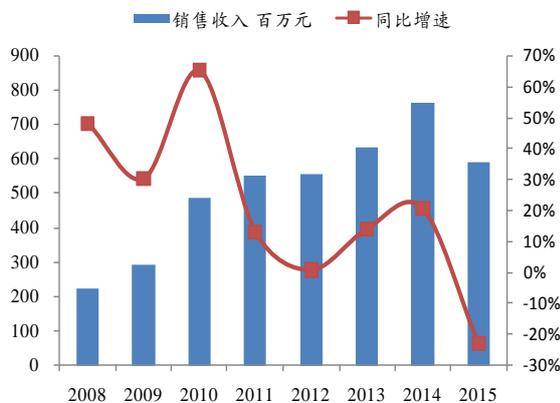
数据来源: Wind; 国联证券研究所

### 3、产品价格战休亦，静待涨价回归理性

#### 3.1、公司处于营收增长和利润下滑的窘境

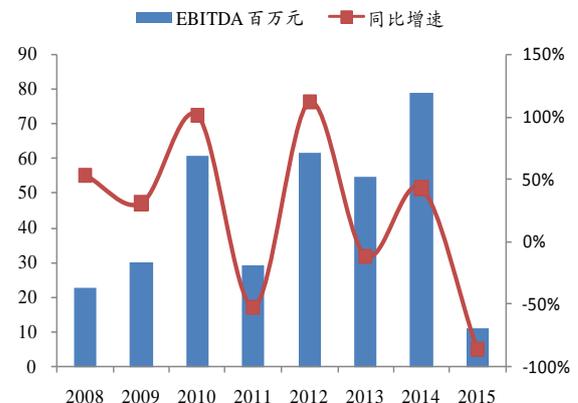
公司樟脑产量规模占据行业第一，多年来樟脑产量处于持续扩张阶段，主要靠价格竞争和利用主要对手生产基地调整之际，尴尬的是营收和销量确实持续增长，但净利没有匹配，2015年EBITDA更是大幅度下滑。

图 21: 公司历年营收基本保持增长



数据来源: 公司年报; 国联证券研究所

图 22: 2015年EBITDA遭遇滑铁卢



数据来源: 公司年报; 国联证券研究所

2015年公司实现营业收入58,896.03万元，同比下降22.83%，营业利润为-304.76万元，同比下降105.34%；营收下滑的主要原因是公司产品价格随着

松节油原料同比下降，销售额相应下降，利润方面则因行业竞争，整体综合毛利率亦同比略有下降，导致公司利润水平较 2014 年同期有较大幅度的降低。

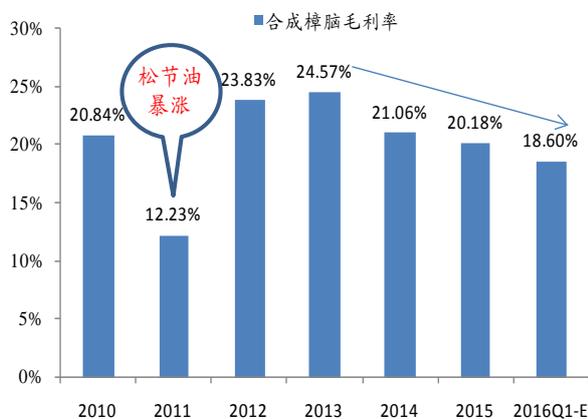
### 3.2、樟脑产品毛利率逐年下降，单价底部徘徊

国内合成樟脑行业目前主要有 7 家工厂，包括樟脑、异龙脑、茨烯等产品，以樟脑产能计算接近 2.8 万吨。2012 年实际产量接近 2.08 万吨。产能利用率 74.3%，所有松节油深加工产品中，合成樟脑产能利用率是最高的。

随着公司樟脑和冰片技改项目在 2015 年建成并投产，公司的产能得到进一步扩大至 15000 吨。国内外其他厂家的产能也依然存在，期间虽然广州黄埔化工和苏州合成（现更名为苏州优合科技有限公司）老厂搬迁和引进外部资本整合产量受影响，总体还是处于价格竞争阶段，特别是针对印度市场，人民币以往持续升值，公司需要牺牲一定的毛利率来抢占海外市场。

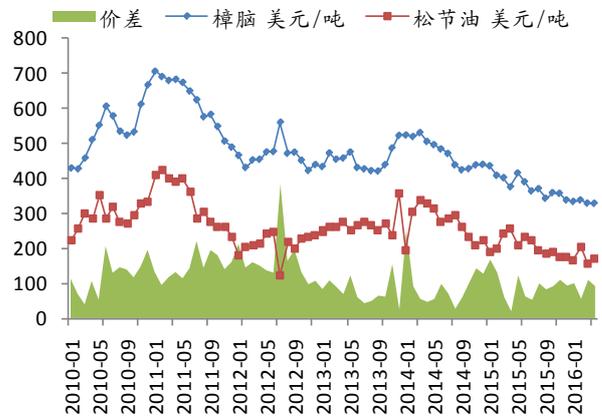
加上松节油价格波动情形下，樟脑因外单无法有效消化成本，价差趋势上下滑，造成毛利率逐年小幅度下降，销售单价处于历史底部区间 1.8~2.3 万元/吨。

图 23: 公司合成樟脑毛利率趋于下降



数据来源：公司年报；国联证券研究所

图 24: 松节油和樟脑价差低位徘徊



数据来源：海关总署；国联证券研究所

### 3.3 公司市场份额逐步扩大，全球产销五成

公司 2009 年合成樟脑产量 7,000 吨，占国内产量的 45.45%，占全球产量的 28.11%，截止 2015 年，实际产量约 14,000 吨，约占国内 62%，全球 43% 产量，是全球最大的合成樟脑生产商。

合成樟脑及其中间产品和副产品的主要生产企业包括青松股份、苏州优合科技有限公司、上海华谊集团华原化工有限公司、广州黄埔化工有限公司、德庆天利化工有限公司、嘉兴香料厂，期间国内一些二线工厂如武平林化工、嘉

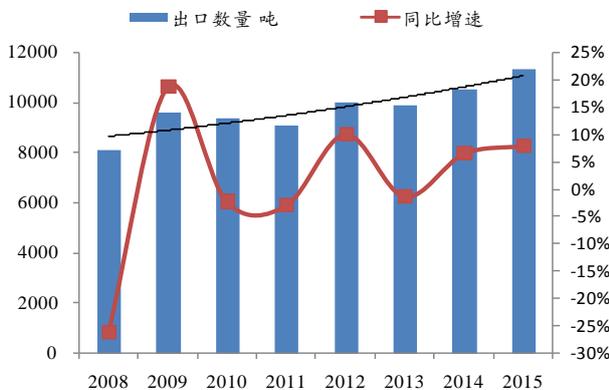
兴中华、梧州松脂化工、无锡华贸、怀集长林化工等相继停产，而苏州优合科技、广州黄埔化工和上海华原化工因搬厂或者引进外部资本等原因，产能利用率趋势下滑。国外生产企业主要集中在樟脑需求区域国印度，包括 Camphor&Allied Products Ltd.、Dujodwala Resins&Terpenes Ltd.、Kanchi Karpooram Ltd.和 Sapthagiri Camphor Ltd.等 4 家企业。

