

公司研究

新股研究

建议询价区间: 19.58-23.26 元

## 国内最大的松节油深加工生产企业

——青松股份(300132)新股研究

### 核心观点

#### 询价结论:

预计公司2010年-2012年每股收益为0.68元、0.97元、1.27元,年复合增长率45%。当前可比上市公司2010年平均市盈率为39倍,2011年平均市盈率为28倍。2010年公司的合理市盈率为32-38倍,对应二级市场的合理价格为21.76元-25.84元之间,给予10%的折扣,建议一级市场询价区间为19.58元-23.26元。

#### 主要依据:

1、公司主要以松节油为原料,生产合成樟脑、合成樟脑中间产品和副产品、冰片等精细化工产品。目前公司年松节油深加工能力1.2万吨,是我国最大的松节油深加工企业,也是全球最大的合成樟脑及其中间产品的生产商。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%。

2、松节油深加工企业的核心竞争力是关键工艺及催化剂技术。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,公司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,仅此一项,每吨节约生产成本700元以上,约占产品现价的3%左右。

3、松节油作为一种天然林产资源,本身具有稀缺性,近年来更是出现了供不应求的局面。公司与5家供应商签订了战略合作协议,其生产的松节油只向公司独家供应;此外公司还与10多家大型供应商建立了按月定量供应的合作模式。2009年以上两种模式采购的松节油量约占总采购量的80%,保障原料供应稳定。

4、募集资金主要用于现有产品的产能扩张。项目达产后,产能瓶颈得以解决,年均新增销售额可达3.2亿元左右,净利润4000万元以上。公司松节油深加工能力从原有的1.2万吨扩大到2.5万吨。

#### 风险提示:

人民币升值带来的汇兑损失以及原材料价格大幅上涨。

#### 财务数据与估值

|            | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入(百万) | 294   | 409   | 532   | 660   |
| 同比增速(%)    | 30%   | 39%   | 30%   | 24%   |
| 净利润(百万)    | 28    | 46    | 65    | 85    |
| 同比增速(%)    | 48%   | 65%   | 42%   | 32%   |
| EPS(元)     | 0.41  | 0.68  | 0.97  | 1.27  |

#### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 发行前总股本(万股)  | 5000.00     |
| 发行股本(万股)    | 1700.00     |
| 总市值(亿元)     | --          |
| 总资产(亿元)     | 3.50        |
| 发行前每股净资产(元) | 2.41        |
| 建议询价区间(元)   | 19.58-23.26 |

#### 研究员:刘斐

电话: 010-84183135

Email: liufei@guodu.com

执业证书编号: S0940210080002

#### 联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,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。

## 一、本次发行一般情况

**表 1: 本次发行基本情况**

|                   |            |
|-------------------|------------|
| 公司名称              | 福建青松股份有限公司 |
| 公司简称              | 青松股份       |
| 发行地               | 深圳         |
| 发行日期              | 2010-10-12 |
| 申购代码              | 300132     |
| 发行股数(万股)          | 1700       |
| 发行方式              | 网下询价,上网定价  |
| 发行后总股本(万股)        | 6700       |
| 每股盈利(2009年)       | 0.55       |
| 发行后全面摊薄EPS(2009年) | 0.41       |
| 发行前每股净资产(元)       | 2.41       |

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

## 二、公司基本情况

公司主要以松节油为原料, 生产合成樟脑、合成樟脑中间产品和副产品、冰片等精细化工产品。目前公司年松节油深加工能力 1.2 万吨, 是我国最大的松节油深加工企业, 产品主要应用于医药、香精香料、轻工、电子等领域, 属于某些产品必不可少的原料, 但其通常作为辅料和添加剂。

**表 2: 主要产品用途**

| 产品名称                 | 分子式                                | 主要用途   |
|----------------------|------------------------------------|--|
| 合成樟脑                 | C <sub>10</sub> H <sub>18</sub> O  | 医药上用作强心剂、兴奋剂、清凉剂的生产; 香精香料的主要原料之一; 日常生活用作防虫蛀剂。工业上用作赛璐珞、聚氯乙烯、橡胶、硝化纤维及粉末、工业中的增塑剂、炸药稳定剂。 |
| 合成樟脑<br>中间产品<br>及副产品 | 蒎烯                                 | C <sub>10</sub> H <sub>14</sub> 多用途的化学中间体和有机合成原料, 广泛应用于香精香料、农药、电子化学以及涂料等领域。          |
|                      | 乙酸异龙脑酯                             | C <sub>10</sub> H <sub>16</sub> CH <sub>3</sub> COOH 用途广泛的基础香料, 主要作为香精香料工业中的调香剂使用。   |
|                      | 对伞花烃                               | C <sub>10</sub> H <sub>14</sub> 用于制取对甲苯酚、丙酮, 用作染料、医药、香料的中间体。                         |
|                      | 醋酸钠                                | CH <sub>3</sub> COONa 用于染料、有机合成、制药、试剂、焊接助剂等。   |
|                      | 双戊烯                                | C <sub>10</sub> H <sub>16</sub> 主要用作橡胶再生溶剂和合成香料基础原料。                                 |
| 冰片                   | C <sub>10</sub> H <sub>17</sub> OH | 中药饮片、香精香料原料。   |

数据来源: 招股说明书, 国都证券

## 三、公司竞争优势分析

### 1、规模优势占据绝对领先地位

公司 90% 以上的收入来源于合成樟脑及其中间产品。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%, 是全球最大的合成樟脑生产商。公司主要中间产品乙酸异龙脑酯、蒎烯的产销量亦位居同行业之首。公司产销规模的不断扩大及行业地位的日益提高, 提升了公司的原材料控制能力和市场定价主动权, 强化了公司的非价格竞争能力, 形成了良性的发展循环。

**表 3: 2009 年公司现有产品产能及产能利用率**

| 产品名称         | 产能 (吨/年) | 产量 (吨) | 产能利用 (%) | 占收入比重 (%) |
|--------------|----------|--------|----------|-----------|
| 合成樟脑         | 5,000    | 7,152  | 143.05   | 59.00     |
| 莜烯           | 1,500    | 1,286  | 85.76    | 9.42      |
| 合成樟脑<br>中间产品 | 1,500    | 2,001  | 133.43   | 11.72     |
| 乙酸异龙<br>脑酯   |          |        |          |           |
| 及副产品         | 5,000    | 6,724  | 134.49   | 4.05      |
| 双戊烯          | 2,500    | 3,014  | 120.56   | 5.64      |
| 冰片           | 200      | 229    | 114.39   | 4.26      |
| 合计           | 15,700   | 20407  | 129.98   | 94.09     |

数据来源: 招股说明书 国都证券

**表 4: 全球合成樟脑产能统计**

| 企业名称                           | 2009 年合成樟脑产量 (吨) |
|--------------------------------|------------------|
| 福建青松股份有限公司                     | 7,000            |
| 苏州合成化工有限公司                     | 1,500            |
| 上海华谊集团华原化工有限公司                 | 2,000            |
| 广州黄埔化工有限公司                     | 1,800            |
| 德庆天利化工有限公司                     | 1,100            |
| 嘉兴香料厂                          | 2,000            |
| <b>国内小计</b>                    | <b>15,400</b>    |
| Sapthagiri Camphor Ltd.        | 3,500            |
| Dujodwala Resins&Terpenes Ltd. | 2,000            |
| Camphor&Allied Products Ltd.   | 3,000            |
| Kanchi Karpooram Ltd.          | 1,000            |
| <b>国外小计</b>                    | <b>9,500</b>     |
| <b>合计</b>                      | <b>24,900</b>    |

数据来源: 招股说明书 国都证券

## 2、原材料供给稳定

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,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,约占松节油深加工企业生产成本的 70%左右。作为一种天然林产资源,松节油本身具有稀缺性,而且随着松节油深加工行业的快速发展,松节油近年来出现了供不应求的局面。

松节油前 10 大供应商大多与公司有多年的合作经验,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公司独家供应;此外公司还与 10 多家大型供应商建立了按月定量供应的合作模式。2009 年公司通过这两种模式采购的松节油量约占总采购量的 80%。

公司拥有 13 个松节油贮槽,具备 8,000 吨的松节油储备能力,按目前产能计算,可储备公司 7-8 个月生产所需的松节油,因此公司可以根据生产计划和松节油市场走势灵活安排松节油储备量,同时强大的储备能力大大增强了公司松节油采购的灵活性。

**表 5: 松节油供应商类型**

| 供应商类型 | 2009 年 | 募集资金投资项目投产后预计 |
|-------|--------|---------------|
|-------|--------|---------------|

|          | 供应量 (吨) | 占比   | 供应量 (吨) | 占比   |
|----------|---------|------|---------|------|
| 独家供应合作模式 | 11,000  | 63%  | 15,000  | 60%  |
| 按月定量供应模式 | 3,000   | 17%  | 6,500   | 26%  |
| 零星供应模式   | 3,400   | 20%  | 3,500   | 14%  |
| 合计       | 17,400  | 100% | 25,000  | 100% |

数据来源：招股说明书 国都证券

### 3、技术领先降低生产成本

公司的技术优势主要体现在产品结构优化能力和关键工艺及催化剂技术改进能力两个方面。

在产品结构优化方面，新增了冰片系列产品，通过改进工艺、提高深加工程度，陆续开发了茨烯、乙酸异龙脑酯、对伞花烃、双乙酸钠、乙酸龙脑酯等产品，丰富了产品品种，优化了产品结构，增加了销售收入。

关键工艺及催化剂技术是松节油深加工企业核心竞争力。公司先后开发出连续复合精密分馏技术、高真空精馏塔组连续分馏技术、硼钛基复合催化剂反应技术等多项国内领先的技术，这些技术可缩短反应时间、减少副反应及降低反应所需的温度，从而大大提高公司的生产效率、产品得率和产品质量，降低产品成本，同时也提高了生产过程的安全性和环保性。

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，公司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，仅此一项，每吨节约生产成本 700 元以上，占产品现价的 3% 左右。

### 四、募集资金投向

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 1,700 万股，占发行后总股本的 25.37%，募集资金主要用于主营业务的产能扩张。募投项目达产后，产能瓶颈得以解决，年均新增销售额可达 3.2 亿元左右，净利润 4000 万元以上。公司松节油深加工能力从原有的 1.2 万吨扩大到 2.5 万吨。

表 6：公司募投项目

| 产品名称   |      | 原有产能 (吨/年) | 新增产能 (吨/年) | 扩建后产能 (吨/年) | 增长率 (%) |       |
|--------|------|------------|------------|-------------|---------|-------|
|        | 合成樟脑 | 5,000      | 5,000      | 10,000      | 100     |       |
| 合成樟脑系列 | 中间产品 | 乙酸异龙脑酯     | 1,500      | 2,500       | 4,000   | 167   |
|        |      | 茨烯         | 1,500      | 1,500       | 3,000   | 100   |
|        |      | 对伞花烃       | 300        | 1,000       | 1,300   | 333   |
|        |      | 无水醋酸钠      | 100        | 2,000       | 2,100   | 2,000 |
|        |      | 双乙酸钠       | -          | 1,000       | 1,000   | -     |
|        | 副产品  | 双戊烯        | 2,500      | 1,700       | 4,200   | 68    |
|        |      | 醋酸钠        | 5,000      | 1,100       | 6,100   | 22    |
|        |      | 对锰烷        | 50         | 300         | 350     | 600   |
|        |      | 双萜烯        | 200        | 300         | 500     | 150   |
| 冰片     | 冰片   | 200        | 300        | 500         | 150     |       |

|     |       |     |     |     |     |
|-----|-------|-----|-----|-----|-----|
| 系列  | 乙酸龙脑酯 | -   | 200 | 200 | -   |
|     | 白轻油   | 220 | 330 | 550 | 150 |
|     | 溶剂油   | 150 | 400 | 550 | 267 |
| 副产品 | 小茴香油  | 3   | 8   | 11  | 267 |
|     | 重油    | -   | 50  | 50  | -   |

数据来源：招股说明书 国都证券

## 五、盈利预测

表 7：盈利预测表

| 单位：百万元            | 2009A       | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>      | 294         | 409         | 532         | 660         |
| 营业收入              | 294         | 409         | 532         | 660         |
| <b>营业总成本</b>      | 264         | 356         | 456         | 558         |
| 营业成本              | 236         | 319         | 414         | 506         |
| 营业税金及附加           | 0           | 1           | 2           | 2           |
| 销售费用              | 8           | 11          | 15          | 18          |
| 管理费用              | 11          | 15          | 20          | 25          |
| 财务费用              | 8           | 9           | 5           | 7           |
| 资产减值损失            | 1           | 0           | 0           | 0           |
| <b>其他经营收益</b>     |             |             |             |             |
| 公允价值变动收益          |             |             |             |             |
| 投资净收益             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>       | 30          | 54          | 76          | 102         |
| 加：营业外收入           | 23          | 0           | 0           | 0           |
| 减：营业外支出           | 22          | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>       | 31          | 54          | 76          | 102         |
| 减：所得税             | 3           | 8           | 11          | 16          |
| <b>净利润</b>        | 28          | 46          | 65          | 85          |
| 减：少数股东损益          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | 28          | 46          | 65          | 85          |
| <b>每股收益（元）</b>    | <b>0.41</b> | <b>0.68</b> | <b>0.97</b> | <b>1.27</b> |

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

## 六、估值定价及申购建议

我们预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.68 元、0.97 元、1.27 元，三年复合增长率为 45%。

按照 2010 年 9 月 27 日收盘价，可比公司 2010 年的平均动态市盈率为 39 倍，2011 年的平均动态市盈率为 28 倍，考虑公司处于精细化工行业中细分行业的龙头地位以及未来三年较高的年复合增长率，2010 年公司的合理市盈率为 32-38 倍，对应二级市场的合理价格为 21.76 元-25.84 元之间，给予 10% 的折扣，建议一级市场询价区间为 19.58 元-23.26 元。

表 8：可比上市公司估值比较

| 代码     | 名称   | 股价    |      | EPS (元/股) |      |      | PE   |      |      |      |
|--------|------|-------|------|-----------|------|------|------|------|------|------|
|        |      | 09-27 | 2009 | 2010      | 2011 | 2012 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| 300107 | 建新股份 | 61.02 | 0.63 | 1.13      | 1.67 | 2.32 | 97   | 54   | 37   | 26   |
| 300082 | 奥克股份 | 49.51 | 1.04 | 1.32      | 1.91 | 2.52 | 48   | 38   | 26   | 20   |
| 002409 | 雅克科技 | 28.08 | 0.65 | 0.89      | 1.25 | 1.64 | 43   | 32   | 22   | 17   |
| 002411 | 九九久  | 45.65 | 0.47 | 0.79      | 1.06 | 1.57 | 97   | 58   | 43   | 29   |
| 002450 | 康得新  | 19.93 | 0.29 | 0.6       | 0.87 | 1.13 | 69   | 33   | 23   | 18   |
| 600309 | 烟台万华 | 17.55 | 0.64 | 0.8       | 1.14 | 1.35 | 27   | 22   | 15   | 13   |
|        | 平均   |       |      |           |      |      | 63   | 39   | 28   | 20   |

数据来源：国都证券

## 七、风险提示

**汇兑损失：**公司产品自营出口占主营业务收入的比例在 35%左右，销售货款主要以美元结算。由于外销产品的应收账款信用收款期一般为 30-90 天，在信用期内，人民币持续升值给公司造成了一定的汇兑损失。

**原料价格大幅波动：**松节油占到公司生产成本的 70%左右，若未来原料价格大幅波动，公司虽能转嫁至下游，经营仍将受一定影响。

**国都证券投资评级**

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 |    |                             |
|--------------------|----|-----------------------------|
| 类别                 | 级别 | 定义                          |
| 短期评级               | 推荐 | 行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
|                    | 中性 | 行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数 |
|                    | 回避 | 行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期评级               | A  | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平   |
|                    | B  | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平   |
|                    | C  | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平   |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 |      |                         |
|--------------------|------|-------------------------|
| 类别                 | 级别   | 定义                      |
| 短期评级               | 强烈推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上    |
|                    | 推荐   | 预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间  |
|                    | 中性   | 预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间 |
|                    | 回避   | 预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上     |
| 长期评级               | A    | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平  |
|                    | B    | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致 |
|                    | C    | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平  |

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

| 研究员 | 研究领域      | E-mail                | 研究员 | 研究领域         | E-mail                 |
|-----|-----------|-----------------------|-----|--------------|------------------------|
| 许维鸿 | 研究管理、宏观领域 | xuweihong@guodu.com   | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料 | wangmingde@guodu.com   |
| 李元  | 机械、电力设备   | liyuan@guodu.com      | 巩俊杰 | 交通运输         | gongjunjie@guodu.com   |
| 张翔  | 首席策略分析师   | zhangxiang@guodu.com  | 吴煊  | 策略研究         | wuxuan@guodu.com       |
| 邓婷  | 金融        | dengting@guodu.com    | 邹文军 | 房地产          | zouwenjun@guodu.com    |
| 徐昊  | 农业、食品饮料   | xuhao@guodu.com       | 潘蕾  | 医药           | panlei@guodu.com       |
| 曹源  | 策略研究、传媒   | caoyuan@guodu.com     | 王招华 | 钢铁           | wangzhaohua@guodu.com  |
| 刘芬  | 汽车及零部件    | liufen@guodu.com      | 王京乐 | 家电、旅游        | wangjingle@guodu.com   |
| 鲁儒敏 | 公用事业      | lurumin@guodu.com     | 肖世俊 | 有色金属、新能源     | xiaoshijun@guodu.com   |
| 魏静  | 机械        | weijing@guodu.com     | 赵宪栋 | 商业贸易         | zhaoxiandong@guodu.com |
| 胡博新 | 医药行业      | huboxin@guodu.com     | 姜瑛  | IT           | jiangying@guodu.com    |
| 刘斐  | 煤炭、基础化工   | liufei@guodu.com      | 傅浩  | 建筑建材         | fuhao@guodu.com        |
| 王双  | 石化        | wangshuang@guodu.com  | 汪立  | 造纸、交通运输      | wangli@guodu.com       |
| 李韵  | 纺织服装      | liyun@guodu.com       | 吕爱兵 |              | lvaiying@guodu.com     |
| 姚小军 | 产品设计      | yaoxiaojun@guodu.com  | 陈薇  | 衍生品          | chenwei@guodu.com      |
| 苏昌景 | 数量研究      | suchangjing@guodu.com | 吴昊  | 宏观经济、固定收益    | wuhao@guodu.com        |
| 赵荣杰 | 衍生品       | zhaorongjie@guodu.com | 李春艳 | 基金联络         | lichunyan@guodu.com    |