

黑猫股份 (002068.SZ)

化学原料行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

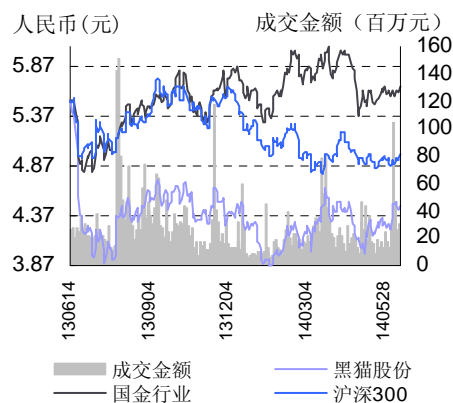
市价(人民币): 4.47元

炭黑龙头, 期待春天

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)	2,144.26
年内股价最高最低(元)	5.42/3.87
沪深300指数	2176.24
中小板综指	6302.18



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.215	0.054	0.169	0.245	0.276
每股净资产(元)	2.74	2.68	2.85	3.09	3.37
每股经营性现金流(元)	0.39	-1.38	2.99	1.06	1.10
市盈率(倍)	28.12	80.15	26.73	18.42	16.39
行业优化市盈率(倍)	26.17	26.60	27.29	27.29	27.29
净利润增长率(%)	-19.99%	-75.06%	215.18%	45.13%	12.38%
净资产收益率(%)	7.86%	2.00%	5.93%	7.93%	8.18%
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

投资逻辑

- **陷入低谷达两年, 炭黑行业仍呈分散格局:** 2013年是炭黑行业近年来较为困难的一年。上游煤焦油价格持续震荡, 增加了炭黑企业把握调价时机和幅度的困难程度; 下游轮胎企业扩产带来的需求增长尚未向炭黑企业传导; 由于激烈的竞争行业开工率继续保持低位, 这三方面原因使得公司盈利能力降到历史低点, 甚至出现了单季度亏损。百川资讯的数据显示, 2008至2013年, 行业产能由359万吨上升至650万吨, 增长幅度达81%, 行业开工率由2008年的69%下降到2013年的60%。从单厂产能分布看, 产能达到10万吨/年及以上的厂家共26家, 占全国产能59%, 同时产能低于5万吨/年的小厂共计30家, 占有全国产能14%。行业前三名黑猫股份、卡博特和龙星化工的市场占有率分别为23%、15%、11%, 行业总体格局依然分散。
- **公司是行业龙头, 全面大幅涨价时机尚未成熟:** 公司是我国炭黑行业龙头, 现产能94万吨, 下半年济宁项目投产后, 公司全年总产量总计约为100万吨。行业第二名卡博特、第三名龙星化工产能分别为60、37万吨, 与公司已经拉开了差距, 然而公司的行业龙头地位仍未明显体现。凭借产品质量的优势, 公司开工率一直保持100%, 我们认为随着行业持续低迷而导致的小产能陆续退出, 公司将承担引领行业提价、保证全行业盈利能力的龙头公司责任。目前由于通用牌号N220、N330等严重过剩, 全面大幅涨价的时机尚未到来, 短期仍需耐心等待。
- **高端炭黑市场较好, 公司盈利上升趋势抬头:** 2014年随着轮胎行业继续扩产, 炭黑需求明显好于去年, 且半钢胎市场的火热也加大了轮胎企业对高端炭黑的需求, 公司在高端炭黑上的领先优势正在逐渐获得下游认可。公司一季报净利润600万元, 中报预期利润1300~1800万元, 盈利的上升趋势已经开始。

投资建议

- 我们认为炭黑行业最坏的日子已经过去, 当前股价未能反映公司利润上升的趋势, 预测公司2014年EPS0.17元/股, 维持“增持”评级。

风险

- 提价阻力较大, 行业竞争激烈。

相关报告

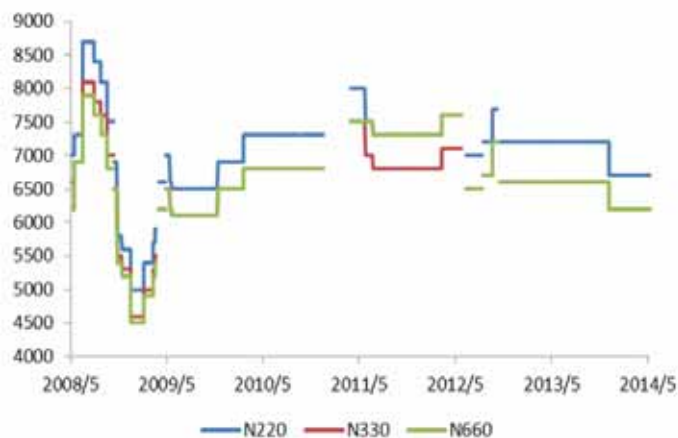
1. 《行业仍在底部持续》, 2013.10.25
2. 《符合预期, 略有好转》, 2013.8.24