图 25: 中国和印度瓜分了樟脑的生产供给

国内厂商	产能	实产	份额	备注说明
福建青松股份有限公司	15000	13000	60%	国内6成，全球45%
苏州优合科技有限公司	5000	2300		
上海华原化工有限公司	3000	1100		产量逐年下降
广州黄埔化工有限公司	2000	1400		因工厂搬迁，产能调整
德庆天利化工有限公司	2000	1800		毗邻松节油产地
嘉兴香料厂	2000	2000		
新洲武平林化有限公司	2000	0		资源、环保、产品竞争制约，已退出樟脑生产，适当参与贸易经营
嘉兴中华化工有限责任公司	2000	0		
梧州松脂股份有限公司	不详	0		
泸州北方医药辅料有限公司	不详	0		
无锡华贸化工有限公司	1500	0		
怀集县长林化工有限责任公司	1500	0		
<b>有效产能统计</b>	<b>29000</b>	<b>21600</b>	<b>74%</b>	
国外厂商				
Sapthagiri Camphor Ltd.	5000	3500		Dujodwala因事故，产能存在失去的风险。印度市场尚无法满足需求从国外进口5000吨
Dujodwala Resins&Terpenes Ltd.	2500	2000		
Camphor&Allied Products Ltd.	5000	3000		
Kanchi Karpooram Ltd.	2000	1000		
<b>全球有效产能统计</b>	<b>43500</b>	<b>31100</b>	<b>71%</b>	

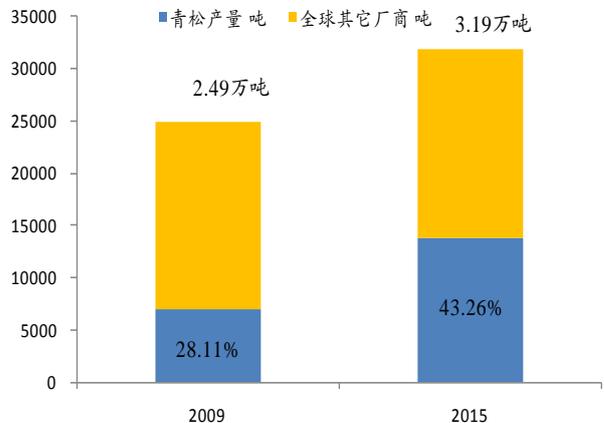
数据来源：公司招股书；国联证券研究所

图 26: 中国樟脑对外出口复合年增速 4.5%



数据来源：海关总署；国联证券研究所

图 27: 公司产量占全球 43.26%



数据来源：国联证券研究所

最新统计全球产能 43,500 吨，实际产量为 31,100 吨，产能利用率 71%，基

本上中国和印度企业瓜分了这个市场。因我国松节油深加工的综合优势，樟脑国际市场具备较强的出口优势，年均复合增速 4.5%，2015 年出口数量首次突破万吨大关。其中公司出口占比 70% 以上，出口量近 7,000 吨，公司全球份额也从 28.11% 提升到 43.26%。

### 3.4 公司对松节油把控能力显著提高

公司的主要原材料脂松节油为天然资源，其产量受松树资源的限制。我国是全球最大的脂松节油生产国，近年来我国松节油产量维持在 10 万吨左右。

松节油属于小宗商品资源，因其一些特性容易成为投机追逐的品种，价格高波动性。这些特征包括高度依赖天然松林资源，采集具有明显季节性（5~9 月割脂，9~12 月收集采购备原料），产量具有强制约性且依赖脂松香需求，恶劣气候会重创产成，成本呈现刚性上升趋势（松脂 50~70% 成本来自人工，而中国劳动力成本整体上涨）。中国松脂成本上涨过快，使得中国松香在国际上的竞争力大幅度下降，进口量也大幅增长以至对进口松香对中国这个传统松香生产大国内部市场都开始造成影响，也使得部分下游松香用户寻找石油树脂替代或减少用量，缩小了中国松脂的应用市场。从松脂生产商角度看，不注意控制成本，以高山根费及高工价扩大产量，一旦市场行情不好，损失惨重，控制成本是松脂行业重中之重。

天然松林属于自然资源，高度依赖多年林地的生长，马尾松、云南松、思茅松、华山松、湿地松和黄山松等，分布在广东、广西、湖南、湖北、福建、江西等地。其中广西壮族自治区松林面积为 6000 万亩左右，是全国最大的松林基地之一，树种以马尾松为主，湿地松为辅，是国内外具有潜力的松林树种之一，马尾松松香占总产量的 80%，但随着南方林浆纸一体化项目的实施，掀起了营造桉树人工林的热潮，大面积改造马尾松天然次生林和人工林成为了获取其面积的主要方法之一，这使得松脂原料林的面积减少。

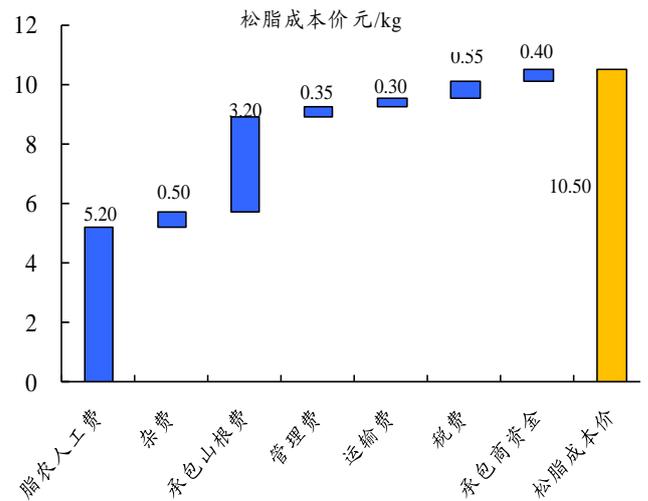
松脂生产具有很强的季节性，采脂需要在较高的气温下进行，每年的 1 月至 4 月为松节油的非生产性季节。经营企业为了保证在松节油的非生产性季节能够正常生产经营，一般从 8 月份开始储备次年生产所需的松节油，到年底需要保持最少 4 个月的松节油储备，占用资金量很大，因不可预测因素导致松节油价格短期内大幅波动，还可能面临存货跌价的风险。

图 28: 广西天然马尾松林



数据来源: 国联证券研究所

图 29: 松脂成本中人力占 50%

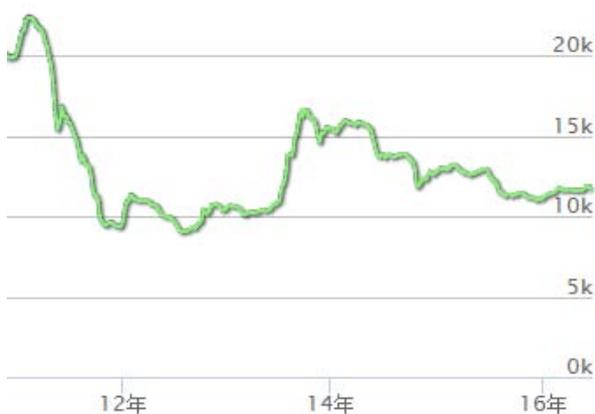


数据来源: 松香网; 国联证券研究所

松节油产量由松香市场需求和价格被动来确定, 并非松节油价格高, 市场就能扩充供应。市场对松脂产量提升的承受能力也是有限的, 对外中国松香面临进口松香的竞争, 对内面临相对便宜的石油树脂竞争。松香需求难有大幅度提高, 如果大幅度扩张松脂产量, 很可能出现丰收不增收甚至导致亏损的情况。

