

# 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): 6.16元

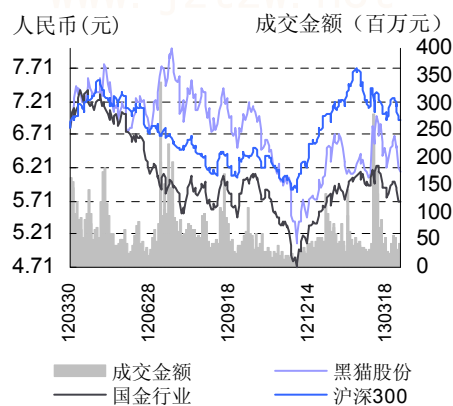
目标(人民币): 6.40元

## 行业艰难依旧, 龙头优势仍值得期待

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)	29.55
年内股价最高最低(元)	8.01/5.08
沪深 300 指数	2495.08
中小板指数	5213.42



### 相关报告

1. 《快报业绩符合预期, 期待 13 年行业好转》, 2013.2.27
2. 《补缴增值税影响公司短期业绩》, 2013.1.26
3. 《新建济宁基地, 迈步山东市场》, 2013.1.17

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	0.249	0.395	0.493
每股净资产(元)	2.57	2.53	2.78	3.17	3.66
每股经营性现金流(元)	0.86	0.13	1.06	1.10	1.11
市盈率(倍)	N/A	N/A	92.21	N/A	46.66
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%	-7.23%	58.23%	24.90%
净资产收益率(%)	8.35%	10.64%	8.99%	12.45%	13.46%
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 3 月 29 日晚发布一季度业绩预告, 预计公司 1 月 1 日至 3 月 31 日归属于上市公司股东的净利润亏损 500 至 1000 万元。

### 经营分析

- 行业议价力弱的趋势并未好转: 今年一季度是炭黑行业较为艰难的一个季度, 原本的行业淡季在煤焦油价格上涨的冲击下显得更为惨淡。根据化工在线数据, 煤焦油价格从年初的 2750 元/吨连续上涨, 在 3 月 1 日涨至 2920 元/吨, 涨幅为 6.2%, 然而, 百川资讯提供的黑猫 N330 价格一直维持在 8500 元/吨, 仅在 3 月 5 日调至 9000 元/吨, 涨幅为 5.9%。由于炭黑行业毛利率长期保持 10% 上下的低位, 因此, 煤焦油价格的上涨在 1 月、2 月未能得到及时转嫁, 使得公司一季度亏损实属正常。这也印证了我们前期反复强调的观点, 即行业议价力弱仍为公司业绩提升的最大阻碍。
- 无非经常性收益使公司业绩下滑在预料之中: 去年一季度公司净利润 3263 万元, 但其中包含非经常性收益 2354 万元, 这为今年一季报业绩下滑埋下了伏笔。2012 年一季度扣非后净利润为 1943 万元, 对应净利率为 2.0%。随着去年公司唐山新增产能的投放, 今年一季度销量应高于去年, 因此煤焦油价格的大幅上涨, 也使得公司利润的受损程度高于去年。
- 期待行业景气好转, 公司龙头地位体现: 我们在前期轮胎产业链多篇报告中反复提示, 今年将是轮胎行业盈利继续好转的一年, 这将对上游原料供应商构成充分利好。炭黑行业受制于产能分散的现状, 短期仍难出现议价力上升的趋势。然而, 随着国家环保力度的加强, 对 PM2.5 等空气污染的重视程度加大, 中小炭黑产能一旦因为粉尘污染问题被强制关闭, 以黑猫为代表的行业龙头将率先受益。

### 盈利调整

- 暂不调整前期 EPS 预测, 维持公司 2013~2014 年 EPS 为 0.40 和 0.49 元。

### 投资建议

- 给予公司 2013 年 16 倍 PE, 对应目标价 6.4 元, 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
<b>主营业务收入</b>	<b>1,863</b>	<b>3,023</b>	<b>3,945</b>	<b>5,421</b>	<b>8,170</b>	<b>9,377</b>	货币资金	230	280	417	400	500	600
增长率		62.3%	30.5%	37.4%	50.7%	14.8%	应收款项	589	750	1,009	1,355	1,931	2,216
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,501</b>	<b>-2,597</b>	<b>-3,281</b>	<b>-4,662</b>	<b>-7,108</b>	<b>-8,138</b>	存货	246	348	617	639	974	1,115
%销售收入	80.6%	85.9%	83.2%	86.0%	87.0%	86.8%	其他流动资产	75	39	77	140	213	244
<b>毛利</b>	<b>361</b>	<b>426</b>	<b>664</b>	<b>759</b>	<b>1,062</b>	<b>1,239</b>	流动资产	1,140	1,417	2,120	2,533	3,617	4,175
%销售收入	19.4%	14.1%	16.8%	14.0%	13.0%	13.2%	%总资产	50.2%	47.5%	50.2%	48.3%	55.4%	55.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-16</b>	<b>-19</b>	长期投资	0	45	24	24	24	24
%销售收入	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	1,071	1,441	1,917	2,531	2,726	3,222
<b>营业费用</b>	<b>-133</b>	<b>-206</b>	<b>-280</b>	<b>-325</b>	<b>-490</b>	<b>-563</b>	%总资产	47.2%	48.3%	45.4%	48.2%	41.7%	42.4%
%销售收入	7.1%	6.8%	7.1%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	51	68	135	144	152	161
<b>管理费用</b>	<b>-54</b>	<b>-69</b>	<b>-104</b>	<b>-130</b>	<b>-196</b>	<b>-225</b>	非流动资产	1,130	1,565	2,102	2,714	2,918	3,421
%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%	51.7%	44.6%	45.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>168</b>	<b>145</b>	<b>269</b>	<b>293</b>	<b>360</b>	<b>432</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,270</b>	<b>2,982</b>	<b>4,222</b>	<b>5,247</b>	<b>6,535</b>	<b>7,596</b>
%销售收入	9.0%	4.8%	6.8%	5.4%	4.4%	4.6%	短期借款	774	1,016	1,117	1,595	1,705	2,129
<b>财务费用</b>	<b>-51</b>	<b>-75</b>	<b>-101</b>	<b>-107</b>	<b>-129</b>	<b>-145</b>	应付款项	575	954	1,253	1,746	2,728	3,125
%销售收入	2.8%	2.5%	2.6%	2.0%	1.6%	1.5%	其他流动负债	9	13	8	15	22	26
<b>资产减值损失</b>	<b>-6</b>	<b>-16</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	流动负债	1,358	1,983	2,378	3,356	4,455	5,279
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	150	218	434	434	434	434
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%	<b>负债</b>	<b>1,634</b>	<b>2,288</b>	<b>2,884</b>	<b>3,789</b>	<b>4,888</b>	<b>5,713</b>
<b>营业利润</b>	<b>111</b>	<b>53</b>	<b>159</b>	<b>176</b>	<b>227</b>	<b>286</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>595</b>	<b>641</b>	<b>1,212</b>	<b>1,332</b>	<b>1,521</b>	<b>1,757</b>
营业利润率	5.9%	1.7%	4.0%	3.2%	2.8%	3.0%	少数股东权益	41	53	126	126	126	126
<b>营业外收支</b>	<b>-5</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>-26</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,270</b>	<b>2,982</b>	<b>4,222</b>	<b>5,247</b>	<b>6,535</b>	<b>7,596</b>
<b>税前利润</b>	<b>105</b>	<b>61</b>	<b>169</b>	<b>150</b>	<b>237</b>	<b>296</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	5.7%	2.0%	4.3%	2.8%	2.9%	3.2%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-21</b>	<b>-7</b>	<b>-40</b>	<b>-30</b>	<b>-47</b>	<b>-59</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	20.3%	12.1%	23.5%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.093	0.214	0.269	0.249	0.395	0.493
<b>净利润</b>	<b>84</b>	<b>53</b>	<b>130</b>	<b>120</b>	<b>189</b>	<b>236</b>	每股净资产	3.097	2.566	2.527	2.776	3.171	3.664
少数股东损益	5	0	1	0	0	0	每股经营现金净流	-0.497	0.855	0.126	1.056	1.103	1.108
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>79</b>	<b>54</b>	<b>129</b>	<b>120</b>	<b>189</b>	<b>236</b>	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%	2.2%	2.3%	2.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	13.28%	8.35%	10.64%	8.99%	12.45%	13.46%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	3.48%	1.80%	3.05%	2.28%	2.90%	3.11%
<b>净利润</b>	<b>84</b>	<b>53</b>	<b>130</b>	<b>120</b>	<b>189</b>	<b>236</b>	投入资本收益率	8.60%	6.60%	7.12%	6.72%	7.60%	7.78%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	35	105	128	186	210	208	主营业务收入增长率	4.92%	62.29%	30.52%	37.40%	50.70%	14.77%
非经营收益	63	58	90	142	128	146	EBIT增长率	50.59%	-13.94%	85.86%	8.85%	22.75%	20.19%
营运资金变动	-278	-3	-287	60	1	-59	净利润增长率	N/A	-32.26%	140.83%	-7.23%	58.23%	24.90%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-95</b>	<b>214</b>	<b>61</b>	<b>506</b>	<b>529</b>	<b>531</b>	总资产增长率	29.21%	31.40%	41.57%	24.27%	24.55%	16.24%
资本开支	-283	-351	-515	-813	-400	-700	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-25	-49	0	0	0	应收账款周转天数	71.8	60.7	61.6	65.0	60.0	60.0
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-283</b>	<b>-376</b>	<b>-564</b>	<b>-813</b>	<b>-400</b>	<b>-700</b>	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	160.5	97.4	76.9
债权募资	304	310	297	406	109	425	<b>偿债能力</b>						
其他	13	-111	-126	-116	-138	-156	净负债/股东权益	109.09%	137.40%	84.71%	111.75%	99.47%	104.22%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>317</b>	<b>212</b>	<b>641</b>	<b>289</b>	<b>-29</b>	<b>269</b>	EBIT利息保障倍数	3.3	1.9	2.7	2.7	2.8	3.0
<b>现金净流量</b>	<b>-61</b>	<b>50</b>	<b>137</b>	<b>-17</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	资产负债率	71.97%	76.72%	68.31%	72.22%	74.80%	75.21%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

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	1	1	3	5
增持	0	0	1	3	10
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.75	1.73	1.79

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
5 2012-10-27	增持	6.78	7.20 ~ 7.20
6 2013-01-17	增持	6.56	N/A
7 2013-01-26	增持	6.25	7.20 ~ 7.20
8 2013-02-27	增持	6.12	7.20 ~ 7.20

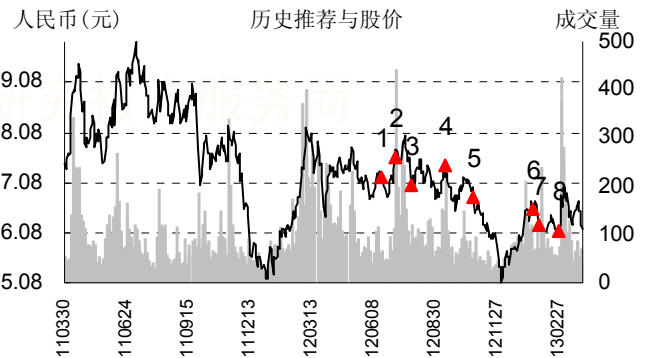
来源：国金证券研究所

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。

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作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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

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