

巩固原市场，拓展新领域，迎接高成长

报告要点

■ 收购亚细亚化工，进入医药中间体领域，盈利能力将大幅提升

在收购亚细亚化工后，公司将能够将其产业链延伸至下游医药中间体领域，市场空间更为广阔，毛利率也将大幅提升。目前，亚细亚化工仍在继续扩产中，并且有众多医药中间体储备，预计在被收购后将陆续开始建设。我们预计，亚细亚化工 2011-2013 年净利润每年增长 30%，那么其对青松股份每股收益的贡献可达 0.45、0.58 和 0.75 元。

■ 公司与松节油厂商签署独家供应协议，能够获得稳定足够的松节油资源

公司已经与 5 家松节油供应商签署独家供应协议，这 5 家可以供给松节油 15000 吨，占公司需求量的 70% 以上；公司另有 2 家供应商意向供应 5400 吨松节油。这 7 家供应商可以松节油超过 2 万吨，占公司 2011 年松节油需求量的 80% 左右。

■ 我们看好并推荐青松股份

我们预计，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.06、1.46、1.82 元，考虑到本次拟收购的亚细亚化工 2011-2013 年贡献 EPS 为 0.45、0.58 和 0.75 元，我们预计，2011-2013 年，公司 EPS 可达 1.51、2.04 和 2.57 元。公司目前股价 37.03 元，对应 2011-2013 年业绩的市盈率分别为 25、18 和 14 倍。我们看好青松股份成长性，维持对公司的“推荐”评级。

■ 风险因素

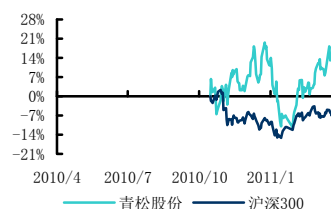
公司对张家港亚细亚化工的收购存在不确定性；IPO 募投项目进度存在低于我们预期可能性。

当前股价：37.03
材料行业评级：中性

公司基本数据 2011.4.8

总股本(万股)	6700
流通 A 股/B 股(万股)	1700/0
资产负债率	28.33%
每股净资产(元)	7.91
市盈率(当前)	58.50
市净率(当前)	4.68
12 个月内最高/最低价	38.09/26.50

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

分析师：

刘俊
(8621) 68751310
fengxt@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490510120002
联系人：
冯先涛/张翔
(8621) 68751310
fengxt@cjsc.com.cn/zhangxiang1@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	486	748	967	1208
增长率(%)	65%	54%	29%	25%
归属母公司所有者净利润(百万元)	42.4	70.8	97.7	121.9
增长率(%)	54%	67%	38%	25%
每股收益(元)	0.63	1.06	1.46	1.82
净资产收益率(%)	8.0%	11.8%	14.0%	14.9%
每股经营活动现金流(元)	0.40			

正文目录

我们的观点	4
公司是国内松节油深加工龙头企业	4
收购亚细亚化工，进入医药中间体领域，盈利能力大幅提升	4
公司与松节油厂商签署独家供应协议，并拥有大型储油罐，可以保障松节油供应	4
公司能够完全转嫁成本上涨压力，并在原料上涨中收益	4
未来继续延伸产业链，进入香料香精领域	4
我们看好并推荐青松股份	5
风险因素	5
松节油深加工：下游需求旺盛，松节油资源获取成为核心	6
松节油深加工：下游产品群多达 200 余种	6
香精香料的广阔空间为松节油深加工插上腾飞翅膀	6
上游松节油原料：深加工的起点	7
上下游相互作用背景下，松节油深加工企业的发展路径	9
青松股份：松节油深加工的龙头	10
公司是松节油深加工的龙头企业，合成樟脑全球市场份额达 25%	10
主营业务收入大幅提升，行业景气度持续维持	11
公司产品间关联度高，未来发展具有稳定器	11
核心看点之一：收购医药中间体企业，成功实现转型	12
收购亚细亚化工，成功进入医药中间体领域	12
亚细亚化工：小而精的医药中间体企业	12
核心看点之二：松节油供给有保障	13
松节油涨价的大背景	13
独特的松节油采购模式为公司带来竞争优势	13
大型储油罐保障储量丰富	14
核心看点之三：在下游需求旺盛的大背景下，成本完全转嫁	15
青松股份毛利率相当稳定	15
中怡精细化工毛利率稳定印证了松节油深加工产业的旺盛程度	15
核心看点之四：往松节油深加工下游发展，盈利能力有望逐步扩大	16
我们看好并推荐青松股份	18