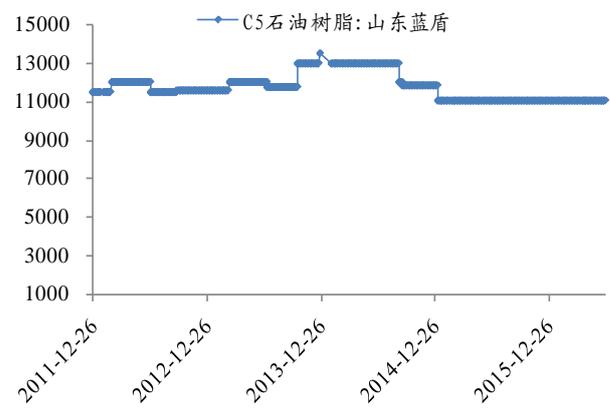
中国生产成本快速提升, 中国松香成本价格已超过印尼、越南、巴西生产的脂松香, 更是远高于欧美生产的浮油松香, 虽然有质量上的差别, 但很大的价差导致近三年中国进口松香大幅度增加, 出口减少, 充分说明我国松香的竞争力削弱了。

图 30: 黄埔马尾松香五年价格



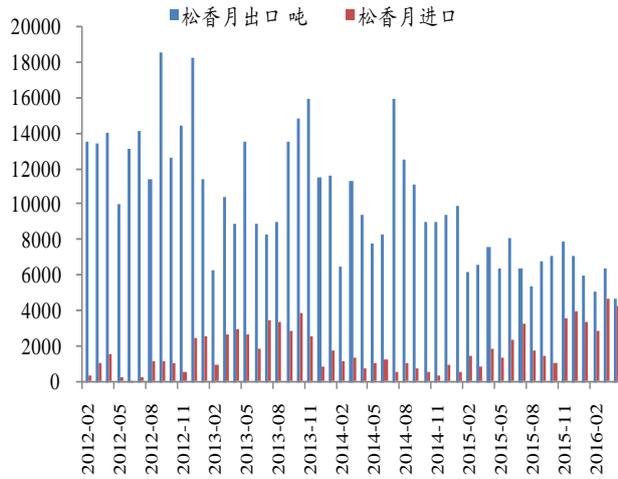
数据来源: 松香网; 国联证券研究所

图 31: C5 石油树脂价格稳定



数据来源: Wind; 国联证券研究所

图 32: 松香出口减少进口猛增



数据来源: 海关总署; 国联证券研究所

图 33: 松节油成为稀缺原料



数据来源: Wind; 国联证券研究所

公司 2010 年松节油的年采购量约 1.74 万吨, 占目前全国松节油年产量的比例约为 15%, 2015 年扩产和深加工能力提升后, 公司对松节油的年需求量将增加到 3.0 万吨, 占国内松节油产量的比例将提高到 30% 以上。

公司与大型松节油供应商结成紧密的战略同盟, 公司目前的前 10 大供应商均与公司合作多年, 其中 5 家供应商与公司签订了战略合作协议, 其生产的松节油只向发行人独家供应; 公司还与其余 10 多家大型供应商建立了按月定量供应的合作模式; 公司已具备 2 万吨的松节油储备能力, 可根据生产计划和松节油市场走势灵活安排松节油储备量, 大大增强了公司松节油采购的灵活性。

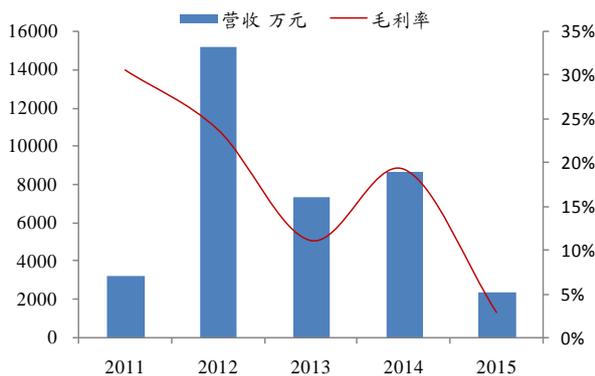
### 3.5 立断张家港亚细亚, 培育松节油深加工利基业务

2015 年公司开展研发项目 10 余项, 研发费用支出 1,792.79 万元, 主要围绕樟脑、冰片系列产品新工艺和香精香料新产品积极开展研发, 布局医药中间体领域, 自主研发及产学研的方式开发樟脑、冰片系列产品新工艺, 工艺已应用于合成樟脑、冰片, 中间产品乙酸异龙脑酯和萜烯、主要副产品醋酸钠、双戊烯等及延伸产品对伞花炔的生产, 香精香料新产品方面已完成了乙酸苄酯工艺, 有计划应用批量生产, 一旦乙酸苄酯达产, 作为樟脑副产物醋酸钠将获得更高级综合利用, 测算收益上千万元。

樟脑磺酸因价格下跌, 2015 年销售额大幅度下滑, 主要是张家港亚细亚业务拖累。公司于 2015 年末以 9700 万元的价格向公司控股股东、实际控制人柯维龙转让公司全资子公司张家港亚细亚化工有限公司 100% 的股权。公司自 2011 年 8 月份收购张家港亚细亚以来, 张家港亚细亚经营业绩持续未达收购预期且

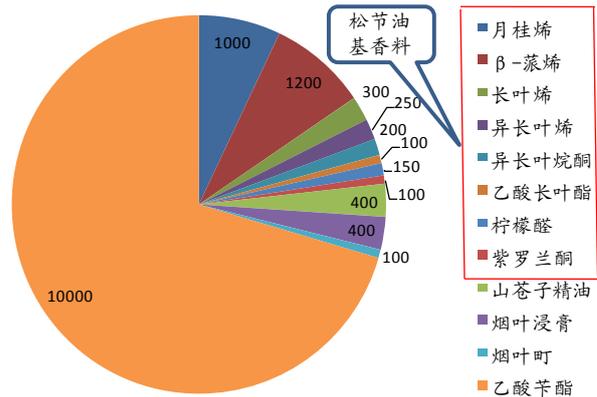
偏离值较大，导致公司分别在 2012 年、2013 年和 2015 年对该项收购形成的商誉计提商誉减值准备，累计计提商誉减值准备 2283 万元；自收购日起至 2015 年 11 月 10 日，张家港亚细亚累计贡献利润为-1249.8 万元，合计对合并报表净利润的影响为-3532.80 万元。经过剥离张家港亚细亚，减少公司的投资损失、缓解公司的资金压力、降低公司的经营风险。

图 34: 樟脑磺酸营收急剧下滑



数据来源：公司年报；国联证券研究所

图 35: 新品系列丰富



数据来源：公司年报；国联证券研究所

2014 年 11 月，公司拟投资建设“年产 15000 吨香料项目”，设计产能包括年产龙涎酮产品 5000 吨和年产乙酸苧酯产品 10000 吨。预计公司项目将于 2016 年建设完成，随着新项目的逐步达产，有望为公司提供新的利润增长点。

#### 4、纵横香料领域，精耕扩充版图

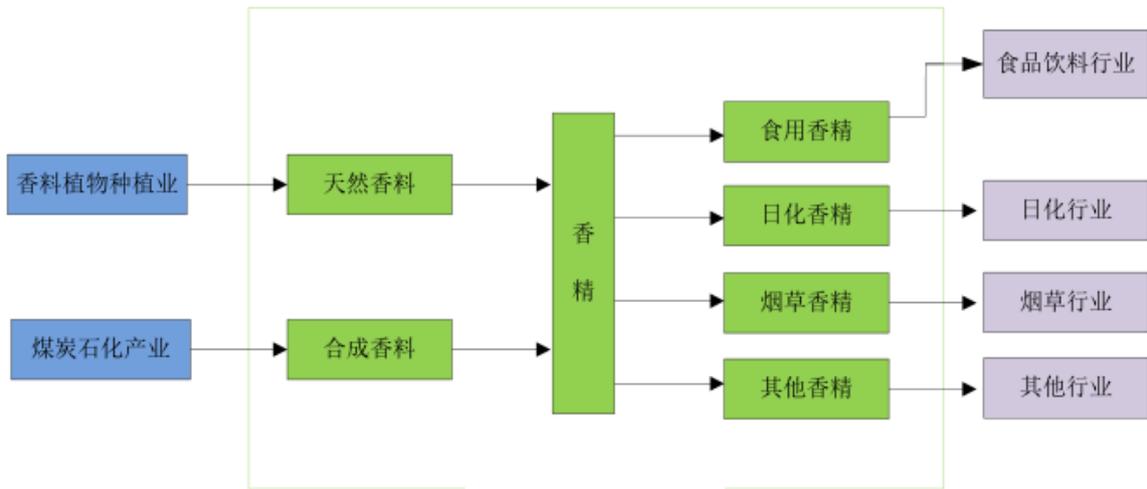
行业调研公司 Freedonia Group 研究显示，预计到 2020，销售额将年增长 3.9%，达 263 亿美元，其中包括混合香料、混合香精、香精油、天然萃取物和合成香料。消费者对天然而且标签更透明的产品需求增加了，对人工合成香料健康问题的担心会影响需求，特别是在发达国家。2019 年，全球香料香精市场将可达到 327 亿美元，2014-2019 年的复合年均增长率将达到 5.63%：其中北美市场可达到 99 亿美元，2014-2019 年的复合年均增长率达 5.7%；西欧市场可达到 97 亿美元，2014-2019 年的复合年均增长率为 5.8%；亚洲市场则可达到 96 亿美元，2014-2019 年的复合年均增长率估计为 6.2%。全球对香料及香精的需求不断上升。

香料香精销售额在世界精细化工大行业中仅次于医药行业，居第二位。随着亚洲和拉丁美洲对香料需求的快速增长，行业已向全球化发展。欧美地区的香

料香精消费市场已基本趋于饱和状态，使得亚洲、大洋洲和南美洲等第三世界国家和地区成为主要的竞销地区。而亚太地区的需求最为强劲，每年达到 7.3% 的增长率，远高于世界 4.4% 的平均增长率。

经济还在发展中的地区，如亚太地区和非洲-中东地区香料及香精需求强劲，这些地区中产阶级消费者数量及个人消费增长，将促进含香精的化妆品、化妆用具、加工食品和碳酸饮料的增长，这些产品的流行势必会促进混合香料、日化香料和混合香精需求的增长。与较发达的地区相比，这些地区合成香料还是呈现出健康的发展趋势，因为当地食品、饮品、厕所用品和清洁用品制造商仍然使用合成香料，因为与天然香料相比，合成香料更加符合经济效益

图 36: 香精香料属于消费型产业

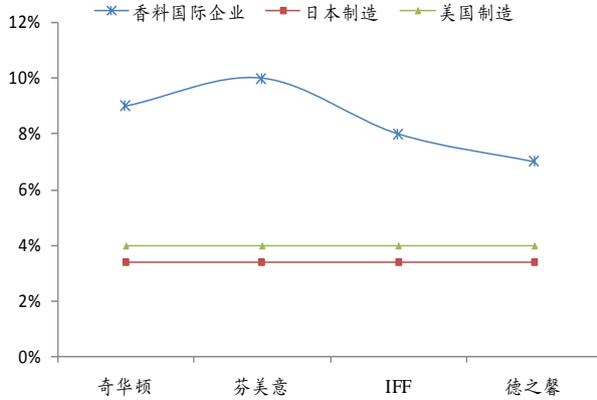


数据来源：爱普股份招股书;国联证券研究所

#### 4.1、研发投入大，香精香料行业门槛高

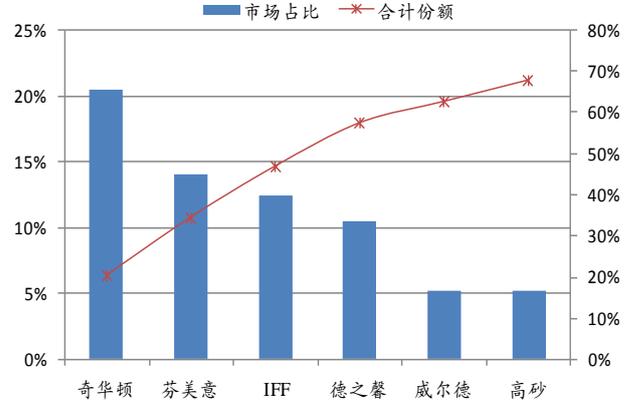
世界各大香精香料公司都十分重视研究，对应用研究的投入占比远远超过食品工业。全球十大香料公司每年安排在研究与发展方面的资金投入，一般占总销售额的 5%~10%。以这些公司几亿到几十亿美元的销售额计算，它们的研发投入都可以达到几千万，甚至上亿美元，主要用于各种新产品、新技术的开发，复配应用，合成技术、催化技术、高精分析技术、生物工程技术、新型分离与加工技术、香精新工艺、新剂型技术等方面的提升。有力地促进了这些技术的快速发展和应用，同时也提高了新公司进入香料行业的门槛。

图 37: 香料名企研发投入占比远超制造业平均



数据来源: 香精香料; 国联证券研究所

图 38: 全球香精香料高度集中



数据来源: 香精香料; 国联证券研究所

从全球前十大香料香精公司的销售数据看, 呈现高度垄断局面, 1997 年总销售额为 76.12 亿美元, 占全球总销售额的 76%, 2000 年总销售额为 82.57 亿美元, 占全球总销售额的比例降至 64%, 此后占比稳中有升, 2013 年达到 79.8%。尤其是前四大奇华顿、芬美意、IFF 和德之馨四家公司, 近年来其合计市场份额均保持在 50% 以上。全球香料香精市场呈现高度垄断态势并且短期很难改变。

#### 4.2、中国香料行业分散, 并购扩充潜力大

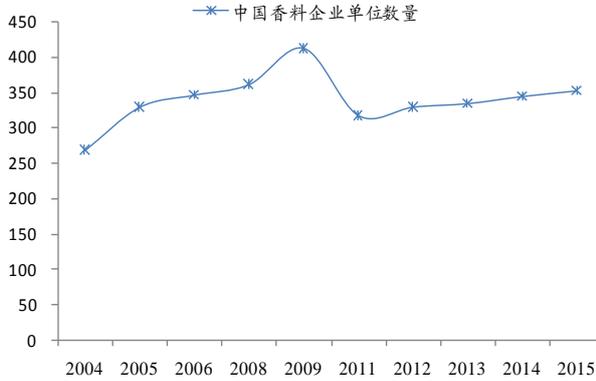
我国是天然香料植物资源大国, 从南到北都有香料植物的分布。据不完全统计, 我国拥有分属 62 个科的 400 余种香料植物, 已有工业化生产的天然香料约 120 多种, 约占天然香料总数的 60%, 是世界香料植物资源最为丰富的国家之一。得天独厚的资源优势为我国香精香料行业的长期发展提供了有效保障。可生产各类香料约 700 种, 其中天然香料 140 余种, 香精香料用于国内产品产值约达万亿元(其中为食品配套约达 7000 亿元、日用化工、烟草、医药等产品约千亿元)。

从国内香料工业地域分布来看, 我国香料产地主要集中在长江以南地区, 以广西、贵州、海南、云南、湖南、广东、福建、四川、湖北等产量最大, 其中薄荷油、桉叶油、山苍子油、桂油、茴香油的年产量已位居世界首位。我国在香料植物资源和天然香料品种及数量方面均已在国际上占有重要地位, 并已成为全球天然香料生产大国之一。

我国合成香料产业的特点是品种少而产量大。在世界市场上, 香兰素、乙

基香兰素、苯乙醇、麦芽酚、乙基麦芽酚、呋喃酮、佳乐麝香、麝香 T、二氢月桂烯醇、松油醇、檀香 803、檀香 208、洋茉莉醛、各种酯类的产量在全球市场上占了很大的比重。

图 39: 国内规模香精香料企业分散



数据来源: Wind; 国联证券研究所

图 40: 香精香料企业上市估值差异大

代码	公司	市值 亿元	营收 亿元	净利 万元	PE(TTM)	EV2 /EBITDA
3318.HK	中国香精香料	18.01	7.00	4308	41.8	11.33
0336.HK	华宝国际	84.19	39.28	121069	7.0	3.24
835774.OC	百花香料	3.60	7.04	1516	23.7	8.72
603020.SF	爱普股份	69.50	18.31	17843	36.3	26.55
836543.OC	丽华股份	2.02	0.80	1273	15.9	11.80
IFF.N	国际香料香精	97.36	30.23	42684	21.6	15.03
300132.SZ	青松股份	29.14	5.89	1090	295.3	54.30

IFF美元计算, 其余均用人民币

数据来源: Wind; 国联证券研究所

随着全球香料香精工业的跨国转移和我国香料香精需求供给双向增长, 香料香精行业发展较快、市场规模不断扩大。截止到 2015 年, 全国规模以上香料香精企业共 352 家, 实现主营业务收入 668.14 亿元, 同比增长 5.81%, 实现利润总额 83.16 亿元, 同比增长 5.24%, 保持平稳增长。由于香料香精生产, 尤其是香精生产在人才、工艺技术、配方专利等方面的特殊需求, 单一香料香精企业的成长进程缓慢, 我国香料香精行业集中度较低、大量中小企业竞争激烈的格局改变进程依然较慢。国有企业已基本退出本行业, 市场呈现外资企业和民营企业同台竞技的局面。少数内资民营企业在食用香精市场上尚可与外资抗衡, 但内资在日化香精市场的竞争中处于绝对劣势, 需要行业龙头进一步整合, 借助资本市场, 通过并购壮大实力。

### 4.3. 搭建香精香料的产业平台

平台化正成为一股经济趋势。从资本到实业, 从大企业到新公司, 正在布局平台化战略、建设平台生态圈的企业越来越多。平台不仅降低企业的成本问题, 更给企业界带来了根本性变革。

香精香料行业上千家企业, 300 多家规模企业, 平均销售额亿元。作为一家孤立企业个体, 香精香料属于化学品, 因其低闪点易挥发, 酯类有机化学品, 基本上归为危险品, 需要建立严格的仓储物流、经营许可、高素质从业人员体系、符合法律法规和环保政策符合, 面向食品、日化、医药等敏感客户群体, 又必须支持国内外注册登记、化学成分管理、安全健康认证、各类进出口资质、

成分分析监控、事故预警等，这部分成本随着监管升级，趋势上涨，对规模小的企业，各种职能部门一个不能少，人力成本上升，意味着固定费用高，很难转移分摊，从而给平台或者企业集中创造了机会。

平台企业的特征是拥有很高的知名度与号召力，综合实力很强，产业资源也很丰富，采购成本与运营成本有优势，我们认为公司作为行业龙头企业，面向众多香精香料用户，具有自身生产基地，贴近福建天然香料资源区域，可以凭借资金信用、拳头产品、分析认证、产品整合和升级，来聚集吸收企业，化零为整集中向核心客户提供一体化供应体系，延展服务知识体系，保持龙头的竞争优势与地位，搭建创新平台和集成平台，获得超越发展的机会。

香精香料业务竞争壁垒较高，下游客户粘性强，不方便频繁更换，但客户又不愿分散向很多供应商下单并组织管理，客户也倾向于采购“供应权”向少数供应商集中，希望供应商能够提供“一站式”的解决方案服务。公司可以充分发挥原料供应、复配应用、应用技术服务和销售平台的协同优势，将食用香精和食品配料有效组合，为客户提供完善的产品供应和食品制造解决方案

图 41: 搭建方案提供为核心的整合平台

数据来源：国联证券研究所

## 5、盈利增长点

我们认为公司 2015 年归属母公司的扣非净利润 265 万体现了最坏经营环境，已经处于最坏的时刻，未来预期向好。盈利修复增长的主要逻辑三点，公司占据了樟脑这一细分品种全球 45% 份额，作为专用化学品毛利率低于 20% 不可持续；樟脑国内已完成行业洗牌，虽然印度竞争对手擅长成本价格战，因松节油资源瓶颈，印度宗教礼拜对樟脑的刚性需求，存在樟脑量价齐升的乐观局面，届时樟脑会形成相当大的价格弹性；公司把控松节油能力地位已经确立，全球松香受石油树脂压制产量受限，导致松节油成为稀缺资源，公司可以从松节油资源中获取价值变现。至于公司外延并购预期，搭建行业整合平台，我们维持中性判断，因为并购需要卓越的管理和文化输出，公司地处福建建阳，管理层骨干执行效率高，对松节油产业链及深加工经验丰富，但对整个香精香料还需要人才团队，尤其是公司提及收购园林公司，和公司当前主营并不直接相关，建议公司继续对松节油和香料细分品种深度开发，整合福建一些优质细分领域的香料企业，逐步扩充版图，保持对主营的专注。

图 42: 盈利能力修复并持续增长



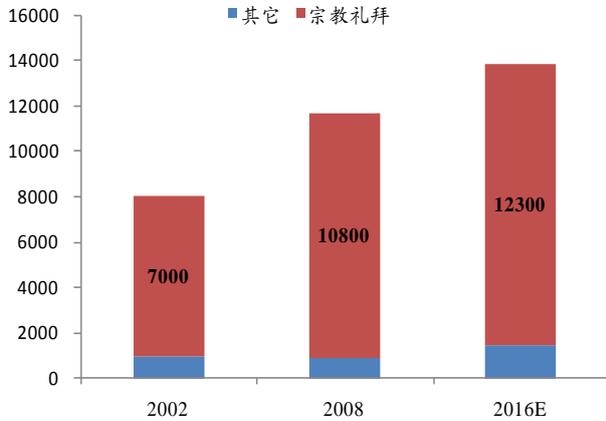
数据来源：国联证券研究所

### 5.1、樟脑有望量价齐升，行业回归繁荣

我们认为樟脑量价比翼双飞的可能性在于印度需求提升，加上松节油价格推动，反过来刺激樟脑价格提涨。印度是目前全球最大的合成樟脑单一消费市场，2002 年至 2008 年实际用量从 8,000 吨稳步提高至 11,700 吨，其中供印度教礼拜使用量占 80% 用量。宗教文化原因，印度市场需求刚性较大。目前印

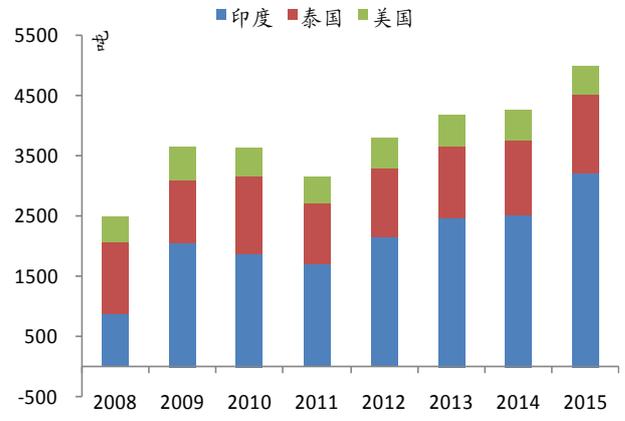
度本国合成樟脑产量约为 8500 吨，其产能受原料制约难以继续提高，新增市场需求主要依赖进口来满足，2015 年从我国进口的合成樟脑超过 3,000 吨。

