

化学品制造业

报告原因：中报公布

2011年8月31日

市场数据：2011年8月30日

收盘价(元)	13.95
一年内最高/最低(元)	16.04/9.53
市净率	3.75
股息率	0.00%
流通A股市值(百万元)	3486.2

基础数据：2011年6月30日

每股净资产(元)	3.72
资产负债率%	71.46
总股本/流通A股(百万)	299.8/249.9
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

山西证券-黑猫股份2010年中报点评-收入提升明显，毛利下降突出，未来增长可期——2010/8/6

风物长宜放眼量，行车坐待水云升——2011年石化化工行业中期投资策略——2011/07/20

分析师：

裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

联系人：

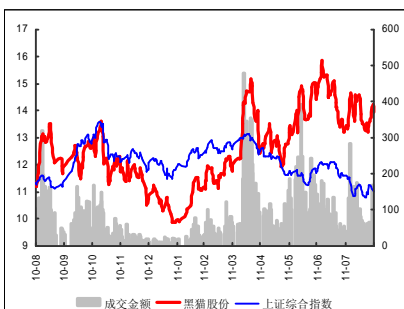
朱一闻

021-32589770

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

一年内公司股价与大盘对比走势：



本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyj.fzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

黑猫股份 (002068)

产能跃居国内第一，出口比重不断加大

增持

维持评级

半年目标价：15.97-16.87元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2010A	3022.9	2597.0	53.5	0.21	66.4
2011E	4168.0	3585.7	116.8	0.38	37.1
2012E	5220.3	4471.4	185.6	0.60	23.4
2013E	6153.7	5230.3	269.2	0.87	16.0

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

■ 公司2011年上半年营业收入54.46亿元，营业总成本52.75亿元，营业成本47.73亿元，归属母公司净利润1.468亿元，同比分别增长44.84%、43.54%、46.24%和52.55%。

■ **炭黑规模优势突出：**目前总计具有21条炭黑生产线，其中硬质炭黑15条，软质炭黑6条，合计实际产能达58万吨/年；此外还有气相法白炭黑1000吨产能；公司目前在国内生产规模已经超过卡博特约50万吨的产能规模。而且公司还有邯郸基地二期8万吨、太原4万吨预计今年年底可以投产。此外公司6万吨白炭黑、唐山基地即将建设。

■ **产能布置合理、配套设施完备：**公司主要基地有韩城、朝阳、太原、景德镇、邯郸、唐山等，基本将主要的炭黑上游之一的煤焦油产地涵盖，且基本覆盖了炭黑下游轮胎主要的生产基地华北地区。此外，公司在以上基地已具有65万吨的焦油加工能力，超过10MW的尾气发电，此外还参股20万吨的焦油加工能力，最大限度的保证原料的来源，成本的降低。

■ **出口是销售的突破口：**公司目前满负荷生产，销售状况良好；按市场价格，2011年上半年公司炭黑销售量仅有21.5万吨左右，原因在于对外销售2.6万吨左右将延期计入。公司目前出口增长很快，目前占比超30%；按照江西省炭黑出口上半年平均价格（汇率按照6.41为平均值）计算可知大概出口炭黑在7644元/吨左右，较上半年同期国内炭黑平均价格要高419.3元/吨；出口比重加大将是公司未来销售的突破口，也将加大公司的盈利水平。

■ **行业景气拐点将至：**炭黑产品70%左右用于轮胎产业，由于汽车产量维持高位和我国汽车保有量的提升，轮胎的替换需求存在回归正常甚至短期爆发的可能，这使得我们如年中策略中一般认为，汽车的配套产业的景气可能回升。公司与主要轮胎公司形成长久合作，拥有稳固而相对合理的盈利模式，据介绍订单量目前能够消化未来产能扩张。

■ **公司是政策主要扶持对象：**橡胶业十二五规划将培育50万吨规模以上，可参与国际竞争的炭黑集团，按照这一标准，公司是目前唯一满足条件的公司。

■ **盈利预测：**公司2010年0.21元/股的EPS在我们的预测范围；由于公司行业拐点将至，产能持续增长，预计2011-2013年EPS为0.38、0.60、0.87元；虽然存在增发、配股填权概念，但由于估值短期还未至爆发点，故仍暂维持其“增持”评级；半年目标价16.87元。

- 核心假设：**
1. 公司产能建设符合建设进度；认为 6 万吨白炭黑一期在 2012-2013 年左右投产，认为气相法白炭黑二期 2000 吨在 2012 年贡献产值，将白炭黑系列计入其他项；认为太原在建生产线将在 2012 年贡献 4 万吨硬质炭黑产能；认为唐山新基地中将在 2013 年将至少建成 10 万吨以上普通炭黑产能。
 2. 轮胎等汽车配件销售将在今年四季度后景气度提升。
 3. 公司加快了出口回款力度，因此不考虑汇兑损失。
 4. 煤焦油、焦炉尾气（燃气）价格波动时，公司至少能够在当前利润水平上有效实现价格转移。
 5. 公司多条生产线可实现软、硬质调配生产，认为公司未来会略微扩大软质炭黑的占比。
 6. 不考虑目前未提及的配套产能。
 7. 公司所得税率年中期间均存在回款反应在利润表导致的表观较高，但税制改革后公司一般在 20%左右，我们认为的税率区间在这一数值周围。
- 风险提示：**
1. 原油价格大幅变动的风险。
 2. 公司 2011 年初的增发价 9.16 元，目前股价相对较高带来的股价在相对应解禁区间的价格波动风险。
 3. 公司 2011 年中报每 10 股配送 6 股，可能会在短期带来股价的波动风险。
 4. 公司所处行业产能扩张高峰期，天津卡耐特即将有 15 万吨产能投放；卡博特等巨头在印尼等东南亚国家等国家新建产能或技改产能也即将投放；这可能对公司的产品销售、客户忠诚带来影响。
 5. 世界经济更加低于预期对制造业出口带来的风险。
 6. 公司目前负债较高，存在一定的财务风险。

利润表

	2010-A	2011-E	2012-E	2013-E
一、营业总收入	3022.9	4168.0	5220.3	6153.7
营业收入	3022.9	4168.0	5220.3	6153.7
其中：硬质湿法炭黑	2229.6	2958.8	3717.5	4349.5
软质湿法炭黑	530.4	859.2	1102.6	1368.3
焦油精制产品	148.4	257.7	283.7	297.9
尾煤气	66.7	92.2	116.4	138.1
其他	47.8	66.9	106.4	259.9
二、营业总成本	2969.6	4030.7	4993.5	5818.3
营业成本	2597.0	3585.7	4471.4	5230.3
其中：硬质湿法炭黑	1932.3	2517.1	3149.2	3648.1
软质湿法炭黑	455.4	741.2	948.2	1173.7
焦油精制产品	138.3	245.8	271.4	286.8
尾煤气	57.5	81.7	102.5	121.7
其他	13.4	22.9	38.5	155.1
营业税金及附加	6.1	7.1	8.8	9.9
销售费用	205.9	273.8	340.6	396.4
管理费用	69.1	97.4	121.8	144.3
财务费用	75.5	52.1	33.2	19.7
资产减值损失	16.0	14.6	17.6	17.6
三、其他经营收益	-0.6	-0.1	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-0.6	-0.1	0.0	0.0
四、营业利润	52.7	137.2	226.8	335.4
加：营业外收入	11.2	8.0	8.0	8.0
减：营业外支出	3.1	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	60.8	145.2	234.8	343.4
减：所得税	7.3	28.4	49.2	74.2
六、净利润	53.5	116.8	185.6	269.2
减：少数股东损益	-0.1	4.0	6.5	8.5
归属于母公司所有者的净利润	53.6	112.8	179.1	260.7
七、每股收益：	0.0	0.0	0.0	0.0
(一) 基本每股收益	0.21	0.38	0.60	0.87
(二) 稀释每股收益	0.11	0.24	0.37	0.54

注：稀释每股收益均是以配股后的总股本 479699200 股计算

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。