

分析师： 刘俊 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120002

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

张翔 (8621) 68751310 zhangxiang1@cjsc.com.cn

## 聚焦深加工，扩大产品群，延伸产业链

### 事件描述

青松股份发布 2010 年度，其主要内容为：

- 2010 年营业收入为 4.86 亿元；较 2009 年（2.94 亿元）同比增长 65.20%；净利润为 4241.17 万元，较 2009 年（2762.59 万元）同比增长 53.52%；对应 EPS 为 0.61 元；
- 利润分配预案：以每 10 股派发人民币 3.0 元现金（含税）的股利分红，共计派发现金股利 2010 万元（含税）；同时，以资本公积金向公司全体股东每 10 股转增 8 股；
- 发展战略：开发高附加值的香料和医药中间体、收购兼并上下游企业做大做强松节油深加工。公司提出 2011 年重点发展的产品有樟脑磺酸钠、粘性樟脑与松散型樟脑、松油醇、龙涎酮、试剂级无水醋酸钠等。

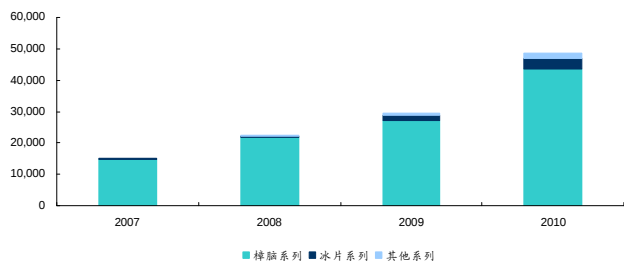
对此，我们有如下点评：

- 公司主营业务收入大幅增长，主要来源于公司松节油下游产品价格大幅提升。其中，樟脑系列和冰片系列同比分别增长 61.92% 和 85.71%；
- 蒎烯收入大幅提升的原因在于量价齐升：因松节油价格提升幅度较高，公司 2010 年蒎烯价格提升近 60%—70%；而 2010 年上半年以来，蒎烯在涂料等领域的应用使得蒎烯需求量大幅提升，公司 2010 年蒎烯销量增速近 120%；
- 公司对未来规划相当明确，募投项目是公司力图往松节油深加工下游发展的实质举措。我们认为公司未来投放新产品及往松节油深加工上游发展的动力明显，“一体化”的产业链结构有助公司进一步抓住机遇，力展宏图；
- 我们预测公司 2011、2012、2013 年年每股收益分别为 1.06、1.54、1.92 元。我们看好公司在松节油深加工领域继续往下游发展的潜力，同时我们认为公司在松节油原材料获取方面具有较强优势，我们认为可以将公司作为“林化工”领域独有的投资标的配置，首次给予公司“推荐”评级。

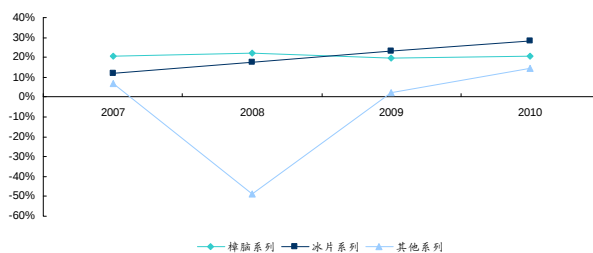
### 事件评论

## 主营业务收入大幅提升，行业景气度持续维持

2010 年营业收入为 4.86 亿元；较 2009 年（2.94 亿元）同比增长 65.20%；净利润为 4241.17 万元，较 2009 年（2762.59 万元）同比增长 53.52%。收入结构中，樟脑系列和冰片系列同比分别增长 61.92% 和 85.71%。

**图 1：公司历年收入结构**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

**图 2：主要产品樟脑和冰片系列毛利率呈上升趋势**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为收入大幅提升的主要原因为：

- 1、 松节油价格近年来逐步提升，公司定价采用稳定毛利率的方式，同时定价周期较短，有效的转嫁了成本上涨的压力。

**图 3：松节油价格逐步攀升**

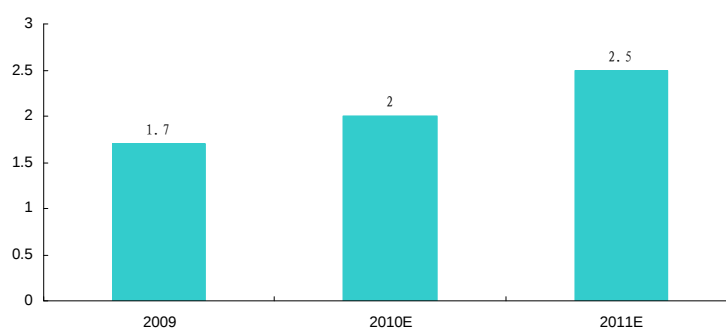

资料来源：长江证券研究部

- 2、 蒎烯超预期：长期以来，蒎烯一直是作为香精香料的原料，例如用来生产乙酸异龙脑酯、樟脑、合成檀香等。而2010年上半年以来，蒎烯在涂料领域的应用使得其需求量增大。根据我们的预测，公司2010年蒎烯收入增长近250%。我们认为随着蒎烯在涂料领域市场的逐步开拓，有望进一步提升需求。

## 公司松节油储量丰富，行业竞争优势明显

公司作为松节油深加工行业的代表，对松节油需求一直较为旺盛。2009年公司共消耗松节油约1.7万吨，而据预测，公司2010、2011年消耗松节油分别将达2万吨、2.5万吨。

**图 4：公司近年来对松节油需求预测**



资料来源：长江证券研究部

在松节油采购方面，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大供应商均与公司合作多年，其中5家供应商与公司签订了独家供应战略合作协议；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%。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。

除此之外，公司在主产区建立众多大型储油罐，共计具备8,000吨的松节油储备能力，在松节油供应较为充足期间也会储备约3000-4000吨的量；我们认为公司这赋予公司平衡松节油价格上升及采购量变化的能力。

**表 1: 国内樟脑生产厂商 2008 年产能及产量统计**

| 企业名称                          | 企业前身          | 设计产能（吨） | 2008 实际产量（吨） |
|-------------------------------|---------------|---------|--------------|
| 福建青松股份有限公司                    | 建阳市青松化工有限公司   | 5000    | 6300         |
| 苏州合成化工有限公司                    | 苏州合成化工厂       | 5000    | 3500         |
| 上海华谊集团华原化工有限公司                | 上海桃浦化工厂       | 5000    | 3000         |
| 上海金鹿化工有限公司                    |               |         |              |
| 广州黄埔化工有限公司                    | 广州黄埔化工厂       | 2000    | 2000         |
| 德庆天利化工有限公司                    | 德庆县林产化工厂      | 2000    | 1500         |
| 新洲（武平）林化有限公司                  | 武平县林产化工厂      | 2000    | 0            |
| 嘉兴市中华化工有限责任公司                 | 嘉兴市中华化工总厂     | 2000    | 0            |
| 梧州松脂股份有限公司                    | 广西梧州松脂厂       | 不详      | 0            |
| 四川省泸州北方医药辅料有限公司               | 泸州化工厂医药辅料分厂   | 不详      | 0            |
| 怀集县长林化工有限责任公司                 | 怀集县林产化工股份有限公司 | 1500    | 0            |
| 无锡华贸化工有限公司                    | 无锡华贸化工有限公司    | 不详      | 0            |
| 小计                            |               | 24500   | 16300        |
| Camphor&Allied Products LTD   |               | 3500    | 3000         |
| Dujodwala Resins&Terpenes LTD |               | 1200    | 1200         |
| Kanchi Karpooram Ltd          |               | 2000    | 2000         |
| Sapthagiri Camphor Ltd        |               | 1150    | 1150         |
| 小计                            |               | 7850    | 7350         |
| 总计                            |               | 32350   | 23650        |

资料来源：长江证券研究部

**表 2: 国内主要冰片厂商产能统计**

| 省区 | 企业          | 主要林化产品  | 2009 产能（吨/年） |
|----|-------------|---------|--------------|
| 广东 | 广州黄埔化工有限公司  | 樟脑、冰片   | 500          |
| 广东 | 德庆县银龙实业有限公司 | 松香树脂、冰片 | 200          |

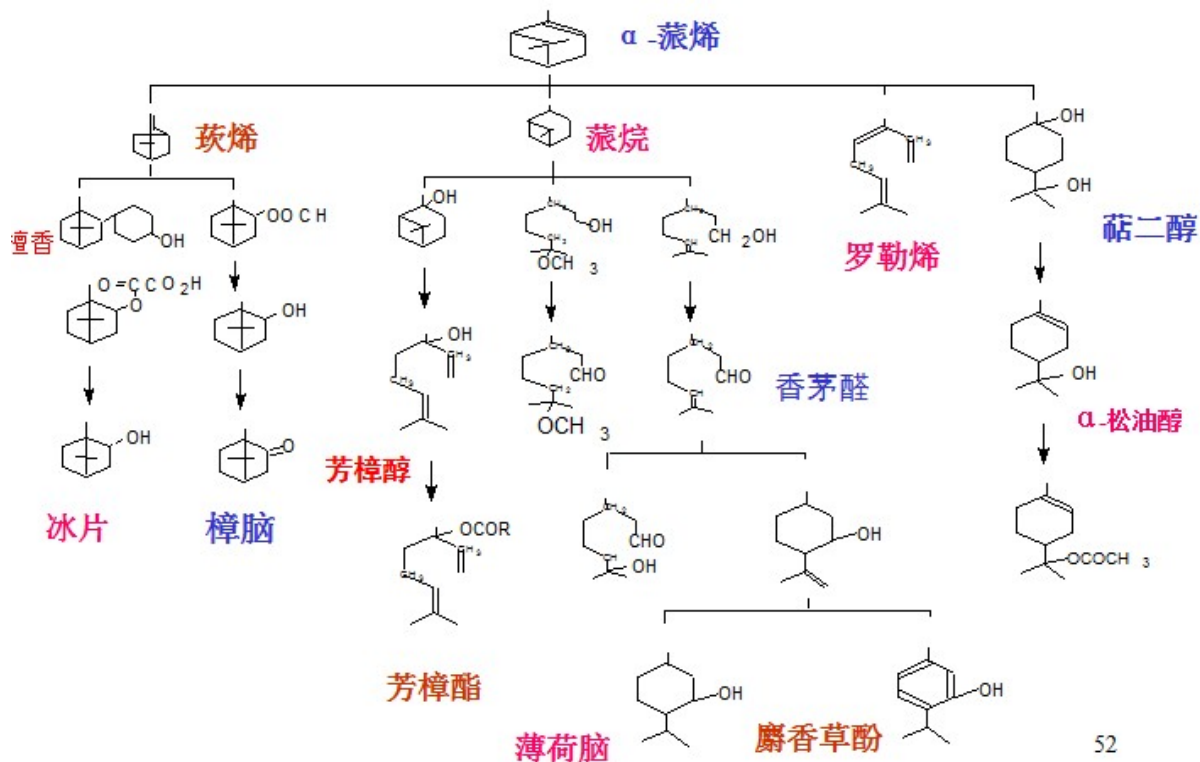
|    |                |          |      |
|----|----------------|----------|------|
| 湖南 | 株洲松木林化有限公司     | 松香树脂、冰片  | 350  |
| 福建 | 建阳市青松化工有限公司    | 樟脑、冰片    | 300  |
| 云南 | 云南省普洱市林缘香料有限公司 | 冰片       | 1000 |
| 四川 | 四川青神康华制药有限公司   | 冰片       | 350  |
| 安徽 | 安徽省铜陵冰片厂       | 冰片       | 60   |
| 辽宁 | 营口飞龙制药厂        | 冰片       | 100  |
| 河北 | 河北安国茶花药业有限公司   | 冰片       | 200  |
| 浙江 | 浙江正荣香料有限公司     | 松香、蒎烯和冰片 | 250  |
| 合计 |                |          | 3310 |

资料来源：长江证券研究部

## 公司逐步往松节油深加工下游发展，盈利能力有望逐步扩大

松节油深加工产品较为丰富，并且，随着产业链逐步向下发展，盈利能力逐步提升。公司募集资金项目，主要是往下游发展，例如冰片、乙酸龙脑酯等产品盈利能力均优于现有产品。我们认为随着公司靠近产业链下端的产品逐步投产，公司盈利能力空间有望进一步提升。

图 5：松节油深加工部分产品



资料来源：长江证券研究部

表 3：公司产能及未来扩产后产能统计

| 产品名  |          | 原有产能 | 新增产能 | 扩建后产能 |
|------|----------|------|------|-------|
| 合成樟脑 | 合成樟脑     | 5000 | 5000 | 10000 |
| 系列   | 乙酸异龙脑酯   | 1500 | 2500 | 4000  |
|      | 中间产品 蒎烯  | 1500 | 1500 | 3000  |
|      | 副产物 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  |
|      | 双萜烯   | 200  | 300  | 500  |
|      | 冰片    | 200  | 300  | 500  |
|      | 乙酸龙脑酯 |      | 200  | 200  |
|      | 白轻油   | 220  | 330  | 550  |
|      | 溶剂油   | 150  | 400  | 550  |
|      | 小茴香油  | 3    | 8    | 11   |
| 冰片系列 | 重油    |      | 50   | 50   |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 盈利预测

我们预测公司 2011、2012、2013 年年每股收益分别为 1.06、1.54、1.92 元。我们看好公司在松节油深加工领域继续往下游发展的潜力，同时我们认为公司在松节油原材料获取方面具有较强优势，我们认为可以将公司作为“林化工”领域独有的投资标的配置，首次给予公司“推荐”评级。

**财务报表及指标预测**

| 利润表 (百万元)          |       |       |       |       | 资产负债表 (百万元)    |            |            |             |             |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|----------------|------------|------------|-------------|-------------|
|                    | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |                | 2010A      | 2011E      | 2012E       | 2013E       |
| 营业收入               | 486   | 748   | 1020  | 1274  | 货币资金           | 334        | 426        | 277         | 280         |
| 营业成本               | 383   | 594   | 805   | 1006  | 交易性金融资产        | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 毛利                 | 104   | 154   | 215   | 269   | 应收账款           | 37         | 75         | 204         | 255         |
| % 营业收入             | 21.3% | 20.5% | 21.0% | 21.1% | 存货             | 128        | 89         | 121         | 151         |
| 营业税金及附加            | 2     | 3     | 4     | 5     | 预付账款           | 66         | 59         | 81          | 101         |
| % 营业收入             | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 其他流动资产         | 11         | 17         | 23          | 28          |
| 销售费用               | 11    | 22    | 31    | 38    | <b>流动资产合计</b>  | <b>577</b> | <b>667</b> | <b>705</b>  | <b>815</b>  |
| % 营业收入             | 2.3%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  | 可供出售金融资产       | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 管理费用               | 25    | 30    | 41    | 51    | 持有至到期投资        | 0          | 0          | 0           | 0           |
| % 营业收入             | 5.1%  | 4.0%  | 4.0%  | 4.0%  | 长期股权投资         | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 财务费用               | 12    | 6     | 4     | 6     | 投资性房地产         | 0          | 0          | 0           | 0           |
| % 营业收入             | 2.6%  | 0.8%  | 0.4%  | 0.4%  | 固定资产合计         | 111        | 147        | 214         | 293         |
| 资产减值损失             | 0     | 0     | 0     | 0     | 无形资产           | 12         | 11         | 11          | 10          |
| 公允价值变动收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 商誉             | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 投资收益               | 0     | 0     | 0     | 0     | 递延所得税资产        | 1          | 0          | 0           | 0           |
| 营业利润               | 53    | 92    | 135   | 169   | 其他非流动资产        | 39         | 89         | 164         | 223         |
| % 营业收入             | 10.9% | 12.4% | 13.3% | 13.3% | <b>资产总计</b>    | <b>739</b> | <b>914</b> | <b>1094</b> | <b>1341</b> |
| 营业外收支              | 1     | 2     | 2     | 2     | 短期贷款           | 84         | 0          | 0           | 45          |
| 利润总额               | 55    | 94    | 137   | 171   | 应付款项           | 13         | 119        | 161         | 201         |
| % 营业收入             | 11.2% | 12.6% | 13.5% | 13.4% | 预收账款           | 1          | 4          | 7           | 10          |
| 所得税费用              | 12    | 24    | 34    | 43    | 应付职工薪酬         | 3          | 1          | 1           | 1           |
| 净利润                | 42    | 71    | 103   | 128   | 应交税费           | -2         | 7          | 10          | 13          |
| 归属于母公司所有者          |       |       |       |       | 其他流动负债         | 7          | 80         | 108         | 135         |
| 的净利润               | 42.4  | 70.8  | 103.1 | 128.5 | <b>流动负债合计</b>  | <b>107</b> | <b>211</b> | <b>287</b>  | <b>406</b>  |
| 少数股东损益             | 0     | 0     | 0     | 0     | 长期借款           | 92         | 92         | 92          | 92          |
| EPS (元/股)          | 0.63  | 1.06  | 1.54  | 1.92  | 应付债券           | 0          | 0          | 0           | 0           |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |       |       |       |       | 递延所得税负债        | 0          | 0          | 0           | 0           |
|                    | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 其他非流动负债        | 11         | 11         | 11          | 11          |
| 经营活动现金流净额          | -33   | 282   | 17    | 131   | <b>负债合计</b>    | <b>209</b> | <b>313</b> | <b>390</b>  | <b>509</b>  |
| 取得投资收益             | 0     | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司         | 528        | 599        | 702         | 831         |
| 收回现金               |       |       |       |       | 所有者权益          |            |            |             |             |
| 长期股权投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益         | 2          | 2          | 2           | 2           |
| 无形资产投资             | 12    | 0     | 0     | 0     | <b>股东权益</b>    | <b>530</b> | <b>601</b> | <b>704</b>  | <b>832</b>  |
| 固定资产投资             | 0     | -100  | -162  | -167  | <b>负债及股东权益</b> | <b>739</b> | <b>914</b> | <b>1094</b> | <b>1341</b> |
| 其他                 | -38   | 0     | 0     | 0     | <b>基本指标</b>    |            |            |             |             |
| 投资活动现金流净额          | -26   | -100  | -162  | -167  |                | 2010A      | 2011E      | 2012E       | 2013E       |
| 债券融资               | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS            | 0.633      | 1.057      | 1.539       | 1.917       |
| 股权融资               | 0     | 0     | 0     | 0     | BVPS           | 7.91       | 8.97       | 10.50       | 12.42       |
| 银行贷款增加 (减少)        | 42    | -84   | 0     | 45    | PE             | 55.26      | 33.09      | 22.73       | 18.24       |
| 筹资成本               | -12   | -6    | -4    | -6    | PEG            | 1.24       | 0.74       | 0.51        | 0.41        |
| 其他                 | 345   | 0     | 0     | 0     | PB             | 4.42       | 3.90       | 3.33        | 2.82        |
| 筹资活动现金流净额          | 374   | -90   | -4    | 40    | EV/EBITDA      | 33.33      | 17.82      | 13.50       | 10.79       |
| 现金净流量              | 315   | 92    | -149  | 3     | ROE            | 8.0%       | 11.8%      | 14.6%       | 15.4%       |

## 分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊，武汉大学经济学硕士。

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工        | 电话              | E-mail                             |
|-----|-----------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管       | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理   | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@cjsc.com.cn     |

## 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场  
中 性： 相对表现与市场持平  
看 淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%  
谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间  
中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间  
减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%  
无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。