

## 炭黑制造业

报告原因: 年报公布需要点评

2010年2月26日

市场数据: 2010年2月26日

收盘价(元)	19.76
一年内最高/最低(元)	20.25/6.85
市净率	6.37
股息率	0.20%
流通A股市值(百万元)	3799

基础数据: 2009年12月31日

每股净资产(元)	3.10
资产负债率%	71.97
总股本/流通A股(百万)	192.2/192.2
流通B股/H股(百万)	-/-

### 相关研究

### 研究员

张旭  
zhangxu@sxzq.com

### 执笔人

裴云鹏  
peiyunpeng@sxzq.com

### 联系人

焦春成  
0351-8686986  
sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28层  
山西证券股份有限公司  
http://www.i618.com.cn

## 黑猫股份 (002068)

产业龙头、产能扩大、产销两旺、产品升级

增持  
首次评级

盈利预测:

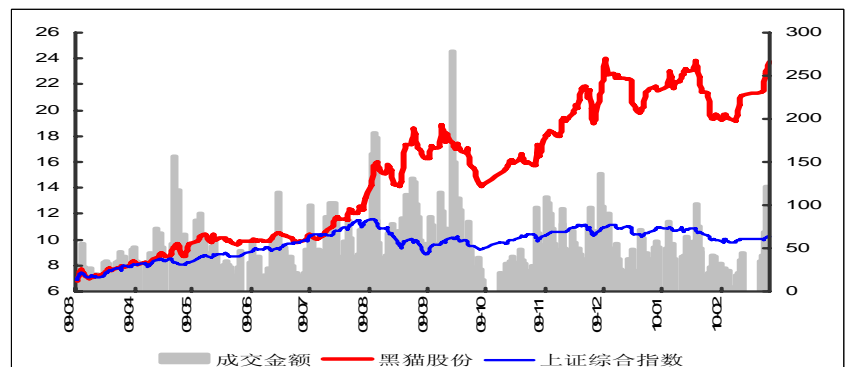
	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2009A	1862.67	1501.27	79.06	0.41	48.2
2010E	2744.42	2235.58	120.77	0.63	31.4
2011E	3789.40	3088.41	194.86	0.95	20.8
2012E	4831.49	3930.57	268.50	1.27	15.6

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

### 投资要点:

- 2009年公司实现营业总收入18.6亿元,同比增长33.6%;实现净利润8387.5万元,同比增长7785.4万元。2009年每股盈利0.41元。
- 黑猫股份目前总计具有17条炭黑生产线,其中硬质炭黑12条,软质炭黑5条;合计产能42万吨/年。公司目前还有乌海基地二期4万吨以及邯郸基地两期16万吨在建。其中乌海二期及邯郸一期总计3条生产线12万吨建设预计能够在2010年底前完工。据公司介绍邯郸基地预计3月份注册,4-5月环评,邯郸二期建设开始前不会进一步新建新基地。公司邯郸基地有可能会以软质生产线为主。
- 公司自2009年5月以来公司一直满负荷生产,销售状况良好,据介绍目前产能大致在35000-36000吨/日,但日订单数在40000吨以上。炭黑产品70%左右用于轮胎产业,受益汽车产量和保有量的提升,今明两年公司预计都能维持高景气。
- 公司主要原料炭黑油主要为煤焦油和乙烯焦油,公司大致比重为85:15,虽然焦油产品的资源属性使得产品价格有上升趋势,但公司目前占据全国300-320万吨炭黑市场的12-13%的份额,具有一定市场话语权,而且与主要的大型轮胎厂商的定价模型较为成熟,基本能够保证一定的利润空间,实现价格传导。
- 由于公司销售策略、客户关系以及轮胎产能部分转移东南亚,公司出口向好明显。
- 我们预计公司2010-2012年每股盈利0.63、0.95、1.27元。鉴于公司增长的确定性,在20-25倍估值水准下给予“增持”评级。

### 一年内公司股价与大盘对比走势:





- **核心假设：**
  1. 至 2012 年，邯郸基地 16 万吨外不再有新产能、基地建设。
  2. 煤焦油、焦炉尾气（燃气）价格稳步上涨，公司能够有效实现价格转移。
  3. 邯郸基地主要融资手段是银行贷款和自有资金而非增发等直接融资。
  4. 销售费用支出在未来竞争激烈下将保持一定高度。
  5. 白炭黑生产示范规模不扩大。
  
- **风险提示：**
  1. 2010 年乌海二期及邯郸一期不能建成的风险。
  2. 原料油价格大幅波动向上的风险。
  3. 汽车销售状况好于预期的风险。



公司利润表（单位：百万元 币种：人民币）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>一、营业总收入</b>	<b>1,775.38</b>	<b>1,862.67</b>	<b>2,744.42</b>	<b>3,789.40</b>	<b>4,831.49</b>
营业收入	1,775.38	1,862.67	2,744.42	3,789.40	4,831.49
其中：硬质湿法炭黑	1,241.78	1,355.89	1,988.92	2,730.83	3,467.20
软质湿法炭黑	363.55	328.43	485.63	672.48	861.13
焦油精制产品	118.60	104.79	158.63	221.82	285.82
尾煤气	40.33	53.79	82.48	123.44	165.43
其他业务收入	11.12	19.77	28.76	40.83	51.91
<b>二、营业总成本</b>	<b>1,771.78</b>	<b>1,751.55</b>	<b>2,587.54</b>	<b>3,549.11</b>	<b>4,511.24</b>
营业成本	1,501.27	1,501.27	2,235.58	3,088.41	3,930.57
其中：硬质湿法炭黑	1,035.23	1,095.09	1,630.91	2,252.93	2,867.37
软质湿法炭黑	302.42	268.04	399.19	551.43	701.82
焦油精制产品	122.31	87.87	130.87	180.78	230.09
尾煤气	38.28	45.06	67.11	92.71	118.00
其他业务成本	3.02	5.20	7.49	10.54	13.29
营业税金及附加	7.68	6.90	10.98	15.16	19.33
销售费用	107.08	132.75	193.63	264.69	334.10
管理费用	47.63	53.51	80.41	116.58	156.07
财务费用	69.69	51.32	53.22	45.33	47.01
资产减值损失	38.44	5.80	13.72	18.95	24.16
<b>三、其他经营收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.24	-0.42	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>2.36</b>	<b>110.71</b>	<b>156.88</b>	<b>240.28</b>	<b>320.26</b>
加：营业外收入	5.60	4.26	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	8.58	9.72	1.00	1.00	1.00
<b>五、利润总额</b>	<b>-0.63</b>	<b>105.25</b>	<b>159.88</b>	<b>243.28</b>	<b>323.26</b>
减：所得税	-6.65	21.38	33.57	53.52	71.12
<b>六、净利润</b>	<b>6.02</b>	<b>83.88</b>	<b>126.30</b>	<b>189.76</b>	<b>252.14</b>
减：少数股东损益	3.14	4.81	5.53	6.50	7.54
归属于母公司所有者的净利润	2.89	79.06	120.77	183.26	244.60
<b>七、每股收益：</b>					
（一）基本每股收益	0.02	0.41	0.63	0.95	1.27
（二）稀释每股收益	0.02	0.41	0.63	0.95	1.27

数据来源：山西证券研究所

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。