

投资评级 优于大市 首次覆盖

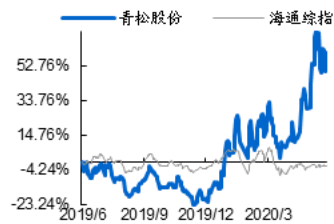
松节油深加工和合成樟脑龙头企业，通过并购开拓化妆品领域

股票数据

06月03日收盘价(元)	18.13
52周股价波动(元)	8.66-20.10
总股本/流通A股(百万股)	517/460
总市值/流通市值(百万元)	9366/8342

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	30.6	54.5	48.7
相对涨幅(%)	29.1	46.4	47.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

证书:S0850519110003

投资要点:

- **青松股份: 国内最大的松节油深加工企业和全球最大的合成樟脑供应商, 通过并购诺斯贝尔开拓化妆品领域。**公司主要从事松节油深加工系列产品的研发、生产与销售。公司是国内最大的松节油深加工企业, 同时也是全球最大的合成樟脑及其中间产品的供应商。2019年, 公司实现营业收入29.08亿元, 同比增长104.57%, 实现归母净利润4.53亿元, 同比上升13.19%。
- **公司拟通过全资子公司收购诺斯贝尔剩余10%股权。**2020年5月6日, 公司发布公告, 拟由公司全资子公司广东领博以现金方式收购香港诺斯贝尔10%的股份, 交易对价为4.3亿元人民币。本次交易完成前, 公司持有诺斯贝尔90%股份, 系诺斯贝尔的控股股东; 本次交易完成后, 公司及全资子公司广东领博将分别持有诺斯贝尔90%和10%的股份, 合计持有100%股份。
- **积极推进林产化学品系列扩建改造项目, 公司合成樟脑产能将提升至15000吨。**公司新建1.5万吨香料项目包含包括龙涎酮产品5000吨/年, 乙酸苄酯产品10000吨/年。项目已完成安全验收及通过环保验收, 并取得《危化品使用许可证》, 2019年11月起正式投产。另外, 公司拥有1000吨/年的冰片产能和1万吨/年的合成樟脑产能。其中, 500吨/年冰片精制扩建项目报告期内已完成项目安全验收及通过环保验收, 正式生产。年产5000吨合成樟脑扩建项目(含生产线自动化改造)项目, 于2019年下半年进行项目试生产, 该项目未来达产后, 公司合成樟脑产能将提升至15000吨。
- **集设计、研发和制造于一体的化妆品ODM企业, 专注于面膜、护肤品和湿巾。**诺斯贝尔是一家集设计、研发和制造于一体的综合型化妆品生产企业, 致力于成为国际一流的化妆品研发、制造商。公司以ODM为主, OEM为辅的直接销售形式。ODM模式是根据客户要求的品类、规格、功能和质量, 设计产品配方和包装并进行生产, 产品贴客户商标进行销售; OEM模式是根据客户要求的品类、规格、外观、形状、功能、质量, 利用自有配方或客户提供的配方进行生产, 产品贴客户商标进行销售。主要产品涵盖面膜、护肤品和湿巾三大品类。
- **盈利预测与估值区间。**我们预计公司2020-22年净利润分别为5.54亿元、6.14亿元、6.77亿元, 对应EPS分别为1.07、1.19、1.31元。我们给予公司2020年18-22倍PE, 对应合理价值区间为19.26-23.54元, 首次覆盖给予“优于大市”投资评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险; 无实际控制人风险; 宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1422	2908	3836	4077	4359
(+/-)YoY(%)	75.2%	104.6%	31.9%	6.3%	6.9%
净利润(百万元)	400	453	554	614	677
(+/-)YoY(%)	322.6%	13.2%	22.2%	11.0%	10.2%
全面摊薄EPS(元)	0.78	0.88	1.07	1.19	1.31
毛利率(%)	40.9%	31.2%	27.7%	28.4%	29.1%
净资产收益率(%)	36.1%	15.0%	16.1%	15.8%	15.4%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 青松股份：国内松节油深加工和全球合成樟脑龙头企业	5
1.1 公司是全球最大的合成樟脑供应商，收购诺斯贝尔切入化妆品领域	5
1.2 行业格局优化，经营业绩持续增长	5
1.3 股权结构：山西广佳汇企业管理咨询有限公司持股 9.61%	6
2. 全球最大的松节油深加工企业及合成樟脑供应商	6
3. 诺斯贝尔：集设计、研发和制造于一体的化妆品 ODM 企业	8
4. 盈利预测与估值区间	10
5. 风险提示	11
财务报表分析和预测	12

