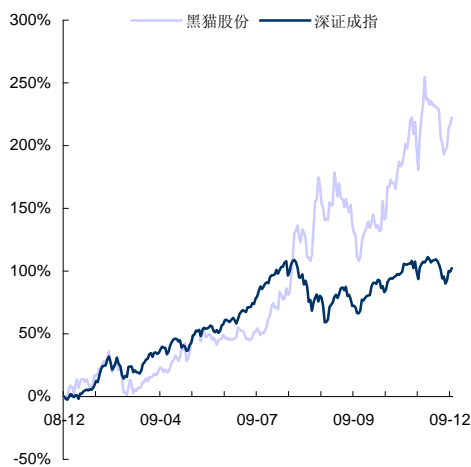


6-12个月目标价	30元
当前股价	18.13元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	3188.78
总股本(百万)	192.24
流通A股(百万股)	192.24
流通B股(百万股)	0.00
流通A股市值(百万)	3485.31
总市值(百万)	3485.31
每股净资产(元)	2.94
ROE(TTM)	12.23%
资产负债率	75.38%
动态市盈率	40.21
动态市净率	5.83

### 近一年股价表现



研究员: 卢全治  
 电话: 0755-83689065  
 Email: luquanzhi@hotmail.com  
 报告日期: 2009.12.28

### 相关报告:

近期我们对黑猫股份进行了调研,深入了解了公司的生产经营情况和未来的发展规划。

### 投资要点:

- ▶ **公司以成为国内炭黑业龙头。**公司成立于2001年,经过近10年的发展,在国内拥有江西景德镇,陕西韩城,辽宁朝阳和内蒙古乌海四大生产基地,炭黑产能达到了42万吨/年,在国内仅低于上海卡博特44万吨/年的产能。未来公司产能扩张的步伐不会停止,会进一步建立生产基地,如最近公司公告拟设立邯郸黑猫,该项目建成后,公司产能将达到62万吨/年,届时将成为国内最大的炭黑生产企业。
- ▶ **汽车业繁荣拉动炭黑需求快速增长,公司步入黄金发展期。**公司生产的炭黑产品主要用于汽车轮胎生产原料,因此炭黑行业的发展与汽车业发展精密联系,关联度高。目前我国汽车行业正处于快速发展时期,未来汽车产量依然会保持快速增长,从而带动炭黑行业快速发展,为公司未来的发展提供了难得的机遇,未来几年将是公司发展的黄金时期。
- ▶ **技术与质量维持公司炭黑高毛利率水平。**目前公司的技术水平在国内居于前列,与卡博特的差距越来越小,公司现在各个基地炭黑生产线均在2万吨以上,高于行业1.5-2万吨的平均水平。公司炭黑生产装置中反应炉温和空气预热温度不断提升,原料消耗不断下降,产品质量和竞争力不断提升,在市场上拥有一定的定价权,从而产品毛利率能得到一定的保证。
- ▶ **全国布局,贴近资源,发挥各基地区域优势,保障生产与销售。**由于公司原料煤焦油和产品炭黑运输昂贵,运距在500公里以内较为经济。为了节约运输费用,公司不断在靠近资源产地和市场的城市建立生产基地,以保证上游原料的供给,同时促进产品销售,提升市场占有率。
- ▶ **盈利预测与投资评级。**我们预测公司2009-2011年每股收益的分别为0.45元,1.07元和1.38元,对应的市盈率分别为40.21倍,16.93倍和13.14倍,目前公司的估值水平略低,公司未来将维持快速的增长率,具有良好的成长性,我们给予“买入”的投资评级。

### 财务数据与估值

主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1775	1980	2870	3421
收入同比(+/-%)	29%	12%	45%	19%
净利润(百万元)	3	87	206	265
净利润同比(+/-%)	-96%	2903%	138%	29%
EPS(元)	0.02	0.45	1.07	1.38
P/E	1207.61	40.21	16.93	13.14
P/B	6.77	5.83	4.48	3.55

资料来源: 江南金融研究所

### 一、公司已成为国内炭黑业龙头

2001年7月，以景德镇焦化总厂（现为景德镇焦化工业集团）为发起人设立了江西黑猫股份有限公司，此后，公司为了把炭黑做大做强，向资源地发展，贴近市场，公司2002年在陕西韩城成立了韩城黑猫炭黑有限责任公司，2005年在辽宁朝阳建立了朝阳黑猫伍兴岐炭黑有限责任公司。2006年9月公司完成了IPO，募资资金用于炭黑生产线的技改和扩建新的产能。经过近10年的发展，目前公司拥有四大生产基金，炭黑产能达到了42万吨/年，在国内仅低于上海卡博特50万吨/年的产能。未来公司产能扩张的步伐不会停止，会进一步建立生产基地，如最近公司公告拟设立邯郸黑猫，该项目建成后，公司产能将达到62万吨/年，届时将成为国内最大的炭黑生产企业。

图表 1: 公司控股公司概况

控股公司名称	所在地	持股比例	生产线	产能
江西黑猫股份有限公司	景德镇	公司本部	6条	硬质炭黑 7 万吨/年，软质炭黑 5 万吨/年，特种炭黑 1 万吨/年
韩城黑猫炭黑有限责任公司	韩城	96%	5条	硬质炭黑 8.5 万吨/年，软质炭黑 2.5 万吨/年
朝阳黑猫伍兴岐炭黑有限责任公司	朝阳	80%	3条	硬质炭黑 4 万吨/年，软质炭黑 2 万吨/年
乌海黑猫炭黑有限责任公司	乌海	90%	3条	硬质炭黑 4 万吨/年，软质炭黑 4 万吨/年，4 万吨/年生产线软硬质炭黑可调节生产，计划中的第四条 4 万吨/年生产线预计 2010 年 6 月建成投产
邯郸黑猫炭黑有限责任公司（拟成立）	邯郸	75%	4条（计划）	计划两年内建成炭黑产能 16 万吨/年的生产基地

资料来源：江南金融研究所

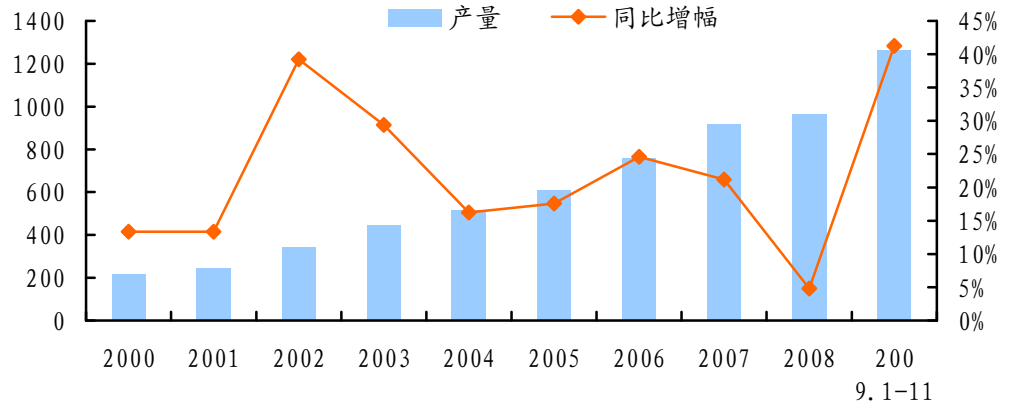
### 二、汽车业繁荣拉动炭黑需求快速增长，公司步入黄金发展期

炭黑是橡胶补强填充剂，主要用于橡胶工业中的轮胎制造，是仅次于生胶的第二原材料。典型的轿车胎中，一般要用4~5个品种的炭黑，用量约占轿车胎总重量的25%~30%。根据世界范围的统计，橡胶用炭黑耗用量占炭黑总量的89.5%，其中轮胎用占67.5%。因此，影响炭黑行业未来发展的主要是下游的汽车产业。

2000以来，我们汽车产量就步入了快速增长的时代，年增长率维持在15%以上。但2008年受国际金融危机的冲击，国内的汽车市场出现了调整，2008年产品同比仅有4.82%。随后，在国家一系列政策的刺激下，包括降低购置税，购车补贴等，汽车市场一改2008年的颓势，出现了繁荣甚至火爆的局面，汽车产销量创出了历史新高，突破了千万量大关。2010年，国家对汽车消费的鼓励政策大方向依然没有改变，我们认为2010年的车市会依然繁荣，但由于2009年基数突然增大，2010年汽车的产量的同比增幅难以超越2009年，可能会回落至20%左右。

