

日期: 2010 年 9 月 29 日

行业: 化学原料和化工制品制造业

领先的松节油深加工企业



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090141

IPO 询价区间 RMB18.93-22.71 元

上市合理估值 RMB23.66-28.39 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	17.00
发行后总股本 (百万股)	67.00
发行方式	网下询价配售 网上定价发行
保荐机构	国金证券

主要股东 (IPO 前)

柯维龙	56.85%
柯维新	20.60%
陈尚和	6.16%

收入结构 (10H1)

合成樟脑系列产品	87.00%
冰片系列产品	8.69%

报告编号: JIJ10-NSP20

首次报告时间: 2010 年 9 月 28 日

■ 投资要点:

林化工业龙头企业之一

公司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。公司是我国林产化学工业龙头企业之一,是我国最大的松节油深加工企业。在细分产品方面,公司是全球最大的合成樟脑及其中间产品的供应商。

募集资金扩大产能

本次募集资金拟投向松节油深加工扩建及下游系列产品开发。本次募集资金到位并实施后,公司松节油深加工能力从原有的 12,000 吨扩大到 25,000 吨,主要产品合成樟脑的产能从 5,000 吨扩大到 10,000 吨、乙酸异龙脑酯的产能从 1,500 吨扩大到 4,000 吨、莰烯的产能从 1,500 吨扩大到 3,000 吨、冰片的产能从 200 吨扩大到 500 吨,从而解决了公司目前面临的产能瓶颈,优化了公司产品结构,使得公司市场占有率进一步提高,行业龙头的地位将更加稳固。

业绩增长短期受限

短期内,公司业绩受制于产能瓶颈;募投项目预计在 2012 年 10 月投入生产,届时业绩会快速增长。初步估计 2010-2013 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 43.44%、5.14%、10.99%和 67.43%,相应的稀释后每股收益为 0.59 元、0.62 元、0.69 元和 1.16 元。

定价结论

我们认为给予公司 2010 年 40-48 倍市盈率率较为合理,公司合理估值区间为 23.66-28.39 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场 20%的折让,建议询价区间为 18.93-22.71 元,对应的 2009 年市盈率区间为 45.90-55.08 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	294.41	392.14	416.42	452.52	686.59
年增长率 (%)	30.35	33.20	6.19	8.67	51.73
归属于母公司的净利润	27.63	39.63	41.66	46.24	77.42
年增长率 (%)	47.90	43.44	5.14	10.99	67.43
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.41	0.59	0.62	0.69	1.16

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

■ 公司概况

公司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。公司是我国林产化学工业龙头企业之一，是我国最大的松节油深加工企业。在细分产品方面，公司是全球最大的合成樟脑及其中间产品的供应商。

2006 年，公司“青松”商标被认定为福建省著名商标；“青松”牌合成樟脑于 2006 年被福建省人民政府认定为福建省名牌产品，于 2007 年被福建省质量协会认定为福建省用户满意产品；2007 年，公司被福建省科学技术厅认定为高新技术企业；2007 年和 2009 年，公司连续被福建省林业厅和福建省财政厅联合认定为福建省林业产业化龙头企业。

表 1 主要产品、应用领域及下游客户情况

产品名称		应用领域	下游客户
合成樟脑中间产品及副产品	合成樟脑	医药及医药中间体、防虫蛀剂、合成材料、香精香料	医药生产企业、家用防虫蛀剂企业、赛璐珞生产企业以及香精香料企业
	蒎烯	香精香料、农药、合成材料	香精香料企业、农药生产企业、电子光盘及高档汽车油漆生产企业
	乙酸异龙脑酯	香精香料	香精香料生产企业，主要集中于Givaudan、Symrise、IFF、Firmenich等国际大型综合香精香料企业
	对伞花烃	染料、医药、香料中间体	印染企业、医药企业、香精香料企业
	醋酸钠	染料、合成材料、制药	印染企业、医药企业、食品添加剂生产企业
	双戊烯	合成香料、合成材料助剂	香精香料企业、橡胶生产企业
	冰片	医药、香精香料	医药生产企业、日化用品企业

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

公司是由建阳市青松化工有限公司整体变更设立，发起人为柯维龙、柯维新、陈尚和、傅耿声、邓建明、苏福星、郑恩萍、江美玉、王德贵、邓新贵、陈春生、林永桂 12 位自然人。公司的控股股东、实际控制人为柯维龙。本次发行前，柯维龙持有公司股份 2482.695 万股，占公司股份总数的 56.85%；本次发行后，持有公司 42.43% 的股份，依然是公司控股股东和实际控制人。

表 2 公司的股东及实际控制人情况 单位：万股，%

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	柯维龙	2,842.695	56.85	2,842.695	42.43

2	柯维新	1,029.965	20.60	1,029.965	15.37
3	陈尚和	308.225	6.16	308.225	4.60
4	傅耿声	294.465	5.89	294.465	4.40
5	其他股东	524.65	10.50	524.65	7.83
6	本次发行	--	--	1,700	25.37
合计		5,000	100.00	6,700	100.00

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

■ 行业增长前景

我国森林资源丰富，种类繁多，为林产化工产业的发展提供了良好的物质基础。在国民经济持续发展、林业资源综合利用和环境保护意识不断增强的背景下，我国林产化工产业逐渐发展壮大，产品品种、数量不断增加，产品结构日益优化，形成了较为完善的林产化工产业体系，并已发展成为世界林化产品主要生产国之一。据国家林业局统计数据显示，我国林产化工产业全行业生产总值从 2000 年的 61 亿元增长至 2008 年的 202 亿元，年复合增长率达到 16% 以上。

松节油及其深加工行业是林产化工行业的支柱产业之一。根据松香网统计数据显示，截至 2008 年，我国松节油深加工全行业生产总值为 25 亿元，约占我国林产化工行业总产值的 12.38%，我国是全球松节油深加工产业最具发展活力的市场和生产国，在部分松节油深加工产品领域我国始终保持着国际大国的地位，以合成樟脑为例，2004-2009 年我国合成樟脑平均每年出口 9,335.16 吨，年均创汇约 2,000 万美元，占全球合成樟脑贸易总量的 80% 以上。

松节油深加工产品用途极为广泛，目前在医药、香精香料、日化、农药、轻工、电子、汽车、食品等数十个行业已得到广泛应用，而且应用范围仍在不断拓宽。特别是作为医药及医药中间体、合成香料原料和农用化学品中间体，松节油深加工产品具有不可替代的作用，成长空间广阔。

■ 行业竞争结构及公司的地位

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。由于松节油深加工行业产品种类多，各企业采用的技术路线不同，生产的产品组合情况不同；而企业技术水平的差异也使得在加工深度和产品质量方面存在较大差异。因此，在松节油深加工行业中，龙头企业往往先在某一大类产品中占据竞争优势，然后以此为基础延伸加工环节形成产品系列，成为细分市场领导者，例

如公司在合成樟脑及其中间产品领域、厦门中坤化学有限公司在二氢月桂烯醇产品领域、广州黄埔化工有限公司在冰片领域均具有明显的优势。

目前，与公司的产品系列存在竞争的主要是广州黄埔化工有限公司、上海华谊集团华原化工有限公司、苏州合成化工有限公司、德庆天利化工有限公司等几家。

目前中国松节油深加工企业在国际市场的竞争对手主要是印度厂商。印度企业拥有从业经历长、熟练掌握英语的科研人员以及与中国相似的生产成本等优势，但其产品基本供应印度本国市场，因此是我国企业在印度市场的主要竞争对手。印度的松节油深加工企业主要有 Sapthagiri Camphor Ltd.、Dujodwala Resins & Terpenes Ltd.、Camphor & Allied Products Ltd. 和 Kanchi Karpooram Ltd. 等几家。

表3 主要竞争对手2009 年具体生产情况

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
国内小计	15,400
Sapthagiri Camphor Ltd.	3,500
Dujodwala Resins & Terpenes Ltd.	2,000
Camphor & Allied Products Ltd.	3,000
Kanchi Karpooram Ltd.	1,000
国外小计	9,500
合计	24,900

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

公司主要竞争优势体现在：

1、市场占有率高，行业地位突出。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。

2、技术研发优势。公司注重科技创新，通过自主研发、联合开发、模仿创新、技术改造、工艺改进等方式完成了松节油深加工领域的多项科技创新项目，多项生产技术及工艺已达到同行业领先水平。

先进的技术为公司赢得了大量客户的信任,使得公司具备及时把握市场商机的研发、生产能力。

3、原材料优势。公司与大型松节油供应商结成紧密的战略同盟,与其余 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占采购总量的 80%。通过与大型松节油供应商结成相互依存的战略同盟关系,公司不仅保障了松节油的供给,而且提高了采购价格的稳定性。此外,公司在松节油主产区建立采购基地,面向中小供应商采购,作为松节油来源的重要补充。而且公司具备 8,000 吨的松节油储备能力,可根据生产计划和松节油市场走势灵活安排松节油储备量,大大增强了公司松节油采购的灵活性。

4、资质和质量优势。公司的各类深加工产品已经取得了《危险化学品经营许可证》、《安全生产许可证》、《排放污染物许可证》、《药品生产许可证》、药品注册批文、冰片 GMP 认证,生产的药用樟脑能够达到各国药典的标准和规范。公司是国内资质最全的松节油深加工企业之一。

■ 公司业务简况及收入、利润结构变化

公司主要从事松节油深加工系列产品的研发、生产与销售,即以松节油为主要原料,通过化学和物理加工方法生产合成樟脑、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。

2008-2009 年,公司营业收入增长率分别为 48.08%和 30.05%,收入保持增长。合成樟脑及其中间产品和副产品的收入占公司营业收入的比重均达到 85%以上,为公司的主要收入来源,公司会根据产品的市场情况调节合成樟脑与中间产品的产量。冰片系列产品 2009 年的销售收入突破 1,800 万元,随着公司 2009 年 9 月通过冰片的 GMP 认证,公司冰片产品在医药领域的需求得到迅速释放,冰片的销售收入快速增长,2010 年 1-6 月冰片系列产品的销售收入为 1,767.45 万元,接近 2009 年全年水平,占营业收入的比重达到 8.69%。

2007-2009 年和 2010 年上半年,主营业务综合毛利率分别为 20.28%、20.58%、19.78%和 22.11%,综合毛利率基本稳定。合成樟脑系列产品是公司产品毛利的主要来源,占公司产品毛利的比重均在 85%以上。冰片产品毛利增长较快,对公司产品毛利的贡献逐步上升,2010 年 1-6 月冰片产品的毛利已超过 2009 年全年水平,占公司产品毛利的比重达到 12.28%。

表4 主要产品的产量及销量情况

		2010.1-6						2009			
		产能 (吨/ 年)	产量 (吨)	销量 (吨)	产销 率%	产能 利用率%	产能 (吨/ 年)	产量 (吨)	销量 (吨)	产销 率%	产能 利用率%
合成樟 脑中间 产品及 副产品	合成樟脑	5,000	3,428	3,296	96.15	131.84	5,000	7,152	6,953	97.21	143.05
	茨烯	1,500	1,528	1,451	94.96	193.47	1,500	1,286	1,377	107.05	85.76
	乙酸异龙脑酯	1,500	889	1,007	113.27	134.27	1,500	2,001	1,885	94.18	133.43
	醋酸钠	5,000	3,777	2,934	77.68	147.16	5,000	6,724	6,074	90.33	134.49
	双戊烯	2,500	1,683	1,339	79.56	107.12	2,500	3,014	3,156	104.71	120.56
	冰片	200	144	169	117.36	169	200	229	176	76.93	114.39
合计		15,700	11,449	10,196	89.06	139.38	15,700	20,407	19,621	96.15	129.98
		2008						2007			
		产能 (吨/ 年)	产量 (吨)	销量 (吨)	产销 率%	产能 利用率%	产能 (吨/ 年)	产量 (吨)	销量 (吨)	产销 率%	产能 利用率%
合成樟 脑中间 产品及 副产品	合成樟脑	5,000	6,500	6,111	94.02	130	5,000	5,537	5,386	97.27	110.74
	茨烯	1,500	958	1,117	116.6	63.87	1,500	1,505	1,246	82.79	100.33
	乙酸异龙脑酯	1,500	1,812	1,768	97.57	120.8	1,500	2,423	2,452	101.2	161.53
	醋酸钠	5,000	6,613	4,796	72.52	132.26	5,000	5,020	5,422	108.01	100.4
	双戊烯	2,500	2,792	2,537	90.87	111.68	2,500	2,398	1,442	60.13	95.92
	冰片	200	31	91	293.55	15.5	200	125	84	67.2	62.5
合计		15,700	18,706	16,420	87.78	119.15	15,700	17,008	16,032	94.26	108.33

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表5 公司报告期内主营业务收入按产品划分 单位：万元，%

产品	2010年1-6月		2009年度		2008年度		2007年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
合成樟脑系列产品	17,696.07	87.00%	26,987.88	91.67%	21,704.59	96.10%	14,659.22	96.11%
其中：合成樟脑	10,089.90	49.61%	17,370.32	59.00%	13,518.75	59.85%	7,787.65	51.06%
中间品及副产品	7,606.17	37.40%	9,617.55	32.67%	8,185.83	36.24%	6,871.57	45.05%
冰片系列产品	1,767.45	8.69%	1,817.19	6.17%	469.12	2.08%	570.85	3.74%
其他产品	865.66	4.26%	534.04	1.81%	402.71	1.78%	10.02	0.07%
主营业务收入合计	20,329.18	99.95%	29,339.10	99.65%	22,576.41	99.96%	15,240.09	99.92%
其他业务收入	10	0.05%	101.78	0.35%	9.54	0.04%	12.57	0.08%
营业收入合计	20,339.18	100.00%	29,440.88	100.00%	22,585.95	100.00%	15,252.66	100.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表6 公司报告期内各项业务毛利率情况 单位：万元，%

产品	2010年1-6月	2009年度	2008年度	2007年度
----	-----------	--------	--------	--------

合成樟脑系列产品	21.64%	19.61%	21.93%	20.55%
其中：合成樟脑	21.44%	20.00%	22.34%	21.50%
中间品及副产品	21.91%	18.90%	21.25%	19.47%
冰片系列产品	30.34%	23.14%	17.59%	12.09%
其中：冰片	30.37%	21.37%	17.52%	15.16%
综合毛利率	22.11%	19.78%	20.58%	20.28%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

■ 募资项目

本次募集资金拟投向松节油深加工扩建及下游系列产品开发。本次募集资金到位并实施后，公司松节油深加工能力从原有的 12,000 吨扩大到 25,000 吨，主要产品合成樟脑的产能从 5,000 吨扩大到 10,000 吨、乙酸异龙脑酯的产能从 1,500 扩大到 4,000 吨、蒎烯的产能从 1,500 吨扩大到 3,000 吨、冰片的产能从 200 吨扩大到 500 吨，从而解决了公司目前面临的产能瓶颈，优化了公司产品结构，使得公司市场占有率进一步提高，行业龙头的地位将更加稳固。

表 7 公司 IPO 募集资金项目概况 单位：万元

项目名称	项目投资额	建设期	财务内部收益率
松节油深加工扩建及下游系列产品开发	15,903.31	2 年	2010.6.30 已经投入 2261.16 万元
其他与主营业务相关的营运资金			
合计	15,903.31		

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

根据可行性研究报告，募投项目达产后存续的 10 年内将累计实现销售收入 328,892.90 万元，累计实现净利润 44,284.90 万元，项目税后内部收益率为 26.46%，税后投资回收期为 5.49 年（含建设期 2 年）。

