

2012年7月31日

黑猫股份（002068）中报点评：开工稳定，中报业绩亮丽

研究员：何筱微
 执业证书编号：S0910510120001
 电话：021-62448067
 Email: hexiaowei@casstock.com

评级：增持

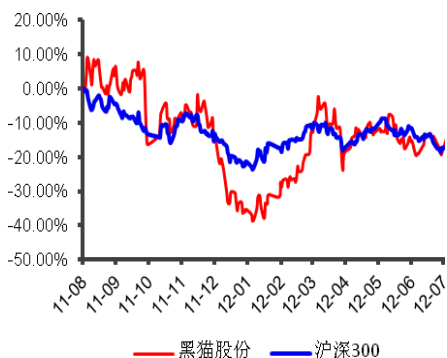
研究支持：高高
 电话：021-62448089
 Email: gaogao@casstock.com

当前价格：7.03
 目标价格：7.6-8.36
 目标期限：6个月

主要观点：

- ◆ **中报业绩靓丽，符合市场预期。**公司发布2012年中报，报告期内，公司实现主营收入20.65亿元，较上年同期增长21.9%，实现营业利润6162万元，同比增长53.58%，实现净利润7764万元，同比增长131.85%，上半年实现每股收益0.16元。从单季度环比的情况来看，二季度公司收入增长10%，营业利润增长202%，净利润增长22%，毛利率由17.0%提高至17.5%。
- ◆ **2012年上半年，公司产能有效释放，炭黑盈利稳定。**黑背邯鄲16万吨的项目于2011年9月建成，截止目前公司的产能达到70万吨/年。根据我们对公开价格的跟踪测算，公司上半年约生产炭黑28万吨，综合有效产能利用率为80%，远高于行业三分之二左右的平均水平。由于公司主要客户为国际国内知名的大中型轮胎企业，开工相对稳定，订单的签署与执行持续、正常。公司上半年的产销率依旧维持95.40%的高位。**未来6-12个月，公司的产能进一步增加。**河北唐山项目设计产能为20万吨，一期工程基本建成，进入设备调试阶段，预计三季度能投产2条线共计8万吨产能，明年上半年可实现整体项目投产。
- ◆ **展望下半年行业变化，利好的方面有：**（1）钢材市场弱势震荡，焦炭需求下降，煤焦油深加工企业开工率不高，煤焦油价格平稳格局有望延续；（2）国际油价在前期经历过过山车行情之后目前逐步企稳，WTI价格维持在90美元以上时煤焦油法炭黑生产成本与乙烯焦油法相当，95美元以上时优势明显；（3）黑猫作为炭黑龙头企业，由于公司主要客户为国际国内知名的大中型轮胎企业，开工相对稳定，订单的签署与执行持续、正常。**不利的方面：**（1）国内轮胎企业库存较多，开工率维持较低水平；（2）对煤焦油加氢项目造成煤焦油资源争夺的担忧。综上，我们以下列情景为基准：炭黑价差趋稳，大幅向上和向下的空间都不大。
- ◆ **投资建议：**维持此前的盈利预测，预计2012年可实现每股收益0.38元，相比与2011年增幅空间约41%。参考当前市场环境和同行估值，下调未来6个月合理中枢由基于高油价的25倍至基于油价合理回归的20-22倍，对应股价7.6-8.36，给予增持评级。
- ◆ **风险提示：**产能投放不达预期，国际原油价格大幅波动，煤焦油价格大幅波动。

股价表现

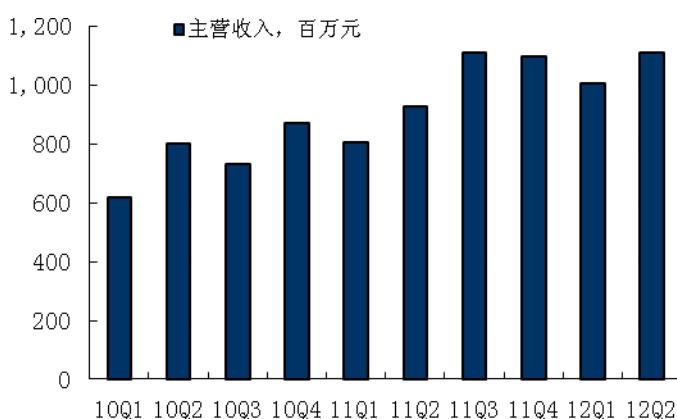


图表1: 黑猫股份2011年收入和毛利构成

		主营收入 (万元)	收入比例	主营成本 (万元)	成本比例	利润比例	毛利率
按行业分	化工产品收入	170850	100.00%	148843	100.00%	100.00%	12.88%
按产品分	硬质炭黑	112903	66.08%	95969	64.48%	76.94%	15.00%
	软质炭黑	42129	24.66%	37618	25.27%	20.50%	10.71%
	焦油精制产品	12028	7.04%	11917	8.01%	0.50%	0.92%
	尾煤气	3791	2.22%	3338	2.24%	2.06%	11.94%
按地区分	国内	145819	85.35%	124179	83.43%	98.33%	14.84%
	国外	25031	14.65%	24664	16.57%	1.67%	1.47%

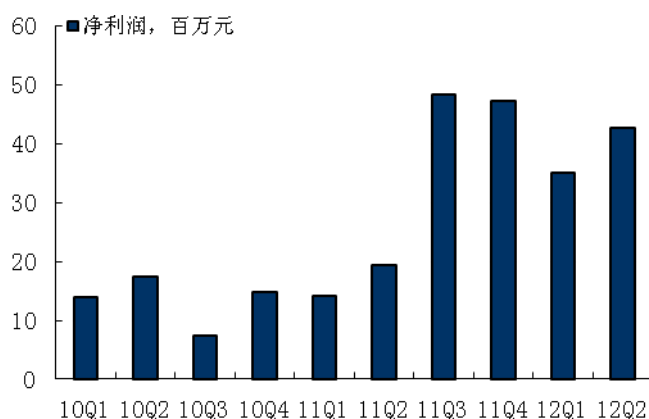
资料来源: ifind, 航天证券研发部

图表2: 黑猫股份2012年中期营收变化



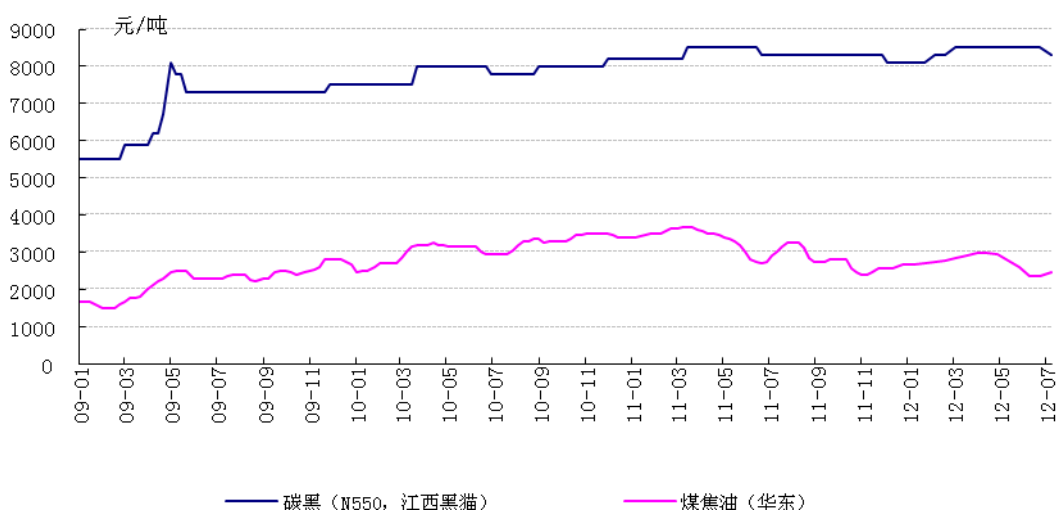
资料来源: 百川资讯, 航天证券研发部

图表3: 黑猫股份2012年中期净利变化



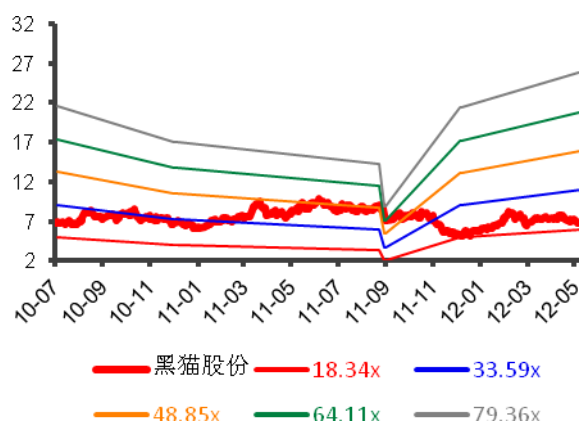
资料来源: 百川资讯, 航天证券研发部

图表4: 炭黑及煤焦油价格走势



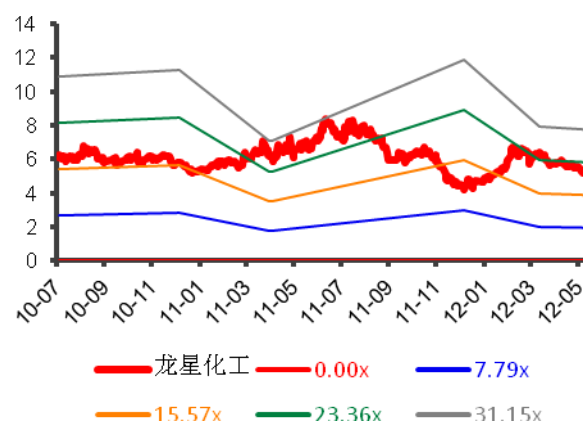
资料来源：百川资讯，航天证券研发部

图表 5: 黑猫股份 PE-Band



资料来源：百川资讯，航天证券研发部

图表 6: 龙星化工 PE-Band



资料来源：百川资讯，航天证券研发部

图表5: 黑猫股份利润表预测 (金额单位: 百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
一、营业总收入	1863	3023	3945	4684	5509
二、营业总成本	1752	2970	3787	4454	5172
其中：营业成本	1501	2597	3281	3875	4515
营业税金及附加	7	6	10	61	72
营业费用	133	206	280	328	386
管理费用	54	69	104	117	138
财务费用	51	75	101	63	49
资产减值损失	6	16	9	11	12
三、其他经营收益	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0
四、营业利润	111	53	159	230	337
加：营业外收入	4	11	14	14	14
减：营业外支出	10	3	3	3	3
五、利润总额	105	61	169	241	348
减：所得税	21	7	40	60	87
六、净利润	84	53	130	180	261
减：少数股东损益	5	0	1	0	0
七、归属母公司所有者净利润	79	54	129	180	261
股本	192	250	480	480	480
每股收益	0.41	0.21	0.27	0.38	0.54

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com