图表 2: 我国汽车产量

单位: 万辆

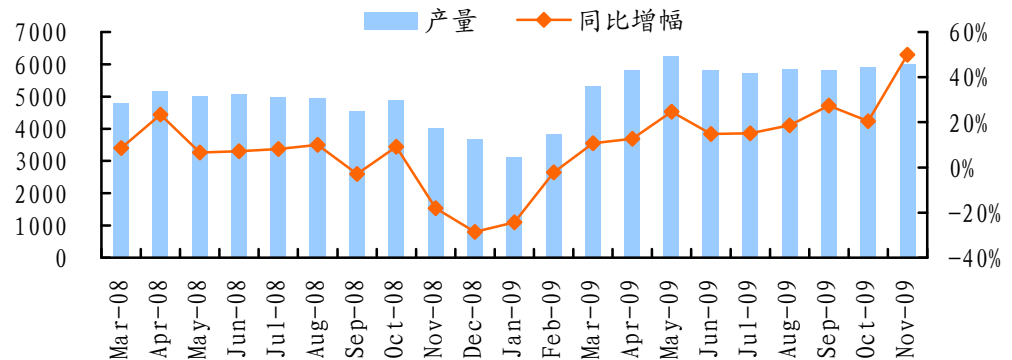


资料来源: Wind

轮胎市场的波动紧随车市,在汽车产量大幅增长的2009年,轮胎的产量增速在2009年也出现了大幅上升。基于未来对汽车行业的乐观判断,我们认为2010年轮胎产量的增幅也会维持在20%左右,未来炭黑需求也会保持较快的增幅。下游行业的旺盛需求和公司自身产能的快速扩张有利结合,为黑猫股份的快速增长提供了有利的市场时机,使得公司步入黄金发展时期。

图表 3: 我国橡胶轮胎产量

单位: 万条

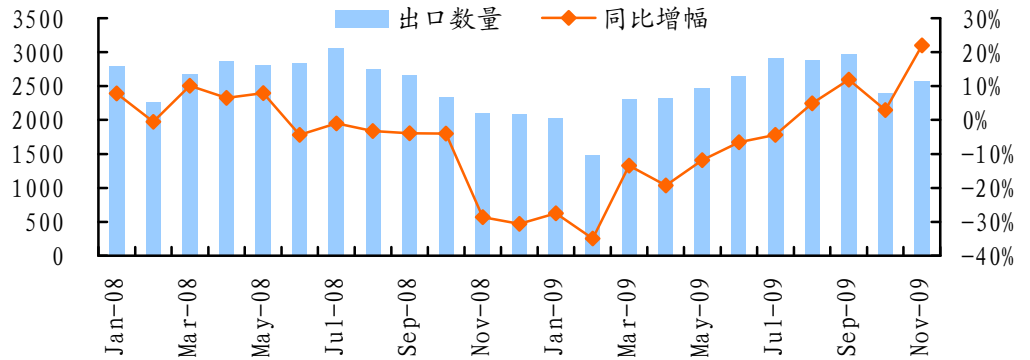


资料来源: Wind

2009年9月11日,美国宣布对从中国进口的所有小轿车和轻型卡车轮胎实施为期三年的惩罚性关税。该政策的出台是贸易保护主义的复苏,可能会影响中国轮胎的出口,但从最新的数据可以看出,轮胎出口经过10月份短暂低迷之后,在11月又继续呈现了向好的态势,特保案并没有对轮胎的出口造成太大的影响,从而对我国炭黑企业也不会有不利影响。

图表 4: 我国充气橡胶轮胎出口量

单位: 万条



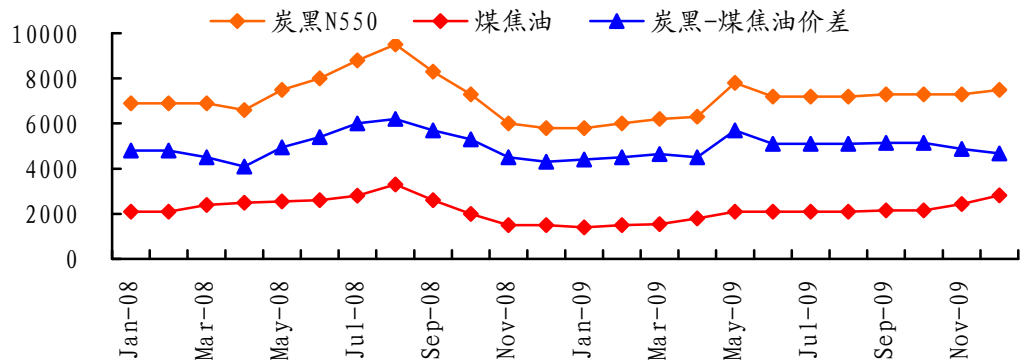
资料来源: Wind

炭黑产品的价格在 2008 年下半年开始出现了下调, 主要是由于汽车行业景气区下滑, 产品销售不畅所致。随着汽车行业的好转, 炭黑产品的价格也出现了稳步回升。未来随着汽车行业的繁荣, 会带动炭黑的需求增长, 从而推动价格的逐步上涨, 未来炭黑价格维持上升趋势的可能性很大。

近期炭黑的上游原料出现了快速的上涨, 产品的利润空间可能会受到一定挤压, 但黑猫股份依托其技术和质量优势, 可以有效的向下游转移成本。黑猫股份近期订单饱满, 各基地装置满负荷运转, 产品基本没有库存, 在这种情况下公司向下游转移成本也是比较容易实现的。

图表 5: 江西黑猫炭黑价格, 煤焦油价格及其价差

单位: 元/吨



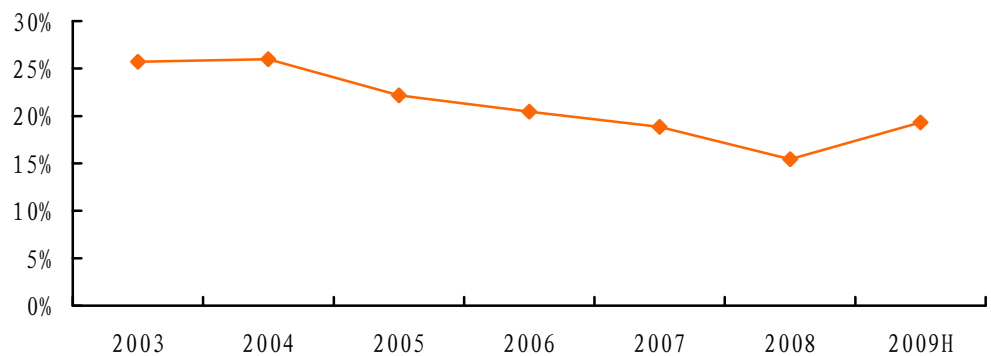
资料来源: 百川资讯

### 三、技术与质量维持公司炭黑高毛利率水平

2006年以前, 公司的技术水平与产品质量与国际巨头卡博特均有很大的差距, 产品价格也比卡博特低2000元/吨左右。经过公司不断的技改, 目前公司的技术水平在国内居于前列, 与卡博特的差距越来越小, 公司现在各个基地炭黑生产线均在2万吨以上, 高于行业1.5-2万吨的平均水平。公司实现了国内企业中最高的反应炉温和空气预热温度, 炉温和空气预热温度的不仅能提高能降低原料和燃料的消耗量, 而且能提升产品的质量, 从而提升产品的市场竞争力。目前公司的反应炉温可以达到1970-2100摄氏度, 在国内仅低于卡博特2200-2300摄氏度的水平, 空气预热温度可达到950摄氏度, 远高于行业650摄氏度的平均水平。

公司较高的技术水平提升了公司产品的质量，获得了下游采购商的一致认可，与下游企业建立了稳定，良好的合作关系，从而提升了公司的定价能力。从调研中了解到，公司基本采取成本加成的定价方式，根据原材料价格的波动来调整产品价格，基本保证公司产品能获得20%的毛利率水平，公司已经成为炭黑市场中的价格领导者。2009年上半年受国际金融危机的冲击，国内的炭黑需求出现了短暂的萎缩，产品价格快速下降，公司在一季度出现了亏损，随后在国家政策的刺激下，国内汽车消费快速增长，拉动炭黑需求快速回升，行业也很快恢复到了正常状态。

**图表 6：黑猫股份销售毛利率水平**



资料来源：Wind

#### 四、全国布局，贴近资源，发挥各基地区域优势，保障生产与销售

公司目前已经建成了江西景德镇，陕西韩城，辽宁朝阳和内蒙古乌海四大炭黑生产基地。由于炭黑及其生产原料煤焦油运费较贵，运距以 500 公里以内较为适宜，所以公司不断在靠近原料产地和消费地城市建成生产基地，以保证公司原料供应和占据炭黑的市场。