图 43: 印度宗教礼拜用樟脑稳健增长



数据来源: 公司招股书; 国联证券研究所

图 44: 2015 年出口印度量首超 3000 吨

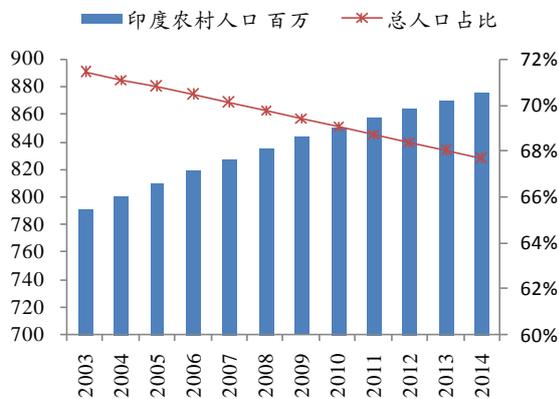


数据来源: 松香网; 国联证券研究所

印度宗教礼仪有在典礼上焚烧樟脑的习俗，因为燃烧后不留下残渣，这代表着宗教意识。尽管现在的印度寺庙已不再在室内焚烧樟脑，但仍然在室外的宗教仪式上使用它。

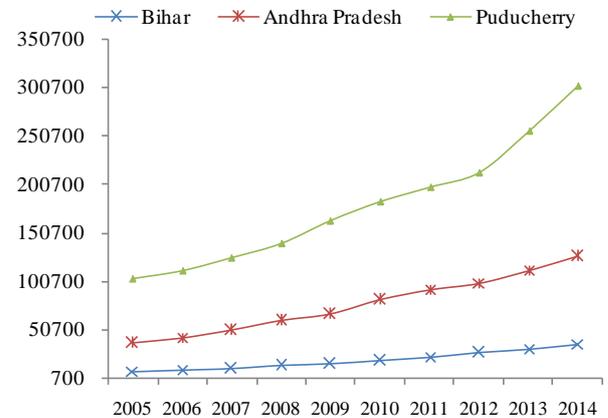
虽然印度国内有科学观点认为火葬会释放大量“褐碳气溶胶”气体，这种气体可吸收阳光、释放热量。印度就有 300 万个宗教仪式场所，每年举行 1000 万场典礼，其温室气体排放量惊人，但这部分庞大需求属于宗教信仰，可以视为刚性需求，因为印度宗教认为火化尸体，可以让灵魂升华超脱饱满，脱离世界，印度教徒眼中，天地水火土，死者火葬骨灰撒入水，变为泥土，交还大地。我们判断随着印度农村人口维持增长，特别是印度人均收入保持快速增长，作为传统礼拜和火葬，樟脑焚烧量会进入攀比式的增长。

图 45: 印度农村人口总量小幅增长



数据来源: Wind; 国联证券研究所

图 46: 印度贫中富地区人均 GDP 稳步增长



数据来源: 世界银行; 国联证券研究所

市场防虫蛀剂的产品特性、市场以及未来发展趋势对比，中长期看，随着未来国家加强各类标准的执行力度，严格要求和限制对二氯苯的使用，以及消费者对其危害性认识的深入和提高，合成樟脑防虫蛀剂可能逐步取代对二氯苯同类产品，占有其原有的 7,500 吨的市场空间。考虑到这一潜在需求需逐步释放，预计到 2016 年因产品替代因素而增加的合成樟脑需求量有望达到 1,500 吨，使防虫蛀剂产品对合成樟脑的总需求量进一步扩大至 6,000 吨左右。假设美国或者欧盟明确法规，对二氯苯不允许使用，则全球樟脑使用量将净增加万吨级别。

图 47： 长期看合成樟脑有望成为防蛀主要首选

	萘	菊酯	合成樟脑	对二氯苯
防蛀效果	国家明令禁止使用	配合香料精油使用	对一般蛀虫有较好的趋避作用，但对如衣蛾和各种皮蠹的抑制作用不强	对一般蛀虫的抑制和击倒作用较强，对衣蛾与黑皮蠹等蛀虫存在较大毒性、对人体健康存在威胁，对眼和上呼吸道有刺
产品特性	毒性	低毒，农药	对人体无毒、无害，对环境没有不利影响，属于安全型防虫蛀产品	对人体慢性中毒抑制骨髓造血
	成本	低	较高	较高
市场占有率	7%-假冒樟脑	3%	45%	45%
国内消费量			3000吨	7500吨
全球消费量			7500吨	22000吨

数据来源：公司招股书；国联证券研究所

除合成樟脑防虫蛀剂外，以对二氯苯为原料的防虫蛀剂产品仍占有较大的市场份额，约占防虫蛀剂产品市场的三分之二，2008 年消费量在 7,500 吨左右，从超市走访调研看，这个比例迄今没有改变，因为国家或者行业并未出台强制规定，某著名日化厂家旗下所有防蛀片全部采用对二氯苯。

图 48： 防蛀片对二氯苯型 VS 樟脑型=2:1



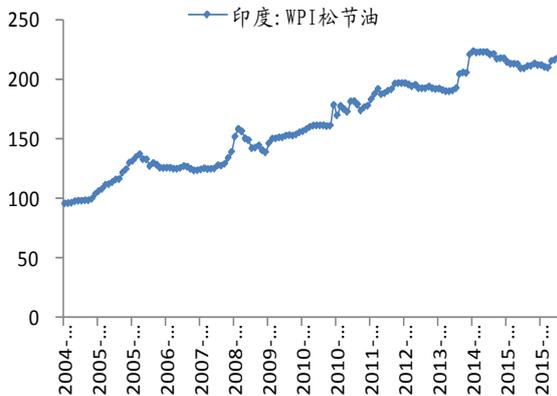
数据来源：梅村大润发超市；国联证券研究所

## 5.2、变现松节油战略采购资源

我国松节油深加工各个行业对松节油的需求程度：近年松节油、蒎烯、松油醇、松油、合成樟脑、冰片及异龙脑、二氢月桂烯醇及其他香料类的出口需求合计为 6~8 万吨，而国内萜烯树脂、冰片、松油、松油醇、合成樟脑及其它香料类需求合计 3~6 万吨，国内对松节油的总体需求量为 8~15 万吨。

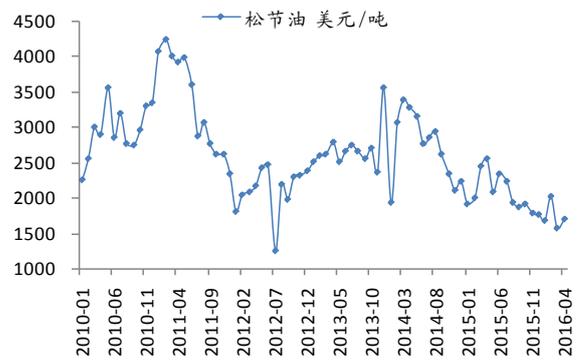
近五年，松节油虽然受国际经济环境不好的影响，但总体对松节油的需求相对稳定。主要原因有两个，一是樟脑对松节油的需求变化不大。二是松节油深加工产品主要大部分用于日用香精香料，其利润附加值高，使用群体消费能力较高，在国际经济环境没有出现极其恶劣的条件下，其需求不会受到很大的影响。

