

青岛金王 (002094.SZ)

垂直服务行业

评级：增持 维持评级

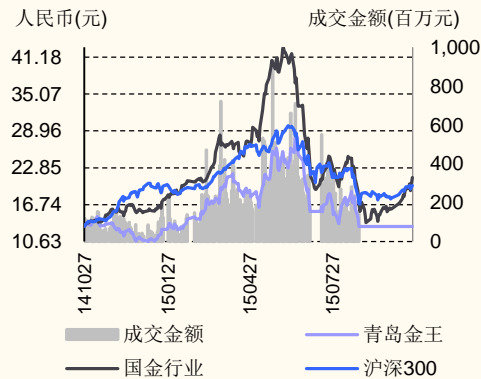
业绩点评

市场价格(人民币): 13.14元
 目标价格(人民币): 20.40-20.40元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 321.84
 总市值(百万元) 4,229.98
 年内股价最高最低(元) 27.91/10.63
 沪深300指数 3571.24
 深证成指 11603.46



相关报告

- 《电商冲击下的全渠道融合之路——化妆品行业研究》，2015.9.30
- 《化妆品全产业链布局稳步推进，盈利能力显著提升；-青岛金王业绩...》，2015.8.31
- 《布局化妆品全产业链的“互联网+”标的-青岛金王公司研究》，2015.8.3

廖德高 联系人 15914005033
 liaodegao@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
 (8621)60230213
 zhangshuai@gjzq.com.cn

利润增速有所放缓，战略布局持续推进；

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.168	0.152	0.265	0.342	0.438
每股净资产(元)	1.87	1.96	2.24	2.58	3.02
每股经营性现金流(元)	0.26	0.18	0.45	0.40	0.52
市盈率(倍)	110.45	122.05	49.54	38.44	30.00
净利润增长率(%)	3.52%	-9.50%	74.08%	28.86%	28.13%
净资产收益率(%)	9.01%	7.78%	11.86%	13.23%	14.49%
总股本(百万股)	321.92	321.92	321.92	321.92	321.92

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2015年第三季度，青岛金王营业收入5.02亿元，同比增长36.71%；归属于母公司所有者的净利润为4519万元，同比增长58.03%。前三季度整体实现营业收入9.91亿元，同比增长5.41%；实现净利润8109万元，同比增长70.70%。

经营分析

- **化妆品业务改善公司盈利水平，预计全年净利增长75%：**新材料蜡烛及工艺品主要销往国外市场，需求较为稳定，而油品贸易业务的营业收入今年将有所下降。公司的盈利增长基本来自于化妆品业务，毛利率高达87%的渠道运营商上海月泮2015年开始并入报表，使得青岛金王的利润构成发生明显变化。预计全年青岛金王归属母公司所有者的净利润将同比2014年增长75%。
- **三季度净利润增速放缓：**2015年三季度净利润同比增长58%，相比于上半年90%的同比增速有所下滑。我们小幅调低杭州悠可和上海月泮两家化妆品公司2015年的盈利预测，认为主要原因是化妆品电商渠道的竞争激烈程度加剧（杭州悠可），以及线下专营店坪效持续提升的空间有限（上海月泮）。
- **上海月泮之后，仍有较强的投资收购预期：**青岛金王坚持化妆品全产业链的战略方向，积极推进化妆品优质标的收购项目。1、8月26日发布重大资产重组停牌的公告，标的公司为上海月泮。若青岛金王持有的上海月泮股份从现在的60%增长到100%，我们测算未来三年将分别增厚公司利润1800万、2400万和3200万；2、与现有子公司实现更深度联合，是集团层面实现各模块资源真正协同发展的基础；3、为实施公司战略，在快速增长的化妆品细分领域，青岛金王仍将努力通过收购或战略性投资，获取国内外优质的化妆品品牌资源。

投资建议

- 我们调低公司的盈利预测，预计15、16、17年青岛金王的利润额为：8600万、1.12亿、1.45亿；同比增速分别为75%、30%、30%。对于EPS分别为：0.27、0.35、0.45。

图表 1：2015 年第三季度青岛金王营收及净利润增长情况

	2015 第三季度	第三季度同比%	2015 前三季度	前三季度同比%
营业收入/万元	50245	36.71%	99137	5.41%
归属于上市公司股东的净利润/万元	4519	58.03%	8109	70.70%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润/万元	4416	54.96%	7974	68.07%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：青岛金王及其化妆品业务子公司的盈利预测

	2013	2014	2015H1	2015E	2016E	2017E
杭州悠可：						
营业收入/百万元	263	469	300	750	1333	2083
营收同比增长率		78.4%	46.6%	60.0%	68.9%	56.3%
净利润率	2.9%	3.4%	3.1%	3.5%	4.0%	4.3%
净利润额/百万元	7.5	15.7	9.4	26.2	53.3	89.6
利润贡献/百万元	—	5.8	3.5	9.7	19.7	33.1
广州栋方：						
营业收入/百万元	105	128	75	160	190	215
营收同比增长率	—	21.9%	36.0%	25.0%	19.1%	13.2%
净利润率	6.6%	10.4%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润额/百万元	6.9	13.3	7.4	16.0	19.0	21.5
利润贡献/百万元	—	4.4	3.3	7.2	8.6	9.7
上海月洋：						
营业收入/百万元		—	86	118	158	211
营收同比增长率		—	—	—	33.3%	33.3%
净利润率		—	37.9%	38.0%	38.0%	38.0%
净利润额/百万元		20.9	32.6	45.0	60.0	80.0
利润贡献/百万元		5.5	19.5	27.0	36.0	48.0
青岛金王：						
归属母公司净利润/百万元	54.2	49.1	35.9	86.0	112.0	145.0
净利润同比增长率	3.5%	-9.5%	89.9%	75.3%	30.2%	29.5%
每股收益/元	0.17	0.15	0.11	0.27	0.35	0.45

来源：公司公告、国金证券研究所

注 1：2013 年底对杭州悠可投资 15170 万元，至 2015 年 6 月 30 日占其权益的 37%；

注 2：2014 年 4 月对广州栋方投资 3173.077 万元，至 2015 年 6 月 30 日占其权益的 45%；

注 3：青岛金王 2014 年对上海月洋化妆品有限公司支付第一期股权转让款 6300 万元(投资比例为 25.8%)，上海月洋化妆品有限公司修订后章程规定第一期投资款付款后公司享有 60% 分配权。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,425	1,454	1,224	1,228	1,288	1,321	货币资金	294	290	167	389	369	397
增长率		2.0%	-15.9%	0.4%	4.8%	2.5%	应收款项	242	237	289	249	261	268
主营业务成本	-1,208	-1,249	-1,042	-981	-1,000	-1,004	存货	282	265	154	210	214	214
%销售收入	84.7%	85.9%	85.2%	79.8%	77.6%	76.0%	其他流动资产	43	59	89	131	133	133
毛利	218	205	181	248	288	317	流动资产	861	852	698	978	977	1,013
%销售收入	15.3%	14.1%	14.8%	20.2%	22.4%	24.0%	%总资产	77.0%	76.9%	56.9%	57.8%	58.1%	59.0%
营业税金及附加	-8	-5	-6	-6	-6	-7	长期投资	53	55	317	352	352	352
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	189	187	196	203	184	176
营业费用	-43	-45	-47	-47	-49	-50	%总资产	16.9%	16.9%	16.0%	12.0%	10.9%	10.2%
%销售收入	3.0%	3.1%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	无形资产	13	12	14	156	165	173
管理费用	-64	-62	-60	-60	-63	-65	非流动资产	257	256	529	715	704	704
%销售收入	4.5%	4.2%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	%总资产	23.0%	23.1%	43.1%	42.2%	41.9%	41.0%
息税前利润 (EBIT)	104	93	69	135	170	195	资产总计	1,118	1,108	1,228	1,693	1,681	1,717
%销售收入	7.3%	6.4%	5.6%	11.0%	13.2%	14.8%	短期借款	35	34	200	486	350	214
财务费用	-25	-27	-22	-28	-36	-27	应付款项	245	225	166	247	231	221
%销售收入	1.8%	1.8%	1.8%	2.2%	2.8%	2.1%	其他流动负债	-12	-3	30	19	20	20
资产减值损失	-16	-7	-4	0	0	0	流动负债	268	257	397	753	600	456
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	100	50	0	0	0	0
投资收益	0	2	18	17	29	45	其他长期负债	197	198	198	198	198	198
%税前利润	0.7%	2.8%	30.0%	13.5%	17.9%	21.1%	负债	565	505	595	951	799	654
营业利润	63	61	60	124	162	213	普通股股东权益	551	601	631	720	832	973
营业利润率	4.4%	4.2%	4.9%	10.1%	12.6%	16.1%	少数股东权益	2	2	2	22	50	90
营业外收支	-2	1	-1	0	0	0	负债股东权益合计	1,118	1,108	1,228	1,693	1,681	1,717
税前利润	62	62	59	124	162	213	比率分析						
利润率	4.3%	4.3%	4.8%	10.1%	12.6%	16.1%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-9	-8	-10	-19	-24	-32	每股指标						
所得税率	15.2%	13.0%	17.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.163	0.168	0.152	0.265	0.342	0.438
净利润	52	54	49	105	138	181	每股净资产	1.710	1.868	1.959	2.236	2.584	3.022
少数股东损益	0	0	0	20	28	40	每股经营现金净流	0.410	0.256	0.176	0.449	0.403	0.516
归属于母公司的净利润	52	54	49	85	110	141	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	3.7%	3.7%	4.0%	7.0%	8.5%	10.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.51%	9.01%	7.78%	11.86%	13.23%	14.49%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	4.68%	4.89%	4.00%	5.04%	6.55%	8.21%
净利润	52	54	49	105	138	181	投入资本收益率	9.94%	9.17%	5.53%	8.03%	10.09%	11.26%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	35	25	21	17	18	20	主营业务收入增长率	30.32%	2.03%	-15.85%	0.40%	4.84%	2.53%
非经营收益	22	26	0	10	7	-18	EBIT 增长率	35.85%	-10.01%	-26.43%	96.44%	25.94%	15.10%
营运资金变动	23	-23	-14	12	-34	-17	净利润增长率	4.09%	3.52%	-9.50%	74.08%	28.86%	28.13%
经营活动现金净流	132	82	57	145	130	166	总资产增长率	11.66%	-0.89%	10.79%	37.93%	-0.72%	2.15%
资本开支	-16	-15	-30	-167	-8	-20	资产管理能力						
投资	0	0	0	-35	0	0	应收账款周转天数	48.8	52.9	66.5	65.0	65.0	65.0
其他	5	7	8	17	29	45	存货周转天数	87.0	80.0	73.4	78.0	78.0	78.0
投资活动现金净流	-11	-9	-22	-185	21	25	应付账款周转天数	46.5	35.7	31.3	38.0	38.0	38.0
股权募资	2	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	36.2	46.1	52.1	51.6	47.2	43.8
债权募资	13	-50	115	286	-136	-136	偿债能力						
其他	-26	-27	-43	-24	-34	-27	净负债/股东权益	6.85%	-1.32%	36.57%	39.80%	20.28%	1.45%
筹资活动现金净流	-12	-77	72	263	-171	-163	EBIT 利息保障倍数	4.1	3.5	3.1	4.9	4.7	7.1
现金净流量	110	-3	107	222	-20	28	资产负债率	50.58%	45.54%	48.45%	56.17%	47.52%	38.08%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-03-26	买入	18.65	N/A
2	2015-08-03	增持	15.10	20.40~20.40
3	2015-08-31	增持	13.14	20.40~20.40

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD