

# 黑猫股份 (002068.SZ) 化学原料行业

评级: 增持 首次评级

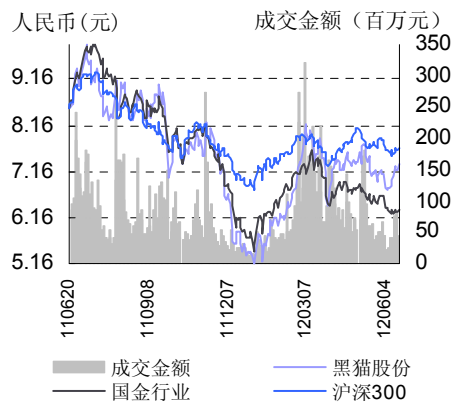
公司研究

市价(人民币): 7.30元  
目标(人民币): 7.98-8.40元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	479.70
总市值(百万元)	3,501.80
年内股价最高最低(元)	9.89/5.16
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 出口拉动、布局驱动和产能推动的炭黑业龙头

### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.214	0.269	0.419	0.618	0.732
每股净资产(元)	2.57	2.53	2.95	3.56	4.30
每股经营性现金流(元)	0.86	0.13	1.28	1.35	1.61
市盈率(倍)	N/A	27.14	17.42	11.81	9.97
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	-32.26%	140.83%	55.75%	47.60%	18.41%
净资产收益率(%)	8.35%	10.64%	14.22%	17.35%	17.04%
总股本(百万股)	249.91	479.70	479.70	479.70	479.70

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **炭黑业国际化趋势加强, 产能加速集中。** 1) 炭黑出口优势显著。2011年我国炭黑出口增长118%至48.8万吨, 并以东南亚国家为主要对象。我们把黑猫和印度、泰国的主要炭黑企业进行了对比分析, 并通过模拟黑猫和泰国TCB的油价-成本方程, 测算出油价在高于75美元/桶时, 黑猫出口均有价格优势。进一步的比较表明, 布伦特油价高于75~80美元/桶区间时, 黑猫的毛利率高于国外。2) 下游轮胎需求稳定。中国是世界轮胎第一生产大国, 替换胎需求空间较大, 随着今年美国特保税到期, 我国轮胎业有望恢复增长。3) 国内行业集中度加强。全行业去年产能530万吨, 开工率仅66%, 而黑猫开工为100%, 行业产能向龙头集中是必然趋势。
- **新基地将使公司竞争优势显著提高。** 煤焦油和运费是炭黑业盈利的关键, 前者占总成本85%, 后者在2011年花费了黑猫412元/吨。黑猫2011年吨净利润约为236元, 按照公司规划, 我们分析得近年新建的唐山、乌海、邯郸、太原基地分别可节约煤焦油成本-15、400、-15、38元/吨, 节约运费312、-138、262、172元/吨, 增厚净利润222.8、222.7、185.3和157.5元/吨, 综合效益明显提升。此外, 新建基地均处在煤焦油集中产区, 公司对上游资源的控制力增强, 从而在行业竞争中占据优势地位。
- **出口增加、产能增长和成本集约是业绩提升的三大驱动因素。** 1) 出口增加。公司出口量占全行业比重已上升至29%, 居全国首位, 随着品牌深化, 国际化加强, 炭黑的盈利水平将有效提升。人民币短期停止升值也将构成利好, 我们测算若贬值5%, 出口价差将扩大351元/吨。2) 产能增长。公司2012年将增加产能约30万吨, 市场占有率提升至18%, 同时公司前五名客户集中度降至16%左右, 市场话语权增强。3) 成本集约。唐山等基地的建立有效削减公司成本和销售费用。

### 盈利预测与估值

- 根据公司2012年的产能扩张规划, 预计公司2012-2014年收入53.86、72.18、77.77亿元, 归属于母公司净利润2.01、2.96、3.51亿元, EPS 0.42、0.62、0.73元。

### 风险提示

- 煤焦油价格波动风险; 炭黑市场竞争加剧; 下游轮胎需求低于预期。

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010  
(8621)61038283  
liubo@gjzq.com.cn

周思捷 联系人  
(8621)60753902  
zhousijie@gjzq.com.cn

张苏予 联系人  
(8621)61038274  
zhangsy@gjzq.com.cn

## 内容目录

轮胎行业增长良好，原料需求稳定增加 .....	5
全球轮胎产能东移，中国轮胎企稳回升 .....	5
中国炭黑成本更低，满足全球需求增长 .....	8
2011 年黑猫对印度出口的价格优势超过 5% .....	11
国内外价差助推黑猫出口增长 .....	12
布伦特油价 75 美元/桶是出口优势的临界点 .....	14
行业集中度提升，公司竞争优势显著 .....	17
欧美产能不断减少，国内行业走向集中 .....	17
公司产能全国第一，进入全球前五位 .....	19
注重成本和区域，新基地综合优势显著 .....	21
盈利不断提升，步入上升通道 .....	25
公司出口增长较快，盈利能力有效增强 .....	25
公司开工率 100%，市场话语权不断提升 .....	27
盈利预测与估值 .....	29
风险提示 .....	30
宏观经济波动，轮胎需求下滑 .....	30
原料油价格波动，影响产品盈利能力 .....	30
行业产能过剩 .....	30
附录：三张报表预测摘要 .....	31

## 图表目录

图表 1: 亚太地区产量占全球份额继续攀升 .....	5
图表 2: 2011~2015 轮胎产量 CAGR 预测 .....	5
图表 3: 亚太地区对外出口将持续增长（百万条） .....	6
图表 4: 世界轮胎需求分布 .....	6
图表 5: 汽车产量增速放缓 .....	6
图表 6: 汽车保有量年增长 15%~20% .....	6
图表 7: 亚洲轿车和轻载胎配套和替换需求增长 .....	7
图表 8: 欧美轿车和轻载胎配套和替换需求增长 .....	7
图表 9: 09 年开征的特保税加速我国出口增长率下滑 .....	7
图表 10: 2015 年我国轮胎需求预测 .....	8
图表 11: 轮胎与炭黑增长趋势一致 .....	8
图表 12: 国际石油系炭黑产业链示意图 .....	9
图表 13: 我国炭黑原料以煤系为主（2010） .....	9
图表 14: 煤焦油的下游使用比例 .....	9

图表 15: 2010 年 4 月至今布伦特油价走势 (美元/桶)	10
图表 16: 我国炭黑出口历年增长情况	10
图表 17: 2011 年油价涨幅较高, 助推中国炭黑出口	10
图表 18: 近三年我国炭黑出口 80% 售向东南亚	11
图表 19: 印度 2010 年起施行的炭黑反倾销关税率	12
图表 20: 基于 2011 年报/2012 一季报的亚洲主要炭黑上市公司情况	13
图表 21: TCB 销量在经济危机时大幅下滑	13
图表 22: TCB 毛利率与油价明显负相关	13
图表 23: 差价助推了黑猫出口收入	14
图表 24: 国际油价与国内煤焦油的波动相近	15
图表 25: 布伦特油价高于 75~80 美元/桶区间时, 黑猫盈利能力高于 TCB	16
图表 26: 黑猫和 TCB 的成本—油价模拟图	15
图表 27: 乙烯焦油、煤焦油价格与布伦特原油价格的 SPSS 回归结果	16
图表 28: 中国、泰国、印度需求增长较快	17
图表 29: 世界炭黑需求以亚太为首	17
图表 30: 世界炭黑产能增加, 利用率下滑	17
图表 31: 轮胎占世界炭黑消费比例超过 70%	17
图表 32: 黑猫、卡博特和龙星占据产量增长的一半	18
图表 33: 不含中国的国际炭黑产能利用率较高	18
图表 34: 中国炭黑开工率低于 70%	18
图表 35: 近年部分欧美炭黑产能削减汇总	19
图表 36: 国内地位较为稳固, 国际排名迅速上升 (2010 年)	19
图表 37: 黑猫收入 90% 源自炭黑	20
图表 38: 黑猫分产品毛利率	20
图表 39: 黑猫主要生产基地情况 (2011 年报)	21
图表 40: 2012 年 6 月各区域煤焦油均价	21
图表 41: 在网上提供有效报价的煤焦油厂商数量	21
图表 42: 鲁晋冀高温煤焦油产能最多 (2011)	21
图表 43: 我国炭黑产量集中在鲁晋冀赣津 (2011)	21
图表 44: 各省份平均报价与黑猫布局	22
图表 45: 各省份提供有效报价的厂商数量与黑猫布局	22
图表 46: 2012 年一季度轮胎产量分布	23
图表 47: 公司运费收入比	23
图表 48: 黑猫新建基地的相对优势估算 (税后利润, 元/吨)	23
图表 49: 全国炭黑前三甲 (黑猫、卡博特、龙星) 竞争态势图	24
图表 50: 公司出口和内销盈利能力比较	25
图表 51: 汇率波动对出口价差的敏感性分析	25
图表 52: 人民币兑印度卢比持续上升	26
图表 53: 美元对人民币持续下跌, 近期有反弹	26

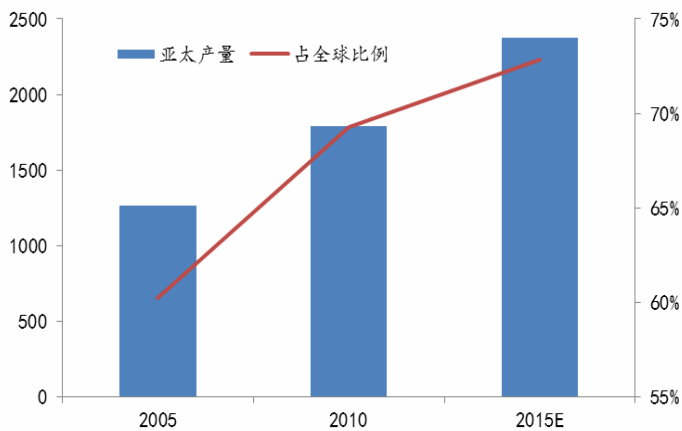
图表 54: 炭黑价格相对油价波动较小 .....	26
图表 55: 黑猫毛利率与煤焦油价格反向波动.....	27
图表 56: 黑猫开工率业内领先, 达 100%.....	27
图表 57: 黑猫产量、出口量占行业比重双增长.....	27
图表 58: 轮胎子午化率稳定增长 .....	28
图表 59: 前五名客户占比持续下降.....	28
图表 60: 公司盈利能力处于历史低位 .....	28
图表 61: 公司的产能扩张历程 (万吨/年) .....	29
图表 62: 销售预测表 .....	29
图表 63: 可比上市公司估值情况 .....	30

## 轮胎行业增长良好，原料需求稳定增加

### 全球轮胎产能东移，中国轮胎企稳回升

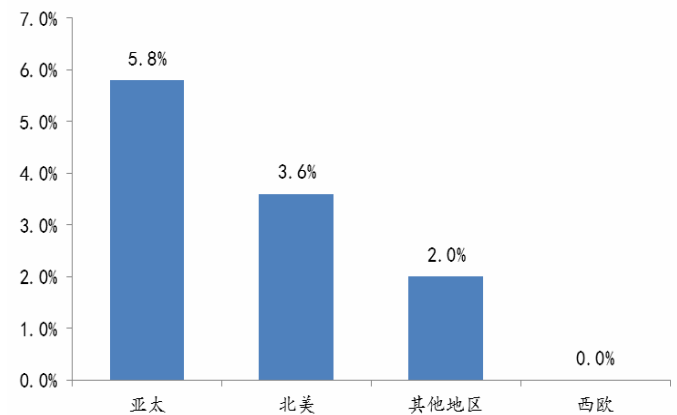
- **全球轮胎重心集中在亚太地区。**由于中国、印度、泰国市场的高速增长，亚太地区已经成为世界轮胎的核心区域，吸引了各大轮胎厂商的产能。2005至2010年，北美和西欧的轮胎总产量分别下降了4.3%和3.3%至2.6和2.1亿条，而亚太增长了7.2%至17.9亿条，占全球总产量的69.2%。Freedonia咨询集团（2012）发布的研究报告显示，全球轮胎产量前八位分别为中国、美国、印度、日本、泰国、韩国、中国台湾省和印度尼西亚，由于轮胎约30%的重量由炭黑构成，这也意味着这些地区是炭黑需求最大的地区。在2010~2015年的区间内，亚太地区轮胎产量增速（5.8%）仍将为全球最快，远超北美（2%）和西欧（0%）的增幅，到2015年，亚太产量将占全球轮胎总产量的73%，未来的轮胎产能将继续往亚太移动。

图表1：亚太地区产量占全球份额继续攀升



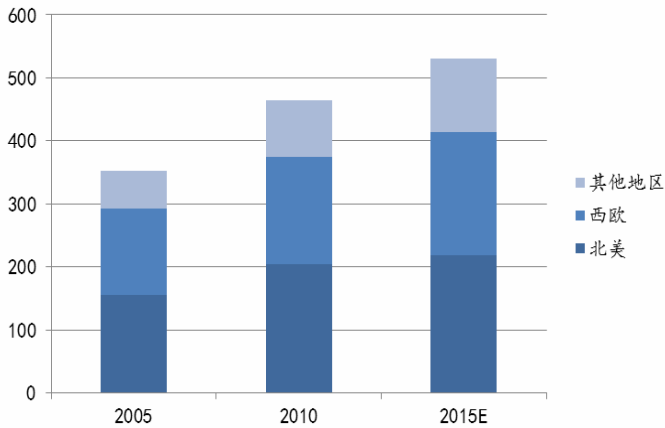
来源：Freedonia，国金证券研究所

图表2：2011~2015 轮胎产量 CAGR 预测



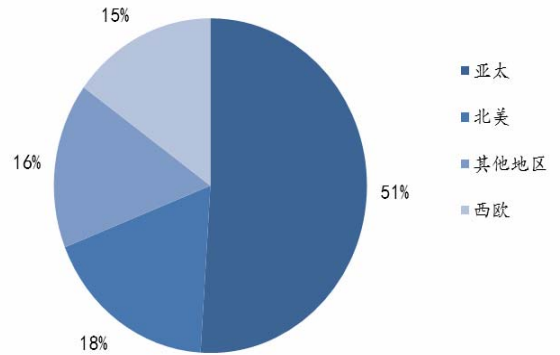
- **亚太轮胎出口将保持增长。**虽然亚太地区产能占全球69%，但需求只有全球的51%，这也意味着全球17%的轮胎产量由亚太对外出口，其中中国由于产能扩张较快，已是世界轮胎出口第一大国。2010年，亚太地区净出口轮胎共4.65亿条，占总产量的26.0%，而同年中国出口2.15亿条，约占中国总产量50%。由于新兴市场需求迅速增长，未来亚太对其余地区，特别是南美和非洲的出口仍将保持较快增速。根据Freedonia的数据，2005至2010年，亚太对北美、西欧和其他地区的出口年均复合增长率为5.6%，4.5%和8.4%，而2011至2015的五年预测为1.3%，2.8%和5.2%。总体增速放缓，但出口增长趋势仍将持续。

图表3: 亚太地区对外出口将持续增长 (百万条)



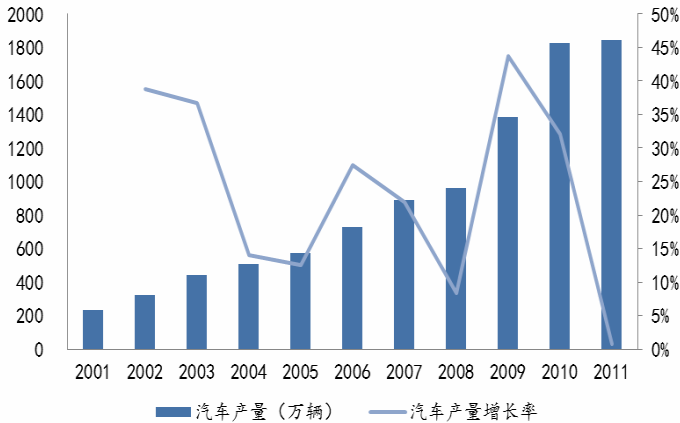
来源: Freedonia, 国金证券研究所

图表4: 世界轮胎需求分布



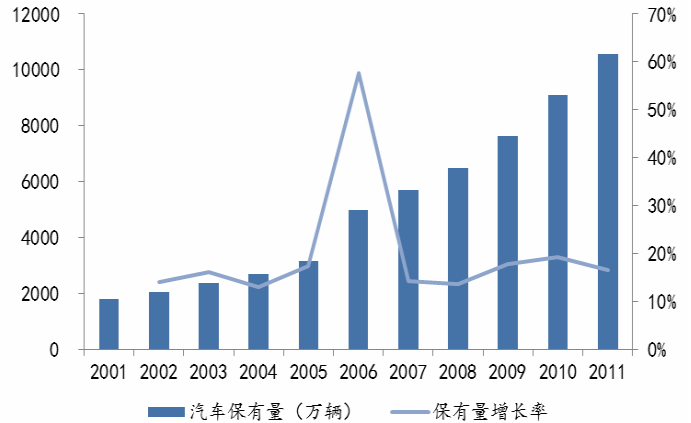
- 我国汽车保有量增速稳定, 替换胎需求具备较大增长空间。自 2009 年汽车消费井喷后, 我国汽车产量增速在 2010、2011 两年持续放缓, 2011 年的增速更是降至 1%, 创下历史新低, 但汽车保有量持续以 17% 左右的速度增长。按照轮胎约 3 年更换一次的使用规律, 2009 年新增的车辆将从 2012 年开始进入轮胎更换高峰, 而目前国内汽车保有量约 1.04 亿辆。按照钢联资讯的估算, 2012 年轮胎替换需求约 1.67 亿条, 较 2011 年增长 19% 左右, 十二五期间我国每年新增替换轮胎需求在 2500 万条左右, 替换需求将加速增长。从横向对比来看, 2011 年亚洲乘用车和轻卡替换胎比例仅为 56%, 远小于欧美的 79%, 未来几年替换胎需求将成为拉动行业增长的重要因素。

图表5: 汽车产量增速放缓

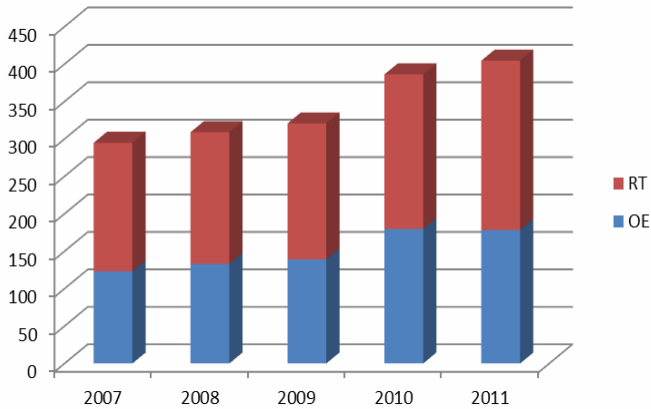


来源: 国金证券研究所

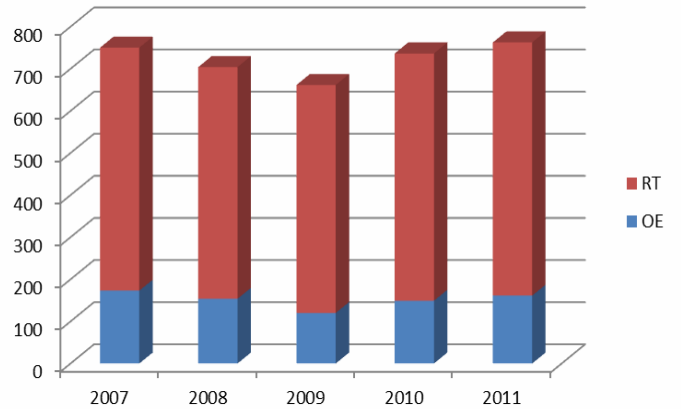
图表6: 汽车保有量年增长 15%~20%



图表7: 亚洲轿车和轻载胎配套和替换需求增长



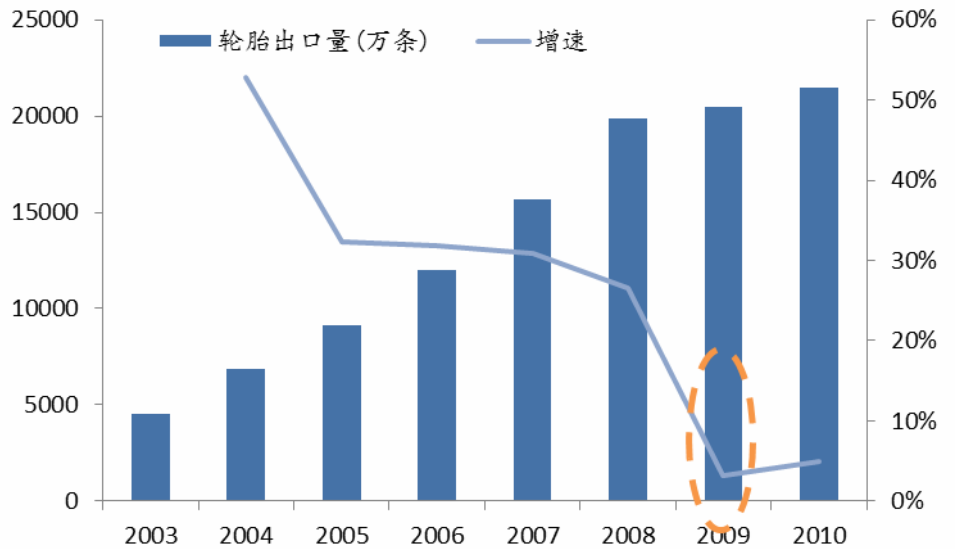
图表8: 欧美轿车和轻载胎配套和替换需求增长



来源: 米其林, 国金证券研究所

- **特保税到期, 有利轮胎出口恢复。**2009 年美国向我国轮胎征收特别关税后, 对美出口有 25% 左右的下滑。该政策将在 2012 年 9 月到期, 预计未来继续征收特别关税的可能性较小, 届时国内向美国的轮胎出口量有望出现同比 20%-30% 的恢复性增长, 总体而言, 预计 2012 年国内轮胎出口增速将恢复至 10% 左右。

图表9: 09 年开征的特保税加速我国出口增长率下滑



来源: 国金证券研究所

- **“十二五”期间, 我国轮胎总体将保持 5.7% 的年均复合增长。**尽管国际贸易保护主义的抬头、国际技术壁垒的加强、我国产能过剩加剧以及天胶价格受制于人等对轮胎业造成负面冲击, 但我国经济的相对高增速、城镇化发展以及西部大开发将为我国轮胎业带来有力的支持。综合政策、经济等各项因素, 中国橡胶工业协会轮胎分会预测, 2015 年我国轮胎总需求为 5.7 亿条, 即在 2011 年的基础上保持 5.7% 的年均复合增长。

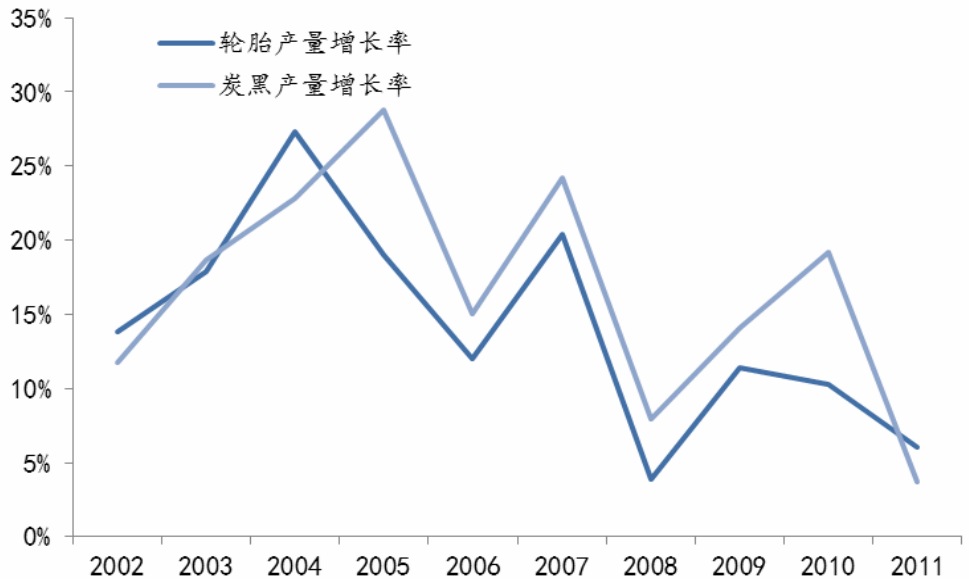
图表10: 2015年我国轮胎需求预测

	轮胎类别	需求量 (万条)	子午胎数量 (万条)	子午化率 (%)	备注	
内需	汽车胎	轿车胎	22373	22373	100	含 SUV、MPV 车轮胎
		载重胎	8306	7475	90	公制低断面无内胎占子午胎 60%
		轻载胎	5218	3130	60	
		合计	35897	32978	92	
	工程机械	1053	423	40	其中巨胎(轮辋直径 33 英寸及以上)需求量为 2 万条, 子午化率 100%	
	农业	5000	800	16	含三轮、四轮低速农用汽车轻载轮胎	
出口		15000	13799	92		
总计		56950	48000	84	总需求量增长速度为 6%, 子午胎增长速度为 7%	

来源: 中国橡胶工业协会轮胎分会, 国金证券研究所

- **预计 2012 年国内炭黑产量增长 6%~10%。**观察过去十年的历史经验, 可见炭黑产量增速往往高出轮胎 3% 左右, 两者基本保持同步, 而当美国在 2009 年开征轮胎特保税后, 炭黑增速才在 2010 年远远高于轮胎。考虑到 2012 年特保税到期, 预计国内炭黑与轮胎产量增速的关系将回到历史水平, 即炭黑增速保持在 6%~10% 区间。

图表11: 轮胎与炭黑增长趋势一致



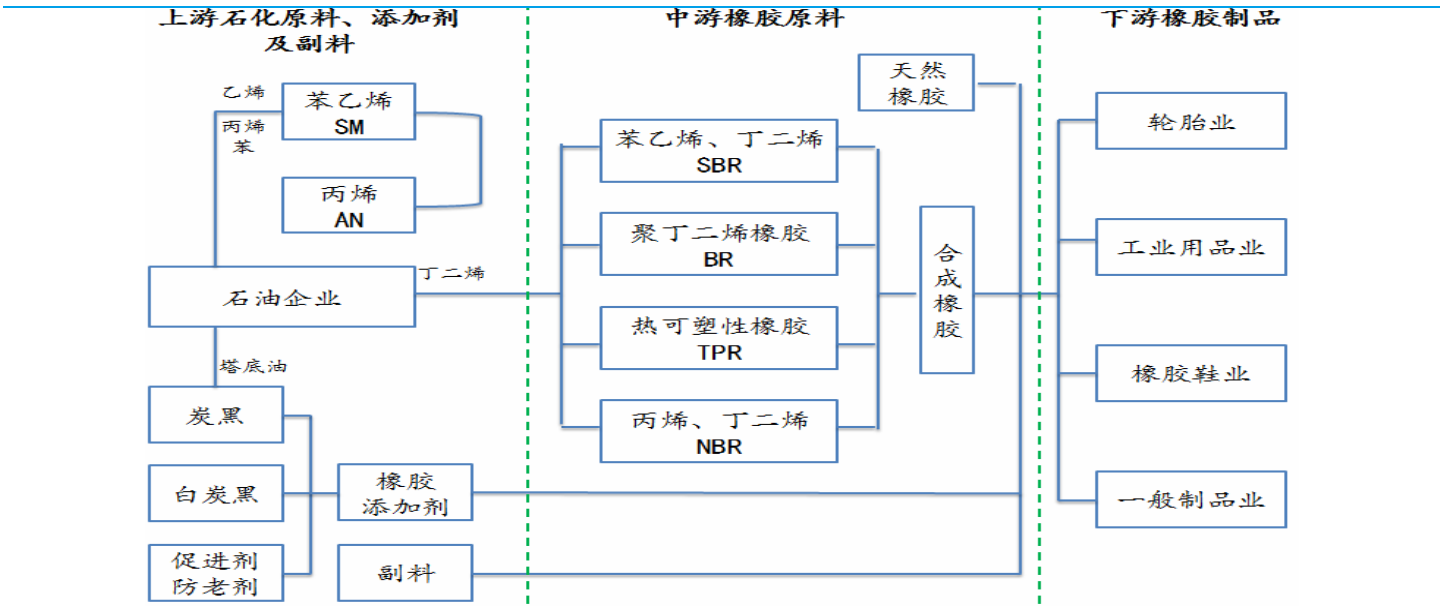
来源: 中国橡胶工业协会, 国金证券研究所

### 中国炭黑成本更低, 满足全球需求增长

- **国际炭黑生产原料油以 FCC 为主。**原料油占炭黑成本比例超过 70%, 在泰国、印度等东南亚国家, 原料油成本占比可达到 80%~85%。目前国际炭黑生产共有三种原料油: 裂化澄清油及炼油厂作为副产品的渣油, 或称石油焦、塔底油 (FCC); 乙烯裂解装置的塔底油, 或称乙烯焦油; 煤焦油及其馏出物如蒽油、防腐油等。世界炭黑油分品种的消费量, 以 FCC 最多, 约占 60%; 煤焦油次之, 占 24%; 乙烯焦油较少, 占 16%。在美国, 炭黑原料几乎 100% 使用 FCC, 同时, 美国的 FCC 不仅满足美国本土炭黑工厂的需求, 还向东南亚地区, 如印度、泰国、印尼和马来西亚等国出口。在欧洲和北亚, 乙烯焦油和煤

焦油占主导地位。FCC 的价格和石油价格紧密相关，油价高涨时，国际石油系炭黑成本因此上升。

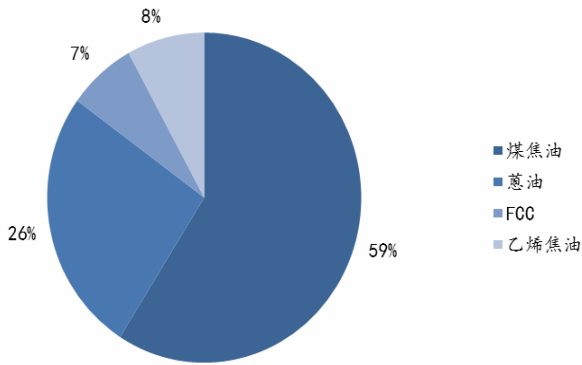
图表12：国际石油系炭黑产业链示意图



来源：台湾中橡，国金证券研究所

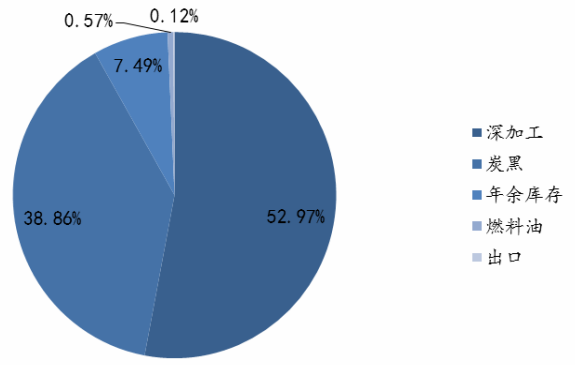
■ 中国炭黑原料以煤焦油为主。2010 年的数据显示，我国炭黑 59%的原料为煤焦油，26%为蒽油，FCC 和乙烯焦油占比分别为 7%和 8%。蒽油是煤焦油的深加工产品，两者合计占原料总量的 85%，因此煤系路线占据我国炭黑生产的主导地位。煤焦油是焦炭的副产品，其成本较低，供给量视钢铁厂开工而定，受宏观经济影响较大，主要深加工为蒽油、洗油等化工品，40%左右直接提供为炭黑原料油。

图表13：我国炭黑原料以煤系为主（2010）



来源：钢联资讯，国金证券研究所

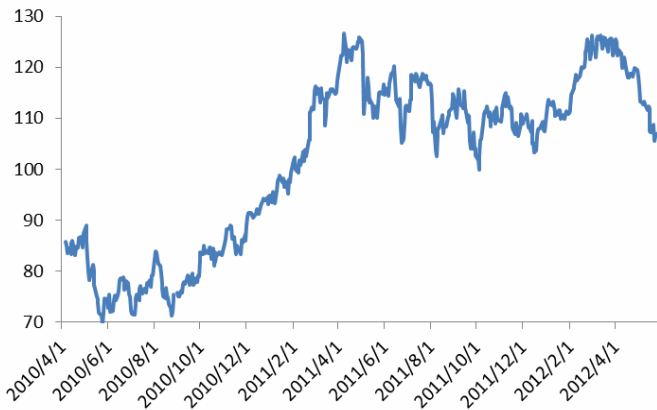
图表14：煤焦油的下游使用比例



■ 东南亚炭黑需求量及增速全球居首。以印度为例，占印度国内市场份额 48%的 Phillips Carbon Black Ltd (PCBL) 在年报中表示，2010~2015 年全球炭黑需求仍将持续增长，年均复合增长率为 4.6%，印度本地和跨国轮胎企业一批新产能将集中在 2012~2014 财年中释放，使得国内炭黑需求在 2011 财年 60.5 万吨的基础上，达到 7~8%的增长率。Freedonia 咨询集团在 2012 年发布的全球轮胎研究报告显示，2010 年底亚太地区占据了全球 70%的轮胎产能，2010 至 2013 年的世界炭黑需求将以 4.3%的速率增长，到 2013 年全球炭黑需求将达 1160 万吨左右，亚太地区的炭黑产量将占全球 57%。这表明，未来 5 年我国炭黑的主要出口目的地将继续集中在东南亚。