公司现有四大生产基地周边均由众多的钢厂或者大型的焦化厂，能在经济的采购半径内获得原料供应。在景德镇基地，公司能够就近利用股东焦化总厂的煤焦油。目前江西焦化集团每年可为公司提供约6万吨的煤焦油，可满足景德镇基地25%的需求，不足部分可向周边钢企的焦化厂采购，由于钢铁企业自有的焦化厂产能一般不能满足钢企自身的需求，所以这些焦化厂基本都是满负荷生产，公司煤焦油的供应可以得到保障。

公司乌海基地所处的内蒙古焦化企业众多，总产能约2000万吨年，每年可提供80万吨的煤焦油，且乌海公司的其他两个股东均为焦化企业，每年可提供8万吨的煤焦油。近期内蒙过地区焦化企业开工率不高，是导致煤焦油价格高企的一个原因，目前内蒙古煤焦油价格基本与内地持平，原料价格优势暂时无法体现。但我们认为这只是阶段性的现象，随着钢铁企业开工率的提升，焦化厂的开工率将会恢复正常水平，内蒙古地区的煤焦油价格存在着一定的价格空间，正常状态下内蒙古煤焦油要比内地低300-400元/吨的水平。

公司计划在建立邯郸基地，一是可以充分利用当地的资源，保障生产，一是贴近山东市场，有利于更好的占领市场，为客户提供优质的产品。邯郸炭黑黑猫有限责任公司的另外两个股东均是煤化工生产企业，能为邯郸黑猫提供稳定的原料和燃料供应，保障公司的生产，降低产品成本。

公司在全国布局生产基地，也是为了进一步占领全国市场，降低炭黑产品的运输成本。由于炭黑不适于长途运输，运输半径控制在500公里范围内可保证产品品质不受损害。

公司在目前现有的和未来计划建设的生产基地，可很好的辐射全国市场，江西景德镇可覆盖华东华南市场，山西韩城可覆盖西南西北市场，内蒙古乌海可覆盖北方市场，辽宁朝阳可覆盖东北市场，拟建立的邯郸基地可覆盖东北市场，为公司不断的占据国内市场，提升市场份额奠定了坚实的基础。

### 五、建设气相法白炭黑项目，未雨绸缪

气相二氧化硅俗称气相法白炭黑，是一种重要的纳米无机化工材料，粒径微小（7~40nm），比表面积大（50~400m<sup>2</sup>/g），产品纯度高（SiO<sub>2</sub>≥99.8%）。该产品具有优越的表面化学性能以及良好的生理惰性，在硅橡胶、胶粘剂、油漆、涂料、油墨、电子、纸张、化妆品、医药、食品、农业等领域有着广泛的应用，主要起到补强、增稠、触变、消光等作用。公司2008年7月23日公告建设3000吨/年的气相法白炭黑项目。由于目前气相法白炭黑也开始在轮胎中作为补强剂使用，且效果优于炭黑，未来可能会替代炭黑成为轮胎补强剂的一种重要原料，由于气相发白炭黑价格很高，短期内难以将下来，替代炭黑可能需要较长的一段时期才能完成。公司现在建设次项目，就是为了积累技术及生产经验，未雨绸缪，以免在市场出现重大转折时不能及时跟进被市场所淘汰。目前该项目一期1000吨年的装置已经建成，正在调试之中，短期内难以产生经济效益。

### 六、盈利预测与投资评级

公司未来三年的发展仍将以炭黑为主，根据公司的发展规划，我们预测公司2010年底炭黑产量将达到40万吨，2011年达到46万吨，由于公司订单饱满，产品基本没有库存，未来的产销售按100%计算。未来炭黑价格在需求的拉动下可能会出现稳中有升的态势，我们预测2010年和2011年公司的不含税销售均价为6000元/吨和6500元/吨。由于公司具有较强的定价能力，能够维持一定的毛利率水平，在行业向好的情况下，公司业绩出现大幅波动的可能性不大，因此我们预测公司的毛利率水平将呈小幅上升的态势。

图表 7：公司炭黑产品盈利预测

	2009年	2010年	2011年
销量(万吨)	33	45	52
价格(元/吨)	5500	6000	6300
成本(元/吨)	4500	4750	4900
毛利率	18.18%	20.83%	22.22%

资料来源：江南金融研究所

根据以上的假设，我们预测公司2009-2011年每股收益的分别为0.45元，1.07元和1.38元，对应的市盈率分别为40.21倍，16.93倍和13.14倍，目前公司的估值水平略低，公司未来将维持快速的增长率，具有良好的成长性，我们给予“买入”的投资评级。

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	897	1155	1431	1723	<b>营业收入</b>	1775	1980	2870	3421
现金	272	252	262	257	营业成本	1501	1611	2268	2683
应收账款	330	386	547	660	营业税金及附加	8	7	11	13
其他应收款	17	26	33	42	营业费用	107	143	190	236
预付账款	27	46	53	69	管理费用	48	57	80	97
存货	146	230	298	368	财务费用	70	40	37	26
其他流动资产	104	214	239	327	资产减值损失	38	2	0	0
<b>非流动资产</b>	860	823	762	704	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	1	1	1	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	538	617	625	599	<b>营业利润</b>	2	120	284	366
无形资产	51	51	51	51	营业外收入	6	2	0	0
其他非流动资产	270	154	85	54	营业外支出	9	1	0	0
<b>资产总计</b>	1757	1978	2193	2427	<b>利润总额</b>	-1	120	284	366
<b>流动负债</b>	1156	1299	1314	1330	所得税	-7	27	64	82
短期借款	582	702	500	399	<b>净利润</b>	6	93	220	283
应付账款	155	164	233	274	少数股东损益	3	6	14	18
其他流动负债	419	433	581	657	<b>归属母公司净利润</b>	3	87	206	265
<b>非流动负债</b>	51	40	45	43	EBITDA	122	207	375	449
长期借款	20	20	20	20	EPS (元)	0.02	0.45	1.07	1.38
其他非流动负债	31	20	25	23					
<b>负债合计</b>	1206	1339	1359	1373	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	35	41	56	74	会计年度	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
股本	160	192	192	192	<b>成长能力</b>				
资本公积	201	201	201	201	营业收入	28.6%	11.5%	44.9%	19.2%
留存收益	154	205	385	588	营业利润	-97.4%	4971.6%	137.4%	28.8%
归属母公司股东权益	515	598	778	981	归属于母公司净利润	-96.1%	2903.1%	137.6%	28.8%
<b>负债和股东权益</b>	1757	1978	2193	2427	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	15.4%	18.6%	21.0%	21.6%
					净利率(%)	0.2%	4.4%	7.2%	7.8%
					ROE(%)	0.6%	14.5%	26.5%	27.0%
					ROIC(%)	-76.4%	11.1%	22.4%	24.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	68.7%	67.7%	62.0%	56.5%
					净负债比率(%)	51.35%	55.24%	39.59%	31.81%
					流动比率	0.78	0.89	1.09	1.30
					速动比率	0.62	0.71	0.86	1.02
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.08	1.06	1.38	1.48
					应收账款周转率	5	5	6	5
					应付账款周转率	11.22	10.09	11.43	10.58
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.02	0.45	1.07	1.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.23	-0.50	1.43	0.96
					每股净资产(最新摊薄)	2.68	3.11	4.05	5.10
					<b>估值比率</b>				
					P/E	1207.61	40.21	16.93	13.14
					P/B	6.77	5.83	4.48	3.55
					EV/EBITDA	32	19	10	9

现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>	429	-95	274	184
净利润	6	93	220	283
折旧摊销	50	47	54	58
财务费用	70	40	37	26
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	288	-224	-62	-187
其他经营现金流	15	-51	25	5
<b>投资活动现金流</b>	-367	-1	0	-0
资本支出	327	0	0	0
长期投资	-40	1	-0	0
其他投资现金流	-79	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-52	76	-264	-189
短期借款	39	120	-201	-102
长期借款	-18	0	0	0
普通股增加	71	32	0	0
资本公积增加	-31	0	0	0
其他筹资现金流	-113	-76	-63	-88
<b>现金净增加额</b>	10	-20	10	-5

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

## 江南金融研究所

公司网站：<http://www.scstock.com>

### 深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编，518000

电话：0755-83689524

### 北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003