

黑猫股份 (002068.SZ) 化学原料行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 6.78元

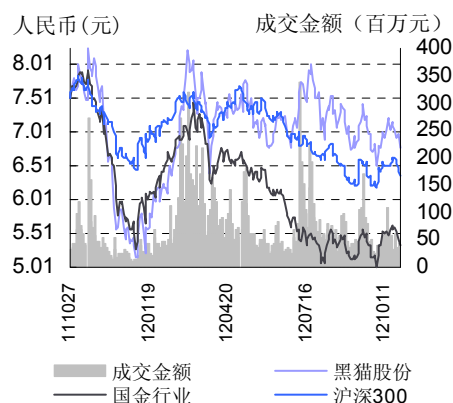
目标(人民币): 7.20元

行业竞争激烈, 业绩短期承压

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)	32.52
年内股价最高最低(元)	8.24/5.16
沪深300指数	2247.91
中小板指数	4767.92



相关报告

- 《布局优势体现,出口有效提升》, 2012.9.12
- 《区域分化加剧,出口大幅增长》, 2012.7.30
- 《业绩高增长,需求有回升,议价力增强》, 2012.7.9

刘波 分析师 SAC

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	0.363	0.463	0.600
每股净资产(元)	2.57	2.53	2.89	3.35	3.95
每股经营性现金流(元)	0.86	0.13	1.07	1.24	1.25
市盈率(倍)	N/A	N/A	18.68	14.64	11.30
行业优化市盈率(倍)	38.24	61.71	61.71	61.71	61.71
净利润增长率(%)	-32.26%	140.83%	35.10%	27.39%	29.75%
净资产收益率(%)	8.35%	10.64%	12.57%	13.80%	15.19%
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

业绩简评

- 黑猫股份 12 年三季度实现净利润 3664.7 万元, EPS0.08 元, 同比下滑 24%; 前三季度实现净利润 1.1 亿元, EPS0.24, 同比增长 41%。低于预期。

经营分析

- 煤焦油价格上涨挤压三季度利润:** 三季度公司产品综合毛利率 16.2%, 低于一季度的 17.0% 和二季度的 17.6%, 创下了 2011 年三季度以来的新低。主要原因是三季度煤焦油价格大幅上涨, 而炭黑调价速度跟不上煤焦油涨幅。百川资讯提供的数据显示, 煤焦油价格由 7 月初的 2550 单边上涨到了 9 月末的 3010 元/吨, 而同期黑猫 N220 价格仅由 8000 涨到了 8100 元/吨, 炭黑产品调价速度一向低于煤焦油, 特别是出口价格通常是三个月一签, 造成当季毛利率受到挤压。
- 唐山基地进入铺货期, 炭黑业竞争日趋激烈:** 以不含税价格计算, 三季度确认的公司炭黑销售约为 16.5 万吨, 与公司当前实际产能相匹配, 表明公司开工率依然接近 100%。三季度出口延续高增长趋势, 唐山一期 8 万吨产能也在 8 月底投产。按照行业规律, 新产能开工的头三个月都是铺货期, 收入将在铺货结束后确认, 因此该部分利润将在四季度有所反应。公司唐山基地开工后, 将与邯鄹、太原基地形成围绕河北、山东地区的全面布局, 与龙星、卡博特的竞争将更加激烈, 影响公司的长期表现。
- 三季度投资损失不会在四季度持续:** 公司三季度确认投资损失 714 万元, 创历史新高。该投资损失应来源于公司唯一参股子公司——磁县鑫宝化工有限公司, 该子公司三季度开工率较低, 造成大量亏损。预计公司在四季度将采取停产或出售等有效措施解决这一问题, 避免影响长期业绩。