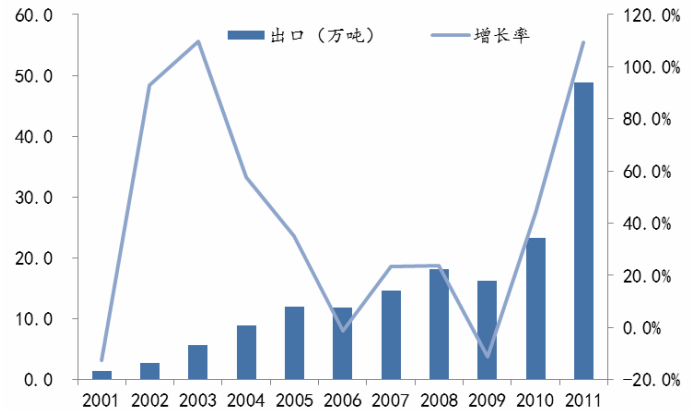
- 2011 年国际原油价格大幅上涨，布伦特原油均价由 90 美元/桶涨到了 110 美元/桶，在 2012 年一季度末已升至 120 美元/桶左右，相对 2011 年初涨幅达 33%。然而，同期我国煤焦油价格却由 3430 跌至 3100 元/吨，致使我国炭黑的成本优势凸显。在 2011 年前，我国炭黑出口一直较为平稳并保持在 20 万吨左右，但 2011 年油价相对煤焦油的大涨使得出口量翻倍。随着油价 2012 年一季度保持在高位，我国炭黑今年前 4 个月的累计出口量达到 20.7 万吨，预计今年全年出口量将达 60 万吨，较去年增长 23.0%。

图表15: 2010 年 4 月至今布伦特油价走势 (美元/桶)

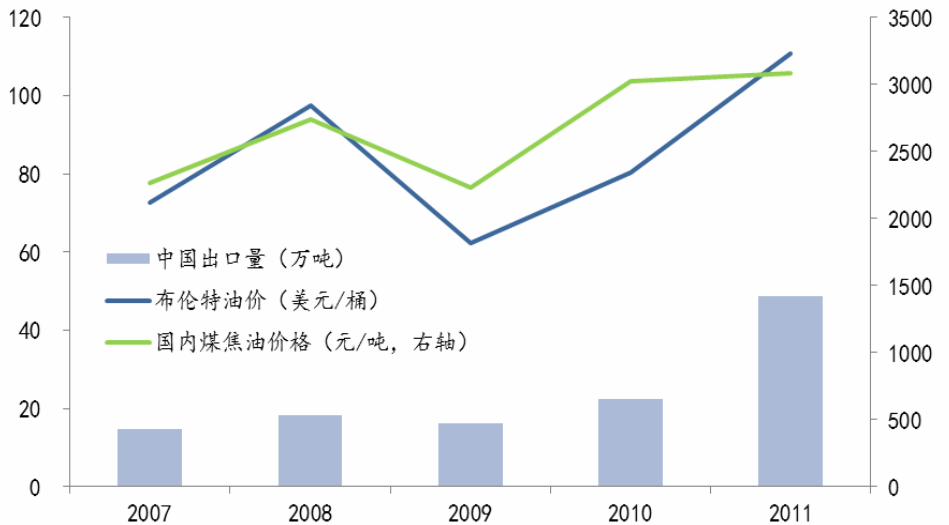


来源: 百川资讯, 国金证券研究所

图表16: 我国炭黑出口历年增长情况



图表17: 2011 年油价涨幅较高, 助推中国炭黑出口



来源: 百川资讯, 中国橡胶工业协会炭黑分会, 国金证券研究所

- 为考察我国炭黑出口的具体价格竞争力，我们将主要出口目的国情况做一简要描述。近三年来，我国炭黑出口主要以东南亚为主，前十名中的 8 名均为东南亚国家/地区。分地区来看，2011 年对泰国、印度、日本出口实现了超过 100% 的增长，对印尼、韩国、越南、马来西亚出口增速略低，处于 30%~80% 的范围内，对我国台湾省出口略有下滑。总体来看，我国炭黑出口价量齐升，2011 年总出口量达到 2009 年的三倍，出口均价上涨 33%。

图表18: 近三年我国炭黑出口 80% 售向东南亚

2009 年	出口额 (吨)	2010 年	出口额 (吨)	2011 年	出口额 (吨)	2012 一季度	出口额 (吨)
泰国	33169	台湾省	45423	印度	75795	泰国	29279
印度尼西亚	25516	泰国	37110	泰国	74791	印度尼西亚	19906
台湾省	20620	印度尼西亚	34459	印度尼西亚	59926	印度	19471
韩国	15769	印度	21799	日本	49648	日本	15797
印度	15026	韩国	13617	台湾省	41356	台湾省	14044
越南	10173	日本	12715	美国	26002	波兰	10351
香港	9307	越南	12395	韩国	22375	越南	7492
马来西亚	8666	马来西亚	11267	越南	19501	韩国	5346
日本	7064	香港	5793	马来西亚	14966	马来西亚	4516
菲律宾	3959	比利时	4278	土耳其	10999	美国	4073
<b>出口总量</b>	<b>16.2 万吨</b>	<b>22.5 万吨</b>		<b>48.8 万吨</b>		<b>15.8 万吨</b>	
<b>前十名占总 量比例</b>	<b>92.18%</b>	<b>88.40%</b>		<b>81.09%</b>		<b>82.43%</b>	

来源: 百川资讯, 国金证券研究所

### 2011 年黑猫对印度出口的价格优势超过 5%

- 我们做一个简单的试算, 以检测我国炭黑对印度的出口优势。根据 PCBL 财报中炭黑的销售额 (161.4 亿卢比) 和销量 (30.86 万吨), 可以计算出 PCBL 在 2010.4.1~2011.3.31 时间段内的炭黑平均销售价格为 7702 元/吨, 同期黑猫主要产品 N330 价格为 6452 元/吨。炭黑的海运费较贵, 以上海至孟买的运费为 1000 美元/TEU, 美元兑人民币汇率为 6.7, 4.09 的积载因数和 5% 的亏舱率计算, 每吨炭黑承担的运费为 1109 元/吨, 这意味着黑猫炭黑的印度到岸价将超过 7560 元/吨, 算上关税, 出口并无优势可言。
- 出口价差随着 2011 年油价的高涨发生了逆转。在印度的 2011 财年, 布伦特油价的均价为 87 美元/桶, 但 2011 全年的均价为 110 美元/桶, 增长率达 26.4%。假设 FCC 的成本与国际原油价格涨幅同步, 我们可以推算得 PCBL 在 2011 全年的炭黑平均价格为 8885 元/吨。在中国, 国内煤焦油价格由 3199.6 跌至 3083.2 元/吨, 小幅下降 3.6%, 百川数据显示 2011 年黑猫 N330 的均价为 6681 元/吨。这意味着, 加上经汇率调节后 1069 元/吨的运费, 黑猫炭黑仍相对 PCBL 具有 1135 元/吨的价格优势, 比 PCBL 价格低约 12.8%。
- 反倾销关税降低 782 元/吨的毛利。印度自 2008 年起 12 月起即对进口炭黑启动反倾销调查, 并于 2009 年 12 月做出终裁, 自 2010 年 1 月开始, 对原产于中国、澳大利亚、伊朗、马来西亚、俄罗斯和泰国的橡胶用炭黑征收从量反倾销税, 征税期至 2014 年 7 月 30 日止, 具体我国税率见下表。扣除 121 美元/吨 (约 782 元/吨) 的关税后, 黑猫的价格优势降低至 353 元/吨, 占印度 PCBL 价格的 4%, 占黑猫价格的 5.3%。

图表19: 印度 2010 年起施行的炭黑反倾销关税税率

	税率 (美元/千克)
河北龙星化工股份有限公司	0.168
宁波德泰化学有限公司	0.143
江西黑猫炭黑股份有限公司	0.121
宁波市晟安化工有限公司	0.101
河北大光明实业集团巨无霸炭黑有限公司	0.089
其他不合作中国企业	0.423

来源: 中国化工报

- 这意味着, 黑猫在 2011 年相对 PCBL 具有 5.3% 的超额利润空间, 价格优势较明显。此外, 中橡协的调研表明, 印度对中国炭黑的进口并非完全出于经济上的考虑, 具体而言有以下两点:
  - 1) 印度炭黑专注出口, 国内市场缺货。2011 年一二季度, 印度炭黑对欧美的大量出口, 导致很多印度轮胎企业进口中国炭黑。印度炭黑进口认证需 4~5 个月, 5 月印度国内软质炭黑缺货后, 很多轮胎企业转向中国, 在 9 月形成进口高峰。
  - 2) 印度炭黑厂商垄断了市场, 需要引入竞争者。印度前两家炭黑企业产能占国内总产能的 80%, 较易形成垄断。印度轮胎企业表示, 炭黑进口比例通常为 10%~15%, 最高时达 25%。即使对中国炭黑实施特保措施, 为保持采购的多元化, 印度轮胎企业也会继续购买中国炭黑。
- 特保税对黑猫影响不大。2012 年一季度, 布伦特原油均价相对 2011 年上涨 30% 至 120 美元/桶, 按照上述方法推断, 黑猫 (6657 元/吨) 相对 PCBL (10185 元/吨) 的价格优势已上升至 1720 元/吨, 这可以解释该时段中国对印度出口为何继续呈激增趋势。由于一季度对印出口量已经接近 2010 年全年总额, 迫于国内炭黑巨头的压力, 印度推出了进一步的特别保障税:
  - 3 月 16 日, 印度对原产于中国的炭黑作出特别保障措施初裁: 自中国进口的涉案产品对印度国内炭黑产业/生产商造成或威胁造成市场扰乱, 因此建议, 对中国涉案产品加征的关税为 30% 的特别保障措施关税减去此前对华炭黑的反倾销税, 为期 200 日。
- 若该特保税正式施行, 关税将由 782 元/吨上升至 2310 元/吨, 价格优势不复存在。然而, 根据 2012 年初炭黑企业赴印度研讨会后披露的信息, 印度鼓励轮胎企业并对其提供进口退税优惠, 此外印度占黑猫出口总量的比例仅 20% 左右, 因此特保税对于黑猫并无实质性影响。

### 国内外价差助推黑猫出口增长

- 为更深入地阐述中国炭黑出口的价格优势, 我们在下表列出了一些亚洲主要的炭黑上市公司, 并对历史价格变动趋势进行对比分析。
- 我们选取的五家上市公司分别为: TCB、PCBL、黑猫、龙星和台湾中橡, 除台湾中橡在全球分布产能以外, 其余公司的产能均主要位于国内, 并在本地市场份额排名前五位。从原料油来看, 只有我国大陆的公司以煤焦油为主, 其余公司均以 FCC 为原料。境外公司虽然年产能与黑猫、龙星化工相若, 但市场份额更大, 这是由于境外地区炭黑总需求小于我国。例如, 台湾中橡与黑猫股份产能相近, 但两者的市场份额分别为 70%~80% 和 17%, TCB 与龙星产能相近, 市场份额分别为 42% 和 7%。相同产能的境外企业, 市场占有率是中国大陆地区的五倍。从产销率来看, 黑猫和龙星的实际产销率接近 100%, 但境外企业未能达到该水平。最后, 虽然售价低于 TCB 和 PCBL, 但黑猫和龙星的毛利率更高。

图表20: 基于 2011 年报/2012 一季报的亚洲主要炭黑上市公司情况

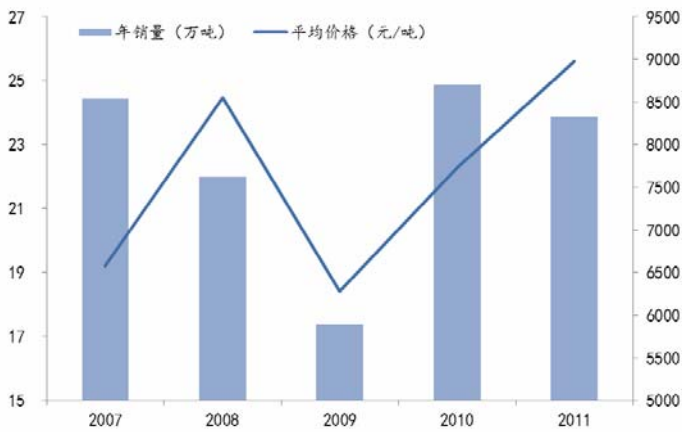
	国家/地区	原料油来源	市场份额	年产能 (万吨)	年销量 (万吨)	毛利率	平均售价 (元/吨)	出口占比
Thai Carbon Black (TCB)	泰国	进口 FCC	42.00%	27.5	23.9	10.43%	8507.5	49.24%
Phillips Carbon Black Ltd. (PCBL)	印度	进口 FCC	47.74%	47.3	30.86	10.69%	7224.8	18.72%
黑猫股份	中国大陆	国产煤焦油	16.57%	70	54.42	17.02%	6895.0	23.81%
龙星化工	中国大陆	国产煤焦油	6.86%	30	约 24	15.68%	6491.4	24.19%
台湾中橡	中国台湾	本地 FCC	70%~80%	68	47.9	18.09%	-	-

注: PCBL 的 2011 财年为 2010-3-31~2011-3-31

来源: 公司年报, 国金证券研究所

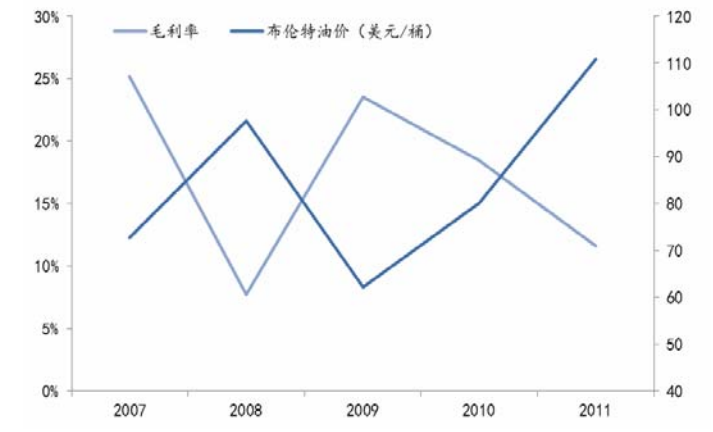
- 我们根据 TCB 和黑猫股份的历史数据对比, 来研究过去五年中原材料价格、两国炭黑价格和出口之间的关系。TCB 是世界最大炭黑集团 Aditya Birla 的旗下一员, 也是泰国三大炭黑生产商之一, 其本土产能截止 2011 年底为 27.5 万吨。我们使用 TCB 年报中披露的炭黑销售收入和炭黑销量, 计算出炭黑的平均价格, 其余数据也均取自年报等公开资料, 在此基础上, 分析得如下结论:
  - (1) 销量和国际经济形势紧密相连。08 年的经济危机使得亚洲汽车消费急速下滑, 并沿着轮胎—炭黑产业链向上传导, 使得 TCB 在 08、09 两年销量连续下滑, 而在 2010 年国际经济复苏时迅速反弹。
  - (2) TCB 销售均价和油价存在较强正相关联系。TCB 的原料油为美国进口 FCC, 占据总成本 80%~85%, 因此价格与国际油价正相关。这从下左和下右两幅图中的售价和油价曲线中可看出。2008 至 2011 年, TCB 均价的涨幅分别为 30.01%, -26.61%, 23.23% 和 15.99%, 但布伦特均价涨幅分别为 34.31%, -36.22%, 28.80% 和 38.24%, 两者同向变动, 但油价波动远大于 TCB 售价, 这引出了结论 (3)。
  - (3) 毛利率与油价负相关。炭黑企业成本向下游的传导能力有限, 且油价高涨对宏观经济造成负面影响, 减弱对轮胎需求, 使下游厂商无能力接受大幅度涨价, 因而压缩了盈利空间。反之亦然。

图表21: TCB 销量在经济危机时大幅下滑



来源: 公司公告, 国金证券研究所

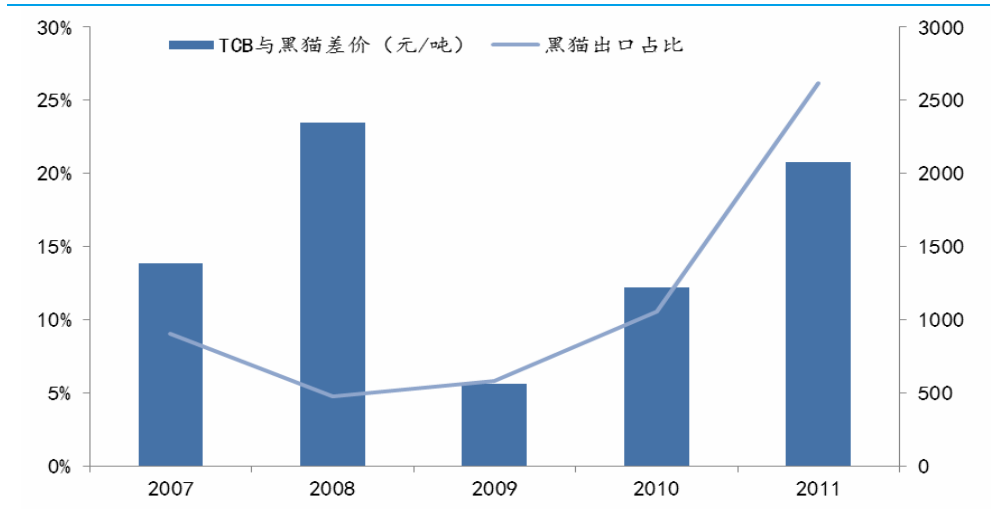
图表22: TCB 毛利率与油价明显负相关



- (4) TCB、黑猫产品差价与黑猫出口正相关。根据下图可见, 除 2008 年经济危机阻碍了出口外, TCB 炭黑的销售均价与黑猫炭黑的价差, 与黑猫炭黑的出口收入占总销售收入的比重成正比。这说明, TCB 相对价格越高, 黑猫的出口收入比重则越高, 根据结论 (1), 可得油价越高则黑猫出口比重越高。2011 年, 油价的高涨使

得泰国国内进口的大量增加，冲击了本土厂商的份额，其中中国炭黑对泰国出口从 2010 年的 3.7 万吨上升至 2011 年的 7.5 万吨，升幅超过 100%，因而 TCB 专门将中国的倾销陈述为公司的主要风险之一。

图表23: 差价助推了黑猫出口收入



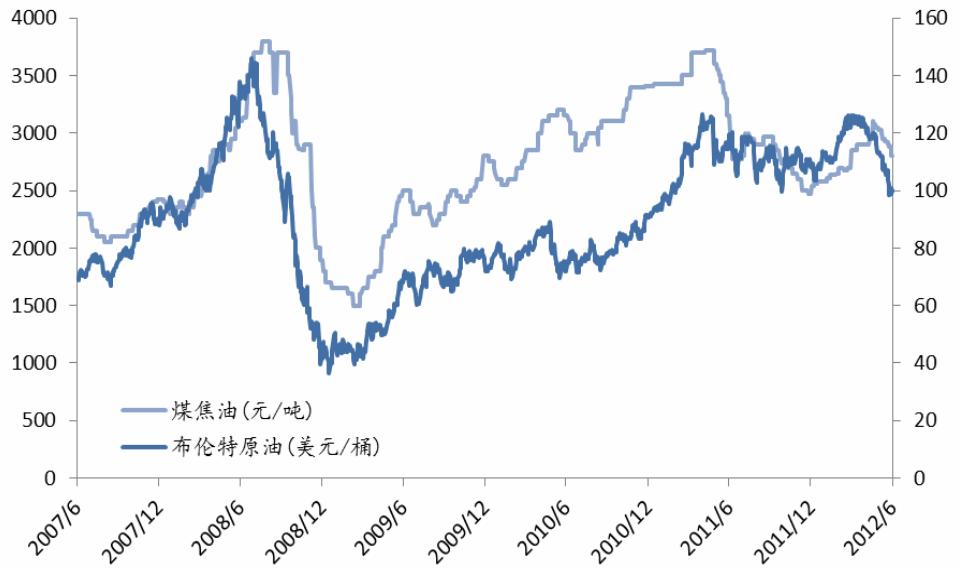
来源：公司公告，国金证券研究所

- **运费对出口利润影响较大。** 炭黑密度较低 ( $300\sim 500\text{ kg}\cdot\text{m}^{-3}$ )，货柜可运载数量有限，运费相应较高；同时，炭黑在运送过程中易产生污染，暴露于空气中易吸收水分，致使保持品质较为困难，因此不宜长距离运输。换言之，炭黑的运费成本较高。按照行业惯例，炭黑企业采用包到形式供货，运费计算在产品的销售费用中。根据国内炭黑龙头企业 2011 年报，黑猫股份和龙星化工分别披露的运费为 2.25 亿元和 9224.6 万元，折合 412.4、384.4 元/吨，均为出厂价的 5.9%，高于其他化工产品的运费比例。在出口时，炭黑企业只负责将货物送至港口，后续的费用皆由买方负责，因此相应的海运费构成了进口方的成本。以 2012 年 6 月初中国国际海运网公布的运价来看，上海至曼谷 200 美元/TEU，上海至纽约 2650 美元/TEU 为计算基准，得出中泰、中美每吨炭黑承担的运费分别为 208.6 元和 2764.5 元。发往美国的吨运费是发往泰国的十倍有余，同时占黑猫出厂价的 40%。

### 布伦特油价 75 美元/桶是出口优势的临界点

- **煤焦油与国际油价波动一致，炭黑出口市场长期看好。** 我国煤焦油价格主要由上游的焦化企业开工，以及下游的深加工（煤沥青、工业萘、洗油）和炭黑生产决定，其价格在反应供求关系的同时，也与国际油价有一定联系。由下图可见，煤焦油价格的主要涨跌幅趋势和国际原油价格相近，这意味着即使油价出现了下跌趋势，煤焦油价的下跌也能使得中国炭黑出口继续保持一定优势。

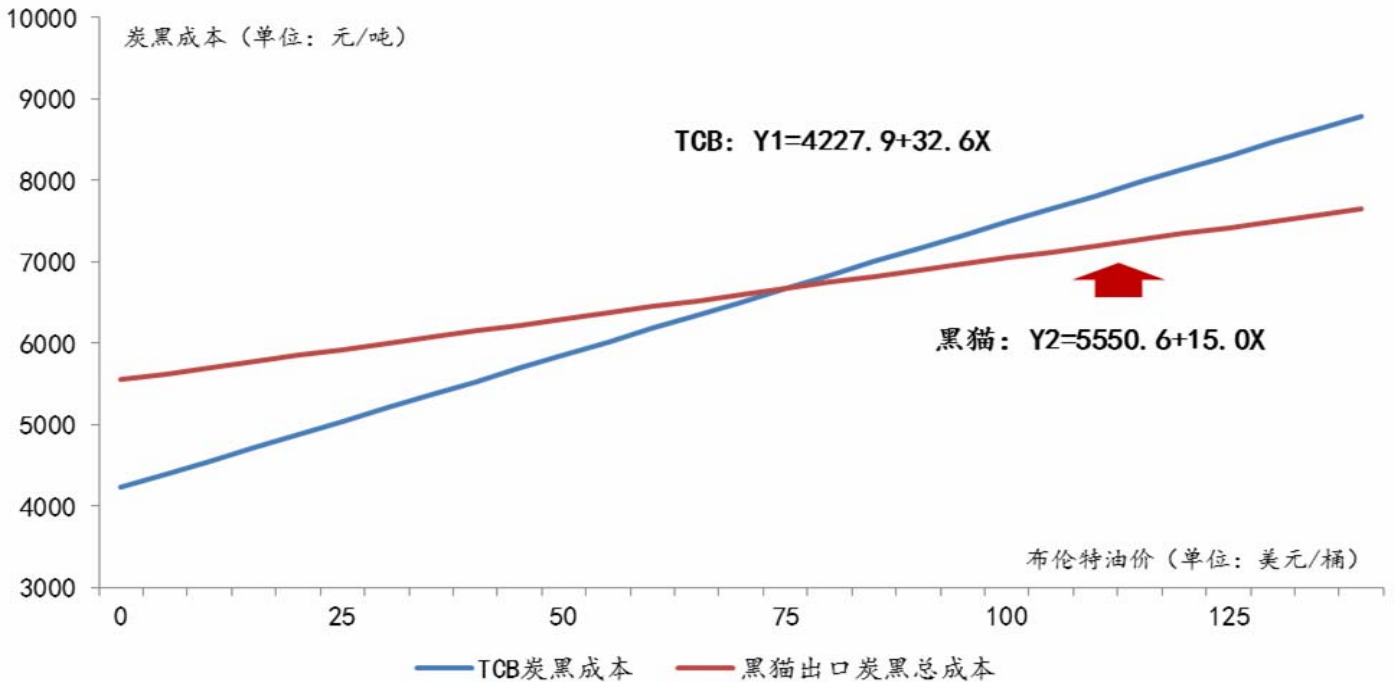
图表24: 国际油价与国内煤焦油的波动相近



来源: 国金证券研究所

- 我们测算得布伦特油价高于 75.0 美元/桶时，黑猫出口具备竞争力。我们将布伦特油价和国内煤焦油价格做回归，并根据黑猫的成本公式以及运费等因素，绘制出黑猫出口泰国到岸成本相对于布伦特油价的回归方程。同样地，我们假设国际 FCC 价格波动率与国内乙烯焦油一致，回归出 TCB 的成本曲线，再根据二者的交点，得到令黑猫到岸成本与 TCB 的成本相等的价格。我们测算的结果是 75.0 美元/桶，这意味着布伦特油价在 75 美元/桶时，黑猫出口竞争力与 TCB 相等，当油价高于此时，黑猫出口均能保持价格上的竞争力。

图表25: 黑猫和 TCB 的成本—油价模拟图



来源: 百川资讯, 公司公告, 国金证券研究所

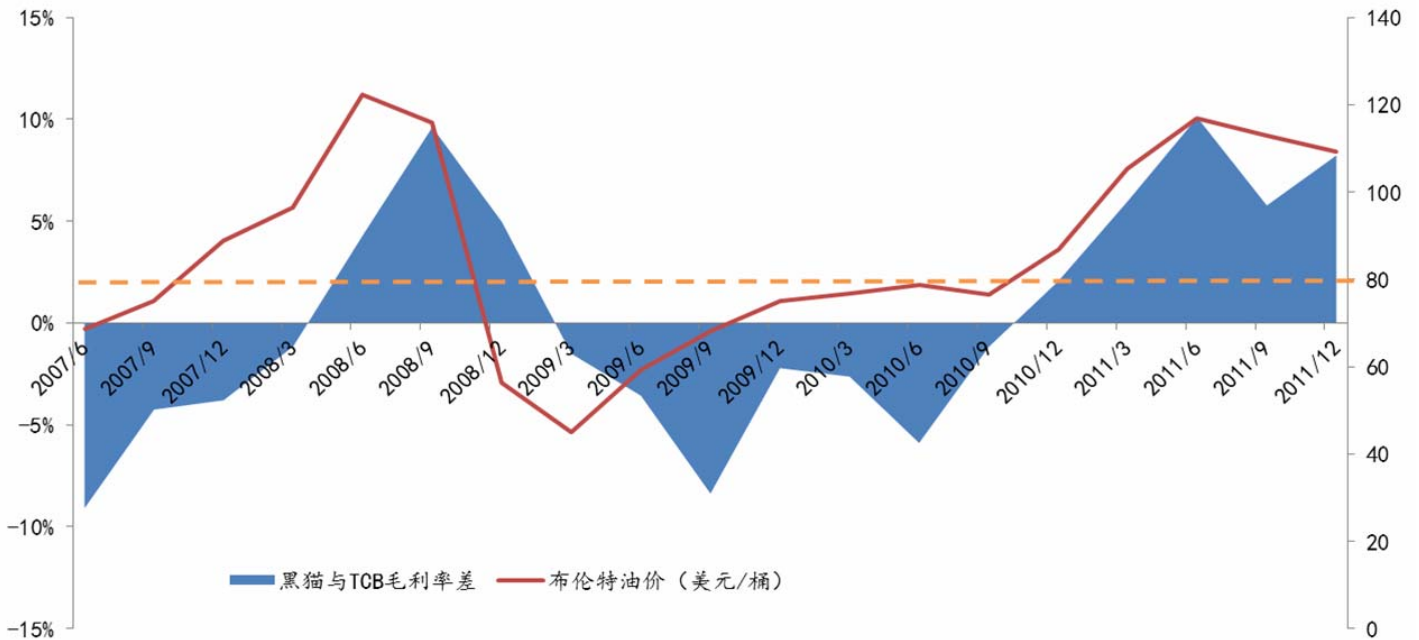
图表26: 乙烯焦油、煤焦油价格与布伦特原油价格的 SPSS 回归结果

	回归系数	标准差	P 值	C	R <sup>2</sup>
乙烯焦油	16.3	0.3187	0.0	1420.4	0.7655
煤焦油	8.8	0.6064	0.0	2068.7	0.2145

来源: 国金证券研究所

- 经验数据表明, 布伦特油价高于 75~80 美元/桶区间时, 黑猫毛利率高于国外。受欧洲经济形势下滑, 和欧佩克成员国出口反规律上升的影响, 布伦特油价由年初的 120 美元/桶左右跌至 6 月的 100 美元/桶附近, 但油价持续下跌的趋势将使产油国控制产量, 伊朗局势的不明朗将对油价形成支撑, 长期来看油价仍将处于高位。我们以黑猫毛利率和 TCB 的毛利率之差来衡量油价对两国炭黑企业利润的影响, 由于炭黑对油价调整的滞后性, 在下图中我们把毛利率差提前了一个季度。从图中可见, 当油价处于 50~75 美元/桶区间时, 黑猫的毛利率小于 TCB, 当油价高于 75~80 美元/桶时, 黑猫则明显具备毛利率优势, 这也意味着当前 100 美元/桶左右的油价下, 炭黑出口依然具有较大空间。

图表27: 布伦特油价高于 75~80 美元/桶区间时, 黑猫盈利能力高于 TCB



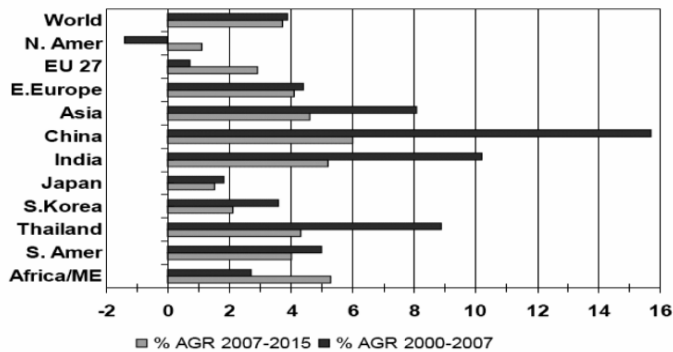
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

## 行业集中度提升，公司竞争优势显著

### 欧美产能不断减少，国内行业走向集中

- 现代炭黑工业伴随着橡胶工业而发展壮大，90%的炭黑用于橡胶制品，其中轮胎占据了70%的炭黑消费量，因此炭黑的景气度与轮胎直接关联。近年来，中国经济高速增长，汽车产量增速全球第一，吸引了轮胎企业的产能向亚洲迁移，因此对炭黑的需求也相应增加。炭黑生产对环境污染较大，在欧美地区生产受到严格的管制并产生高昂的环保支出，所以欧美厂商纷纷关闭本土产能，转向亚洲投资设厂。如今，中国炭黑不仅产量世界第一，占据全球约40%的份额，产能增速亦为世界第一，贡献了世界炭黑产业的大部分增长。

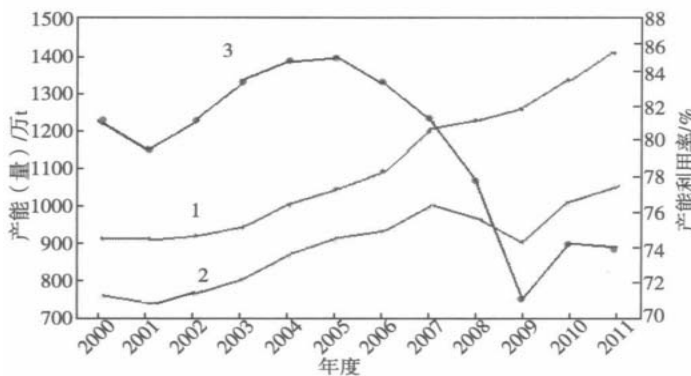
图表28：中国、泰国、印度需求增长较快



资料来源：Notch Consulting

来源：台湾中橡，《世界炭黑工业发展现状》，国金证券研究所

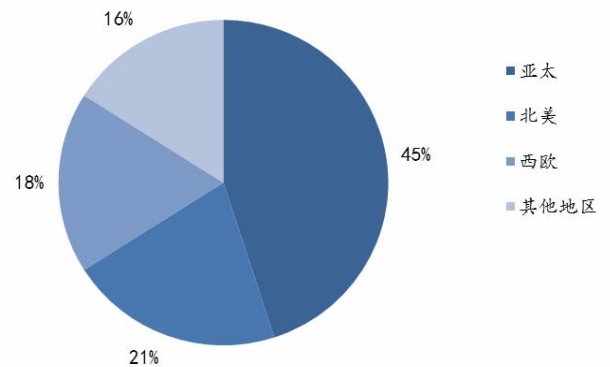
图表30：世界炭黑产能增加，利用率下滑



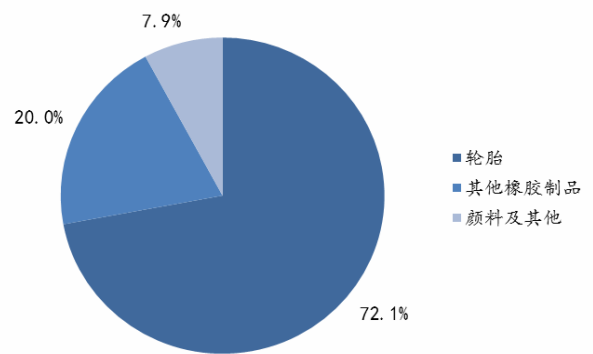
1—产能；2—产量；3—产能利用率。2011年数据为预测值。

来源：《世界炭黑工业发展现状》，国金证券研究所

图表29：世界炭黑需求以亚太为首



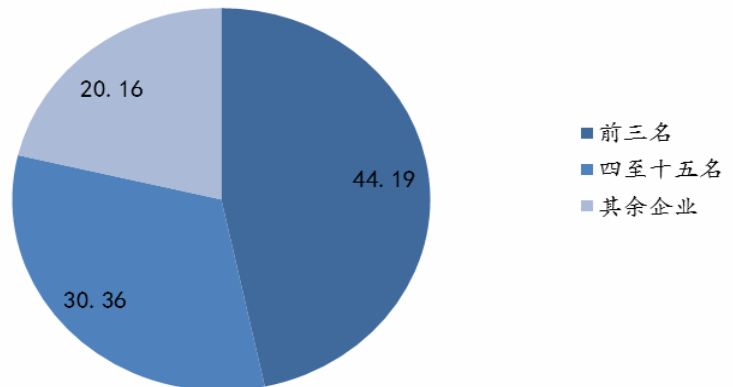
图表31：轮胎占世界炭黑消费比例超过70%



- 我国炭黑产业集中度远低于国际。美国有5家企业，下属18个工厂；日本8家、13个工厂；印度5家、8个工厂，而我国炭黑生产企业超过120家，其中产能达到5万吨的企业超过30家。由于大规模生产线可以加强产品质量的稳定性，并降低原料油单耗，因此小厂家不论在质量还是价格上，均难以和大企业竞争。近5年来在我国，以黑猫股份、龙星化工为代表的龙头企业开工率均接近100%，而工艺落后，产品质量低下的中小企业开工率较低，盈利能力较差。2008到2010这三年期间，我国炭黑厂商前三名黑猫、卡博特和龙星新增产量占全国产量总增长的47%，体现了炭黑行业加速向龙头企业集中的特点。

图表32: 黑猫、卡博特和龙星占据产量增长的一半

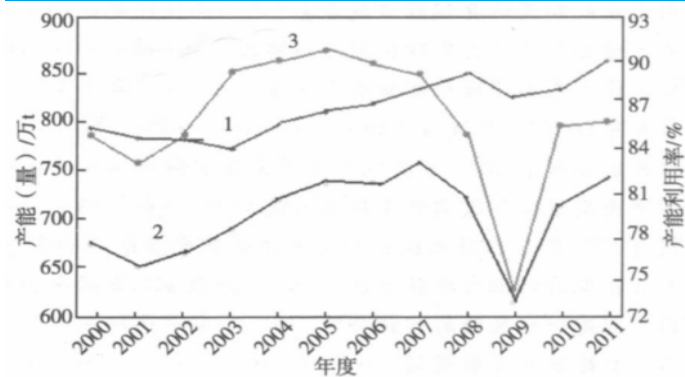
我国炭黑业2008-2010年产量增长 (万吨)



来源: 中国橡胶工业协会, 国金证券研究所

- 我国行业平均开工率保持低位, 行业整合成为必然。近三年的开工率分别为 65.1%、68.5%、66.0%, 均低于 70%。根据印度炭黑巨头 Phillips Carbon Black 公布的数据, 2010 年世界炭黑总需求为 1020 万吨, 较 2009 年增长 14.6%, 而全球产能为 1340 万吨, 产能利用率为 76%。Notch 咨询在 2010 年 11 月公布的世界炭黑数据表明, 国际平均产能利用率在 2009 年后恢复到 74% 左右, 而不含中国的国际产能利用率在 85% 附近。我国产能利用率低于国际, 一方面是由于我国产能增长过快导致行业竞争激烈, 另一方面是因为我国产能分散, 行业集中度低。由于低开工的企业盈利能力较弱, 未来关闭或被大企业整合将是行业发展的必然趋势。

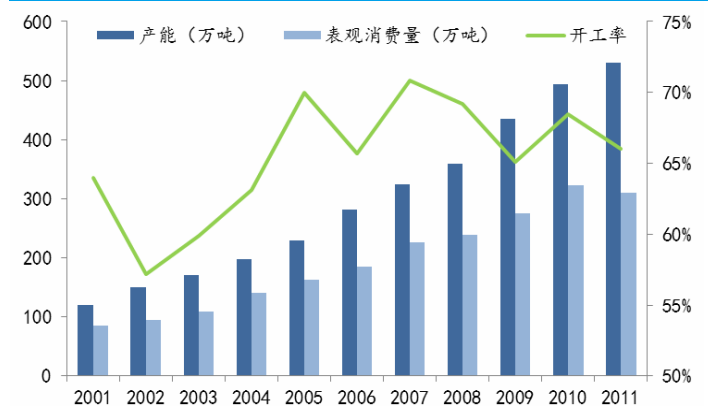
图表33: 不含中国的国际炭黑产能利用率较高



1-产能, 2-产量, 3-产能利用率

来源: 《世界炭黑工业发展现状》, 国金证券研究所

图表34: 中国炭黑开工率低于70%



- 世界炭黑产能向中国转移。炭黑生产对环保要求较高, 若粉尘泄漏, 将对环境和人体造成危害, 因此属于欧美重点监控的行业之一, 其环保和监管成本较高。08 年开始的金融危机使得欧美地区的需求减少, 外加使用的石油系原料油 (FCC, 乙烯焦油) 成本高于中国的煤焦油, 致使欧美纷纷削减产能而转至中国设厂。随着以黑猫为代表的国内炭黑企业技术和产品质量的进步, 未来中国将成为世界炭黑的中心。

图表35: 近年部分欧美炭黑产能削减汇总

公司名称	关闭工厂	缩减产能	关闭时间	情况说明
卡博特	英国 Stanlow 炭黑厂	9 万 t	2010	受全球金融风暴影响, 美国、欧洲炭黑工业遭受巨大冲击, 市场需求下降, 产能大量闲置; 从 2008 年开始, 卡博特采取一系列产能调整措施, 逐步向中国等新兴市场转移
	法国贝尔湖炭黑厂	11 万 t	2010	
	英国 Dukinfield 的炭黑母料厂	N. A	2010	
	美国西维吉尼亚州韦弗利炭黑厂	9 万 t	2008	
博拉-哥伦比亚	美国西维吉尼亚州马歇尔炭黑厂	N. A	2009	自 2006 年起, 为应对欧美炭黑市场需求低迷、产能过剩局面, 哥伦比亚化学公司相继关闭其在美国和英国的三家炭黑厂; 2011 年, 印度博拉战略收购哥伦比亚, 逐步将产能转向亚洲
	英国阿文茅斯的塞瓦尔科炭黑厂	N. A	2009	
	美国阿肯色州埃尔多拉多炭黑厂	5.4 万 t	2006	
欧励隆	荷兰博特莱克炭黑厂	N. A	2010	2010 年, 欧励隆 (原赢创-德固赛) 针对欧洲炭黑市场变化, 逐步调整其欧洲产能分布, 削减西欧地区产能, 提升中欧地区产能

来源: 行业资讯, 国金证券研究所

### 公司产能全国第一, 进入全球前五位

- 黑猫是国内炭黑生产的龙头企业。自 2006 年上市以来, 黑猫保持了全国产销量第一的地位, 且产能如今已发展到 70 万吨, 进入了世界炭黑业的前五名。在激烈的竞争中, 黑猫凭借多年质量和品牌的积累, 已经获得了固特异、普利司通等国际大厂商的认可, 产品需求迅速增长, 公司产能利用率自 08 年后均接近 100%。

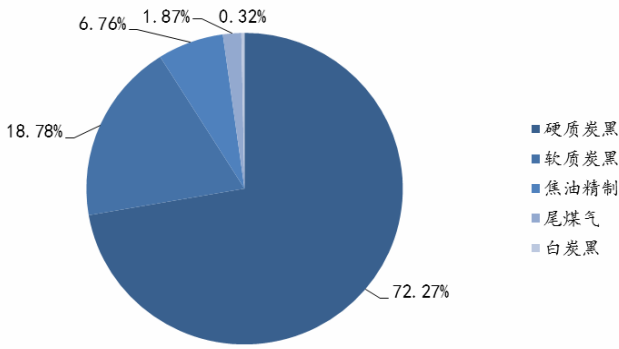
图表36: 国内地位较为稳固, 国际排名迅速上升 (2010 年)

序号	国际前十名公司	市场份额	中国大陆前十名公司	产量份额
1	Birla carbon/Columbian Chemicals	14.80%	江西黑猫炭黑股份有限公司	13.43%
2	Cabot Corporation	14.20%	卡博特化工有限公司	12.44%
3	Orion Engineered Carbons	9.50%	河北龙星化工股份有限公司	6.61%
4	China Synthetic Rubber Corporation	5.10%	山东华东橡胶材料有限公司	5.07%
5	江西黑猫炭黑股份有限公司	3.70%	苏州宝化炭黑有限公司	4.81%
6	Tokai Carbon	3.20%	台湾中橡化学工业公司	4.10%
7	Sid Richardson Carbon	3.20%	青州市博奥炭黑有限责任公司	3.56%
8	Phillips Carbon Black Ltd	3.00%	石家庄市新星化炭有限公司	2.97%
9	OMSKTECHUGLEROD	2.20%	大石桥市辽滨炭黑厂	2.82%
10	OCI Company	1.70%	河北大光明实业集团公司	2.73%
	其他	39.40%	其他	41.46%
	合计	100.00%	合计	100.00%

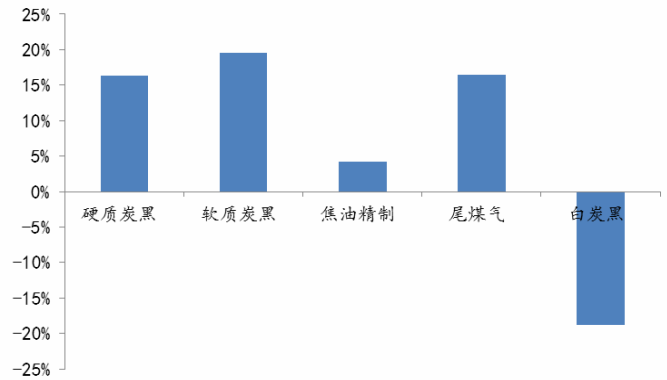
来源: 中国橡胶工业协会炭黑分会, OMSK Carbon Black, 国金证券研究所

- 黑猫的产品以炭黑为主, 并注重发展炭黑上下游的综合利用。黑猫的炭黑收入占总收入 90%, 炭黑营业利润则占总营业利润的 97%。焦油精制业务旨在提炼煤焦油中的蒽油等有价值的产品, 剩余部分直接计入炭黑成本, 独立核算的量较小, 故该业务占比、毛利均较低。尾煤气业务是实现炭黑综合利用的重要环节, 黑猫的多个生产基地在布局时即已与当地焦化厂谈妥煤焦油采购和尾气出售合同, 尾煤气产能随着炭黑的扩张而增加, 毛利率保持稳定。

图表37: 黑猫收入 90%源自炭黑



图表38: 黑猫分产品毛利率



来源: 公司 2011 年报, 国金证券研究所

- **产能布局是行业盈利的关键。**黑猫前身是景德镇焦化煤气总厂的炭黑业务部门, 其炭黑生产始于 1994 年, 焦化总厂于 2001 年将炭黑相关业务剥离出来, 并联合四位发起人共同发起设立江西黑猫炭黑股份有限公司。大股东景焦集团的主要经营目标是为景德镇制瓷业提供焦炉煤气, 故自身焦化盈利能力有限, 这决定了大股东较支持包括黑猫在内的下属子公司发展以提升集团盈利水平。2006 年上市时, 黑猫共有本部、韩城和朝阳 3 个生产基地, 总生产能力 21.5 万吨/年, 除朝阳基地旨在辐射东北市场外, 其余两个基地均以“占领资源”为目的, 本部原料油依赖控股股东景德镇焦化集团, 韩城基地则位于山西、陕西交界的煤炭产区。07~08 年, 焦化行业的整合产生了新的大型焦化企业, 原有的下游焦炉煤气和煤焦油的利用产业链被打破, 黑猫迎来了扩张良机, 太原、乌海、邯郸和唐山基地因而建立。
- **乌海——抢占资源。**乌海市以及周边百公里范围内的内蒙古阿拉善盟、鄂尔多斯、宁夏石嘴山市都具备千万吨级的焦化规模, 生产基地所在的西来峰工业园煤焦油、蒽油资源充足, 具备价格优势。黑猫投资 5.2 亿元建设 16 万吨炭黑及 20MW 尾气发电项目, 2010 年全部建成投产。
- **太原——控制资源。**黑猫唯一一个收购现有产能的基地, 地处山西煤焦主产区清徐地区, 且靠近公司现有的双喜轮胎等客户。公司即将建成的 7 万吨/年炭黑及 6MW 尾气发电机组, 将加强对国内煤焦油主产区的控制力, 完善全国性布局。
- **邯郸——兼顾市场。**与邯郸市鑫盛和鑫宝煤化工合作, 投资 6 亿元建设 16 万吨炭黑生产基地, 向合作方采购炭黑原料油并出售电力和尾气。该基地 2011 年全部建成, 结合了磁县的丰富原料资源优势, 且临近的山东省是国内最大的炭黑消费市场。
- **唐山——出口导向。**在唐山市古冶区投资 9.5 亿元, 将于 2012 年建成 20 万吨/年新工艺炭黑及 30 万吨/年炭黑油综合加工利用项目。唐山基地距离唐山港不到 100 公里, 当前黑猫出口产能不足, 未来唐山将成为承接黑猫出口任务的主要生产基地。此外, 当地密集的煤焦化企业大量产出煤焦油, 可节约大量运输成本。

图表39: 黑猫主要生产基地情况 (2011 年报)

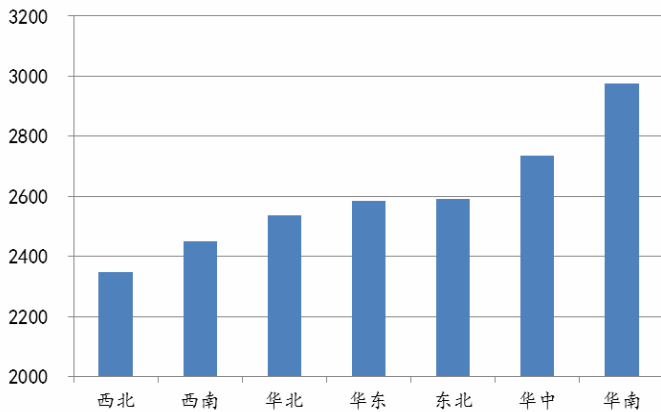
名称	注册地	控股比例	总资产 (万元)	净资产 (万元)	产能 (万吨)	营收 (万元)	营业利润 (万元)	净利润 (万元)
韩城黑猫	陕西省韩城市	96.00%	66135.72	23944.91	11	78562.50	1890.34	1718.14
朝阳黑猫	辽宁省朝阳市	80.00%	31141.35	11257.38	6	44402.09	105.83	148.65
乌海黑猫	内蒙古乌海市	96.00%	95736.99	28307.98	16	107424.96	3897.19	3130.41
邯郸黑猫	河北省邯郸市	97.50%	96967.36	51151.17	16	34468.04	1926.13	1449.96
唐山黑猫	河北省唐山市	70.00%	11685.04	7864.50	20 (在建)	0.50	-181.99	-135.50
太原黑猫	山西省清徐县	51.00%	24888.54	9289.72	7	9035.40	-49.81	-46.07

来源: 公司公告, 国金证券研究所

注重成本和区域, 新基地综合优势显著

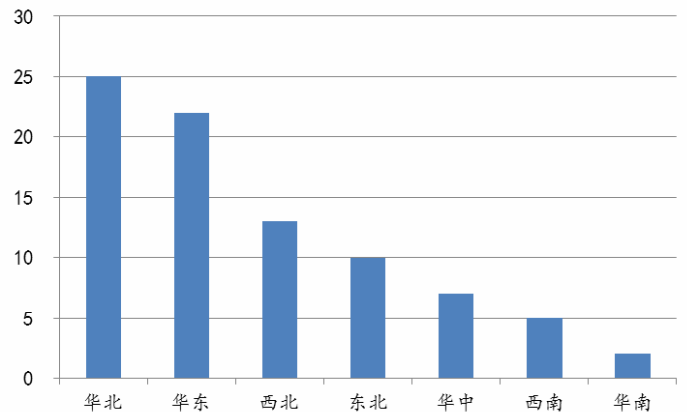
- 我国炭黑产能主要分布在华北和华东, 靠近煤焦油产地。前文已经解释过, 原料油价格是我国对外出口优势的的决定性因素, 事实上, 原料油价格也是国内炭黑企业相互竞争的关键。在各家公司产品同质化的大趋势下, 掌握低价的煤焦油资源, 就能在成本上取得优势, 在竞争中占据先机。从产能来看, 当前我国煤焦油产能集中在华北和华东地区, 其中华北占 43%, 华东占 29%, 细分到省市一级, 华东地区产能主要分布在山东, 占全国产能的 16.59%, 华北地区主要分布在山西和河北, 其中山西占 23.67%; 河北占 18.10%; 从价格上看, 西北煤焦油价最低, 华北和华东有一定优势。2011 年我国炭黑的产量, 也主要分布在山东、山西和河北三个省, 这表明我国炭黑产能确实具备靠近煤焦油产地的特征。

图表40: 2012 年 6 月各区域煤焦油均价

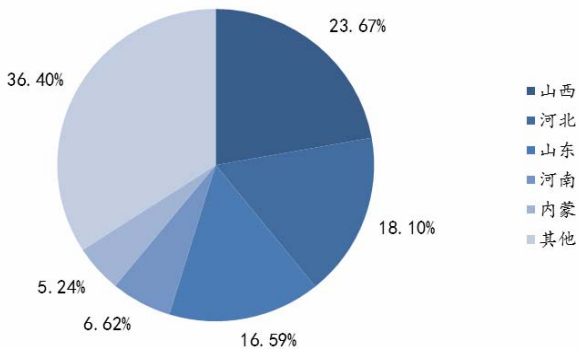


来源: 中华商务网, 百川资讯, 国金证券研究所

图表41: 在网上提供有效报价的煤焦油厂商数量

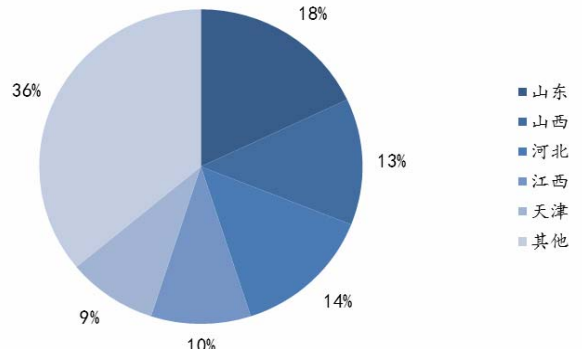


图表42: 鲁晋冀高温煤焦油产能最多 (2011)



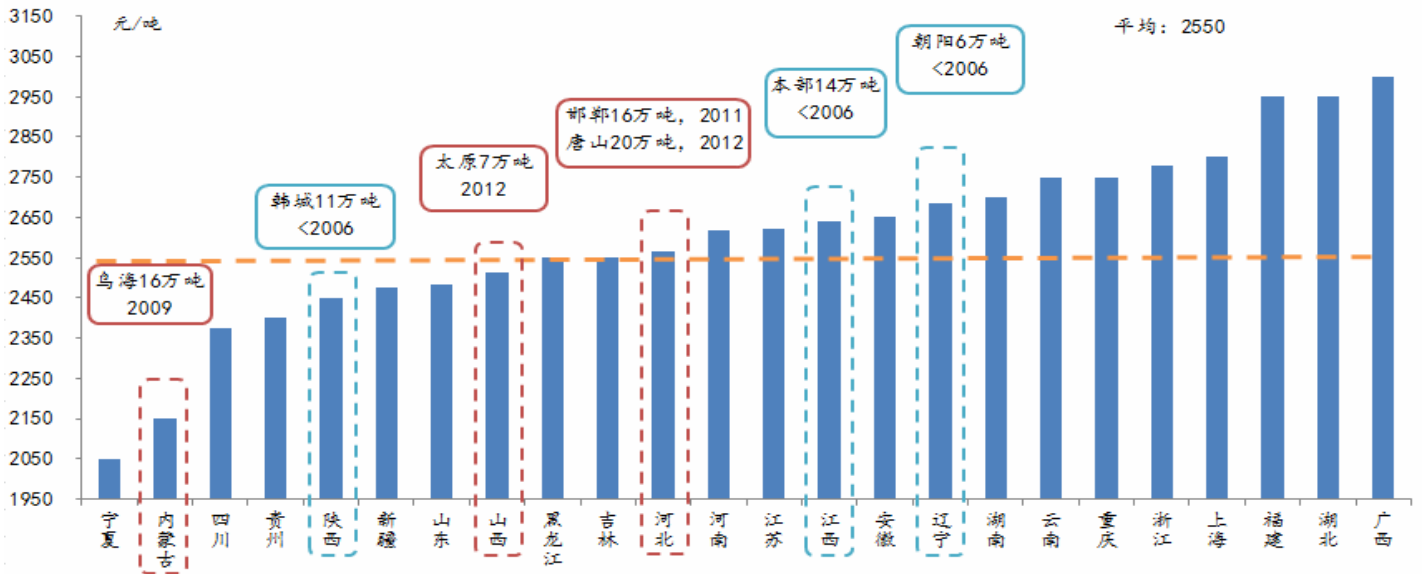
来源: 钢联资讯, 国金证券研究所

图表43: 我国炭黑产量集中在鲁晋冀赣津 (2011)



- **降低煤焦油成本是黑猫布局的一大动因。**我们在下图列出了 2012 年 6 月，中华商务网和百川资讯提供的全国各省份煤焦油厂商的平均报价，并描绘出黑猫布局的发展趋势。可以较为明显地看出，黑猫早期的生产基地的煤焦油价格较高，在生产成本上占劣势，因此黑猫近年来重点在具有成本优势且供应量较大的省份布局。其中，成本最低的乌海基地所在的内蒙古，均价只有 2150 元/吨，低于全国均价 400 元/吨；太原和韩城基地也具有优势，低于全国均价 100 元/吨；邯郸和唐山所在的河北省均价 2565 元/吨，与全国均价几乎相等。本部和朝阳所在的省份则较全国均价分别高出 90、133 元/吨。

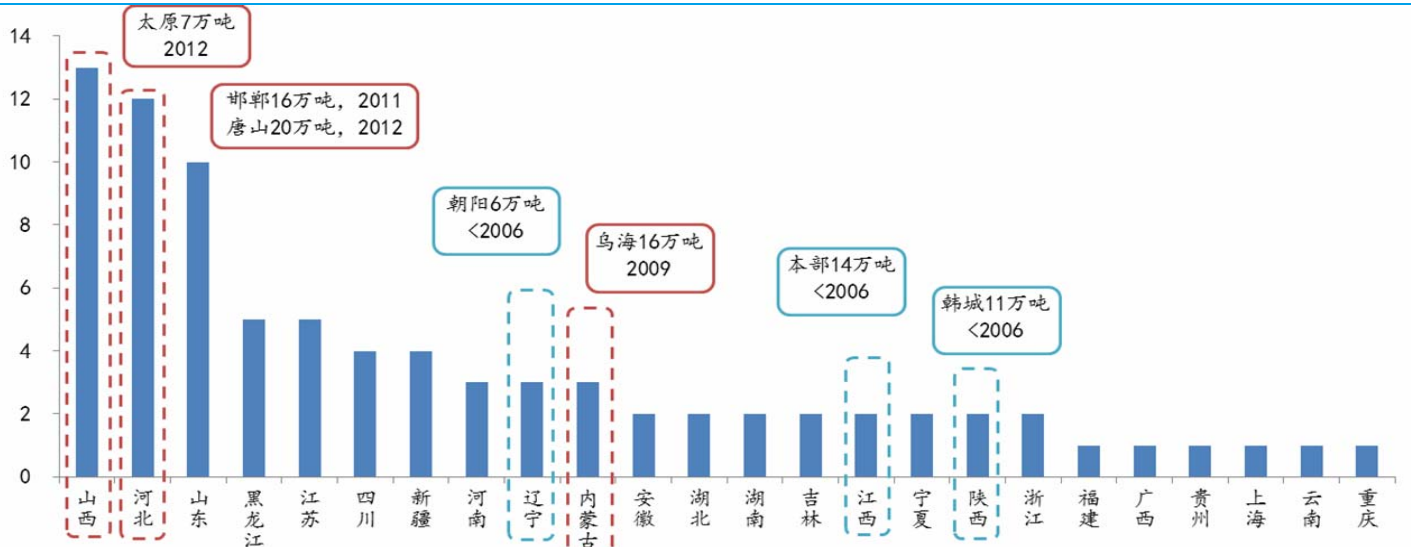
图表44: 各省份平均报价与黑猫布局



来源: 中华商务网, 百川资讯, 国金证券研究所, 2012年6月

- 我们以百川资讯和中华商务网上提供有效报价的厂商数量的多少，来大致代表该地区煤焦油供应量的大小。分析得到的结果和前文一致，即河北、山西是全国煤焦油供应量最大的省份，山东排名第三。黑猫的新基地也大多选择在煤焦油的供应大省，乌海基地虽然所处的内蒙古自治区煤焦油供应总量并非最多，但当地煤焦油下游需求较小，黑猫无需与其他企业竞争资源，因此近年并不会受到供应短缺的影响。

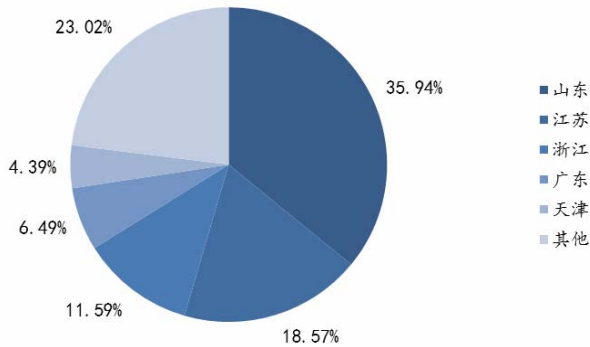
图表45: 各省份提供有效报价的厂商数量与黑猫布局



来源: 中华商务网, 百川资讯, 国金证券研究所, 2012年6月

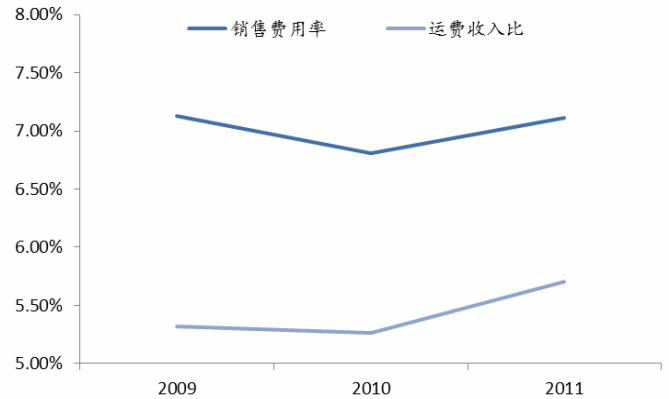
- **降低运费是黑猫选址的另一大动因。**和出口类似，以年报中销售费用除以实际产量来计算，2011年公司平均运费达412元/吨，是制约盈利能力的重要因素，因此公司靠近山东等市场的新建基地，可以形成有效的成本节约。按照公司的生产经验，以及各基地的地理布局来评估，太原基地的运费约240元/吨，邯郸为150元/吨，唐山100元/吨，乌海则由于距离市场较远，运费平均达550元/吨，唐山、邯郸等具有较大优势。

图表46: 2012年一季度轮胎产量分布



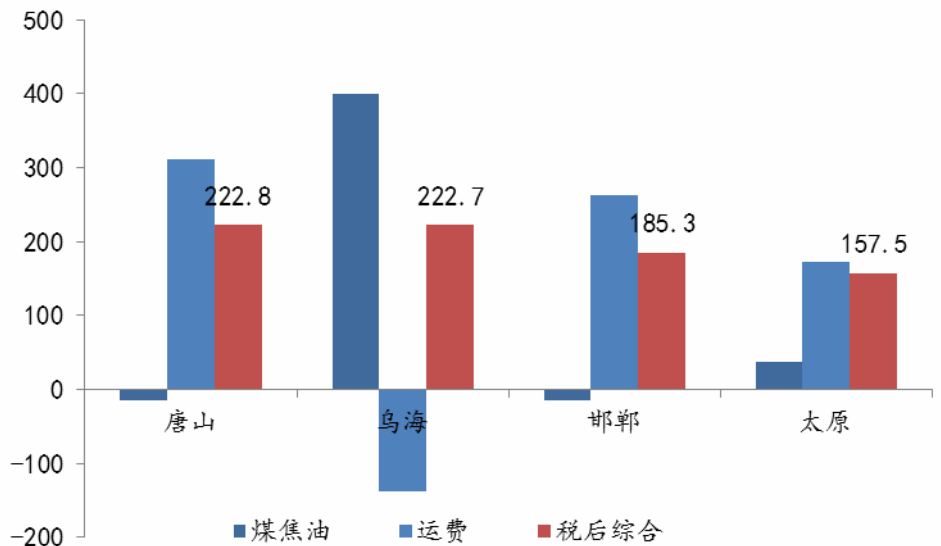
来源: 化工在线, 公司公告, 国金证券研究所

图表47: 公司运费收入比



- **新建基地综合效益有望大幅提升。**在下图中，我们结合煤焦油、运费和税率（乌海），计算出了黑猫新基地的综合收益。假设各基地售价相等，唐山的净利润率将最高，较旧基地高出222.8元/吨，其次是乌海（222.7），邯郸（185.3）和太原（157.5）。除原料油和运费因素外，新建基地的资源综合利用好（向当地焦化企业采购原料油，出售电力、尾气和蒸汽），2011年邯郸黑猫的实际运用产能只有约8万吨，但营业利润已超过拥有11万吨产能的韩城基地。

图表48: 黑猫新建基地的相对优势估算（税后利润，元/吨）

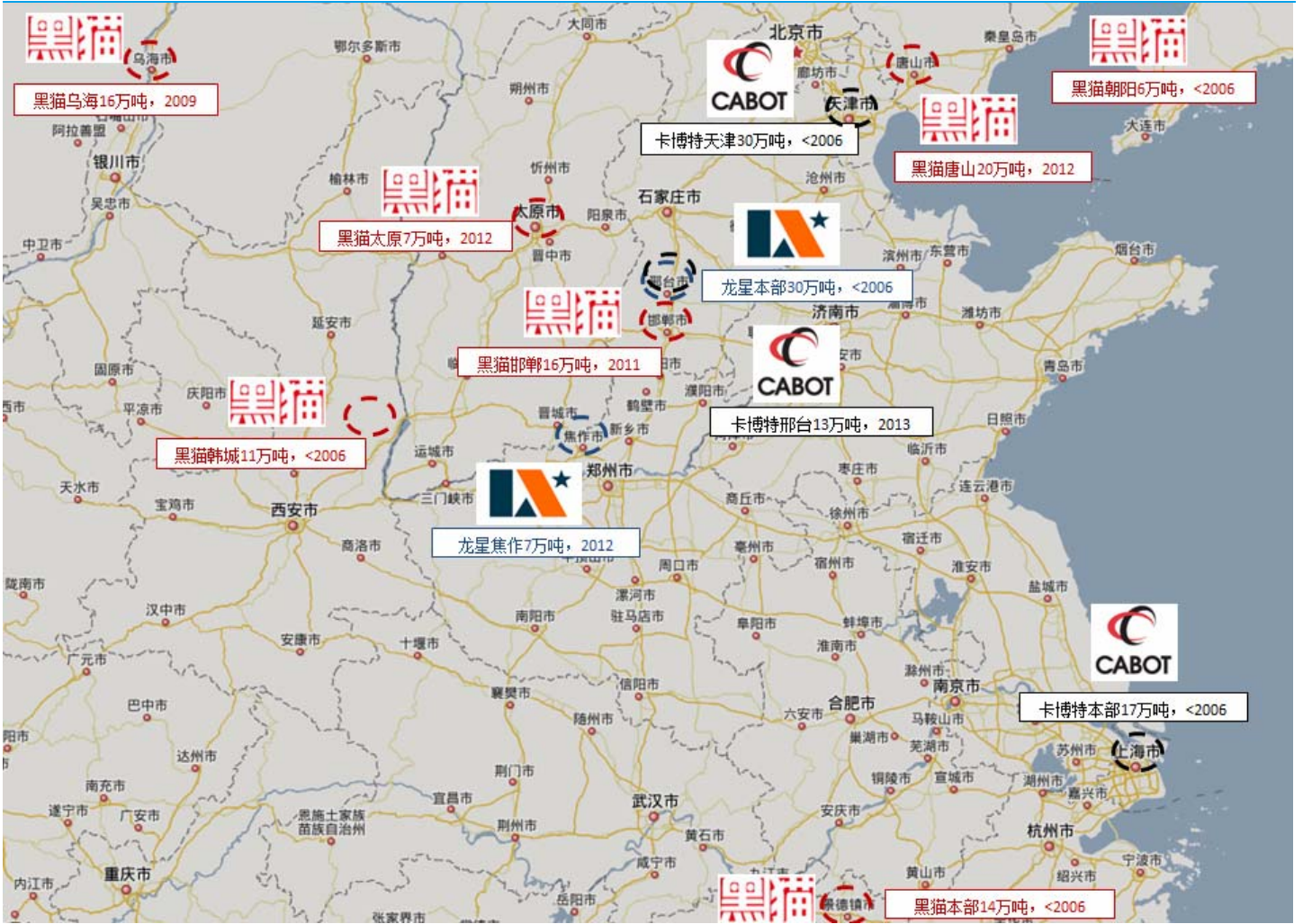


来源: 国金证券研究所

- **黑猫布局也蕴含着历史和竞争因素。**自1992年在上海引进全套美国技术以来，卡博特产品多、质量好、价格高，在高端市场地位稳固，产量长期占据国内第一，是轮胎行业的配方基准。由于外资轮胎企业较早沿海地区布局，卡博特为了紧跟市场，将生产基地放在上海和天津，并形成接近50万吨产能。在发展初期，黑猫并没有与卡博特硬碰硬，而是在中西部的景德镇本部、朝阳和韩城设厂，同时，受焦化企业规模和煤焦油产能的限

制，黑猫选择了紧跟焦化企业步伐发展的策略，产能随着煤焦油供应的提升而提升，这也是老基地侧重于抢占资源的原因。随着近年来焦化业兼并重组的加强，一批大型焦化企业、园区相继诞生，对资源的综合利用有迫切需求，这为黑猫新设基地提供了较好的条件，邯鄲、乌海、唐山基地应运而生。09年后投建的新基地均具有资源综合利用的特征，在经济效益和环境保护方面均明显好于老基地。

图表49：全国炭黑前三甲（黑猫、卡博特、龙星）竞争态势图



来源：公司公告，百度地图，国金证券研究所

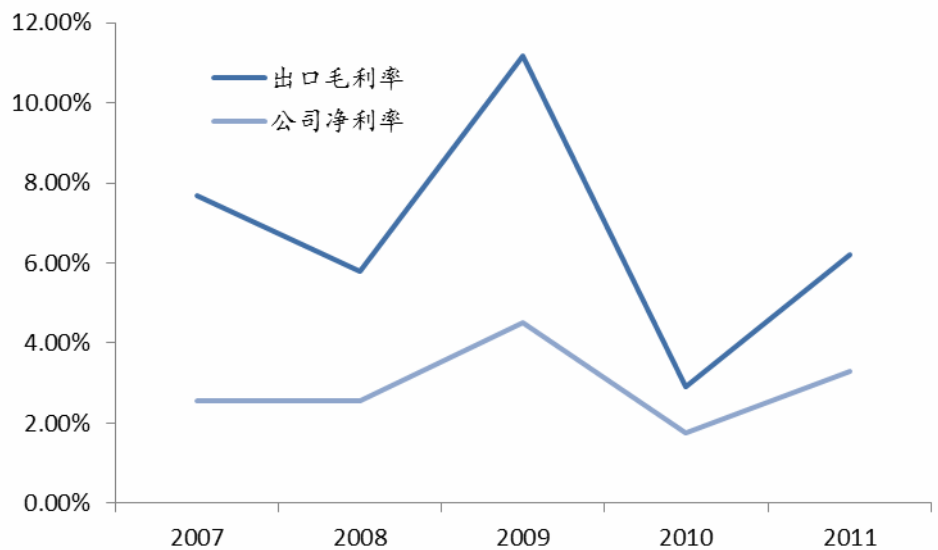
- **未来河北邢台—邯鄲地区将面临激烈竞争。**随着公司产能逐渐向东部扩展，黑猫与卡博特的正面竞争势在必行，炭黑业的发展特点也从追随煤焦油转为追随轮胎需求，市场决定了各大公司布局的走向。我们描绘了炭黑业前三强——黑猫股份、卡博特和龙星化工的炭黑战略布局走势，可见黑猫的新建基地开始向东部地区等传统的轮胎需求大省靠拢，而卡博特将在邢台市新建基地，到 2013 年，邢台—邯鄲地区将集中近 50 万吨炭黑产能，占全国炭黑总产量约八分之一。该地区丰富的煤焦油资源和对山东、河北两省的市场辐射，使得龙星化工在历史上一直占据低运费优势，也使得该地区对黑猫和卡博特等巨头极具吸引力。黑猫在太原和邯鄲的布局，可有效整合山西、河北的资源，进一步贴近市场，为业绩增长打下良好基础。

## 盈利不断提升，步入上升通道

### 公司出口增长较快，盈利能力有效增强

- **公司出口增长较快，净利率可高出内销 50%。**2012 一季度国内外炭黑价差较大，国外厂商的需求较高，根据公司 2011 年报估计，2012 年黑猫的出口比例将由 2011 年的 24% 上升至 30% 以上。黑猫的出口对象以国际知名轮胎厂商为主，出口区域包括欧美、印度等，由于内销仍需依赖国际厂商的中国分部，因此黑猫出口较难大幅提升价格，但盈利能力仍较内销为高。黑猫将出口运费计入成本，而内销运费计入销售费用，故年报披露的出口毛利率不能反映正常水平，但根据国内外价差和公司经验，出口净利率比内销通常高出 50% 左右，数额约 100~150 元/吨。

图表50: 公司出口和内销盈利能力比较



来源：公司公告，国金证券研究所

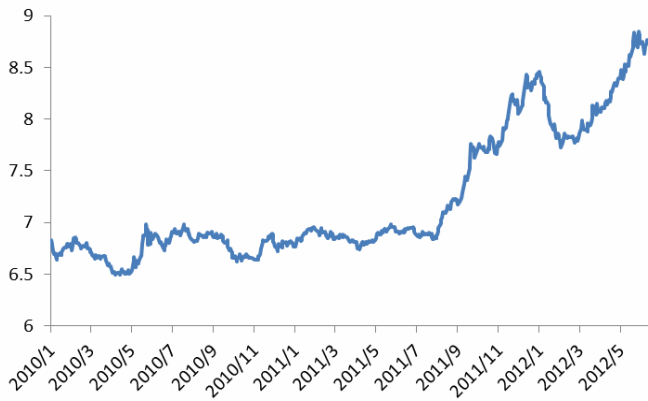
- **短期人民币升值停滞，利好公司出口。**出口利润对汇率变动的敏感性较强，在前文的出口优势计算中，我们已经包含了人民币升值的因素。下图在 2011 年的基础上，假设印度价格不变，计算了出口印度价差对人民币的升值幅度的敏感性。若人民币升值 5%，则可吞噬 352 元的利润空间，出口的需求将下降。近期由于欧洲经济形势不佳，美元开始走强，人民币升值趋势面临一波反弹，短期可能贬值至 6.4 附近，预计今年的汇率对出口影响不大。

图表51: 汇率波动对出口价差的敏感性分析

PCBL 与黑猫价差		汇率 (人民币升值为负号)						
		10%	5%	1%	0	-1%	-5%	-10%
黑猫价格 涨跌幅	10%	388	36	-245	-315	-386	-667	-1019
	5%	722	370	89	19	-52	-333	-685
	1%	989	638	356	286	216	-66	-418
	0	1056	704	423	353	282	1	-351
	-1%	1123	771	490	419	349	68	-284
	-5%	1390	1038	757	687	616	335	-17
	-10%	1724	1372	1091	1021	950	669	317

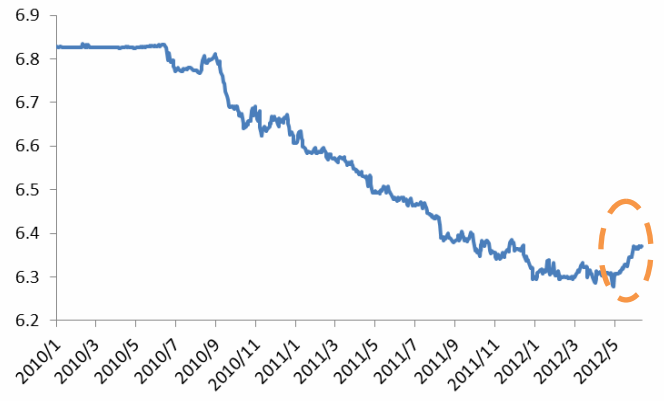
来源：国金证券研究所

图表52: 人民币兑印度卢比持续上升



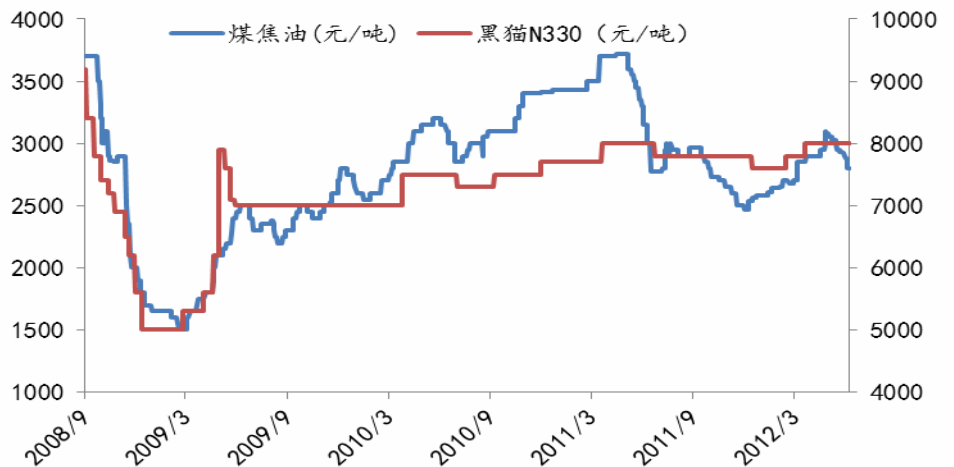
来源: 国金证券研究所

图表53: 美元对人民币持续下跌, 近期有反弹



- **炭黑价格传导较弱, 小于原油波幅。**按照行业经验, 黑猫等大厂商通常提前一个月采购所需煤焦油, 总体而言煤焦油价格对成本的传导较为有效。在下游方面, 由于轮胎行业集中度高于炭黑, 大厂商的议价能力较强, 因此炭黑提价并不顺畅。在煤焦油价上涨时, 黑猫的涨价幅度相对较低, 使毛利率下滑, 同样的, 煤焦油价格的下降可提升公司盈利空间。

图表54: 炭黑价格相对油价波动较小



来源: 国金证券研究所

- **煤焦油价格下降利好公司表现。**与国外情况类似, 原油价格的波动对公司业绩有较大的影响。从销售角度来说, 大型轮胎企业在价格谈判上较强势, 炭黑涨价较煤焦油上涨一般要滞后一到两个月。就采购而言, 行业通常采购一至两个月用量的煤焦油库存, 并根据煤焦油价格波动相应增加或减少采购量, 以尽量平抑煤焦油价格对公司经营的影响。2012年二季度煤焦油价格的下跌, 将对今年公司的业绩产生积极的影响。

图表55: 黑猫毛利率与煤焦油价格反向波动

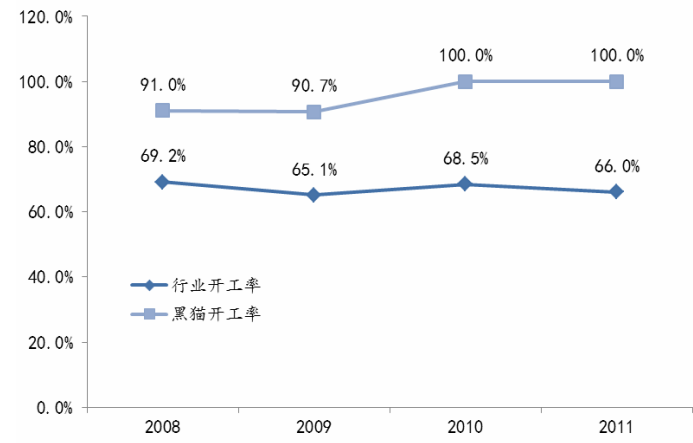


来源: 百川资讯, 公司公告, 国金证券研究所

公司开工率 100%，市场话语权不断提升

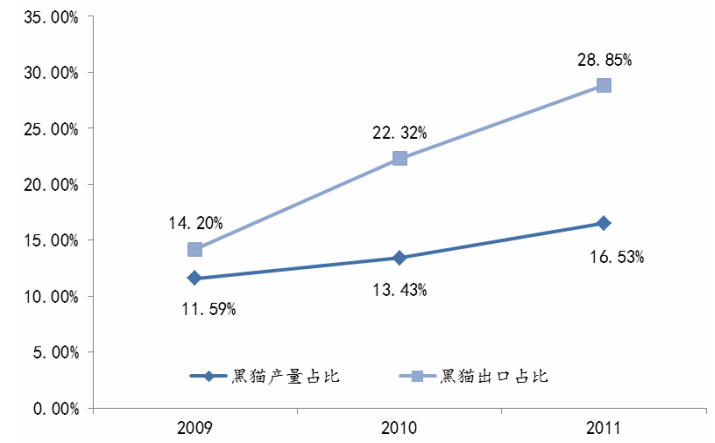
- 公司开工率持续领先全行业，近两年已达到 100%，产销率在扣除铺货因素后也接近 100%，这为公司的产能扩张提供了下游的需求基础。在产量占行业比重持续提升时，公司的出口占行业比重更大，且 2011 年占比增速达 30%，高于国内市场占比 23% 的增速。由于出口的净利润率高，公司新增的对外出口产能将有效提升公司盈利。

图表56: 黑猫开工率业内领先，达 100%



来源: 国金证券研究所

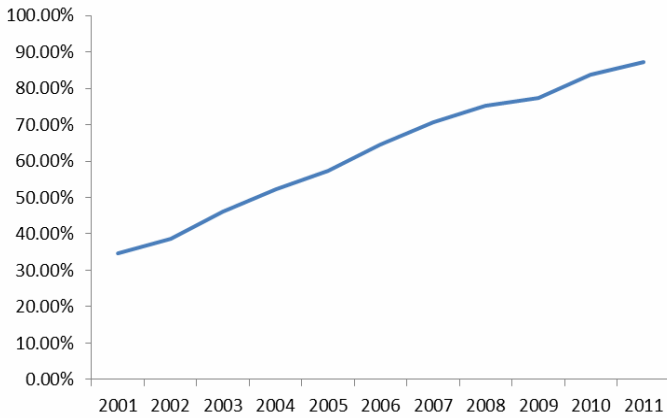
图表57: 黑猫产量、出口量占行业比重双增长



- 子午化率增长将提升优质炭黑需求。子午胎取代斜交胎是我国轮胎业发展的大趋势，而子午胎对炭黑的质量和等级有较高要求，这意味着轮胎企业需要从质量稳定的大型炭黑企业采购。当前发达国家的轮胎子午化率基本达到 100%，而 2011 年中国橡胶工业协会轮胎分会 45 家重点会员产量的子午化率仅为 86.6%。按我国轮胎行业产业政策规划要求，到 2015 年我国乘用车胎子午化率和无内胎化要达到 100%，轻型载重车胎子午化率达 85%，载重车胎子午化率达 90%，未来以黑猫为代表的大型炭黑企业将加速市场份额的占有。
- 公司客户逐渐分散，市场开拓能力较强。随着产能高速扩张，公司的客户集中度也持续下降，已从 06 年的 41% 下降到了 16%。客户的分散化表明公司开拓新客户的能力较强，产品质量得到广泛认可，收入的真实性较

