

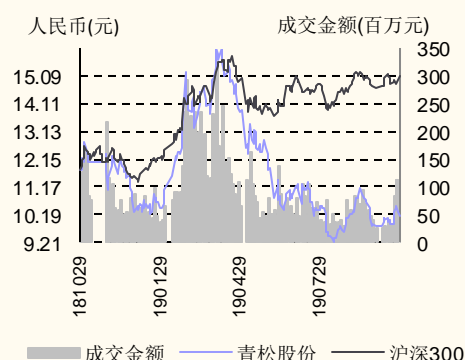
青松股份 (300132.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 16.29 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)	84.15
年内股价最高最低(元)	16.29/12.67
沪深 300 指数	3925
创业板指	2107



相关报告

- 1.《19 三季报点评: 松节油价格回落令业绩承压, 静待诺斯贝尔并购整...》, 2019.10.29
- 2.《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

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002

姬雨楠 联系人

收购诺斯贝尔剩余股份, 整合发力化妆品板块

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.037	0.877	1.02	1.15	1.33
每股净资产(元)	2.88	5.86	6.88	8.04	9.37
每股经营性现金流(元)	0.12	1.30	1.03	1.28	1.41
市盈率(倍)	9.97	12.57	15.97	14.11	12.23
净利润增长率(%)	322.55%	13.19%	16.28%	13.15%	15.42%
净资产收益率(%)	36.07%	14.97%	14.82%	14.36%	14.22%
总股本(百万股)	385.92	516.58	516.58	516.58	516.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- **2020年5月6日, 公司发布公告:** 拟通过全资子公司广东领博以现金方式收购诺斯贝尔剩余 10% 股份, 诺斯贝尔总体估值 43 亿元, 对应 19 年 PE 为 17x。2019 年 5 月, 公司曾收购诺斯贝尔 90% 股份, 对应作价 24.3 亿元, 当时诺斯贝尔总体估值 27 亿元, 对应 19 年 PE 为 11x。

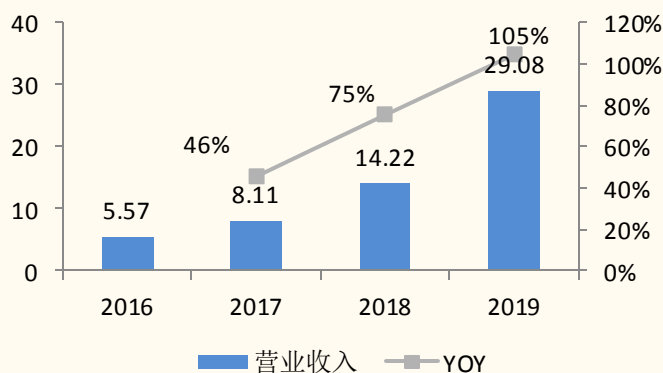
点评

- **2019 年及 1Q2020 营收高增, 主要原因为诺斯贝尔 19 年 5-12 月业绩并表:** 2019 年收入 29.08 亿元, 同比+104.57%; 归母净利润 4.53 亿元, 同比+13.19%; 扣非归母净利润 4.31 亿元, 同比+6.24%。1Q2020 收入 7.09 亿元, 同比+113.86%; 归母净利润 0.84 亿元, 同比+2.82%; 扣非归母净利润 0.82 亿元, 同比+3.72%。19 及 1Q20 收入高增原因为诺斯贝尔并表, 净利润增速较低主要受 19 下半年起化工产品价格回落毛利承压影响。
- **诺斯贝尔是国内最大的化妆品 ODM 商之一, 公司于 2019 年 4 月 24 日完成对诺斯贝尔 90% 股份的并购:** 诺斯贝尔在上游已与巴斯夫、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、植物医生、伽蓝集团、完美日记、御泥坊、上海家化、高姿、联合利华等知名品牌集团。19 年 5-12 月, 诺斯贝尔实现营业收入 16.04 亿元, 营业利润 2.48 亿元, 毛利率为 26.99%。其中面膜收入 8.34 亿元, 毛利率 29.60%; 护肤收入 4.22 亿元, 毛利率 26.36%; 湿巾收入 2.39 亿元, 其他化妆品收入 1.09 亿元。
- **诺斯贝尔完成 2018-2019 业绩承诺:** 诺斯贝尔原股东承诺 2018、2018-2019、2018-2020 实现累计扣非归母税后净利润不低于 2.0、4.4、7.28 亿元。2019 全年, 诺斯贝尔实现收入 21.78 亿元, 同比+10%; 归母净利润 2.53 亿元, 同比+23%。2018-2019 诺斯贝尔累计完成扣非归母税后净利润 4.53 亿元, 其中 2018 年 2.10 亿元, 2019 年 2.43 亿元 (同比+15.7%)。
- **19 年公司主业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。2019 年, 公司松节油深加工业务的主要原材料松节油价格下跌幅度较大, 受上下游价格传导效应影响, 19 年松节油深加工业务实现收入 13.04 亿元, 同比-8.24%; 营业利润 3.97 亿元, 同比-16.05%; 毛利率 36.49%, 同比-4.40pct。
- **投资建议:** 本次收购诺斯贝尔 10% 股份有利于公司对化妆品板块进行整合。考虑到公司主业松节油价格的回落, 我们预计 20-22 年归母净利润为 5.27 (较前次预测下调 14%)、5.96 (较前次预测下调 20%)、6.88 亿元, 同比+16%、13%、15%, 当前市值对应 PE 为 16x、14x、12x, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、业绩承诺无法兑现、股权质押风险、无实际控制人风险

收购诺斯贝尔剩余股份，整合发力化妆品板块

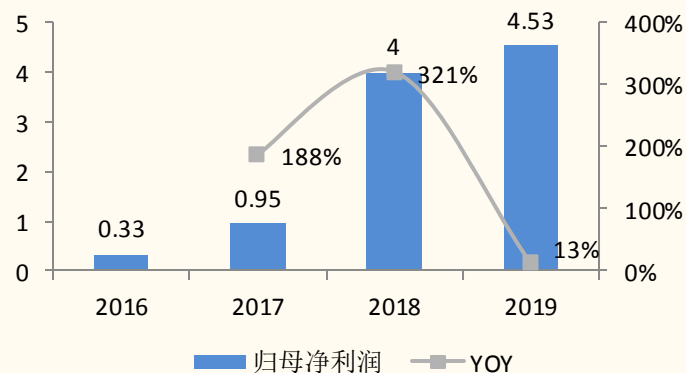
- **2019年及1Q2020营收高增，主要原因为诺斯贝尔19年5-12月业绩并表：**2019年收入29.08亿元，同比+104.57%；归母净利润4.53亿元，同比+13.19%；扣非归母净利润4.31亿元，同比+6.24%。1Q2020收入7.09亿元，同比+113.86%；归母净利润0.84亿元，同比+2.82%；扣非归母净利润0.82亿元，同比+3.72%。19及1Q20收入高增原因为诺斯贝尔并表，净利润增速较低主要受19下半年起化工产品价格回落毛利承压影响。
- **诺斯贝尔是国内最大的化妆品ODM商之一，公司于2019年4月24日完成对诺斯贝尔90%股份的并购：**诺斯贝尔在上游已与巴斯夫、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、植物医生、伽蓝集团、完美日记、御泥坊、上海家化、高姿、联合利华等知名品牌集团。19年5-12月，诺斯贝尔实现营业收入16.04亿元，营业利润2.48亿元，毛利率为26.99%。其中面膜收入8.34亿元，毛利率29.60%；护肤收入4.22亿元，毛利率26.36%；湿巾收入2.39亿元，其他化妆品收入1.09亿元。
- **诺斯贝尔完成2018-2019业绩承诺：**诺斯贝尔原股东承诺2018、2018-2019、2018-2020实现累计扣非归母税后净利润不低于2.0、4.4、7.28亿元。2019全年，诺斯贝尔实现收入21.78亿元，同比+10%；归母净利润2.53亿元，同比+23%。2018-2019诺斯贝尔累计完成扣非归母税后净利润4.53亿元，其中2018年2.10亿元，2019年2.43亿元（同比+15.7%）。
- **19年公司主业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。2019年，公司松节油深加工业务的主要原材料松节油价格下跌幅度较大，受上下游价格传导效应影响，19年松节油深加工业务实现收入13.04亿元，同比-8.24%；营业利润3.97亿元，同比-16.05%；毛利率36.49%，同比-4.40pct。

图表 1：公司营收（亿元）及增速



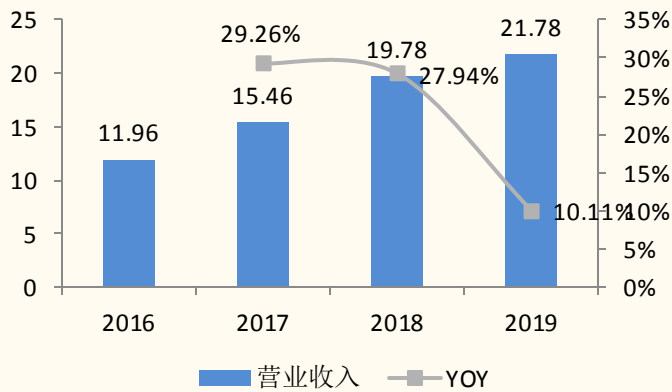
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司扣非归母净利润（亿元）及增速

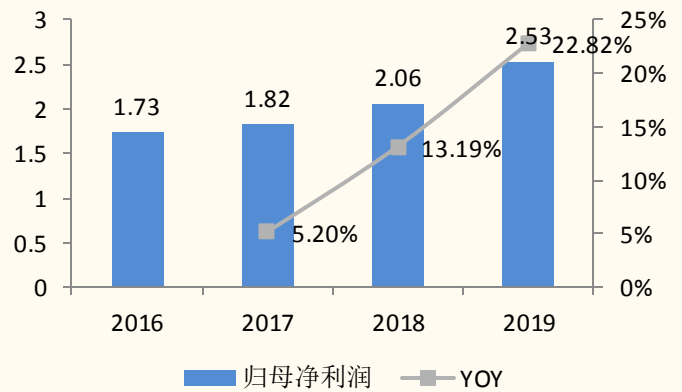


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3: 诺斯贝尔营收 (亿元) 及增速



图表 4: 诺斯贝尔扣非归母净利润 (亿元) 及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 2019 年 12 月 4 日, 山西欣亚辉企业管理咨询有限公司受让山西广佳汇企业管理咨询有限公司的 100% 股权, 杨建新在青松股份中可支配表决权的股份数量从 1.15 亿股下降至 0.65 亿股, 可支配表决权比例从 22.26% 下降至 12.66%。目前公司不存在持股 50% 以上的控股股东, 不存在可以实际支配公司股份表决权超过 30% 的股东, 无实际控制人。

图表 5: 公司前十大股东 (2020Q1)

股东名称	持股数量	持股比例
山西广佳汇企业管理咨询有限公司	49,622,557	9.61%
诺斯贝尔(香港)无纺布制品有限公司	47,392,045	9.17%
柯维龙	27,112,069	5.25%
杨建新	22,820,000	4.42%
中山维雅投资管理咨询有限公司	18,303,359	3.54%
中山合富盈泰投资管理咨询有限公司	11,583,010	2.24%
中山中科南头创业投资有限公司	8,488,020	1.64%
宁波君度尚左股权投资合伙企业(有限合伙)	8,382,102	1.62%
中山协诚通投资管理咨询有限公司	8,083,358	1.56%
中山瑞兰投资管理咨询有限公司	7,952,556	1.54%
合计	209,739,076	40.59%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

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)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	811	1,422	2,908	4,143	4,776	5,492	货币资金	115	230	645	1,048	1,617	2,148
增长率		75.2%	104.6%	42.5%	15.3%	15.0%	应收账款	117	235	770	781	900	960
主营业务成本	-581	-840	-1,999	-3,003	-3,472	-4,004	存货	302	576	865	987	1,046	1,207
%销售收入	71.6%	59.1%	68.8%	72.5%	72.7%	72.9%	其他流动资产	26	43	82	116	126	136
毛利	230	581	909	1,140	1,304	1,488	流动资产	559	1,084	2,362	2,933	3,690	4,451
%销售收入	28.4%	40.9%	31.2%	27.5%	27.3%	27.1%	%总资产	58.8%	74.0%	50.7%	56.0%	61.6%	66.0%
营业税金及附加	-4	-7	-15	-24	-24	-27	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	329	337	659	690	701	707
营业费用	-27	-26	-86	-145	-167	-192	%总资产	34.6%	23.0%	14.1%	13.2%	11.7%	10.5%
%销售收入	3.3%	1.8%	2.9%	3.5%	3.5%	3.5%	无形资产	29	28	1,608	1,591	1,576	1,563
管理费用	-65	-32	-108	-157	-181	-209	非流动资产	392	381	2,293	2,309	2,305	2,298
%销售收入	8.1%	2.3%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	%总资产	41.2%	26.0%	49.3%	44.0%	38.4%	34.0%
息税前利润 (EBIT)	134	470	596	665	759	862	资产总计	951	1,465	4,655	5,242	5,994	6,748
%销售收入	16.5%	33.0%	20.5%	16.0%	15.9%	15.7%	短期借款	87	150	214	244	300	251
财务费用	-7	5	-20	-48	-61	-56	应付款项	111	126	482	529	611	704
%销售收入	0.9%	-0.3%	0.7%	1.2%	1.3%	1.0%	其他流动负债	17	71	128	130	149	171
资产减值损失	-4	-6	-34	0	0	0	流动负债	215	347	823	904	1,060	1,126
公允价值变动收益	0	0	-3	0	0	0	长期贷款	0	0	637	637	637	637
投资收益	0	1	0	0	0	0	其他长期负债	9	8	36	15	15	15
%税前利润	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	223	355	1,497	1,556	1,712	1,778
营业利润	128	472	555	620	701	810	普通股股东权益	728	1,110	3,028	3,555	4,151	4,839
营业利润率	15.7%	33.2%	19.1%	15.0%	14.7%	14.7%	少数股东权益	0	0	130	130	130	130
营业外收支	-19	-9	-1	0	0	0	负债股东权益合计	951	1,465	4,655	5,242	5,994	6,748
税前利润	109	463	553	620	701	810	比率分析						
利润率	13.4%	32.6%	19.0%	15.0%	14.7%	14.7%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-14	-63	-79	-93	-105	-121	每股指标						
所得税率	12.7%	13.6%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.246	1.037	0.877	1.020	1.154	1.332
净利润	95	400	474	527	596	688	每股净资产	1.886	2.876	5.862	6.882	8.036	9.368
少数股东损益	0	0	21	0	0	0	每股经营现金净流	-0.012	0.118	1.304	1.031	1.283	1.411
归属于母公司的净利润	95	400	453	527	596	688	每股股利	0.000	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
净利率	11.7%	28.2%	15.6%	12.7%	12.5%	12.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.01%	36.07%	14.97%	14.82%	14.36%	14.22%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	9.96%	27.34%	9.74%	10.05%	9.95%	10.20%
净利润	95	400	474	527	596	688	投入资本收益率	14.37%	32.20%	12.68%	12.38%	12.36%	12.51%
少数股东损益	0	0	21	0	0	0	增长率						
非现金支出	36	38	121	77	79	82	主营业务收入增长率	45.56%	75.24%	104.57%	42.46%	15.28%	14.99%
非经营收益	22	2	18	37	74	74	EBIT增长率	261.93%	249.94%	26.88%	11.60%	14.17%	13.54%
营运资金变动	-157	-394	60	-108	-87	-116	净利润增长率	189.44%	322.55%	13.19%	16.28%	13.15%	15.42%
经营活动现金净流	-5	45	674	533	663	729	总资产增长率	33.00%	53.94%	217.83%	12.60%	14.36%	12.58%
资本开支	-17	-3	-90	-94	-75	-75	资产管理能力						
投资	0	0	-804	0	0	0	应收账款周转天数	30.1	31.7	53.9	60.0	60.0	55.0
其他	0	23	1	0	0	0	存货周转天数	151.5	190.5	131.5	120.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-17	20	-893	-93	-75	-75	应付账款周转天数	33.8	34.0	43.0	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	145.6	76.8	71.7	49.5	41.9	35.2
债权募资	87	63	700	31	55	-49	偿债能力						
其他	-5	-12	-68	-67	-74	-74	净负债/股东权益	-3.83%	-7.23%	6.51%	-4.53%	-15.89%	-25.36%
筹资活动现金净流	82	51	631	-36	-19	-123	EBIT利息保障倍数	19.3	-99.4	30.1	13.8	12.5	15.5
现金净流量	60	117	412	403	569	531	资产负债率	23.48%	24.22%	32.15%	29.69%	28.57%	26.35%

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	2	5
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	1.00	1.00

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。

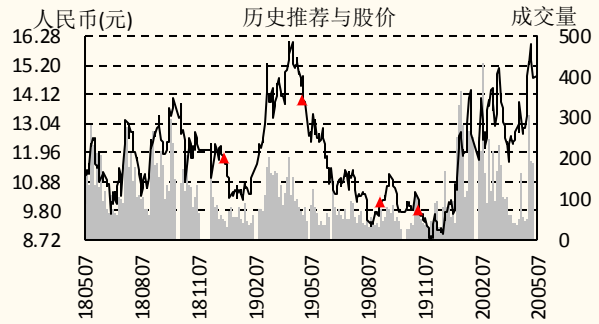
最终评分与平均投资建议对照：

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	2018-12-19	增持	11.78	13.00~15.00
2	2019-03-03	增持	13.95	N/A
3	2019-04-26	增持	14.46	N/A
4	2019-08-28	增持	9.89	N/A
5	2019-10-29	增持	10.18	N/A

来源：国金证券研究所



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