

# 青松股份 (300132)

## 天然可再生松节油深加工龙头企业

投资评级	公司评级	收盘价	元
------	------	-----	---

### 投资要点:

公司主要产品为合成樟脑及其中间产品和副产品、冰片。目前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,是全球最大的合成樟脑及其中间产品的供应商。2009 年合成樟脑产量 7000 吨,占国内产量的 45.45%,占全球产量的 28.11%。公司主要中间产品乙酸异龙脑酯、蒾烯的产销量亦位居同行业之首。

松节油及其深加工行业是可再生资源利用型生态产业,是林产化工行业的支柱产业之一,2008 年我国松节油及其深加工行业总产值约为 25 亿元,约占我国林产化工行业总产值的 12.38%。合成樟脑是传统的松节油深加工产品,预计合成樟脑的需求量将由 2008 年的 8000 吨增至 2012 年的 1.43 万吨。中间产品乙酸异龙脑酯和蒾烯以及主要副产品对伞花烃、醋酸钠、双戊烯等需求也将稳步增长。

公司市场占有率高,行业地位突出,销售规模不断扩大升了公司的原材料控制能力和市场定价主动权。公司技术水平、产品单耗国内领先,并通过加大新产品研发力度,不断延伸加工深度及产业链。

募集资金将投资于松节油深加工扩建及下游系列产品开发项目、其他与主营业务相关的营运资金项目。募投项目建成后,合成樟脑系列、冰片系列产品产能将由 1.67 万吨增至 3.44 万吨,盈利能力将大幅提高。

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.64、0.88、1.10 元,参考精细化工业上市公司估值水平,我们认为公司合理估值区间 19.20-22.40 元,对应 2010 年 30-35 倍 P/E,对应 2011 年 22-25 倍 P/E。

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	226	294	416	547	676
营业收入增长率	48.1%	30.4%	41.4%	31.5%	23.5%
净利润 (百万元)	19	28	43	59	73
净利润增长率	25.4%	47.9%	55.4%	37.9%	24.1%
EPS (元)	0.28	0.41	0.64	0.88	1.10
ROE	25.6%	22.9%	8.5%	10.7%	11.9%

2010 年 09 月 30 日

### 发行数据

发行股本 (万股)	1700
发行后股本 (万股)	6700
大股东名称	柯维龙
大股东持股比例 (发行后)	42.43%

### 联系方式

研究员:	张晓辉
执业证书编号:	S0020210080001
电话:	021-51097188-1929
电邮:	zhangxiaohui@gyzq.com.
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

# 目 录

第 1 部分	公司概况 .....	3
1.1	林产化工龙头企业 .....	3
1.2	股权结构和本次发行 .....	3
第 2 部分	行业分析 .....	4
2.1	可再生资源利用型生态产业 .....	4
2.2	需求稳步增长 .....	5
第 3 部分	公司经营及竞争优势 .....	6
3.1	经营分析 .....	6
3.2	竞争优势 .....	7
第 4 部分	募投项目 .....	8
第 5 部分	盈利预测与估值 .....	10
第 6 部分	风险提示 .....	11

# 第 1 部分 公司概况

## 1.1 林产化工龙头企业

公司专业从事松节油深加工产品的研发、生产和销售，主要产品为合成樟脑及其中间产品和副产品、冰片。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，是全球最大的合成樟脑及其中间产品的供应商，2009 年合成樟脑产量 7000 吨，占国内产量的 45.45%，占全球产量的 28.11%。公司主要中间产品乙酸异龙脑酯、茨烯的产销量亦位居同行业之首。

图 01：2010 年上半年公司收入构成

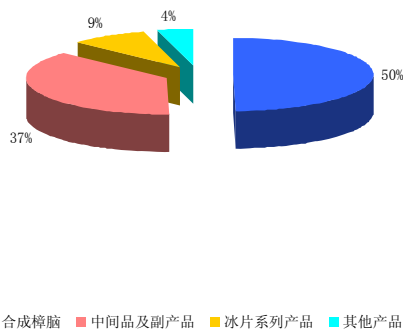
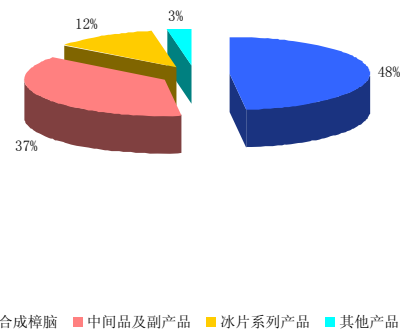


图 02：2010 年上半年公司毛利构成

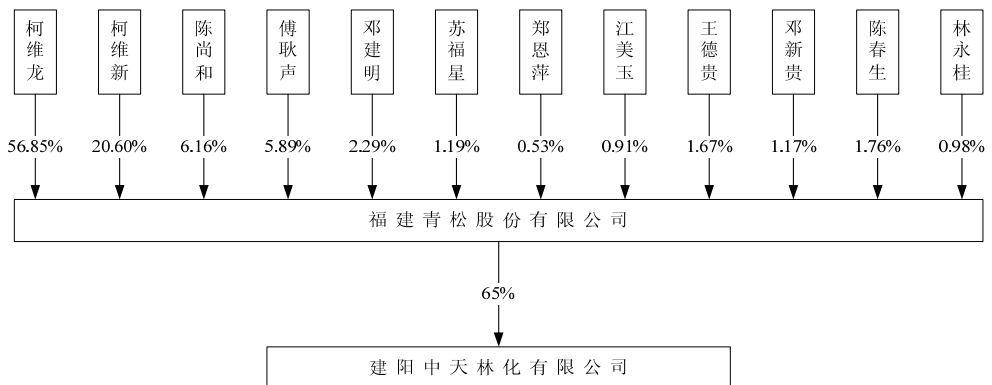


资料来源：公司公告、国元证券

## 1.2 股权结构和本次发行

本次发行前，柯维龙持有公司股份 28426950 股，占公司股份总数的 56.85%，是公司的控股股东、实际控制人。本次发行前公司总股本为 5000 万股，本次拟公开发行 1700 万股，发行后的总股本为 6700 万股。

图 03：发行前公司股权结构



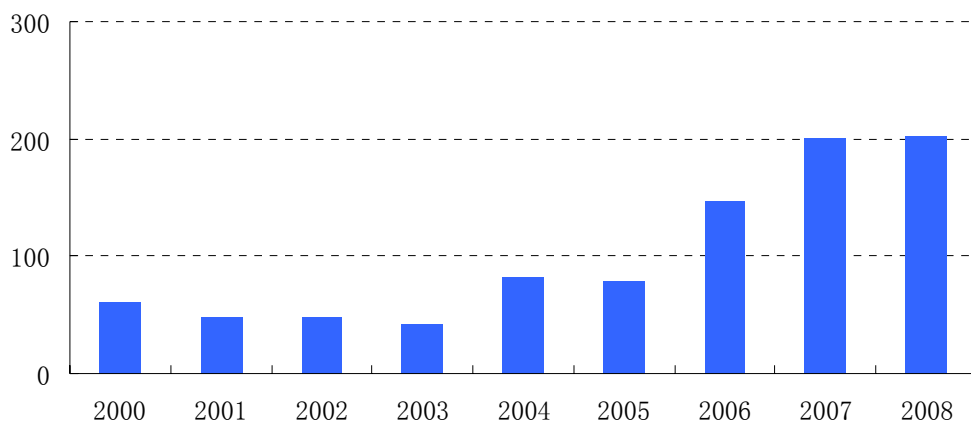
资料来源：公司公告、国元证券

## 第 2 部分 行业分析

### 2.1 可再生资源利用型生态产业

林产化工行业以森林资源为基础，对可再生资源循环利用，生产林产化学品。松节油及其深加工行业是林产化工行业的支柱产业之一，2008 年我国松节油及其深加工行业总产值约为 25 亿元，约占我国林产化工行业总产值的 12.38%。