表 8 募投项目达产后收益情况

项目	金额
年均销售收入（万元）	32,889.29
年均利润总额（万元）	5,904.65
年均净利润（万元）	4,428.49
净现金流量现值 NPV（万元，折现率 12%、考虑所得税）	12,036.36
项目内含报酬率 IRR（考虑所得税）	26.46%
投资回收期（年，含建设期 2 年、考虑所得税）	5.49
盈亏平衡点（产能利用率）	39.67%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

■ 财务状况和盈利预测

盈利能力及资产周转能力

盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

近几年来，公司业务持续增长，盈利能力不断增强。2008-2009年主营业务收入同比增长分别为 48.08%和 30.35%，净利润增长分别为 25.40%和 47.79%。

2007-2009 年和 2010 年上半年，主营业务综合毛利率分别为 20.28%、20.58%、19.78%和 22.11%，综合毛利率基本稳定。

表9 公司主要财务指标增长情况 单位：万元、%

项 目	2010H1	2009年		2008年		2007年
	金额	金额	增长率	金额	增长率	金额
主营业务收入	20339.18	29440.88	30.35	22585.95	48.08	15252.66
营业利润	2746.30	3012.86	31.00	2299.98	53.15	1501.79
利润总额	2806.55	3109.63	38.38	2247.14	16.37	1931.07
净利润	2145.14	2760.04	47.79	1867.55	25.40	1489.27

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

2007 年至 2010 年 1-6 月，公司应收账款周转率分别为 9.08、12.02、11.12 和 13.52，应收账款周转较快，且整体呈上升趋势。公司在细分行业中处于主导地位，而下游客户较为分散，因此给予客户的信用期较短，应收账款金额较小，应收账款周转率高。

2007 年至 2010 年 1-6 月，公司存货周转率分别为 2.65、2.65、2.26 和 2.72，基本保持稳定。存货周转率相对较低，主要是由经营模式所决定的。公司生产所需的最主要原材料松节油的生产具有很强的季节性，公司一般从 8 月份开始储备次年生产所需的松节油，到年底通常需要保持 4 个月以上的松节油储备，因此公司年末存货金额较大，从而导致存货周转率处于较低水平。

业绩预测

短期内，公司业绩受制于产能瓶颈；募投项目预计在 2012 年 10 月投入生产，届时业绩会快速增长。初步估计 2010-2013 年归属于母公司所有者的净利润将实现年递增 43.44%、5.14%、10.99%和 67.43%，相应的稀释后每股收益为 0.59 元、0.62 元、0.69 元和 1.16 元。

表 10 公司未来三年收入、利润结构预测 单位：万元

指 标	2010E	2011E	2012E	2013E
现有业务				
销售量（吨）				
合成樟脑系列产品	20,028.35	21,029.77	21,029.77	21,029.77

其中：合成樟脑	7,161.59	7,519.67	7,519.67	7,519.67
中间品及副产品	12,866.76	13,510.10	13,510.10	13,510.10
冰片系列产品	220.00	264.00	264.00	264.00

平均价格（万元/吨）				
合成樟脑系列产品	1.80	1.80	1.80	1.80
其中：合成樟脑	3.06	3.06	3.06	3.06
中间品及副产品	1.10	1.10	1.10	1.10
冰片系列产品	8.14	8.14	8.14	8.14

合成樟脑系列产品	36,067.90	37,871.30	37,871.30	37,871.30
其中：合成樟脑	21,914.47	23,010.19	23,010.19	23,010.19
中间品及副产品	14,153.44	14,861.11	14,861.11	14,861.11
冰片系列产品	1,790.80	2,148.96	2,148.96	2,148.96
其他产品	1,335.10	1,602.12	1,922.54	2,307.05
其他业务	20.00	20.00	20.00	20.00
收入合计	37,858.70	40,020.26	40,020.26	40,020.26

