

## 中期业绩上调, 符合预期, 看好未来发展

### 投资要点

- **事件:** 公司发布中期业绩修正预告, 预计今年上半年归属于上市公司股东净利润2亿元-2.2亿元, 去年同期亏损5711.09万元。
- **公司是国内炭黑龙头企业, 业绩弹性大, 未来将受益于环保高压和行业供需改善。** 公司是国内最大、全球前四的炭黑企业, 年产能106万吨, 基本满产满销。公司是炭黑中弹性最大的标的, 炭黑和原料价差每增加100元/吨, 增厚公司EPS0.14元。炭黑行业近几年由于小产能企业受到环保高压等因素而出现产能关停的情况, 另外下游轮胎的需求保持旺盛, 故行业景气回暖。而成本低、环保能力强的大企业未来有望继续受益景气的回暖。
- **销量增加和价差扩大, 增厚了第二季度业绩。** (1) 由于春节因素, 一般公司一季度的收入和销量都少于二季度。公司一季报显示存货为7.1亿元, 比2016年底增加1.2亿元, 我们预计公司一季度炭黑库存增加2.5万吨左右。今年下游需求端数据良好, 今年前五个月, 国内橡胶轮胎外胎累计产量3.9亿条, 同比增长8.7%。今年炭黑的出口数据也很出色, 前五个月国内炭黑累计出口33.0万吨, 同比增长13.1%, 其中4、5月的炭黑出口增速达到49.5%、2.1%。因此, 我们预计公司一季度的炭黑库存已经在二季度消化。(2) 我们采用山西太原产煤焦油(灰分0.13%: 粘度4.0: 水分4.0%) 和华北地区炭黑(N660) 市场价进行测算, 今年第二季度其产品与原料的价差为1753.4元/吨, 第一季度价差为1383.9元/吨。综上两点, 预计公司第二季度炭黑方面的利润增厚8730.3万元左右。
- **定增获批, 有利于降杠杆。** 公司7月12日收到证监会对其6.9亿元的三年期定增的核准批复, 非公开发行的股票数量不超过1.2亿股, 非公开发行股票的价格不低于5.70元/股或发行期首日前20个交易日股票均价的70%。2017年一季度末, 公司的资产负债率已经达到65.7%, 短期借款26.5亿, 本次定增将大幅降低公司资产负债率, 减少利息支出。
- **盈利预测与投资建议。** 暂不考虑2017年增发完成后带来的股本变化和负债变化, 我们预计2017-2019年EPS分别为0.65元、0.71元、0.79元, 考虑未来环保趋严背景下公司行业龙头的业绩稳定性和成长性, 给予2018年18倍估值水平, 目标价12.78元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 价差缩小的风险, 下游需求回落的风险。

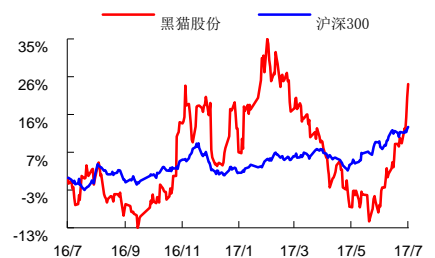
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4381.10	4809.74	5281.46	5800.74
增长率	-8.24%	9.78%	9.81%	9.83%
归属母公司净利润(百万元)	94.13	396.55	430.74	477.94
增长率	455.80%	321.26%	8.62%	10.96%
每股收益EPS(元)	0.16	0.65	0.71	0.79
净资产收益率ROE	4.67%	16.55%	15.64%	15.16%
PE	62	15	14	12
PB	2.86	2.41	2.11	1.84

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn  
联系人: 李海勇  
电话: 0755-23617478  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

