

6-12个月目标价 **19.00元**

当前股价 14.96元

投资评级 **买入**

分析师: 卢全治

执业证书编号: S0640208090089

电话: 0755-83689065

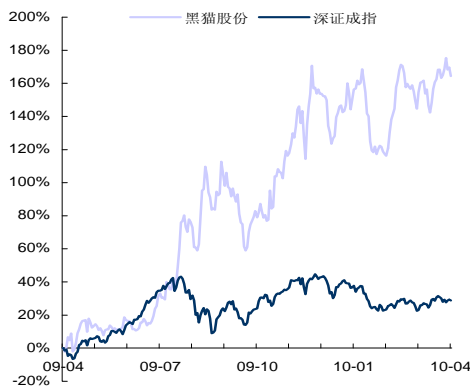
Email: luquanzhi@hotmail.com

报告日期: 2010.4.16

### 基础数据

上证指数	3164.97
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)	2875.91
总市值(百万)	2875.91
每股净资产(元)	3.17
ROE(TTM)	16.08
资产负债率	75.13
动态市盈率	19.65
动态市净率	4.81

### 近一年股价表现



### 相关报告:

- 《公司步入黄金发展期》2009.12.28
- 《09年业绩大幅增长，10仍有望保持高增长》2010.2.25

2010年4月16日，黑猫股份公布了一季度报告，报告期内公司实现净利润1400万，实现每股收益0.073元，低于我们的预期。

### 投资要点:

- ▶ **公司业绩同比上升，但低于预期。**2010年一季度公司实现营业收入6.20亿元，同比增长118.22%；实现利润总额0.19亿元，同比增长473.26%；实现归属于上市公司股东的净利润0.14亿元，扭转了去年同期亏损的局面；实现每股收益0.073元，业绩低于我们的预期。
- ▶ **两因素导致一季度业绩低于预期。**2010年一季度公司业绩低于我们的预期，主要是由于以下两个因素造成的：第一，报告期公司虽然装置开工率较高，订单饱满，但由于设备检修期装置停工，影响了产品产量和销量；第二，报告期公司主要原材料煤焦油价格上涨，而公司提升具有一定的滞后性，从而导致公司毛利率有所下滑。
- ▶ **投资煤焦油公司，延伸产业链。**由于煤焦油是公司的主要原材料，煤焦油价格的波动对公司的业绩造成较大影响，因此公司决定投资进入煤焦油生产企业，延伸公司产业链，提升公司竞争力和抗风险能力。
- ▶ **汽车行业的快速发展将进一步提升炭黑行业的景气度。**今年前三个月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0.32元，0.76元和1.34元，对应的市盈率分别为19.65倍，15.24倍和11.14倍。由于公司仍处于快速成长时期，可以给予25倍的市盈率，公司股价6-12个月的目标价为19元，我们维持“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	3005	3473	4105
收入同比(+/-%)	5%	61%	16%	18%
净利润(百万元)	79	190	245	336
净利润同比(+/-%)	2639%	141%	29%	37%
EPS(元)	0.32	0.76	0.98	1.34
P/E	47.29	19.65	15.24	11.14
P/B	6.28	4.81	3.87	3.04

资料来源: 江南金融研究所

### 江南金融研究所

联系人: 邝野、毛艳琼

联系电话: 0755-83778731

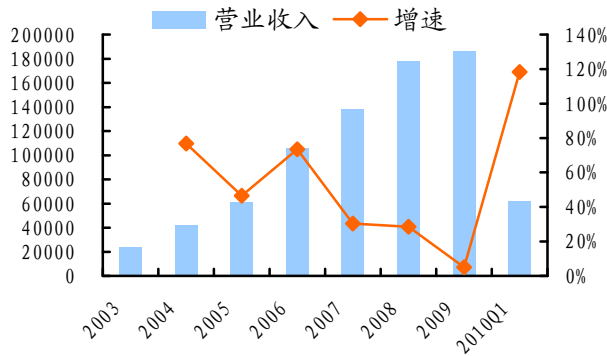
地址: 深圳市深南中路68号航空大厦2902室

(518031)

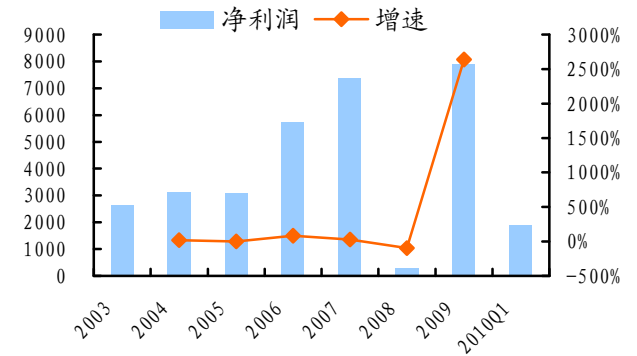
### 一、10年一季度业绩大幅增长，但低于预期

10年一季度公司实现营业收入6.20亿元，同比增长118.22%；实现利润总额0.19亿元，同比增长473.26%；实现归属于上市公司股东的净利润0.14亿元，扭转了去年同期亏损的局面；实现每股收益0.073元，业绩低于我们的预期。

图表 1: 营业收入 (万元)



图表 2: 净利润 (万元)

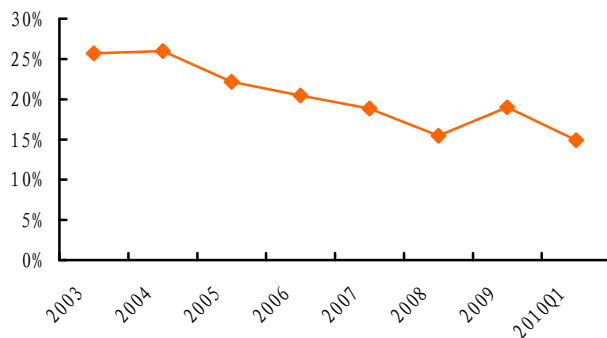


资料来源: Wind

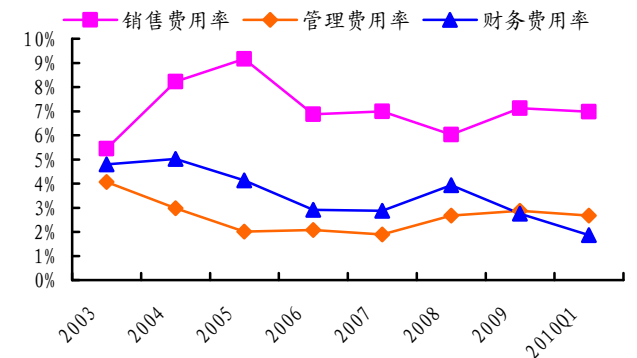
10年一季度公司业绩同比出现了大幅增长，但仍然低于我们的预期，我们主要是有以下两个因素造成的：第一，报告期公司虽然装置开工率较高，订单饱满，但由于设备检修期装置停工，影响了产品产量和销量；第二，报告期公司主要原材料煤焦油价格上涨，而公司一般在成本上涨一到两个月之后才能制定新的价格，因成本上升的产品价格提升具有一定的滞后性，从而导致公司毛利率有所下滑。

