



# 松节油预计仍有提价空间，公司原料采购成本低，对业绩有正面影响

## 青松股份 (300132.SZ)

### 投资要点：

- 9月12日，我们对青松股份进行了实地调研，得出以下结论。
- 松节油价格一周之内从1.5万元/吨飙升至1.7万元/吨，涨价速度超预期，预计仍能涨价，看好库存收益。**近期的松节油价格自七月底开始持续暴涨，自我们上一篇研究报告外发后短短几天，松节油价格又继续攀升到1.7万元/吨，周涨幅2000元/吨。目前松节油价格已经达到了我们之前1.6万元/吨以上的判断，涨价速度超过我们的预期。由于基本面短期内未有明显变化，**我们仍然维持原有的判断——9、10月松节油价格还将继续上涨。**如果公司樟脑等产品的提价动作能够及时有效跟进，市场需求有效传导，公司前期大量低价原料库存将会提供丰厚的库存收益。**我们预计公司今年业绩将会增厚2000万元以上（暂不调整盈利预测）。**
- 公司松节油的采购成本低于同行，对业绩影响正面。**公司相比于同行业公司的松节油采购体系较为完善，在广西和云南设有采购基地，到松节油生产厂家直接购买松节油后通过汽运存储在采购基地，之后通过自备罐车和铁路专用线运输到建阳。而其他樟脑生产企业尚无自己的铁路专用线和自备罐车，只能通过贸易商采购、储运。因此，公司的松节油采购成本较同行要低。这对于公司业绩的影响将会是长期、正面的。
- 公司未来的发展方向仍然是完善产业链。**公司未来几年将会主要拓展以下四个方面：①继续扩大现有产品樟脑的产能，进一步提高占有率；②完善松节油β-蒎烯深加工的香料产业链；③完善樟脑磺酸下游医药中间体/原料的产业链；④加快樟脑、冰片等终端产品的“樟脑制品及日化产品综合项目”的开发建设。
- 暂时维持原有的盈利预测与投资评级。**出于保守的风格，我们仍然暂时维持2013-2015年EPS 0.30元、0.37元、0.48元的预测和“买入”的投资评级。
- 风险提示。**松节油价格下跌的风险，公司产品价格提价低于预期的风险。

分析师：齐求实

执业证书编号：S0050511070001

Tel：010-59355977

Email：qiqs@chinans.com.cn

联系人：黄景文

Tel：010-59355819

Email：huangjw@chinans.com.cn

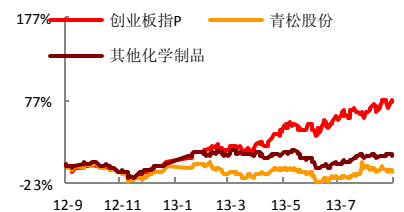
### 投资评级

调研日期：2013年09月17日  
 本次评级：买入  
 跟踪评级：维持  
 目标价格：10

### 市场数据

市价(元) 7.8  
 上市的流通A股(亿股) 0.59  
 总股本(亿股) 1.93  
 52周股价最高最低(元) 14.41-6.25  
 上证指数/深证成指 2185.56/  
 8493.78  
 2012年股息率 0.75%

### 52周相对市场改变



### 公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	554.62	620.51	722.76	786.91
增长率(%)	0.77	11.88	16.48	8.88
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	34.19	56.86	72.23	91.69
增长率(%)	52.59	66.31	27.02	26.95
毛利率%	23.75	25.45	26.50	28.60
净资产收益率(%)	6.14	9.30	10.57	11.83
EPS(元)	0.18	0.30	0.37	0.48
P/E(倍)	45.77	27.52	21.67	17.07
P/B(倍)	1.77	1.60	1.43	1.26

数据来源：民族证券

### 相关研究

《青松股份(300132)：松节油价格持续攀升，公司库存策略得当，看好今年业绩打翻身仗》 2013-9-9  
 《寻找化工股的遗珠(一)：松节油行业深度报告——以两大技术为主线，寻找低估值成长股》 2013-8-5  
 《青松股份(300132)：松节油价格回暖，关注库存收益》 2013-8-13  
 《青松股份(300132)：张家港亚细亚化工未来有望成为公司业绩成长的重要一环》 2013-7-19  
 《青松股份(300132)：樟脑、冰片、樟脑磺酸形势良好，今年松脂收脂形势不佳》 2013-7-15

## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	579.34	739.06	806.13	923.58	<b>营业收入</b>	554.62	620.51	722.76	786.91
现金	97.37	155.19	133.86	208.68	营业成本	422.91	462.59	531.23	561.85
应收账款	78.81	102.00	118.81	129.36	营业税金及附加	1.84	2.17	2.53	2.75
其他应收款	50.31	54.32	62.37	65.97	销售费用	19.78	18.62	21.68	23.61
预付账款	3.60	5.10	5.94	6.47	管理费用	38.83	40.33	46.98	51.15
存货	349.25	422.46	485.14	513.11	财务费用	21.97	24.82	28.91	31.48
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	7.32	3.10	3.61	3.93
<b>非流动资产</b>	407.13	495.79	562.18	592.00	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定及无形资产	352.70	440.56	505.93	535.10	<b>营业利润</b>	41.97	68.88	87.81	112.13
其他	54.43	55.23	56.25	56.90	<b>利润总额</b>	42.82	71.98	91.43	116.07
<b>资产总计</b>	986.47	1234.85	1368.31	1515.58	所得税	8.79	15.12	19.20	24.37
<b>流动负债</b>	<b>373.11</b>	<b>561.12</b>	<b>620.30</b>	<b>674.59</b>	<b>净利润</b>	34.03	56.86	72.23	91.69
短期借款	331.50	500.00	550.00	600.00	少数股东损益	-0.16	0.00	0.00	0.00
应付账款	52.81	69.62	80.20	85.37	<b>归属母公司净利</b>	34.19	56.86	72.23	91.69
其他	-11.20	-8.50	-9.90	-10.78	EBITDA	84.31	115.72	142.02	170.37
<b>非流动负债</b>	58.91	62.42	64.47	65.74	EPS (元)	0.177	0.295	0.374	0.475
长期借款	50.00	50.00	50.00	50.00					
其他	8.91	12.42	14.47	15.74	<b>主要财务比率</b>	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>负债合计</b>	432.02	623.54	684.77	740.34	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	1.39	1.39	1.39	1.39	营业收入	0.77%	11.88%	16.48%	8.88%
归属母公司股东权益	553.06	609.92	682.15	773.85	营业利润	<b>127.03%</b>	<b>64.12%</b>	<b>27.50%</b>	<b>27.69%</b>
<b>负债和股东权益</b>	986.47	1234.85	1368.31	1515.58	归属母公司净	<b>52.59%</b>	<b>66.31%</b>	<b>27.02%</b>	<b>26.95%</b>
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	23.75%	25.45%	26.50%	28.60%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	6.14%	9.16%	9.99%	11.65%
<b>经营活动现金流</b>	<b>-56.88</b>	20.72	46.72	111.25	ROE	6.14%	9.30%	10.57%	11.83%
净利润	34.03	56.86	72.23	91.69	ROIC	5.91%	7.17%	7.81%	9.07%
资产减值损失	7.32	3.10	3.61	3.93	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	20.37	22.03	25.30	26.75	资产负债率	43.79%	50.49%	50.04%	48.85%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	52.85%	66.61%	70.31%	58.96%
财务费用	21.97	24.82	28.91	31.48	流动比率	155.28%	131.71%	129.96%	136.91%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.62	0.56	0.52	0.61
营运资本变化	<b>-139.30</b>	<b>-85.49</b>	<b>-82.82</b>	<b>-42.28</b>	<b>营运能力</b>				
递延税款变化	<b>-1.27</b>	<b>-0.60</b>	<b>-0.51</b>	<b>-0.33</b>	总资产周转率	0.56	0.50	0.53	0.52
<b>投资活动现金流</b>	<b>-64.42</b>	<b>-110.08</b>	<b>-91.18</b>	<b>-56.25</b>	应收帐款周转	7.04	6.08	6.08	6.08
资本支出	<b>-64.42</b>	<b>-110.08</b>	<b>-91.18</b>	<b>-56.25</b>	应付帐款周转	8.25	8.11	8.11	8.11
其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	81.73	147.18	23.13	19.81	每股收益	0.177	0.295	0.374	0.475
短期借款	116.02	172.00	52.04	51.28	每股经营现金	-0.45	0.17	0.39	0.92
新发股份	<b>-0.26</b>	18.09	0.00	<b>-0.00</b>	每股净资产	4.59	5.06	5.66	6.42
分红	<b>-12.06</b>	<b>-18.09</b>	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
少数股东融资	<b>-0.00</b>	0.00	0.00	0.00	P/E	45.77	27.52	21.67	17.07
财务费用	<b>-21.97</b>	<b>-24.82</b>	<b>-28.91</b>	<b>-31.48</b>	P/B	1.77	1.60	1.43	1.26
<b>现金净增加额</b>	<b>-39.57</b>	57.82	<b>-21.32</b>	74.81	EV/EBITDA	19.86	16.95	14.71	12.44

数据来源: 贝格数据, 民族证券

## 分析师简介

齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

黄景文，本科毕业于厦门大学化工系，研究生毕业于对外经济贸易大学金融系，从事化工、纺织行业研究工作，两年证券行业研究经验。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)