周思捷 分析师 SAC 执业编号: S1130514040001
(8621)60230247
zhousijie@gjzq.com.cn

蒋明远 分析师 SAC 执业编号: S1130512040003
(8621)60230216
jiangmingyuan@gjzq.com.cn

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)60230215
liubo@gjzq.com.cn

图表1: 炭黑价格走势

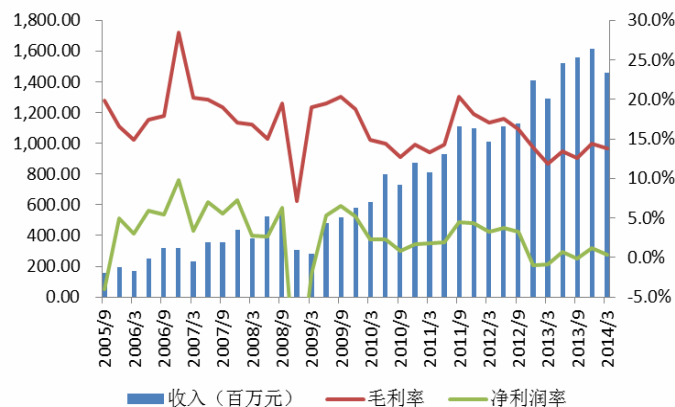


来源: 百川资讯, 化工在线, 国金证券研究所

图表2: 煤焦油价格走势

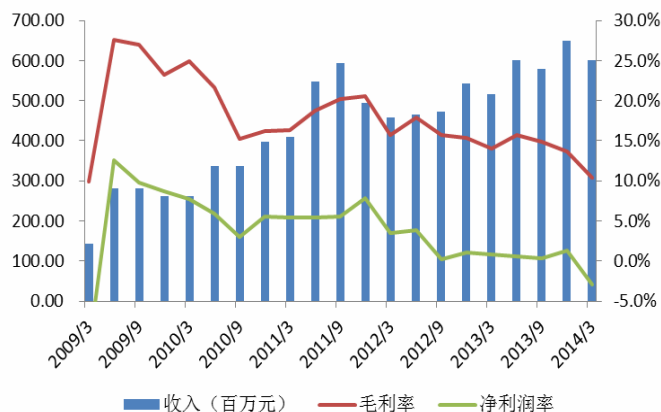


图表3: 黑猫股份毛利率和净利率变化

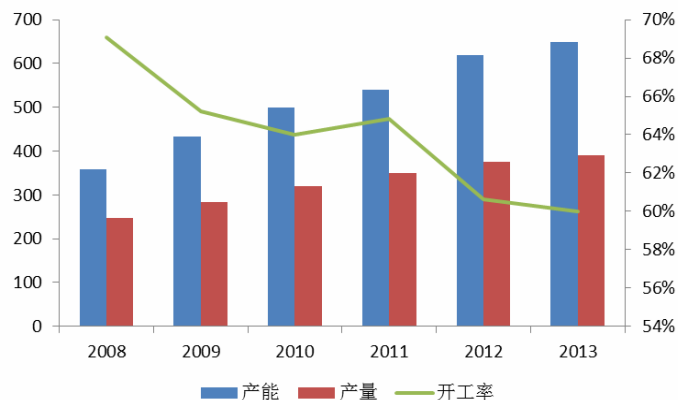


来源: 国金证券研究所

图表4: 龙星化工毛利率和净利率变化

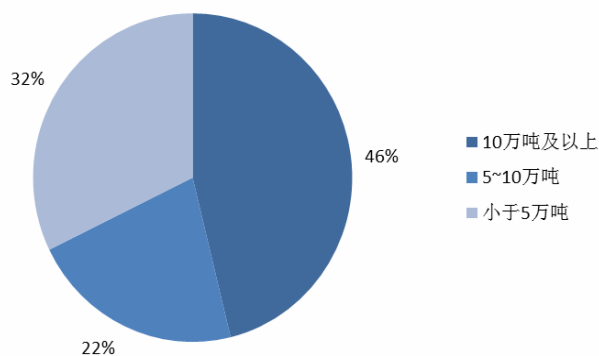


图表5: 炭黑行业开工率保持低位



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

图表6: 我国2013年炭黑业单厂产能大小分布

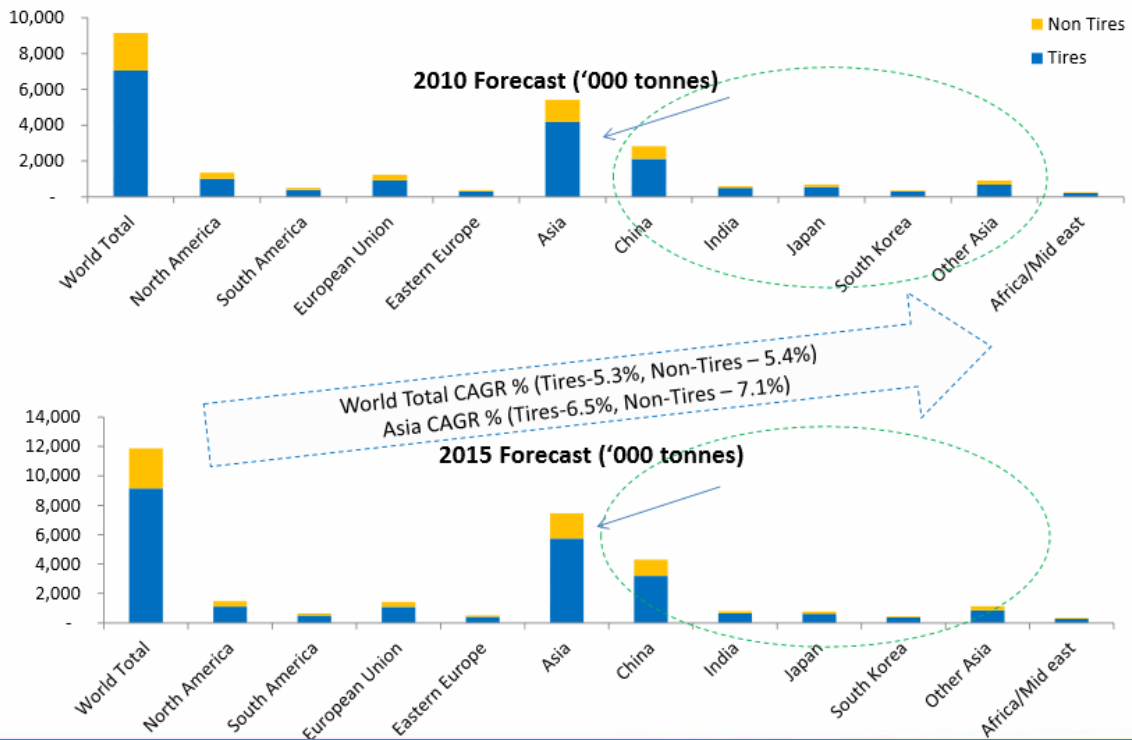


图表7: 我国炭黑行业产能前20位

省份	企业名称	产能 (万吨)	省份	企业名称	产能 (万吨)
全国	黑猫股份	94	河北	石家庄新星炭业有限公司	14
天津等	卡博特	60	山东	山东华东橡胶材料有限公司	13
河北等	龙星化工	37	安徽	中橡(马鞍山)	12
江苏	苏州宝化炭黑有限公司	27	山东	青州市博奥炭黑有限责任公司	12
山东	金能科技有限公司	24	河北	河北大光明实业集团有限公司	12
山东	山东贝斯特化工有限公司	16	山西	山西宏特化工有限公司	12
山西	山西永东化工股份有限公司	16	云南	云南云维股份有限公司	10
山东	山东耐斯特炭黑有限公司	15	重庆	重庆星博化工有限公司	10
辽宁	大石桥市辽滨碳黑厂	15	山西	河津市黑宝石炭黑有限公司	10
云南	曲靖众一	14	山西	山西立信化工有限公司	8.2

来源: 国金证券研究所

图表8: 全球炭黑需求持续增长



来源: TCBL 2013, 国金证券研究所

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	3,945	4,655	5,987	6,880	7,348	7,970	货币资金	417	380	673	400	512	671
增长率	18.0%	28.6%	14.9%	6.8%	8.5%		应收款项	1,009	1,297	2,210	1,748	1,867	2,025
主营业务成本	-3,281	-3,909	-5,202	-5,866	-6,268	-6,803	存货	617	690	763	804	859	932
%销售收入	83.2%	84.0%	86.9%	85.3%	85.3%	85.4%	其他流动资产	77	125	166	176	188	204
毛利	664	746	785	1,014	1,080	1,167	流动资产	2,120	2,492	3,812	3,127	3,425	3,832
%销售收入	16.8%	16.0%	13.1%	14.7%	14.7%	14.6%	%总资产	50.2%	48.5%	55.0%	48.1%	49.5%	51.9%
营业税金及附加	-10	-16	-13	-21	-22	-24	长期投资	24	22	22	22	22	22
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,917	2,477	2,857	3,104	3,222	3,276
营业费用	-280	-329	-377	-482	-514	-558	%总资产	45.4%	48.2%	41.2%	47.8%	46.6%	44.3%
%销售收入	7.1%	7.1%	6.3%	7.0%	7.0%	7.0%	无形资产	135	132	151	159	168	176
管理费用	-104	-132	-145	-179	-191	-207	非流动资产	2,102	2,647	3,117	3,368	3,494	3,557
%销售收入	2.6%	2.8%	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%	%总资产	49.8%	51.5%	45.0%	51.9%	50.5%	48.1%
息税前利润 (EBIT)	269	268	249	333	352	378	资产总计	4,222	5,139	6,929	6,495	6,920	7,389
%销售收入	6.8%	5.8%	4.2%	4.8%	4.8%	4.7%	短期借款	1,117	1,787	3,336	2,392	2,565	2,727
财务费用	-101	-138	-211	-217	-201	-209	应付款项	1,253	1,562	1,469	1,926	2,058	2,234
%销售收入	2.6%	3.0%	3.5%	3.1%	2.7%	2.6%	其他流动负债	8	-40	-18	19	20	22