10年一季度公司期间费用率出现了一定程度的下降，体现了公司在成本费用的控制上取得了明显进步，期间费用率的下降在一定程度上抵消了毛利率水平下滑带来的不利影响。

图表 3: 毛利率水平



图表 4: 期间费用率水平



资料来源: Wind

### 二、进军煤焦油产业，延伸产业链

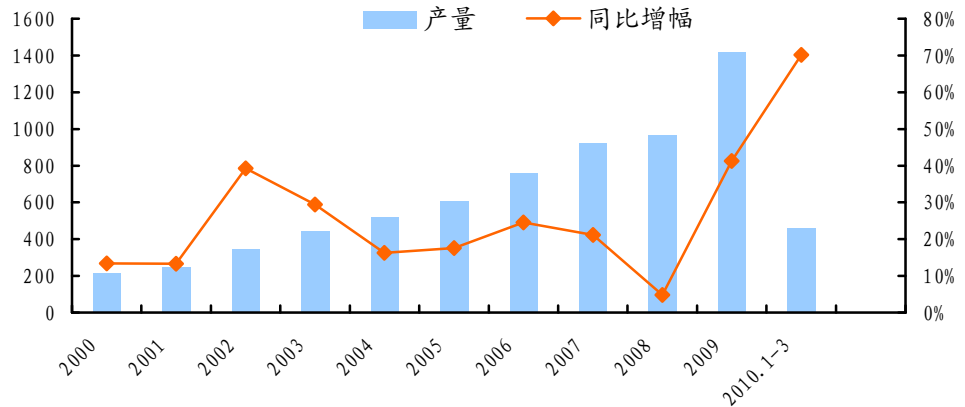
公司于2010年4月13日召开的董事会上审议通过了《关于投资参股磁县鑫宝化工有限公司并授权签署相关出资协议的议案》，公司与邯郸市鑫宝煤化工有限公司，上海同业煤化工集团有限公司合资成立磁县鑫宝化工有限公司，黑猫股份持有25%的股权，为参股股东。

秉承公司“贴近资源、兼顾市场”对外投资的原则和方针，公司出资设立磁县鑫宝化工有限公司，该公司主要从事煤焦油的深加工，可向邯郸黑猫炭黑有限责任公司提供原料炭黑油，保证公司原料的供给，有利于公司原料的质量保证，提升公司的竞争力，降低公司的经营风险。

### 三、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，今年一季度我国汽车产量达到了458.67万辆，较去年同期增长了70%，依然保持了较高的增长速度，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，增速维持在15-20%以上是大概率事件。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。

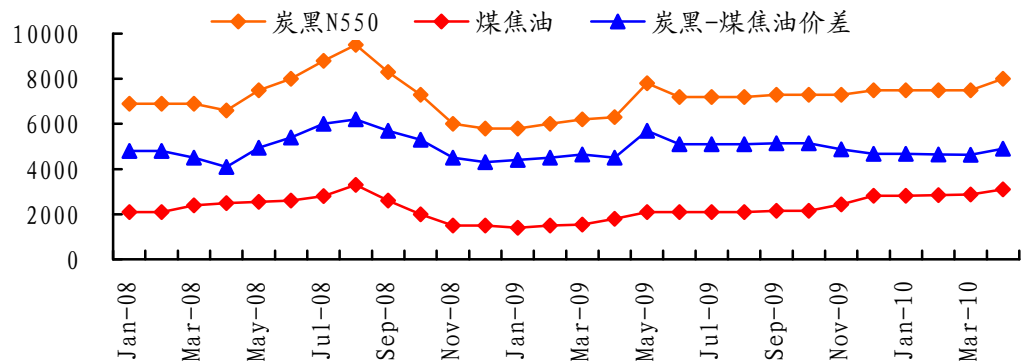
图表 5：我国汽车产量（万辆）



资料来源：Wind

在汽车行业持续发展持续向好的影响下，炭黑行业的景气度也不断提升，公司订单饱满，生产装置满负荷运转。一季度公司主要原材料出现了一定程度的上涨，由于炭黑价格的上涨后与成本价格的上涨，所以一季度在成本价格提升的情况下，炭黑产品价格维持平稳，而进入四月份炭黑价格才出现了上升，从而减缓了成本上涨带来的压力。未来在行业景气度不断攀升的情况下，炭黑产品仍有进一步提价的可能性。

