

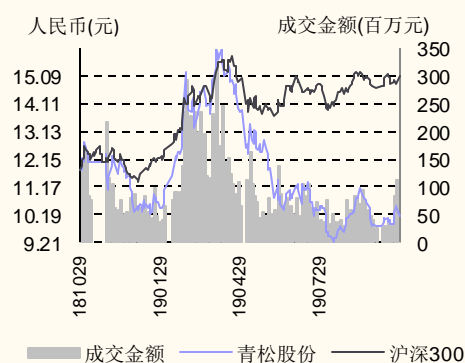
## 青松股份 (300132.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.18 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.17
已上市流通 A 股(亿股)	3.86
总市值(亿元)	52.59
年内股价最高最低(元)	10.49/9.79
沪深 300 指数	3927



## 相关报告

- 1.《19 中报点评: 松节油主业营收同比+25%, 化妆品 ODM 商诺斯...》, 2019.8.28
- 2.《19Q1 业绩点评: 扣非归母净利同比+31.68%, 拟收购化妆...》, 2019.4.26
- 3.《18 年归母净利润同比+322.55%, 拟收购化妆品 ODM 商诺...》, 2019.3.3
- 4.《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  
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人  
jiyunan@gjzq.com.cn

## 19 三季度报点评: 松节油价格回落或令业绩承压, 静待诺斯贝尔并购整合效果

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.25	1.04	0.97	1.19	1.44
每股净资产(元)	1.89	2.88	6.02	7.21	8.65
每股经营性现金流(元)	-0.01	0.12	1.12	0.36	1.13
市盈率(倍)	32.06	9.97	10.54	8.58	7.07
净利润增长率(%)	189.44%	322.55%	24.57%	22.89%	21.37%
净资产收益率(%)	13.01%	36.07%	16.02%	16.45%	16.64%
总股本(百万股)	385.92	385.92	516.58	516.58	516.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2019 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 19.21 亿元, 同比+102.18%; 归母净利润 3.35 亿元, 同比+25.43%; 扣非归母净利润 3.31 亿元, 同比+21.83%。其中, 公司 Q3 实现营业收入 8.70 亿元, 同比+125.16%; 归母净利润 1.18 亿元, 同比-2.37%; 扣非归母净利润 1.16 亿元, 同比-2.25%。

## 公司点评

- 19 年 Q1-Q3, 公司松节油深加工业务产品价格相较 2018 年有所回落, 毛利率端承压明显: 公司是全球规模最大的合成樟脑及系列产品生产企业, 产量连续多年位居全国第一。今年 Q1-Q3, 受下游需求疲软影响, 公司主要原材料松节油价格由 3.7 万元/吨持续下降至当前的 1.6 万元/吨。原材料价格下行使公司主要产品樟脑和冰片价格也相应回调, 对公司毛利率端产生较大压力。2019 Q1-Q3, 公司综合毛利率为 31.33%, 同比-9.44pct; 其中 3Q 单季公司综合毛利率为 27.56%, 同比-14.44pct。
- 公司于 2019 年 4 月 24 日完成对诺斯贝尔 90% 股份的并购, 诺斯贝尔 5-9 月的业绩并表: 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。在上游已与巴斯夫、德之馨、赛比克、亚什兰、舒美、龙沙、杜邦、科莱恩等 30 余家全球知名原料供应商结成长期合作伙伴关系, 下游客户包括屈臣氏、资生堂、妮维雅、爱茉莉太平洋、联合利华、伽蓝集团、御家汇、上海家化、上海悦目、美丽日记、TST 等知名品牌集团。
- 19 年 Q1-Q3, 公司归母净利率同比-10.69pct, 净营业周期同比+8 天: 2019 Q1-Q3, 公司综合毛利率同比-9.44pct 至 31.33%, 销售费用率同比+0.65pct 至 2.6%, 管理费用率同比+1.41pct 至 3.79%, 研发费用率同比+0.61pct 至 3.42%, 整体归母净利率同比-10.69pct 至 17.46%。公司存货周转天数为 141 天, 较去年同期-15 天; 应收账款周转天数为 60 天, 较去年同期+30 天; 应付账款周转天数为 39 天, 较去年同期+7 天; 整体净营业周期为 162 天, 较去年同期+8 天。

## 投资建议

- 考虑到主业松节油景气度回落带来的价格下降, 我们将公司 19-21 年归母净利润下调为 4.99、6.13、7.44 亿元, EPS 分别为 0.97、1.19、1.44 元, (下调幅度分别为 21%、20%、16%), 同比+25%、23%、21%, 当前市值对应 PE 分别为 11x、9x、7x, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 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, 股权质押风险, 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>2,938</b>	<b>4,066</b>	<b>4,676</b>	货币资金	55	115	230	842	902	1,359
增长率		45.6%	75.2%	106.7%	38.4%	15.0%	应收账款	79	117	235	692	857	945
<b>主营业务成本</b>	<b>-442</b>	<b>-581</b>	<b>-840</b>	<b>-2,072</b>	<b>-2,923</b>	<b>-3,323</b>	存货	181	302	576	1,135	1,682	1,912
%销售收入	79.3%	71.6%	59.1%	70.5%	71.9%	71.1%	其他流动资产	14	26	43	98	115	123
<b>毛利</b>	<b>115</b>	<b>230</b>	<b>581</b>	<b>866</b>	<b>1,143</b>	<b>1,353</b>	流动资产	329	559	1,084	2,767	3,555	4,338
%销售收入	20.7%	28.4%	40.9%	29.5%	28.1%	28.9%	%总资产	46.0%	58.8%	74.0%	54.8%	60.7%	65.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-7</b>	<b>-17</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	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	652	682	706
<b>营业费用</b>	<b>-27</b>	<b>-27</b>	<b>-26</b>	<b>-88</b>	<b>-142</b>	<b>-164</b>	%总资产	47.8%	34.6%	23.0%	12.9%	11.6%	10.6%
%销售收入	4.8%	3.3%	1.8%	3.0%	3.5%	3.5%	无形资产	30	29	28	1,599	1,594	1,590
<b>管理费用</b>	<b>-48</b>	<b>-65</b>	<b>-32</b>	<b>-185</b>	<b>-264</b>	<b>-304</b>	非流动资产	387	392	381	2,279	2,305	2,323
%销售收入	8.6%	8.1%	2.3%	6.3%	6.5%	6.5%	%总资产	54.0%	41.2%	26.0%	45.2%	39.3%	34.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>37</b>	<b>134</b>	<b>516</b>	<b>576</b>	<b>716</b>	<b>862</b>	<b>资产总计</b>	<b>715</b>	<b>951</b>	<b>1,465</b>	<b>5,046</b>	<b>5,860</b>	<b>6,661</b>
%销售收入	6.7%	16.5%	36.3%	19.6%	17.6%	18.4%	短期借款	0	87	150	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>5</b>	<b>-7</b>	<b>5</b>	<b>-13</b>	<b>-23</b>	<b>-20</b>	应付款项	66	111	126	1,224	1,400	1,443
%销售收入	-0.9%	0.9%	-0.3%	0.5%	0.6%	0.4%	其他流动负债	6	17	71	69	93	108
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	72	215	347	1,293	1,494	1,551
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	630	630	630
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	9	9	8	11	11	11
%税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>81</b>	<b>223</b>	<b>355</b>	<b>1,934</b>	<b>2,135</b>	<b>2,192</b>
<b>营业利润</b>	<b>41</b>	<b>128</b>	<b>472</b>	<b>567</b>	<b>696</b>	<b>845</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>635</b>	<b>728</b>	<b>1,110</b>	<b>3,112</b>	<b>3,725</b>	<b>4,469</b>
营业利润率	7.4%	15.7%	33.2%	19.3%	17.1%	18.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>-4</b>	<b>-19</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>715</b>	<b>951</b>	<b>1,465</b>	<b>5,046</b>	<b>5,860</b>	<b>6,661</b>
<b>税前利润</b>	<b>38</b>	<b>109</b>	<b>463</b>	<b>567</b>	<b>696</b>	<b>845</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	6.7%	13.4%	32.6%	19.3%	17.1%	18.1%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>所得税</b>	<b>-5</b>	<b>-14</b>	<b>-63</b>	<b>-68</b>	<b>-84</b>	<b>-101</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.8%	12.7%	13.6%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.085	0.246	1.037	0.965	1.186	1.440
<b>净利润</b>	<b>33</b>	<b>95</b>	<b>400</b>	<b>499</b>	<b>613</b>	<b>744</b>	每股净资产	1.644	1.886	2.876	6.025	7.211	8.651
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	1.122	0.361	1.129
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>33</b>	<b>95</b>	<b>400</b>	<b>499</b>	<b>613</b>	<b>744</b>	每股股利	0.000	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
净利率	5.9%	11.7%	28.2%	17.0%	15.1%	15.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	5.16%	13.01%	36.07%	16.02%	16.45%	16.64%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	4.58%	9.96%	27.34%	9.88%	10.46%	11.17%
净利润	33	95	400	499	613	744	投入资本收益率	5.09%	14.37%	32.20%	13.55%	14.47%	14.88%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	29	36	38	48	69	76	主营业务收入增长率	-5.38%	45.56%	75.24%	106.68%	38.39%	15.01%
非经营收益	9	22	2	9	32	32	EBIT增长率	98.30%	261.93%	249.94%	22.68%	24.33%	20.42%
营运资金变动	4	-157	-394	24	-527	-268	净利润增长率	200.31%	189.44%	322.55%	24.57%	22.89%	21.37%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>75</b>	<b>-5</b>	<b>45</b>	<b>580</b>	<b>186</b>	<b>583</b>	总资产增长率	-20.73%	33.00%	53.94%	244.52%	16.13%	13.68%
资本开支	-11	-17	-3	-1,937	-95	-95	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	43.8	30.1	31.7	74.0	65.0	60.0
其他	0	0	23	1	0	0	存货周转天数	144.0	151.5	190.5	200.0	210.0	210.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-11</b>	<b>-17</b>	<b>20</b>	<b>-1,936</b>	<b>-95</b>	<b>-95</b>	应付账款周转天数	32.9	33.8	34.0	40.0	40.0	40.0
股权募资	0	0	0	1,503	0	0	固定资产周转天数	206.6	145.6	76.8	71.3	52.0	45.1
债权募资	-236	87	63	484	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	174	-5	-12	-18	-32	-32	净负债/股东权益	-8.59%	-3.83%	-7.23%	-6.81%	-7.30%	-16.30%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-62</b>	<b>82</b>	<b>51</b>	<b>1,969</b>	<b>-32</b>	<b>-32</b>	EBIT利息保障倍数	-7.5	19.3	-99.4	43.0	31.4	42.7
<b>现金净流量</b>	<b>3</b>	<b>60</b>	<b>117</b>	<b>612</b>	<b>60</b>	<b>457</b>	资产负债率	11.29%	23.48%	24.22%	38.32%	36.43%	32.91%

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	2	2	4
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.33</b>	<b>1.20</b>

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