

# 突发利空不改公司投资价值

## 买入 维持

目标价格：8.00元

### 投资要点：

遭遇突发利空，但是13年业绩能支撑当前股价

下游回暖，上游供求偏松的投资逻辑没有变化

### 报告摘要：

- **原料供应商虚开增值税，大幅度影响12年的当期利润。**公司乌海以及韩城基地因为上游原料供应商虚开增值税发票，需要补缴过去三年的税款，影响2012年归属上市公司股东净利润2,638.69万元。
- **13年的业绩能够支撑当前股价。**公司现有产能90万吨，新增产能主要集中在贴近市场、原料供应充足的邯鄹、唐山地区，预计吨净利会因为原料、运费节省等原因有所提升，我们的测算表明公司13全年每股收益的大概率能够做到0.40元，当前股价有支撑。
- **上游供求偏松，下游回暖的投资逻辑没有变化。**下游领域：轮胎产业开工提升，出口增加，复苏迹象明显。上游领域：钢铁产业开工水平提升，带动焦化产业开工提升，高温焦油供给增加，与此同时，国家税务总局2012年47号文明确消费税的开征范围，葱油加氢因为油品较差，大概率难以豁免消费税，从另一个角度增加焦油供给，对炭黑产业构成实质利好。
- **长期看，海外出口也有看点。**随着北美页岩气产业崛起，北美石化产业开始重拾优势，但是炭黑产业依赖高温焦油，产业向外转移可能较小。
- **考虑到下游复苏，上游供给偏松，公司盈利修复问题不大。**保守估计，公司2012~14年的每股收益分别为0.26、0.42以及0.47元，当前价位6.10元。考虑到下有复苏，上游原料供给偏松，维持“买入”评级和目标价位不变。

### 石化研究组

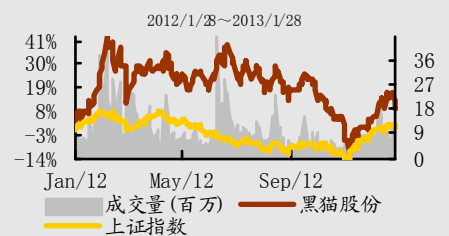
分析师：

柴沁虎(S1180512040001)

电话：010-88013563

Email: chaiqinhu@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

黑猫股份：业绩拐点隐现

2013/1/8

焦油加氢，值得关注

2012/12/12

东华能源：摒弃杂音，坚定持有

2012/11/15

南海油气开采，道路险阻且长

2012/8/28

东华能源：百地连气库股权交割完成

2012/7/23

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	3022.86	3945.47	4689.56	5201.56	5521.56
增长率(%)	62.29%	30.52%	18.86%	10.92%	6.15%
归母净利润(百万)	53.55	128.97	124.98	200.91	223.12
增长率(%)	-32.26%	140.83%	-3.09%	60.75%	11.05%
每股收益	0.112	0.269	0.261	0.419	0.465

## 目录

一、事件描述 .....	4
二、事件点评 .....	5
(一) 原料供应商虚开增值税, 公司不知情的可能性较大 .....	5
(二) 公司 13 年的业绩能够支撑当前股价 .....	5
(三) 行业向好态势不变, 股价调整凸显投资机会 .....	6
1、特保案取消后, 国内轮胎产业复苏迹象明显 .....	6
2、上游也存在利多因素 .....	6
3、炭黑产业集中度提升, 品牌效应开始发力 .....	6
4、轮胎产业向外转移, 但是炭黑产业转移的可能性不大 .....	7
三、财务预测以及投资建议 .....	7

## 插图

图 1: 焦化、炭黑产业开工水平有所回升.....	6
图 2: 公司炭黑产品出口占比稳步提高.....	7

## 表格

表 1: 黑猫股份下属公司的原料供应商涉及虚开增值税.....	4
表 2: 黑猫股份下属公司概况.....	5
表 3: 盈利预测 (百万元).....	8

## 一、事件描述

公司 2013 年 1 月份发布公告，公司控股子公司韩城黑猫炭黑有限责任公司（以下简称：韩城黑猫）和乌海黑猫炭黑有限责任公司（以下简称：乌海黑猫）分别收到韩城市国家税务局稽查局税务处理决定书（韩国税稽处[2012]12 号、[2012]16 号）和乌海市国家税务局稽查局税务事项通知书（乌国税稽通[2013]1 号），因原料油供应商涉天津“2.15”确定虚开增值税发票案件，韩城黑猫和乌海黑猫需补缴增值税

根据公司测算，子公司韩城黑猫和乌海黑猫本次补缴税款，将减少韩城黑猫 2012 年度净利润 2051.14 万元，减少乌海黑猫 2012 年度净利润 683.26 万元。按照黑猫股份分别持有韩城黑猫 96%和乌海黑猫 98%的股权权益计算，本次补缴税款预计将减少黑猫股份 2012 年度归属上市公司股东净利润 2638.69 万元。

**表 1：黑猫股份下属公司的原料供应商涉及虚开增值税**

黑猫股份	贸易商	交易细节	裁定结果
韩城黑猫	天津纬天商贸公司	2008 年 1 月-2009 年 8 月期间，接受接收天津纬天商贸公司开具的增值税专用发票 77 份，税额 1,234,448.65 元，并认证抵扣；	韩城市国家税务局稽查局认定韩城黑猫炭黑有限责任公司与天津纬天商贸公司存在真实的交易且不知取得的增值税发票是以非法手段取得的，为善意取得虚开的增值税专用发票；依据国税发【2000】187 号之规定，决定对韩城黑猫从天津纬天商贸公司取得的虚开增值税专用发票，做进项转出处理，补缴增值税 1,234,448.65 元；并根据相关规定，不予处罚，不加收滞纳金。
	天津锆泽尧化工贸易公司	2010 年 9 月-2011 年 11 月期间，接受接收天津锆泽尧化工贸易公司开具的增值税专用发票 1,034 份，税额 17,412,253.14 元，并认证抵扣	认定韩城黑猫炭黑有限责任公司与天津锆泽尧化工贸易公司存在真实的交易且不知取得的增值税发票是以非法手段取得的，为善意取得虚开的增值税专用发票；依据国税发【2000】187 号之规定，决定对韩城黑猫从天津锆泽尧化工贸易公司取得的虚开增值税专用发票，做进项转出处理，补缴增值税 17,412,253.14 元；并根据相关规定，不予处罚，不加收滞纳金。
乌海黑猫	天津翔铭伟业化工贸易公司	2010 年 1 月至 2012 年 12 月期间取得的天津翔铭伟业化工贸易公司开具的增值税专用发票 382 份，涉及增值税 6,100,578.37 元	经天津“2.15”案件已证实虚开，不允许抵扣进项税；乌海黑猫接到通知的 15 日内及时作好帐务处理，并补缴税款，待公安经侦部门对该案侦查结束后、并给定定性后，另案处理

资料来源：宏源证券

受该事件影响，黑猫股份下调其对 2012 年全年的盈利预测。在 2012 年 10 月 27 日披露的《2012 年第三季度报告全文》中公司预计 2012 年 1-12 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 10%-40%，归属于上市公司股东的净利润变动区间为 14,187.04 万元-18,056.234 万元。最新修正结果为：归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 -15~10%，归属于上市公司股东的净利润变动区间为 10,962.71 万元至 12,897.31 万元。

## 二、事件点评

### (一) 原料供应商虚开增值税，公司不知情的可能性较大

对于原料供应商虚开增值税一事，我们认为市场应该将关注焦点集中在黑猫股份是有意为之，还是无意被牵连。

从税务部门的认定结果看，乌海的事件还在调查中，韩城的交易都被认为定为存在真实的交易且不知取得的增值税发票是以非法手段取得。

从天津方面的情况看，“2.15”特大虚开增值税发票案涉案金额达 2 亿元，是天津市近年来破获的涉案金额最大的一起虚开增值税发票案。如果黑猫股份有意为之，独善其身的可能性非常小。

### (二) 公司 13 年的业绩能够支撑当前股价

公司 2012 年的炭黑产能 70 万吨，根据我们从炭黑工业协会了解的情况，公司的炭黑产能利用率接近 100%，从公司的公告看，吨净利在 200~250 元/吨左右（不考虑虚开增值税的影响），这一数据基本是炭黑产业的吨净利多年平均水平的底部水平。

**表 2: 黑猫股份下属公司概览**

黑猫股份	股权	产能	产能明细	备注
韩城基地	96%	12	5 条生产线,软硬质炭黑可调,14.5MW 发电机组	多余电力直接上网,天然气做燃料
朝阳基地	80%	6	3 条线,6 万吨,6MW 发电机组	多余电力直接上网,正在置换天然气
乌海基地	98%	16	2 条硬质,一条软质,一条软硬质炭黑可调节,2*15MW 发电机组。江西	多余电力直接上网,焦炉气做燃料
邯郸基地	98%	16	2 条硬质,一条软质,一条软硬质炭黑可调节,2*15MW 发电机组	多余电力直接上网,焦炉气作燃料
唐山基地	92%	16	2 条硬质,一条软质,一条软硬质炭黑可调节,2*15MW 发电机组	多余电力直接上网,焦炉气作燃料
太原基地	51%	7	2 条生产线,7 万吨产能,6MW 发电机组,软硬质炭黑可调节	多余电力直接上网,焦炉气作燃料
本部	100%	13	1 条 1 万吨特种线,5 条软硬质可调整生产线,沉淀法 6.3 万吨/年	利用大股东焦炉气,低热值废气返给大股东生产用
济宁基地	100%	28	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	

资料来源:宏源证券

公司 13 年的炭黑产能增长主要集中在唐山基地,唐山基地地处河北,煤焦油供应充足,同时和陕西、乌海等地区相比较,因为贴近市场中心,炭黑的运费保守估计能节省 200 元/吨(炭黑运费按 0.33 元/吨公里计算),估计唐山基地的吨净利可以稳定在 250 元/吨以上。

中性估计，黑猫股份的现有 70 万吨产能，按照吨净利 200 元/吨测算，唐山基地按照 250 元/吨匡算，大约全年净利润 2 亿元左右，对应的每股收益 0.40 元左右，支撑当前的股价没有问题。

### （三）行业向好态势不变，股价调整凸显投资机会

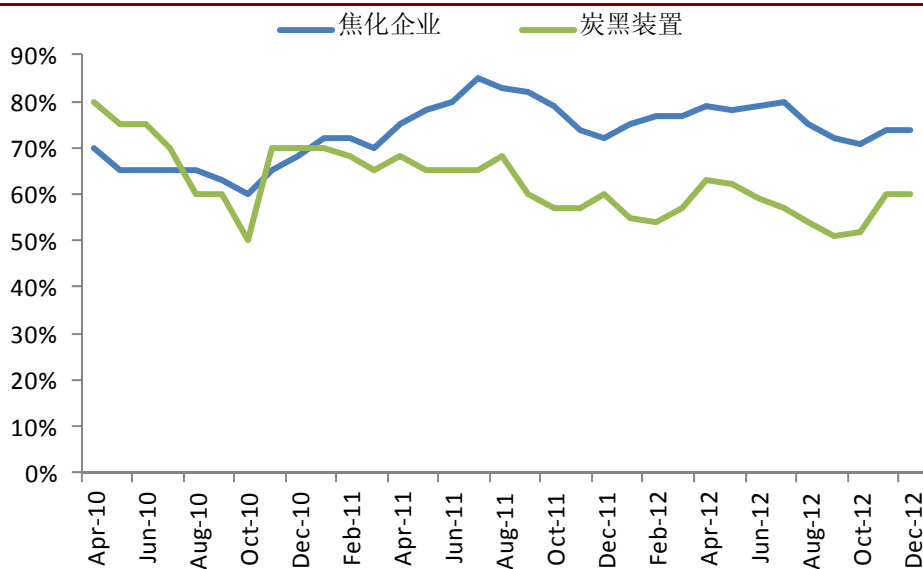
#### 1、特保案取消后，国内轮胎产业复苏迹象明显

特保案取消后，国内的轮胎产业开工提升，出口增加，复苏迹象明显。

#### 2、上游也存在利多因素

钢铁产业开工水平提升，带动焦化产业开工提升，高温焦油供给增加。

图 1：焦化、炭黑产业开工水平有所回升



资料来源：宏源证券

与此同时，国家税务总局 2012 年 47 号文明确消费税的开征范围，蒽油加氢因为油品较差，大概率难以豁免消费税，从另一个角度增加焦油供给，对炭黑产业构成实质利好。蒽油加氢的量大约在 50 万吨左右，对应到焦油的规模大约 100 万吨，大约占炭黑原料油市场的 10% 左右。

由于蒽油加氢的市场规模不大，所以目前这一利好还没有反应到蒽油价格上来，但是应该说对蒽油的价格变化已经构成制约。我们认为，节后需要重点跟踪蒽油价格和焦油之间的比价关系，进一步判断。

#### 3、炭黑产业集中度提升，品牌效应开始发力

炭黑产业属于充分竞争的产业，资源、成本以及品牌是这个产业的三大关键点。

炭黑产业的发展过程中，一直存在应该贴近原料基地还是应该贴近市场发展的争论。由于国际原油价格的不断走高，焦油和焦炉气价格不断拉大，贴近原料的优点变得益发明。公司这些年的产业布局逐步向原料基地集中，兼顾下游市场的分布，受到了较好的效果。

成本的竞争主要依靠技术进步和成本节约。技术进步方面：目前公司的炭黑单台反应炉的产能已经从起初的 2 万吨提高到 3~4 万吨，空预器的温度从 650℃ 提高到 800~950℃，燃烧段的温度已经从 1900℃ 提高到 2000~2100℃，炭黑尾气余热发电也基本是公司的标准

配置。成本降低方面：公司的原料油耗不断降低，目前已经达到 1.65 吨的水平，燃料方面，已经全部实现改用焦炉气或者天然气做反应炉燃料。

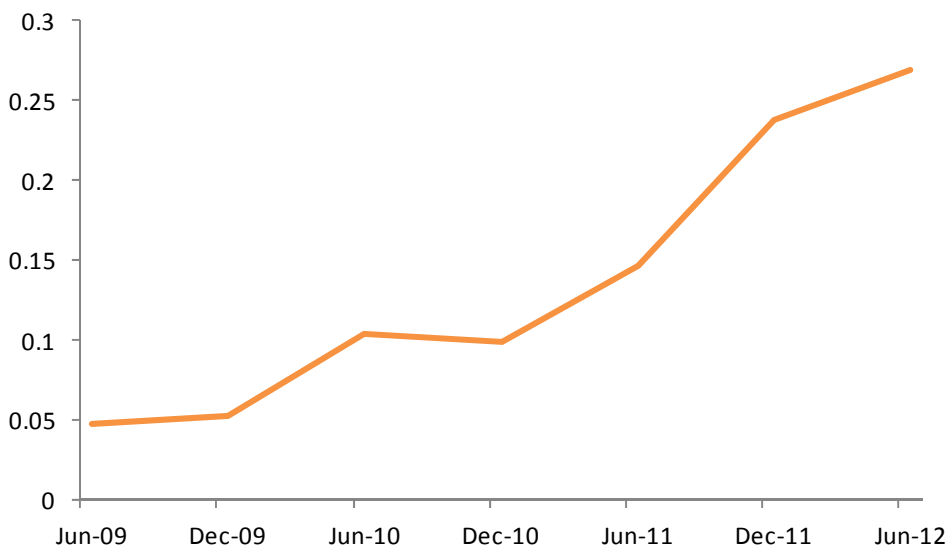
规模小，分散一直是炭黑产业的缺点，经过这些年的行业整合，目前产业集中度已经有了很大的提升。目前产能前十的企业产能约占行业产能的 60% 左右，这些企业的产品质量高且稳定，大多通过了 ISO 9000 认证，产品能够满足优质用户，比如子午线轮胎企业的要求，虽然市场还是充分竞争，但是盈利稳定。

#### 4、轮胎产业向外转移，但是炭黑产业转移的可能性不大

由于能源成本以及人力成本高企，近年来，轮胎产业开始有逐步向东南亚地区转移的趋势。

但是，国内的炭黑产业因为依赖焦化产业，产业向外转移的可能性较小。同时炭黑生产的过程中还是存在一定的环境负外部性，所以炭黑产业转移可能性不大。

图 2：公司炭黑产品出口占比稳步提高



资料来源：宏源证券

### 三、财务预测以及投资建议

公司的股价对炭黑-焦油的价差非常敏感，考虑到所得税事项诱发的潜在不确定性我们以当下的价差作为测算的基准，大约吨炭黑净利润在 200 元左右，显然，这一价格在炭黑多年平均净利润中属于偏低水平。

按照我们的推算，公司 2012~2014 年的 EPS 分别为 0.26、0.42 以及 0.47 元。当前公司股价 6.1 元，对应 2013 年市盈率 14.5 倍，基本合理。但是考虑到炭黑产业上下游的产业环境，我们维持“买入”评级以及目标价位不变。



**作者简介:**

**柴沁虎:** 宏源证券研究所石化行业研究员, 清华大学管理学博士, 2010年加盟宏源证券, 从事石油化工、煤化工、天然气等能源化工领域的行业研究。加盟宏源证券之前, 曾经在扬子石化、石化协会等机构任职。主要覆盖: 广汇能源、东华能源、海越股份、齐翔腾达、宝利沥青。

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jjahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。