资产减值损失	-9	-14	-19	-12	-1	-1	流动负债	2,378	3,309	4,787	4,337	4,644	4,982
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	434	356	681	681	681	681
投资收益	0	-3	0	0	0	0	其他长期负债	73	48	63	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,884	3,712	5,532	5,018	5,325	5,663
营业利润	159	114	19	104	151	168	普通股股东权益	1,212	1,312	1,286	1,367	1,484	1,615
营业利润率	4.0%	2.5%	0.3%	1.5%	2.1%	2.1%	少数股东权益	126	114	111	111	111	111
营业外收支	11	12	21	0	0	0	负债股东权益合计	4,222	5,139	6,929	6,495	6,920	7,389
税前利润	169	126	40	104	151	168							
利润率	4.3%	2.7%	0.7%	1.5%	2.1%	2.1%							
所得税	-40	-28	-23	-23	-33	-37							
所得税率	23.5%	22.5%	58.3%	22.0%	22.0%	22.0%							
净利润	130	98	17	81	117	131							
少数股东损益	1	-5	-9	0	0	0							
归属于母公司的净利润	129	103	26	81	117	131							
净利率	3.3%	2.2%	0.4%	1.2%	1.6%	1.6%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	130	98	17	81	117	131	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.112	0.215	0.054	0.169	0.245	0.273
非现金支出	128	171	217	226	236	250	每股净资产	2.527	2.736	2.680	2.849	3.094	3.367
非经营收益	90	133	202	231	210	221	每股经营现金净流	0.126	0.394	-1.377	2.985	1.062	1.106
营运资金变动	-287	-212	-1,096	893	-54	-71	每股股利	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	61	189	-661	1,432	510	531	回报率						
资本开支	-515	-651	-680	-469	-361	-312	净资产收益率	10.64%	7.86%	2.00%	5.93%	7.92%	8.10%
投资	-49	-9	0	0	0	0	总资产收益率	3.05%	2.01%	0.37%	1.25%	1.70%	1.77%
其他	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	7.12%	5.83%	1.92%	5.71%	5.67%	5.74%
投资活动现金净流	-564	-660	-680	-469	-361	-312	增长率						
股权募资	470	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	30.52%	17.98%	28.61%	14.92%	6.80%	8.46%
债权募资	297	593	1,874	-1,008	173	161	EBIT增长率	85.86%	-0.26%	-7.35%	33.85%	5.76%	7.24%
其他	-126	-73	-371	-228	-210	-221	净利润增长率	N/A	-19.99%	-75.06%	215.18%	44.86%	11.31%
筹资活动现金净流	641	519	1,503	-1,236	-37	-60	总资产增长率	41.57%	21.72%	34.82%	-6.25%	6.53%	6.78%
现金净流量	137	48	162	-273	112	159	资产管理能力						
							应收账款周转天数	61.6	65.4	63.5	65.0	65.0	65.0
							存货周转天数	53.7	61.0	51.0	50.0	50.0	50.0
							应付账款周转天数	65.7	66.3	53.9	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	167.1	171.8	152.0	138.0	127.6	113.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	84.71%	123.60%	239.45%	180.87%	171.40%	158.55%
							EBIT利息保障倍数	2.7	2.0	1.2	1.5	1.8	1.8
							资产负债率	68.31%	72.24%	79.84%	77.25%	76.95%	76.64%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.00

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 2012-10-27	增持	6.73	7.20 ~ 7.20
2 2013-01-17	增持	6.52	N/A
3 2013-01-26	增持	6.21	7.20 ~ 7.20
4 2013-02-27	增持	6.08	7.20 ~ 7.20
5 2013-03-31	增持	6.12	6.40 ~ 6.40
6 2013-04-11	增持	5.73	6.40 ~ 6.40
7 2013-08-24	增持	4.32	N/A
8 2013-10-25	增持	4.51	N/A

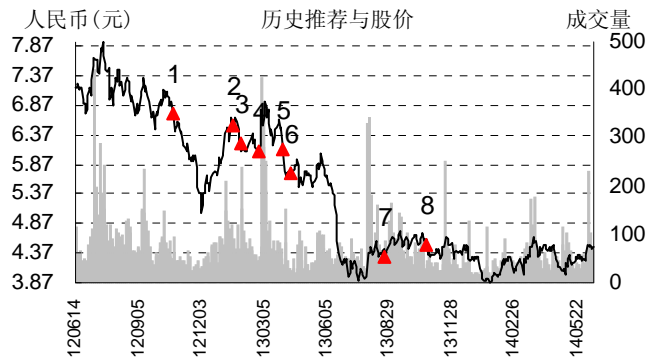
来源：国金证券研究所

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。

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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD