

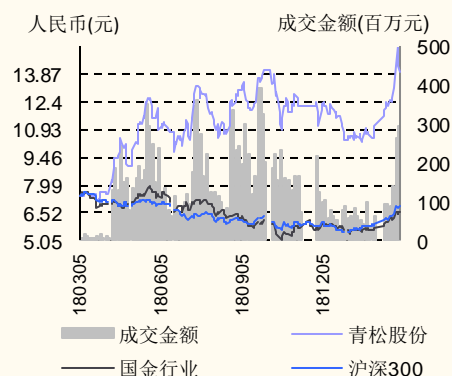
## 青松股份 (300132.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 13.95 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	64.15
总市值 (百万元)	6,700.36
年内股价最高最低 (元)	45.50/27.80
沪深 300 指数	3193.97



## 相关报告

1. 《樟脑行业龙头，拟收购化妆品制造龙头诺斯贝尔，共享化妆品行业广阔空间》，2018.12.19

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002  
wu jc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人  
ji yunan@gjzq.com.cn

## 18 年归母净利润同比+322.55%，拟收购化妆品 ODM 商诺斯贝尔事项获有条件通过

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.246	1.159	1.265	1.362	1.441
每股净资产 (元)	1.89	2.88	4.14	5.50	6.94
每股经营性现金流 (元)	-0.01	0.12	0.14	0.20	0.22
市盈率 (倍)	32.06	8.92	11.03	10.24	9.68
净利润增长率 (%)	189.44%	371.97%	9.15%	7.67%	5.86%
净资产收益率 (%)	13.01%	40.29%	30.56%	24.76%	20.76%
总股本 (百万股)	385.92	385.92	385.92	385.92	385.92

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2019 年 2 月 26 日，公司发布 2018 年年报及 2019 年 Q1 业绩预告：2018 年实现营业收入 14.22 亿元，同比+75.24%；归母净利润 4 亿元，同比+322.55%；扣非归母净利润 4.06 亿元，同比+278.76%。2019 年 Q1 公司预计实现归母净利润 7,800~8,800 万元，同比+28.29%~+44.74%。
- 2019 年 2 月 28 日，公司公告拟收购国内最大的化妆品 ODM 商诺斯贝尔 90% 股权的事项获得证监会有条件通过。

## 公司点评

- 受松脂-松节油-樟脑产业链价格传导及放大影响，公司 18 年业绩快速增长：近年受松脂-松节油-樟脑产业链价格传导及放大影响，公司通过樟脑等产品大幅提价、技术改造、节能降耗等方式转嫁原材料涨价，整体毛利率保持平稳上涨。2018 年公司营业收入 14.22 亿元，同比+75.24%，毛利率为 40.89%，同比+12.52%，归母净利润 4 亿元，同比+322.55%。
- 公司拟收购化妆品 ODM 商诺斯贝尔 90% 股份，共享化妆品行业广阔空间。本次收购的交易价格为 24.3 亿元，其中青松股份以发行股份方式支付 15.1 亿元，以现金方式支付 9.2 亿元（其中 6.75 亿元拟从募集配套资金中支付，剩余 2.45 亿元以自有资金或自筹资金支付）。
- 诺斯贝尔是国内最大的化妆品 ODM 商。诺斯贝尔主要从事面膜、湿巾和护肤品的 ODM 业务，目前产能可达日产面膜 650 万片，膏霜 60 万支，湿巾 3000 万片，面膜产能全球第一，客户包括屈臣氏、妮维雅、资生堂、御泥坊、膜法世家和自然堂等。2018/2018-2019/2018-2020 年业绩承诺扣非归母净利润累计不低于 2.0/4.4/7.28 亿元。诺斯贝尔 2018 年实现主营业务收入 19.72 亿元（未审数），同比+28.08%；扣非归母净利润 2.1 亿元（未审数），同比+17.5%。2019 年 1 月，诺斯贝尔在手订单 6.03 亿元（含税）。

## 投资建议

- 公司收购国内第一大化妆品 ODM 商诺斯贝尔有望带来新的利润增长点。由于本次收购尚未完成，不考虑并购并表下，预计青松股份 2019-2021 年归母净利润分别为 4.88/5.26/5.56 亿元，当前市值对应 PE 分别为 11.03/10.24/9.68 倍，维持增持评级。
- 风险提示：重大资产重组风险，原材料价格波动，标的资产业绩承诺无法兑现、存货周转变慢的风险，产品质量风险。

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)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>557</b>	<b>811</b>	<b>1,422</b>	<b>1,706</b>	<b>1,962</b>	<b>2,119</b>	货币资金	55	115	230	410	485	525
增长率		45.6%	75.2%	20.0%	15.0%	8.0%	应收账款	79	117	235	519	784	991
<b>主营业务成本</b>	<b>-442</b>	<b>-581</b>	<b>-840</b>	<b>-1,041</b>	<b>-1,256</b>	<b>-1,377</b>	存货	181	302	576	770	1,032	1,358
%销售收入	79.3%	71.6%	59.1%	61.0%	64.0%	65.0%	其他流动资产	14	26	43	31	35	38
<b>毛利</b>	<b>115</b>	<b>230</b>	<b>581</b>	<b>665</b>	<b>706</b>	<b>742</b>	流动资产	329	559	1,084	1,729	2,336	2,913
%销售收入	20.7%	28.4%	40.9%	39.0%	36.0%	35.0%	%总资产	46.0%	58.8%	74.0%	79.5%	82.4%	84.2%
营业税金及附加	-3	-4	-7	-10	-10	-11	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	342	329	337	399	454	502
营业费用	-27	-27	-26	-34	-35	-38	%总资产	47.8%	34.6%	23.0%	18.4%	16.0%	14.5%
%销售收入	4.8%	3.3%	1.8%	2.0%	1.8%	1.8%	无形资产	30	29	28	28	28	27
管理费用	-48	-65	-32	-51	-49	-42	非流动资产	387	392	381	446	500	548
%销售收入	8.6%	8.1%	2.3%	3.0%	2.5%	2.0%	%总资产	54.0%	41.2%	26.0%	20.5%	17.6%	15.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>37</b>	<b>134</b>	<b>516</b>	<b>570</b>	<b>612</b>	<b>650</b>	<b>资产总计</b>	<b>715</b>	<b>951</b>	<b>1,465</b>	<b>2,175</b>	<b>2,837</b>	<b>3,461</b>
%销售收入	6.7%	16.5%	36.3%	33.4%	31.2%	30.7%	短期借款	0	87	150	401	513	587
财务费用	5	-7	5	-8	-14	-17	应付款项	66	111	126	141	161	154
%销售收入	-0.9%	0.9%	-0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	其他流动负债	6	17	71	36	40	40
资产减值损失	-1	-4	-6	0	0	0	流动负债	72	215	347	578	714	782
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	0	0	其他长期负债	9	9	8	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>81</b>	<b>223</b>	<b>355</b>	<b>578</b>	<b>714</b>	<b>782</b>
<b>营业利润</b>	<b>41</b>	<b>128</b>	<b>519</b>	<b>566</b>	<b>601</b>	<b>636</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>635</b>	<b>728</b>	<b>1,110</b>	<b>1,597</b>	<b>2,123</b>	<b>2,679</b>
营业利润率	7.4%	15.7%	36.5%	33.2%	30.6%	30.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-4	-19	-9	-8	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>715</b>	<b>951</b>	<b>1,465</b>	<b>2,175</b>	<b>2,837</b>	<b>3,461</b>
<b>税前利润</b>	<b>38</b>	<b>109</b>	<b>510</b>	<b>558</b>	<b>601</b>	<b>636</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	6.7%	13.4%	35.9%	32.7%	30.6%	30.0%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-5	-14	-63	-70	-76	-80	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.8%	12.7%	12.4%	12.6%	12.6%	12.6%	每股收益	0.085	0.246	1.159	1.265	1.362	1.441
<b>净利润</b>	<b>33</b>	<b>95</b>	<b>447</b>	<b>488</b>	<b>526</b>	<b>556</b>	每股净资产	1.644	1.886	2.876	4.139	5.501	6.942
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.193	-0.012	0.118	0.140	0.197	0.216
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>33</b>	<b>95</b>	<b>447</b>	<b>488</b>	<b>526</b>	<b>556</b>	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	5.9%	11.7%	31.5%	28.6%	26.8%	26.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	5.16%	13.01%	40.29%	30.56%	24.76%	20.76%
							总资产收益率	4.58%	9.96%	30.53%	22.44%	18.53%	16.07%
							投入资本收益率	5.09%	14.37%	35.92%	24.94%	20.30%	17.41%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	-5.38%	45.56%	75.24%	20.00%	15.00%	8.00%
							EBIT增长率	98.30%	261.93%	284.84%	10.44%	7.33%	6.27%
							净利润增长率	200.31%	189.44%	371.97%	9.15%	7.67%	5.86%
							总资产增长率	-20.73%	33.00%	53.94%	48.52%	30.40%	22.00%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	43.8	30.1	31.7	60.0	65.0	80.0
							存货周转天数	144.0	151.5	190.5	270.0	300.0	360.0
							应付账款周转天数	32.9	33.8	34.0	25.0	25.0	25.0
							固定资产周转天数	206.6	145.6	76.8	71.9	68.1	67.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-8.59%	-3.83%	-7.23%	-0.59%	1.31%	2.30%
							EBIT利息保障倍数	-7.5	19.3	-109.3	73.0	44.4	38.4
							资产负债率	11.29%	23.48%	24.22%	26.57%	25.17%	22.58%

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	2	2	3	6	16
增持	3	3	4	4	7
中性	1	1	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.83	1.83	1.75	1.55	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-12-19	增持	11.78	13.00~15.00

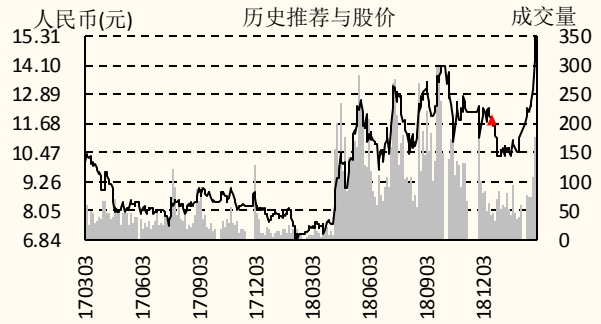
来源：国金证券研究所

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



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

**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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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 7GH