

补缴增值税拖累业绩，看好2013年 量价齐升

2013年2月27日

强烈推荐/上调

黑猫股份

快报点评

——黑猫股份（002068）业绩快报点评

梁博 基础化工行业分析师
010-66554046

执业证书编号：S1480512060006

Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

黑猫股份发布业绩快报，2012年实现营业收入46.5亿元，较上年同期增长17.9%，净利润1.13亿元，较上年同期下降12.1%。

公司财务指标

指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	3,945	4,650	5,821	6,671
增长率（%）	30.5%	17.9%	25.2%	14.6%
毛利率（%）	10.2%	11.4%	14.7%	14.7%
期间费用率（%）	12.3%	12.1%	11.3%	10.8%
营业利润率（%）	16.6%	15.2%	14.5%	14.4%
净利润（百万元）	129	113	182	224
增长率（%）	140.8%	-12.0%	60.6%	23.2%
每股盈利（元）	0.27	0.24	0.38	0.47
资产负债率（%）	68.3%	68.1%	70.4%	70.2%
净资产收益率（%）	9.6%	7.8%	11.2%	12.1%
总资产收益率（%）	3.1%	2.5%	3.3%	3.6%

评论：

积极因素：

- 2012年公司新建产能投产顺利，公司基本完成在国内的产能布局。2012年公司在唐山建成16万吨炭黑产能，截至到2012年底公司在全国拥有7个生产基地共86万吨产能，是国内炭黑市场生产规模最大、产能布局最合理的公司。2012年公司炭黑产销量约62万吨，占国内炭黑总产量的比例约16%，预计2013年公司炭黑产销量有望达到78万吨，同比增幅约26%，占国内炭黑总产量的比例将上升至19%。规模优势将更加明显。

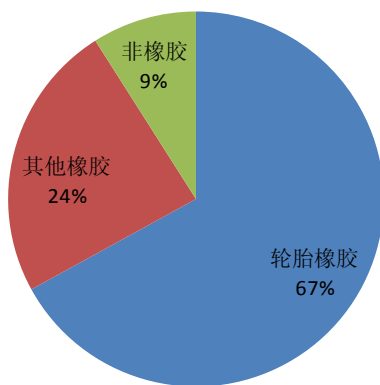
表 1: 黑猫股份产能一览

地址	生产线	产能 (万吨)
江西, 景德镇	5 条*2 万吨, 1 条 3 万吨	13
陕西, 韩城	6 条*2 万吨	12
辽宁, 朝阳	3 条*2 万吨	6
内蒙古, 乌海	4 条*4 万吨	16
山西, 太原	1 条 3 万吨, 1 条 4 万吨	7
河北, 唐山	4 条*4 万吨	16
河北, 邯郸	4 条*4 万吨	16
合计		86

资料来源: 东兴证券研究所

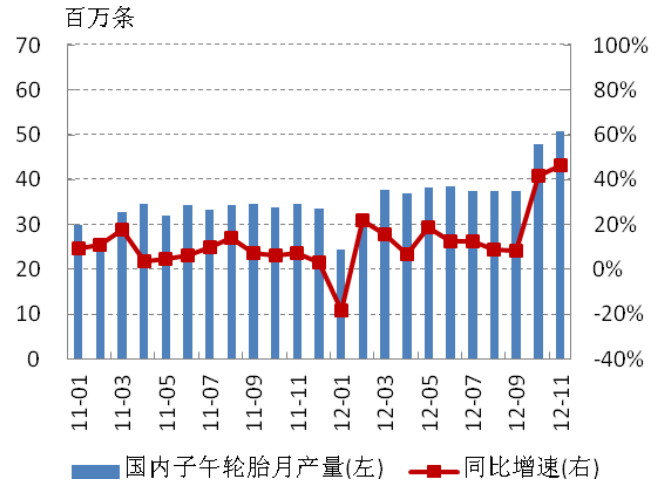
- **轮胎等橡胶制品需求现回暖迹象，2013年炭黑需求有望重回增长轨道。** 炭黑是橡胶工业第二大原料，约 91% 的炭黑产品应用于橡胶工业，其中炭黑约 67% 用于轮胎。截至到 2012 年底，全国炭黑产能约 550 万吨，约占全球总产能的 38%。由于 2012 年全球轮胎总需求量较 2011 年下滑约 3%，导致 2012 年炭黑行业整体经营形势较为严峻，预计 2012 年全国炭黑总产量较 2011 年下滑约 2.4%。从我们跟踪的数据看，2012 年下半年开始全球轮胎需求出现了回暖迹象，预计 2013 年我国炭黑产销量将达到 410 万吨，同比增速 9%。