图表 6：江西黑猫炭黑价格，煤焦油价格及其价差（元/吨）



资料来源：百川资讯

#### 四、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/年的生产基地，以进一步提升公司的市场占有率。

#### 五、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 6300 元/吨和 6400 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，公司毛利率水平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

	2010 年	2011 年	2012 年
销量(万吨)	45	52	60
价格(元/吨)	6300	6400	6600
成本(元/吨)	5000	5000	5100
毛利率	20.63%	21.87%	22.72%

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 0.76 元，0.98 元和 1.34 元，对应的市盈率分别为 19.65 倍，15.24 倍和 11.14 倍。由于公司未来几年将处于快速成长时期，可以给予 25 倍的合理市盈率，公司股价 6-12 个月的目标价为 19 元，维持“买入”的投资评级。

## 附表：财务报表预测

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	1526	1817	2039	<b>营业收入</b>	1863	3005	3473	4105
现金	230	251	240	246	营业成本	1501	2380	2735	3195
应收账款	402	604	724	840	营业税金及附加	7	12	13	16
其他应收款	7	19	18	24	营业费用	133	210	245	289
预付账款	75	81	115	121	管理费用	54	83	98	115
存货	246	338	418	471	财务费用	51	54	43	27
其他流动资产	180	233	302	338	资产减值损失	6	2	0	0
<b>非流动资产</b>	1130	1074	988	914	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	959	902	836	<b>营业利润</b>	111	263	338	463
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	2599	2805	2953	<b>利润总额</b>	105	263	338	463
<b>流动负债</b>	1358	1539	1516	1391	所得税	21	59	76	104
短期借款	754	599	464	177	<b>净利润</b>	84	204	262	359
应付账款	327	383	518	559	少数股东损益	5	14	17	23
其他流动负债	278	557	534	654	<b>归属母公司净利润</b>	79	190	245	336
<b>非流动负债</b>	275	228	251	240	EBITDA	225	390	456	566
长期借款	150	150	150	150	EPS (元)	0.41	0.76	0.98	1.34
其他非流动负债	125	78	101	90					
<b>负债合计</b>	1634	1767	1767	1631	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	41	54	71	94	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	192	250	250	250	<b>成长能力</b>				
资本公积	206	206	206	206	营业收入	4.9%	61.3%	15.6%	18.2%
留存收益	197	322	510	772	营业利润	4593.0%	137.4%	28.7%	36.9%
归属母公司股东权益	595	778	966	1228	归属于母公司净利润	2639.4%	140.7%	28.9%	36.9%
<b>负债和股东权益</b>	2270	2599	2805	2953	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	19.4%	20.8%	21.2%	22.2%
					净利率(%)	4.2%	6.3%	7.1%	8.2%
					ROE(%)	13.3%	24.5%	25.4%	27.3%
					ROIC(%)	9.6%	18.2%	20.5%	26.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	72.0%	68.0%	63.0%	55.2%
					净负债比率(%)	56.53%	43.48%	35.84%	21.26%
					流动比率	0.84	0.99	1.20	1.47
					速动比率	0.66	0.77	0.92	1.13
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.93	1.23	1.29	1.43
					应收账款周转率	5	6	5	5
					应付账款周转率	6.22	6.70	6.07	5.93
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.32	0.76	0.98	1.34
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.38	0.95	0.90	1.57
					每股净资产(最新摊薄)	2.38	3.11	3.87	4.92
					<b>估值比率</b>				
					P/E	47.29	19.65	15.24	11.14
					P/B	6.28	4.81	3.87	3.04
					EV/EBITDA	16	9	8	6

资料来源：江南金融研究所

**分析师简介:**

卢全治, SAC 执业证书号: S0640208090089

中国科学技术大学经济学硕士, 2007 年 8 月加入江南证券金融研究所, 从事化工行业的研究。

**分析师承诺:**

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**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

**免责条款:**

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。