

黑猫股份 (002068.SZ) 化学原料行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

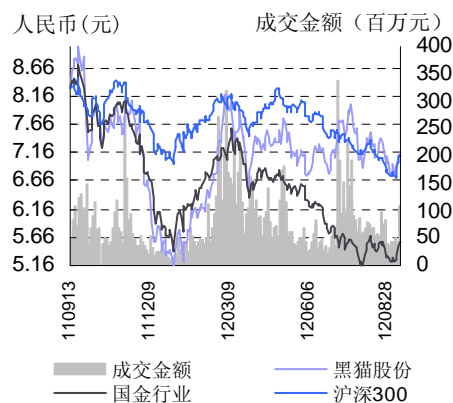
市价(人民币): 7.26元
目标(人民币): 7.98-8.40元

布局优势体现, 出口有效提升

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)	34.83
年内股价最高最低(元)	9.04/5.16
沪深300指数	2311.89
中小板指数	5129.30



相关报告

1. 《区域分化加剧, 出口大幅增长》, 2012.7.30
2. 《业绩高速增长, 需求有回升, 议价力增强》, 2012.7.9
3. 《出口拉动、布局驱动和产能推动的炭黑业龙头》, 2012.6.19

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

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

- **公司布局优势明显, 成功应对煤焦油价格上涨:** 受7月以来的油价上涨带动, 近期煤焦油价格涨势明显。化工在线的数据显示, 我国煤焦油价格已由7月初的2550元/吨上涨近10%至2800元/吨, 按单耗1.7计算, 推升炭黑成本425元/吨, 同期百川资讯提供的黑猫N330含税价仅涨300至8100元/吨, 引发市场担忧。事实上, 煤焦油价格上涨虽然对行业整体不利, 但黑猫分散的布局, 特别是乌海子基地的原料油价格优势得到体现。根据百川资讯的报价, 内蒙煤焦油价格分别低于炭黑主产区山东、山西、河北340、170和300元/吨, 乌海黑猫的燃料油最多可低于市场均价600元/吨, 其布局优势凸显, 验证了我们6月份深度报告的逻辑。
- **唐山产能投放推动公司出口, 但三个月铺货期将影响利润体现:** 8月28日, 公司公告唐山黑猫一期产能建成投产, 新增湿法炭黑产能8万吨/年, 有效减少公司出口运费成本。由于国际油价同期涨幅(17%)高于煤焦油(10%), 且布伦特油价远高于我们提出的75美元/桶出口优势分界线, 下半年出口将明显优于上半年。我们预计公司下半年出口14万吨左右, 全年24万吨。由于公司炭黑产品销售需要三个月铺货期, 新增出口额需延期至少三个月才能从应收账款转为利润, 因此三季度业绩难以超出预期, 但明年一季度有望成为亮点。
- **期待轮胎特保税到期的利好向上游传导:** 9月26日轮胎特保税到期, 我们此前的报告测算得我国轮胎出口具备26%的增长空间。目前各轮胎企业的开工已有所好转, 并积极备战美国市场, 增长了对炭黑的需求。黑猫作为炭黑业龙头, 轮胎企业潜在的超预期可能性, 将拉动公司产品销售增长, 四季度的经营状况值得期待。

盈利预测

- **维持前期盈利预测:** 我们预计12、13年EPS分别为0.42、0.62元, 给予目标价7.98-8.40元, 对应12年19~20倍PE。

投资建议

- 维持“增持”评级。

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
主营业务收入	1,863	3,023	3,945	5,386	7,218	7,777	货币资金	230	280	417	900	967	967
增长率		62.3%	30.5%	36.5%	34.0%	7.7%	应收款项	589	750	1,009	1,346	1,803	1,943
主营业务成本	-1,501	-2,597	-3,281	-4,441	-6,012	-6,486	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
毛利	361	426	664	946	1,206	1,290	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%
营业税金及附加	-7	-6	-10	-14	-19	-20	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
营业费用	-133	-206	-280	-377	-433	-467	%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
管理费用	-54	-69	-104	-129	-173	-187	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%
息税前利润 (EBIT)	168	145	269	425	581	617	资产总计	2,270	2,982	4,222	6,300	6,919	6,873
%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
财务费用	-51	-75	-101	-135	-172	-141	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
资产减值损失	-6	-16	-9	-10	-3	-1	流动负债	1,358	1,983	2,378	4,295	4,583	4,152
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	150	218	434	434	434	435
投资收益	0	-1	0	0	0	0	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%	负债	1,634	2,288	2,884	4,728	5,017	4,587
营业利润	111	53	159	280	406	475	普通股股东权益	595	641	1,212	1,413	1,709	2,060
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
营业外收支	-5	8	11	15	10	10	负债股东权益合计	2,270	2,982	4,222	6,300	6,919	6,873
税前利润	105	61	169	295	416	485	比率分析						
利润率	5.7%	2.0%	4.3%	5.5%	5.8%	6.2%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-21	-7	-40	-61	-86	-100	每股指标						
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
净利润	84	53	130	234	330	384	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
归属于母公司的净利润	79	54	129	201	296	351	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%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							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%
净利润	84	53	130	234	330	384	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	增长率						
非现金支出	35	105	128	211	268	275	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%
营运资金变动	-278	-3	-287	35	-131	-40	净利润增长率	N/A	-32.26%	140.83%	55.75%	47.60%	18.41%
经营活动现金净流	-95	214	61	613	649	771	总资产增长率	29.21%	31.40%	41.57%	49.22%	9.82%	-0.66%
资本开支	-283	-351	-515	-1,396	-87	0	资产管理能力						
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
投资活动现金净流	-283	-376	-564	-1,396	-87	0	应付账款周转天数	58.7	60.3	65.7	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	13	470	0	0	0	固定资产周转天数	194.9	139.4	167.1	202.1	149.0	125.5
债权募资	304	310	297	1,415	-304	-609	偿债能力						
其他	13	-111	-126	-149	-191	-161	净负债/股东权益	109.09%	137.40%	84.71%	136.03%	92.94%	50.66%
筹资活动现金净流	317	212	641	1,266	-495	-771	EBIT利息保障倍数	3.3	1.9	2.7	3.1	3.4	4.4
现金净流量	-61	50	137	483	67	0	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	5
增持	1	2	6	8	8
中性	0	0	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	1.92

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-06-19	增持	7.19	7.98 ~ 8.40
2 2012-07-09	增持	7.59	7.98 ~ 8.40
3 2012-07-30	增持	7.03	7.98 ~ 8.40

来源：国金证券研究所

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