

松节油深加工龙头 前景可期

青松股份 (300132)

基础化工行业

定价区间 18.6-21.7 元

新股定价报告

2010年10月8日 星期五

袁舰波

执业证书编号:

S0630208010052

联系人: 胡昂

021-50586660-8626

ha@longone.com.cn

刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

价值分析

- **全球最大的合成樟脑企业。**青松股份一直专注于松节油的深加工,目前公司松节油年加工能力 1.2 万吨,是我国最大的松节油深加工企业。2009 年公司合成樟脑产量 7000 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及其中间产品生产商。公司在行业内地位突出,竞争优势、产品定价能力强,多项生产技术和工艺达到行业领先水平,赢得了大量客户的信任。
- **成本优势明显,议价能力强。**公司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;与其他同类企业相比,公司在人力成本、运输成本方面费用也较低。综合起来,每吨合成樟脑成本比行业水平低 600-1000 元。公司主要原材料松节油价格近年呈上涨趋势,但公司具有较强的自主定价权,通过产品提价的方式转嫁了原材料涨价的影响,使得产品毛利率稳定在 20%左右。
- **公司产品需求前景广阔。**公司产品用途广泛,在下游应用领域发挥着难以替代的作用,传统应用领域以及衍生新产品产生的需求将会带动公司产品需求持续增长。预计 2012 年全球对合成樟脑的需求将达到 4 万吨,与目前全球的产量比供需缺口在 1.5 万吨;预计 2012 年全国对冰片的需求将达到 3200 吨,而目前我国冰片产品仅有 1660 吨,仍存在较大的需求缺口。
- **募投项目缓解公司产能瓶颈。**公司产品需求旺盛,多年来产能利用基本饱和,面对不断增长的订单量,产能瓶颈在一定程度上制约着公司长期的发展。募投项目投产后,公司松节油深加工能力将从原来的 1.2 万吨扩达到 2.5 万吨,产能瓶颈有望得以解决。

- **盈利预测。**假设公司募投项目于 2012 年建成达产，我们预计公司 2010, 2011, 2012 年的 EPS 分别为 0.62 元, 0.80 元和 1.02 元; 结合目前市场的估值水平, 考虑到公司细分行业龙头地位, 我们认为给予公司 2010 年 30-35 倍的市盈率较为合理, 合理的价格区间为 18.6-21.7 元。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万)	294.41	390.64	458.36	585.67
主营收入增长率	30.35%	32.68%	17.33%	52.50%
净利润 (百万)	27.60	41.74	53.86	68.67
净利润增长率	47.9%	51.2%	29.0%	27.5%
EPS (元)	0.41	0.62	0.80	1.02

资料来源: 东海证券研究所 (注: EPS 都按照发行后 6700 万股股本计算)

1. 公司基本情况

公司主要从事松节油深加工系列产品的研发、生产和销售，即以松节油为主要原料加工生产合成樟脑、合成樟脑中间产品和副产品、冰片等精细化工产品。产品广泛用于合成香料、医药及医药中间体、功能材料、日用化学品和农用化学品等领域。

产品名称		主要用途
合成樟脑		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。
合成樟脑中间产品及副产品	莰烯	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	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	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	用于染料、有机合成、制药、试剂、焊接助剂等。
	双戊烯	主要用作橡胶再生溶剂和合成香料基础原料。
冰片		中药饮片、香精香料原料

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图 1 松节油加工产业链



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

目前公司松节油年加工能力 1.2 万吨，是我国最大的松节油深加工企业。2009 年公司合成樟脑产量 7000 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及其中间产品生产商。

公司发行前总股本为 5000 万股，本次拟公开发行 1700 万股，占发行后总

股本的 25.37%。

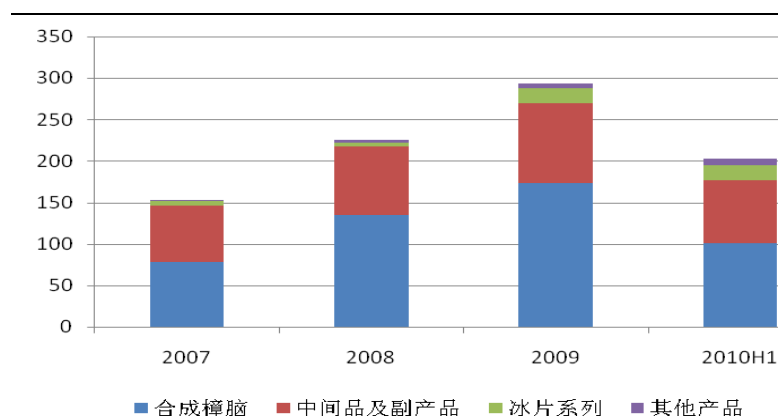
企业名称	2009 年合成樟脑产量
福建青松股份有限公司	7000
苏州合成化工有限公司	1500
上海华谊集团华原化工有限公司	2000
广州黄埔化工有限公司	1800
德庆天利化工有限公司	1100
嘉兴香料厂	2000
国内小计	15400
Sapthagiri Camp or Ltd.	3500
Dujodwal Resins&Terpenes Ltd.	2000
Cam hor&Allied Products Ltd.	3000
Kanchi Karpooram Ltd.	1000
国外合计	9500
合计	24900

资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

2. 主营业务: 收入利润稳步增长

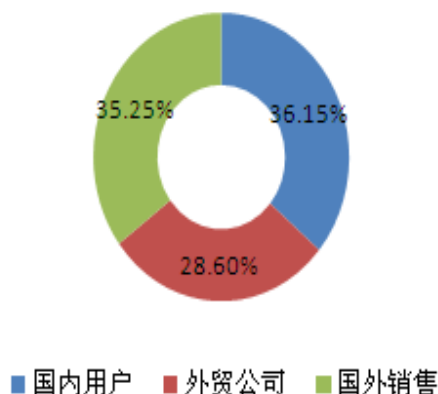
公司产品分为合成樟脑系列和冰片系列两大类。合成樟脑及其中间产品和副产品收入占营业收入的 85%以上, 其中, 合成樟脑收入占营业收入比重在 50%左右。虽然公司原材料价格大幅上涨, 但报告期内公司毛利率稳中有升, 主要是公司产品需求弹性较小, 且公司是合成樟脑的主要供应商, 具有一定定价主动权, 公司产品价格上涨抵消了原材料涨价带来的负面影响。

图 2. 公司主营收入情况



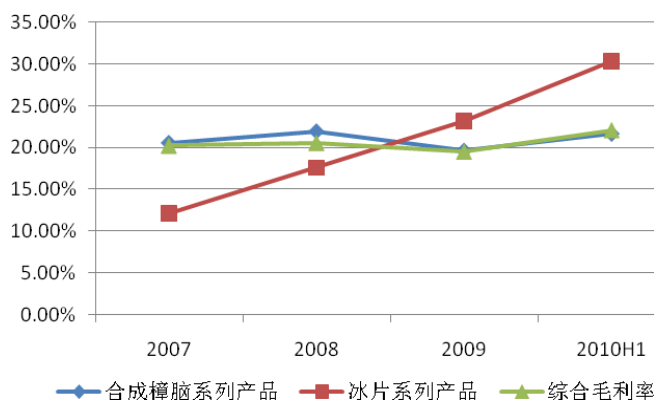
资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

图 3. 公司产品销售构成



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图 4. 公司产品毛利率



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

3. 竞争力分析：采购体系完善，成本优势明显

3.1 公司拥有完善的采购、营销体系

松节油是公司深加工产业链中重要的原材料，其本身亦具有稀缺林业资源的属性，松节油充分稳定的供给是保证企业正常开工的重要因素。公司始终将原材料控制放在重要战略位置，经过多年摸索，逐渐形成了一套完善的采购和储备体系，有力保证了松节油的供给。公司通过与大型松节油供应商结成紧密的战略同盟，采取签订战略协议书以及建立按月定量供给两种采购模式，采购了占总采购量 80% 的松节油；此外，公司在主产区建立采购基地，面向中小供应商采购，这种采购方式采购量占总采购量 20%。

公司根据国内外市场的市场成熟度、市场需求特点的不同，结合公司产品线的分类和生产情况，采取不同的销售策略。国内市场，公司采用直营式销售，减少了中间环节，提高了销售利润；国外市场，对大客户采取直营式销售以建立长期稳定的合作关系，对中小型客户则通过贸易商或分销商进行销售以降低成本。

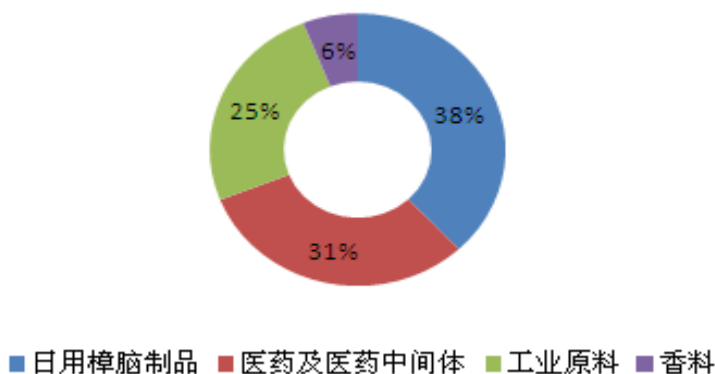
3.2 成本优势明显

公司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；松节油等原材料属危险化学品，公司距危险化学品铁路专用线仅 8 公里，而同行业主要竞争对手都在 100 公里以上；公司燃料主要取自周边县市的煤，运输成本较低。综合起来，每吨合成樟脑的生产成本比行业平均水平低 600-1000 元。

4. 公司产品未来需求前景广阔

合成樟脑广泛应用于安全型防虫蛀剂、医药及医药中间体、工业原料和香料领域，在这些领域中具有难以替代的作用。

图 5. 合成樟脑下游消费结构



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

随着下游应用领域的发展，各领域对合成樟脑的需求日益增加。预计 2012 年全球合成樟脑需求量将达到 4 万吨，与目前合成樟脑产量比，供求缺口约 1.5 万吨，合成樟脑在未来较长时间依旧会处于供不应求局面；据松香网预测，到 2012 年国内对合成樟脑的需求量将达到 1.43 万吨。

图 6. 我国合成樟脑市场预测

单位：吨



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

公司中间产品和副产品广泛应用于香精香料、农药、合成材料、涂料、食品添加剂等行业，随着下游的发展，公司产品需求将日益增长。预计 2012 年，乙酸异龙脑酯的全球需求约 11600 吨，莜烯的全球需求量将达到 10800 吨，双戊烯的市场需求量约 31000 吨。

合成冰片国内产量不大，产品供不应求，主要供应国内市场，少量出口。合成冰片在国内市场中主要应用于中成药生产，该产业用量占总产量的 90%以

上。据松香网预测，到 2012 年下游医药、香精香料工业对冰片的需求将达到 3200 吨，而 2009 年冰片产量仅有 1660 吨，仍存在约 1500 吨需求缺口。

□ 募投项目缓解公司产能瓶颈

公司产品需求旺盛，多年来产能利用基本饱和，面对不断增长的订单量，产能瓶颈在一定程度上制约着公司长期的发展。募投项目投产后，公司松节油深加工能力将从原来的 1.2 万吨扩达到 2.5 万吨，产能瓶颈有望得以解决。

产品名称		原有产能	新增产能	扩建后产能	
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	对伞花炔	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
	双萜烯	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	

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

本次募投产品中，合成樟脑、茨烯、乙酸异龙脑酯、对伞花炔、无水醋酸钠、冰片为现有产品，乙酸龙脑酯、双乙酸钠为新增产品。双乙酸钠是一种多功能的绿色食品添加剂，据慧聪网数据，国内消费量大致在 5 万吨左右，而目前我国的总产量不足 2000 吨，因此双乙酸钠的市场潜力巨大，未来几年我国双乙酸钠的市场供求仍将保持供不应求的局面。乙酸龙脑酯是一种高端香料产品，在医药上用作医药中间体，在工业上硝酸纤维、溶剂和增塑剂。随着下游香料香精和医药行业的快速发展，乙酸龙脑酯的需求将日益增加。

□ 假设及盈利预测

假设公司募投项目于 2012 年建成达产，我们预计公司 2010, 2011, 2012 年的 EPS 分别为 0.62 元，0.80 元和 1.02 元；结合目前市场的估值水平，考虑到公司细分行业龙头地位，我们认为给予公司 2010 年 30-35 倍的市盈率较为合理，合理的价格区间为 18.6-21.7 元。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万)	294.41	390.64	458.36	585.67
主营收入增长率	30.35%	32.68%	17.33%	52.50%
净利润 (百万)	27.60	41.74	53.86	68.67
净利润增长率	47.9%	51.2%	29.0%	27.5%
EPS (元)	0.41	0.62	0.80	1.02

资料来源: 东海证券研究所 (注: EPS 都按照发行后 6700 万股股本计算)

附注:**一、行业评级**

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122