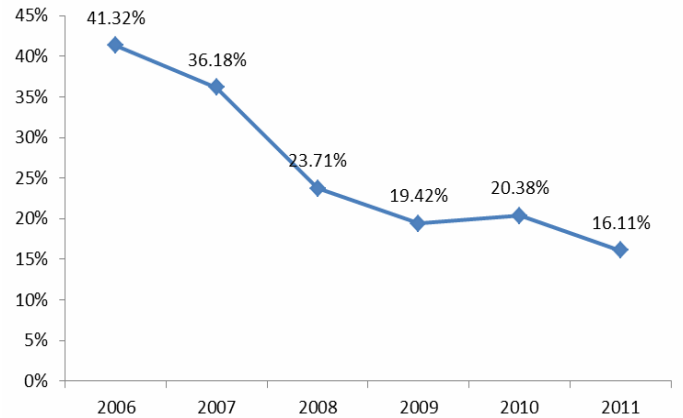
高，同时意味着单个客户的采购量仍具有提升空间。未来公司可以加大对单个客户精耕细作的力度，销售能力有望进一步加强。

图表58: 轮胎子午化率稳定增长



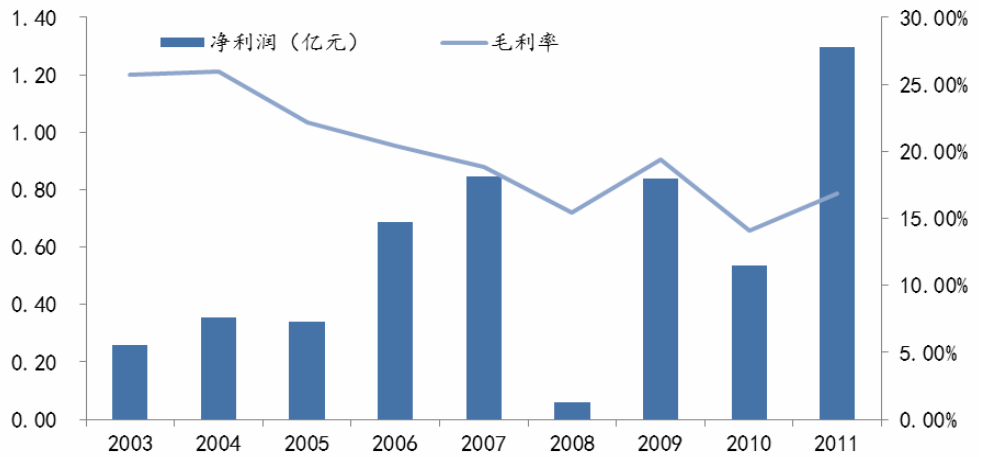
来源: 国金证券研究所

图表59: 前五名客户占比持续下降



- **公司盈利能力处于历史低位。**由于行业竞争激烈，旧有基地的盈利能力不强，公司毛利率在过去几年有所下滑。然而，我们判断黑猫的盈利能力已经到达历史底部，原因一是行业的出口在 2011 年才开始爆发式增长，黑猫作为国内龙头，其出口的力度和预期增长尚未在业绩中体现；原因二是新增生产基地的盈利能力明显较强，唐山基地的效益将更为显著；原因三是短期煤焦油价格的下跌将拉升公司的毛利率。因此，预测近几年内公司的毛利率至少将维持当前水平，而新增产能使得公司抗风险能力明显加强。

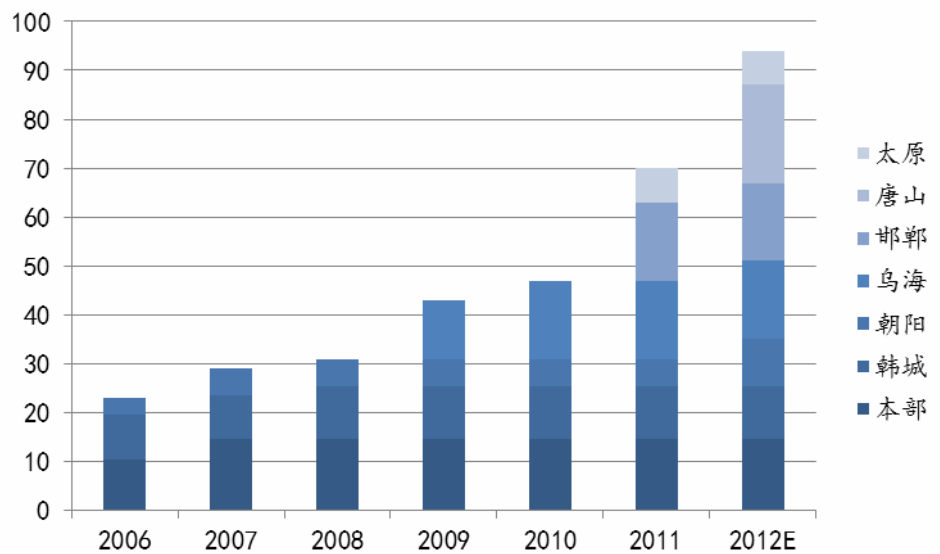
图表60: 公司盈利能力处于历史低位



来源: 国金证券研究所

- **今年产能将大幅扩张。**按照公司已披露的规划，今年太原的 7 万吨产能将全部投入使用，邯郸的 16 万吨将满负荷生产，唐山的 20 万吨产能也将在 3 至 4 季度建成投产。到 2012 年年末，公司将形成 94 万吨的产能，同比增长 34.3%。

图表61: 公司的产能扩张历程 (万吨/年)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 盈利预测与估值

- 根据公司 2012 年的产能扩张规划, 预计公司 2012-2014 年收入 53.86、72.18、77.77 亿元, 归属于母公司净利润 2.01、2.96、3.51 亿元, EPS 0.42、0.62、0.73 元。

图表62: 销售预测表

项 目	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>硬质炭黑</b>								
销售收入 (百万元)	1,015.32	1,241.78	1,355.89	2,229.61	2,801.35	3,570.00	4,794.00	5,100.00
增长率 (YOY)	28.00%	22.30%	9.19%	64.44%	25.64%	27.44%	34.29%	6.38%
毛利率	19.31%	16.63%	19.23%	13.34%	16.34%	18.00%	17.00%	17.00%
<b>软质炭黑</b>								
销售收入 (百万元)	295.61	363.55	328.43	530.36	727.90	1,190.00	1,598.00	1,700.00
增长率 (YOY)	27.79%	22.98%	-9.66%	61.48%	37.25%	63.48%	34.29%	6.38%
毛利率	18.10%	16.81%	18.39%	14.13%	19.55%	20.00%	19.00%	19.00%
<b>焦油精制</b>								
销售收入 (百万元)	N/A	118.60	104.79	148.45	262.00	375.55	489.10	602.65
增长率 (YOY)	N/A	N/A	-11.64%	41.66%	76.49%	43.34%	30.24%	23.22%
毛利率	N/A	-3.13%	16.15%	6.85%	4.15%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>尾煤气</b>								
销售收入 (百万元)	30.20	40.33	53.79	66.66	72.66	78.66	84.66	90.66
增长率 (YOY)	6.79%	33.54%	33.37%	23.93%	9.00%	8.26%	7.63%	7.09%
毛利率	9.29%	5.07%	16.22%	13.67%	16.48%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>白炭黑</b>								
销售收入 (百万元)	N/A	N/A	N/A	N/A	12.52	172.00	252.00	283.50
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1273.80%	46.51%	12.50%
毛利率	N/A	N/A	N/A	N/A	-18.78%	20.00%	20.00%	20.00%
销售总收入 (百万元)	1341.13	1764.26	1842.90	2975.08	3876.43	5386.21	7217.76	7776.81
平均毛利率	18.82%	15.28%	18.82%	13.16%	16.01%	17.56%	16.71%	16.59%

来源: 国金证券研究所

- 行业内其他炭黑上市公司有龙星化工和海印股份。上述公司 2012 年一致性预测的 PE 为 13.89 倍。根据 6 月 13 日收盘价 (7.26 元), 公司 12 年 PE 为 17.3 倍, 高于行业平均。综合考虑行业均值和公司龙头地位, 给予 12 年 19~20 倍 PE, 目标价 7.98~8.40 元。

图表63: 可比上市公司估值情况

股票代码	上市公司	最新收盘价	EPS			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
002442.sz	龙星化工	5.25	0.38	0.42	0.6	13.82	12.50	8.75
000861.sz	海印股份	16.49	0.79	1.08	1.34	20.87	15.27	12.31

来源: 机构一致性预测、国金证券研究所

### 风险提示

#### 宏观经济波动, 轮胎需求下滑

- 公司主要产品炭黑主要为汽车轮胎的原材料。若欧债恶化引发世界经济危机, 将大幅降低世界轮胎需求, 导致炭黑销量降低。

#### 原料油价格波动, 影响产品盈利能力

- 公司产品价格的传导能力有限, 若煤焦油价格大幅上涨, 将吞噬公司的产品利润。国际油价大幅下跌, 则将降低国内炭黑的出口优势, 削弱国际市场需求。

#### 行业产能过剩

- 目前主要的炭黑厂商都有扩产计划, 宝钢集团等较具实力企业也准备大幅增加炭黑产能, 预计大批产能将集中于 13~14 年投放, 将使国内市场竞争进一步白热化。

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,863</b>	<b>3,023</b>	<b>3,945</b>	<b>5,386</b>	<b>7,218</b>	<b>7,777</b>	货币资金	230	280	417	900	967	967
增长率	62.3%	30.5%	36.5%	34.0%	7.7%		应收账款	589	750	1,009	1,346	1,803	1,943
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,501</b>	<b>-2,597</b>	<b>-3,281</b>	<b>-4,441</b>	<b>-6,012</b>	<b>-6,486</b>	存货	246	348	617	608	824	889
%销售收入	80.6%	85.9%	83.2%	82.4%	83.3%	83.4%	其他流动资产	75	39	77	133	180	195
<b>毛利</b>	<b>361</b>	<b>426</b>	<b>664</b>	<b>946</b>	<b>1,206</b>	<b>1,290</b>	流动资产	1,140	1,417	2,120	2,987	3,774	3,993
%销售收入	19.4%	14.1%	16.8%	17.6%	16.7%	16.6%	%总资产	50.2%	47.5%	50.2%	47.4%	54.6%	58.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	<b>-20</b>	长期投资	0	45	24	24	24	24
%销售收入	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,071	1,441	1,917	3,130	2,953	2,680
<b>营业费用</b>	<b>-133</b>	<b>-206</b>	<b>-280</b>	<b>-377</b>	<b>-433</b>	<b>-467</b>	%总资产	47.2%	48.3%	45.4%	49.7%	42.7%	39.0%
%销售收入	7.1%	6.8%	7.1%	7.0%	6.0%	6.0%	无形资产	51	68	135	144	152	161
<b>管理费用</b>	<b>-54</b>	<b>-69</b>	<b>-104</b>	<b>-129</b>	<b>-173</b>	<b>-187</b>	非流动资产	1,130	1,565	2,102	3,313	3,144	2,880
%销售收入	2.9%	2.3%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	%总资产	49.8%	52.5%	49.8%	52.6%	45.4%	41.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>168</b>	<b>145</b>	<b>269</b>	<b>425</b>	<b>581</b>	<b>617</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,270</b>	<b>2,982</b>	<b>4,222</b>	<b>6,300</b>	<b>6,919</b>	<b>6,873</b>
%销售收入	9.0%	4.8%	6.8%	7.9%	8.1%	7.9%	短期借款	774	1,016	1,117	2,605	2,301	1,691
<b>财务费用</b>	<b>-51</b>	<b>-75</b>	<b>-101</b>	<b>-135</b>	<b>-172</b>	<b>-141</b>	应付款项	575	954	1,253	1,675	2,263	2,441
%销售收入	2.8%	2.5%	2.6%	2.5%	2.4%	1.8%	其他流动负债	9	13	8	14	19	21
<b>资产减值损失</b>	<b>-6</b>	<b>-16</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	流动负债	1,358	1,983	2,378	4,295	4,583	4,152
<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>	长期资产	150	218	434	434	434	435
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	125	88	73	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>1,634</b>	<b>2,288</b>	<b>2,884</b>	<b>4,728</b>	<b>5,017</b>	<b>4,587</b>
<b>营业利润</b>	<b>111</b>	<b>53</b>	<b>159</b>	<b>280</b>	<b>406</b>	<b>475</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>595</b>	<b>641</b>	<b>1,212</b>	<b>1,413</b>	<b>1,709</b>	<b>2,060</b>
营业利润率	5.9%	1.7%	4.0%	5.2%	5.6%	6.1%	少数股东权益	41	53	126	159	193	226
<b>营业外收支</b>	<b>-5</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,270</b>	<b>2,982</b>	<b>4,222</b>	<b>6,300</b>	<b>6,919</b>	<b>6,873</b>
<b>税前利润</b>	<b>105</b>	<b>61</b>	<b>169</b>	<b>295</b>	<b>416</b>	<b>485</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	5.7%	2.0%	4.3%	5.5%	5.8%	6.2%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-21</b>	<b>-7</b>	<b>-40</b>	<b>-61</b>	<b>-86</b>	<b>-100</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	20.3%	12.1%	23.5%	20.7%	20.7%	20.7%	每股收益	0.093	0.214	0.269	0.419	0.618	0.732
<b>净利润</b>	<b>84</b>	<b>53</b>	<b>130</b>	<b>234</b>	<b>330</b>	<b>384</b>	每股净资产	3.097	2.566	2.527	2.945	3.563	4.295
少数股东损益	5	0	1	33	33	33	每股经营现金净流	-0.497	0.855	0.126	1.277	1.352	1.607
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>79</b>	<b>54</b>	<b>129</b>	<b>201</b>	<b>296</b>	<b>351</b>	每股股利	0.050	0.025	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	4.2%	1.8%	3.3%	3.7%	4.1%	4.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	13.28%	8.35%	10.64%	14.22%	17.35%	17.04%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	3.48%	1.80%	3.05%	3.19%	4.29%	5.11%
<b>净利润</b>	<b>84</b>	<b>53</b>	<b>130</b>	<b>234</b>	<b>330</b>	<b>384</b>	投入资本收益率	8.60%	6.60%	7.12%	7.31%	9.94%	11.09%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>35</b>	<b>105</b>	<b>128</b>	<b>211</b>	<b>268</b>	<b>275</b>	主营业务收入增长率	4.92%	62.29%	30.52%	36.52%	34.00%	7.75%
非经营收益	63	58	90	133	181	151	EBIT增长率	50.59%	-13.94%	85.86%	58.02%	36.64%	6.17%
<b>营运资金变动</b>	<b>-278</b>	<b>-3</b>	<b>-287</b>	<b>35</b>	<b>-131</b>	<b>-40</b>	净利润增长率	N/A	-32.26%	140.83%	55.75%	47.60%	18.41%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-95</b>	<b>214</b>	<b>61</b>	<b>613</b>	<b>649</b>	<b>771</b>	总资产增长率	29.21%	31.40%	41.57%	49.22%	9.82%	-0.66%
<b>资本开支</b>	<b>-283</b>	<b>-351</b>	<b>-515</b>	<b>-1,396</b>	<b>-87</b>	<b>0</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-25	-49	0	0	0	应收账款周转天数	71.8	60.7	61.6	65.0	65.0	65.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	47.7	41.8	53.7	50.0	50.0	50.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-283</b>	<b>-376</b>	<b>-564</b>	<b>-1,396</b>	<b>-87</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	58.7	60.3	65.7	60.0	60.0	60.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>470</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	194.9	139.4	167.1	202.1	149.0	125.5
<b>债权募资</b>	<b>304</b>	<b>310</b>	<b>297</b>	<b>1,415</b>	<b>-304</b>	<b>-609</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>13</b>	<b>-111</b>	<b>-126</b>	<b>-149</b>	<b>-191</b>	<b>-161</b>	净负债/股东权益	109.09%	137.40%	84.71%	136.03%	92.94%	50.66%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>317</b>	<b>212</b>	<b>641</b>	<b>1,266</b>	<b>-495</b>	<b>-771</b>	EBIT利息保障倍数	3.3	1.9	2.7	3.1	3.4	4.4
<b>现金净流量</b>	<b>-61</b>	<b>50</b>	<b>137</b>	<b>483</b>	<b>67</b>	<b>0</b>	资产负债率	71.97%	76.72%	68.31%	75.05%	72.51%	66.74%

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	1	2	4
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.00	1.22

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

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 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%以下。

**特别声明:**

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，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，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。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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B