图表目录

图 1: 松节油深加工图	6
图 2: 全球香精香料市场 2014 年将达 235 亿美元	6
图 3: 全球香精香料市场分布	7
图 4: 全国松脂产量分布	7
图 5: 全球 90 年代松节油产量图	8
图 6: 我国松节油出口量呈明显下降趋势	8
图 7: 公司历年收入结构	11
图 8: 亚细亚化工	12
图 9: 松节油价格逐步攀升	13
图 10: 四省农村人口平均收入	13
图 11: 人均收入增速在 2001 年后再次提速	13
图 12: 青松股份收入及毛利率	15
图 13: 青松股份分产品收入及毛利率	15
图 14: 中怡精细化工收入及毛利率	15
图 15: 中怡精细化工净利润及净利率	15
图 16: 松节油深加工部分产品	16
图 17: 青松股份收入及毛利率预测	18
图 18: 青松股份净利润及净利率预测	18
 表 1: 国内樟脑生产厂商 2008 年产能及产量统计	10
表 2: 国内主要冰片厂商产能统计	10
表 3: 独家供应商及供应量	14
表 4: 全球松香及松节油深加工市场容量	16
表 5: 公司产能及未来扩产后产能统计	16
公司财务报表及指标预测	19

我们的观点

公司是国内松节油深加工龙头企业

青松股份主要从事松节油深加工，主要产品为合成樟脑和冰片。公司是国内合成樟脑的龙头企业，目前产能为 5000 吨/年，2010 年产销量已经超过 7000 吨。同时，公司 IPO 项目拟建设 5000 吨樟脑产能/年，未来产能将扩大到 10000 吨（实际产量最高可达 14000 吨）。此外，公司原有冰片产能 200 吨，扩产后将达 500 吨；公司在 2009 年获得冰片 GMP 认证，未来将逐步发展药用冰片业务。

收购亚细亚化工，进入医药中间体领域，盈利能力大幅提升

在收购亚细亚化工后，公司将能够将其产业链延伸至下游医药中间体领域，市场空间更为广阔，毛利率也将大幅提升。根据公司公告的数据，亚细亚化工 2010 年营业收入 9367.37 万元，相当于青松股份 2010 年收入（48637 万元）的 19.26%；净利润 2295.91 万元，相当于青松股份 2010 年净利润（4241.17 万元）的 54.13%，增加每股收益 0.34 元；销售净利率达 24.51%，远超青松股份 2010 年的销售净利率（8.72%）。

目前，亚细亚化工仍在继续扩产中，并且有众多医药中间体储备，预计在被收购后将陆续开始建设。我们预计，亚细亚化工 2011-2013 年净利润每年增长 30%，那么其对青松股份每股收益的贡献可达 0.45、0.58 和 0.75 元。

公司与松节油厂商签署独家供应协议，并拥有大型储油罐，可以

保障松节油供应

作为松节油深加工产业链的起点，松节油全球供给偏紧，很多厂商因为缺乏松节油原料而停产，并且价格不断上涨。根据我们的测算，公司 2010 和 2011 年松节油的需求量分别达 2 万吨和 2.5 万吨，占全球松节油产量的 20% 左右。

青松股份能够获得稳定的松节油供应，并且能够执行比市场价格略低的价格。公司已经与 5 家松节油供应商签署独家供应协议，这 5 家可以供给松节油 15000 吨，占公司需求量的 70% 以上；公司另有 2 家供应商意向供应 5400 吨松节油。这 7 家供应商可以松节油超过 2 万吨，占公司 2011 年松节油需求量的 80% 左右。

除此之外，公司在主厂区建立众多大型储油罐，具备 8000 吨的松节油储备能力，可供公司使用 4-5 个月；在松节油供应较为充足期间也有 3000-4000 吨的松节油储备。

公司能够完全转嫁成本上涨压力，并在原料上涨中收益

由于公司下游产品需求旺盛，公司产品占其下游成本很低，从历史上看，公司基本能够完全转嫁松节油上涨压力，并在原料上涨中受益。在松节油涨价幅度超过 400% 的大背景下，青松股份和中怡精细化工（香港上市公司）的毛利率都处于相对稳定状态。

未来继续延伸产业链，进入香料香精领域

松节油深加工产品非常丰富，并且随着产业链逐步向下发展，盈利能力逐步提升。公司通过收购张家港亚细亚化工进入医药中间体领域，未来还将进入香料香精领域，市场容量更大。

2009 年全球香精香料的销售额达到 200 亿美元，预计到 2014 年全球香精香料总销售额将达 235 亿美元（其中香精约占 41%，香料约占 35%，芳香油和芳香化学品各占 12%）。公司未来高成长可期。

我们看好并推荐青松股份

我们预计，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.06、1.46、1.82 元，考虑到本次拟收购的亚细亚化工 2011-2013 年贡献 EPS 为 0.45、0.58 和 0.75 元，我们预计，2011-2013 年，公司 EPS 可达 1.51、2.04 和 2.57 元。公司目前股价 37.02 元，对应 2011-2013 年业绩的市盈率分别为 25、18 和 14 倍。我们看好青松股份成长性，维持对公司的“推荐”评级。

风险因素

公司对张家港亚细亚化工的收购存在不确定性；IPO 募投项目进度存在低于我们预期可能性。

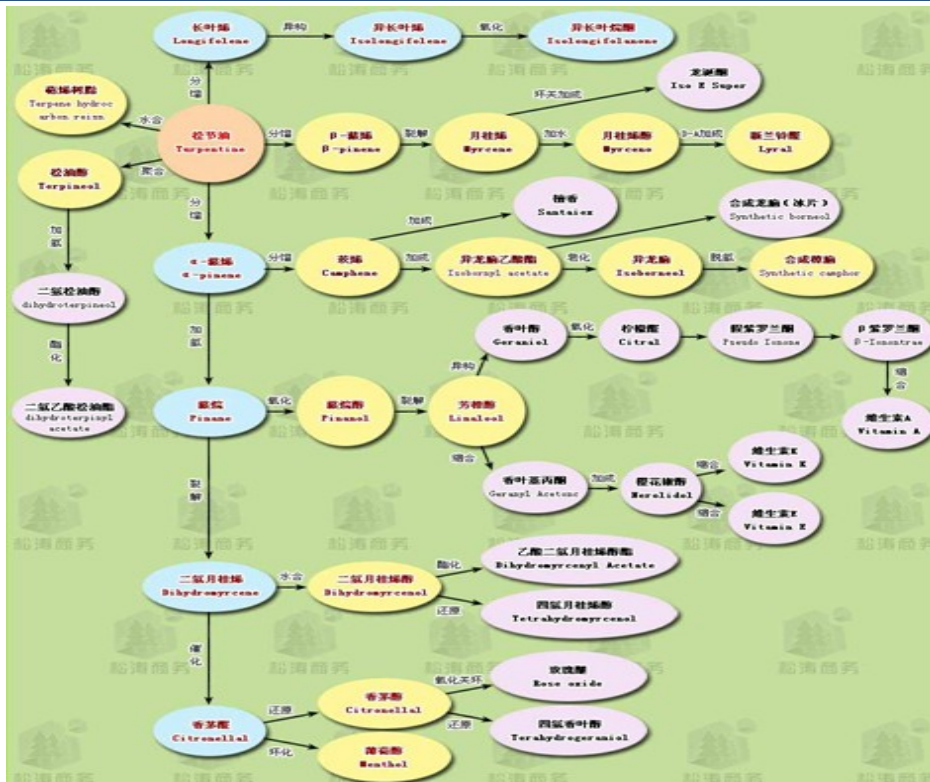
松节油深加工：下游需求旺盛，松节油资源获取成为核心

松节油深加工整个产业的起点是原材料脂松节油；松节油深加工产品目前已在医药、香精香料、日化、农药、轻工、电子、汽车、食品等数十个行业得到广泛应用；特别是在医药及医药中间体、合成香料原料和农用化学品中间体领域，松节油深加工产品具有不可替代的作用，成长空间广阔。

松节油深加工：下游产品群多达 200 余种

我国松节油总产量中只有 40% 经过深加工，有近 60% 未经加工直接使用；深加工水平低于世界平均水平。而根据统计，松节油通过深加工，可以得到近 200 种产品，除用于香精香料等领域，还可以用于医药、农药、新型材料等领域。

图 1：松节油深加工图

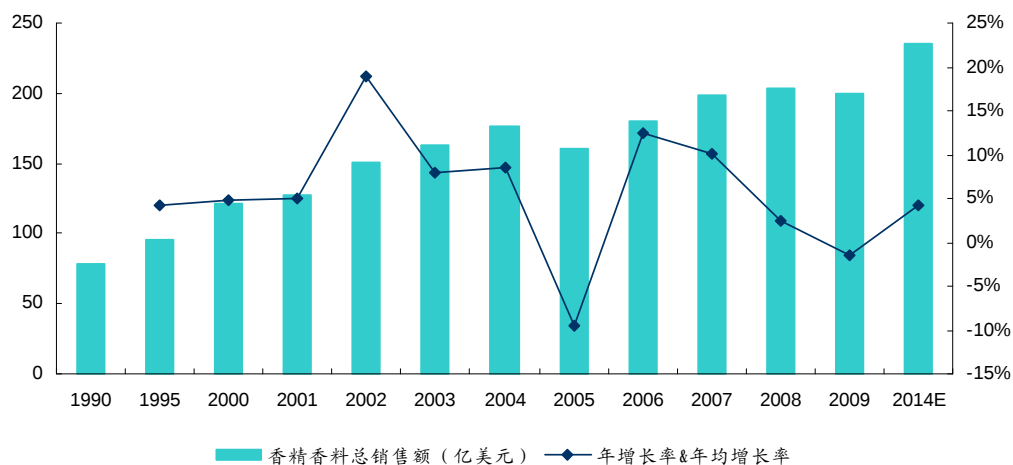


资料来源：长江证券研究部

香精香料的广阔空间为松节油深加工插上腾飞翅膀

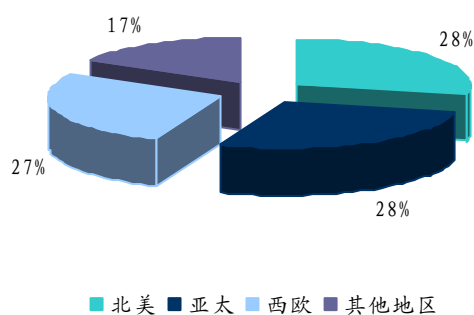
1990 年，全球合成香料和食用、日用香精的总销售额为 78 亿美元；1995 年则发展到 96 亿美元；2000 年达到 121 亿美元；2009 年全球香精香料的销售额达到 200 亿美元；预计到 2014 年全球香精香料总销售额将达 235 亿美元（其中香精约占 41%，香料约占 35%，芳香油和芳香化学品各占 12%）。

图 2：全球香精香料市场 2014 年将达 235 亿美元



资料来源：Morgan Stanley，长江证券研究部

图 3: 全球香精香料市场分布



资料来源：长江证券研究部

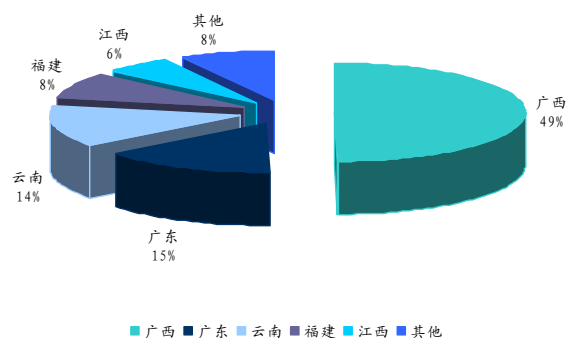
上游松节油原料：深加工的起点

作为松节油深加工的起点，脂松节油获取的唯一路径是从松脂的收割量中分离出来，在产量方面具有最大限额。

松节油供给难以大幅提升

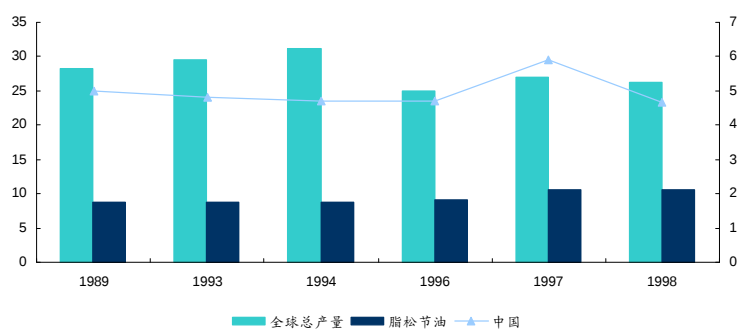
林产资源由于具有生长周期的特点，难以在短期内大幅提升供应量。从全球的角度来看，脂松节油产量变化较小，尤其是近十年来，呈现轻微下降的趋势。中国松节油产量同样呈现上述特点，目前，中国供应了全球 50% 的脂松节油。

图 4: 全国松脂产量分布



资料来源：长江证券研究部

图 5: 全球 90 年代松节油产量图

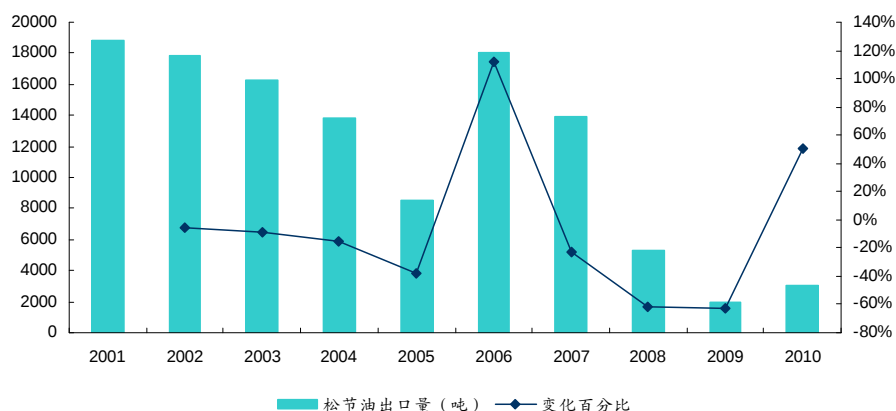


资料来源：长江证券研究部

资源的稀缺性，导致国产松节油逐步改为自用

作为天然资源，松节油供需不平衡的趋势越来越明显。中国一直是全球最大的脂松节油产出国，近年来中国松节油出口呈明显下降趋势，将出口改为自用的趋势相当明显。

图 6: 我国松节油出口量呈明显下降趋势



资料来源：长江证券研究部

上下游相互作用背景下，松节油深加工企业的发展路径

具备松节油资源或者具备独特松节油供应模式的公司具有长远竞争力

我们认为在松节油资源相对紧张的大背景下，具备充足松节油供应的企业较其他竞争对手具有明显优势。从目前松节油深加工厂商采购松节油的情况来看，主要分为两种：一种是利用自身渠道从农户手中收购松脂松节油；另一种是通过经销商。

尽管直接收购农户资源可能相对较为安全，但是考虑到松节油资源的分散性，我们认为在需求量特别大的情况下，直接收购显得不够现实。在松节油成为卖方市场的背景下，同经销商进行长期合作是一个较为实际的方法。部分厂商因为需求量大，同经销商签订独家供货协议的模式会更有保障

具有超强成本转嫁能力的企业受益

我们认为在下游需求旺盛，供应相对紧缺的背景下，松节油深加工企业均具有一定的成本转嫁能力。细分到产品，我们认为供给严重失衡的产品转嫁能力更强，会受益于原材料的涨价。同时，在这些产品中，龙头企业因为掌握着谈判权，因此同下游客户沟通价格的能力更强。

沿产业链深发展，开拓β系列产品

我们看好松节油深加工产业链。从松节油深加工往下走，存在两条路线：α系列和β系列。β系列很多产品直接用于医药及香精香料领域。附加值高，具备生产能力的厂商较少。此外，沿β系列往下走，可以开发出很多医药中间体及原料。未来β系列前景一片光明。

青松股份：松节油深加工的龙头

公司是松节油深加工的龙头企业，合成樟脑全球市场份额达 25%

青松股份从事松节油深加工，代表产品为合成樟脑和冰片。公司是国内合成樟脑的龙头企业，目前产能为 5000 吨，2009 年产量达 7000 吨左右。同时，公司募集资金建设 5000 吨樟脑产能，未来产能将扩大到 10000 吨（实际产量最高可达 14000 吨）。此外，公司原有冰片产能 200 吨，扩产后将达 500 吨；同时公司在 2009 年获得冰片 GMP 认证，未来将逐步发展药用冰片业务。

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

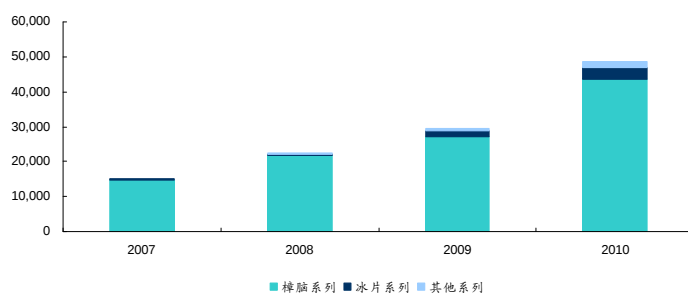
浙江	浙江正荣香料有限公司	松香、蒎烯和冰片	250
合计			3310

资料来源：长江证券研究部

主营业务收入大幅提升，行业景气度持续维持

2010 年公司营业收入为 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 7：公司历年收入结构



资料来源：Wind，公司公告

公司产品间关联度高，未来发展具有稳定器

公司从事松节油深加工，产品之间关联度较高。公司可以根据市场情况调整各产品之间的比例。我们认为这赋予公司根据市场实际情况规避风险的能力。例如，蒎烯在 2010 年超预期：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。公司年报显示，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。即使是部分产品进入淡季，公司也可以调整生产线，利用蒎烯的景气度来弥补。

核心看点之一：收购医药中间体企业，成功实现转型

收购亚细亚化工，成功进入医药中间体领域

公司在 2010 年年报中曾经提出“通过开发高附加值的香料和医药中间体、收购兼并上下游企业来做强做大松节油深加工的产业链”的发展战略，此次收购亚细亚化工，兑现了年报中开发医药中间体的战略目标，迈出了宏伟目标的第一步。

图 8：亚细亚化工



资料来源：公司网站，长江证券研究部

公司此次收购亚细亚化工，一方面延伸了产业链，另一方面，并购使得公司业务进入新领域——医药中间体。未来两者协同效应将会明显显示出来，最终在生产和销售上互为促进。

亚细亚化工：小而精的医药中间体企业

公开资料显示，公司现有从业人员 188 名，专业技术人员 65 人。目前主要生产品种有：5-甲基腺嘧啶、腺嘧啶、DMPU、D-(+)-樟脑磺酸、L-(-)-樟脑磺酸、苯甲醛、4-羟基喹啉、氨基噻吩、3,4 苯腈、ODB 等中间体，主要应用于制药和有机合成方面，同时可以根据市场和客户要求对其他专用化学品的定向开发和批量生产。目前 95% 以上的产品出口到欧洲、北美、日本、韩国、印度等地。

亚细亚 2010 年营业收入达 9367.37 万元，净利润达 2295.91 万元，净利率达 24.51%。同期，青松股份销售净利率为 8.72%。我们认为亚细亚化学盈利能力强于青松股份，未来将持续提升青松股份盈利能力。

核心看点之二：松节油供给有保障

松节油涨价的大背景

前面我们曾经提到松节油供给偏紧，在此背景下，松节油近两年涨价程度远超市场预期。

图 9：松节油价格逐步攀升



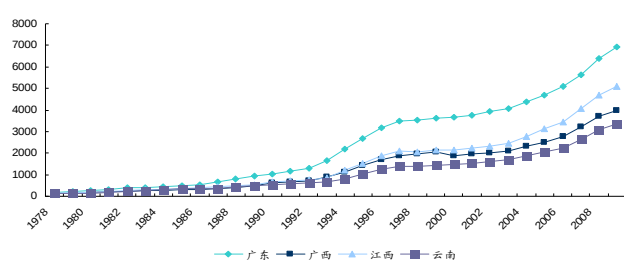
资料来源：松涛网、卓创资讯、长江证券研究部

我们认为，松节油价格大涨原因主要在于供需失衡及劳动力成本提升。

供给：一方面，下游行业繁荣引致松节油需求旺盛；另一方面，其他国家松节油产量逐步萎缩，导致产量呈负增长。

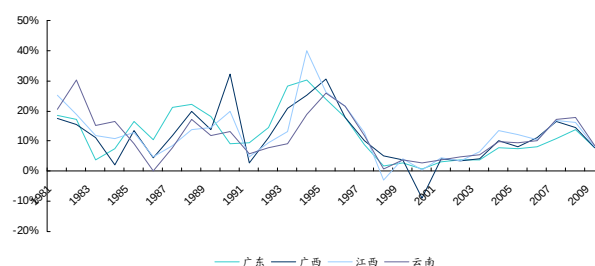
劳动力成本：割松人力成本较高，尤其是近年来，人力成本加速增长。无疑从成本的角度推动松节油价格提升。

图 10：四省农村人口平均收入



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 11：人均收入增速在 2001 年后再次提速



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

独特的松节油采购模式为公司带来竞争优势

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，占全球松节油产量的 15% 左右。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。募投项目全部达产后，公司需求量将上升至全球松节油产量的 20% 以上。

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，而且采购价格略低于市场价格。

表 3：独家供应商及供应量

供应商名称	年供应量（吨）
南宁市合利松香厂	6000
南华松香厂	4000
普洱市思茅区森盛林化有限责任公司	2000
云南双江县林业化工厂（云县忙怀林化工厂）	1500
元江金松林产化工有限公司	1500
景东力奥林产集团有限公司	3000
云南汇源化工有限公司	2400

资料来源：招股说明书，公司公告（备注：力奥和汇源属意向供应量）

大型储油罐保障储量丰富

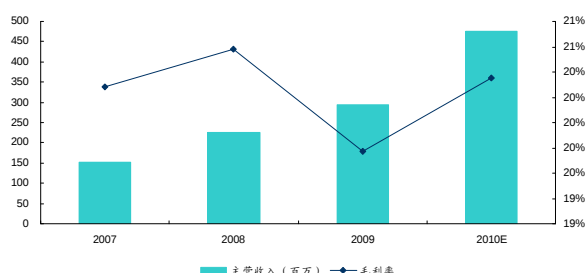
除此之外，公司在主厂区建立众多大型储油罐，共计具备具备8000吨的松节油储备能力，按照公司目前月均2000吨左右的松节油需求量计算，公司可以储备4个月的量，正好满足不割脂月份的需求；在松节油供应较为充足期间也会储备约3000-4000吨的量；我们认为公司这赋予公司平衡松节油价格上升及采购量变化的能力。

核心看点之三：在下游需求旺盛的大背景下，成本完全转嫁

青松股份毛利率相当稳定

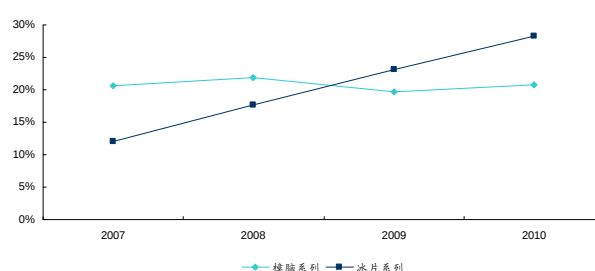
我们认为在下游香精香料需求旺盛的大背景下，松节油深加工企业具有完全的成本转嫁能力。青松股份就是典型的案例。从最近几年的财务数据来看，青松股份毛利率相当稳定。

图 12：青松股份收入及毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 13：青松股份分产品收入及毛利率

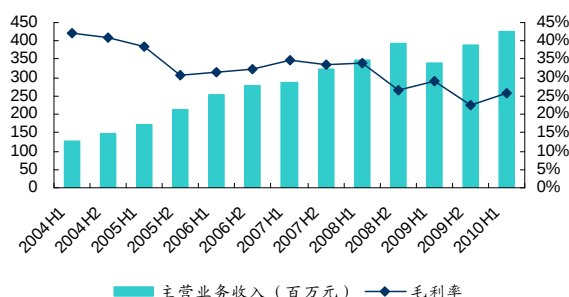


资料来源：公司公告，长江证券研究部

中怡精细化工毛利率稳定印证了松节油深加工产业的旺盛程度

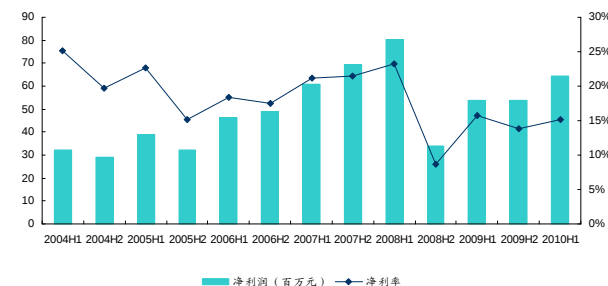
对比在香港上市的中怡精细化工，可以发现，中怡毛利率也较为稳定。我们认为这绝不是个案。下游平均增速达 13.9%，而上游受制于松节油产量，松节油深加工企业具有明显的议价能力。

图 14：中怡精细化工收入及毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 15：中怡精细化工净利润及净利率

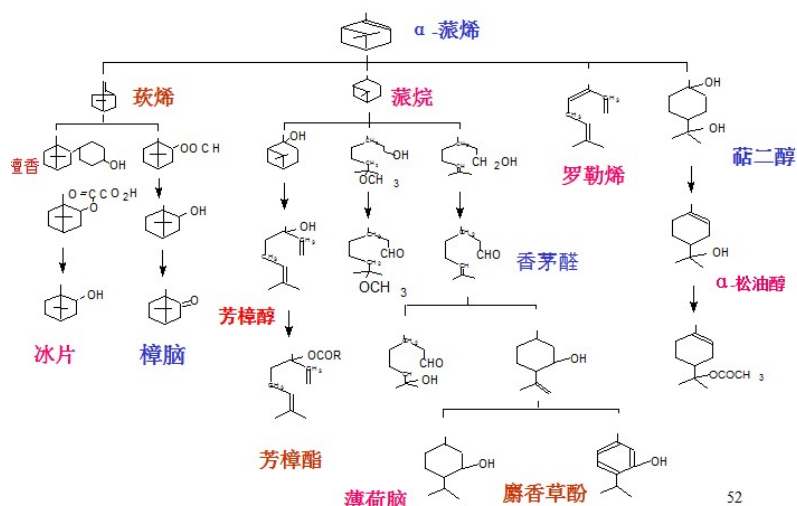


资料来源：公司公告，长江证券研究部

核心看点之四：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 16：松节油深加工部分产品



资料来源：长江证券研究部

表 4：全球松香及松节油深加工市场容量

	2004	2005	2006	2007	2008
松香	63	70.2	81	82.1	58.7
松香深加工产品	5.17	6.5	6.94	12.19	12.17
松节油	8.8	10.35	11.95	12.58	9.07
松节油深加工产品	6.65	7.87	8.23	9.54	11.48

资料来源：长江证券研究部

表 5：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			5000	5000	10000
		乙酸异龙脑酯	1500	2500	4000
中间产品		蒎烯	1500	1500	3000
		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
合成樟脑		对锰烷	50	300	350
系列	副产物	双萜烯	200	300	500
冰片系列		冰片	200	300	500

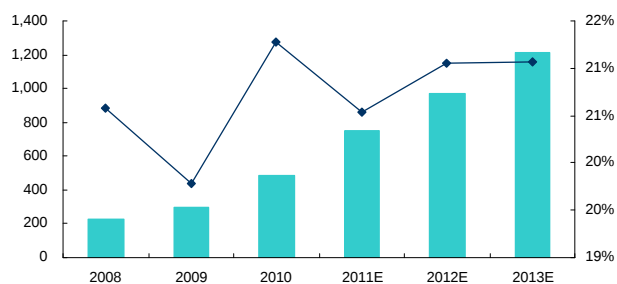
乙酸龙脑酯		200	200
白轻油	220	330	550
溶剂油	150	400	550
小茴香油	3	8	11
重油		50	50

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们看好并推荐青松股份

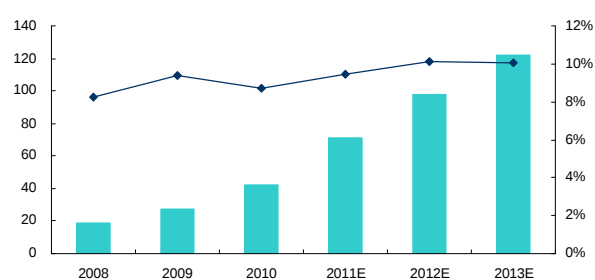
我们预计，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.06、1.46、1.82 元，考虑到本次拟收购的亚细亚化工 2011-2013 年贡献 EPS 为 0.45、0.58 和 0.75 元，我们预计，2011-2013 年，公司 EPS 可达 1.51、2.04 和 2.57 元。公司目前股价 37.02 元，对应 2011-2013 年业绩的市盈率分别为 25、18 和 14 倍。我们看好青松股份成长性，维持对公司的“推荐”评级。

图 17：青松股份收入及毛利率预测



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 18：青松股份净利润及净利率预测



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司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	967	1208	货币资金	334	426	279	266
营业成本	383	594	763	954	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	104	154	203	255	应收账款	37	75	193	242
% 营业收入	21.3%	20.5%	21.0%	21.1%	存货	128	89	114	143
营业税金及附加	2	3	3	4	预付账款	66	59	76	95
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	11	17	22	27
销售费用	11	22	29	36	流动资产合计	577	667	685	773
% 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	39	48	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	5	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	128	161	其他非流动资产	39	89	164	223
% 营业收入	10.9%	12.4%	13.3%	13.3%	资产总计	739	914	1074	1299
营业外收支	1	2	2	2	短期贷款	84	0	0	34
利润总额	55	94	130	163	应付款项	13	119	153	191
% 营业收入	11.2%	12.6%	13.5%	13.4%	预收账款	1	4	6	10
所得税费用	12	24	33	41	应付职工薪酬	3	1	1	1
净利润	42	71	98	122	应交税费	-2	7	10	12
归属于母公司所有者					其他流动负债	7	80	103	128
的净利润	42.4	70.8	97.7	121.9	流动负债合计	107	211	273	376
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	1.46	1.82	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					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	19	125	负债合计	209	313	375	479
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	528	599	697	819
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	股东权益	530	601	698	820
固定资产投资	0	-100	-162	-167	负债及股东权益	739	914	1074	1299
其他	-38	0	0	0	基本指标				
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	0.63	1.06	1.46	1.82
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.91	8.97	10.42	12.24
银行贷款增加（减少）	42	-84	0	34	PE	58.50	35.03	25.39	20.36
筹资成本	-12	-6	-4	-5	PEG	1.39	0.83	0.60	0.48
其他	345	0	0	0	PB	4.68	4.13	3.55	3.02
筹资活动现金流净额	374	-90	-4	28	EV/EBITDA	35.42	19.04	15.02	12.01
现金净流量	315	92	-147	-13	ROE	8.0%	11.8%	14.0%	14.9%

资料来源：长江证券研究所

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。