

黑猫股份 (002068.SZ) 化学原料行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

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

新建济宁基地, 迈步山东市场

事件

- 黑猫股份 1 月 16 日晚发布公告, 公司董事会会议通过了《关于出资设立全资子公司济宁黑猫炭黑有限责任公司的议案》和《关于对唐山黑猫炭黑有限责任公司增资扩股的议案》, 具体投资方案为:
 - 1) 设立济宁黑猫: 公司出资 3000 万元, 在山东省济宁市济宁化学工业开发区产业园成立全资子公司“济宁黑猫炭黑有限责任公司”, 拟投资建设 28 万吨/年炭黑生产基地项目(含 20 万吨/年炭黑项目及 8 万吨/年高分散性白炭黑项目), 分三期建设, 计划 2015 年底建成。
 - 2) 增资唐山黑猫: 以现金方式向唐山黑猫实施单方增资 1 亿元, 增资完成后公司将占有唐山黑猫 92% 股权。

评论

- **投资建立济宁黑猫, 意味着公司找到了全国炭黑中心——山东市场的突破口:** 山东是全国轮胎最大的产区, 其轮胎产量占据全国的 40%, 因此也是全国炭黑最大的市场。2011 年, 山东炭黑产量占全国 18%, 在所有省份中排名第一, 而煤焦油产量占全国 17%, 在所有省份中排名第三, 是全国炭黑的中心地区。然而, 包括黑猫、卡博特、龙星在内的国内几大炭黑巨头, 由于原材料供应, 当地小产能较多的原因, 一直未能在山东设立分厂, 而是选择在周边河北省等地区建厂辐射山东。本次黑猫在济宁的布局, 标志着国内炭黑龙头企业在山东地区的布局取得了突破, 是黑猫“贴近市场、兼顾资源”战略的成功体现。
值得注意的是, 本次黑猫的山东投资获得了 100% 的股权, 并未沿用邯郸、唐山等子基地的经验, 出让少部分股权给上游合作伙伴以保证煤焦油的供应。公司作风一贯稳健, 我们认为, 在本次济宁基地 100% 股权的占有上, 公司体现出了在与上游焦化厂商沟通能力的加强, 和作为国内炭黑龙头企业议价能力的提高。
- **济宁黑猫 28 万吨/年炭黑产能有助于公司巩固国内龙头地位:** 黑猫济宁基地完全投产后, 公司普通炭黑产能将达到 110 万吨/年, 与卡博特、龙星拉开了差距, 在占据山东市场的同时, 也降低了从江西、邯郸基地向山东的运输成本, 提升利润。公司白炭黑产能也将新增高分散性 8 万吨/年, 结合原有的沉淀法 6.3 万吨/年, 共达到 14.3 万吨/年的水平。
- **唐山黑猫对公司业绩贡献仍有待时日:** 唐山基地一期 8 万吨/年产能 2012 年 8 月建成, 二期 8 万吨/年产能 2012 年 11 月建成, 余下 30MW 尾气发电项目和 30 万吨煤焦油深加工项目预计近期全部建成。由于尾气发电等循环经济项目是炭黑生产基地的重要利润来源之一, 尾气发电建成前, 预计唐山基地都难以向公司贡献业绩。按照行业经验, 在尾气发电、煤焦油深加工稳定运转的三个月后, 唐山基地有望成为公司的重要利润来源之一。

盈利调整

- 维持前期盈利预测, 2012 至 2014 年 EPS 为 0.36、0.46 和 0.60 元, 目标价 7.2 元, 对应 12 年 20 倍 PE。

投资建议

- 维持“增持”评级。

风险提示

- 炭黑市场竞争激烈, 开工率下滑; 煤焦油价格大幅上涨; 项目建设进度不达预期; 白炭黑市场推广困难

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

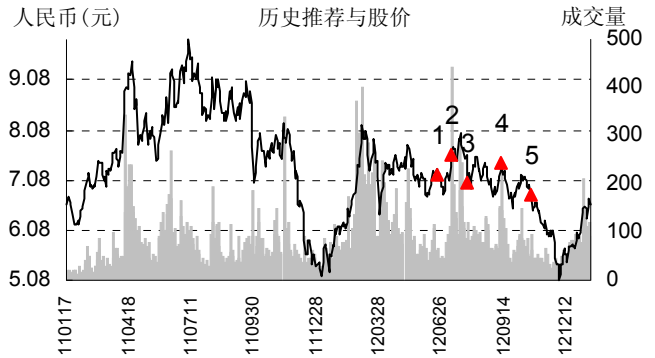
资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	230	280	417	400	500	600
应收款项	589	750	1,009	1,355	1,709	1,808
存货	246	348	617	635	853	896
其他流动资产	75	39	77	139	187	196
流动资产	1,140	1,417	2,120	2,529	3,249	3,500
% 总资产	50.2%	47.5%	50.2%	48.2%	54.4%	56.3%
长期投资	0	45	24	24	24	24
固定资产	1,071	1,441	1,917	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%

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
5	2012-10-27	增持	6.78	7.20 ~ 7.20

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net