

顺势而为，随松节油上涨之波， 扬业绩拐点之流

投资要点：

- **公司是国内松节油深加工行业的龙头企业。**2012年公司产品的销量为3.9万吨，主要的产品是合成樟脑、冰片、樟脑磺酸等，其中合成樟脑国内市场占有率61.67%，全球市场占有率40%，冰片国内市场占有率25%，樟脑磺酸国内市场占有率30%以上。根据我们的调研和验证，公司一年的松节油采购量占全国的30%左右。
- **下游需求增速稳健，新产能逐步投放能被市场消化。**合成樟脑需求增速高于松节油类产品平均增速，达10%以上，逐步替代对二氯苯带来1.5万吨/年的需求空间，行业成长的天花板将被打破。樟脑磺酸目前每年有20%的需求增速，处于一个国内替代进口的趋势，公司自供樟脑粉，新产能采取全自动化生产线，有一定成本优势，生产环境按照国外GMP认证的要求建设，我们预计公司的樟脑磺酸新产能将会很快被市场消化。冰片国内需求增速10%，下游是日化、香料和医药，预计需求只会平稳增长。香精香料国内需求增速15%，“十二五”期间有望达到400亿的行业产值，预计公司香精香料项目新产能被市场消化没有问题。
- **顺势而为，随松节油上涨之波，扬业绩拐点之流。**目前松节油价格持续上涨，两个月的累计涨幅已经超过50%，预计公司会享受一定的库存收益。如果以半年为单位看公司业绩，则由于去年四季度公司的业绩极差，导致去年下半年是公司业绩的谷底，但我们认为这也是业绩向上拐点。
- **今年股价机会将来自于EPS，未来有望估值提升。**目前估值合理，今年股价的机会来自于EPS，约有23%的股价上涨空间。随着樟脑磺酸技改完成，未来盈利能力的回升有望带来估值17%的提升空间
- **维持“买入”的投资评级。**我们预计公司2013-2015年EPS为0.32元、0.39元和0.45元，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示。**松节油价格暴跌的风险；樟脑磺酸市场开拓和盈利能力不达预期的风险。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	554.62	642.56	751.83	820.99
增长率(%)	0.77	15.86	17.00	9.20
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	34.19	62.62	74.57	86.61
增长率(%)	52.59	83.13	19.10	16.14
毛利率%	23.75	26.19	26.41	27.20
净资产收益率(%)	6.14	9.08	9.76	10.18
EPS(元)	0.18	0.32	0.39	0.45
P/E(倍)	44.70	24.41	20.49	17.65
P/B(倍)	1.73	2.22	2.00	1.80

数据来源：民族证券

青松股份 (300132.SZ)

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

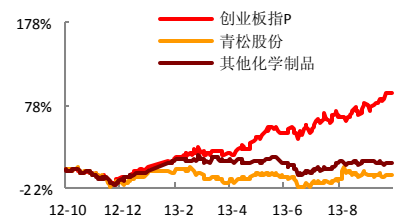
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	10

市场数据

市价(元)	7.92
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	2174.66/ 8514.57
2012年股息率	0.75%

52周相对市场改变



相关研究

- 《青松股份(300132)：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》 2013-9-17
- 《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

正文目录

一、投资要点	4
1、为什么推荐青松股份?	4
2、我们有别于市场的观点	4
3、股价上涨的催化因素	4
4、投资风险	4
二、我国最大的松节油深加工企业，合成樟脑行业的绝对领导者，人工冰片、樟脑磺酸行业寡头	5
三、下游需求增速稳健，新产能逐步投放能被市场消化	8
1、合成樟脑需求增速高于松节油类产品平均增速，达 10% 以上，逐步替代对二氯苯带来 1.5 万吨/年的需求空间，行业成长的天花板将被打破	8
2、樟脑磺酸市场每年 20% 的需求增速和进口替代的趋势足以消化公司的新产能	9
3、冰片国内需求增速 10%，下游是日化和医药，难有大突破	10
4、香精香料国内需求增速 15%，400 亿产值，公司只取一瓢	11
四、顺势而为，随松节油上涨之波，扬业绩拐点之流	13
1、随松节油上涨之波：松节油价格上涨，公司享受一定的库存收益	13
2、扬业绩拐点之流：上市以来业绩下滑，去年下半年是业绩谷底，但也是绩向上的拐点	16
五、今年股价机会将来自于 EPS，未来有望估值提升	18
1、目前估值合理，今年股价的机会来自于 EPS，约有 23% 的股价上涨空间	18
2、随着樟脑磺酸技改完成，未来盈利能力的回升有望带来估值 17% 的提升空间	19
六、调整盈利预测假设	20
七、维持“买入”的投资评级	20
八、风险分析	20
财务预测	21

图表目录

图 1：2012 年公司按产品分类的收入结构	5
图 2：公司产能情况与未来规划	5
图 3：公司樟脑产量和市场占有率逐年提高	6
图 4：松节油深加工行业竞争力分析（波特五力）	6
图 5：青松股份的 SWOT 分析	7
图 6：我国松节油类产品产量最近七年复合增速 16.25%	8
图 7：樟脑的下游主要是日用和医药，未来成长空间仍然存在	8
图 8：樟脑国内产量和出口量提升，2012 年表现尤为明显，预计合成樟脑需求年均增速 10% 以上	9
图 9：樟脑磺酸左旋、右旋立体结构	9
图 10：冰片的药理作用和主要药品	10
图 11：冰片行业 CAGR 达到 10%，垄断竞争，青松股份产能占全国 19%，但市场占有率超过 25%	11
图 12：香精香料行业收入、利润及同比增速	11
图 13：公司的香料项目	12
图 14： α -蒎烯和 β -蒎烯是同分异构体，右图是某种松节油的主要成分	13
图 15：松节油价格驱动路径	13
图 16：1995 年-2002 年松节油价格在 2800 元/吨——7000 元/吨的区间内波动，牛市出现在 95-97 年和 2000-2001 年	13

.....	14
图 17: 松节油波澜壮阔的牛市在 2008 年展开, 有三波的上涨 (本图选取云南松的松节油价格为例)	14
图 18: 2011 年 7 月-2013 年 7 月, 两年间松节油的价格呈现出箱体震荡的趋势	15
图 19: 2013 年 7 月底开始, 松节油走出一波上涨大行情 (松节油价格指数小于实际松节油市场价格)	15
图 20: 2011 年松节油价格腰斩 60% 影响公司原有盈利能力	16
图 21: 2012 年公司由于存货跌价和收购亚细亚化工而计提大量资产减值损失, 预计今年不会出现.....	17
图 22: 公司人员结构变化趋势向好, 管理费用飙升有一定合理性	17
图 23: 目前估值 30 倍, 我们认为较为合理	18
图 24: P/B vs. ROE 分析, 公司估值属于合理范围(ROE 是将 2013 年中报数据年化而得, P/B 取 9 月 30 日数据).....	18
图 25: 青松股份分产品收入、成本假设 (单位: 万元)	20

一、投资要点

1、为什么推荐青松股份？

从短期来看，公司享受库存收益：前期囤了大量的低价原材料和半成品，在第三、四季度的需求旺季将会转化成当年利润。九月、十月是松节油涨价的合适时点，我们认为存在一定的投资机会。

从中期来看，我们认为今年第二季度是公司业绩向上的一个拐点，后续两个季度不会差于第二季度。小非在九月进行了一定量的减持，我们认为极不明智，在这一时点这一价位进行减持未免低估价值。我们无法预测小非的交易行为，但是我们认为只要我们的分析合理可信，未来小非大规模减持的概率不高，即使减持，也为二级市场其他参与者提供了更多的流动性。

从长期来看，公司樟脑的市占率较高，松节油的采购量也占到国内的三成，大家认为公司几乎触碰到行业的天花板，未来公司的应对策略是：第一，通过规模采购和能源技改，降低成本，实现规模效应；第二，开发下游，近有亚细亚化工的产能倍增，远有生活用樟脑日化产品项目；第三，开拓香料香精项目，合理利用松节油的组分。我们认可公司的应对策略，当然，这并不足以让市场给予公司很高的估值。值得注意的是公司亚细亚技改完成，樟脑磺酸产能倍增，我们预计未来几年亚细亚的盈利能力将会回归到正常水平（已经考虑到产能增加对行业和盈利能力的冲击，我们认为价格冲击将会被成本降低等积极因素对冲）并消化产能，这将来带每年20%以上的增长，一旦这一观点被确认，预计公司的估值水平将会有所提升。（暂时不考虑未来增发收购等外延式发展的可能）。

2、我们有别于市场的观点

- （1）松节油不是稀缺资源，应合理把握其价格周期进行投资，顺势而为。
- （2）去年下半年是公司业绩的谷底，也是公司业绩向上的拐点。
- （3）亚细亚化工盈利水平的恢复程度将会是公司未来估值提升与否的关键。

3、股价上涨的催化因素

- （1）松节油及其下游产品涨价。
- （2）亚细亚 750 吨樟脑磺酸技改整合项目正式批量生产。

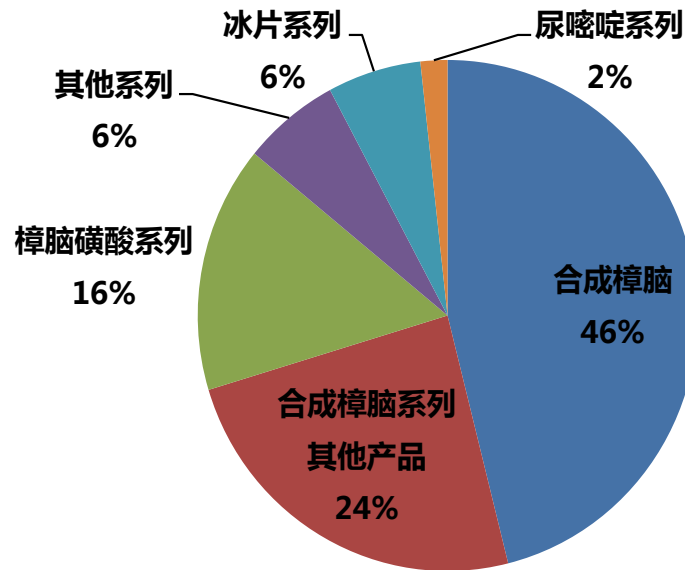
4、投资风险

- （1）松节油等价格下滑的风险。
- （2）小非、大非解禁减持的风险。

二、我国最大的松节油深加工企业，合成樟脑行业的绝对领导者，人工冰片、樟脑磺酸行业寡头

青松股份是国内最大的松节油深加工企业，2012年产品的销量为3.9万吨，主要的产品是合成樟脑、冰片、樟脑磺酸等。目前，公司合成樟脑的产能是1万吨/年，冰片500吨/年，樟脑磺酸1500吨/年。

图 1：2012 年公司按产品分类的收入结构



数据来源：民族证券

目前公司的产能主要集中在4个主要系列（划分标准为原料、生产装置和工艺）：合成樟脑、冰片、樟脑磺酸和尿嘧啶。今年6月，香精香料项目的月桂烯投产，未来几年，其他子项目也将逐步投产，公司的产品项目将会扩大到5个大块，对松节油的有效成分充分利用，吃干榨尽。

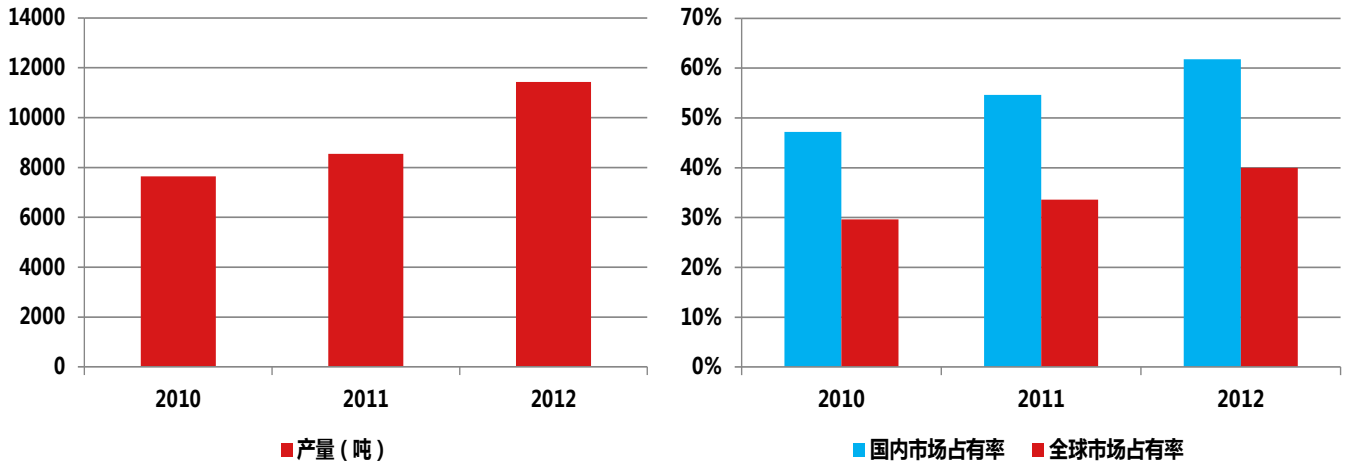
图 2：公司产能情况与未来规划

产品		2013年产能（吨/年）	产品		规划产能（吨/年）	
合成樟脑系列	合成樟脑	10000	香精香料系列	月桂烯	1000	已投产
	蒽烯	3000		β-蒽烯	1200	未投产
	乙酸异龙脑酯	4000		长叶烯	300	
	对伞花烃	1300		异长叶烯	250	
	醋酸钠	6100		异长叶烷酮	200	
	双戊烯	4200		乙酸长叶酯	100	
冰片系列	冰片	500		柠檬醛	150	
	乙酸龙脑酯	200		紫罗兰酮	100	
	白轻油	550		山苍子精油	400	
	溶剂油	550		烟叶浸膏	400	
	小茴香油	11		烟叶町	100	
	重油	50				
樟脑磺酸系列	樟脑磺酸	1500				
尿嘧啶系列	尿嘧啶	170				

数据来源：民族证券

2012 年公司的合成樟脑国内市场占有率 61.67%，全球市场占有率 40%，冰片国内市场占有率 25%，樟脑磺酸国内市场占有率 30%以上。根据我们的调研和验证，公司一年的松节油采购量占全国的 30%左右，占世界的 20%以上。

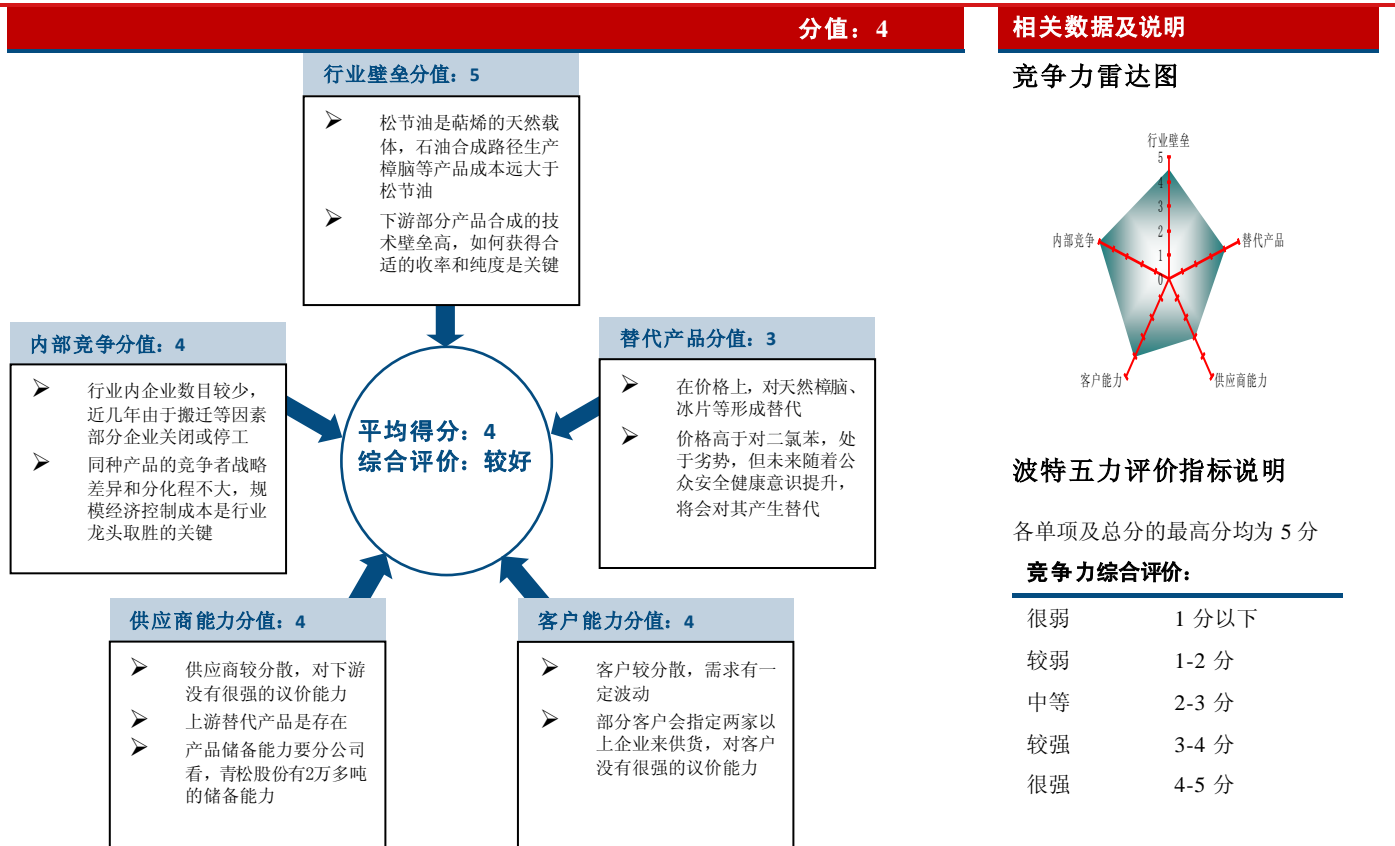
图 3：公司樟脑产量和市场占有率逐年提高



数据来源：民族证券

为了便于分析公司和全文篇幅的控制，我们对进行波特五力分析和 SWOT 分析。

图 4：松节油深加工行业竞争力分析（波特五力）



数据来源：民族证券

图 5：青松股份的 SWOT 分析

公司 SWOT 分析

优势

公司地处闽北山区，有林产化工的传统优势，最近又加强原料储备和运输能力，吨原料成本低于同行对手 500-1000 元。目前是樟脑、樟脑磺酸、冰片行业的龙头，极具竞争力。研发能力突出，与高校有合作，近几年公司大力引进人才，学历结构正在优化。

劣势

产品容易受到松节油价格大幅波动的影响。目前樟脑价格高于对二氯苯，对替代产生了一定的阻力。

机会

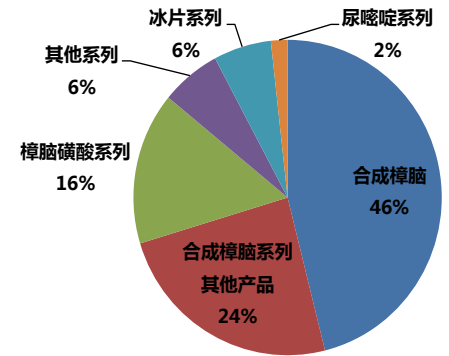
收购亚细亚化工之后进行产业上下游整合，樟脑磺酸面临进口替代和需求持续旺盛的机会。公司在取得樟脑原料药欧洲 GMP 证书、欧盟 REACH 法规领头人注册的基础上拓展欧盟的樟脑市场。公司进入 β-萜烯的香精香料产业