盈利调整

- 我们将 2012 至 2014 年 EPS 预测下调至 0.36、0.46 和 0.60 元, 给予目标价 7.2 元, 对应 12 年 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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,863	3,023	3,945	5,421	7,234	7,652
增长率		62.3%	30.5%	37.4%	33.4%	5.8%
主营业务成本	-1,501	-2,597	-3,281	-4,637	-6,225	-6,538
%销售收入	80.6%	85.9%	83.2%	85.5%	86.1%	85.5%
毛利	361	426	664	784	1,009	1,113
%销售收入	19.4%	14.1%	16.8%	14.5%	13.9%	14.5%
营业税金及附加	-7	-6	-10	-11	-14	-15
%销售收入	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-133	-206	-280	-325	-434	-459
%销售收入	7.1%	6.8%	7.1%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-54	-69	-104	-130	-174	-184
%销售收入	2.9%	2.3%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	168	145	269	318	387	455
%销售收入	9.0%	4.8%	6.8%	5.9%	5.3%	5.9%
财务费用	-51	-75	-101	-106	-117	-105
%销售收入	2.8%	2.5%	2.6%	1.9%	1.6%	1.4%
资产减值损失	-6	-16	-9	-10	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	111	53	159	203	267	350
营业利润率	5.9%	1.7%	4.0%	3.7%	3.7%	4.6%
营业外收支	-5	8	11	15	10	10
税前利润	105	61	169	218	277	360
利润率	5.7%	2.0%	4.3%	4.0%	3.8%	4.7%
所得税	-21	-7	-40	-44	-55	-72
所得税率	20.3%	12.1%	23.5%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	84	53	130	174	222	288
少数股东损益	5	0	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	79	54	129	174	222	288
净利率	4.2%	1.8%	3.3%	3.2%	3.1%	3.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	84	53	130	174	222	288
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	35	105	128	186	216	231
非经营收益	63	58	90	98	116	106
营运资金变动	-278	-3	-287	56	38	-27
经营活动现金净流	-95	214	61	514	593	597
资本开支	-283	-351	-515	-772	-210	-220
投资	0	-25	-49	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-283	-376	-564	-772	-210	-220
股权募资	0	13	470	0	0	0
债权募资	304	310	297	355	-156	-161
其他	13	-111	-126	-114	-126	-116
筹资活动现金净流	317	212	641	240	-283	-277
现金净流量	-61	50	137	-17	100	100

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	230	280	417	400	500	600
应收款项	589	750	1,009	1,355	1,709	1,808
存货	246	348	617	635	853	896
其他流动资产	75	39	77	139	187	196
流动资产	1,140	1,417	2,120	2,529	3,249	3,500
%总资产	50.2%	47.5%	50.2%	48.2%	54.4%	56.3%
长期投资	0	45	24	24	24	24
固定资产	1,071	1,441	1,917	2,531	2,528	2,520
%总资产	47.2%	48.3%	45.4%	48.3%	42.4%	40.5%
无形资产	51	68	135	144	152	161
非流动资产	1,130	1,565	2,102	2,714	2,720	2,719
%总资产	49.8%	52.5%	49.8%	51.8%	45.6%	43.7%
资产总计	2,270	2,982	4,222	5,243	5,968	6,219
短期借款	774	1,016	1,117	1,544	1,388	1,227
应付款项	575	954	1,253	1,738	2,393	2,516
其他流动负债	9	13	8	15	20	21
流动负债	1,358	1,983	2,378	3,297	3,801	3,764
长期贷款	150	218	434	434	434	434
其他长期负债	125	88	73	0	0	0
负债	1,634	2,288	2,884	3,731	4,234	4,197
普通股股东权益	595	641	1,212	1,386	1,608	1,896
少数股东权益	41	53	126	126	126	126
负债股东权益合计	2,270	2,982	4,222	5,243	5,968	6,219

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.093	0.214	0.269	0.363	0.463	0.600
每股净资产	3.097	2.566	2.527	2.890	3.353	3.953
每股经营现金净流	-0.497	0.855	0.126	1.072	1.236	1.245
每股股利	0.050	0.025	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.28%	8.35%	10.64%	12.57%	13.80%	15.19%
总资产收益率	3.48%	1.80%	3.05%	3.32%	3.72%	4.63%
投入资本收益率	8.60%	6.60%	7.12%	7.29%	8.70%	9.89%
增长率						
主营业务收入增长率	4.92%	62.29%	30.52%	37.40%	33.43%	5.78%
EBIT增长率	50.59%	-13.94%	85.86%	18.21%	21.59%	17.71%
净利润增长率	N/A	-32.26%	140.83%	35.10%	27.39%	29.75%
总资产增长率	29.21%	31.40%	41.57%	24.17%	13.84%	4.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.8	60.7	61.6	65.0	60.0	60.0
存货周转天数	47.7	41.8	53.7	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	58.7	60.3	65.7	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	194.9	139.4	167.1	160.5	119.6	111.7
偿债能力						
净负债/股东权益	109.09%	137.40%	84.71%	104.36%	76.22%	52.43%
EBIT利息保障倍数	3.3	1.9	2.7	3.0	3.3	4.4
资产负债率	71.97%	76.72%	68.31%	71.16%	70.95%	67.49%

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	0	1	3
增持	0	0	2	7	9
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	1.96

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
4 2012-09-12	增持	7.41	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