图 49: 印度松节油价格趋势上涨



数据来源: Wind.; 国联证券研究所

图 50: 中国松节油价格近期上涨 30%



数据来源: 松香网; 国联证券研究所

图 51: 松节油价格波动剧烈



数据来源: 松香网; 国联证券研究所

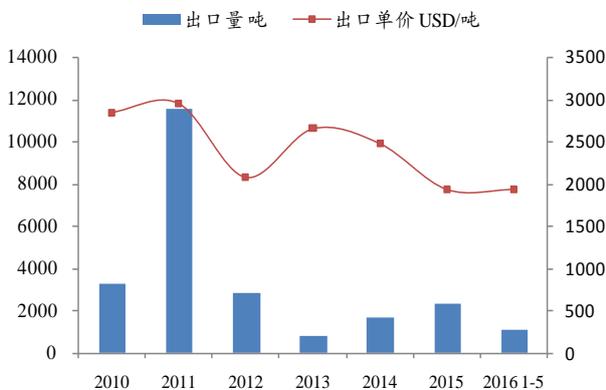
脂松节油价格波动幅度较大：从近几年脂松节油价格波动情况来看，脂松节油的价格波动较大，价格在 10000 元/吨-27000 元/吨之间大幅波动，其涨跌主要受松脂产量、深加工产品需求、炒作等因素影响。

松节油上一次涨价是 2013 年，近三年来，松节油一直处于阴跌走势之中，价格不断创造新低，2016 年 1 月更是创下 8500 元/吨低价。历经三年低迷，2016 年松节油市场有可能迎来复苏，主要判断理由是社会库存很低，松香需求产出受限、天气恶劣和松节油出口恢复增长。

工厂在去年积极清库存的策略，为今年松节油走势的变化埋下了伏笔。一些规模较大的企业表示，经过 2015 年的积极去库存，他们的松节油库存基本已经清空，松节油的去库存化加快，市场压力充分释放，松节油市场逐渐上涨的行情。松脂减产成为松节油行情走强的另一动力，作为松香的副产品，松节油的产量与松香的产量变化同步，松节油的价格与松香的价格水平密切相关。当松香价格高涨、生产扩大时，松节油的产量也跟着扩大，当松香价格下降产量降低时，松节油的供应量也随之减少。去年松香产量出现明显减少，相应的，松节油的供应量也减少了很多。在需求量未发生明显改变的情况下，供应量减少自然使松节油有了更多议价的优势。2016 年产季，松节油产量仍有可能继续下降，或支撑油价在产季前继续小幅走高。从 2016 年上山采脂的情况看，由于松脂价格不高，包山人数明显减少，工人上山积极性不足，今年松香产量仍将继续下降，松节油产量下降也在预期之中。在这样的心理预期之下，业内对松节油看涨的心态或将成为主流，推动松节油价格上涨的机会较大。

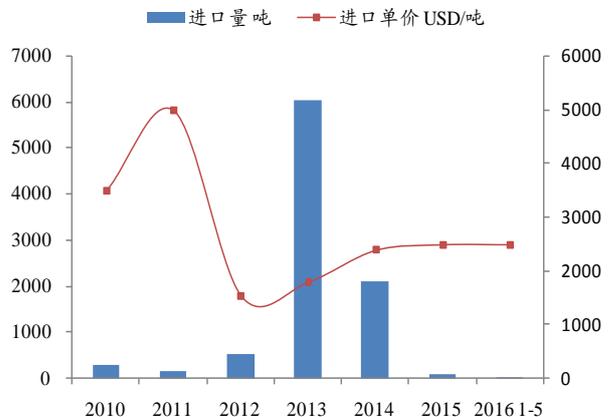
2016 年进入 5 月后，南方各产区均出现恶劣降雨天气，松脂量产出较少，脂农进山难度加大，作业意愿不高。

图 52: 2016 年松节油出口量超 2013 年



数据来源：海关总署；国联证券研究所

图 53: 松节油进口稀少



数据来源：海关总署；国联证券研究所

松节油出口量的增长也是催涨因素之一。2013 年中国松节油的出口量为

810.6 吨，而 2016Q1 松节油的出口量为 888.3 吨，已超过 2013 年全年总和，另一方面，零出口退税下还有出口增长，也说明国内的松节油价格、品质等综合性价比超越印尼和巴西同类产品，占据国外市场的侧面也说明我国深加工优势。

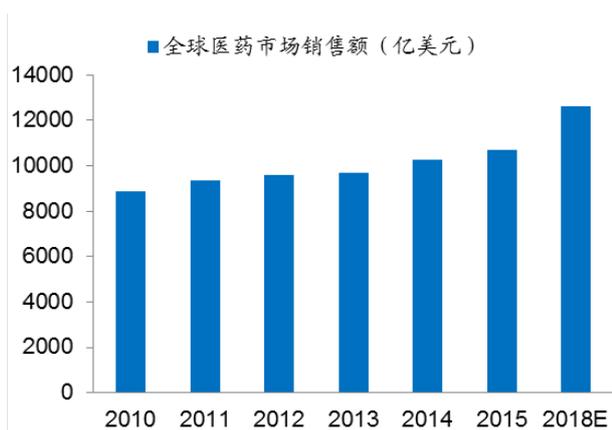
中国松节油的质量也是世界一流的，中国松节油以萜烯含量高、杂质少深受国外客户的好评。近三年来，随着中国松节油价格的不断走低，出口量在逐年增加，其他主要的松节油深加工产品，松油醇、萜烯、樟脑等与松节油情况类似。值得注意的是，这是在近几年世界经济处于最低谷时，松节油在市场上的表现。所以我们有理由相信，在今年国内经济和世界经济逐渐趋好的背景下，松节油及其深加工产品的出口需求或将继续保持增长趋势。

公司每年会提前介入松节油储备，最高可达 2 万吨，当价格上涨阶段，也就是将其变现阶段。

### 5.3、药用樟脑产品发展迅速

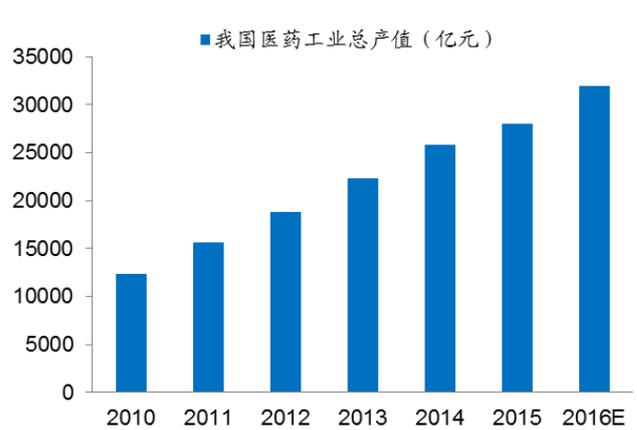
医药及特殊合成工业的发展对药用樟脑提出了更高要求，对有旋光活性的左旋樟脑的需求越来越多。左旋樟脑具有高旋光性，主要用于高生理活性的药物合成，在治疗癌症、病毒性肝炎、艾滋病等药品制造、原料中间体的制备以及异构体的拆分上有广泛的用途。目前合成左旋樟脑的工艺已取得突破，左旋樟脑的工业化生产将进一步优化药用樟脑的产品结构，大幅提升其市场价值。

