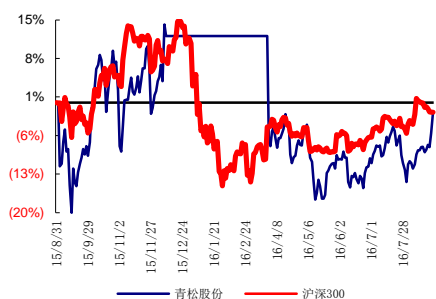


化工 化学制品

转让亏损资产改善财务结构，林化工龙头或书写新的篇章

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	386/276
总市值/流通(百万元)	3,396/2,424
12 个月最高/最低(元)	10.23/7.15

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

研究助理: 段一帆

电话: 010-88321949

E-MAIL: duanyf@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080056

◆ **事件:** 公司发布 2016 年半年报, 报告期内, 公司实现营业收入 26,732.34 万元, 较去年同期减少 5.42%; 营业成本 21,482.20 万元, 较去年同期下降 9.38%; 归属于上市公司股东净利润 1,343.21 万元, 较去年同期增加 88.61%; 扣非净利润为 1,261.86 万元, 较去年同期增加 111.23%; 每股收益为 0.035 元, 较去年同期增加 88.11%。

◆ **2015 年年底完成亏损子公司亚细亚的股权转让, 本报告期公司财务状况大幅改善。** 公司 2015 年的净利润为近几年的最低值, 一方面是因为公司所处的松节油深加工行业景气度较为低迷, 另一方面是原全资子公司张家港亚细亚经营出现恶化, 亏损了约 2,700 万元。2015 年年底, 公司将张家港亚细亚的股权全部转让给了公司控股股东柯维龙先生, 另外柯先生还承担了亚细亚所欠母公司两个多亿的负债。从本期半年报中可以看出, “其他应收款” 从去年年末的将近 2.2 亿减少到了不到四百万, “长期借款” 和 “短期借款” 全部还清, “货币资金” 从去年年末的 5,028.61 万增加到了 11,077.29 万, 财务费用净值为负, 资产负债率大幅降低到 10.60%, 公司财务状况实现了大幅改善。从产品营收情况来看, 合成樟脑系列营业收入为 20,977.95 万元, 同比减少 11.24%, 但毛利率比去年同期增加了 6.14 个百分点, 冰片系列产品营业收入为 2,901.26 万元, 同比减少 11.91%, 毛利率比去年同期减少了 3.37 个百分点, 公司产品总体营业收入同比有所下降, 但营业成本和财务费用得到明显下降, 使净利润得到较大幅度提升。

◆ **公司未来业绩增长点有望来自于: 1、香料的产销量能达到较好水平, 2、合成樟脑能够较多替代对二氯苯, 3、能否在其他领域尝试布局。** 公司是世界上最大的合成樟脑企业, 产能 1.5 万吨, 占据国内

■ 盈利预测和财务指标:

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	588.96	550.31	804.45	990.13
(+/-%)	-22.83	-6.56	46.18	23.08
净利润(百万元)	10.90	28.46	47.87	65.33
(+/-%)	-79.12	161.10	68.20	36.47
摊薄每股收益(元)	0.03	0.07	0.12	0.17
市盈率(PE)	307.67	117.84	70.06	51.33

资料来源: 太平洋证券

市场份额的 60%左右和国际市场份额的 30%-40%，另外公司还有 1,000 吨冰片产能和约两万吨左右的合成樟脑中间产品和副产品产能。公司原有业务如果能实现业绩大幅增长，突破口之一在于合成樟脑作为杀虫剂有可能会部分替代对二氯苯的市场份额，对二氯苯是目前主要的杀虫剂，虽然没有证据证明其具有致癌性，但对二氯苯对人体的毒害性大于合成樟脑，特别是在大量使用时对人体的伤害是比较确定的，所以未来如果对二氯苯受到限制，合成樟脑的市场份额有望大幅增加。公司在原有业务的基础上，还准备进入下游的香料甚至香精行业，在 2015 年 7 月 31 日公司发布的定增预案中，其中包括了“年产 1.5 吨香料项目”，在本报告期末，公司完成了乙酸苜酯产品的项目建设，下半年公司将加快推进龙涎酮项目的建设进度，公司如果能够成功打开香精香料市场，会给公司增加新的利润来源。除了深耕松节油深加工产业链外，公司还致力于拓展其他领域的业务，公司于 2015 年 12 月筹划的收购园林公司的重大资产重组事项于 2016 年 3 月 24 日公告终止，并从 3 月 24 日起至少 6 个月内不再筹划重大资产重组事项，但预计公司拓展新领域业务的战略不会改变。

◆ **估值与评级。**公司是国内林产化学品行业非常稀有的投资标的，林产化学虽然不是我国化学工业的主流，但公司所处的合成樟脑行业已经经过多年的激烈竞争和洗牌，竞争格局不会再更加恶化，从目前公司的产业布局来看，已经准备进入香料乃至香精等毛利率更高的行业，而且公司在剥离出亚细亚的业务后，财务结构大幅改善，有助于公司向更新领域进行开拓。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.07 元、0.12 元和 0.17 元，对应最新收盘价 8.69 元，PE 值分别为 118X、70X 和 51X，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示。**原材料松节油价格如果出现急剧波动会影响公司产品利润；合成樟脑短期内难以迎来景气上行周期；香料产品的销售不一定特别理想。

2016-2018 年利润表预测(单位：百万)

	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	588.96	550.31	804.45	990.13
营业收入	588.96	550.31	804.45	990.13
二、营业总成本	593.35	519.33	750.63	915.77
营业成本	491.72	440.96	632.06	770.22
营业税金及附加	1.95	4.95	7.24	8.91
销售费用	26.32	23.88	34.91	42.58
管理费用	50.28	50.63	74.01	89.11
财务费用	13.68	-1.65	1.61	3.96
资产减值损失	9.41	0.55	0.80	0.99
三、其他经营收益	1.34	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.34	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	-3.05	30.98	53.82	74.36
加：营业外收入	5.74	5.00	5.00	5.00
减：营业外支出	0.03	2.50	2.50	2.50
五、利润总额	2.67	33.48	56.32	76.86
减：所得税	-8.23	5.02	8.45	11.53
六、净利润	10.90	28.46	47.87	65.33
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
七、归属于母公司所有者的净利润	10.90	28.46	47.87	65.33
总股本（百万股）	385.92	385.92	385.92	385.92
八、摊薄每股收益(元)	0.03	0.07	0.12	0.17

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。