

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

执业证书编号： S0490511040004

联系人： 张翔 (8621)68751310 zhangxiang1@cjsc.com.cn

扩产樟脑磺酸，进一步发展松节油深加工

事件描述

青松股份发布公告，其主要内容为：

- 变更部分募投资金项目：将原有年产 200 吨乙酸龙脑酯、1000 吨双乙酸钠项目变更为新增 750 吨/年樟脑磺酸系列产品。变更募投项目金额共计 1473 万元，扩建樟脑磺酸剩余资金缺口 2312 万元使用自有资金补充；
- 公司决定使用 4300 万元人民币购买 80 辆 GQ70 铁路自备罐车。

对此我们有以下几点点评：

- 樟脑磺酸扩建项目是公司发展亚细亚后的第一步。投产后，一方面提升亚细亚在樟脑磺酸领域的地位，另一方面，对公司来说，也是逐步往下游发展松节油深加工的战略选择；
- 750 吨樟脑磺酸建成投产后，可新增销售收入 9295 万元，新增净利润 1705 万元。增厚公司每股收益 0.14 元；
- 公司购买自备罐车，未来可以实现松节油资源的自主运输，保障公司供应。同时可以进一步降低松节油成本。也为公司延伸松节油深加工产业链奠定基础。

更改募投项目后，我们预测公司本部业务 2011、2012、2013 年年每股收益分别为 0.54、0.71、0.87 元。考虑到公司对亚细亚化工的收购，以及参照公告中队扩产项目建设进度，我们预测公司 2011、2012、2013 年年每股收益分别为 0.70、1.01、1.32 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，维持对公司的“推荐”评级。

事件评论

变更部分募投资金项目，发展亚细亚

青松股份发布公告，将原有年产 200 吨乙酸龙脑酯、1000 吨双乙酸钠项目变更为新增 750 吨/年樟脑磺酸系列产品。变更募投项目金额共计 1473 万元，扩建樟脑磺酸剩余资金缺口 2312 万元使用自有资金补充。我们认为樟脑磺酸扩建项目是公司发展亚细亚后的第一步。投产后，一方面提升亚细亚在樟脑磺酸领域的地位，另一方面，对公司来说，也是逐步往下游发展松节油深加工的战略选择；

目前国内生产樟脑磺酸企业共有 7 家，总产能在 1500 吨左右，目前樟脑磺酸的市场需求量约为 2300 吨，随着樟脑磺酸应用领域的快速增长，预计到 2015 年，市场需求量约为 5600 吨：其中 L-樟脑磺酸 1600 吨，D-樟脑磺酸 1900 吨，DL-樟脑磺酸 2100 吨。

购买自备罐车，保障原料供应

公司决定使用 4300 万元人民币购买 80 辆 GQ70 铁路自备罐车。我们认为，未来可以实现松节油资源的自主运输，保障公司供应。同时可以进一步降低松节油成本。也为公司延伸松节油深加工产业链奠定基础。

公司每年采购松节油的 95% 来自于广西和云南。由于松节油属危险化学品，需要通过专用的罐车来运输。公司此次购买自备罐车，立足长远发展，未来募投合成樟脑完全达产后，对松节油的需求量将会进一步扩大。自备罐车将会保障原料供给安全。

维持对青松股份的推荐评级

更改募投项目后，我们预测公司本部业务 2011、2012、2013 年年每股收益分别为 0.54、0.71、0.87 元。考虑到公司对亚细亚化工的收购，以及参照公告中队扩产项目建设进度，我们预测公司 2011、2012、2013 年年每股收益分别为 0.70、1.01、1.32 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，维持对公司的“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	683	880	992	货币资金	334	422	272	225
营业成本	383	544	699	777	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	104	139	181	215	应收账款	37	68	176	198
% 营业收入	21.3%	20.4%	20.5%	21.7%	存货	128	82	105	117
营业税金及附加	2	2	3	4	预付账款	66	54	70	78
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	11	16	20	22
销售费用	11	20	26	30	流动资产合计	577	642	643	640
% 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	27	35	40	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	4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	0.9%	0.5%	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	83	112	138	其他非流动资产	39	89	164	223
% 营业收入	10.9%	12.2%	12.7%	13.9%	资产总计	739	889	1031	1166
营业外收支	1	2	2	2	短期贷款	84	0	0	0
利润总额	55	85	114	140	应付款项	13	109	140	155
% 营业收入	11.2%	12.5%	12.9%	14.1%	预收账款	1	3	6	9
所得税费用	12	21	28	35	应付职工薪酬	3	1	1	1
净利润	42	64	85	105	应交税费	-2	7	9	10
归属于母公司所有者					其他流动负债	7	73	94	105
的净利润	42.4	63.8	85.3	104.8	流动负债合计	107	193	250	280
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	92	92	92	92
EPS (元/股)	0.63	0.53	0.71	0.87	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	278	16	124	负债合计	209	296	352	383
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	528	592	677	782
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	594	679	784
固定资产投资	0	-100	-162	-167	负债及股东权益	739	889	1031	1166
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	0.53	0.71	0.87
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.91	4.92	5.63	6.50
银行贷款增加 (减少)	42	-84	0	0	PE	31.14	37.26	27.87	22.69
筹资成本	-12	-6	-4	-4	PEG	0.88	1.06	0.79	0.64
其他	345	0	0	0	PB	2.49	4.00	3.50	3.03
筹资活动现金流净额	374	-90	-4	-4	EV/EBITDA	17.73	19.80	16.14	13.11
现金净流量	315	88	-150	-47	ROE	8.0%	10.7%	12.6%	13.4%

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。

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。