图 54: 全球医药市场销售额增长情况



数据来源: IMS Health Inc.; 国联证券研究所

图 55: 我国医药工业总产值增长情况



数据来源: CFDA 南方医药经济研究所; 国联证券研究所

药用樟脑未来需求增长主要取决于下游医药行业的增长情况。随着目前城镇居民基本医疗保险制度试点范围不断扩大，农村新型合作医疗全面推进，新一轮医药卫生体制改革的出台实施，国内医药消费市场的巨大潜力逐渐显现，有力地推动了医药工业的快速发展。据国家工业与信息化产业部统计，2008 年我国医药行业实现销售收入 8,253.6 亿元，同比增长 26.50%。在新一轮医药卫

生体制深化改革推动下，未来国内医药市场需求依然旺盛，拉动医药产业快速发展的主要因素仍未改变，医药行业仍将保持较快的增长态势。

根据松香网统计，目前直接药用及医药中间体对合成樟脑的年需求量在 2,500 吨左右，并保持较快速度增长，预计到 2012 年医药及医药中间体市场对合成樟脑的市场需求将达到 4,000 吨。另外随着左旋樟脑等高附加值产品逐渐进入应用市场，其市场规模也将进一步扩大。

## 6、盈利预测及估值

我们假设 2016 年、2017 年和 2018 年樟脑销售量 14500 吨、14800 吨和 15000 吨，含税售价 24000 元/吨、28000 元/吨和 32000 元/吨。毛利率逐步提升，按照 24%、28%和 32%测算，毛利率提升已经包含公司樟脑提价和来自松节油库存升值等综合影响。对香精香料新产品产生收益暂时不计，偏向产量扩张和平台型整合。

预计公司 2016 年~2018 年 EPS 为 0.12、0.20、0.24 元，给予 2017 年 30~40 倍 PE，公司合理价为 6.0~8.0 元。由于公司是目前松节油深加工的稀缺标的，樟脑的全球细分领域冠军，搭建香料产业平台的可能，未来潜力尚待释放，给予推荐评级。

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	589.0	690.9	791.71	825.8
YOY	-22.83%	17.30%	14.60%	4.30%
归属母公司净利润	10.9	47.7	76.5	92.9
EPS(元)	0.03	0.12	0.20	0.24
P/E	292.1	66.8	41.62	34.3
P/B	5.3	5.2	4.93	4.7

数据来源：国联证券研究所

## 7、风险提示：

松节油库存大幅度贬值而公司没有对冲措施；印度宗教礼拜火葬风俗被政府强令禁止导致樟脑需求下滑。

财务报表预测与财务指标		单位: 百万									
利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	763.2	589.0	690.9	791.7	825.8	现金	33.4	41.3	621.8	712.5	743.2
YOY(%)	20.7%	-22.8%	17.3%	14.6%	4.3%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	605.2	491.7	552.0	604.9	616.8	应收款项净额	177.4	304.3	4.5	348.7	19.3
营业税金及附加	3.7	1.9	2.3	2.6	2.7	存货	337.1	168.2	399.0	222.6	411.3
销售费用	23.8	26.3	25.6	29.3	30.6	其他流动资产	2.0	4.9	4.9	4.9	4.9
占营业收入比(%)	3.1%	4.5%	3.7%	3.7%	3.7%	流动资产总额	549.9	518.8	1,030.2	1,288.7	1,178.7
管理费用	43.7	50.3	49.9	57.2	59.6	固定资产净值	316.9	250.7	227.3	203.8	273.1
占营业收入比(%)	5.7%	8.5%	7.2%	7.2%	7.2%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	83.9	18.4	64.2	100.8	119.1	固定资产净额	316.9	250.7	227.3	203.8	273.1
财务费用	22.9	13.7	10.2	13.0	11.9	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	3.0%	2.3%	1.5%	1.6%	1.4%	在建工程	64.7	72.4	99.4	99.4	0.0
资产减值损失	6.7	9.4	0.0	0.0	0.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	1.3	0.0	0.0	0.0	固定资产总额	381.6	323.1	326.7	303.2	273.1
营业利润	57.1	-3.0	50.9	84.8	104.1	无形资产	93.1	31.4	30.7	30.0	29.3
营业外净收入	5.3	5.7	5.2	5.2	5.2	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	62.4	2.7	56.1	90.0	109.3	其他长期资产	6.9	15.7	15.6	15.5	15.4
所得税	10.2	-8.2	8.4	13.5	16.4	资产总额	1,031	889	1,403	1,637	1,496
所得税率(%)	16.3%	-308.6%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	301.0	158.0	618.3	849.8	647.6
净利润	52.2	10.9	47.7	76.5	92.9	应付款项	52.1	52.7	89.3	64.3	92.0
占营业收入比(%)	6.8%	1.9%	6.9%	9.7%	11.2%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	52.2	10.9	47.7	76.5	92.9	流动负债	353.1	210.7	707.5	914.2	739.6
YOY(%)	82.1%	-79.1%	337.5%	60.4%	21.4%	长期借款	16.0	78.0	78.0	78.0	78.0
EPS (元)	0.14	0.03	0.12	0.20	0.24	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	负债总额	430.8	288.7	785.5	992.2	817.6
成长能力						少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业收入	20.7%	-22.8%	17.3%	14.6%	4.3%	股东权益	600.6	600.3	617.6	645.3	678.9
营业利润	-9.1%	-105.3%	-1770.4%	66.6%	22.7%	负债和股东权益	1,031	889	1,403	1,637	1,496
净利润	82.1%	-79.1%	337.5%	60.4%	21.4%						
获利能力						现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
毛利率(%)	20.7%	16.5%	20.1%	23.6%	25.3%	税后利润	52.2	10.9	47.7	76.5	92.9
净利率(%)	6.8%	1.9%	6.9%	9.7%	11.2%	加: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	8.7%	1.8%	7.7%	11.9%	13.7%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	8.1%	2.1%	4.6%	6.2%	8.0%	折旧和摊销	33.9	0.0	24.3	24.3	30.9
偿债能力						营运资金的变动	(14.3)	86.6	109.3	(186.3)	173.7
流动比率	1.33	2.46	1.46	1.41	1.59	经营活动现金流	71.8	97.5	181.3	(85.5)	297.5
速动比率	0.51	1.64	0.89	1.16	1.03	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	41.8%	32.5%	56.0%	60.6%	54.6%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						固定资产投资	(35.5)	72.3	(22.6)	4.4	4.4
总资产周转率	74.0%	66.3%	49.2%	48.4%	55.2%	投资活动现金流	(35.5)	72.3	(22.6)	4.4	4.4
应收账款周转天数	79.6	49.8	110.5	56.5	98.7	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	203.3	124.9	263.8	134.3	243.4	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
每股指标(元)						公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.14	0.03	0.12	0.20	0.24	股利分配	11.6	11.6	30.4	48.8	59.3
每股净资产	1.56	1.56	1.60	1.67	1.76	计入循环贷款前融资活	(33.1)	(27.3)	(38.5)	(59.6)	(69.1)
估值比率						循环贷款的增加/(减少)	(33)	(150)	460	232	(202)
P/E	61.0	292.1	66.8	41.6	34.3	融资活动现金流	(66)	(177)	422	172	(271)
P/B	5.3	5.3	5.2	4.9	4.7	现金净变动额	(30)	(6)	580	91	31

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话: 0510~8283337

传真: 0510~82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021~38991500

传真: 021~38571373

**北京**

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010~68790997

传真: 010~68790897

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755~82878221

传真: 0755~82878221

**国联证券投资评级:**

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级, 提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

**免责声明:**

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 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。