

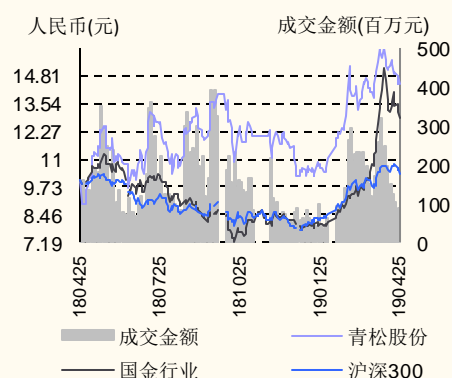
青松股份 (300132.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 14.46 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	369.88
总市值 (百万元)	5,580.40
年内股价最高最低 (元)	16.05/8.96
沪深 300 指数	3941.82



19Q1 业绩点评: 扣非归母净利同比+31.68%, 拟收购化妆品 ODM 商诺斯贝尔获得核准批复

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	11.43	10.62	10.03
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4月25日, 公司发布2019第一季度报告: 2019年Q1实现营业收入3.3亿元, 同比+30.57%; 归母净利润8145.9万元, 同比+33.98%; 扣非归母净利润7941.9万元, 同比+31.68%。2019年4月16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核准批复。

公司点评

- 产品价格仍保持高位, 公司19年Q1业绩快速增长: 2019年Q1公司营业收入3.3亿元, 同比+30.57%, 归母净利润8145.9万元, 同比+33.98%。2018年受松脂-松节油-樟脑产业链价格传导及放大影响, 公司产品大幅上涨。2019Q1, 公司产品价格仍保持在高位, 19Q1综合毛利率为38.76%, 同比+0.68pct; 净利率为24.58%, 同比+0.63pct。
- 2019年4月16日, 公司拟收购化妆品 ODM 商诺斯贝尔 90%股权的事项获得证监会核准批复: 公司于2019年4月16日收到证监会关于本次收购的核准批复。本次收购交易价格为24.3亿元, 其中公司以发行股份方式支付15.1亿元, 以现金方式支付9.2亿元。此外, 公司非公开发行不超过发行前总股本20%的股份募集配套资金, 募集配套资金总额预计不超过7亿元, 且不超过本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格的100%, 用于支付本次交易的现金对价、支付本次交易中介费用。
- 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19.78亿元, 同比+28%; 归母净利润2.06亿元, 同比+13%。

投资建议

- 公司拟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11.43/10.62/10.03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。

相关报告

1. 《18年归母净利润同比+322.55%, 拟收购化妆品 ODM 商诺...》, 2019.3.3
2. 《樟脑行业龙头, 拟收购化妆品制造龙头诺斯贝尔, 共享化妆品行业产...》, 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

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
主营业务收入	557	811	1,422	1,706	1,962	2,119	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
主营业务成本	-442	-581	-840	-1,041	-1,256	-1,377	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
毛利	115	230	581	665	706	742	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%
息税前利润 (EBIT)	37	134	516	570	612	650	资产总计	715	951	1,465	2,175	2,837	3,461
%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%	负债	81	223	355	578	714	782
营业利润	41	128	519	566	601	636	普通股股东权益	635	728	1,110	1,597	2,123	2,679
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	负债股东权益合计	715	951	1,465	2,175	2,837	3,461
税前利润	38	109	510	558	601	636	比率分析						
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	每股指标						
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
净利润	33	95	447	488	526	556	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
归属于母公司的净利润	33	95	447	488	526	556	每股股利	0.000	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
净利率	5.9%	11.7%	31.5%	28.6%	26.8%	26.3%	回报率						
							净资产收益率	5.16%	13.01%	40.29%	30.56%	24.76%	20.76%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.58%	9.96%	30.53%	22.44%	18.53%	16.07%
净利润	33	95	400	488	526	556	投入资本收益率	5.09%	14.37%	35.92%	24.94%	20.30%	17.41%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	29	36	38	34	40	47	主营业务收入增长率	-5.38%	45.56%	75.24%	20.00%	15.00%	8.00%
非经营收益	9	22	2	18	18	22	EBIT增长率	98.30%	261.93%	284.84%	10.44%	7.33%	6.27%
营运资金变动	4	-157	-394	-485	-508	-542	净利润增长率	200.31%	189.44%	371.97%	9.15%	7.67%	5.86%
经营活动现金净流	75	-5	45	54	76	83	总资产增长率	-20.73%	33.00%	53.94%	48.52%	30.40%	22.00%
资本开支	-11	-17	-3	-107	-95	-95	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	43.8	30.1	31.7	60.0	65.0	80.0
其他	0	0	23	1	0	0	存货周转天数	144.0	151.5	190.5	270.0	300.0	360.0
投资活动现金净流	-11	-17	20	-106	-95	-95	应付账款周转天数	32.9	33.8	34.0	25.0	25.0	25.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	206.6	145.6	76.8	71.9	68.1	67.0
债权募资	-236	87	63	243	112	74	偿债能力						
其他	174	-5	-12	-12	-18	-22	净负债/股东权益	-8.59%	-3.83%	-7.23%	-0.59%	1.31%	2.30%
筹资活动现金净流	-62	82	51	232	93	52	EBIT利息保障倍数	-7.5	19.3	-109.3	73.0	44.4	38.4
现金净流量	3	60	117	180	74	41	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	1	1	4	5	15
增持	0	0	3	4	5
中性	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.63	1.60	1.48

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

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH