

轮胎

芮定坤 S0960109074123

010-66276951

ruidingkun@cjis.cn

6-12个月目标价: 16.00元

当前股价: 14.96元

评级调整: 下调

基本资料

上证综合指数	3164.97
总股本(百万)	250
流通股本(百万)	250
流通市值(亿)	37
EPS (TTM)	0.32
每股净资产(元)	2.55
资产负债率	72.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
黑猫股份	8.06	1.90	44.61
上证综合指数	6.32	-1.84	6.21



相关报告

《黑猫股份 002068-间接受益出口, 看好明年业绩增长》2009-8-3

《黑猫股份 002068-未来业绩继续向好, 2个股价刺激因素值得关注》2009-10-29

《黑猫股份-开工率产量增加, 下半年新增产能释放》2009-4-23

黑猫股份

002068

中性

短期毛利率下降明显, 长期成长性好

投资要点:

- 1季报每股收益0.07元, 低于预期的主要原因有2个: **第1**、煤焦油上涨约28%, 产品价格上涨约10%, 而且产品提价一般是在煤焦油涨价的下个月提价, 因此毛利率下降。**第2**、实际产量10.7万吨, 运费都计入了当期销售费用, 而由于销售确认贡献收入的销量只有9.62万吨, 相当于销售费用增加。
- **风险1**: 煤焦油价格是未来最主要的问题: 根据和下游的了解预计4月煤焦油还会上涨, 但幅度较1季度小, 如果一直上涨, 公司即使提价, 2季度业绩预计也和1季度差不多, 煤焦油的价格要看下游需求和油价。
- **风险2**: 就目前的统计, 09年新增产能是卡博特的16万吨和云南云维, 10年中橡计划在马鞍山建生产线, 龙星化工16万吨的募投项目要等到2012年, 国内新增产能可能会对碳黑价格有影响, 同时导致煤焦油供应紧缺, 增加毛利率的压力。
- **好的方面**: 10年底邯郸基地可以建成, 未来是盈利最好的1个, 1方面距离销售地区近(山东轮胎企业多), 减少了运费, 另1方面, 邯郸采用了煤焦油精制工艺, 加工煤焦油成碳黑油(同时产出其他产品), 降低了单耗成本。
- 1季度公司累计销售产品9.62万吨, 按此预计加上乌海2期的第2条4万吨生产线, 预计在38万吨左右销量, 预计5月投产, 但还要看市场情况。目前来看, 毛利率1季度从09年19.4%下降到14.9%, 今年量的增长约16%, 如果1季度的毛利率持续, 今年和明年的业绩低于预期的概率大。
- 公司增发仍然在准备, 短期股价压力较大, 待观察煤焦油的价格上涨和邯郸的毛利率高2个1坏1好因素哪个影响综合毛利率大。
- 股本增加后预测10、11年EPS分别为0.46和0.77, 下调评级为中性。但公司的市场份额扩大, 逐步成为小行业龙头, **议价能力提高后长期看毛利率可以提高, 且公司对毛利率弹性大**, 建议长期关注后续投资机会, 短期关注风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1863	2764	3263	3518
同比(%)	5%	48%	18%	8%
归属母公司净利润(百万元)	79	115	193	236
同比(%)	2639%	45%	68%	22%
毛利率(%)	19.4%	15.5%	17.5%	18.0%
ROE(%)	13.3%	16.3%	21.5%	20.8%
每股收益(元)	0.41	0.46	0.77	0.94
P/E	36.25	32.50	19.33	15.81
P/B	4.81	5.30	4.16	3.30
EV/EBITDA	16	12	8	7

资料来源: 中投证券研究所

一、1 季报主要问题分析

1 季报每股收益 0.07 元，低于预期的主要原因有 2 个：

第 1、煤焦油上涨约 28%（3 个月均价分别为 2598、2777、3106，目前在 3200 元以上），产品价格上涨约 10%（3 个月均价分别为 7000、7050、7145，目前 7500 左右），而且产品提价一般是在煤焦油涨价的下个月提价，因此造成毛利率下降。

第 2、实际产量 10.7 万吨，而由于销售确认的问题，贡献收入的销量只有 9.62 万吨，而 10.7 万吨产量的运费都计入了当期销售费用，销售费用增加较多。

虽然应收帐款同比大幅增加 1.75 亿左右，但主要是乌海投产后为下游铺款造成的，以后预计变化不会太大，对于未来的影响不会太大。

二、主要问题：煤焦油和产能

煤焦油价格是未来最主要的问题：根据和下游的了解预计 4 月煤焦油还会上涨，但幅度较 1 季度小，如果一直上涨，公司即使提价，2 季度业绩预计也和 1 季度差不多。

煤焦油涨的主要原因是碳黑的需求在 09-10 年增加的较多，加上国际油价上涨，所以焦炭企业一直在提价，我们认为，如果不能因为钢铁行业好转提高开工率从而导致供给增加的话，煤焦油供应一直会相对紧张，预计等碳黑新增产能稳定以后，煤焦油上涨会趋缓，总结来说，这会是 1 个周期性的问题。

目前这个问题相对复杂，还不能一定判断煤焦油会一直上涨，但回到 09 年的 19% 的毛利率概率不大，要看邯鄲基地的毛利率优势能拉高平均毛利率多少。

产能问题：就目前的统计，09 年新增产能是卡博特的 16 万吨和云南云维，10 年中橡计划在马鞍山建生产线，龙星化工 16 万吨的募投项目要等到 2012 年，国内新增产能可能会对碳黑价格有影响，同时导致煤焦油供应紧缺，增加毛利率的压力。

三、主要业绩新增点：邯鄲基地

邯鄲 1 期 8 万吨预计 10 年底能差不多建成。

邯鄲将是未来是盈利最好的 1 个，1 方面距离销售地区近（山东轮胎企业多），减少了运费，另 1 方面，邯鄲采用了煤焦油精制工艺，加工煤焦油成碳黑油（同时产出其他产品），降低了单耗成本，邯鄲的毛利率很有可能超预期，建议关注。

碳黑需求:

我们认为: 虽然毛利率下降, 需求的问题不大, 1 方面汽车整个的增长趋势是很好的, 轮胎会更好, 因为轮胎一方面和汽车增量有关, 1 方面和汽车存量有关 (汽车轮胎替换一般每年一次)。

另外, 长期的看, 世界大的轮胎企业会逐渐向中国转移产能, 国内轮胎产量在全球产量中的比例会持续增加, 因此对碳黑的需求仍然有支持。下表为例, 09 年 1-5 月新建的轮胎生产线仍然是较大的, 增速超过碳黑行业。

表 1: 2009 年 1-5 月份部分轮胎公司的投资计划

公司	总投资	投资项目内容
普利司通	每年 20 亿美元投资	无锡 140 万套子午胎项目
大陆	2.16 亿美元	在合肥建厂, 达产后年产量 400 万套乘用车轮胎。
锦湖	8500 万美元	天津工厂增资
森麒麟	4.4 亿元 (一期)	1625 套全钢及半钢项目
兰州燃化		全国最大生产线、一期 60 万套全钢项目
昊华南方		60 万套全钢、1 万套巨胎
山东亿诺	8.2 亿元	巨胎项目
渤海化工		占地 1000 亩轮胎产业基地项目
世纪橡胶	4 亿元	300 万套半钢项目
风神股份	10 亿元	500 万套半钢子午胎项目
玲珑轮胎	5.2 亿元	北京通州
普利司通	9800 万美元	无锡 140 万条子午胎, 提高中国半钢胎产能
中国化工团	50 亿元	桂林建设 10 万条工程胎\100 万条全钢胎\500 万条半钢胎
盛泰集团	3 亿元	600 万套半钢胎
山西双喜		120 万套全钢子午胎
台湾建大	2 亿美元	天津轮胎基地项目
山东宏盛		80 万套全钢子午胎
中化橡胶		桂林, 10 万条工程胎、100 万条全钢胎、500 万套半钢胎

资料来源: 中投证券研究所

另外, 公司出口增加的趋势也很明显, 09 年总共约 2.3 万吨出口, 今年单月 6000 吨, 预计全年 6 万吨左右, 主要是东南亚和韩国。

四、投资建议

公司增发仍然在准备，短期股价压力大，下调评级为中性，待观察煤焦油的价格上涨和邯郸的毛利率高 2 个 1 坏 1 好因素哪个影响综合毛利率大。调整股本增加后 10、11 年 EPS 分别为 0.46 和 0.77, 估值不低。但公司的市场份额扩大，逐步成为小行业龙头，议价能力提高，且公司对毛利率弹性大，建议关注后续投资机会，短期关注风险。

下表是 09 年各个季度和 10 年 1 季度的毛利率、净利率和 eps 已经销量，从中可以看出业绩变化，对判断业绩有帮助：

表 2 各季度毛利率、净利率、eps 和销量比较 单位：万吨

	2009-1Q	2009-2Q	2009-3Q	2009-4Q	2009	2010-1Q
毛利率	19.0%	19.5%	20.3%	18.7%	19.4%	14.9%
净利率	-1.8%	4.8%	6.1%	5.1%	3.5%	2.3%
EPS	-0.03	0.12	0.17	0.15	0.41	0.07
销量					32.81	9.62

资料来源：中投证券研究所

敏感性分析：

公司股本较小，而期间费用较高，毛利率和期间费用对 EPS 影响非常敏感。

毛利率变动 1%，EPS 变化 0.1 左右。

表 3 国内炭黑总产量和黑猫股份市场份额 单位：万吨

炭黑	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
国内产量 (万吨)	76	87	102	138	161	185	230	240		
黑猫产量 (万吨)				11	15	18	24	26	32.81	38
市场份额				8.1%	9.3%	10.0%	10.3%	10.7%		15%

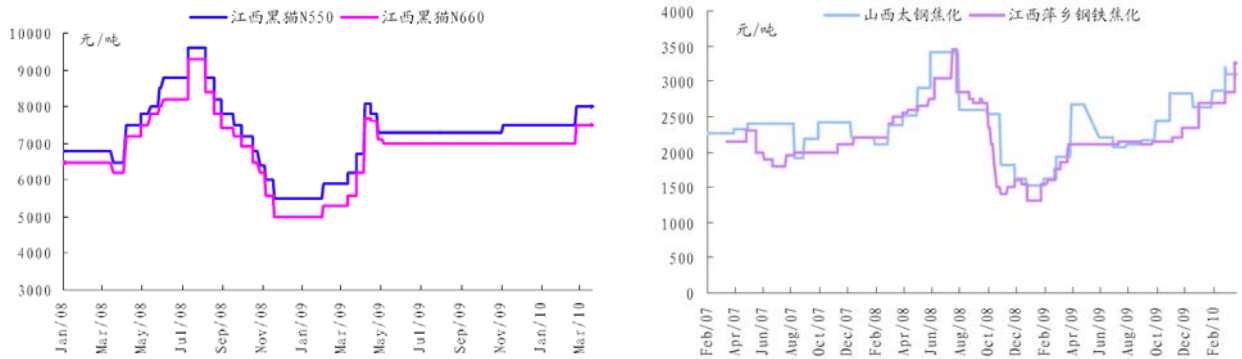
资料来源：Wind、公司历年年报、中投证券研究所

表 4 公司产能情况 单位：万吨

持股比例	股权比例	生产线	产能	权益产能覆盖市场	生产情况
景德镇	100%	6	13	13	华中、华南投产
陕西韩城	96%	5	11	10.56	西北 投产
辽宁朝阳	80%	3	6	4.8	东北 投产
内蒙古乌海	90%	4	16	14.4	西北 12 万吨投产，另 4 万吨预计 5 月
河北邯郸	75%	4	16	12	山东 8 万吨年底建成
合计		22	62	54.76	

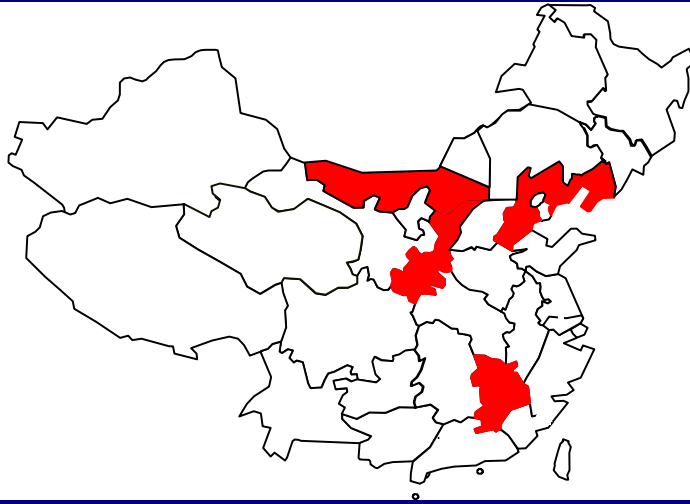
资料来源：Wind、公司历年年报、中投证券研究所

图 1 煤焦油和碳黑价格走势



资料来源：百川资讯、中投证券研究所

图 2 黑猫股份 5 个生产基地



资料来源：中投证券研究所

风险提示:

1. 煤焦油价格受炼焦行业景气度影响。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1140	1733	2030	2209	营业收入	1863	2764	3263	3518
现金	230	442	522	563	营业成本	1501	2336	2692	2885
应收账款	402	578	665	716	营业税金及附加	7	7	9	10
其它应收款	7	26	28	26	营业费用	133	150	165	175
预付账款	75	88	103	115	管理费用	54	56	65	60
存货	246	349	402	438	财务费用	51	57	68	67
其他	180	250	309	350	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	1130	1257	1367	1481	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	1104	1205	1296	营业利润	111	158	264	321
无形资产	51	59	67	73	营业外收入	4	3	3	4
其他	84	95	95	112	营业外支出	10	6	6	6
资产总计	2270	2990	3397	3690	利润总额	105	155	260	318
流动负债	1358	2046	2226	2242	所得税	21	20	34	41
短期借款	754	1193	1234	1181	净利润	84	135	227	277
应付账款	327	374	458	504	少数股东损益	5	20	34	41
其他	278	479	534	557	归属母公司净利润	79	115	193	236
非流动负债	275	181	181	181	EBITDA	225	295	425	495
长期借款	150	150	150	150	EPS (元)	0.41	0.46	0.77	0.94
其他	125	31	31	31					
负债合计	1634	2227	2407	2423	主要财务比率				
少数股东权益	41	61	95	136	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	192	250	250	250	成长能力				
资本公积	206	206	206	206	营业收入	0.05	0.48	0.18	0.08
留存收益	197	246	439	675	营业利润	45.93	0.43	0.67	0.22
归属母公司股东权益	595	702	895	1131	归属于母公司净利润	26.39	0.45	0.68	0.22
负债和股东权益	2270	2990	3397	3690	获利能力				
					毛利率	0.19	0.16	0.18	0.18
					净利率	0.04	0.04	0.06	0.07
					ROE	0.13	0.16	0.22	0.21
					ROIC	0.12	0.13	0.18	0.19
					偿债能力				
					资产负债率	0.72	0.74	0.71	0.66
					净负债比率				
					流动比率	0.84	0.85	0.91	0.99
					速动比率	0.66	0.68	0.73	0.79
					营运能力				
					总资产周转率	0.93	1.05	1.02	0.99
					应收账款周转率	4.81	5.34	4.97	4.82
					应付账款周转率	6.22	6.66	6.47	6.00
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.32	0.46	0.77	0.94
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.38	0.20	1.26	1.47
					每股净资产 (最新摊薄)	2.38	2.81	3.58	4.52
					估值比率				
					P/E	36.25	32.50	19.33	15.81
					P/B	4.81	5.30	4.16	3.30
					EV/EBITDA	16.00	12.22	8.47	7.27

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券, 2009 年获得证券市场周刊评选的石油化工行业最佳分析师评选第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黑猫股份、煤化工等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434