图 04：我国林化产业生产总值 亿元



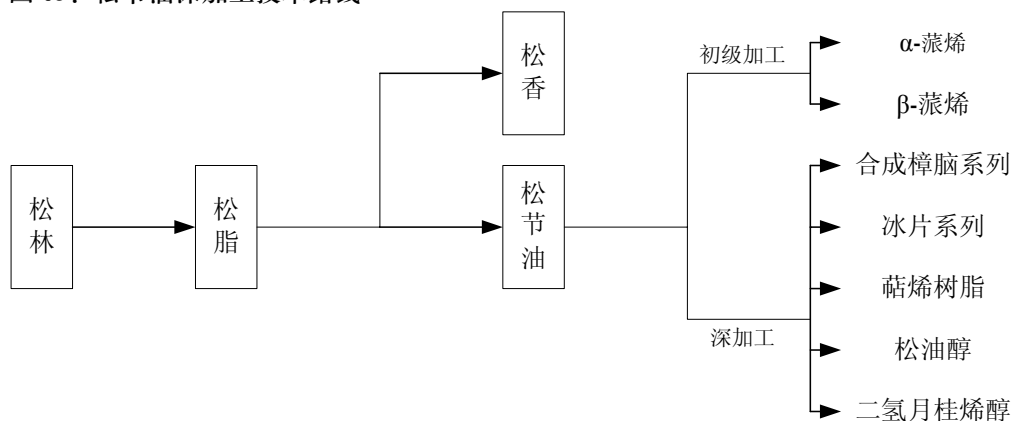
资料来源：公司公告、国元证券

表 01：我国主要林化产品产量 万吨

	2004	2005	2006	2007	2008
松香类产品	68.17	76.7	87.94	94.29	70.87
松节油类产品	15.45	18.22	20.18	22.12	20.55
栲胶类产品	1.29	0.78	1.18	1.52	0.93
紫胶类产品	0.11	0.13	0.37	0.37	0.29
活性炭	9.84	14.16	11.77	16.91	18.52

资料来源：国家林业局、松香网、国元证券

图 05：松节油深加工技术路线



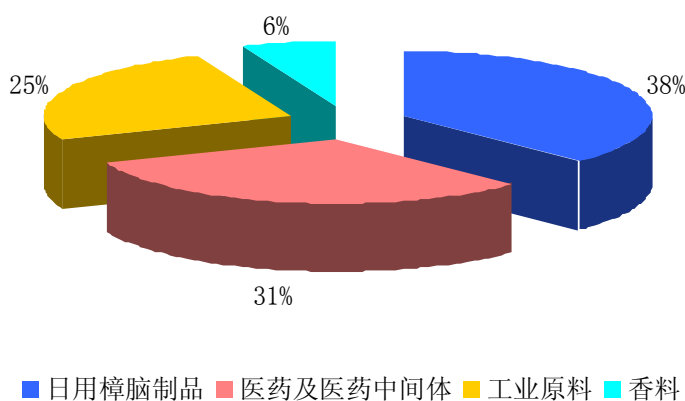
松节油深加工行业以可再生的松节油为原料，从中提取各种精细化工产品，包括合成樟脑、冰片、松油醇等产品。松节油深加工产品多为化学中间体，可以合成数百种精细化工产品，涉及合成香料、医药及医药中间体、功能材料、日用化学品和农用化学品等诸多领域。

## 2.2 需求稳步增长

我国是松树资源大国，拥有松林面积 1600 万公顷，年可采脂 300 万吨，目前我国已被采割的松树仅占全部可采割松树资源的 1/3，松节油的潜在产量在 30 万吨以上，丰富的松树资源为我国发展松节油深加工产业提供了得天独厚的资源基础。

合成樟脑是传统的松节油深加工产品，用途广泛，2004 年—2009 年我国合成樟脑产量自 3852 吨提高至 15400 吨，平均每年出口 9335.16 吨，出口价格从 1377 美元/吨上扬至 4025 美元/吨。2008 年国内各应用领域合成樟脑实际消费量约 8000 吨，预计到 2012 年全国各行业对合成樟脑的需求量将达到 1.43 万吨。

图 06：2008 年国内合成樟脑消费结构



资料来源：松香网、国元证券

松节油加工成合成樟脑的生产过程中，可衍生出多种中间产品和副产品，主要中间产品包括乙酸异龙脑酯和茨烯，主要副产品包括对伞花烃、醋酸钠、双戊烯等。目前乙酸异龙脑酯每年消费量约 8000 吨，其中全球十大香精香料公司每年需求量约 4000 吨，预计到 2012 年全球需求量将达到 11600 吨左右；过去五年茨烯的需求量保持了年均 12.01% 的增速，预计到 2012 年下游各领域对茨烯的需求量将达到 10800 吨；2008 年全球双戊烯产量约为 20000 吨，预计到 2012 年其市场需求量约 31000 吨；过去五年冰片的需求量保持了年均 16.76% 的增速，预计到 2012 年下游医药、香精香料工业对冰片的需求将达到 3200 吨。

## 第 3 部分 公司经营及竞争优势

### 3.1 经营分析

近几年公司产销量、营业收入、净利润持续增长，资产负债率有所下降，流动比率和速动比率相对处于较低水平。

图 07：公司营业收入 亿元

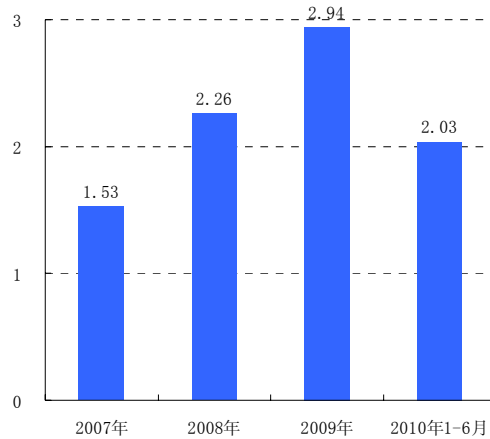
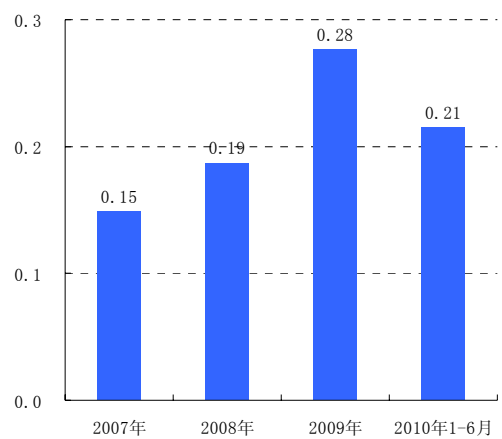


图 08：公司净利润 亿元



资料来源：Wind、国元证券

图 09：公司综合毛利率

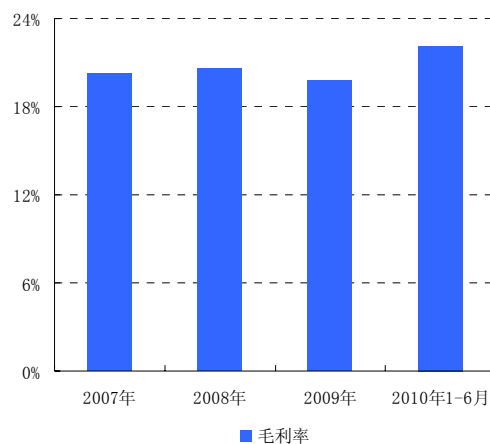
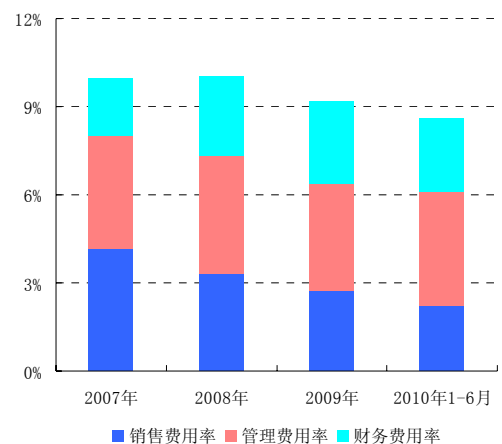


图 10：公司期间费用率



资料来源：Wind、国元证券

表 02：主要产品生产销售情况

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月
产能 吨	15700	15700	15700	15700
产量 吨	17008	18706	20407	11449
销量 吨	16032	16420	19621	10196
产能利用率	108.3%	119.1%	130.0%	145.8%
产销率	94.3%	87.8%	96.1%	89.1%

资料来源：公司公告、国元证券



表 03：公司主要核心技术

现代分离技术	连续复合精密分馏技术
	浮阀塔板与不锈钢无壁流规整波纹填料混用分离技术
	高真空精馏塔组连续分馏技术
催化剂反应技术	采用蒎烯酯化—皂化合成龙脑新方法和硼钛基复合催化剂反应技术
	冷态含水复合催化剂一次性加入的异构反应技术
	氢阳离子树脂催化剂技术
	高选择性钨催化歧化反应技术
其它专有技术	用于合成樟脑生产系统中的异构反应釜变频装置技术
	非离心法生产高标准合成樟脑技术
正在研发的项目	复合型固体超强酸催化 $\alpha$ -蒎烯异构反应技术
	离子液体复合体催化蒎烯酯化技术
	吐纳麝香合成新工艺
	龙涎酮合成工艺
	左旋樟脑制备工艺

资料来源：公司公告、国元证券

## 第 4 部分 募投项目

公司发行股票扣除发行费用后的实际募集资金将投资于：松节油深加工扩建及下游系列产品开发项目、其他与主营业务相关的营运资金项目。募投项目建成后，公司产能及盈利能力将大幅提高。

表 04：募集资金项目

	项目名称	投资总额 万元
1	松节油深加工扩建及下游系列产品开发项目	15903.26
2	其他与主营业务相关的营运资金项目	

资料来源：公司公告、国元证券

表 05：募投项目达产前后各产品产能 吨/年

产品		原有产能	新增产能	合计	
合成樟脑系列	合成樟脑	5000	5000	10000	
	中间产品	乙酸异龙脑酯	1500	2500	4000
		茨烯	1500	1500	3000
	副产品	对伞花烃	300	1000	1300
		无水醋酸钠	100	2000	2100
		双乙酸钠		1000	1000
		双戊烯	2500	1700	4200
		醋酸钠	5000	1100	6100
		对锰烷	50	300	350
		双萘烯	200	300	500
冰片系列	冰片	200	300	500	
	乙酸龙脑酯		200	200	
	副产品	白轻油	220	330	550
		溶剂油	150	400	550
		小茴香油	3	8	11
重油			50	50	
合计		16723	17688	34411	

资料来源：公司公告、国元证券

## 第 5 部分 盈利预测与估值

预计公司 2010–2012 年每股收益分别为 0.64、0.88、1.10 元，参考精细化工类上市公司估值水平，我们认为公司合理估值区间 19.20–22.40 元，对应 2010 年 30–35 倍 P/E，对应 2011 年 22–25 倍 P/E。

表 06：历史数据及盈利预测假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
合成樟脑						
收入 百万	78	135	174	214	306	367
成本 百万	61	105	139	168	241	289
毛 利 率	21.5%	22.3%	20.0%	21.4%	21.4%	21.4%
合成樟脑中间产品、副产品						
收入 百万	69	82	96	149	179	203
成本 百万	55	64	78	116	139	159
毛 利 率	19.5%	21.2%	18.9%	21.9%	21.9%	21.9%
冰片						
收入 百万	4	4	13	28	29	41
成本 百万	3	4	10	19	20	28
毛 利 率	15.2%	17.5%	21.4%	30.4%	30.4%	30.4%
其他						
收入 百万	2	4	12	25	34	65
成本 百万	2	6	9	20	27	51
合计						
收入 百万	153	226	294	416	547	676
成本 百万	122	179	236	324	427	527
毛 利 率	20.3%	20.6%	19.8%	22.1%	22.0%	22.0%

资料来源：Wind、国元证券

## 第 6 部分 风险提示

原材料供应及价格上涨风险

募集资金项目市场开拓风险

## 预测报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	212	382	412	494	<b>营业收入</b>	294	416	547	676
现金	28	188	178	231	营业成本	236	324	427	527
应收账款	32	36	47	58	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	5	1	1	2	营业费用	8	12	15	19
预付账款	18	19	26	32	管理费用	11	17	22	27
存货	129	130	149	158	财务费用	8	6	3	4
其他流动资产	1	9	11	13	资产减值损失	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	138	248	295	309	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	118	233	281	296	<b>营业利润</b>	30	57	79	98
无形资产	12	12	12	12	营业外收入	23	0	0	0
其他非流动资产	8	3	2	1	营业外支出	22	0	0	0
<b>资产总计</b>	350	631	706	802	<b>利润总额</b>	31	57	79	98
<b>流动负债</b>	166	125	150	185	所得税	3	14	20	24
短期借款	116	93	109	135	<b>净利润</b>	28	43	59	73
应付账款	18	26	34	42	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	32	6	7	8	<b>归属母公司净利润</b>	28	43	59	73
<b>非流动负债</b>	62	0	0	0	<b>EBITDA</b>	38	72	96	118
长期借款	50	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.55	0.64	0.88	1.10
其他非流动负债	12	0	0	0					
<b>负债合计</b>	228	125	150	185	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	2	2	2	2	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	50	67	67	67	<b>成长能力</b>				
资本公积	53	376	376	376	营业收入	30.4%	41.4%	31.5%	23.5%
留存收益	17	60	111	173	营业利润	31.0%	90.0%	37.9%	24.1%
归属母公司股东权益	121	504	554	616	归属于母公司净利润	47.9%	55.4%	37.9%	24.1%
<b>负债和股东权益</b>	350	631	706	802	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	19.8%	22.1%	22.0%	22.0%
					净利率 (%)	9.4%	10.3%	10.8%	10.9%
					ROE (%)	22.9%	8.5%	10.7%	11.9%
					<b>估值比率</b>				
					P/E				
					P/B				
					EV/EBITDA				

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	-28	19	45	74
<b>投资活动现金流</b>	-8	-120	-60	-30
<b>筹资活动现金流</b>	49	261	5	10
<b>现金净增加额</b>	13	160	-10	54

## 国元证券投资评级体系：

### (1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
<b>强烈推荐</b>	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	<b>A</b>	公司长期竞争力高于行业平均水平
<b>推荐</b>	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	<b>B</b>	公司长期竞争力与行业平均水平一致
<b>中性</b>	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	<b>C</b>	公司长期竞争力低于行业平均水平
<b>回避</b>	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

### (2) 行业评级定义

<b>推荐</b>	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
<b>中性</b>	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
<b>回避</b>	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn