

# 黑猫股份 (002068.SZ) 化学原料行业

评级: 增持 维持评级

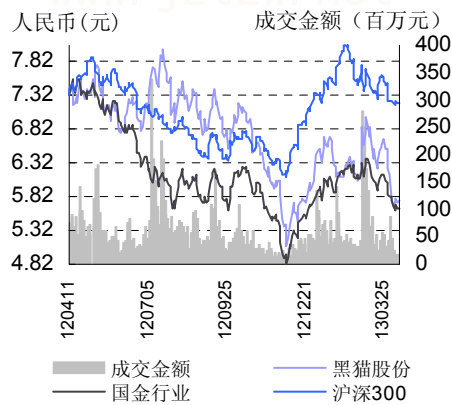
业绩点评

市价(人民币): 5.76元  
目标(人民币): 6.40元

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)	27.63
年内股价最高最低(元)	8.01/5.08
沪深 300 指数	2477.88
中小板指数	5118.42



## 相关报告

- 《行业艰难依旧,龙头优势仍值得期待》, 2013.3.31
- 《快报业绩符合预期,期待 13 年行业好转》, 2013.2.27
- 《补缴增值税影响公司短期业绩》, 2013.1.26

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

## 财务费用影响 Q4 业绩, 13 年将明显好转

### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.269	0.215	0.400	0.478	0.569
每股净资产(元)	2.53	2.74	3.14	3.51	4.08
每股经营性现金流(元)	0.13	0.39	0.45	0.75	0.99
市盈率(倍)	20.23	28.12	14.41	12.04	10.13
行业优化市盈率(倍)	16.35	26.17	25.48	25.48	25.48
净利润增长率(%)	140.83%	-19.99%	85.78%	19.67%	18.89%
净资产收益率(%)	10.64%	7.86%	12.75%	13.62%	13.93%
总股本(百万股)	479.70	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 4 月 11 日晚发布年报, 公司 2012 年度营业收入 46.5 亿元, 同比增长 17.9%; 归属于上市公司股东净利润 1.03 亿元, 同比下降 20%; EPS 0.22 元/股, 同比下降 19%。每 10 股派 1 元。

### 经营分析

- 2012 年公司业绩走势前高后低, 年末调价受阻是主因:** 年末煤焦油价格震荡上行, 而公司产品迟迟不能调价, 面临较大成本压力, 补缴的 2639 万元增值税也影响全年净利润。今年 3 月公司调价后, 毛利率已恢复至约 17% 的正常水平, 此外, 调价的滞后也使公司具有压货待涨的动力, 该部分负面影响会在后续季度中有所转回, 今年二季度有望出现恢复性增长。
- 财务费用大幅增长, 料难持续:** 公司四季度单季财务费用大幅增长, 从二、三季度的 2500 万元左右上升至 5695 万元。这是因为公司唐山二期产能在 11 月投产, 部分工程转固且新增大量贷款。由于年末公司集中偿还银行借款以控制负债率, 使得期末公司整体负债未出现大幅增加, 因而高财务费用的现状难以延续, 在一、二季报中将逐渐回归正常水平。
- 提价能力依然是业绩关键, 今年公司表现有望前低后高:** 年初汽车产量好转, 轮胎开工率持续上行, 2 月以来天胶价格的大跌也使得轮胎成本下降。炭黑行业正处于低谷中的上升期, 我们认为二季度公司毛利率将有良好表现, 具体幅度需视公司产品价格调整而定, 乐观估计可达 20%。我们统计的 2013 年重点炭黑企业产能增长为 54 万吨/年, 略低于去年 66 万吨/年的水平, 行业整体开工率或将小幅好转。

### 盈利调整

- 小幅调整公司 2013~2015 年 EPS 为 0.40、0.48、0.57 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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,023</b>	<b>3,945</b>	<b>4,655</b>	<b>6,029</b>	<b>6,788</b>	<b>7,693</b>	货币资金	280	417	380	400	500	600
增长率		30.5%	18.0%	29.5%	12.6%	13.3%	应收款项	750	1,009	1,297	1,537	1,822	2,169
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,597</b>	<b>-3,281</b>	<b>-3,909</b>	<b>-5,029</b>	<b>-5,635</b>	<b>-6,371</b>	存货	348	617	690	896	1,081	1,222
%销售收入	85.9%	83.2%	84.0%	83.4%	83.0%	82.8%	其他流动资产	39	77	125	151	169	191
<b>毛利</b>	<b>426</b>	<b>664</b>	<b>746</b>	<b>1,000</b>	<b>1,153</b>	<b>1,323</b>	流动资产	1,417	2,120	2,492	2,983	3,572	4,182
%销售收入	14.1%	16.8%	16.0%	16.6%	17.0%	17.2%	%总资产	47.5%	50.2%	48.5%	50.0%	52.2%	54.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	长期投资	45	24	22	22	22	22
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,441	1,917	2,477	2,810	3,088	3,291
<b>营业费用</b>	<b>-206</b>	<b>-280</b>	<b>-329</b>	<b>-422</b>	<b>-475</b>	<b>-539</b>	%总资产	48.3%	45.4%	48.2%	47.1%	45.1%	42.9%
%销售收入	6.8%	7.1%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%	无形资产	68	135	132	141	150	158
<b>管理费用</b>	<b>-69</b>	<b>-104</b>	<b>-132</b>	<b>-157</b>	<b>-176</b>	<b>-200</b>	非流动资产	1,565	2,102	2,647	2,987	3,274	3,485
%销售收入	2.3%	2.6%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	%总资产	52.5%	49.8%	51.5%	50.0%	47.8%	45.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>145</b>	<b>269</b>	<b>268</b>	<b>403</b>	<b>481</b>	<b>561</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,982</b>	<b>4,222</b>	<b>5,139</b>	<b>5,970</b>	<b>6,846</b>	<b>7,667</b>
%销售收入	4.8%	6.8%	5.8%	6.7%	7.1%	7.3%	短期借款	1,016	1,117	1,787	2,327	2,820	3,125
<b>财务费用</b>	<b>-75</b>	<b>-101</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-184</b>	<b>-209</b>	应付款项	954	1,253	1,562	1,653	1,852	2,095
%销售收入	2.5%	2.6%	3.0%	2.4%	2.7%	2.7%	其他流动负债	13	8	-40	16	18	20
<b>资产减值损失</b>	<b>-16</b>	<b>-9</b>	<b>-14</b>	<b>-11</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	流动负债	1,983	2,378	3,309	3,996	4,691	5,240
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	218	434	356	356	356	356
投资收益	-1	0	-3	0	0	0	其他长期负债	88	73	48	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>2,288</b>	<b>2,884</b>	<b>3,712</b>	<b>4,352</b>	<b>5,047</b>	<b>5,596</b>
<b>营业利润</b>	<b>53</b>	<b>159</b>	<b>114</b>	<b>246</b>	<b>294</b>	<b>350</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>641</b>	<b>1,212</b>	<b>1,312</b>	<b>1,504</b>	<b>1,685</b>	<b>1,958</b>
营业利润率	1.7%	4.0%	2.5%	4.1%	4.3%	4.5%	少数股东权益	53	126	114	114	114	114
<b>营业外收支</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,982</b>	<b>4,222</b>	<b>5,139</b>	<b>5,970</b>	<b>6,846</b>	<b>7,667</b>
<b>税前利润</b>	<b>61</b>	<b>169</b>	<b>126</b>	<b>246</b>	<b>294</b>	<b>350</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	2.0%	4.3%	2.7%	4.1%	4.3%	4.5%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>所得税</b>	<b>-7</b>	<b>-40</b>	<b>-28</b>	<b>-54</b>	<b>-65</b>	<b>-77</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.1%	23.5%	22.5%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.126	0.269	0.215	0.400	0.478	0.569
<b>净利润</b>	<b>53</b>	<b>130</b>	<b>98</b>	<b>192</b>	<b>229</b>	<b>273</b>	每股净资产	2.566	2.527	2.736	3.135	3.512	4.081
少数股东损益	0	1	-5	0	0	0	每股经营现金净流	0.855	0.126	0.394	0.454	0.748	0.991
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>54</b>	<b>129</b>	<b>103</b>	<b>192</b>	<b>229</b>	<b>273</b>	每股股利	0.040	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.8%	3.3%	2.2%	3.2%	3.4%	3.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	8.35%	10.64%	7.86%	12.75%	13.62%	13.93%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	1.80%	3.05%	2.01%	3.21%	3.35%	3.56%
<b>净利润</b>	<b>53</b>	<b>130</b>	<b>98</b>	<b>192</b>	<b>229</b>	<b>273</b>	投入资本收益率	6.60%	7.12%	5.83%	7.31%	7.54%	7.88%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>105</b>	<b>128</b>	<b>171</b>	<b>203</b>	<b>225</b>	<b>252</b>	主营业务收入增长率	62.29%	30.52%	17.98%	29.52%	12.58%	13.34%
非经营收益	58	90	133	157	194	220	EBIT增长率	-13.94%	85.86%	-0.26%	50.20%	19.27%	16.68%
<b>营运资金变动</b>	<b>-3</b>	<b>-287</b>	<b>-212</b>	<b>-334</b>	<b>-289</b>	<b>-269</b>	净利润增长率	N/A	140.83%	-19.99%	85.78%	19.67%	18.89%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>214</b>	<b>61</b>	<b>189</b>	<b>218</b>	<b>359</b>	<b>475</b>	总资产增长率	31.40%	41.57%	21.72%	16.17%	14.67%	12.00%
资本开支	-351	-515	-651	-534	-510	-460	<b>资产管理能力</b>						
投资	-25	-49	-9	0	0	0	应收账款周转天数	60.7	61.6	65.4	65.0	70.0	75.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	41.8	53.7	61.0	65.0	70.0	70.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-376</b>	<b>-564</b>	<b>-660</b>	<b>-534</b>	<b>-510</b>	<b>-460</b>	应付账款周转天数	60.3	65.7	66.3	60.0	60.0	60.0
股权募资	13	470	0	0	-49	0	固定资产周转天数	139.4	167.1	171.8	145.3	136.0	122.5
债权募资	310	297	593	491	493	304	<b>偿债能力</b>						
其他	-111	-126	-153	-155	-194	-220	净负债/股东权益	137.40%	84.71%	123.60%	141.05%	148.74%	139.03%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>212</b>	<b>641</b>	<b>440</b>	<b>336</b>	<b>251</b>	<b>85</b>	EBIT利息保障倍数	1.9	2.7	2.0	2.7	2.6	2.7
<b>现金净流量</b>	<b>50</b>	<b>137</b>	<b>-31</b>	<b>20</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	资产负债率	76.72%	68.31%	72.24%	72.89%	73.72%	72.98%

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	0	1	2	5
增持	0	1	2	4	11
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.75	1.82	1.83

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 2012-07-09	增持	7.59	7.98 ~ 8.40
2 2012-07-30	增持	7.03	7.98 ~ 8.40
3 2012-09-12	增持	7.41	7.98 ~ 8.40
4 2012-10-27	增持	6.78	7.20 ~ 7.20
5 2013-01-17	增持	6.56	N/A
6 2013-01-26	增持	6.25	7.20 ~ 7.20
7 2013-02-27	增持	6.12	7.20 ~ 7.20
8 2013-03-31	增持	6.16	6.40 ~ 6.40

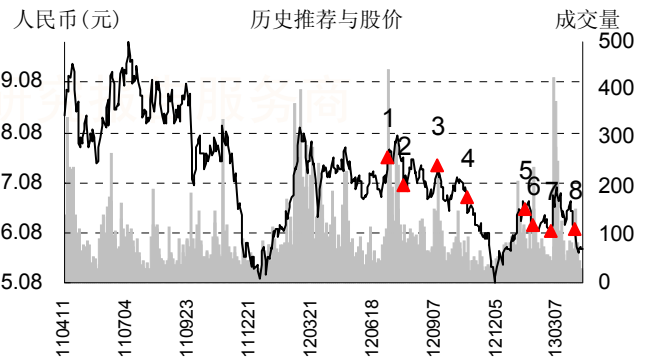
来源：国金证券研究所

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。

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	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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 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