图 1: 炭黑下游应用分布



资料来源: 中国橡胶工业协会炭黑分会

图 2: 2012 年 4 季度国内子午胎产量明显增加

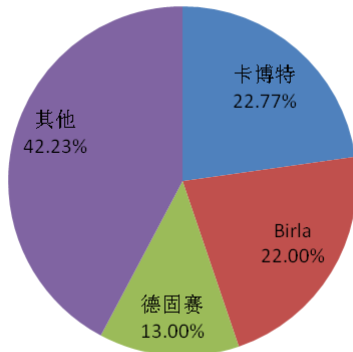


资料来源: 中国石油和化学工业协会

- **我国煤焦油供应充足，炭黑行业享受低成本便利。** 炭黑生产成本中约 80% 是原料成本，15% 是燃料成本，另外 5% 是人工等其他成本。炭黑主要原料可以分为煤焦油、葱油和乙烯焦油，这三类原料可互相替代。国内企业以煤焦油为主，而国外企业以乙烯焦油为主。按行业平均水平，每生产 1 吨炭黑需要原料 1.65 吨，在当前情况下需要煤焦油约 4700 元，或者乙烯焦油 5770 元，两者价格差约 1070 元。因此我国炭黑出口具有很强的价格优势，黑猫等企业反映出口业务的盈利能力好于国内销售。预计 2013 年炭黑行业的出口形势将好于 2012 年。

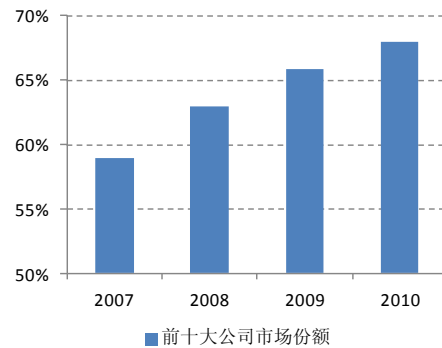
- **炭黑行业集中度上升，龙头企业竞争优势增加。**我国前10大炭黑公司的市场份额从2009年的58%上升至2011年的69%，行业龙头企业的规模优势逐渐显现。近年来黑猫股份通过在全国布局积极扩展产能，目前产能约86万吨，生产规模仅次于德固赛居全球第4。我们预计，随着环保标准提高、行业准入门槛上升，小型炭黑企业将逐渐退出市场，未来行业龙头仍有扩大市场份额的空间。

图 3：卡博特等 3 巨头占全球一半炭黑市场



资料来源：中华商务网，东兴证券研究所

图 4：国内炭黑市场集中度上升



资料来源：东兴证券研究所

消极因素：

- 目前国内炭黑行业产能依然过剩，部分焦化企业都配套建设了小型炭黑装置，导致市场竞争较为激烈。炭黑市场仍需要整合。
- 印度对中国出口的炭黑展开反倾销，2013年我国炭黑企业对印度市场的出口量将出现下滑。

盈利预测和投资建议：

预计2013年国内钢铁企业开工率将上升，轮胎企业产量继续保持15%左右的增长，2013年炭黑行业将迎来原料供应充足、下游需求好转的局面，整体盈利水平有望好于2012年。作为国内炭黑市场份额最高的企业，黑猫股份的盈利有望大幅回升。2012-2014年黑猫EPS分别为0.24元，0.38元和0.47元，同比增幅为60%和24%，目前公司股价对应PE为25.3倍，15.9倍和12.9倍，将评级从“推荐”上调至“强烈推荐”。

表 2: 投资组合盈利预测和估值

万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,945	4,650	5,821	6,671
(+/-)%	30.5%	17.9%	25.2%	14.6%
经营利润 (EBIT)	271	239	385	462
(+/-)%	98.69%	-11.80%	61.20%	20.07%
净利润	129	113	182	224
(+/-)%	140.83%	-12.03%	60.60%	23.17%
每股净收益 (元)	0.27	0.24	0.38	0.47

资料来源：东兴证券

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。重点关注化纤、橡胶、精细化工等行业。

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有五年化工行业研究经验。

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010 年 3 月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对 PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

杨伟

化学工程硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近 3 年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。