合成樟脑系列产品	28,132.96	29,539.61	29,539.61	29,539.61
其中：合成樟脑	17,093.28	17,947.95	17,947.95	17,947.95
中间品及副产品	11,039.68	11,591.66	11,591.66	11,591.66
冰片系列产品	1,253.56	1,504.27	1,504.27	1,504.27
其他产品	1,134.84	1,361.80	1,634.16	1,960.99
其他业务	17.00	17.00	17.00	17.00
成本合计	30,538	32,423	32,695	33,022

合成樟脑系列产品	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
其中：合成樟脑	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
中间品及副产品	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
冰片系列产品	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
其他产品	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
综合毛利率	22.12%	22.14%	22.09%	22.02%

募投项目

产品年均销售收入	3,289	26,311	3,289
营业总成本	2,698	21,588	2,698
年均利润总额	590	4,724	590

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 11 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	294.41	392.14	416.42	452.52	686.59
营业总成本	264.27	339.30	360.87	390.86	583.36
营业成本	236.19	305.38	324.23	351.95	530.19

营业税金及附加	0.15	0.59	1.25	1.36	2.06
销售费用	8.07	8.63	9.16	9.89	14.58
管理费用	10.79	14.90	15.82	16.80	22.93
财务费用	8.24	9.74	10.02	10.87	13.61
资产减值损失					
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	30.13	52.83	55.55	61.65	103.23
加：营业外收入	22.92	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	21.95	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	31.10	52.83	55.55	61.65	103.23
减：所得税	3.50	13.21	13.89	15.41	25.81
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	27.60	39.63	41.66	46.24	77.42
减：少数股东损益	-0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	27.63	39.63	41.66	46.24	77.42
摊薄 EPS（元）	0.41	0.59	0.62	0.69	1.16

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 风险因素

原材料采购风险

公司的主要原材料脂松节油为天然资源，其产量受到松树资源的限制。2009 年我国松节油产量约为 12.80 万吨，而公司 2009 年的松节油采购量约 1.74 万吨，占全国松节油年产量的比例约为 15%；募集资金投资项目实施后，公司对松节油的年需求量将增加到 2.5 万吨，占松节油产量的比例将提高到 20%以上。此外，松节油的短期供给量还会受自然条件方面不可预测因素的影响。报告期内公司未发生因原材料供应不足而影响生产经营的情况，但若因自然灾害或不可预测因素导致松节油产量大幅下降，公司将面临不能获得充足的原材料供应的风险。

原材料价格波动风险

松节油是公司最主要的原材料，报告期内松节油占公司生产成本的比例分别为 68.81%、72.31%、72.60%和 69.45%。报告期内，松节油价格整体呈上升趋势，公司虽然基本能够通过产品提价的方式转嫁原材料涨价的风险，使公司整体毛利率保持平稳，但是未来如果松节油价格上涨速度过快，公司产品提价幅度超过了下游客户的承受能力，从而导致公司销量下降或被迫降低提价幅度，公司的经营业绩将受到影响。

存货跌价风险

为了保证生产经营的正常进行，公司一般从 8 月份开始储备次年生产所需的松节油，到年底通常需要保持 4 个月以上的松节油储备，从而导致公司年末存货金额较大。尽管在报告期内，公司未曾发生过存货跌价损失，但如果未来因不可预测因素导致松节油价格发生大幅波动，公司将面临存货跌价损失的风险。

核心技术失密的风险

催化技术和工艺控制是松节油产品附加值的主要体现，是公司的核心竞争优势。出于保护核心技术的考虑，这些催化技术和工艺大多没有申请专利，因而不受专利法保护，不能排除技术人员违反有关规定向外泄漏产品催化技术、工艺控制技术或这些技术被他人窃取的可能。如果公司对这些催化技术或工艺的保密制度不够完善，仍可能存在催化技术或工艺失密的风险。

人民币升值风险

报告期内公司产品自营出口占主营业务收入的比例分别为 14.36%、21.27%、35.25%和 35.27%，销售货款主要以美元结算。自 2005 年 7 月 21 日国家调整人民币汇率机制以来，人民币兑美元汇率持续小幅升值，公司报告期内发生的汇兑净损失分别为人民币 129.27 万元、75.16 万元、-7.79 万元和 26.89 万元，分别占各年利润总额的 6.69%、3.34%、-0.25%和 0.96%。人民币汇率的变动会给公司的经营业绩带来一定影响。

■ 估值及定价分析

国内/国际同类公司的比较

由于我们在 A 股市场没有找到与公司业务相近的公司，所以选取化工制品行业部分公司作为比较，2009-2011 年这些公司平均动态市盈率分别为 62.88 倍、55.76 倍和 43.18 倍。同时，最新上市的创业板公司 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 57.83 倍、53.39 倍和 38.26 倍。

表 12 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002136.SZ	安纳达	16.36	0.15	0.29	0.32	0.58	109.07	55.65	50.85	28.11
002407.SZ	多氟多	56.27	0.97	1.01	1.27	1.65	58.01	55.77	44.31	34.02
002409.SZ	雅克科技	27.57	0.86	0.72	1.04	1.36	31.91	38.16	26.63	20.23
002453.SZ	天马精化	29.98	0.51	0.57	0.75	0.99	58.78	52.83	40.20	30.33
002455.SZ	百川股份	28.30	0.80	0.65	0.76	1.06	35.38	43.21	37.09	26.63

300072.SZ	三聚环保	37.86	0.71	0.74	1.13	1.54	53.32	51.50	33.63	24.55
300107.SZ	建新股份	60.50	0.84	0.90	1.32	1.91	72.02	67.25	45.92	31.62
300108.SZ	双龙股份	27.79	0.60	0.56	0.79	1.13	46.32	49.83	35.30	24.69
300109.SZ	新开源	66.49	0.67	0.72	0.89	1.47	99.24	92.07	74.34	45.16
600378.SH	天科股份	11.00	0.17	0.21	0.25	0.27	64.71	51.35	43.50	40.71
国内同行业整体平均							62.88	55.76	43.18	30.61

数据来源: WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯, 上海证券研究所 (9 月 27 日收盘价)

表 13 最近上市 (创业板) 股票 (10 只平均) 的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
300112.SZ	万讯自控	23.65	0.49	0.53	0.70	0.87	48.27	44.92	33.72	27.16
300113.SZ	顺网科技	68.21	0.71	0.80	1.23	1.70	96.07	85.26	55.46	40.12
300114.SZ	中航电测	34.50	0.65	0.63	0.82	1.09	53.08	54.65	41.82	31.54
300115.SZ	长盈精密	48.60	0.90	1.11	1.53	2.27	54.00	43.91	31.78	21.44
300116.SZ	坚瑞消防	35.38	0.36	0.41	0.65	1.08	98.28	85.77	54.27	32.91
300117.SZ	嘉寓股份	27.06	0.86	0.74	0.90	1.16	31.47	36.73	29.99	23.32
300118.SZ	东方日升	44.04	0.89	0.96	1.41	1.87	49.32	45.85	31.33	23.61
300119.SZ	瑞普生物	66.59	1.10	1.31	1.82	2.37	60.54	50.90	36.57	28.05
300120.SZ	经纬电材	22.75	0.49	0.49	0.65	0.90	46.77	46.27	34.95	25.28
300121.SZ	阳谷华泰	25.08	0.62	0.63	0.77	1.24	40.56	39.60	32.71	20.20
平均值							57.83	53.39	38.26	27.36

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所整理 (9 月 27 日收盘价)

公司可给的估值水平及报价区间

我们认为短期内公司增长受制于产能瓶颈, 未来将受益于募集资金项目的投产, 增长持续。给予公司 2010 年 40-48 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 23.66-28.39 元。

从 2010 年上市的创业板股票来看, 截至 9 月 27 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 6.71%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 20% 的折让, 建议询价区间为 18.93-22.71 元, 对应的 2009 年市盈率区间为 45.90-55.08 倍。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。