### 相对指数表现



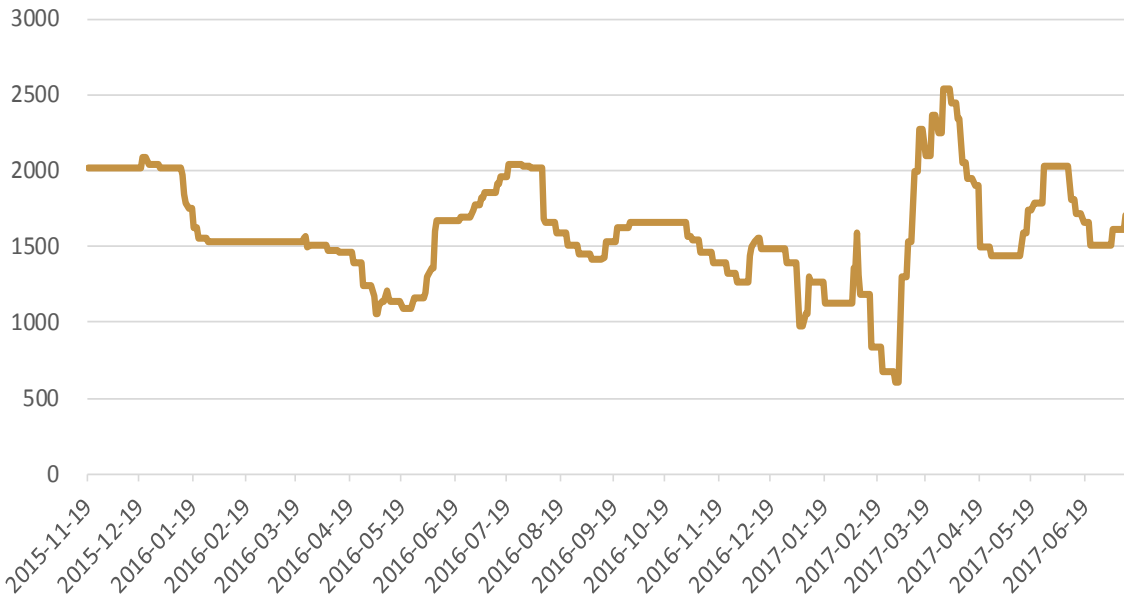
数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.07
流通A股(亿股)	6.07
52周内股价区间(元)	6.8-10.55
总市值(亿元)	58.22
总资产(亿元)	65.60
每股净资产(元)	3.44

### 相关研究

图 1: 炭黑产品和原料的价差 (考虑物耗比例, 单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 西南证券整理

**关键假设：**

假设 1：公司实际所得税率参考 2016 年水平；

假设 2：未来三年公司各项业务保持稳健增长，炭黑毛利率水平小幅逐年递增。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	4381.1	4809.7	5281.5	5800.7
	增速	-8.2%	9.8%	9.8%	9.8%
	成本	3584.8	3822.4	4179.0	4567.3
	毛利率	18.2%	20.5%	20.9%	21.3%
炭黑	收入	3680.73	4048.80	4453.68	4899.05
	增速	-10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	3030.90	3239.04	3540.68	3870.25
	毛利率	17.7%	20.0%	20.5%	21.0%
焦油精制产品	收入	335.17	368.68	405.55	446.11
	增速	-5.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	309.11	324.44	356.89	392.57
	毛利率	7.8%	12.0%	12.0%	12.0%
白炭黑	收入	84.14	92.56	101.81	111.99
	增速	28.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	92.47	97.18	106.90	115.35
	毛利率	-9.9%	-5.0%	-5.0%	-3.0%
节能环保业务	收入	22.92	28.65	35.81	44.77
	增速		25.0%	25.0%	25.0%
	成本	19.15	23.49	29.37	36.71
	毛利率	16.4%	18.0%	18.0%	18.0%
其他业务	收入	258.14	271.05	284.60	298.83
	增速	-2.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	133.20	138.23	145.15	152.40
	毛利率	48.4%	49.0%	49.0%	49.0%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4381.10	4809.74	5281.46	5800.74	净利润	102.29	430.90	468.04	519.34
营业成本	3584.83	3822.39	4178.98	4567.29	折旧与摊销	269.89	272.75	276.75	276.75
营业税金及附加	30.34	25.57	29.95	40.03	财务费用	124.59	-43.29	-47.53	-52.21
销售费用	314.69	330.11	369.63	406.92	资产减值损失	51.22	0.00	0.00	0.00
管理费用	185.00	168.41	200.00	222.57	经营营运资本变动	189.97	-38.54	-175.23	-144.29
财务费用	124.59	-43.29	-47.53	-52.21	其他	-248.17	8.04	-9.47	3.40
资产减值损失	51.22	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>489.79</b>	<b>629.87</b>	<b>512.56</b>	<b>603.00</b>
投资收益	-1.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	25.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-101.32	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-75.48</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>89.10</b>	<b>506.55</b>	<b>550.43</b>	<b>616.15</b>	短期借款	-126.43	-411.01	-433.62	-517.13
其他非经营损益	39.21	33.97	36.68	35.31	长期借款	-222.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>128.32</b>	<b>540.52</b>	<b>587.11</b>	<b>651.46</b>	股权融资	-4.42	0.00	0.00	0.00
所得税	26.03	109.62	119.07	132.12	支付股利	-6.07	-18.83	-79.31	-86.15
净利润	102.29	430.90	468.04	519.34	其他	-135.10	-180.05	47.53	52.21
少数股东损益	8.15	34.35	37.31	41.40	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-494.02</b>	<b>-609.89</b>	<b>-465.39</b>	<b>-551.07</b>
归属母公司股东净利润	94.13	396.55	430.74	477.94	<b>现金流量净额</b>	<b>-67.18</b>	<b>19.98</b>	<b>47.17</b>	<b>51.93</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	460.99	480.97	528.15	580.07	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1774.48	1843.40	2039.41	2250.20	销售收入增长率	-8.24%	9.78%	9.81%	9.83%
存货	586.10	617.13	685.25	745.71	营业利润增长率	368.82%	468.50%	8.66%	11.94%
其他流动资产	44.31	48.64	53.41	58.66	净利润增长率	407.79%	321.26%	8.62%	10.96%
长期股权投资	9.68	9.68	9.68	9.68	EBITDA 增长率	8.88%	52.20%	5.93%	7.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3030.80	2763.01	2491.21	2219.42	毛利率	18.18%	20.53%	20.87%	21.26%
无形资产和开发支出	233.82	228.90	223.98	219.06	三费率	14.25%	9.46%	9.89%	9.95%
其他非流动资产	39.30	39.26	39.22	39.18	净利率	2.33%	8.96%	8.86%	8.95%
<b>资产总计</b>	<b>6179.48</b>	<b>6030.99</b>	<b>6070.30</b>	<b>6121.98</b>	ROE	4.67%	16.55%	15.64%	15.16%
短期借款	2464.41	2053.40	1619.78	1102.66	ROA	1.66%	7.14%	7.71%	8.48%
应付和预收款项	1037.62	1106.09	1182.30	1309.23	ROIC	3.42%	7.73%	8.61%	9.79%
长期借款	70.40	70.40	70.40	70.40	EBITDA/销售收入	11.04%	15.30%	14.76%	14.49%
其他负债	414.60	197.92	205.90	214.59	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3987.04</b>	<b>3427.81</b>	<b>3078.39</b>	<b>2696.87</b>	总资产周转率	0.70	0.79	0.87	0.95
股本	607.06	607.06	607.06	607.06	固定资产周转率	1.51	1.70	2.01	2.46
资本公积	845.29	845.29	845.29	845.29	应收账款周转率	5.14	5.26	5.48	5.42
留存收益	584.12	961.84	1313.26	1705.06	存货周转率	6.39	6.28	6.35	6.35
归属母公司股东权益	2037.81	2414.20	2765.62	3157.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	58.53%	—	—	—
少数股东权益	154.64	188.98	226.29	267.69	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2192.45</b>	<b>2603.18</b>	<b>2991.92</b>	<b>3425.11</b>	资产负债率	64.52%	56.84%	50.71%	44.05%
负债和股东权益合计	6179.48	6030.99	6070.30	6121.98	带息债务/总负债	63.58%	61.96%	54.90%	43.50%
					流动比率	0.75	0.92	1.14	1.45
					速动比率	0.60	0.73	0.91	1.15
					股利支付率	6.45%	4.75%	18.41%	18.02%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	483.58	736.01	779.66	840.70	每股收益	0.16	0.65	0.71	0.79
PE	61.85	14.68	13.52	12.18	每股净资产	3.36	3.98	4.56	5.20
PB	2.86	2.41	2.11	1.84	每股经营现金	0.81	1.04	0.84	0.99
PS	1.33	1.21	1.10	1.00	每股股利	0.01	0.03	0.13	0.14
EV/EBITDA	16.71	10.09	8.91	7.58					
股息率	0.10%	0.32%	1.36%	1.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn