

青松股份 (300132)

价格区间 19.6-22.8

植根绿色产业的松节油深加工龙头

市场数据

报告日期	2010-10-08
收盘价(元)	
发行前股本(百万股)	50.00
拟发行股本(百万股)	17.00
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	143.90
总资产(百万元)	326.11
每股净资产	2.12

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	294	385	492	618
同比增长(%)	30.4%	30.6%	27.9%	25.7%
净利润(百万元)	28	44	60	78
同比增长(%)	47.9%	58.1%	37.7%	29.4%
毛利率(%)	19.8%	21.8%	21.9%	22.6%
净利率(%)	9.4%	11.4%	12.2%	12.6%
净资产收益率(%)	22.9%	8.4%	10.4%	11.8%
每股收益(元)	0.41	0.65	0.90	1.16
每股经营现金流(元)	-0.42	-0.39	0.24	0.51

相关报告

投资要点

- **国内松节油深加工龙头。**青松股份是我国最大的松节油深加工企业，年加工能力 1.2 万吨，主要产品包括合成樟脑及其中间产品、冰片等。公司 2009、2010 上半年分别实现销售收入 2.94、2.03 亿元，净利润 2762、2146 万元。
- **松节油深加工产品总体供应偏紧。**作为绿色天然提取物，公司产品广泛应用于医药及医药中间体、合成香料原料和农用化学品中间体等领域，且不易被替代，由于松节油产量有限，深加工产品总体供需偏紧。
- **青松股份具备技术、原料供应和规模优势。**公司技术优势主要体现在持续开发新品优化产品结构和国内领先的关键工艺及催化剂技术。公司生产每吨合成樟脑和冰片的松节油单耗分别为 1.38 吨(行业平均 1.42-1.45 吨)、2.9 吨(传统工艺 3.6 吨)，每吨合成樟脑的生产成本比其它企业低 600-1000 元。公司与前 10 大松节油供应商中的 5 家签订了独家供应协议书，保证了松节油供应数量和价格的稳定。
- **募投项目突破产能瓶颈、优化产品结构。**青松股份本次募集资金投资于“松节油深加工扩建及下游系列产品开发项目”，投资总额 1.59 亿元，建设期 24 个月。达产后，公司现有产品产能将有大幅提升助力突破产能瓶颈，同时新增乙酸龙脑酯等高附加值产品进而优化产品结构。
- **合理价值区间 19.6-22.8 元。**我们预计青松股份 2010-2012 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.65、0.90、1.16 元，我们认为可以给予公司 2010 年 30-35 倍 PE 的估值水平，对应合理价值区间为 19.6-22.8 元。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、松节油采购风险、核心技术失密风险。

分析师

郑方铤 S0190207120108
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn

刘曦
021-3856 5754
liuxi@xyzq.com.cn

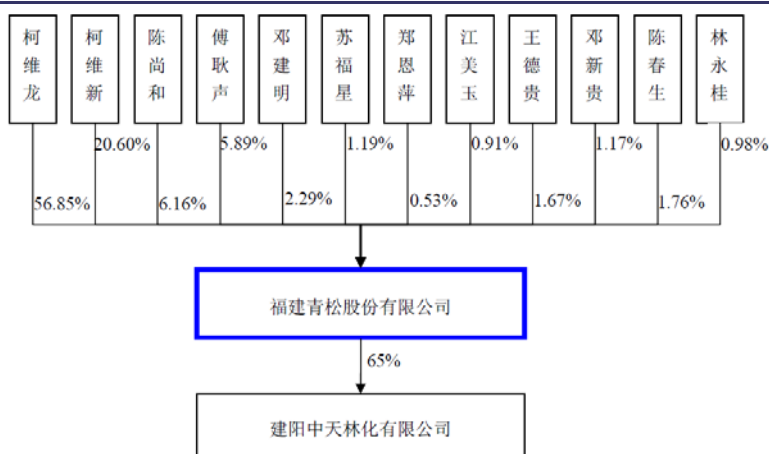
目 录

1、国内最大的松节油深加工企业	- 3 -
2、松节油深加工行业分析	- 4 -
2.1 行业简介	- 4 -
2.2 细分产品需求分析	- 5 -
2.3 行业竞争分析	- 7 -
3、公司分析	- 8 -
3.1 主营收入构成分析	- 8 -
3.2 主营业务盈利能力分析	- 8 -
4、公司竞争优势分析	- 9 -
4.1 技术优势	- 9 -
4.2 松节油供应优势	- 10 -
4.3 规模优势	- 10 -
5、募投项目分析	- 10 -
6、盈利预测与估值	- 11 -
7、风险提示	- 12 -
7.1 原材料价格波动风险	- 12 -
7.2 松节油采购风险	- 12 -
7.3 核心技术失密风险	- 12 -
 图 1 青松股份本次发行前组织架构	- 3 -
图 2 松节油深加工产业链简要情况	- 4 -
图 3 青松股份销售收入增长情况（百万元）	- 5 -
图 4 青松股份毛利增长情况（百万元）	- 5 -
图 5 国内林产化学品行业销售收入增长情况	- 5 -
图 6 国内松节油及深加工产品产量（万吨）	- 5 -
图 7 2009 年国内合成樟脑下游应用领域	- 6 -
图 8 国内合成樟脑市场需求预测	- 6 -
图 9 国内合成樟脑出口情况	- 6 -
图 10 全球合成樟脑需求预测	- 6 -
图 11 公司分业务收入增长情况（百万元）	- 8 -
图 12 公司主要产品销量和单价	- 8 -
图 13 公司分业务毛利增长情况（百万元）	- 8 -
图 14 公司各项业务毛利率	- 8 -
图 15 公司部分产品产能及开工率情况	- 9 -
图 16 公司期间费用率情况	- 9 -
 表 1 青松股份主要财务指标	- 3 -
表 2 青松股份发行前后股权结构情况	- 3 -
表 3 青松股份主要产品及用途	- 4 -
表 4 国内外主要合成樟脑生产企业	- 7 -
表 5 国内主要冰片生产企业	- 7 -
表 6 青松股份松节油深加工相关技术简介	- 9 -
表 7 青松股份募投项目新增产能具体情况	- 10 -
表 8 公司盈利预测假设	- 11 -
表 9 公司盈利预测结果	- 12 -
附表	- 13 -

1、国内最大的松节油深加工企业

福建青松股份有限公司（以下简称“青松股份”）主要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，同时也是全球最大的合成樟脑生产商（2009 年合成樟脑产量 7000 吨）。公司 2009 年、2010 上半年分别实现销售收入 2.94、2.03 亿元，净利润 2762、2146 万元。

图 1 青松股份本次发行前组织架构



数据来源：兴业证券研发中心

本次发行前，公司董事长柯维龙先生持有公司股份 2842.7 万股，占公司发行前股份总数的 56.85%，是公司的控股股东和实际控制人。公司本次发行 1700 万股，占发行后总股本的 25.37%。

表 1 青松股份主要财务指标

	2008	2009
总资产（百万元）	248.22	350.37
净资产（百万元）	74.83	122.45
收入（百万元）	225.86	294.41
净利润（百万元）	18.68	27.63
平均 ROE	28.91%	28.01%

数据来源：公司招股书，兴业证券研发中心

表 2 青松股份发行前后股权结构情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（股）	持股比例（%）	持股数（股）	持股比例（%）
柯维龙等 12 名自然人股东	50,000,000	100.00%	50,000,000	74.63%
本次发行	-	-	17,000,000	25.37%
总计	50,000,000	100.00%	67,000,000	100.00%

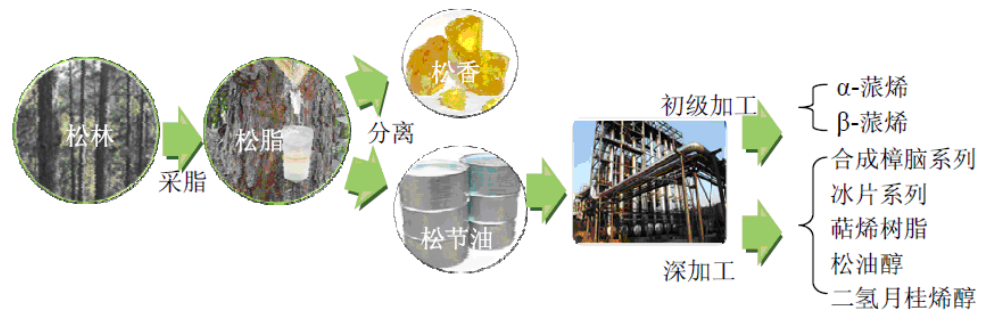
资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

2、松节油深加工行业分析

2.1 行业简介

青松股份以松脂经蒸馏加工后获取的松节油为主要原料生产精细化学品。松节油深加工产品用途极为广泛，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。公司的主要产品及用途见表 3。

图 2 松节油深加工产业链简要情况



1,600 万公顷松林 林农及专业采脂户 近 100 家松节油加工企业
300 万吨可采松脂 年产 106 万吨松脂 450 余家松香企业

资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

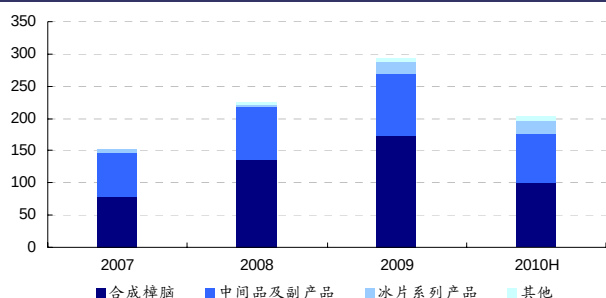
表 3 青松股份主要产品及用途

产品名称	主要用途	目前产能
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	5000
合成樟脑中间产品	萜烯 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	1500
及副产品	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	1500
	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	300
	醋酸钠 用于染料、有机合成、制药、试剂、焊接助剂等	5000
	双戊烯 主要用作橡胶再生主剂和合成香料基础原料	2500
冰片	中药饮片、香精香料原料	200

备注：产能单位为“吨/年”

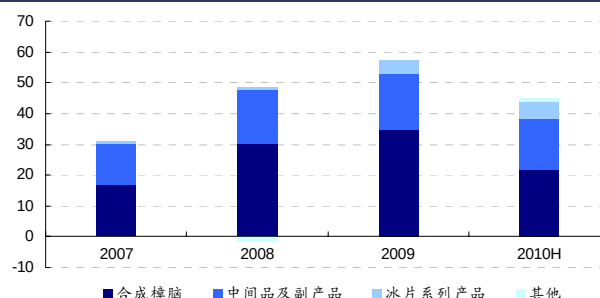
资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

图3 青松股份销售收入增长情况（百万元）



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

图4 青松股份毛利增长情况（百万元）

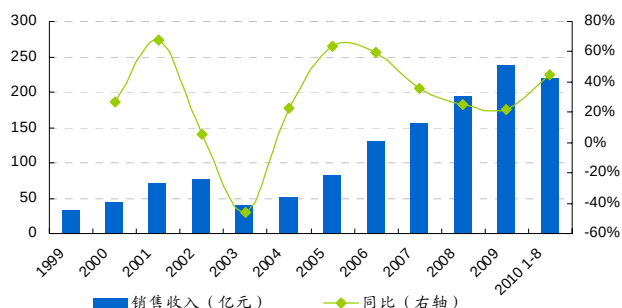


资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

2.2 细分产品需求分析

松节油深加工行业归属林产化工行业，我国林产化学品销售收入从1999年的34亿元增长至2009年的238亿元，年复合增长率达到21.5%。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%。

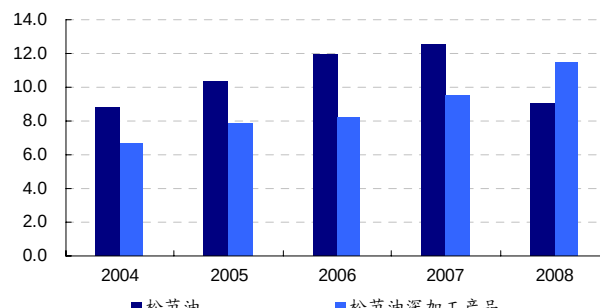
图5 国内林产化学品行业销售收入增长情况



备注：2007以后数据为当年1-11月累计数据

资料来源：CPCIF，兴业证券研发中心

图6 国内松节油及深加工产品产量（万吨）



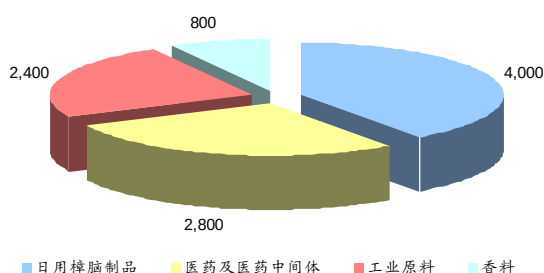
资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

青松股份的主要产品包括合成樟脑、合成樟脑中间产品（苧烯、乙酸异龙脑酯）及副产品（对伞花炔、醋酸钠、双戊烯）和冰片，下面我们将逐一进行分析。

合成樟脑：供给依然偏紧

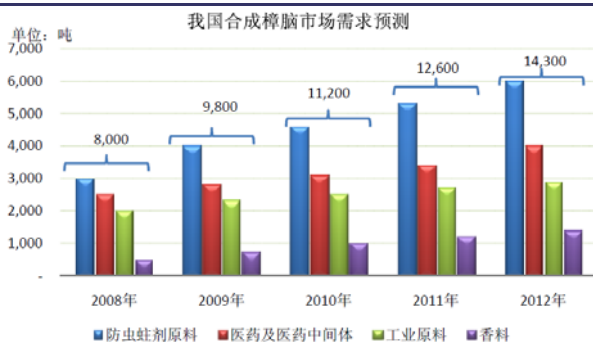
合成樟脑属于传统的松节油深加工产品，主要用于日用樟脑制品、医药及医药中间体、工业原料、香料等领域，且难以替代，因此其需求始终保持稳定增长，到2012年，预计全国各行业对合成樟脑的需求量将达到1.43万吨，未来三年年复合增速为13.4%。其中日用樟脑制品（考虑了对对二氯苯的替代）、医药及医药中间体占比较高（图8）。

图 7 2009 年国内合成樟脑下游应用领域



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

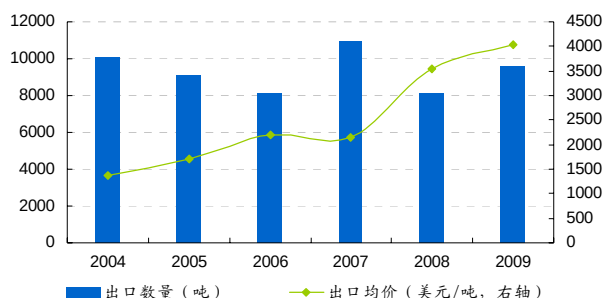
图 8 国内合成樟脑市场需求预测



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

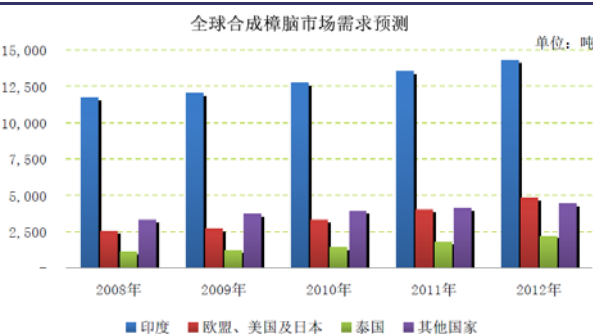
另一方面，由于在松树资源和人力成本方面具有比较优势，我国不仅是全球最大的合成樟脑生产国，也是最大的合成樟脑出口国，近年来出口整体呈现量稳价升的局面(受资源限制年出口约 1 万吨，主要出口印度等国)，产销率基本达到 100%，参考全球合成樟脑的供求情况(需求 4 万吨，供给 2.5 万吨)，预计全球合成樟脑仍将保持供不应求的局面，国内供给依然偏紧(2009 年产量 1.54 万吨)。

图 9 国内合成樟脑出口情况



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

图 10 全球合成樟脑需求预测



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

合成樟脑中间产品及副产品：中间产品供不应求，副产品基本平衡

乙酸异龙脑酯是香精香料工业的重要基础香料，从芳香属性以及经济性上看具有不可替代的作用。全球市场每年消费量约 8000 吨，预计到 2012 年，全球需求量将达到 11600 吨左右，市场容量约 2.1 亿元。目前全球乙酸异龙脑酯产量约 8000 吨，市场供给存在较大缺口。蒎烯广泛应用于香精香料、农药、合成材料工业等领域。到 2012 年下游各领域对蒎烯的需求量将达到 1.08 万吨，按当前平均价格计算其市场容量将达到 2.2 亿元。

冰片：长期供不应求

冰片主要用于制药和配制香料，作用独特，难以替代，由于天然冰片紧缺、产量少，因此目前以合成冰片应用为主。合成冰片国内生产产量不大，产品供不应求，主要供应国内市场，少量出口至德国、荷兰、西班牙、泰国等国家。合成冰片在国内市场中 90% 应用于中成药生产。2009 年全国冰片年产量 1660 吨，预计到 2012 年需求约为 3200 吨，市场容量将达到 2.7 亿元，需求缺口较大。

2.3 行业竞争分析

截至 2008 年底,我国林化产业生产厂家合计 1000 多家,其中松节油类企业近 100 家,其中深加工领域市场集中度较高,具有核心技术的大规模企业较少,深加工能力在 5000 吨以上的不到 10 家。近年来,国内企业技术进步较为明显,少数企业已开始尝试延伸加工环节,逐渐在高附加值松节油深加工产品上与国外跨国公司展开竞争。

在合成樟脑及其中间产品领域,公司主要竞争对手包括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。从全球范围来看,印度企业拥有从业经历长、熟练掌握英语的科研人员以及生产成本等优势,其产品基本供应印度本国市场,是国内企业在印度市场的主要竞争对手,主要企业有 Sapthagiri Camphor Ltd.、Dujodwala Resins&Terpenes Ltd.、Camphor&Allied Products Ltd.和 Kanchi Karpooram Ltd.等几家。

表 4 国内外主要合成樟脑生产企业

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

资料来源: 公司招股书, 兴业证券研发中心

青松股份的冰片产品在国内的主要竞争对手包括广州黄埔化工有限公司、株洲松本林化有限公司、浙江正荣香料有限公司等。

表 5 国内主要冰片生产企业

企业名称	冰片产能(吨)
广州黄埔化工有限公司	500
株洲松本林化有限公司	350
浙江正荣香料有限公司	250
青松股份	200
合计	1300

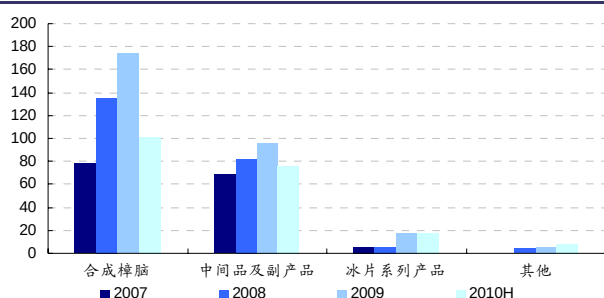
资料来源: 公司招股书, 兴业证券研发中心

3、公司分析

3.1 主营收入构成分析

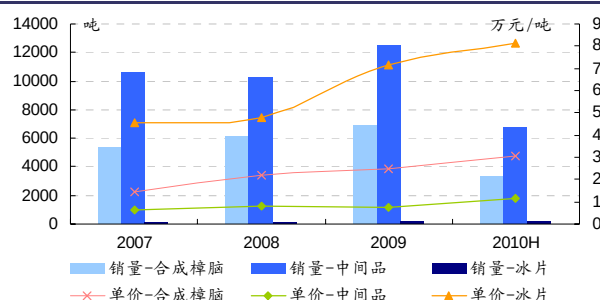
2007-2010 年上半年, 公司营业收入分别为 152.5、225.9、294.4、203.4 百万元, 增长主要由合成樟脑的销量和单价提升推动, 而随着 2008 年公司搬迁结束和 2009 年 9 月通过冰片的 GMP 认证, 公司冰片业务的营收有较快增长, 由 2007 年的 400 万元左右增长至今年上半年的 1767.4 万元。

图 11 公司分业务收入增长情况 (百万元)



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

图 12 公司主要产品销量和单价

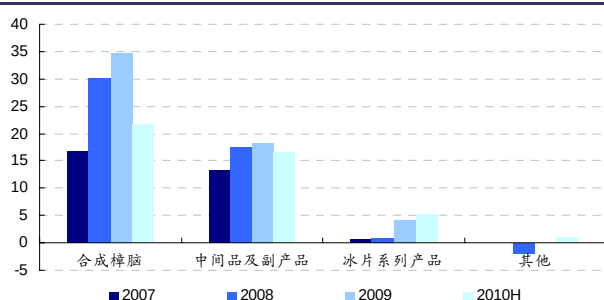


资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

3.2 主营业务盈利能力分析

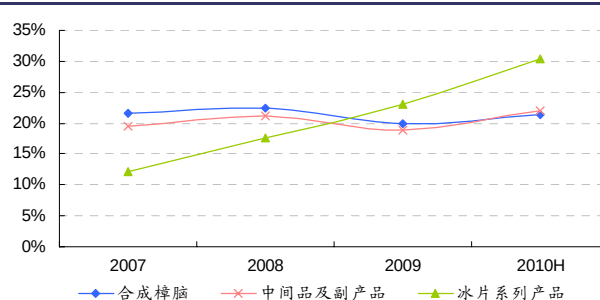
2007-2010 年上半年, 公司毛利分别为 30.8、46.5、57.4、44.9 百万元, 合成樟脑系列产品 (包括合成樟脑和中间品) 的毛利率分别为 20.55%、21.93%、19.61%和 21.64%, 总体保持平稳。主要原因在于樟脑产品对于下游属于必不可少的原料, 但成本 (或日常支出) 占比很小, 因此下游客户的价格承受能力较高, 同时公司具备较强的自主定价权, 能够通过产品提价的方式转嫁原材料涨价的风险。

图 13 公司分业务毛利增长情况 (百万元)



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

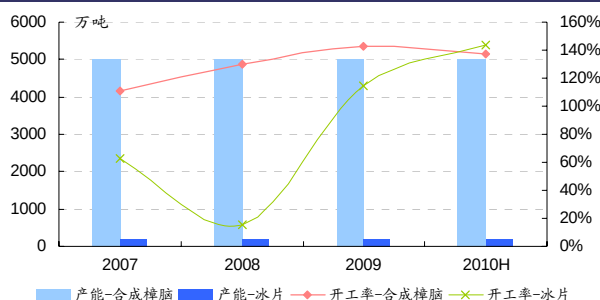
图 14 公司各项业务毛利率



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

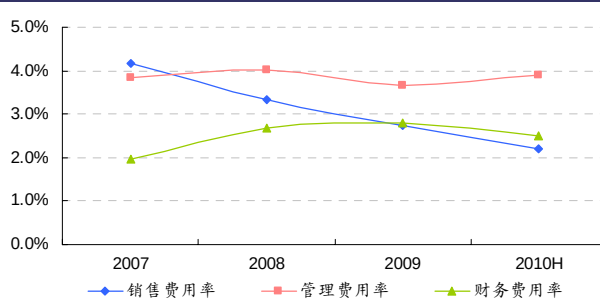
冰片系列产品的毛利率分别为 12.09%、17.59%、23.14%和 30.34%，波动幅度较大。主要原因是公司前期新厂搬迁导致冰片生产线的产能未能得到充分的利用, 随着公司新厂搬迁结束, 获得冰片的 GMP 认证, 同时公司加大新产品的市场推广力度, 产品开工率稳步提升, 毛利率逐步上升。

图 15 公司部分产品产能及开工率情况



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

图 16 公司期间费用率情况



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

公司销售费用率呈逐年下降的趋势，主要原因是销售费用 80%以上为运输装卸费，随着公司加强调度管理、转嫁部分运输费用以及 2009 年起各地相继取消二级公路收费，公司运输费用（销售费用）不断降低。公司财务费用率分别为 1.95%、2.68%、2.80%和 2.50%，主要是由于自有资金不足而借入了大量的银行借款。

4、公司竞争优势分析

4.1 技术优势

青松股份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方面。产品结构优化方面，公司自成立以来，在合成樟脑产品之外，开发了冰片系列产品，并通过樟脑产品深加工，陆续开发了蒽烯、乙酸异龙脑酯、对伞花烃、双乙酸钠、乙酸龙脑酯等产品，优化了产品结构。

表 6 青松股份松节油深加工相关技术简介

主要技术	效果
蒽烯酯化—皂化合成龙脑新方法和硼钛基复合催化剂反应技术（制备高纯冰片）	产品正龙脑含量由传统工艺的 55-57%提高到 62%以上；酯化转化率 78%；高价值的白轻油比例是传统工艺的 2 倍；每吨产品的松节油消耗由传统工艺的 3.6 吨大幅降低到 2.9 吨
冷态含水复合催化剂一次性加入的异构反应技术	松节油直接异构的转化率由传统工艺的 72%提高到 75%；反应时间由传统工艺的 32 小时降到 24 小时；反应温度降低到 120-124℃，工艺的可操作性得到很大提高
氢阳离子树脂催化剂技术	反应时间由传统工艺的 10 小时缩短为 6 小时；反应的转化率由传统工艺的 72%提高到 79%；中间品的质量也得到明显改善，有效控制异小茴香酯和其它杂酯的产生，药用级樟脑的产出比例由传统的 30%提高到 45%

资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

另一方面，关键工艺及催化剂技术是松节油深加工企业核心竞争力的直接体现。公司在相关领域开发出多项国内领先的技术（表 6），大大提高了生产效率、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，具体而言，公司生产每吨合成樟脑和冰片的松节油单耗分别为 1.38 吨（行业平均水平约为 1.42-1.45 吨）、2.9 吨（传统工艺为 3.6 吨），公司每吨合成樟脑的生产成本比其它企业低约 600-1000 元。

4.2 松节油供应优势

及时和适量的松节油供应对松节油深加工企业的产能利用率和经济效益具有直接影响。公司与大型松节油供应商结成紧密的战略同盟：公司目前的前 10 大供应商中的 5 家与公司签订了独家供应战略合作协议书，此外公司还与其余 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%。公司还在松节油主产区建立采购基地，面向中小供应商采购，从而保证了松节油供应数量和价格的稳定。

4.3 规模优势

公司是全球最大的合成樟脑生产商，2009 年合成樟脑产量占国内产量的 45.45%，占全球产量的 28.11%，主要中间产品乙酸异龙脑酯、苧烯的产销量亦位居同行业之首。加之公司的主要产品属于下游必不可少的原料，但成本（或日常支出）占比很小，因此基本能够通过产品提价的方式转嫁原材料涨价的风险。

5、募投项目分析

青松股份本次募集资金投资于“松节油深加工扩建及下游系列产品开发项目”，投资总额 1.59 亿元（截至 2010 年 6 月底，公司已利用自筹资金和银行贷款先期投入 2261.16 万元），建设期 24 个月。募投项目达产后，公司现有产品产能将有大幅提升，同时新增乙酸龙脑酯等产品（表 7）。

表 7 青松股份募投项目新增产能具体情况

产品名称		原有产能 吨/年	新增产能 吨/年	2012 年全球预计需求量 吨
合成樟脑系列	合成樟脑	5,000	5,000	40000
	乙酸异龙脑酯	1,500	2,500	11600
中间产品	苧烯	1,500	1,500	10800
	对伞花烃	300	1,000	3500
	无水醋酸钠	100	2,000	-
	双乙酸钠	-	1,000	50000（国内）
副产品	双戊烯	2,500	1,700	-
	醋酸钠	5,000	1,100	-
	对锰烷	50	300	-
	双萜烯	200	300	-
	冰片	200	300	3200
冰片系列	乙酸龙脑酯	-	200	-
	白轻油	220	330	-
	主剂油	150	400	-
副产品	小茴香油	3	8	-
	重油	-	50	-

资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

目前公司设备已处于满负荷运行状态，公司只能依靠加强生产过程管理、提高生

产效率来挖掘生产潜能,但目前 140%左右的开工率已经接近生产极限,产量进一步提升的幅度有限,募投项目将有效解决这一问题并强化规模优势。新增产品(乙酸龙脑酯、双乙酸钠)基本属于市场供求情况良好的高附加值产品,有利于优化公司产品结构。

募投项目实施后,公司每年约需消耗 2.5 万吨松节油(2009 年采购 1.74 万吨),公司拟通过进一步扩大独家供应商的范围(新增两家计 5400 吨)、增加现有按月定量供应模式供应商的松节油供应量(增加 3500 吨)、发展新的按月定量供应模式的供应商(增加 3450 吨),保证原料的充足供应。

6、盈利预测与估值

- 募投项目产能逐步投放,2012 年末完全达产;
- 产品销量与产能增长情况匹配,价格保持稳定,毛利率随开工率提升而提升;
- 公司销售费用率保持稳定,管理费用率随着收入增长而下降;
- 所得税率为 25%。

表 8 公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
合成樟脑	销量(吨)	3296	6500	8400	10000
	销售单价(元/吨)	30612	30800	30800	30800
	销售收入(百万元)	100.9	200.2	258.7	308.0
	毛利率(%)	21.4%	21.3%	20.9%	21.3%
中间产品及副产品	销售收入(百万元)	76.1	144.9	177.7	219.7
	毛利率(%)	21.9%	22.0%	23.0%	24.0%
冰片	销量(吨)	169	300	350	500
	销售单价(元/吨)	81422	81500	81500	81500
	销售收入(百万元)	13.8	24.5	28.5	40.8
	毛利率(%)	30.3%	30.2%	30.0%	30.2%
乙酸龙脑酯	销量(吨)			52	160
	销售单价(元/吨)			150000	150000
	销售收入(百万元)			7.8	24.0
	毛利率(%)			20.0%	22.0%
双乙酸钠	销量(吨)			120	500
	销售单价(元/吨)			8000	8000
	销售收入(百万元)			1.0	4.0
	毛利率(%)			18.0%	20.0%
其他业务	销售收入(百万元)	8.7	15.0	18.0	21.6
	毛利率(%)	14.0%	14.0%	14.0%	15.0%
总计	销售收入(百万元)	199.4	384.6	491.8	618.1
	同比增长(%)	-30.72%	92.90%	27.86%	25.69%
	销售成本(百万元)	155.7	300.6	384.0	478.1
	毛利(百万元)	43.7	84.0	107.8	140.0
	毛利率(%)	21.9%	21.8%	21.9%	22.6%
	营业费用/主营业务收入%	2.74%	2.30%	2.20%	2.20%
	管理费用/主营业务收入%	3.67%	3.80%	3.50%	3.30%
	财务费用/主营业务收入%	2.80%	1.03%	0.21%	0.58%
	实际税率%	11.24%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源:兴业证券研发中心整理

基于前述假设,我们预计青松股份 2010-2012 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.65、0.90、1.16 元,未来三年净利润年复合增长率为 33.5%。公司所处行业属于循环经济范畴,具备较好的发展前景,我们认为可以给予公司 2010 年 30-35 倍 PE 的估值水平,对应合理价值区间为 19.6-22.8 元。

表 9 公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	294	385	492	618
增长率%	30.4%	30.6%	27.9%	25.7%
营业利润(百万元)	30	56	78	102
增长率%	31.0%	86.6%	39.1%	30.2%
净利润(百万元)	28	44	60	78
增长率%	47.9%	58.1%	37.7%	29.4%
最新摊薄每股收益(元)	0.41	0.65	0.90	1.16
每股净资产(元)	1.80	7.76	8.65	9.82

数据来源:兴业证券研发中心整理

7、风险提示

7.1 原材料价格波动风险

松节油是公司最主要的原材料,成本占比为 70%左右,松节油价格每上涨 1%,公司综合毛利率约下降 0.55%。松节油价格受天气影响较大,冰雪等灾害造成的松树损毁会直接影响价格走势。虽然公司基本能够通过产品提价的方式转嫁原材料涨价的风险,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,从而导致销量下降或被迫降低提价幅度,公司经营业绩将受到影响。

7.2 松节油采购风险

松节油为天然资源,其产量受到松树资源的限制。公司是全国最大的松节油深加工企业之一,2009 年采购量占全国松节油年产量的比例约 15%,募投项目实施后,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。虽然公司已经通过多种促使保证松节油的充足供应,但若因自然灾害等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。

7.3 核心技术失密风险

催化技术和工艺控制是松节油产品附加值的主要体现,也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,核心技术失密将削弱公司竞争力,进而影响公司盈利水平。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	212	350	361	441
货币资金	28	92	39	49
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	32	37	47	59
其他应收款	5	1	1	2
存货	129	180	230	287
非流动资产	138	225	363	358
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	118	181	292	311
在建工程	7	31	58	34
油气资产	0	0	0	0
无形资产	12	12	12	12
资产总计	350	575	724	799
流动负债	166	40	128	124
短期借款	116	0	82	74
应付票据	21	5	5	5
应付账款	18	30	35	38
其他	11	5	6	7
非流动负债	62	13	14	16
长期借款	50	0	0	0
其他	12	13	14	16
负债合计	228	53	142	140
股本	50	67	67	67
资本公积	53	392	392	392
未分配利润	16	55	109	179
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	122	521	582	659
负债及权益合计	350	575	724	799

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	28	44	60	78
折旧和摊销	0	8	13	17
资产减值准备	1	0	1	1
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	8	4	1	4
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	83	83	59	66
经营活动产生现金流量	-34	-26	16	34
投资活动产生现金流量	-3	-95	-150	-12
融资活动产生现金流量	120	185	81	-12
现金净变动	83	64	-52	10
现金的期初余额	4	28	92	39
现金的期末余额	87	92	39	49

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	294	385	492	618
营业成本	236	301	384	478
营业税金及附加	0	0	0	1
销售费用	8	9	11	14
管理费用	11	15	17	20
财务费用	8	4	1	4
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	30	56	78	102
营业外收入	23	10	10	10
营业外支出	22	8	8	8
利润总额	31	58	80	104
所得税	3	15	20	26
净利润	28	44	60	78
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	28	44	60	78
EPS (元)	0.41	0.65	0.90	1.16

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	30.4%	30.6%	27.9%	25.7%
营业利润增长率	31.0%	86.6%	39.1%	30.2%
净利润增长率	47.9%	58.1%	37.7%	29.4%
盈利能力(%)				
毛利率	19.8%	21.8%	21.9%	22.6%
净利率	9.4%	11.4%	12.2%	12.6%
ROE	22.9%	8.4%	10.4%	11.8%

偿债能力(%)

资产负债率	65.1%	9.3%	19.6%	17.5%
流动比率	1.28	8.68	2.83	3.56
速动比率	0.50	4.20	1.02	1.24

营运能力(次)

资产周转率	0.98	0.83	0.76	0.81
应收帐款周转率	11.12	10.61	11.22	11.14

每股资料(元)

每股收益	0.41	0.65	0.90	1.16
每股经营现金	-0.42	-0.39	0.24	0.51
每股净资产	1.80	7.76	8.65	9.82

估值比率(倍)

PE				
PB				

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。