威胁

松节油价格暴跌的可能性。

相关数据

公司产品结构图



指标对比（选取 2013 年中报数据）

(%)	公司	行业（以 天龙集团 为例）
收入增长	-1.95	33.66
净利增长	-14.60	-57.65
ROE	4.86	0.53
毛利率	24.84	22.05
研发/收入	2.34	1.79

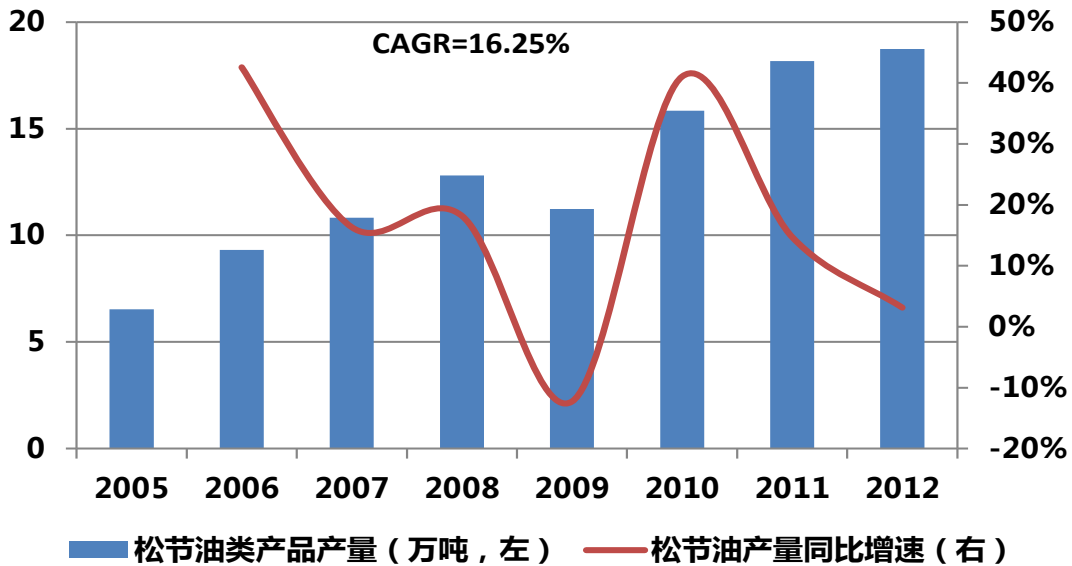
数据来源：民族证券

三、下游需求增速稳健，新产能逐步投放能被市场消化

1、合成樟脑需求增速高于松节油类产品平均增速，达 10% 以上，逐步替代对二氯苯带来 1.5 万吨/年的需求空间，行业成长的天花板将被打破

根据国家林业局的统计数据，我国松节油类产品产量最近七年复合增速高达 16.25%，虽然最近几年增速有所下滑，但是我们认为松节油深加工产品的下游需求仍然将维持稳定，增速估计仍然有 10% 左右。

图 6：我国松节油类产品产量最近七年复合增速 16.25%

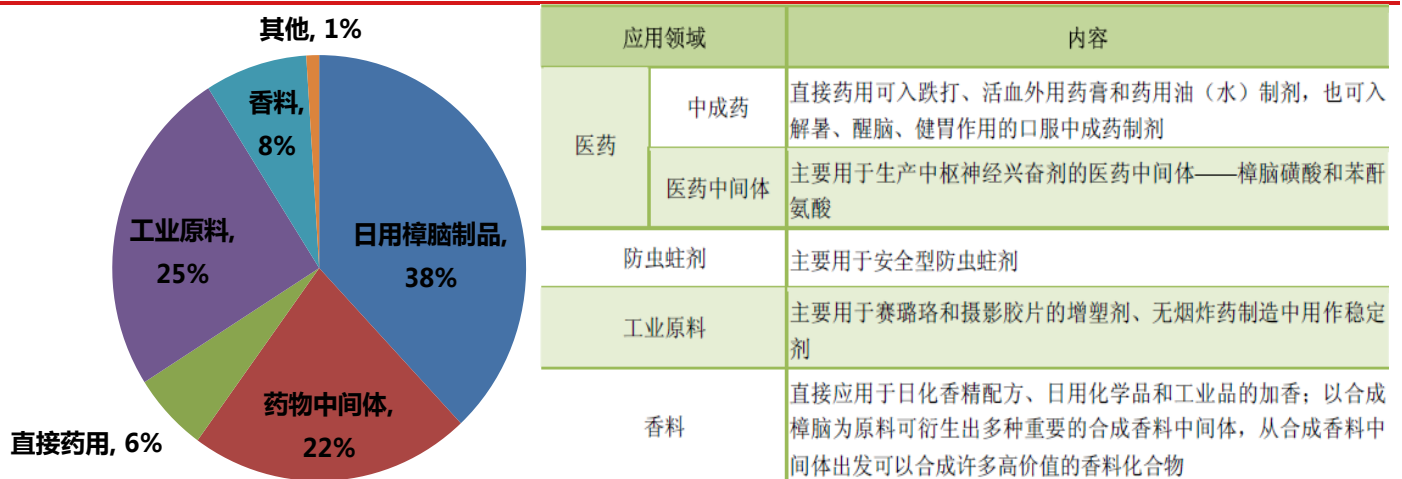


数据来源：民族证券

分产品来看，松节油的下游主要是四个应用：合成樟脑、松油醇、香精香料、萜烯树脂，其中占比最大的是合成樟脑，大约占松节油下游 40% 左右的。

合成樟脑有较强烈的清凉感和芳香气味，具有皮肤刺激类药物活性、防腐活性、驱虫及防虫蛀活性，以及对硝化棉等特殊材料的良好增塑性能，因此，合成樟脑在医药及医药中间体、安全型防虫蛀剂、工业原料、香料等领域内得到了广泛的应用。

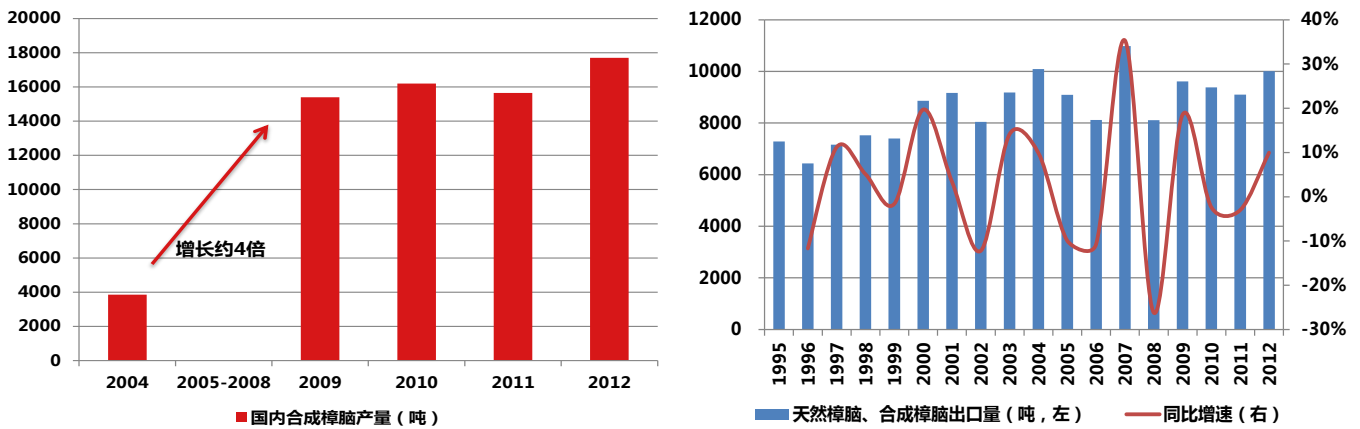
图 7：樟脑的下游主要是日用和医药，未来成长空间仍然存在



数据来源：民族证券

我们认为合成樟脑的需求增速要高于松节油类产品的整体平均增速，应有 10% 以上。

图 8：樟脑国内产量和出口量提升，2012 年表现尤为明显，预计合成樟脑需求年均增速 10% 以上



数据来源：民族证券

另外，合成樟脑与对二氯苯之间在日用品应用领域还存在的明显的替代关系。对二氯苯是继樟脑、萘丸之后的第三代防蛀用品，目前我国以对二氯苯为原料生产的防蛀剂、除臭剂约占同类产品的三分之二，对二氯苯一年的需求量大约有 1.5 万吨。萘丸基本已经退出了日用品市场，目前市场上仅存合成樟脑和对二氯苯进行竞争。

在经济性上，对二氯苯胜过樟脑。以网上的数据为例，对二氯苯的市场价格大概在 8000-15000 元/吨，而樟脑的价格在 2.5-3 万元/吨，生产樟脑丸的日用品企业更倾向于使用便宜对二氯苯。

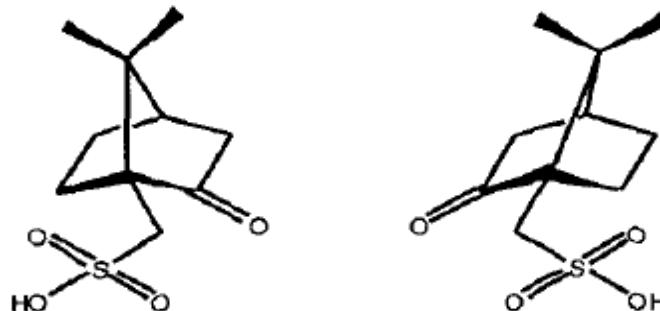
但是，对二氯苯对肝、肾有毒性，对甲状腺有影响，大剂量使用可以致癌。在美国、日本等发达国家市场几乎看不到对二氯苯的防蛀剂。我们认为在安全性上合成樟脑优于对二氯苯。未来随着市场的推广和公众卫生安全意识的增强，在日用品上樟脑将实现对对二氯苯的替代，由此可以带来约 1.5 万吨/年的需求量，几乎是现在合成樟脑需求的一倍，行业成长的天花板将被打破。

2、樟脑磺酸市场每年 20% 的需求增速和进口替代的趋势足以消化公司的新产能

严格来说，樟脑磺酸属于樟脑的医药需求之一。

樟脑磺酸通常直接使用，或者盐化处理得到相应的樟脑磺酸盐，它们的下游需求主要是初级医药中间体和旋光体拆分剂。作为初级医药中间体，樟脑磺酸可以用于生产肠道紊乱抑制剂和 HIV 改善剂等，而樟脑磺酸钠在临床上作为中枢兴奋剂、强心剂和血管收缩剂、肠道抑菌剂，也可以用作兽药。作为旋光体拆分剂，樟脑磺酸可用于分离苯丙醇胺、美托洛尔、普萘洛尔、肾上腺素、沙丁胺醇、阿替洛尔等，樟脑磺酸铵用于分离芳香醇铵药物对映体。

图 9：樟脑磺酸左旋、右旋立体结构



数据来源：民族证券

2010年国内樟脑磺酸的需求量约为2300吨，预计到2015年，市场需求量约为5600吨，折合每年20%左右的增速。按照产品分类，樟脑磺酸的需求主要来自于：①由于L-樟脑磺酸使用到药品的国外专利陆续到期，新一轮新、特药品的市场将会突然迅速掘起，届时樟脑磺酸在医药原料的供应上会有一个新的突飞猛进，预计至2015年L-樟脑磺酸的市场需求量约为1600吨；②原D-樟脑磺酸的销售终端客户大多在国内，2010年起，国外对D-樟脑磺酸的需求日益增大，随着国外市场的不断扩展，预计至2015年D-樟脑磺酸的市场需求量约为1900吨；③近年来DL-樟脑磺酸的应用已拓展到化妆品和有机合成等领域，未来DL-樟脑磺酸的需求将会有质的改变，市场前景非常乐观，预计至2015年DL-樟脑磺酸的市场需求量约为2100吨。

国内生产樟脑磺酸企业原先共有7家，总产能在1500吨左右（按照2010年的统计口径），规模最大的就是青松股份的子公司亚细亚化工，目前亚细亚化工的产能从750吨扩大到1500吨，行业产能也扩大到2250吨。目前樟脑磺酸国内市场需求很大，基本都是依赖进口，即使行业产能增长也没有改变原有的进口替代格局，更何况最近几年樟脑磺酸的需求20%的增速。

我们认为公司750吨的樟脑磺酸新产能很快被市场消化。

3、冰片国内需求增速10%，下游是日化和医药，难有大突破

冰片又叫龙脑，细分则可分为冰片、艾片和天然冰片，三者均已被《中国药典》2010版收录，其中冰片为合成龙脑，艾片为左旋龙脑，天然冰片为右旋龙脑。我们这里只讨论冰片。冰片的下游用途主要有三块：医药、香精香料和日化。冰片具有开窍醒脑、消炎镇痛的作用，既是我国传统的重要中成药原料。冰片也是一种重要的合成香料，广泛用于配制迷迭香、薰衣草型香精。另外，冰片也是中国古代香料配方中常见的一味。在日化方面，由于冰片对人体具有独特的清凉感，因此冰片在花露水、沐浴露、洗发露及护肤用品方面的应用日益广泛。

图 10：冰片的药理作用和主要药品

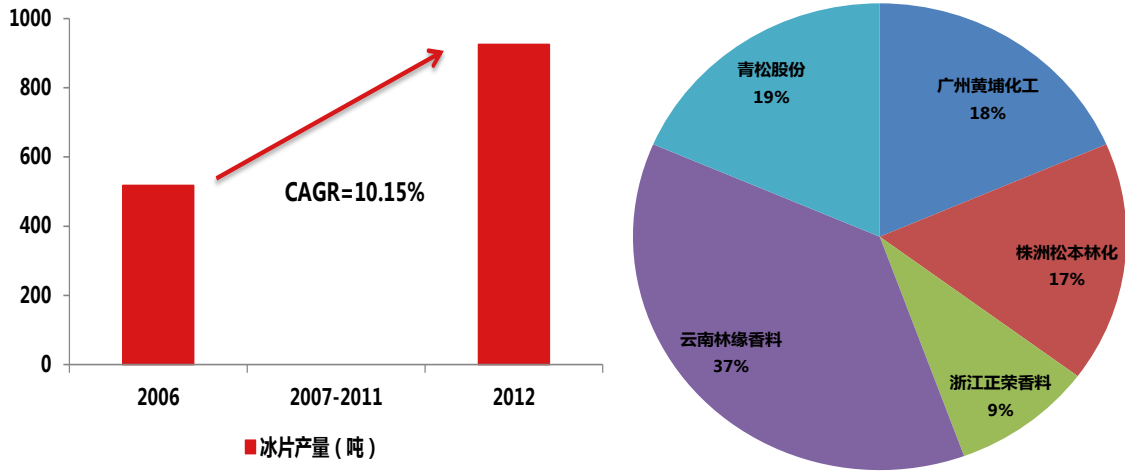
分类	冰片的药理作用	主要产品
对中枢神经系统的作用	冰片对中枢神经兴奋性有较强的双向调节作用，既有镇静安神功效，又有醒脑作用	雪抑乐、脑通注射液、琥珀清脑片
对循环系统的作用	对恢复心肌梗死区血流量、减慢心率、降低心肌耗氧量有治疗效果	复方丹参制剂、苏合香丸、冠心苏合丸、牛黄降压胶囊、苏冰滴丸
促进药物吸收作用	冰片能够促进药物吸收，提高血管壁通透性，开放血-脑脊液屏障及血脑屏障，抑制药物肝脏代谢，从而提高其他药物的治疗效果	磺啶冰黄片、双清注射液、安宫牛黄丸、骨友灵贴膏、金银三七胶囊、痛可舒酊、透骨灵橡胶膏、雪莲骨痛贴、金蓝气雾剂
抗菌、抗炎、镇痛作用	冰片可去腐生肌、消肿止痛，故多用于口疮、痈肿，现代医药学试验证明，冰片有抗菌、消炎、止痛作用	牛黄解毒丸、华佗再造丸、喉痛消炎丸、冰硼散、冰硼含片、五灵止痛胶囊、硼酸冰片滴耳液、醋酸氟轻松冰片乳膏、舒肤止痒酊、冰玉栓、珍珠明目滴眼液、麝香痔疮栓、赛霉安乳膏、麝香正骨水

数据来源：民族证券

从市场需求的格局来看，冰片的下游比较稳定，虽然市场一直声称天然冰片替代冰片，如在眼药水中只用天然冰片而不用冰片（比如珍视明滴眼液），但是由于天然冰片的稀缺和高价，以及天然冰片的下游与冰片的下游已经成熟且有明显的分界线，我们认为天然冰片难以替代冰片。我们预计冰片的需求将会受到药品、日化两大因素的影响，缓慢增长。

从市场供给的格局来看，国内冰片行业产能约5000吨

图 11: 冰片行业 CAGR 达到 10%，垄断竞争，青松股份产能占全国 19%，但市场占有率超过 25%

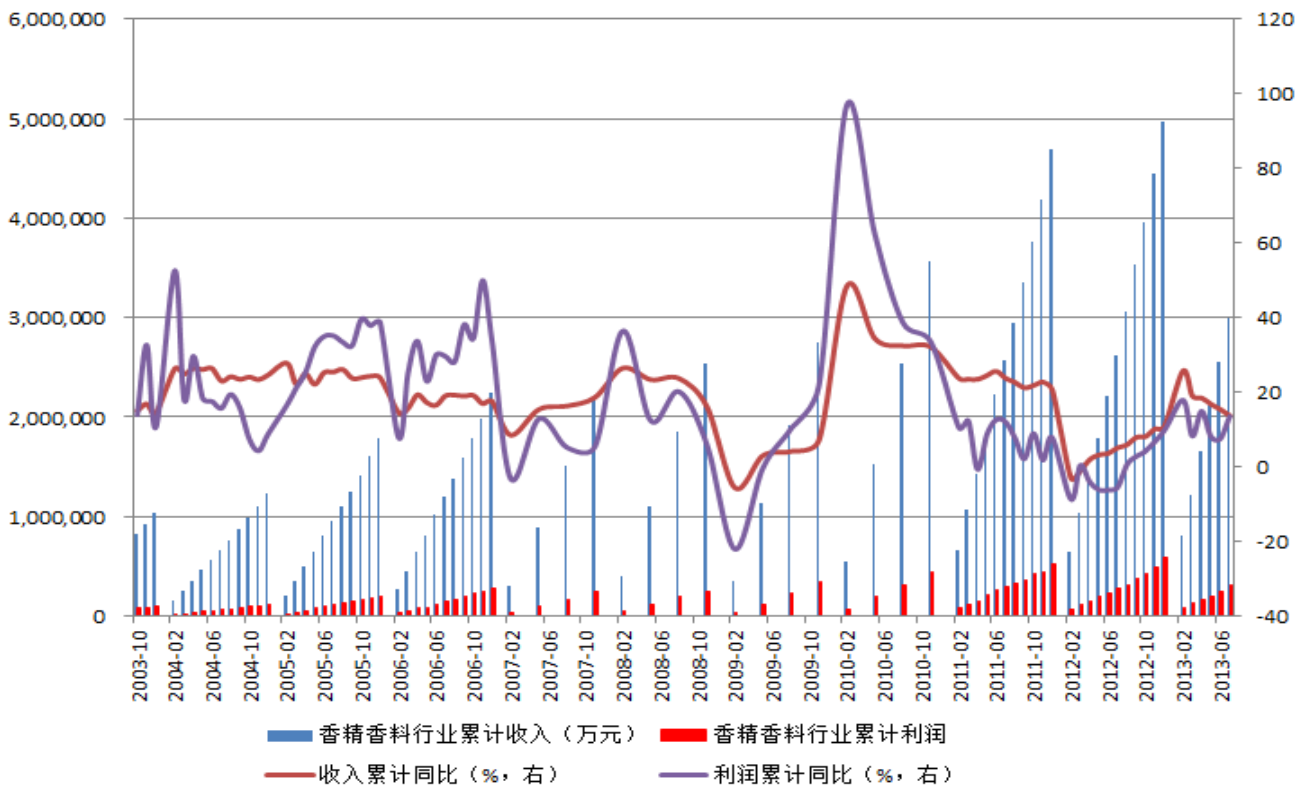


数据来源: 民族证券

4、香精香料国内需求增速 15%，400 亿产值，公司只取一瓢

《香料香精行业“十二五”发展规划》要求，期内行业的年均增长速度要达到 15% 左右，至 2015 年生产销售总额有望达到 400 亿元左右。到 2015 年，我国香料香精在全球市场中的占有率将达到 20%，我国将成为全球香料香精行业最重要的国家之一。

图 12: 香精香料行业收入、利润及同比增速



数据来源: 民族证券

2011 年底公司以自筹资金 6,476 万元投资建设香料系列产品及冰片技改项目，项目实施地点为建阳市回瑶工业园区及塔山工业园区，项目产品及设计产能为：（1）香料系列产品、产能：月桂烯 1,000 吨/年、 β -蒎烯 1,200 吨/年、长叶烯 300 吨/年、异长叶烯 250 吨/年、异长叶烷酮 200 吨/年、乙酸长叶酯 100 吨/年、柠檬醛 150 吨/年、紫罗兰酮 100 吨/年、山苍子精油 400 吨/年、烟叶浸膏 400 吨/年、烟叶町 100 吨/年；（2）冰片的产能由 500 吨/年扩大至 1,000 吨/年。

公司今年 6 月有 1000 吨月桂烯投产，拉开香精香料板块的序幕，其余产品等将在未来逐步投产。我们认为在公司依托自身的成本优势，在 400 亿产值中占有一席之地并非难事。

图 13：公司的香料项目

产品	计划新增产能（吨）
月桂烯	1000
β -蒎烯	1200
长叶烯	300
异长叶烯	250
异长叶烷酮	200
乙酸长叶酯	100
柠檬醛	150
紫罗兰酮	100
山苍子精油	400
烟叶浸膏	400
烟叶町	100

数据来源：民族证券

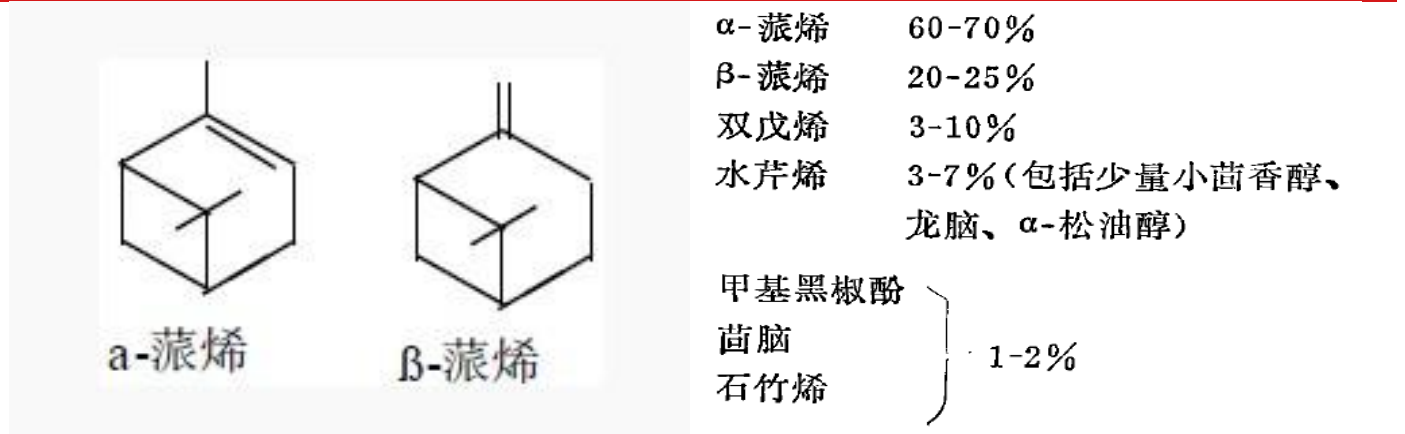
四、顺势而为，随松节油上涨之波，扬业绩拐点之流

周期行业，我们追求的是顺势而为。

1、随松节油上涨之波：松节油价格上涨，公司享受一定的库存收益

松节油是公司的生产原料。我国松节油深加工行业市场化程度较高，经过多年竞争与整合，行业集中度日趋提高。松节油的主要成分为 α -蒎烯和 β -蒎烯，它们是同分异构体，受到树种、地域的影响，往往它们的含量会有所差异。但是肯定是 α -蒎烯多， β -蒎烯少。因此，二者的相对含量高低就决定了松节油的价格。

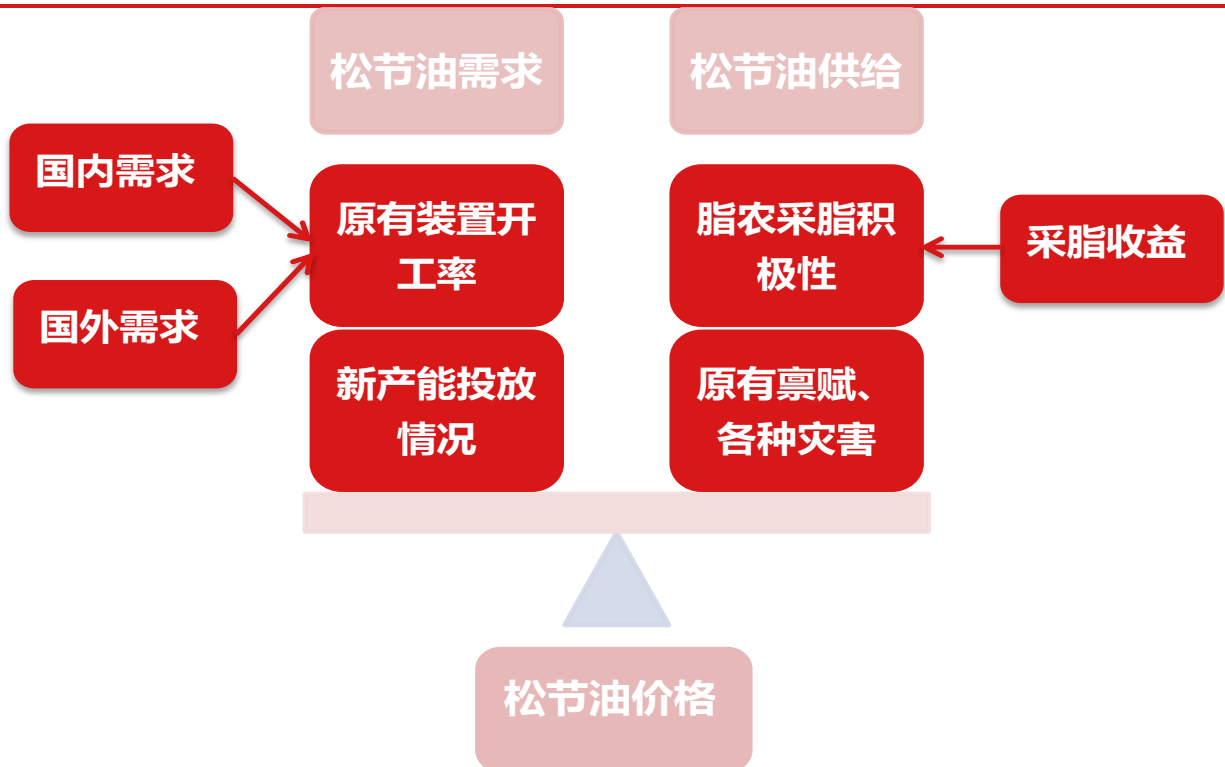
图 14： α -蒎烯和 β -蒎烯是同分异构体，右图是某种松节油的主要成分



数据来源：民族证券

我们认为松节油的价格驱动因素如下如下：

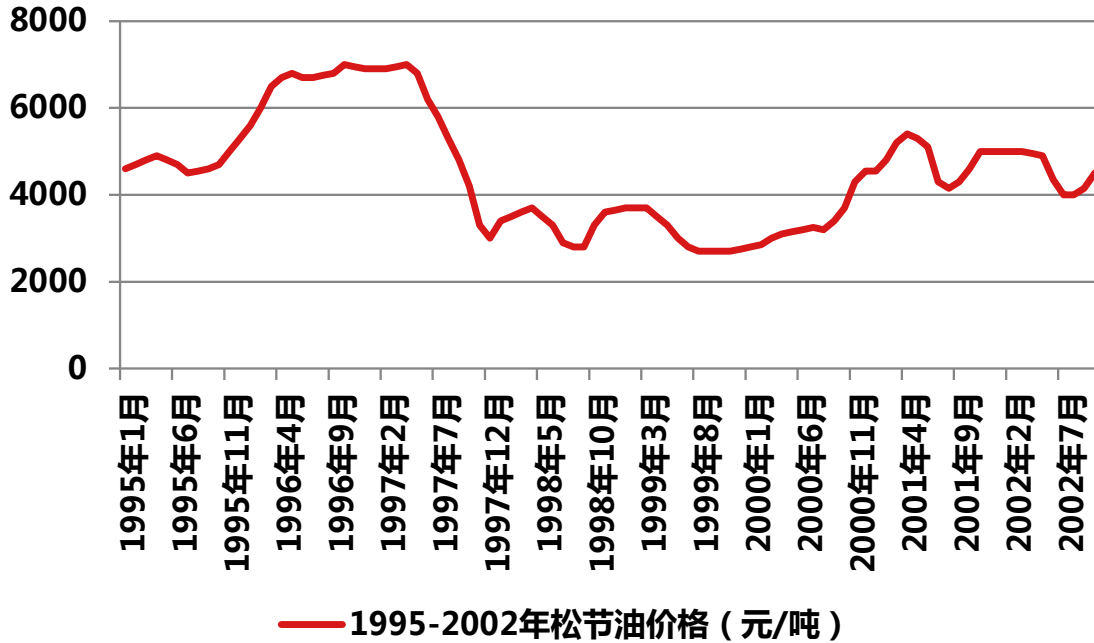
图 15：松节油价格驱动路径



数据来源：民族证券

我们往前追溯 20 年松节油价格的波动,为了方便说明,我们分段截取不同时间区间的松节油价格进行阐述。我们下面我们可以得出几个结论:1、长周期来看,松节油价格的底部是逐渐上移的,原因是劳动力成本提升、通货膨胀等;2、短周期来看,松节油的价格波动较大,难以准确预测,但从数据分析,松节油价格不会在底部位置停留超过三年。

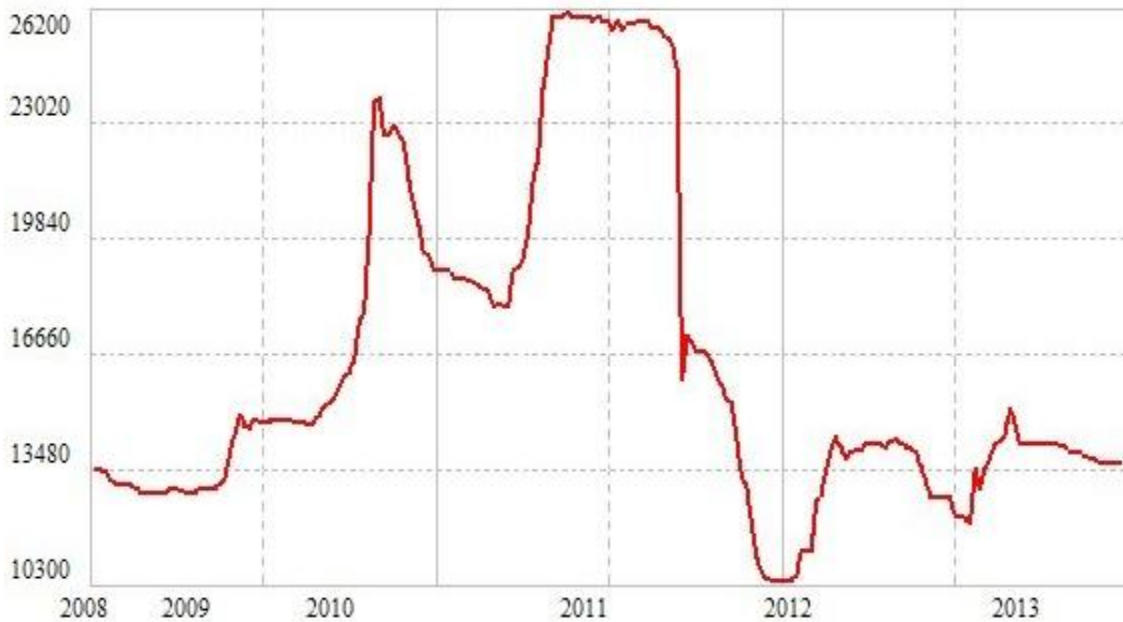
图 16: 1995 年-2002 年松节油价格在 2800 元/吨——7000 元/吨的区间内波动,牛市出现在 95-97 年和 2000-2001 年



数据来源: 民族证券

近十年来,松节油价格从 2008 年开始出现了三波的疯狂上涨,上涨的主要原因是雪灾、囤货等因素。

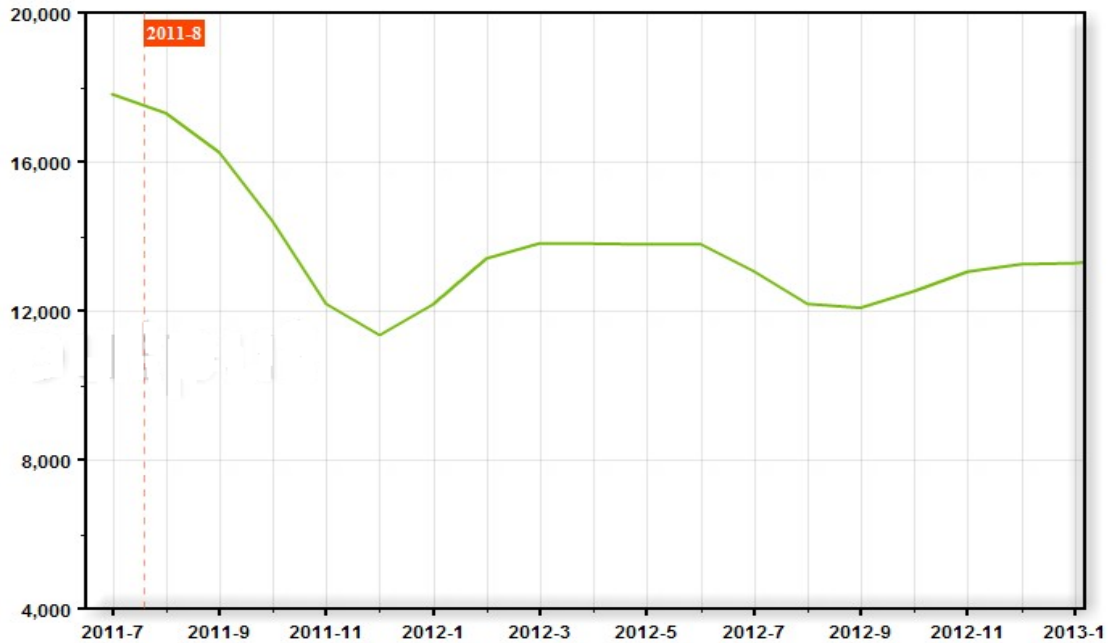
图 17: 松节油波澜壮阔的牛市在 2008 年展开,有三波的上涨(本图选取云南松的松节油价格为例)



数据来源: 民族证券

自 2011 年的下半年开始开始,松节油价格回归理性,呈现出箱体震荡的趋势。

图 18: 2011 年 7 月-2013 年 7 月, 两年间松节油的价格呈现出箱体震荡的趋势



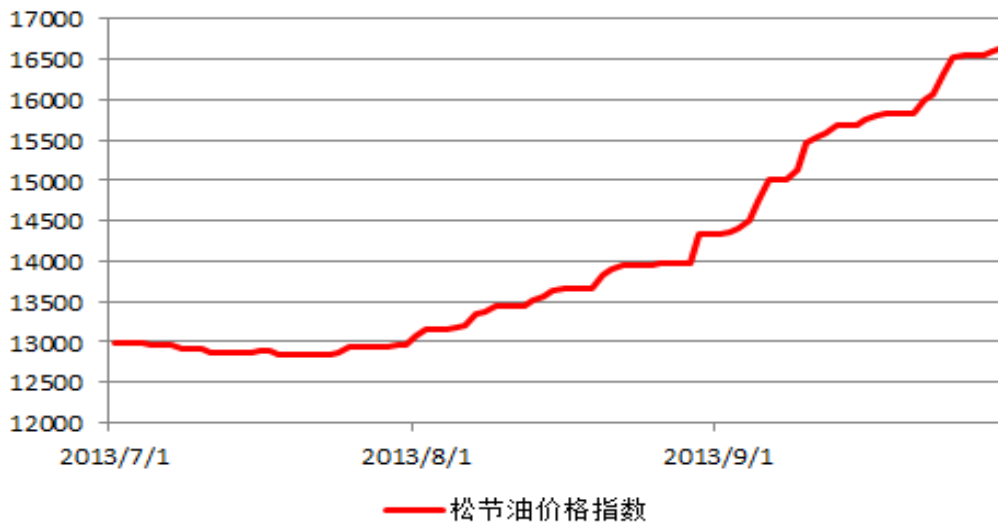
数据来源: 民族证券

今年 7 月底以来, 松节油走出一波 50% 左右的大涨行情, 其中供给下降是直接因素。导致目前松节油供给下降的因素主要有两个:

第一、脂农割脂意愿下滑。从 2011 年 5 月开始, 松节油的价格连续两年在历史底部徘徊, 从成本核算的角度来看, 脂农这两年赚不到多少钱, 割脂意愿不强, 业内有人认为今年部分林区的松脂将会减产 2 成甚至 3 成(减产已经成为业内共识了)。

第二、今年夏季华南雨水多于往年, 影响割脂。今年夏季以来, 华南的雨水多于往年, 雨季持续了较长的时间, 影响了正常的割脂。一个侧面的印证是, 今年松节油的新油产出的时间比往年晚了一个多月。

图 19: 2013 年 7 月底开始, 松节油走出一波上涨大行情 (松节油价格指数小于实际松节油市场价格)



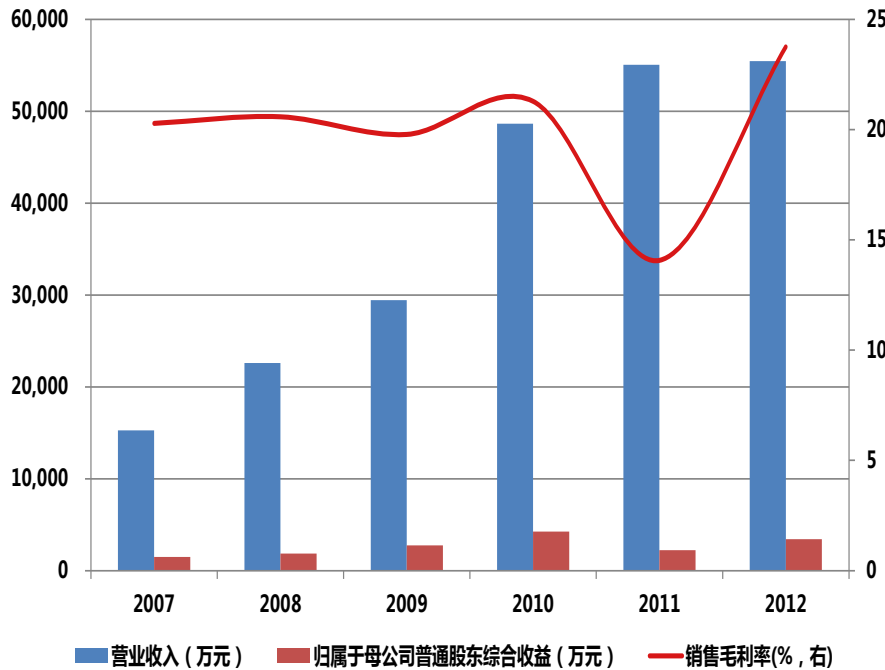
数据来源: 民族证券

我们预计公司会享受一定的库存收益。

2、扬业绩拐点之流：上市以来业绩下滑，去年下半年是业绩谷底，但也是绩向上的拐点

公司 2010 年 10 月上市，上市当年与前三年，公司业绩较为稳定，毛利率在 19.78%-21.28%之间波动，净利率在 8.27%-9.76%之间波动，值得注意的是，这四年，国内松节油的价格表现较为平稳，呈现上升的态势。2011 年公司的盈利能力大幅下滑，其原因是当年 5 月松节油的价格发生暴跌，从最高的 26200 元/吨下跌到 10300 元/吨，腰斩 60%！由于高价松节油基本被消化完成，当年公司仅略微多计提 500.2 万元的资产减值损失，而是盈利指标大幅下降。2011 年公司毛利率 14.07%，净利率 4.04%，同比下降 7.21、4.68 个百分点。2012 年全年，松节油的价格较为稳定，公司盈利能力也同比得到一定的回升。

图 20：2011 年松节油价格腰斩 60%影响公司原有盈利能力



数据来源：民族证券

如果以半年为单位看公司业绩，则去年下半年公司的业绩极差，虽然毛利率得到恢复，但是在去年第四季度计提了 828 万元的资产减值损失，管理费用也环比飙升了大约 300 万元，业绩低于 2011 年。我们认为去年下半年是公司业绩的谷底，也是业绩向上的拐点。

我们分两点以问答的形式阐述理由。

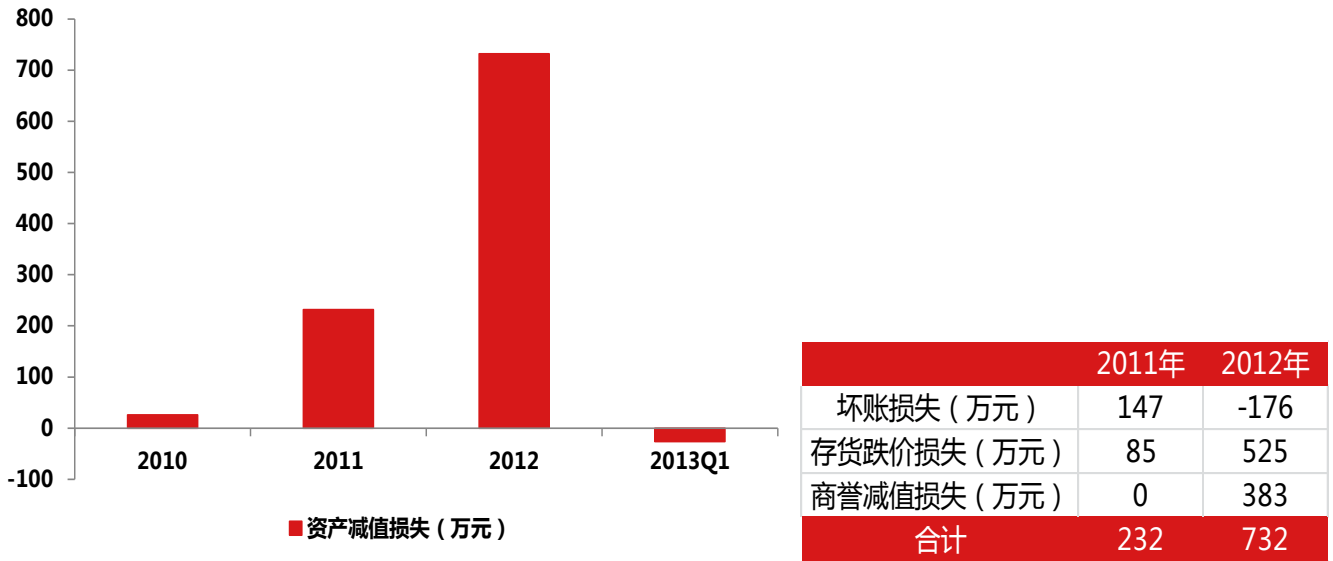
第一，去年下半年为什么差？这样的情况是否会继续持续下去？

答：去年下半年公司的业绩极差，主要的原因是资产减值损失和管理费用增加。这样的情况不会持续。

去年第四季度计提了 828 万元的资产减值损失，其中计提的 383 万元商誉减值损失是因为张家港亚细亚化工的技改所致，由于目前张家港技改已经完成，预计不会再产生商誉减值。从中报数据来看，上半年存货跌价准备转销 129.41 万元，但是应收账款坏账增加。考虑到目前的松节油上涨趋势，预计今年下半年存货跌价损失将会大幅减少。我们认为今年不再会计提大额的资产减值损失。

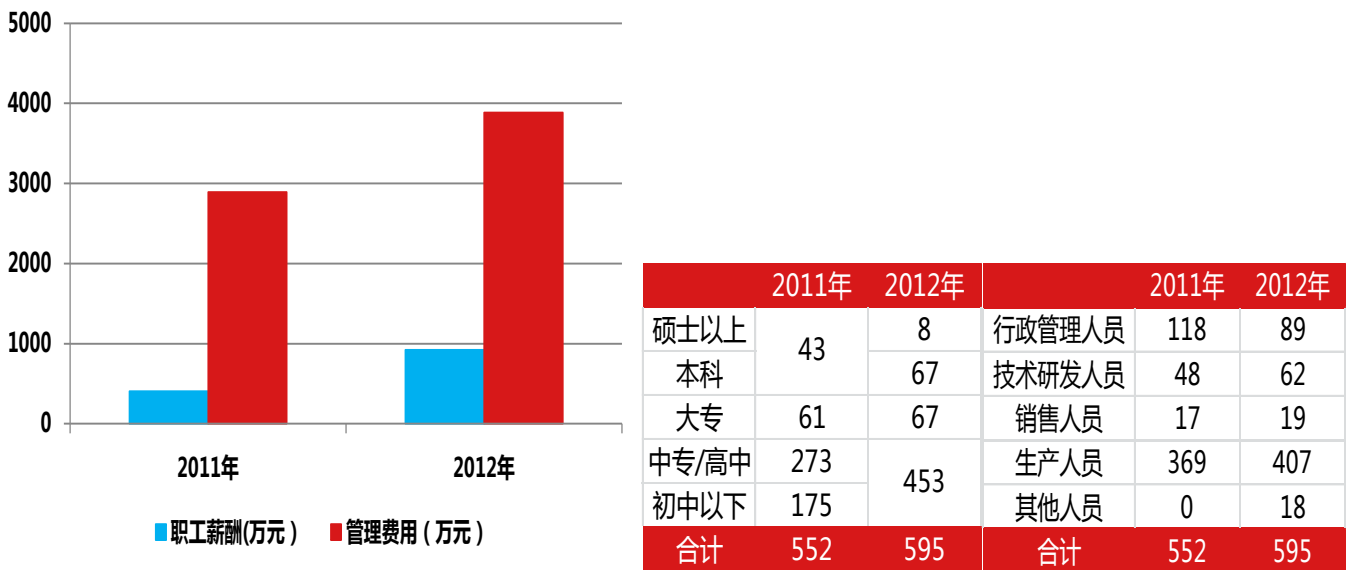
管理费用也环比飙升了大约 300 万元，我们认为这具有一定的合理性。公司的管理费用的增加主要是集中在员工薪酬方面，而公司的人员结构的变化结果显示公司的学历结构得到优化，预计研发技术实力将会继续得到提高。因此预计今年管理费用同比肯定会有一定的增加。

图 21：2012 年公司由于存货跌价和收购亚细亚化工而计提大量资产减值损失，预计今年不会出现



数据来源：民族证券

图 22：公司人员结构变化趋势向好，管理费用飙升有一定合理性



数据来源：民族证券

第二，公司的业绩是否会向上？

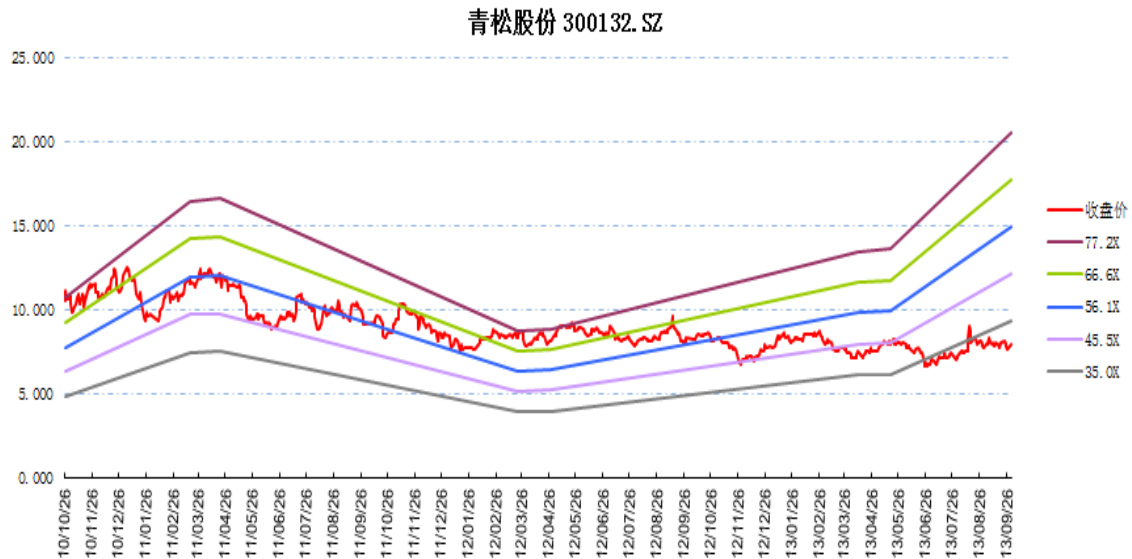
答：答案显而易见。即使不考虑目前松节油的涨价周期，公司在产能、产品种类等方面都实现了提升，而这些产品的盈利能力尚可，需求前面也进行了分析。

五、今年股价机会将来自于 EPS，未来有望估值提升

1、目前估值合理，今年股价的机会来自于 EPS，约有 23% 的股价上涨空间

目前公司的市盈率为 30 倍左右，我们认为公司的估值较为合理。

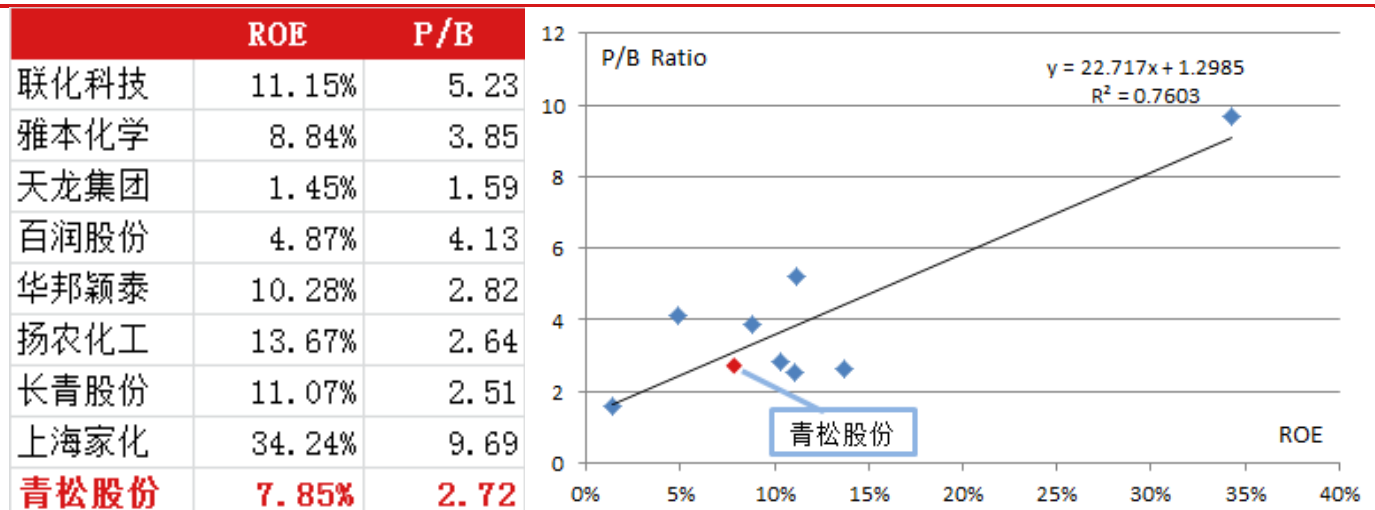
图 23：目前估值 30 倍，我们认为较为合理



数据来源：民族证券

从 P/B vs. ROE 进行交叉检验，我们选取联化科技、雅本化学等公司进行考察对比，认为公司的估值属于合理范围。

图 24：P/B vs. ROE 分析，公司估值属于合理范围(ROE 是将 2013 年中报数据年化而得，P/B 取 9 月 30 日数据)



数据来源：民族证券

由于估值较为合理，樟脑磺酸新产能刚刚正式投产，因此我们认为公司今年的股价机会来自于松节油涨价和公司产能释放对 EPS 的提升。

根据前面的测算，我们预计今年的库存收益大约有 2540 万元，增厚 EPS 0.12 元，则今年的 EPS 预测值将达到 0.324 元，对应 30 倍 P/E，应有目标价 9.72 元，对比 9 月 30 日收盘价 7.92 元，尚有 23% 的空间。

2、随着樟脑磺酸技改完成，未来盈利能力的回升有望带来估值 17%的提升空间

随着樟脑磺酸的技改完成，产能翻倍，预计公司将在今年第四季度开始逐步释放产能。根据前面的分析，我们认为公司的新产能将会很快被消化。由于樟脑磺酸的盈利能力高于樟脑等产品，一旦公司的盈利能力得到提升&公司的产能消化得到确认，市场必然将会在估值上给予一定的提升，综合考虑行业内中间体企业雅本化学和同行百润股份等，预计未来公司的 P/E 达到 35 倍是可以期待的，有 17%的提升空间。

六、调整盈利预测假设

我们此次将松节油涨价、公司产品提价考虑在内，重新调整盈利预测假设中的收入、成本假设。财务预测结果见第 21 页。

图 25：青松股份分产品收入、成本假设（单位：万元）

	2013E	2014E	2015E
樟脑系列之合成樟脑			
收入	30800	32200	33600
成本	23408	24472	25200
樟脑系列之其他产品			
收入	13500	14000	15000
成本	9045	9380	9900
樟脑系列合计			
收入	44300	46200	48600
成本	32453	33852	35100
冰片系列			
收入	4200	6800	8000
成本	3108	5032	5920
樟脑磺酸系列			
收入	11000	15400	16500
成本	8140	11242	12045
尿嘧啶系列			
收入	1000	1600	2000
成本	730	1168	1460
其他系列			
收入	3600	5000	6800
成本	2880	3900	5100
总收入	64100	75000	81900
总成本	47311	55194	59625
总收入的增速	15.86%	17.00%	9.20%
毛利率	26.19%	26.41%	27.20%

数据来源：民族证券

七、维持“买入”的投资评级

我们预计 2013-2015 年 EPS 为 0.32 元、0.39 元和 0.45 元，维持“买入”的投资评级。

八、风险分析

- 1、松节油价格暴跌的风险。
- 2、樟脑磺酸市场开拓和盈利能力不达预期的风险。

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
流动资产	579.34	807.85	868.76	969.77	营业收入	554.62	642.56	751.83	820.99
现金	97.37	208.09	168.72	212.09	营业成本	422.91	474.31	553.30	597.66
应收账款	78.81	105.63	123.59	134.96	营业税金及附加	1.84	2.25	2.63	2.87
其他应收款	50.31	55.69	64.97	70.17	销售费用	19.78	19.28	22.55	24.63
预付账款	3.60	5.28	6.18	6.75	管理费用	38.83	41.77	48.87	53.36
存货	349.25	433.16	505.30	545.80	财务费用	21.97	25.70	30.07	32.84
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	7.32	3.21	3.76	4.10
非流动资产	407.13	507.17	583.50	626.43	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	451.72	526.96	569.20	营业利润	41.97	76.05	90.64	105.53
其他	54.43	55.45	56.55	57.24	利润总额	42.82	79.26	94.40	109.63
资产总计	986.47	1315.02	1452.26	1596.21	所得税	8.79	16.64	19.82	23.02
流动负债	373.11	562.73	623.21	679.17	净利润	34.03	62.62	74.57	86.61
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	71.54	83.51	90.42	归属母公司净利	34.19	62.62	74.57	86.61
其他	-11.20	-8.80	-10.30	-11.25	EBITDA	84.31	124.34	147.06	166.83
非流动负债	58.91	62.86	65.05	66.43	EPS (元)	0.177	0.324	0.386	0.449
长期借款	50.00	50.00	50.00	50.00					
其他	8.91	12.86	15.05	16.43	主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	432.02	625.60	688.26	745.60	成长能力				
少数股东权益	1.39	1.39	1.39	1.39	营业收入	0.77%	15.86%	17.00%	9.20%
归属母公司股东权益	553.06	688.04	762.61	849.22	营业利润	127.03%	81.21%	19.18%	16.43%
负债和股东权益	986.47	1315.02	1452.26	1596.21	归属母公司净	52.59%	83.13%	19.10%	16.14%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	23.75%	26.19%	26.41%	27.20%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	6.14%	9.74%	9.92%	10.55%
经营活动现金流	-56.88	13.54	40.65	95.87	ROE	6.14%	9.08%	9.76%	10.18%
净利润	34.03	62.62	74.57	86.61	ROIC	5.91%	7.59%	7.77%	8.26%
资产减值损失	7.32	3.21	3.76	4.10	偿债能力				
折旧摊销	20.37	22.59	26.35	28.46	资产负债率	43.79%	47.57%	47.39%	46.71%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	52.85%	51.46%	58.42%	53.41%
财务费用	21.97	25.70	30.07	32.84	流动比率	155.28%	143.56%	139.40%	142.79%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.62	0.67	0.58	0.62
营运资本变化	-139.30	-99.87	-93.56	-55.79	营运能力				
递延税款变化	-1.27	-0.71	-0.54	-0.36	总资产周转率	0.56	0.49	0.52	0.51
投资活动现金流	-64.42	-121.90	-102.13	-71.05	应收帐款周转	7.04	6.08	6.08	6.08
资本支出	-64.42	-121.90	-102.13	-71.05	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	每股指标(元)				
筹资活动现金流	81.73	219.09	22.11	18.54	每股收益	0.177	0.324	0.386	0.449
短期借款	116.02	172.44	52.19	51.38	每股经营现金	-0.45	0.07	0.21	0.50
新发股份	-0.26	90.45	0.00	0.00	每股净资产	4.59	3.57	3.95	4.40
分红	-12.06	-18.09	0.00	0.00	估值比率				
少数股东融资	-0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	44.70	24.41	20.49	17.65
财务费用	-21.97	-25.70	-30.07	-32.84	P/B	1.73	2.22	2.00	1.80
现金净增加额	-39.57	110.72	-39.37	43.37	EV/EBITDA	19.59	19.79	17.73	15.99

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 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)