



上市公司新股研究报告

研究报告
化工—基础化工材料与制品

谨慎申购

股票价格

发行价格	23.00 元
合理价值区间	18.60-21.70 元

发行后股本结构

总股本（万股）	6700
流通 A 股（万股）	6700

重要日期

网下申购日	10 月 12 日
网上申购日	10 月 12 日

相关研究

基础化工行业分析师

曹小飞

SAC 执业证书编号:S0850210070006

电话: 021-23219267

Email: caoxf@htsec.com

联系人: 易国辉

电话: 021-23219737

Email: yith@htsec.com

青松股份（300132）

2010 年 10 月 11 日

深耕松节油加工，扩产能巩固龙头地位

青松股份是我国最大的松节油深加工企业，也是投资林产化学品的唯一标的，其主要产品供不应求，随着公司产能的扩张，公司将进一步巩固其龙头地位，未来将持续受益下游应用领域的拓展。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率（%）	30.36	42.64	12.94	20.58
净利润增长率（%）	47.95	51.67	24.90	20.94
综合毛利率（%）	19.77	21.54	21.45	21.49
每股收益（元）	0.41	0.62	0.78	0.94

注：2009-2012 年 EPS 按发行后的总股本计算

资料来源：海通证券研究所

- **公司基本情况。**青松股份主营产品包括合成樟脑、合成樟脑中间产品和副产品以及冰片三类，是我国最大的松节油深加工企业。2009 年公司产能的综合利用率达到 129.98%，其中合成樟脑产量 7000 吨，占国内产量的 45.45%，占全球产量的 28.11%。
- **合成樟脑系列产品需求旺盛。**合成樟脑及其系列产品占公司收入的 89.92%，其下游香料、医药及医药中间体、功能材料、日用品化学、农用化学需求旺盛。过去 5 年合成樟脑的需求达到了年均 13.93% 的增速，预计到 2012 年市场需求将达到 4 万吨，不考虑新增产能供需缺口将达到 1.5 万吨。
- **竞争优势。**公司是业内龙头企业，对产品价格具有较强的议价能力；受益于技术优势，公司合成樟脑的吨成本要低于行业平均水平 600-1000 元；公司建立了完善的原材料供应和采购体系，从而保障公司原材料供给充足。
- **募投项目分析。**近三年，公司的综合产能利用率都在 100.00% 以上，目前已接近极限水平。公司此次募集资金主要用于扩大公司现有产品产能和延伸公司产业链，从而解决一直困扰公司发展的产能瓶颈问题。公司各主要产品在市场供不应求，供需缺口在 30% 以上，我们认为新增产能、产品销售压力不大。
- **盈利预测与投资建议。**中小企业板块精细化工子行业企业 2010 年动态 PE 为 41.98 倍，创业板已上市化工及其相关企业 2010 年动态 PE 为 56.31 倍。基于对创业板上市公司的估值分析，我们最终给予青松股份 2010 年 30-35 倍市盈率，对应的合理价值区间为 18.60-21.70 元，公司发行价为 23.00 元，建议谨慎申购。
- **值得关注的事件。**松节油的价格走势、公司募投项目的进展、公司与世界前十大香精生产商的合作进展。
- **风险提示。**原材料供应不足风险、原材料价格大幅上升的风险、人民币大幅升值影响公司出口的风险以及核心技术流失风险。

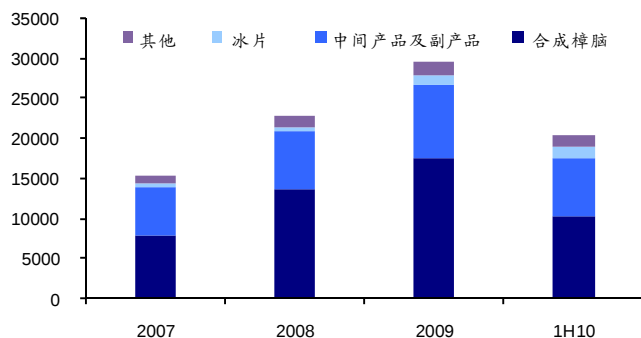
1. 青松股份简介

青松股份主要从事松节油深加工系列产品的研发、生产和销售，属于化工行业中精细化工子行业。公司的松节油年深加工能力 1.2 万吨，是我国最大的松节油深加工企业。

目前公司的主营产品包括合成樟脑、合成樟脑中间产品及副产品以及冰片三类，公司拥有合成樟脑产能 5000 吨、合成樟脑中间产品及副产品总产能为 10500 吨、冰片产能 200 吨。2009 年公司产能的综合利用率达到 129.98%，其中合成樟脑产量 7000 吨，占国内总产量的 45.45%，占全球总产量的 28.11%。

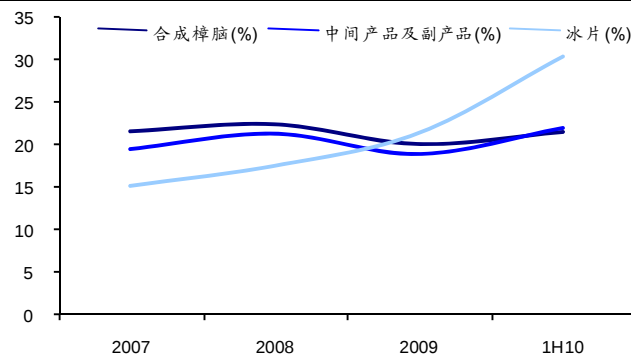
2009 年，公司实现营业收入和营业利润分别为 29440.88 万元、3012.86 万元，近三年营业收入和营业利润的复合增长率均为 41.64%。2009 年，作为公司核心主打产品的合成樟脑及其中间产品、副产品，分别贡献了 89.82%的收入和 92.64%的毛利。从图 2 来看，公司的合成樟脑系列产品的毛利率稳定在 20.00%左右，冰片产品的毛利率不断提升到 2010 年上半年的 30.37%。

图 1 青松股份 2007-1H10 年主营业务收入结构



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

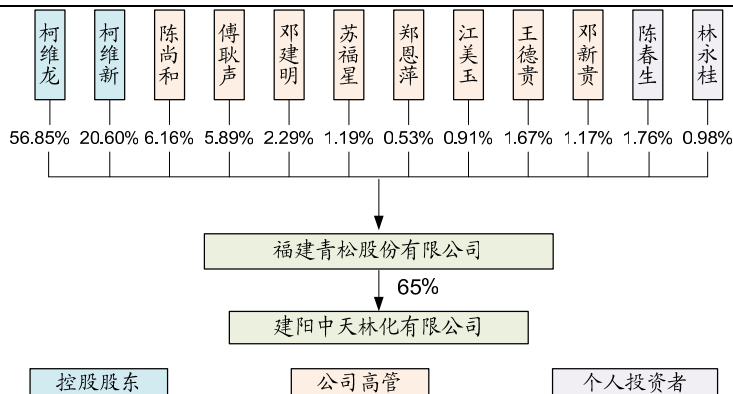
图 2 2007-1H10 青松股份主要产品毛利率 (%)



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

股权结构。青松股份本次发行前总股本为 5000 万股，本次拟发行 1700 万股，发行后公司总股本为 6700 万股。公司的控股股东和第二大股东为柯维龙、柯维新兄弟，发行前两者分别持有公司 56.85%和 20.60%的股份，发行后两者仍合计持有公司 57.80%的股份，处于绝对控股地位，董事长柯维龙先生为公司实质控制人。

图 3 青松股份股权结构图



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

表 1 青松股份 IPO 前后股权结构

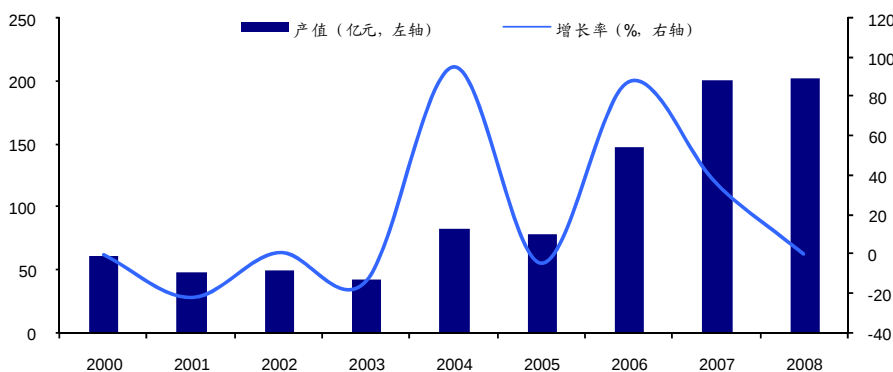
股东类别	本次发行前		本次发行后	
	股数 (万股)	比例 (%)	股数 (万股)	比例 (%)
一、有限售条件流通股	5000.00	100.00	5000.00	74.63
柯维龙	2842.70	56.85	2842.70	42.43
柯维新	1029.97	20.60	1029.97	15.37
陈尚和等 8 名高管	990.41	19.81	990.41	14.78
陈春生等 2 名个人投资者	136.94	2.74	136.94	2.04
二、本次发行流通股			1700.00	25.37
合计	5000.00	100.00	6700.00	100.00

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

2.松节油深加工产品供不应求

林产化工行业以森林资源为基础，利用各种工业和生物技术生产高质量、多品种、专用或多功能的林产化学品，通过对可再生资源的循环利用，不断提升林产品的附加值，符合国家林业产业结构调整的方向。2000 年以来我国林产化工行业生产总值从 61 亿元增长到 2008 年的 202 亿元，年复合增长率达到 16%以上。

图 4 2000-2008 年我国林产化工行业生产总值变化趋势图



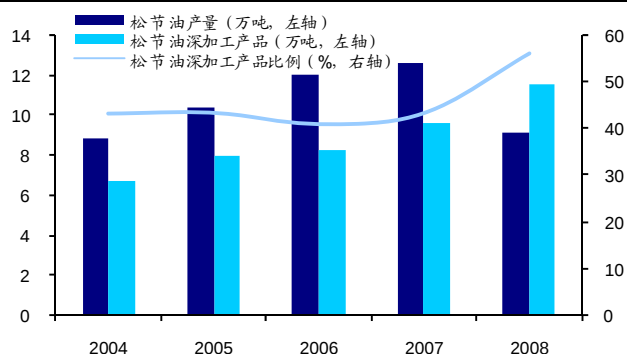
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

松节油深加工属于精细化工子行业，同时也是林产化工行业的最主要产品。松节油是由松科松属植物分泌的松脂经过蒸馏得到的挥发物，是由萜烯类化合物组成的液体混合物，具有活泼的化学反应性能和独特的芳香气味，是重要的天然化工原料。松节油有脂松节油、硫酸盐松节油、木松节油和干馏松节油四种，其中只有脂松节油和硫酸盐松节油具有大规模工业化应用价值。全球脂松节油产量约 10-15 万吨，我国产量约 9-11 万吨，是脂松节油主产国，其产品与硫酸盐松节油产品不存在直接竞争。

2.1 松节油产业“加工链条逐渐延长，深加工产品比例不断上升”

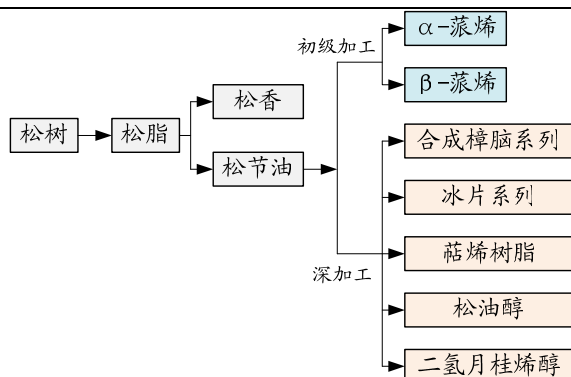
我国松节油主要用于出口或作为国内松节油深加工企业的原料，过去我国松节油多以直接出口为主，随着我国松节油深加工企业的发展壮大以及松节油出口退税率的下调，松节油的直接出口量逐年减少，从 2000 年的 1.87 万吨减少到 2008 年的 0.53 万吨。松节油深加工产品主要有合成樟脑系列、冰片系列、萜烯树脂、松油醇以及二氢月桂烯醇，未来我国松节油产品的发展将呈现“产品加工链条逐渐加长，深加工产品比例不断上升”的趋势，产品的附加价值也将随着加工链条的加长而上升。

图 5 我国松节油产品类型发展趋势



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 6 松节油加工产业链图

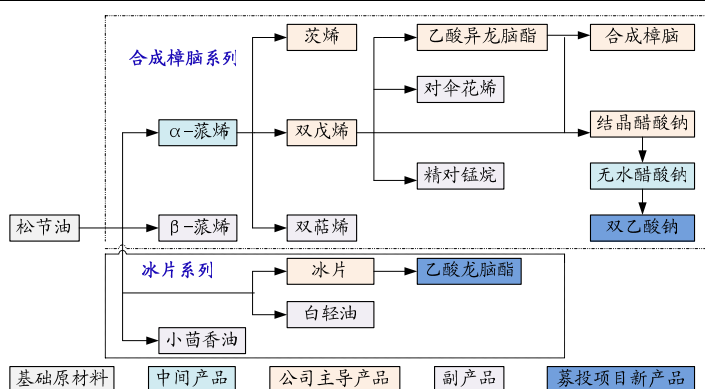


资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

2.2 合成樟脑系列产品需求旺盛，

松节油出发可以合成数百种精细化工产品，下游的应用领域涵盖合成香料、医药及医药中间体、功能材料、日用品化学、农用化学等。青松股份的主营产品包括合成樟脑系列产品及冰片系列产品。

图 7 青松股份产品系列图



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

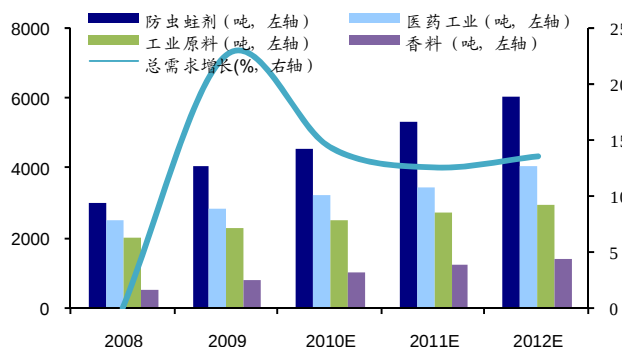
合成樟脑系列包括合成樟脑、茨烯、双戊烯、乙酸异龙脑酯和醋酸钠。其中合成樟脑主要用于防虫蛀剂、医药工业、工业原料以及香料等领域，2009 年全球总产量达到 2.49 万吨。

在防虫剂用原料领域，未来合成樟脑将对毒性较大的二氯苯防虫蛀剂产生替代，在不考虑替代的保守估计下，2012 年该领域对樟脑的需求将从 2008 年的 3000 吨增长到 6000 吨；在医药工业领域，合成樟脑可用做跌打、活血外用膏药以及药用油（水）制剂，在包括十滴水软胶囊、十滴水、复方甘草片、正骨水、中华跌打丸等 13 种中成药中是重要配方成分，预计该领域对樟脑的需求将从 2008 年的 2500 吨增长到 2012 年的 4000 吨；在工业原料和香料领域，对合成樟脑的需求也将从 2008 年的 2500 吨增长到 2012 年的 4300 吨。

此外，由于我国在松树资源和人力成本方面具有比较优势，合成樟脑产品出口的国家地区达 60 多个，出口价格不断攀升，预计未来三年的需求将保持稳定的增长。

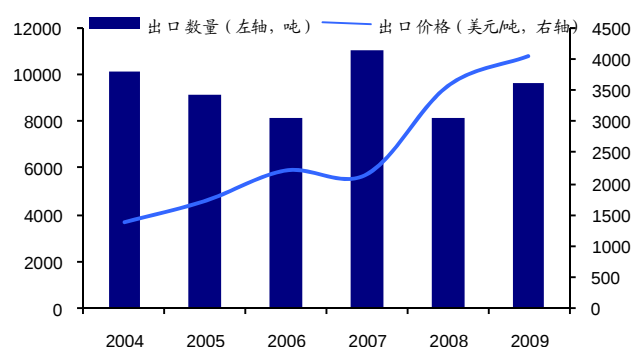
总的来看，过去 5 年合成樟脑的需求达到了年均 13.93% 的增速，预计到 2012 年市场需求将达到 4 万吨，不考虑新增产能供需缺口将达到 1.5 万吨。

图 8 我国合成樟脑市场需求预测



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 9 合成樟脑产品出口数量与价格



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

除了合成樟脑外，还有茨烯、乙酸异龙酯、醋酸钠等不少中间产品与副产品，这些产品的特点是下游用量小，需求总量少，但是几乎没有替代物，需求价格弹性小。

2.3 冰片系列产需缺口超 40%

冰片，又称为龙脑或 2-茨醇，主要来源包括少量的天然冰片以及经松节油或樟脑等物质合成。

合成冰片在国内主要用于中成药生产和合成香料香精，其中中成药生产用量占比超过 90%。随着医药工业对冰片认识的逐渐深入，冰片在临床中的应用逐渐拓展，预计到 2012 年中成药对冰片的需求将达到 2000 吨。此外，由于冰片对人体具有独特的清凉感，随着冰片在沐浴露、洗发露以及护肤品等领域的应用日益广泛，预计 2012 年香料香精工业对冰片的需求也将达到 1200 吨。

预计未来几年冰片的需求将以 15% 以上的速度增长，到 2012 年将达到 3200 吨，2009 年全国冰片产量 1660 吨，按该产量计算，未来将存在 1500 吨产需缺口，产需缺口比例超过 40%。

3. 公司竞争力分析

3.1 龙头地位赋予公司市场定价主导权

公司自成立以来，始终专注于松节油深加工领域，采用了合成樟脑和合成冰片深加工技术路线，并且通过不断改进生产工艺和催化技术，实现了由松节油粗制品等低附加值产品向松节油精细化利用方向发展，从而确立了公司在合成樟脑及其中间产品的市场主导地位，提升了公司的市场定价主导权。即使是在松节油采购价格不断攀升的不利背景下，公司仍然保持了 20% 左右的综合毛利率。

3.2 技术领先奠定成本优势

公司注重科技创新，通过自主研发、联合开发等方式完成了松节油深加工领域的多项科技创新项目。目前，公司的研发费用占销售总额的 2-3% 左右。受益于公司对研发的重视与投入，其合成樟脑的松节油单耗仅为 1.38 吨，显著低于同行的平均水平 1.42-1.45 吨，降低了 600-1000 元的合成樟脑吨生产成本。

为了保持公司的技术研发优势，公司加强与中国林业科学研究院林产化工工业研究所、厦门大学等高校科研单位展开合作，通过观念与体制创新来巩固公司以精细合成技术见长的特点。

3.3 原材料供应稳定

松节油是该行业的唯一原材料，行业供给总量受到自然资源的限制。近年来，我国松节油产量维持在 10 万吨左右，受采脂成本等因素的影响，我国丰富的松树资源尚未得到充分开发，目前仅达到潜在产能的 1/3 左右。

受到供给弹性小的影响，近年松节油采购价节节攀升，公司 2009 年松节油采购量为 1.74 万吨，占全国总量约 15%。为应对原材料采购风险，公司建立完善的采购体系，与国内大型松节油供应商结成了战略联盟，并且不断拓展采购区域，加强与中小型供应商的合作关系，保证原材料的供应。公司还拥有 13 个松节油贮槽，可储备公司目前 7-8 个月生产所需松节油。

此外，在松节油深加工行业，公司还拥有包括资质齐全、质量优异、营销体系卓越等竞争优势，公司未来将持续保持在行业内的领先地位。

4. 募投项目分析

近三年，公司的综合产能利用率都在 100.00%以上，目前已接近极限水平。公司此次公开发行人民币普通股 1700 万股，所募集资金主要用于扩大公司现有产品产能和延伸公司产业链，从而解决一直困扰公司发展的产能瓶颈问题。

表 2 青松股份 IPO 募集资金项目情况

项目名称	预计投资额（万元）
松节油深加工扩建及下游系列产品开发	15903.31
其他与主营业务相关的营运资金	-

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

由于公司产品下游需求旺盛，预计公司各产品未来需求的增长均值 30%以上，产需缺口都在 30.00%以上，因此，我们认为公司新增产能的销售压力不大。预计公司项目全部达产后，公司的年松节油加工能力将达 25000 吨，新增产能年均增加公司销售收入达 32889 万左右，年均增加净利润 4000 万左右，公司未来高速增长可期。

5. 盈利预测及估值

根据海通证券估值模型，我们预计青松股份 2010-2012 年将实现 EPS 分别为 0.62 元、0.78 元和 0.94 元。

由于 A 股中缺乏与公司业务一致的公司，我们选取中小企业板精细化工子行业公司和创业板化工企业进行对比。中小企业板精细化工子行业企业 2010 年动态 PE 为 41.98 倍，创业板已上市化工及其相关企业 2010 年动态 PE 为 56.31 倍。基于对创业板上市公司的估值分析，我们最终给予青松股份 2010 年 30-35 倍市盈率，对应的合理价值区间为 18.60-21.70 元，公司发行价为 23.00 元，建议谨慎申购。

表3 青松股份盈利预测基本假设

合成樟脑		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	万元	7788.16	13518.14	17371.38	21420.00	24800.00	29925.00
主营业务成本	万元	6113.70	10498.19	13897.10	16921.80	19592.00	23640.75
产量	吨	5537.00	6500.00	7152.00	7000.00	8000.00	9500.00
销量	吨	5386.00	6111.00	6953.00	7000.00	8000.00	9500.00
平均价格	元/吨	14460.00	22121.00	24984.00	30600.00	31000.00	31500.00
单位成本	元/吨	11351.10	17179.17	19987.20	24174.00	24490.00	24885.00
毛利率	%	21.50	22.34	20.00	21.00	21.00	21.00
合成樟脑中间产品及其副产品							
主营业务收入	万元	6041.73	7317.23	9074.58	14780.20	15543.60	17607.00
主营业务成本	万元	4865.41	5762.32	7359.48	11528.56	12124.01	13733.46
毛利率	%	19.47	21.25	18.90	22.00	22.00	22.00
冰片系列							
主营业务收入	万元	381.39	437.77	1255.87	2788.00	3060.00	4250.00
主营业务成本	万元	323.57	361.08	987.49	1951.60	2142.00	2975.00
产量	吨	125.00	31.00	229.00	340.00	360.00	500.00
销量	吨	84.00	91.00	176.00	340.00	360.00	500.00
平均价格	元/吨	45403.00	48107.00	71356.00	82000.00	85000.00	85000.00
单位成本	元/吨	38519.91	39678.65	56107.22	57400.00	59500.00	59500.00
毛利率	%	15.16	17.52	21.37	30.00	30.00	30.00
乙酸龙脑酯							
主营业务收入	万元	-	-	-	31.60	80.00	160.00
主营业务成本	万元	-	-	-	25.28	64.00	128.00
产量	吨	-	-	-	20.00	50.00	100.00
销量	吨	-	-	-	20.00	50.00	100.00
平均价格	元/吨	-	-	-	15800.00	16000.00	16000.00
单位成本	元/吨	-	-	-	12640.00	12800.00	12800.00
毛利率	%	-	-	-	20.00	20.00	20.00
双乙酸钠							
主营业务收入	万元	-	-	-	80.00	200.00	400.00
主营业务成本	万元	-	-	-	60.00	150.00	300.00
产量	吨	-	-	-	100.00	250.00	500.00
销量	吨	-	-	-	100.00	250.00	500.00
平均价格	元/吨	-	-	-	8000.00	8000.00	8000.00
单位成本	元/吨	-	-	-	6000.00	6000.00	6000.00
毛利率	%	-	-	-	25.00	25.00	25.00
其他产品							
其他业务收入	万元	1040.66	1313.95	1742.88	2900.00	3753.00	4856.89
其他业务成本	万元	855.45	1317.34	1378.52	2465.00	3190.05	4128.36

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

表 4 青松股份预测利润表(万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	15251.93	22587.10	29444.70	41999.80	47436.60	57198.89
营业成本	12158.13	17938.92	23622.59	32952.24	37262.05	44905.57
综合毛利率	20.28	20.58	19.77	21.54	21.45	21.49
营业税金及附加	46.49	108.60	14.80	105.00	118.59	143.00
销售费用	636.39	750.48	806.67	1154.99	1304.51	1572.97
管理费用	585.95	907.53	1079.19	1574.99	1778.87	2144.96
财务费用	297.60	605.58	823.80	630.00	0.00	0.00
资产减值损失	25.51	-22.29	84.33	0.00	0.00	0.00
营业利润	1501.87	2298.28	3013.32	5582.58	6972.57	8432.40
加: 营业外收入	432.86	14.00	2292.40	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	3.60	66.84	2195.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	1931.13	2245.44	3110.10	5582.58	6972.57	8432.40
减: 所得税	441.80	379.59	349.58	1395.65	1743.14	2108.10
净利润	1489.33	1865.85	2760.51	4186.94	5229.43	6324.30
少数股东损益	0.00	-0.27	-2.55	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有的净利润	1489.33	1866.12	2763.06	4186.94	5229.43	6324.30
基本 EPS (元)	0.22	0.28	0.41	0.62	0.78	0.94

注: 2007-2012EPS 按照发行后的股本计算

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

6. 风险揭示

由于受自然条件限制松节油产量不可能大幅度增加, 公司目前采购了市场上 15.00% 左右的松节油, 新增产能实施后这一比例将达到 20.00% 以上, 而且自 2004 年以来松节油价格节节攀升, 因此公司未来可能面临原材料供应不足影响产能利用率以及原材料价格大幅上升影响公司经营的风险。公司目前的外销收入占主营收入的 35.27%, 倘若人民币大幅升值将给公司经营业绩带来较大的负面影响。此外, 公司的核心技术是公司产品高附加值的体现, 出于保护核心技术的考虑, 公司并没有申请相关专利, 相关技术的流失将对公司产生严重的影响。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

曹小飞：基础化工行业

重点研究上市公司：烟台氨纶、海利得、三维丝、闰土股份、浙江龙盛、传化股份、滨化股份

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。