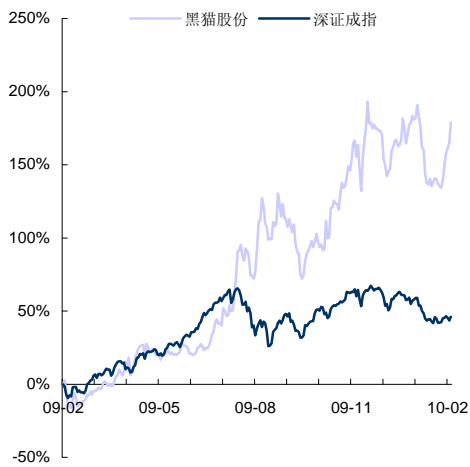


6-12 个月目标价	30.0 元
当前股价	19.0 元
投资评级	买入

### 基础数据

上证指数	3022.18
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)	3652.56
总市值 (百万)	3652.56
每股净资产 (元)	3.1
ROE (TTM)	13.28
资产负债率	71.97
动态市盈率	46.2
动态市净率	6.13

### 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: 2009.2.25

### 相关报告:

1. 《公司步入黄金发展期》2009.12.28

2009 年 2 月 25 日, 黑猫股份公布了 2009 年度报告, 公司实现归属母公司的净利润 7906 万元, 每股收益 0.41 元, 基本符合我们的预期。2009 年度利润分配预案: 拟向全体股东 10 股送 3 股, 派现金红利 0.4 元。

### 投资要点:

- ▶ **净利润快速增长。**09 年公司实现营业收入 18.62 亿元, 同比增长 4.92%; 实现利润总额 1.05 亿元, 同比增长 16910.3%; 实现归属母公司的净利润 0.79 亿元, 同比增长 2639.37%; 实现每股收益 0.41 元, 同比增长 1950%。09 年公司在营业收入小幅增长的情况下, 净利润实现了爆发性增长。
- ▶ **毛利率回升推动公司利润大幅增长。**08 年下半年受金融危机的影响, 公司主营产品炭黑价格出现了快速下降, 导致产品毛利率快速下降, 08 年的净利润跌到了历史低点, 随着危机不断缓解, 经济逐步回暖, 炭黑产品价格逐步回升, 公司在 09 年二季度开始扭亏为盈, 炭黑毛利率水平恢复至 20%, 从而推动 09 年净利润爆发性增长。
- ▶ **期间费用率基本维持平稳。**09 年期间费用率仅较 08 年上升了 0.13 个百分点, 基本与 08 年持平, 其中提升较大的是销售费用率这一块, 主要是由于 09 年整体销售价格水平较 08 年有所下降, 以及新增乌海黑猫销售带来的开发费用和运输费用。09 年财务费用率较 08 年下降了 1.21 个百分点, 主要是由于贷款利率处于低位, 从而降低了利息支出。
- ▶ **汽车行业的快速发展将进一步提升炭黑行业的景气度。**今年我国汽车行业延续了 09 年快速增长的态势, 在政府鼓励汽车消费政策的刺激下, 我们预期今年汽车产量依然会保持较快速度的增长。汽车行业的快速增长, 必然带动上游炭黑行业景气度的提升, 从而炭黑价格也有望进一步走高。
- ▶ **不断提升产能, 抢占市场, 提升业绩。**今年公司产能处于快速扩张期, 乌海基地 4 万吨/年计划 5 月投产, 同时计划在邯郸开工建设年产 16 万吨炭黑的生产基地。公司产能的不断提升, 是推动公司成长的重要驱动力, 未来公司的市场占有率将不断提升, 业绩也将不断增长。
- ▶ **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2010-2012 年每股收益的分别为 1.07 元, 1.36 元和 1.69 元, 对应的市盈率分别为 17.81 倍, 13.96 倍和 11.21 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**

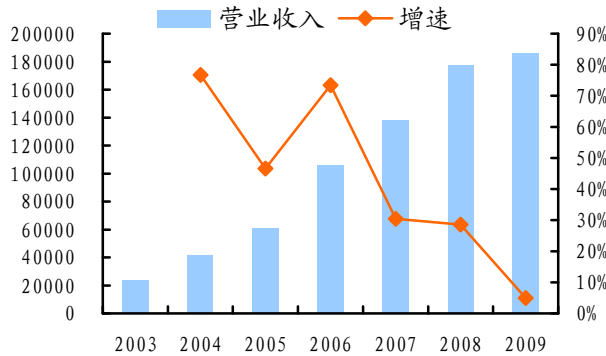
主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	1863	2870	3421	3925
收入同比 (+/-%)	5%	54%	19%	15%
净利润 (百万元)	79	205	262	326
净利润同比 (+/-%)	2639%	159%	28%	24%
EPS (元)	0.41	1.07	1.36	1.69
P/E	46.20	17.81	13.96	11.21
P/B	6.13	4.56	3.65	2.93

资料来源: 江南金融研究所

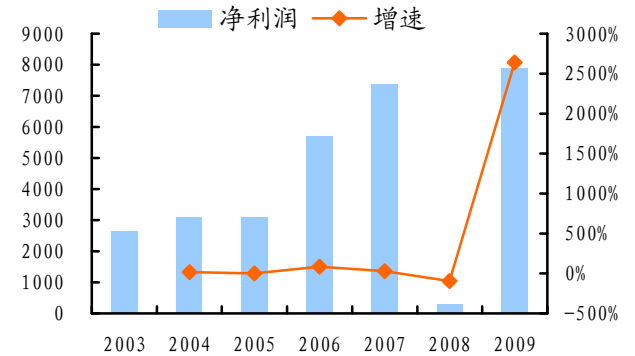
### 一、09 年公司经营回顾

2009 年公司实现营业收入 18.62 亿元，同比增长 4.92%；实现归属母公司的净利润 0.79 亿元，同比增长 2639.37%，实现每股收益 0.41 元，公司业绩基本符合我们的预期。

图表 1: 营业收入 (万元)



图表 2: 净利润 (万元)

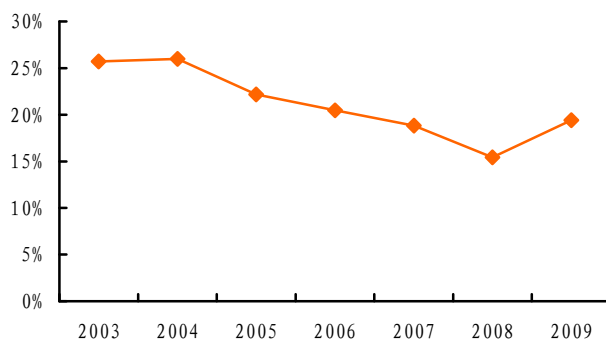


资料来源: Wind

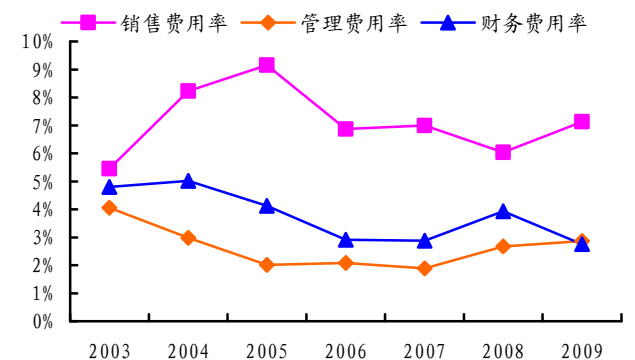
09 年在公司营业收入仅实现了小幅增长，而净利润却实现了爆发性增长，主要是由于 08 年下半年受金融危机的影响，公司主营产品炭黑价格出现了快速下降，导致产品毛利率快速下降，08 年的净利润跌到了历史低点，随着危机不断缓解，经济逐步回暖，炭黑产品价格逐步回升，公司在 09 年二季度开始扭亏为盈，炭黑毛利率水平恢复至 20%，从而推动 09 年净利润爆发性增长。

09 年公司的期间费用率相较于 08 年并没有出现太大波动，仅较 08 年高出了 0.13 个百分点，没有对公司净利润带来太多的不利影响。09 年期间费用率中提升较大的是销售费用率这一块，主要是由于 09 年整体销售价格水平较 08 年有所下降，以及新增乌海黑猫销售带来的开发费用和运输费用。09 年财务费用率较 08 年下降了 1.21 个百分点，主要是由于贷款利率处于低位，从而降低了利息支出。

图表 3: 毛利率水平



图表 4: 期间费用率水平



资料来源: Wind

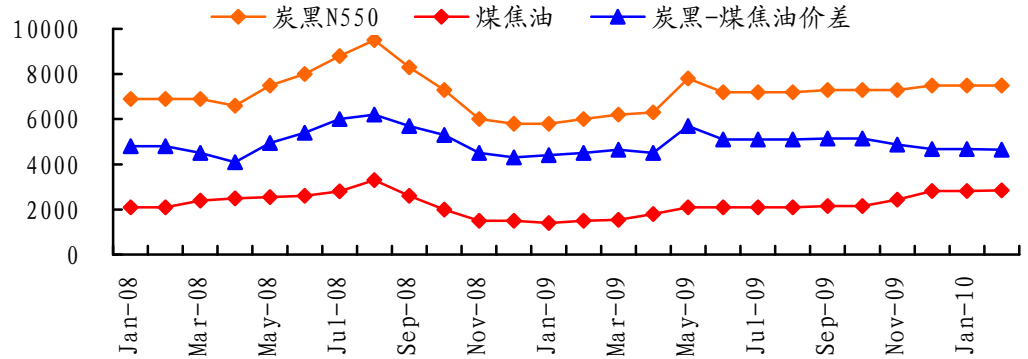
### 二、汽车行业的快速发展将进一步提升炭黑行业的景气度

进入 10 年以来，我国汽车行业依旧保持着快速增长的势头，今年 1 月份我国汽车产量达到了 161.48 万辆，较去年同期增长了 143%，在政府鼓励汽车消费政策的刺激下，我们预期今年的汽车产量依然会保持较快速度的增长。汽车行业的快速增长，必然带动

轮胎需求的快速增长，最终带动炭黑的需求快速增长。在行业景气的推动下，炭黑产品价格在今年有望出现进一步的回升。

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、不断提升产能, 抢占市场, 提升业绩

目前公司炭黑产品处于供不应求的局面, 公司装置处于满负荷运转状态, 但以现有的产能仍不能满足公司每个月4万吨的订单, 因此公司未来的发展必须依然产能的快速提升, 产能的扩张是公司业绩快速增长的重要驱动力。目前公司的产能正处于快速增长期, 今年五月公司在乌海基地的第四条4万吨/年的生产线将建成投产, 同时计划今年10月份在邯郸开工建设一个年产炭黑16万吨/年的炭黑生产基地, 以进一步提升公司的市场占有率。

### 四、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, 未来的产销率按 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 6: 公司炭黑产品盈利预测

	2010 年	2011 年	2012 年
销量(万吨)	45	52	60
价格(元/吨)	6000	6300	6300
成本(元/吨)	4750	4900	4900
毛利率	20.83%	22.22%	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 2010-2012 年每股收益的分别为 1.07 元, 1.36 元和 1.69 元, 对应的市盈率分别为 17.81 倍, 13.96 倍和 11.21 倍, 目前公司的估值水平略低, 公司未来将维持快速的增长水平, 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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	1140	1467	1791	1964	<b>营业收入</b>	1863	2870	3421	3925
现金	230	251	240	246	营业成本	1501	2268	2683	3075
应收账款	402	577	713	803	营业税金及附加	7	12	13	15
其他应收款	7	19	18	23	营业费用	133	172	225	247
预付账款	75	77	113	117	管理费用	54	80	97	110
存货	246	322	410	453	财务费用	51	53	43	29
其他流动资产	180	222	298	323	资产减值损失	6	2	0	0
<b>非流动资产</b>	1130	1101	1042	997	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	995	986	957	918	<b>营业利润</b>	111	283	361	449
无形资产	51	51	51	51	营业外收入	4	2	0	0
其他非流动资产	84	64	34	27	营业外支出	10	1	0	0
<b>资产总计</b>	2270	2568	2834	2961	<b>利润总额</b>	105	284	361	449
<b>流动负债</b>	1358	1484	1508	1377	所得税	21	64	81	101
短期借款	754	584	474	207	<b>净利润</b>	84	220	280	348
应付账款	327	365	508	538	少数股东损益	5	15	18	22
其他流动负债	278	536	525	632	<b>归属母公司净利润</b>	79	205	262	326
<b>非流动负债</b>	275	228	251	240	<b>EBITDA</b>	187	383	451	526
长期借款	150	150	150	150	<b>EPS (元)</b>	0.41	1.07	1.36	1.69
其他非流动负债	125	78	101	90					
<b>负债合计</b>	1634	1712	1760	1617	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	41	55	73	96	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	192	192	192	192	<b>成长能力</b>				
资本公积	206	206	206	206	营业收入	4.9%	54.1%	19.2%	14.7%
留存收益	197	402	602	850	营业利润	4593.0%	156.0%	27.4%	24.5%
归属母公司股东权益	595	801	1001	1248	归属于母公司净利润	2639.4%	159.4%	27.6%	24.5%
<b>负债和股东权益</b>	2270	2568	2834	2961	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	19.4%	21.0%	21.6%	21.7%
					净利率(%)	4.2%	7.1%	7.6%	8.3%
					ROE(%)	13.3%	25.6%	26.1%	26.1%
					ROIC(%)	9.6%	19.2%	21.0%	25.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	72.0%	66.7%	62.1%	54.6%
					净负债比率(%)	56.53%	43.98%	36.60%	23.25%
					流动比率	0.84	0.99	1.19	1.43
					速动比率	0.66	0.77	0.92	1.10
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.93	1.19	1.27	1.35
					应收账款周转率	5	6	5	5
					应付账款周转率	6.22	6.55	6.15	5.88
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	1.07	1.36	1.69
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.50	1.28	1.05	1.98
					每股净资产(最新摊薄)	3.10	4.16	5.21	6.49
					<b>估值比率</b>				
					P/E	46.20	17.81	13.96	11.21
					P/B	6.13	4.56	3.65	2.93
					EV/EBITDA	23	11	10	8

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	-95	246	202	381
净利润	84	220	280	348
折旧摊销	25	46	47	48
财务费用	51	53	43	29
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-134	-69	-189	-49
其他经营现金流	-122	-5	22	4
<b>投资活动现金流</b>	-283	-0	0	-0
资本支出	283	0	0	0
长期投资	0	0	-0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	317	-224	-213	-375
短期借款	172	-170	-110	-268
长期借款	130	0	0	0
普通股增加	32	0	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他筹资现金流	-23	-54	-104	-107
<b>现金净增加额</b>	-61	21	-11	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