图目录

图 1	2015-2019 年公司营业收入和归母净利润变化.....	6
图 2	2015-2019 年公司毛利率和净利率情况.....	6
图 3	2018-2019 年公司分产品营收(亿元).....	6
图 4	2018-2019 年公司分产品毛利(亿元).....	6
图 5	公司股权结构(截至 2020 年 3 月 31 日).....	6
图 6	合成樟脑产业链.....	7
图 7	樟脑-松节油价格价差走势图(元/吨).....	8
图 8	诺斯贝尔主营业务.....	8
图 9	2017-2019 年诺斯贝尔营业收入和归母净利润变化.....	9
图 10	2019 年 5-12 月诺斯贝尔营收占比.....	9
图 11	2019 年 5-12 月诺斯贝尔毛利占比.....	9
图 12	2013-2021 年全球面膜行业市场规模及预测.....	10

表目录

表 1	公司主要产品介绍.....	5
表 2	合成樟脑下游应用领域	7
表 3	青松股份分业务盈利预测.....	10
表 4	可比公司估值表	11

1. 青松股份：国内松节油深加工和全球合成樟脑龙头企业

1.1 公司是全球最大的合成樟脑供应商，收购诺斯贝尔切入化妆品领域

青松股份是国内最大的松节油深加工企业和全球最大的合成樟脑供应商，通过收购诺斯贝尔开拓化妆品领域。青松股份成立于2001年1月，2010年10月在深圳证券交易所创业板上市。公司主要从事松节油深加工系列产品的研发、生产与销售，是国内最大的松节油深加工企业，同时也是全球最大的合成樟脑及其中间产品的供应商。公司行业地位突出，同时在技术研发、原材料、成本等方面具有明显的优势。公司于2019年4月24日完成对诺斯贝尔化妆品股份有限公司90%股份的并购，开拓面膜、护肤品、湿巾等化妆品的设计、研发与制造业务。

表1 公司主要产品介绍

产品名称	分子式	用途
合成樟脑	C ₁₀ H ₁₈ O	医药上用作强心剂、兴奋剂、清凉剂的生产；香精香料的主要原料之一；日常生活用作防虫蛀剂。工业上用作赛璐珞、聚氯乙烯、橡胶、硝化纤维及粉末、工业中的增塑剂、炸药稳定剂。
茨烯	C ₁₀ H ₁₄	多用途的化学中间体和有机合成原料，广泛应用于香精香料、农药、电子化学以及涂料等领域。
乙酸异龙脑酯	C ₁₀ H ₁₆ CH ₃ COOH	用途广泛的基础香料，主要作为香精香料工业中的调香剂使用。
对伞花烃	C ₁₀ H ₁₄	用于制取对甲苯酚、丙酮，用作染料、医药、香料的中间体。
醋酸钠	CH ₃ COONa	用于染料、有机合成、制药、试剂、焊接助剂等。
双戊烯	C ₁₀ H ₁₆	主要用作橡胶再生主剂和合成香料基础原料。
冰片	C ₁₀ H ₁₇ OH	中药饮片、香精香料原料。

资料来源：青松股份招股说明书，海通证券研究所

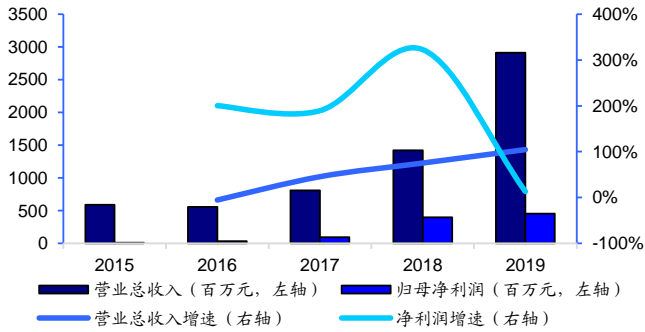
公司拟通过全资子公司收购诺斯贝尔剩余10%股权。2020年5月6日，公司发布公告，拟由公司全资子公司广东领博以现金方式收购香港诺斯贝尔10%的股份，交易对价为4.3亿元人民币。交易完成前，公司持有诺斯贝尔90%股份，系诺斯贝尔的控股股东；此次交易完成后，公司及全资子公司广东领博将分别持有诺斯贝尔90%和10%的股份，合计持有100%股份。

1.2 行业格局优化，经营业绩持续增长

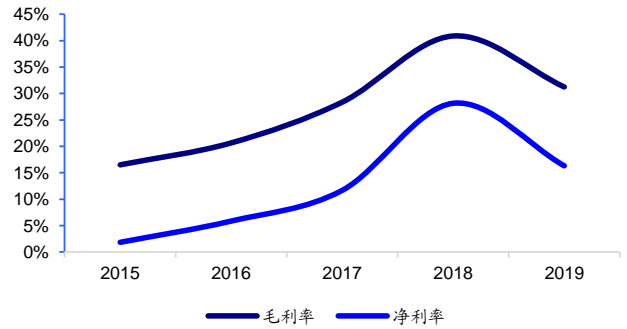
2015-2018年，公司营业收入和净利润保持增长态势。2015-2018年公司营收分别为5.89亿元、5.57亿元、8.11亿元和14.22亿元，2016-2018年同比增长-5.38%、45.56%和75.24%。2015-2018年归母净利润分别为0.11亿元、0.33亿元、0.95亿元和4.00亿元，2016-2018年同比增长200.31%、189.44%和322.55%。

2019年，公司实现归母净利润4.53亿元，同比上升13.19%。据Wind数据，2019年，公司实现营业收入29.08亿元，同比增长104.57%，实现归母净利润4.53亿元，同比上升13.19%，营收高速增长主要为2019年5月起诺斯贝尔开始并表，净利增速低于营收增速主要为化工产品价格下半年开始同比下跌所致。2019年，公司合成樟脑系列、冰片系列和其他林产化学品系列营收分别同比下降7.75%、0.91%和18.57%。

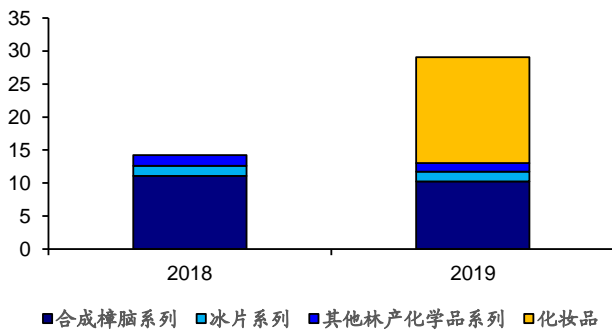
2015-2019年公司产品毛利率分别为16.51%、20.66%、28.37%、40.89%和31.25%。2019年受松节油价格下跌的影响，公司松节油深加工业务的产品毛利率较上年同期下降，合成樟脑系列、冰片系列和其他林产化学品系列毛利分别同比下降18.54%、7.49%和25.87%。

图1 2015-2019 年公司营业收入和归母净利润变化


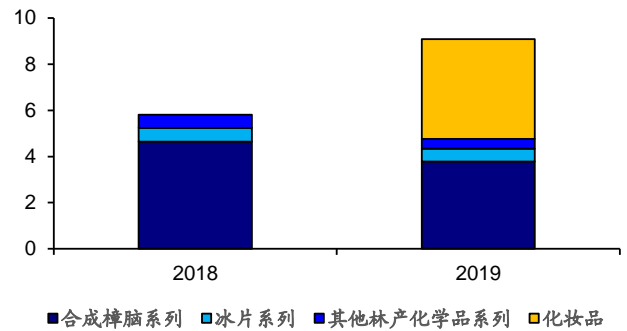
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 2015-2019 年公司毛利率和净利率情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 2018-2019 年公司分产品营收 (亿元)


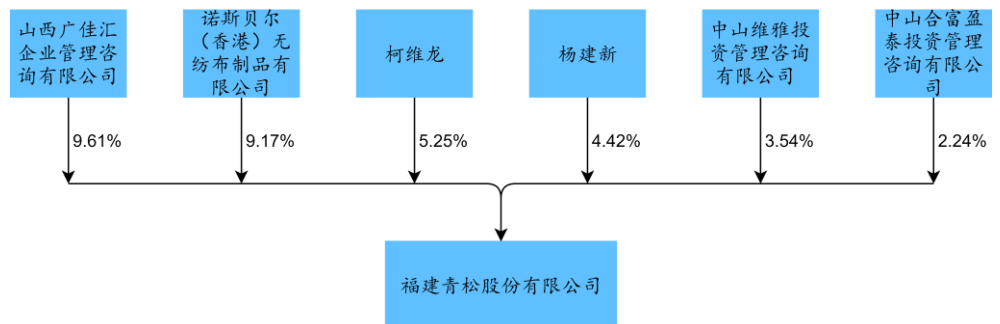
资料来源: 公司 2019 年年报, 海通证券研究所

图4 2018-2019 年公司分产品毛利 (亿元)


资料来源: 公司 2019 年年报, 海通证券研究所

1.3 股权结构: 山西广佳汇企业管理咨询有限公司持股 9.61%

公司第一大股东为山西广佳汇企业管理咨询有限公司。据 Wind 信息, 截至 2020 年 3 月 31 日, 山西广佳汇企业管理咨询有限公司持有公司 4962 万股股份, 占公司股本总数的 9.61%。公司无控股股东和实际控制人。

图5 公司股权结构 (截至 2020 年 3 月 31 日)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 全球最大的松节油深加工企业及合成樟脑供应商

樟脑行业是最具活力的林产品深加工领域之一, 且在医药、香料、日化等领域发挥着难以替代的作用, 因此其需求始终保持稳定增长。合成樟脑有较强烈的清凉感和芳香气味, 具有皮肤刺激类药物活性、防腐活性、驱虫及防虫蛀活性, 以及对硝化棉等特殊材料的良好增塑性能, 因此, 合成樟脑在医药及医药中间体、安全型防虫蛀剂、工业原

料、香料等领域内得到了广泛的应用。

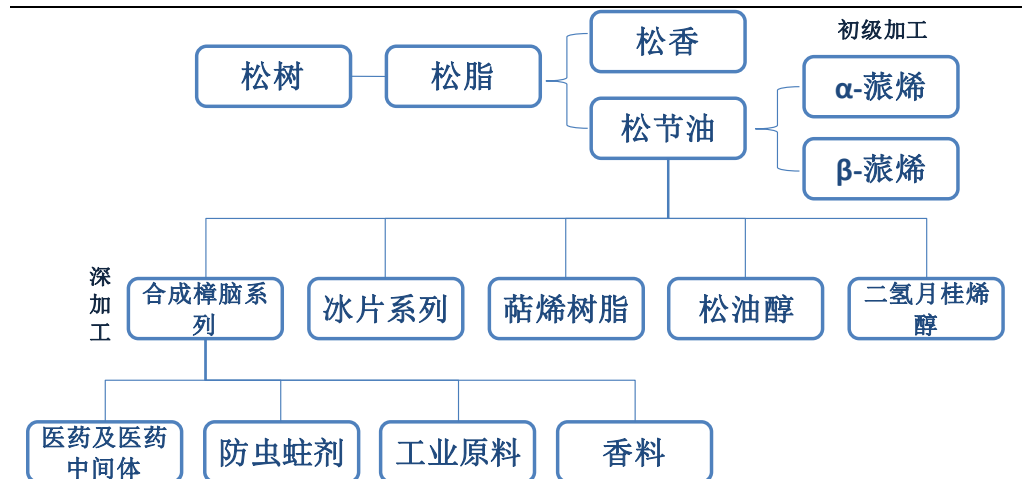
表 2 合成樟脑下游应用领域

应用领域	内容	
医药	中成药	直接药用可入跌打、活血外用膏和药用油（水）制剂，也可入解暑、醒脑、健胃作用的口服中成药制剂
	医药中间体	主要用于生产中神经兴奋剂的医药中间体——樟脑磺酸和苯酞氨酸
防虫蛀剂	主要用于安全型防虫蛀剂	
工业原料	主要用于赛璐珞和摄影胶片的增塑剂、无烟炸药制造中用作稳定剂	
香料	直接应用于日化香精配方、日用化学品和工业品的加香；以合成樟脑为原料可衍生出多种重要的合成香料中间体，从合成香料中间体出发可以合成许多高价值的香料化合物	

资料来源：青松股份招股说明书，海通证券研究所

我国最大的松节油深加工企业及全球最大的合成樟脑供应商。公司是我国最大的松节油深加工企业，也是全球最大的合成樟脑及系列产品的供应商，产品种类多，质量好，技术水平较高，市场营销能力较强，具备较强的定价自主权。除了通过国内药品 GMP 检查外，公司也取得了欧盟 REACH、美国 FDA 及日本 GMP 等多项认证，不仅为公司产品进入欧美市场取得了通行证，也为公司下一步开发市场客户提供了产品品质证明。

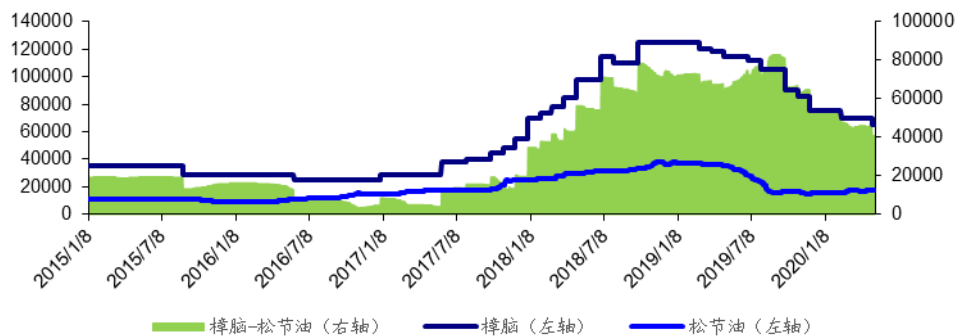
图 6 合成樟脑产业链



资料来源：青松股份招股说明书，海通证券研究所

全球合成樟脑产能集中在中国和印度。2013 年，全球樟脑总需求量约 2.75 万吨，其中我国企业樟脑总产量为 1.77 万吨。国内原有主要生产企业包括青松股份、苏州合成化工有限公司、上海华谊集团华原化工有限公司、广州黄埔化工有限公司、德庆天利化工有限公司、嘉兴香料厂。印度产能受原料制约难以继续提高，新增市场需求主要依赖进口来满足。**2016 年以来，受环保趋严影响，国内樟脑行业供给端大幅收缩，目前主要供应商仅福建青松、广西梧州黄浦两家。**

原材料价格下跌引起产品价格波动，松节油深加工业务营收及毛利率同比下降。2019 年，公司松节油深加工业务实现营业收入 13.04 亿元，同比下降 8.24%，毛利率为 36.49%，同比下降 4.4 个百分点。营收及产品毛利率同比下降的原因是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，松节油深加工业务的产品价格波动较大。根据 WIND 数据，2019 年合成樟脑均价为 10.7 万元/吨，同比增长 5.8%，松节油均价为 2.7 万元/吨，同比下降 14.2%，樟脑-松节油价差为 7.0 万元/吨，同比增长 20.8%。

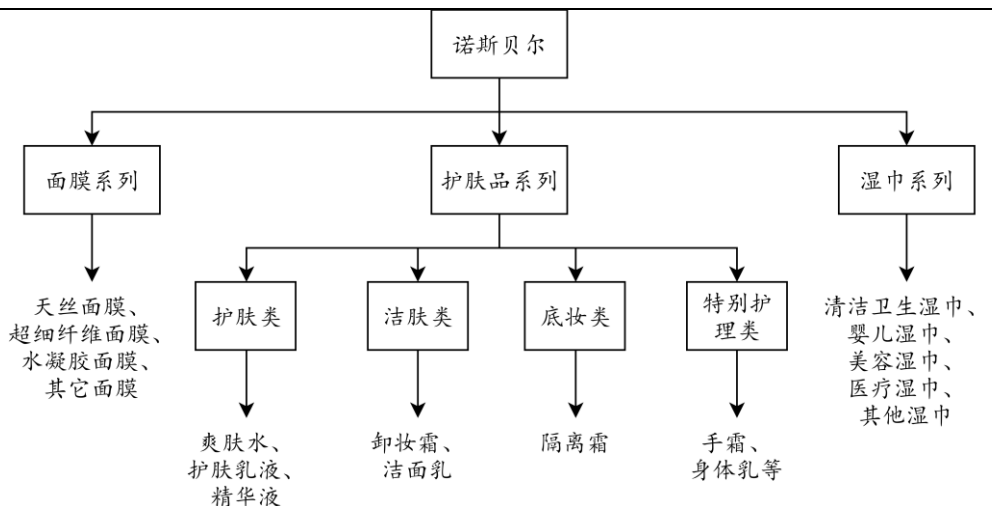
图7 樟脑-松节油价格价差走势图 (元/吨)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

积极推进林产化学品系列扩建改造项目,公司合成樟脑产能将提升至 15000 吨。公司拥有 1000 吨/年的冰片产能和 1 万吨/年的合成樟脑产能。其中,500 吨/年冰片精制扩建项目报告期内已完成项目安全验收及通过环保验收,正式生产。年产 5000 吨合成樟脑扩建项目(含生产线自动化改造)项目,于 2019 年下半年进行项目试生产,该项目达产后,公司合成樟脑产能将提升至 15000 吨。此外,公司新建 1.5 万吨香料项目包含包括龙涎酮产品 5000 吨/年,乙酸苄酯产品 10000 吨/年。项目已完成安全验收及通过环保验收,并取得《危化品使用许可证》,2019 年 11 月起正式投产。

3. 诺斯贝尔: 集设计、研发和制造于一体的化妆品 ODM 企业

诺斯贝尔是集设计、研发和制造于一体的化妆品 ODM 企业,专注于面膜、护肤品和湿巾等领域。公司以 ODM 为主,OEM 为辅的直接销售形式。ODM 模式是根据客户要求的品类、规格、功能和质量,设计产品配方和包装并进行生产,产品贴客户商标进行销售;OEM 模式是根据客户要求的品类、规格、外观、形状、功能、质量,利用自有配方或客户提供的配方进行生产,产品贴客户商标进行销售。主要产品涵盖面膜系列、护肤品系列和湿巾系列三大品类。

图8 诺斯贝尔主营业务


资料来源: 公司 2019 年年报、海通证券研究所

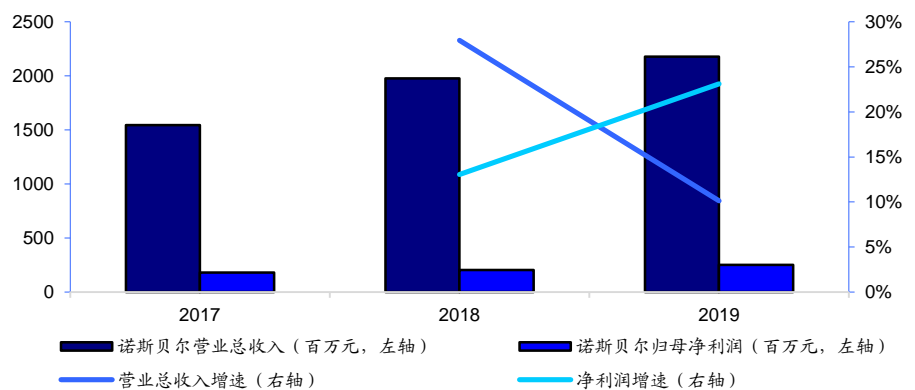
诺斯贝尔坐拥客户资源和供应商优势。诺斯贝尔的主要客户包括屈臣氏、溯黎、植物医生、伽蓝集团、完美日记、滴露、GAMA、御泥坊、上海家化、高姿、三草两木、伊贝诗、联合利华、Babysec 等知名企业/品牌。诺斯贝尔多次获得主要客户的认可和奖项,例如屈臣氏公司颁发的“挚爱自有品牌大奖”、上海家化公司颁发的“优秀供应商”、完美(中国)有限公司颁发的“年度金牌供应商”等称号。诺斯贝尔在与巴斯夫、德之馨、赛比克、亚什兰、舒美、龙沙、杜邦、科莱恩等与 30 余家全球知名原料供应商或

其代理商建立采购关系，触及最先进的原料科研成果，使诺斯贝尔本身的配方研发获得较大提升。

诺斯贝尔 2019 年度实现归母净利润 2.52 亿元，同比上升 23%。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。诺斯贝尔 2019 全年实现收入 21.78 亿元，同比上升 10%；实现归母净利润 2.52 亿元，同比上升 23%。诺斯贝尔 2019 年 5 月开始纳入公司合并报表，2019 年 5-12 月实现营业收入 16.04 亿元，营业利润 2.48 亿元，毛利率 26.99%。

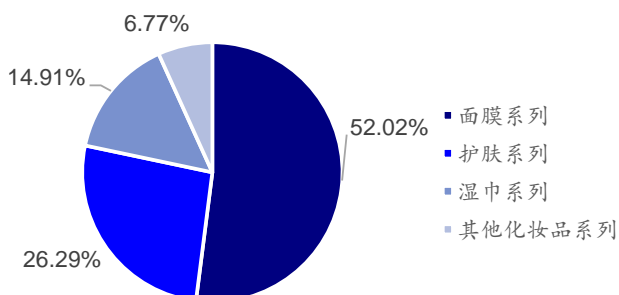
从诺斯贝尔营业收入来看，2019 年 5-12 月面膜系列、护肤系列、湿巾系列、其他化妆品系列的营业收入依次占比 52.02%、26.29%、14.91%和 6.77%。从诺斯贝尔毛利润来看，2019 年 5-12 月面膜系列、护肤系列、湿巾系列、其他化妆品系列的毛利润依次占比 57.07%、25.68%、11.29%和 5.96%。

图9 2017-2019 年诺斯贝尔营业收入和归母净利润变化



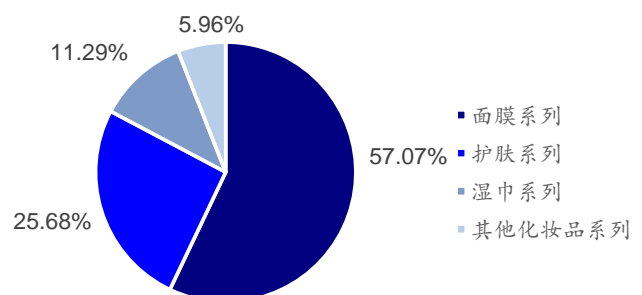
资料来源：《全资子公司广东领博科技投资有限公司拟购买少数股权所涉及的诺斯贝尔化妆品股份有限公司股东全部权益资产评估报告》，海通证券研究所

图10 2019 年 5-12 月诺斯贝尔营收占比



资料来源：Wind，公司 2019 年年报，海通证券研究所

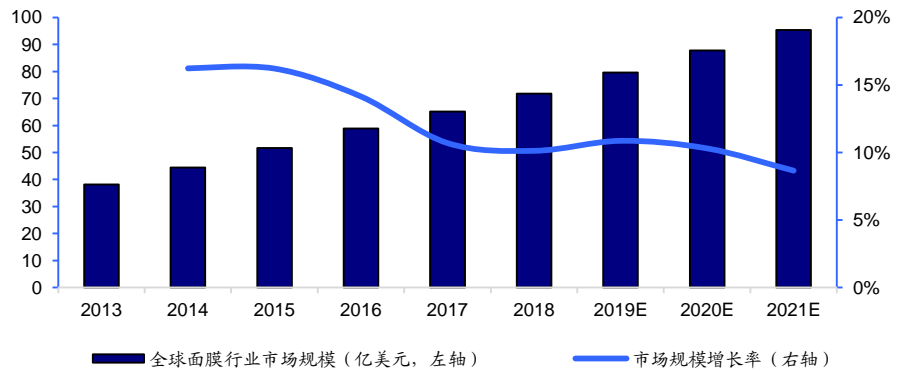
图11 2019 年 5-12 月诺斯贝尔毛利占比



资料来源：Wind，公司 2019 年年报，海通证券研究所

中国市场容量和消费增长带动化妆品行业快速发展。根据国家统计局统计，2019 年社会消费品零售总额 41.16 万亿元，同比增长 8.0%，其中化妆品类总额 2992 亿元，同比增长 12.6%（限额以上单位消费品零售额）。中国经济的持续稳定发展带来居民收入水平的不断提高，使化妆品等消费行业具备良好的发展动力。同时，随着国民素质的提高和消费理念的转变，大众审美水平进一步提高的情况下，仪容整洁习惯亦逐步改变，消费者愈加注重个人外表，对化妆品的消费力度加大，化妆品行业的发展拥有了更加宽阔的市场环境和市场空间。

全球面膜行业的市场规模保持 10% 以上的快速增长。根据艾媒咨询统计，2018 年全球面膜行业市场规模为 71.8 亿美元，同比增长 10.12%，2014-18 年同比增长都在 10% 以上。艾媒咨询判断 2021 年全球面膜市场规模将突破 90 亿美元，达到 95.4 亿美元。

图12 2013-2021 年全球面膜行业市场规模及预测


资料来源：艾媒咨询，海通证券研究所

4. 盈利预测与估值区间

我们预计公司 2020-22 年净利润分别为 5.54 亿元、6.14 亿元、6.77 亿元，对应 EPS 分别为 1.07、1.19、1.31 元。我们给予公司 2020 年 18-22 倍 PE，对应合理价值区间为 19.26-23.54 元，首次覆盖给予“优于大市”投资评级。

关键盈利预测建设：1) 价格假设：我们预计林产化学品 2020-2022 年不含税均价分别为 3.80、3.85、3.90 万元/吨。2) 销量假设：根据公司 2019 年年报，年产 5,000 吨合成樟脑扩建项目（含生产线自动化改造）项目，于 2019 年下半年进行项目试生产。该项目未来达产后，公司合成樟脑产能将提升至 15,000 吨，我们预计林产化学品 2020-2022 年开工率分别为 88%、90%、92%，2020-2022 年销量分别为 3.96、4.05、4.14 万吨。

表 3 青松股份分业务盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
总收入 (百万元)	2908.12	3835.75	4076.68	4358.60
总成本 (百万元)	1999.38	2772.95	2918.96	3091.34
总毛利 (百万元)	908.74	1062.80	1157.72	1267.25
总毛利率	31.25%	27.71%	28.40%	29.07%
林产化学品				
收入 (百万元)	1304.40	1504.80	1559.25	1614.60
成本 (百万元)	828.43	978.12	1005.72	1033.34
毛利 (百万元)	475.97	526.68	553.53	581.26
毛利率	36.49%	35.00%	35.50%	36.00%
化妆品				
收入 (百万元)	1603.72	2330.95	2517.43	2744.00
成本 (百万元)	1170.95	1794.83	1913.24	2058.00
毛利 (百万元)	432.77	536.12	604.18	686.00
毛利率	26.99%	23.00%	24.00%	25.00%

资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

表 4 可比公司估值表

代码	简称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600873.SH	梅花生物	4.57	0.32	0.27	0.39	13.97	15.86	11.10
600309.SH	万华化学	48.99	3.23	2.82	4.08	17.41	15.83	10.95
300740.SZ	御家汇	14.22	0.07	0.14	0.21	143.32	89.84	62.64
	均值					58.23	40.51	28.23

资料来源: Wind, 海通证券研究所。注: 收盘价为 2020 年 6 月 3 日收盘价, EPS 为 Wind 一致预期

5. 风险提示

原材料价格波动风险; 无实际控制人风险; 宏观经济下行。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	2908	3836	4077	4359
每股收益	0.88	1.07	1.19	1.31	营业成本	1999	2773	2919	3091
每股净资产	5.86	6.64	7.52	8.50	毛利率%	31.2%	27.7%	28.4%	29.1%
每股经营现金流	1.31	0.54	1.30	1.17	营业税金及附加	15	19	20	22
每股股利	0.00	0.29	0.31	0.33	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	86	113	120	129
P/E	20.67	16.91	15.24	13.83	营业费用率%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
P/B	3.09	2.73	2.41	2.13	管理费用	108	144	142	158
P/S	3.22	2.44	2.30	2.15	管理费用率%	3.7%	3.8%	3.5%	3.6%
EV/EBITDA	8.65	14.12	12.09	10.62	EBIT	596	648	728	802
股息率%	0.0%	1.6%	1.7%	1.8%	财务费用	20	6	15	11
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.7%	0.2%	0.4%	0.3%
毛利率	31.2%	27.7%	28.4%	29.1%	资产减值损失	-34	0	0	0
净利润率	15.6%	14.4%	15.1%	15.5%	投资收益	0	2	2	2
净资产收益率	15.0%	16.1%	15.8%	15.4%	营业利润	555	663	737	817
资产回报率	9.7%	10.9%	10.9%	10.9%	营业外收支	-1	-2	-2	-2
投资回报率	12.7%	13.2%	13.3%	13.2%	利润总额	553	661	735	815
盈利增长 (%)					EBITDA	683	677	760	837
营业收入增长率	104.6%	31.9%	6.3%	6.9%	所得税	79	95	104	118
EBIT 增长率	26.9%	8.8%	12.2%	10.2%	有效所得税率%	14.2%	14.3%	14.2%	14.5%
净利润增长率	13.2%	22.2%	11.0%	10.2%	少数股东损益	21	13	17	20
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	453	554	614	677
资产负债率	32.1%	29.7%	27.9%	26.2%					
流动比率	2.87	3.23	3.51	3.79	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.79	1.78	2.07	2.35	货币资金	645	442	822	1110
现金比率	0.78	0.53	0.92	1.16	应收账款及应收票据	679	893	878	977
经营效率指标					存货	865	1178	1244	1330
应收帐款周转天数	85.25	85.00	78.59	81.84	其它流动资产	173	193	193	195
存货周转天数	157.83	155.00	155.50	157.00	流动资产合计	2362	2706	3136	3612
总资产周转率	0.62	0.75	0.73	0.70	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	5.09	6.37	6.16	5.82	固定资产	571	602	661	748
					在建工程	87	117	142	162
					无形资产	138	163	177	180
					非流动资产合计	2293	2379	2477	2587
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	4655	5085	5613	6199
净利润	453	554	614	677	短期借款	212	0	0	0
少数股东损益	21	13	17	20	应付票据及应付账款	380	532	568	596
非现金支出	124	29	32	35	预收账款	71	96	102	113
非经营收益	18	3	0	0	其它流动负债	161	209	224	244
营运资金变动	60	-322	7	-128	流动负债合计	823	837	894	953
经营活动现金流	676	277	670	603	长期借款	637	637	637	637
资产	-90	-117	-132	-147	其它长期负债	36	36	36	36
投资	-804	0	0	0	非流动负债合计	673	673	673	673
其他	1	2	2	2	负债总计	1497	1510	1567	1627
投资活动现金流	-893	-115	-130	-145	实收资本	517	517	517	517
债权募资	1018	-212	0	0	归属于母公司所有者权益	3028	3432	3886	4393
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	130	143	160	179
其他	-391	-153	-160	-170	负债和所有者权益合计	4655	5085	5613	6199
融资活动现金流	627	-365	-160	-170					
现金净流量	415	-203	380	288					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 03 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
李智 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 皇马科技,梅花生物,联瑞新材,东岳硅材,双一科技,和远气体,诺普信,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,新洋丰,扬农化工,苏博特,浙江龙盛,三角轮胎,鲁西化工,万润股份,国光股份,中旗股份,利民股份,光华科技,海利尔,飞凯材料,赛轮轮胎,安道麦 A,雅化集团,华峰氨纶,先达股份,万顺新材,金石资源

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李姚(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyx11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 陈宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨禛昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com
--	---	--

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com